

---

**Navigator** Dom Maklerski®  
Value delivered.

---

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 1Q 2020 r.

---

Warszawa, maj 2020 r.

---

# Podsumowanie

## Sytuacja makroekonomiczna

Wpływ pandemii jeszcze nie jest wyraźnie widoczny w danych z rynku mieszkaniowego w 1Q 2020 r.

Niepewność co do kształtowania cen mieszkań w najbliższych miesiącach

Dwukrotna obniżka stóp procentowych

Zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów hipotecznych

Spodziewana recesja w 2020 r. oraz wzrost bezrobocia i zahamowanie wzrostu płać

Więcej

str. 4 - 7

## Rynek gruntów

Niska aktywność deweloperów na rynku gruntów

Możliwy spadek cen działek budowlanych

Więcej

str. 8 - 10

## Komentarz prawny

Możliwość odstąpienia od zawartych umów deweloperskich przez klientów

Więcej

str. 11 - 12

kochański  
i partnerzy

## Sprzedaż w 1Q 2020 r.

Dobra sprzedaż w styczniu, lutym i... COVID-19

**4 571** Łączna liczba sprzedanych mieszkań

**+2,3%** Zmiana względem 1Q 2019 r.

**815** Najwyższy odczyt wśród deweloperów

**47** Najniższy odczyt wśród deweloperów

Więcej

str. 13- 14

## Przekazania w 1Q 2020 r.

Niski poziom przekazania. Problematyczne podpisywanie aktów notarialnych począwszy od marca 2020 r.

**3 690** Łączna liczba przekazanych mieszkań

**-19,0%** Zmiana względem 1Q 2019 r.

**549** Najwyższy odczyt wśród deweloperów

**30** Najniższy odczyt wśród deweloperów

Więcej

str. 14

## Dług finansowy na koniec 2019 r.

Wzrost poziomu długu odsetkowego o 154,1 mln PLN w porównaniu z danymi na koniec 2018 r.

Dalszy spadek udziału obligacji korporacyjnych w strukturze finansowania sektora

**4,7 mld PLN** Łączna wartość zadłużenia finansowego

**72,5%** Udział zadłużenia obligacyjnego

**3,0 mld PLN** Łączny poziom długu netto

**0,35x** Mediana wskaźnika dług netto / kapitał własny

**0,61x** Mediana wskaźnika ogólnego zadłużenia

Więcej

str. 15 - 17

## Finansowanie obligacyjne w 1Q 2020 r.

Niska aktywność deweloperów mieszkaniowych na rynku obligacji

**170,0 mln PLN** Łączna wartość przeprowadzonych emisji

**6** Liczba przeprowadzonych emisji

**90,0 mln PLN** Wartość największej emisji

**261,1 mln PLN** Łączna wartość wykupów obligacji

**3,4 mld PLN** Wartość emisji do wykupu w latach 2020 - 2024

Więcej

str. 18 - 19

## Informacje dotyczące spółek

Więcej

str. 20 - 27

## Szanowni Państwo,

Ostatnie miesiące były trudne dla całej gospodarki zarówno światowej, jak i krajowej. COVID-19 wpłynął na wszystkie gałęzie biznesu, zaburzając łańcuchy dostaw większości branż. Sektor deweloperki nie stanowi tutaj wyjątku. Ujęci w naszym raporcie deweloperzy zdążyli już istotnie odczuć negatywne skutki pojawienia się koronawirusa. W naszej ocenie kolejne miesiące będą również pełne wyzwań dla branży, która będzie musiała dalej dostosowywać się do działania w nowej rzeczywistości.

W 1Q 2020 r. analizowane przez nas podmioty sprzedały 4 571 lokali wobec 4 467 jednostek w analogicznym okresie ubiegłego roku (+2,3% r/r). W styczniu i lutym 2020 r. na rynku cały czas utrzymywał się wzrost cen oraz wysoki popyt na lokale mieszkalne. Sytuacja zmieniła się diametralnie w marcu, w którym główną rolę odgrywał wcześniej wspomniany już COVID-19. Kontraktacja nowych lokali począwszy od marca spadła u niektórych nawet o ok. 70%. Wygasł zarówno popyt ze strony kupujących mieszkania na własne potrzeby (głównie z powodu niepewności o przyszłą sytuację ekonomiczną), jak i inwestorów, którzy przyjęli postawę obserwatorów liczących na spadek cen. Ponadto kupujący mieszkania w ostatnim czasie podejmowali działania prowadzące do rozwiązywania zawartych już umów rezerwacyjnych, a w pojedynczych przypadkach podejmowali próby odstąpienia od umowy deweloperskiej. U niektórych deweloperów widoczny jest cały czas problem z przystosowaniem się do prowadzenia sprzedaży online (np. brak wdrożenia podpisu elektronicznego).

W ostatnim czasie deweloperzy deklarują, że będą wstrzymywać się z wprowadzaniem do realizacji nowych projektów, co będzie wiązać się z niższą ofertą. Spodziewamy się, że kontynuacja negatywnego wpływ COVID-19 na wolumen sprzedawanych mieszkań jest nieunikniona. Naszym zdaniem w 2Q 2020 r. powinniśmy spodziewać się bardzo słabego odczytu kontraktacji. Sprzedaż w kolejnych okresach będzie zależeć od tego, jak szybko gospodarka zdoła uporać się z koronawirusem i jak szybko zarówno strona popytowa, jak i podażowa odnajdzie się w nowej rzeczywistości. Niewątpliwie dużo będzie zależeć także od podejścia banków kredytujących zarówno nabywców (kredyty hipoteczne) jak i deweloperów (kredyty budowlane). W ostatnich tygodniach widać już było, że banki znacząco zaostrzyły kryteria ich udzielania.



Mateusz Mucha  
Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A.

Nie spodziewamy się w najbliższym czasie znaczącego spadku cen lokali wśród dużych podmiotów. Bierzemy jednak pod uwagę sytuację, w której mniejsze spółki chcąc ratować płynność będą zmuszone do zrewidowania swojego cennika. Istotnym aspektem w tym kontekście będzie kształtowanie się kosztów generalnego wykonawstwa, które jest na dziś dużym znakiem zapytania. Z jednej strony spodziewany wzrost bezrobocia powinien zwiększyć podaż pracowników w sektorze, z drugiej jednak strony istotną część pracowników zza wschodniej granicy może szybko nie powrócić do Polski.

W pierwszym kwartale bieżącego roku ujęci w raporcie deweloperzy przekazali jedynie 3 690 mieszkań w porównaniu z 4 553 lokalami w 1Q 2019 r. (-19,0% r/r). Sektor deweloperski komunikuje, że w wyniku wybuchu pandemii COVID-19 podpisywanie aktów notarialnych zostało bardzo mocno ograniczone. Klucze od lokali są cały czas fizycznie przekazywane nabywcom, jednak urzędowe przeniesienie własności stało się w ostatnich miesiącach mocno problematyczne.

Na skutek COVID-19 w marcu bieżącego roku fundusze inwestycyjne doświadczyły ogromnej liczby umorzeń. W samym marcu spadek aktywów funduszy aktywnych na rynku obligacji korporacyjnych sięgnął 13,2 mld PLN, co oznacza blisko 25,0% spadek m/m. Uważamy, że na dzień dzisiejszy rynek długu dla przedsiębiorstw, w tym reprezentujących sektor deweloperski bardzo mocno się skurczył, stając się jeszcze trudniejszy dla emitentów. W kwietniu bieżącego roku spadek aktywów funduszy wyniósł kolejne 1,8 mld PLN (-4,4% m/m).

Odpiły w funduszach sprawiają, że deweloperom będzie znacznie trudniej zrefinansować zapadające zadłużenie, nie wspominając już o otrzymaniu dodatkowych środków na rozwój działalności. Deweloperzy będą musieli zatem opierać się głównie na przepływach z podstawowej działalności operacyjnej. Spodziewamy się, że wiele podmiotów będzie starać się o otrzymanie finansowania w ramach publicznych programów pomocowych. Jesteśmy zdania, że w najbliższym czasie deweloperzy wstrzymają się ze znaczącym rozbudowywaniem swojego banku ziemi, co sprawia, że zapotrzebowanie na nowy kapitał również spadnie po stronie samych emitentów.

W okresie styczeń - kwiecień 2020 r. wśród analizowanych przez nas deweloperów jedynie trzech pozyskało środki w drodze emisji obligacji korporacyjnych. W pierwszym kwartale ujęte w naszym zestawieniu podmioty uplasowały 6 serii obligacji o łącznej wartości nominalnej równej 170,0 mln PLN. W analogicznym okresie ubiegłego roku mieliśmy do czynienia z 4 emisjami na łączną kwotę równą 217,7 mln PLN. W pierwszych czterech miesiącach 2020 r. analizowani deweloperzy wykupili obligacje o łącznej kwocie równej 287,9 mln PLN, z czego 98,7 mln PLN zobowiązań zostało spłaconych przed terminem ich zapadalności. Oznacza to, że w okresie styczeń - kwiecień bieżącego roku outstanding obligacji deweloperów zmalał o 117,9 mln PLN.

W najbliższych miesiącach kluczowym składnikiem majątku deweloperów będzie naszym zdaniem gotówka. Brak zakupów nowych działek, odstąpienie od wypłaty dywidendy oraz ostrożniejsze podejście do wprowadzania liczby nowych projektów przyczyni się do wzmocnienia bilansów analizowanych spółek.

# Otoczenie makroekonomiczne

## Spowolnienie widoczne będzie wyraźnie dopiero w kolejnych miesiącach

1Q 2020 r. oraz sam marzec 2020 r., którego dotyczą najnowsze dane dotyczące mieszkań oddanych, pozwoleń oraz budów rozpoczętych nie wskazują aby rynek mieszkaniowy został istotnie dotknięty ograniczeniami i kryzysem wynikającym z rozprzestrzeniania się koronawirusa w Polsce. Analizując dane dotyczące rynku mieszkaniowego trzeba jednak pamiętać, że procesy projektowania, sprzedaży i budowy mieszkań są rozciągnięte w czasie na wiele kwartałów. Dobre dane marcowe dotyczące mieszkań oddanych, budów rozpoczętych i pozwoleń wynikają więc z siły rozpędu rynku. Wpływ epidemii będzie wyraźnie widoczny dopiero w danych za kolejne kwartały.

W okresie styczeń – marzec 2020 r. liczba mieszkań oddanych do użytkowania w całym kraju wyniosła 49,5 tys. (+4,42% r/r), natomiast na analizowanych największych rynkach mieszkaniowych 13,9 tys. (-3,88% r/r). Spadek na największych rynkach wynika ze słabego marca, w którym liczba mieszkań oddanych do użytkowania spadła o 12,86% w stosunku do marca 2019 r. W skali całego kraju w marcu odnotowano wzrost mieszkań oddanych do użytkowania o 6,77%. Wysoce prawdopodobnym wyjaśnieniem spadków liczby mieszkań oddawanych w dużych miastach w marcu jest już negatywny wpływ pandemii na działalność urzędów oraz wszystkich stron zaangażowanych w proces wydania pozwolenia na użytkowanie. W mniejszych miastach negatywnego wpływu w ilości wydawanych pozwoleń w marcu jeszcze nie było widać.

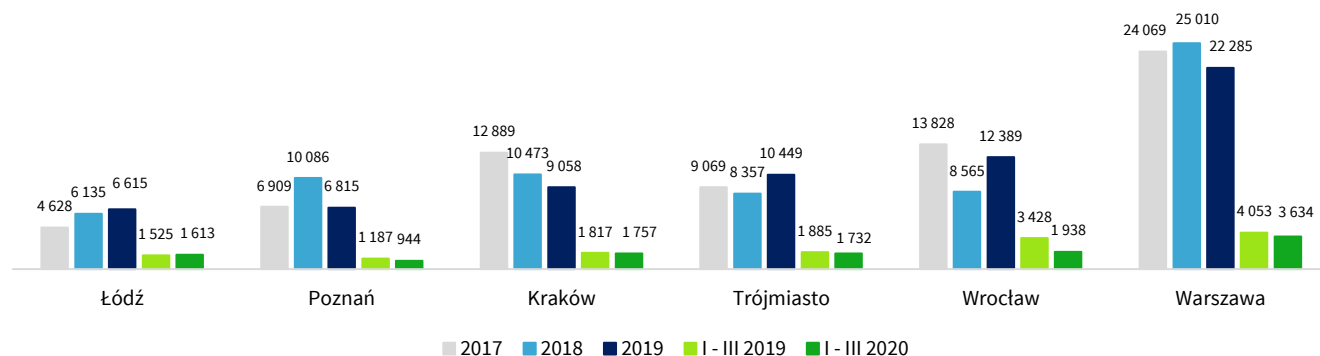
Jeśli chodzi o liczbę wydawanych pozwoleń na budowę to w 1Q 2020 r. w skali całego kraju wydano 3,29% więcej pozwoleń niż w 1Q 2019 r. natomiast w największych miastach liczba

wydanych pozwoleń spadła o 16,39%. W samym natomiast marcu dane są mocno zaskakujące gdyż w całym kraju wydano 10,49% więcej pozwoleń niż w marcu 2019 r. natomiast w największych miastach wydano 17,36% więcej pozwoleń niż w marcu 2019 r. Jak więc widać negatywnego wpływu epidemii na działalność urzędników w zakresie wydawania nowych pozwoleń na budowę nie było widać w ogóle, a wręcz odnotowano istotny wzrost. Warto mieć jednak przy tym na uwadze, że czas uzyskania pozwolenia na budowę trwa z reguły kilka miesięcy, a więc pozwolenia wydawane w marcu składane były przez inwestorów jeszcze w czasach, w których nie zakładali oni nadchodzących ograniczeń i kryzysu.

Wyraźny spadek w marcu odnotowano natomiast w liczbie rozpoczynanych budów. W skali całego kraju w marcu rozpoczęto o 20,95% mniej budów niż w marcu 2019 r. W samym 1Q 2020 r. spadek liczby rozpoczętych budów wyniósł 2,48% w stosunku do 1Q 2019 r. Na analizowanych największych rynkach mieszkaniowych spadek rozpoczynanych budów wyniósł w marcu 32,71% r/r. Warto tu jednak zauważyć, że 28,57% spadek w ujęciu rok do roku był widoczny również w styczniu-lutym 2020 r. kiedy epidemii nikt się jeszcze nie spodziewał.

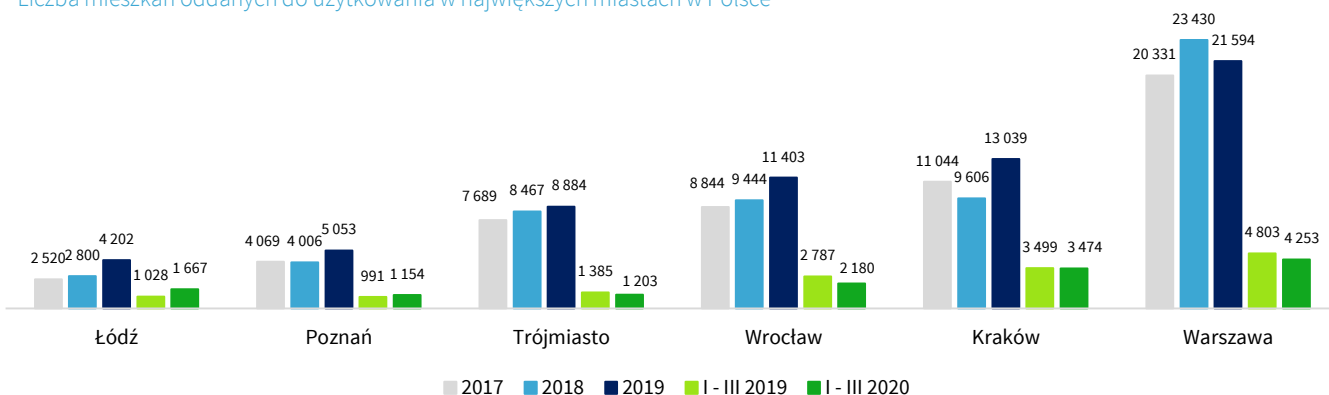
W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego spadku liczby rozpoczynanych budów. Deweloperzy już dziś komunikują, że w odpowiedzi na kryzys i zmniejszony (przynajmniej tymczasowo) popyt zmniejszą skalę uruchamiania nowych projektów. Podobnego zachowania spodziewamy się po inwestorach prywatnych, którzy w odpowiedzi na niepewność również będą się wstrzymywać z rozpoczynaniem budów.

### Liczba mieszkań, na których budowę wydano pozwolenia w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

### Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

## Kraków „odrobił” stratę do pozostałych miast Niepewność co do cen w najbliższym czasie

W 4Q 2019 r. mieliśmy do czynienia z dalszym wzrostem cen mieszkań na największych rynkach mieszkaniowych w Polsce. Wnioskując po dostępnych danych oraz rozmów z deweloperami spodziewamy się również dalszego wzrostu cen w danych za 1Q 2020 r.

Jak ceny mieszkań kształtować się będą w kolejnych miesiącach jest dziś bardzo ciężkie do przewidzenia. Oferta deweloperów była w momencie wybuchu epidemii bardzo mocno wyprzedana w związku z czym większość deweloperów nie będą zmuszona do wyprzedawania zapasów po obniżonych cenach. Uruchamianie nowych projektów firmy będą natomiast z pewnością uzależniać od popytu i jeśli nie będą widziały perspektyw na osiągnięcie solidnej rentowności to prawdopodobnie będą wstrzymywać się z ich realizacją. W związku z tym spodziewamy się, że rynek może osiągnąć względną równowagę. Pozytywnie na popyt będą z pewnością działać obniżone stopy procentowe oraz generalna awersja do inwestowania w instrumenty finansowe. Szanse na obniżenie cen mieszkań upatrujemy natomiast w możliwym spadku cen gruntów oraz spadku kosztów wykonawstwa choć tu jest duża niepewność. Z jednej strony firmy budowlane będą prawdopodobnie zmuszone do walki o kontrakty, których będzie mniej. Z drugiej strony dziś sektor budowlany pracuje już na bardzo niskich marżach oraz znacznie spadła podaż pracowników zza wschodniej granicy, w związku z czym koszty pracy mogą pozostać mimo wszystko na wysokim poziomie.

Zarówno w samym 4Q 2019 r. jak i całym 2019 r. największy wzrost cen mieszkań spośród analizowanych rynków mieszkaniowych odnotowano w Krakowie. Wzrost cen na tym rynku wyniósł 5,9% w 4Q 2019 r. oraz 14,5% w całym 2019 roku. W poprzednim roku tj. 2018 ceny w Krakowie rosły spośród analizowanych rynków najwolniej bo „tylko” o 6,6% podczas gdy wzrost na pozostałych 5 rynkach wynosił wtedy średnio 10,3%. W 2019 r. Kraków nadgonił więc stratę z poprzedniego roku.

Najwolniejszy wzrost cen mieszkań spośród analizowanych rynków, który wyniósł 5,5% odnotowano w 2019 r. w Poznaniu.

## Średnie ceny transakcyjne za m<sup>2</sup> mieszkań w największych miastach



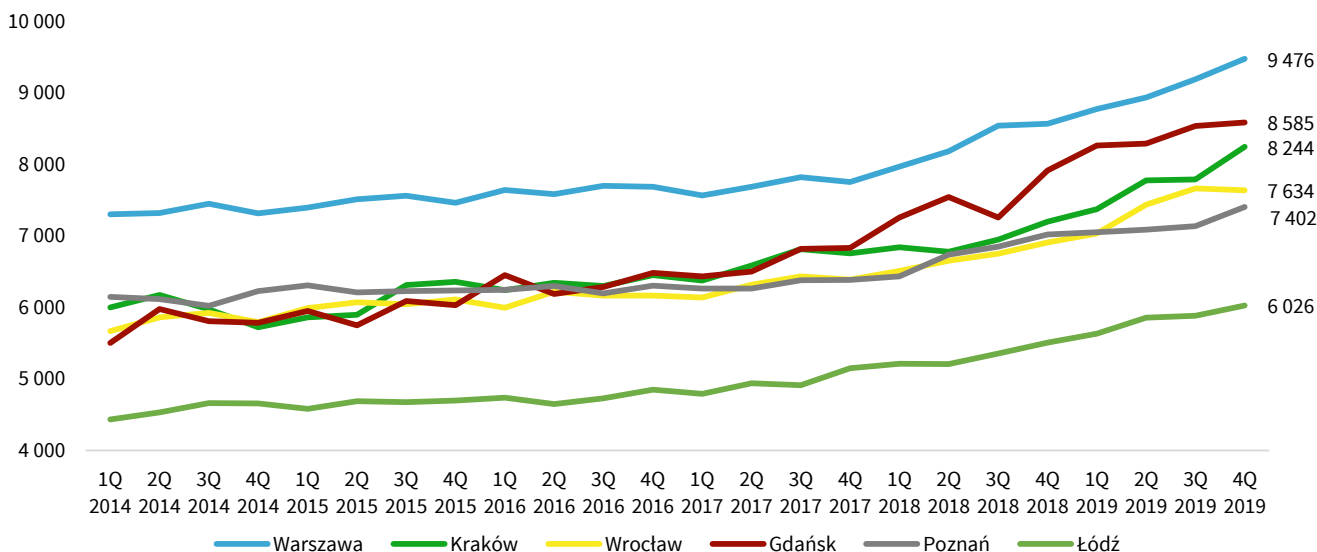
- Średnia cena transakcyjna 1 m<sup>2</sup> mieszkania w 4Q 2019 r.
- Procentowa zmiana 4Q 2019/3Q 2019 r.
- Procentowa zmiana 4Q 2019/4Q 2018 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

Wzrosty cen w stolicy wielkopolski były również najwolniejsze w poprzednich dwóch latach.

Uśredniając ceny mieszkań w 4Q 2019 r. wzrosły na największych rynkach mieszkaniowych w Polsce przeciętnie o 2,6%, a w całym 2019 r. o 9,9%. Wzrost cen był zbliżony do wzrostu w roku 2018, który wyniósł 9,7%.

## Średnie ceny transakcyjne za m<sup>2</sup> mieszkania na rynku pierwotnym w największych miastach w Polsce



Źródło: NBP

# Otoczenie makroekonomiczne

## Wzrost wymagań i marż dla kredytów hipotecznych

Polska gospodarka zanotowała w 2019 r. wzrost PKB w wysokości 4,1% w porównaniu do 5,3% w 2018 r. (dane za 2018 uległy korekcie o 0,2 p.p. w górę). W ostatnich latach stabilny wzrost gospodarczy był pewnikiem, a analizy makroekonomiczne skupiały się raczej na tym, czy w kolejnym roku wzrost wyniesie 3%, 4% czy też 5%. To już jednak przeszłość.

Na skutek wybuchu pandemii Covid-19 prognozy na 2020 r. zakładają recesję zarówno w Polsce jak i globalnej gospodarce. Najnowsza prognoza Komisji Europejskiej zakłada spadek polskiego PKB w 2020 r. o -4,3% oraz wzrost o +4,1% w 2021 r. Stan polskiej gospodarki wróciłby więc dopiero na początku 2022 r. do poziomu z końca 2019 r. Na tle pozostałych gospodarek Unii Europejskiej prognozowana skala recesji w Polsce jest i tak mniejsza. Skala załamania w całej Unii Europejskiej według prognozy KE ma wynieść -7,4% w 2020 r. Odbicie w 2021 r. prognozowane jest natomiast na poziomie +6,1%. Warto podkreślić, że na dziś wszelkie prognozy dotyczące skali recesji oraz czasu i tempa odbicia są jednak naszym zdaniem obciążone ogromnym ryzykiem błędu. Sytuacja jest uzależniona od rozwoju pandemii Covid-19, a tu przyszłość jest nieprzewidywalna.

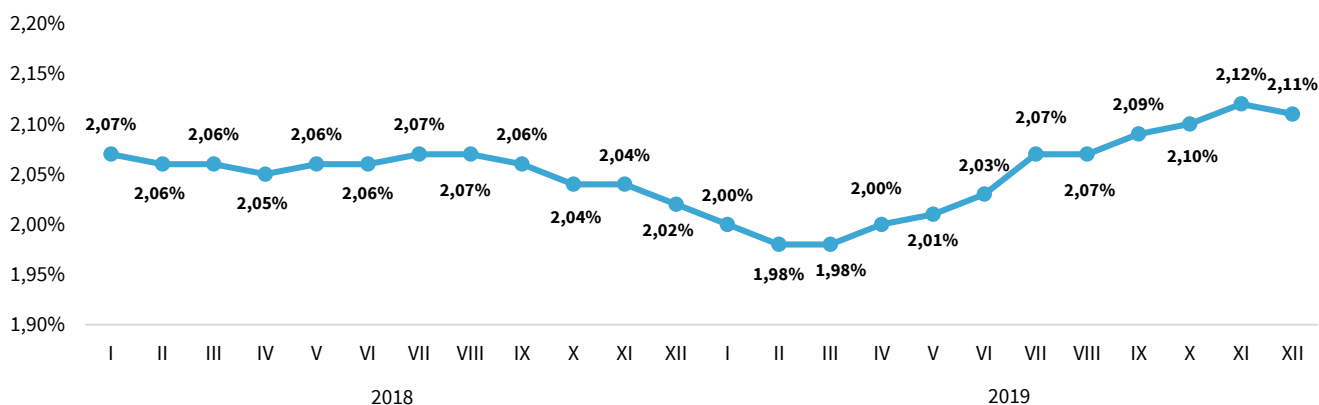
W Polsce w samym 1Q 2020 r., którego skutki epidemii jeszcze właściwie nie dotknęły, spodziewany jest jeszcze wzrost gospodarczy. 2Q 2020 r. przyniesie jednak bardzo duży, możliwe że nawet 2-cyfrowy spadek PKB w ujęciu rok do roku.

RPP w odpowiedzi na kryzys obniżyła w ostatnich tygodniach stopę referencyjną dwukrotnie do poziomu 0,5%. Obniżone stopy będą istotnym wsparciem dla popytu na nowe mieszkania, zarówno dzięki zmniejszeniu kosztu kredytu jak i względnemu wzrostowi opłacalności inwestycji w mieszkania na wynajem. Ze względu na osłabienie wzrostu i spadki cen ropy naftowej RPP nie obawia się wzrostu inflacji.

Marże kredytów hipotecznych w ostatnich miesiącach roku rosły, dochodząc do średniej marży w wysokości 2,11% na koniec 2019 r. W odpowiedzi na obniżenie stóp procentowych, kryzys, potencjalne pogorszenie zdolności kredytowej gospodarstw domowych banki znacząco w ostatnich tygodniach zaostrzyły jednak kryteria oraz warunki udzielania kredytów hipotecznych. Znacząco wzrosły zarówno marże, wymagane wkłady własne (do nawet 30-40%), jak i oczekiwania odnośnie źródła dochodu. Dla przykładu niektóre banki akceptujące do tej pory klientów prowadzących działalność gospodarczą, dziś nie przyjmuje w ogóle od nich wniosków. Z informacji dochodzących od klientów wynika, że dziś banki wydają również znacznie więcej decyzji negatywnych niż jeszcze 2-3 miesiące temu.

W 2019 r. wartość udzielonych kredytów hipotecznych była o 16,3% wyższa od wartości z 2018 r. To jest już również jednak przeszłość. Istotne zaostrzenie kryteriów i wymagań bankowych, jak również mniejsza skłonność do zakupów mieszkań, w istotnym stopniu wpłynęły na wartość udzielanego finansowania. O ile wartość kredytów udzielanych w styczniu-marcu była cały czas wysoka to w kwietniu banki i SKOK-i przestały do BIK zapytania o kredyty mieszkaniowe na kwotę niższą o -27,6% w porównaniu z kwietniem 2019 r. Warto przy tym zaznaczyć, że jeszcze w lutym sytuacja była dokładnie odwrotna bo odnotowano w nim +27,6% wzrost zapytań w ujęciu r/r. Naszym zdaniem duży spadek ilości zapytań wcale nie musi oznaczać aż takiej różnicy w popycie na kredyty. W kwietniu wnioski składały bowiem osoby, które zakup mieszkania rozpoczęły w poprzednich 1-2 miesiącach (tu również występuje przesunięcie o którym pisaliśmy wcześniej). Ogromny spadek zapytań do BIK może być natomiast efektem odrzucania dużej ilości klientów jeszcze przed weryfikacją w BIK, rezygnacji samych klientów na skutek podwyższonych kryteriów, jak również po prostu mniejszej aktywności klientów i banków ze względu na ograniczenia w przemieszczaniu się.

### Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w okresie 2018 – 2019



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON SARFIN 4/2019

### Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w okresie 2014 - 2019

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2014	36,824	0,96%	174 087	-1,57%	211,5	2,57%
2015	39,320	6,78%	181 325	4,16%	216,8	2,52%
2016	39,496	0,45%	178 409	-1,61%	221,4	2,09%
2017	44,574	12,86%	190 634	6,85%	233,8	5,62%
2018	53,852	20,81%	212 596	11,52%	253,3	8,33%
2019	62,629	16,30%	225 073	5,87%	278,3	9,85%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 4/2019.

# Otoczenie makroekonomiczne

## W najbliższych miesiącach prawdopodobny wzrost bezrobocia

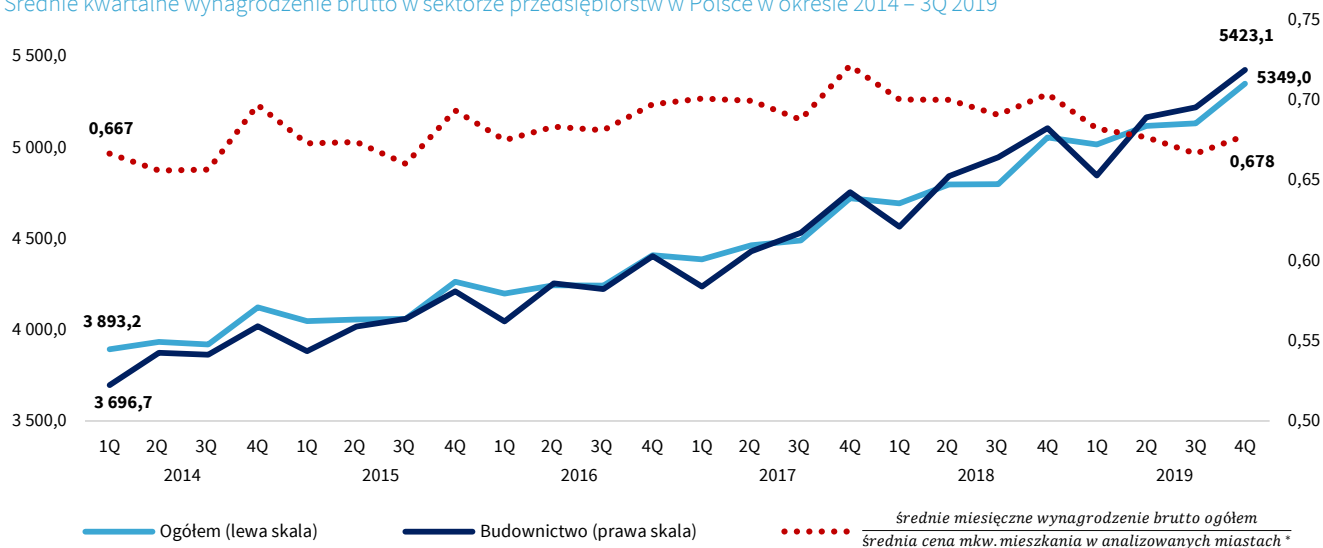
Wg danych GUS szacowana stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w marcu 2020 r. 5,4%. Średnie płace w sektorze przedsiębiorstw ogółem wyniosły na koniec roku 5 349 zł (wzrost o 5,83% r/r.).

Kryzys związany z pandemią Covid-19 z pewnością znacząco odbije się na rynku pracy w najbliższych tygodniach. Mimo że programy antykryzysowe zaproponowane przez rząd w znaczącym stopniu ograniczą szok na rynku pracy to i tak spodziewamy się jednak znaczącego wzrostu bezrobocia oraz co najmniej wstrzymania wzrostu płac. Bezrobocie może wzrosnąć w Polsce docelowo nawet w okolice 10%. Według Komisji Europejskiej bezrobocie wzrośnie w Polsce do 7,5%, a sytuacja zacznie się poprawiać dopiero w 2021 r. Taki wzrost bezrobocia byłby jednak i tak stosunkowo niski w porównaniu do prognoz dla gospodarek zagranicznych. Według KE bezrobocie w Grecji i Hiszpanii może sięgnąć nawet w okolice niecałych 20%. Programy w ramach tarczy antykryzysowej w Polsce zachęcają przedsiębiorstwa do redukcji etatów do czterech piątych co również z pewnością znacząco wpłynie na dochody gospodarstw domowych.

Kosztem ochrony miejsc pracy poprzez pomoc publiczną dla przedsiębiorstw będzie znaczący deficyt i wzrost długu publicznego. Na szczęście Polska na tle innych krajów jest stosunkowo nisko zadłużona, a dobra koniunktura ostatnich lat pozwoliła na obniżenie poziomu długu w stosunku do PKB.

Zatrudnienie w sektorze budownictwa rośnie regularnie w ostatnich latach. Na szczęście sektor okazał się relatywnie odporny na ograniczenia wprowadzone w związku z koronawirusem dzięki czemu prace na zdecydowanej większości budów przebiegają bez większych zakłóceń. Firmy informowały co prawda o zmniejszeniu załóg o 10-20% w efekcie powrotów do domu dużej ilości pracowników zza wschodniej granicy, jak również ze względu na konieczność opieki nad dziećmi przez część pracowników ze względu na zamknięcie szkół i przedszkoli. Pewne opóźnienia w realizacji budów nie są więc wykluczone jednak sektor na pewno „trzyma się” znacznie lepiej niż inne branże na rynku. W najbliższych miesiącach prawdopodobny jest jednak spadek zatrudnienia w budownictwie ze względu na fakt, że prawdopodobnie zmniejszać się będzie ilość inwestycji w toku.

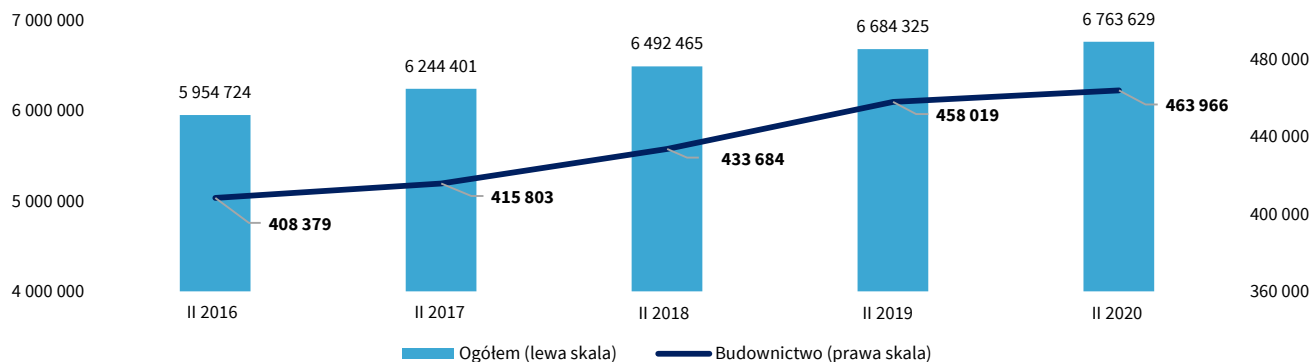
## Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2014 – 3Q 2019



\* - średnia arytmetyczna cen transakcyjnych w Warszawie, Gdańsku, Krakowie, Poznaniu, Wrocławiu i Łodzi

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS

## Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie II 2016 – II 2020



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

## Niska aktywność deweloperów na rynku gruntów w 2020 r.

Poniższe dane oraz wnioski opracowane zostały przez DM Navigator na podstawie publikowanych przez deweloperów raportów bieżących, sprawozdań i prezentacji. Uwzględniono jedynie transakcje, dla których podano informacje na temat ceny zakupu gruntów oraz szacunków co do zabudowy danej działki (PUM). W przypadku braku podanej powierzchni użytkowej posłużyliśmy się liczbą podanych w raporcie mieszkań, a następnie tę wartość przemnożyliśmy przez 55 mkw. W przybliżeniu jest to średnia transakcyjna powierzchnia mieszkania w największych miastach w Polsce. Pragniemy podkreślić, że zestawienie nie jest kompletną bazą co do zakupów gruntów przez deweloperów z Catalyst, ponieważ niektóre firmy w ogóle nie raportują o tego typu zdarzeniach, a inne nie podają w komunikatach szacunków co do zabudowy. Należy mieć więc na uwadze, że z powodu relatywnie małej próby zaobserwowane średnie ceny mogą istotnie odchyłać się od danych rzeczywistych. Uważamy, że mimo wszystko zestawienie jest przydatnym źródłem informacji, stąd publikujemy poniższe dane.

W 2020 r. odnotowaliśmy do tej pory zaledwie 3 transakcje zakupów gruntów, dla których deweloperzy podali cenę oraz szacunki odnośnie zabudowy. 2 transakcje dokonane zostały we Wrocławiu, a jedna w Poznaniu.

Największą transakcją o wartości 42 mln zł netto dokonał w styczniu Lokum Deweloper. Na działkę o powierzchni 1,2 ha deweloper planuje budowę ok 500 lokali. Zakup gruntu sfinansowany został z emisji obligacji serii F, która dokonała się w połowie grudnia 2019 r. O zakupie gruntu w stolicy Dolnego Śląska poinformowała w lutym również Develia. Za działkę o powierzchni 2,4 ha, na której planowana jest budowa ok. 440 lokali spółka zapłaciła 29,5 mln zł.

Na początku kwietnia o zakupie niewielkiej działki w Poznaniu poinformował Ronson. Na zakupionym gruncie wybudowane zostanie ok. 80 lokali. Cena działki wyniosła 3 mln zł.

O zakupie 3 działek w 1 kwartale 2020 r. poinformował również Robyg jednak deweloper nie podał cen ich zakupu. Chodzi o 3,3 ha grunt oraz 0,9 ha działkę w Gdańsku (pod budowę łącznie ok. 440 lokali) oraz 1,3 ha działkę w Ursusie w Warszawie (ok. 370 mieszkań).

O zakupach gruntów w Poznaniu i Wrocławiu w 1 kwartale 2020 r. za łączną kwotę ponad 43 mln zł informował również Vantage Development. Również w tym przypadku spółka nie informowała jednak o szacunkach dotyczących zabudowy gruntów.

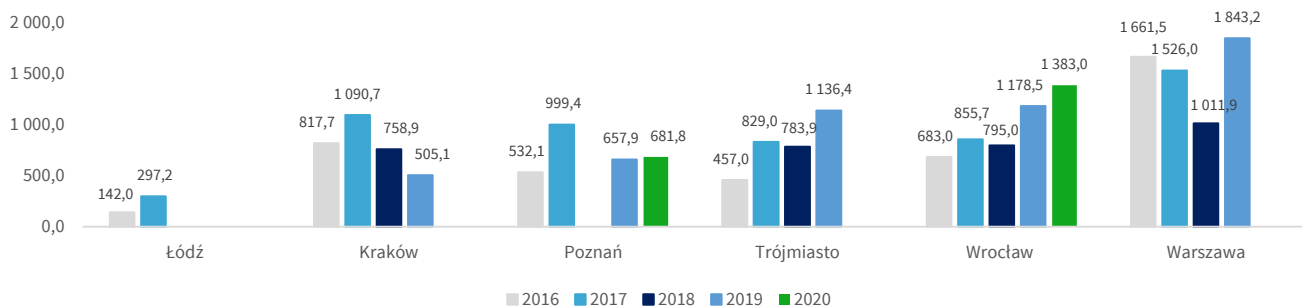
## Zaraportowane średnie ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach<sup>1</sup>

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Kraków</b>	<b>817,7</b>	<b>1090,7</b>	<b>758,9</b>	<b>505,1</b>	
Archicom	797,2	776,5			
Develia (dawniej LCC)			758,9	505,1	
Lokum Deweloper	1 071,0				
Murapol	631,1	1 153,2			
<b>Poznań</b>	<b>532,1</b>	<b>999,4</b>	<b>800,0</b>	<b>657,9</b>	<b>681,8</b>
Archicom			800,0	643,4	
Murapol	459,4	999,4			
Ronson	575,8				681,8
Vantage				743,8	
<b>Warszawa</b>	<b>1 661,5</b>	<b>1 526,0</b>	<b>1 011,9</b>	<b>1 843,2</b>	
Dom Development	3 236,4	2 486,3			
Develia (dawniej LCC)				1 988,4	
J.W.Construction				1 016,5	
Marvipol			2 295,5		
Murapol	2 177,1	1 541,3	814,0		
Robyg	853,3	853,1	828,3		
Ronson			931,8	1 737,1	
<b>Wrocław</b>	<b>683,0</b>	<b>855,7</b>	<b>795,0</b>	<b>1 178,5</b>	<b>1 383,0</b>
Archicom	646,0	947,3	884,2	1 392,1	
i2 Development	954,3	942,3	712,7		
Develia (dawniej LCC)			761,3		1 219,0
Lokum Deweloper	756,9			962,6	1 527,3
Murapol	672,7	716,2	631,9		
Vantage		767,7	1 115,4	854,5	
<b>Trójmiasto</b>	<b>457,0</b>	<b>829,0</b>	<b>783,9</b>	<b>1 136,4</b>	
Archicom		927,3	757,6		
Develia (dawniej LCC)				1 136,4	
J.W.Construction		621,2			
JHM Development			695,3		
Marvipol		916,7			
Murapol	628,6	963,7			
Robyg	434,8		845,5		
<b>Łódź</b>	<b>440,7</b>	<b>142,0</b>	<b>297,2</b>		
Murapol	440,7	142,0	482,8		
Archicom			272,7		
<b>Średnia</b>	<b>745,8</b>	<b>1103,0</b>	<b>910,1</b>	<b>1 237,6</b>	<b>1328,0</b>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

<sup>1</sup> Średnia ważona możliwą do uzyskania Powierzchnią Użytkową Mieszkania (PUM).

## Zaraportowane ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Relacja ceny transakcyjnej gruntu do możliwej do uzyskania Powierzchnią Użytkową Mieszkania (PUM).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.



# Rynek gruntów

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2016 – 2020 we Wrocławiu oraz w Warszawie

Deweloper	Data	Dzielnica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM <sup>1</sup>	Cena netto/PUM <sup>1</sup>
<b>WROCŁAW</b>						
<b>2016</b>						
Archicom	1Q 2016	Psie Pole	11 850 000	550	30 250	392
i2 Development	2Q 2016	Fabryczna	9 700 000	185	10 165	954
Lokum Deweloper	2Q 2016	Śródmieście	13 400 000	283	13 200	1 015
Archicom	1H 2016	Psie Pole	18 000 000	525	28 875	623
Archicom	1H 2016	Krzyki	19 000 000	550	30 250	628
Archicom	1H 2016	Śródmieście	36 300 000	1 000	55 000	660
Archicom	1H 2016	Krzyki	26 600 000	520	28 600	930
Lokum Deweloper	3Q 2016	Krzyki	25 200 000	739	37 800	667
Murapol	4Q 2016	Krzyki	8 222 550	304	12 223	673
<b>SUMA</b>			<b>168 272 550</b>	<b>4 656</b>	<b>246 363</b>	<b>683</b>
<b>2017</b>						
i2 Development	2Q 2017	Śródmieście	1 118 000	50	2 750	407
Murapol	2Q 2017	Krzyki	6 400 000	280	11 272	568
Murapol	2Q 2017	Stare Miasto	4 500 000	106	4 905	917
Archicom	3Q 2017	Fabryczna	27 500 000	700	38 500	714
Archicom	3Q 2017	Krzyki	47 530 000	740	40 700	1 168
i2 Development	3Q 2017	Krzyki	16 050 000	500	20 000	803
Murapol	3Q 2017	Krzyki	7 723 577	350	14 400	536
Murapol	3Q 2017	Krzyki	23 300 000	715	26 846	868
i2 Development	4Q 2017	Fabryczna	25 000 000	400	22 000	1 136
Murapol	4Q 2017	Krzyki	13 000 000	426	19 261	675
Vantage	4Q 2017	Krzyki	3 800 000	90	4 950	768
<b>SUMA</b>			<b>175 921 577</b>	<b>4 357</b>	<b>205 584</b>	<b>856</b>
<b>2018</b>						
Archicom	1Q 2018	Fabryczna	3 333 000	90	4 950	673
Archicom	1Q 2018	Psie Pole	18 550 000	360	19 800	937
i2 Development	2Q 2018	Fabryczna	6 900 000	280	15 400	448
i2 Development	2Q 2018	Krzyki	12 700 000	220	12 100	1 050
Murapol	2Q 2018	Krzyki	8 100 000	350	14 800	547
Murapol	3Q 2018	Krzyki	6 000 000	280	11 800	508
Vantage	3Q 2018	Fabryczna	18 000 000	254	13 970	1 288
Vantage	4Q 2018	Iwiny	2 000 000	72	3 960	505
Develia (d. LC Corp)	4Q 2018	Oltaszyn	8 500 000	203	11 165	761
Murapol	4Q 2018	Krzyki	6 500 000	120	6 000	1 083
<b>SUMA</b>			<b>90 583 000</b>	<b>2 229</b>	<b>113 945</b>	<b>795</b>
<b>2019</b>						
Archicom	1Q 2019	bd	2 700 000	75	4 125	655
Vantage	1Q 2019	Jagodno	7 050 000,0	150	8 250	855
Lokum Deweloper	2Q 2019	Zakrzów	20 000 000	500	27 500	727
Archicom	2Q 2019	Kępa Mieszczańska	40 474 319	370	21 450	1 887
Archicom	2Q 2019	Krzyki	13 000 000	240	13 200	985
Archicom	3Q 2019	bd	3 250 000	62	3 410	953
Archicom	4Q 2019	Stare Miasto	23 800 000,0	320	17 600	1 352
Lokum Deweloper	4Q 2019	Sołtysowice	25 000 000,0	350	19 250	1 299
<b>SUMA</b>			<b>135 274 319</b>	<b>2 087</b>	<b>114 785</b>	<b>1 179</b>
<b>2020</b>						
Lokum Deweloper	1Q 2020	Stare Miasto	42 000 000,0	500	27 500	1 527
Develia	1Q 2020	Wojszyce	29 500 000,0	440	24 200	1 219
<b>SUMA</b>			<b>71 500 000</b>	<b>940</b>	<b>51 700</b>	<b>1 383</b>
<b>WARSZAWA</b>						
<b>2016</b>						
Robyg	1Q 2016	Praga Południe	16 000 000	260	14 300	1 119
Robyg	2Q 2016	Mokotów	13 599 810	300	16 500	824
Robyg	2Q 2016	Wola	46 000 000	800	44 000	1 045
Robyg	2Q 2016	Ursynów	7 000 000	400	22 000	318
Dom Development	2Q 2016	Mokotów	133 500 000	750	41 250	3 236
Murapol	3Q 2016	Służewiec	56 000 000	488	25 722	2 177
<b>SUMA</b>			<b>272 099 810</b>	<b>2 998</b>	<b>163 772</b>	<b>1 661</b>
<b>2017</b>						
Robyg	1Q 2017	Białoleka	25 800 000	700	38 500	670
Murapol	1Q 2017	Ursus	11 000 000	291	11 000	1 000
Murapol	1Q 2017	Wola	15 100 000	166	7 930	1 904
Robyg	2Q 2017	Wilanów	17 700 000	250	13 750	1 287
Robyg	2Q 2017	Włochy	48 000 000	1 000	55 000	873
Murapol	3Q 2017	Ursus	45 773 800	569	31 400	1 458
Dom Development	3Q 2017	Żoliborz	184 606 000	1 350	74 250	2 486
Murapol	4Q 2017	Praga Południe	16 283 224	144	6 868	2 371
<b>SUMA</b>			<b>364 263 024</b>	<b>4 470</b>	<b>238 698</b>	<b>1 526</b>
<b>2018</b>						
Ronson	1Q 2018	Ursus	82 000 000	1 600	88 000	932
Murapol	1Q 2018	Ursus	30 000 000	766	33 100	906
Murapol	1Q 2018	Białoleka	16 000 000	504	23 411	683
Robyg	1Q 2018	Ursus	82 000 000	1 800	99 000	828
Marvipol	3Q 2018	Praga Północ	10 800 000	70	3 500	3 086
Marvipol	4Q 2018	Mokotów	54 300 000	452	24 500	2 184
<b>SUMA</b>			<b>275 100 000</b>	<b>5 192</b>	<b>271 511</b>	<b>1 012</b>
<b>2019</b>						
J.W.Construction	1Q 2019	Białoleka	12 695 000	227	12 500	1 016
Ronson	1Q 2019	Wilanów	15 000 000	157	8 635	1 737
Develia (d. LC Corp)	4Q 2019	Praga Południe	133 000 000	1 260	69 300	1 919
Develia (d. LC Corp)	4Q 2019	Praga Północ	21 200 000	150	8 250	2 570
<b>SUMA</b>			<b>181 895 000</b>	<b>1 794</b>	<b>98 685</b>	<b>1 843</b>

# Rynek gruntów

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2016–2020 w Trójmieście, Krakowie oraz Poznaniu

Deweloper	Data	Dzielnica/Ulica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM <sup>1</sup>	Cena netto/PUM <sup>1</sup>
<b>TRÓJMIASTO</b>						
<b>2016</b>						
Robyg	2Q 2016	Letnica	53 390 960	2 500	137 500	388
Murapol	3Q 2016	Jasień	6 254 000	230	8 500	736
Murapol	3Q 2016	Osowa	11 661 600	404	20 000	583
Robyg	4Q 2016	Śródmieście	42 255 000	1 500	82 500	512
	<b>SUMA</b>		<b>113 561 560</b>	<b>4 634</b>	<b>248 500</b>	<b>457</b>
<b>2017</b>						
Murapol	1Q 2017	Wrzeszcz	11 900 000	158	8 670	1 373
Murapol	1Q 2017	Oksywie, Gdynia	25 750 000	627	30 400	847
J.W.Construction	2Q 2017	Letnica	20 500 000	530	33 000	621
Marvipol	3Q 2017	Zaspa	11 000 000	350	12 000	917
Archicom	4Q 2017	Chylonia, Gdynia	5 100 000	100	5 500	927
	<b>SUMA</b>		<b>74 250 000</b>	<b>1 765</b>	<b>89 570</b>	<b>829</b>
<b>2018</b>						
Archicom	1Q 2018	Oksywie, Gdynia	2 500 000	60	3 300	758
Robyg	1Q 2018	Wrzeszcz	18 600 000	400	22 000	845
JHM Development	4Q 2018	Łostowice	8 084 000	260	14 300	695
	<b>SUMA</b>		<b>29 184 000</b>	<b>720</b>	<b>39 600</b>	<b>784</b>
<b>2019</b>						
Develia (d. LC Corp)	4Q 2019	Letnica	10 000 000	160	8 800	1 136
	<b>SUMA</b>		<b>10 000 000</b>	<b>160</b>	<b>8 800</b>	<b>1 136</b>
<b>KRAKÓW</b>						
<b>2016</b>						
Lokum Deweloper	1Q 2016	Podgórze	33 200 000	576	31 000	1 071
Archicom	1H 2016	Podgórze	5 700 000	130	7 150	797
Murapol	4Q 2016	Podgórze	26 067 200	813	41 302	631
	<b>SUMA</b>		<b>64 967 200</b>	<b>1 519</b>	<b>79 452</b>	<b>818</b>
<b>2017</b>						
Archicom	1Q 2017	Podgórze	3 630 000	85	4 675	776
Murapol	3Q 2017	Krowdrza	27 100 000	530	23 500	1 153
	<b>SUMA</b>		<b>30 730 000</b>	<b>615</b>	<b>28 175</b>	<b>1 091</b>
<b>2018</b>						
Develia (d. LC Corp)	4Q 2018	Czyżyny	48 000 000	1 150	63 250	759
	<b>SUMA</b>		<b>48 000 000</b>	<b>1 150</b>	<b>63 250</b>	<b>759</b>
<b>2019</b>						
Develia (d. LC Corp)	4Q 2019	Bieżanów-Prokocim	2 500 000,0	90	4 950	505
	<b>SUMA</b>		<b>2 500 000</b>	<b>90</b>	<b>4 950</b>	<b>505</b>
<b>POZNAŃ</b>						
<b>2016</b>						
Ronson	3Q 2016	Grunwald	9 500 000	300	16 500	576
Murapol	4Q 2016	Nowe Miasto	4 550 000	189	9 904	459
	<b>SUMA</b>		<b>14 050 000</b>	<b>489</b>	<b>26 404</b>	<b>532</b>
<b>2017</b>						
Murapol	1Q 2017	Nowe Miasto	36 000 000	711	35 000	1 029
Murapol	4Q 2017	Nowe Miasto	14 250 000	352	15 281	933
	<b>SUMA</b>		<b>50 250 000</b>	<b>1 063</b>	<b>50 281</b>	<b>999</b>
<b>2018</b>						
Archicom	4Q 2018	Śródka	8 800 000	200	11 000	800
	<b>SUMA</b>		<b>8 800 000</b>	<b>200</b>	<b>11 000</b>	<b>800</b>
<b>2019</b>						
Archicom	4Q 2019	Grundwald	46 000 000,0	1 300	71 500	643
Vantage	4Q 2019	bd	9 000 000,0	220	12 100	744
	<b>SUMA</b>		<b>55 000 000</b>	<b>1 520</b>	<b>83 600</b>	<b>658</b>
<b>ŁÓDŹ</b>						
<b>2016</b>						
Murapol	3Q 2016	Polesie	9 500 000,0	2 100	92 000	103
Murapol	4Q 2016	Widzew	5 270 000,0	279	12 000	439
	<b>SUMA</b>		<b>14 770 000</b>	<b>2 379</b>	<b>104 000</b>	<b>142</b>
<b>2017</b>						
Murapol	3Q 2017	Polesie	1 400 000,0	68	2 900	483
Archicom	4Q 2017	Złotno	6 000 000,0	400	22 000	273
	<b>SUMA</b>		<b>7 400 000</b>	<b>468</b>	<b>24 900</b>	<b>297</b>

<sup>1</sup> Do wycieszenia PUM przyjęto średnią wielkość mieszkania o powierzchni 55 m<sup>2</sup>

Wartość PUM podana przez spółkę

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitentów

Trwająca obecnie w Polsce i prawie na całym świecie pandemia COVID-19 doprowadziła do nieprzewidzianych, negatywnych skutków ekonomicznych. Wzrost zachorowań i zakażeń oraz idące za nim ograniczenia nakładane przez władze państwowe skutkują zakłóceniami w prowadzeniu działalności gospodarczej lub jej całkowitym zaprzestaniem. W rezultacie naruszona jest płynność finansowa zarówno wielu przedsiębiorców jak i konsumentów.

Ze względu na tę trudną sytuację, wiele podmiotów gorączkowo poszukuje prawnych możliwości do zredukowania, umorzenia lub rozłożenia w czasie zobowiązań wynikających z wiążących obecnie umów.

Sytuacja ta nie pozostaje bez wpływu na sektor nieruchomości mieszkaniowych. Rynek spodziewa się, że ze względu na braki zarówno w kapitale ludzkim jak i zasobach materialnych realizacja wielu inwestycji znacznie się opóźni. Z drugiej strony, istnieje ryzyko, że pogorszy się też sytuacja finansowa konsumentów, którzy mogą nie być w stanie spłacać rat kredytów hipotecznych lub spełniać pozostałych świadczeń pieniężnych z tytułu zawartych umów deweloperskich. W związku z powyższym, zarówno deweloperzy jak i konsumenci zadają sobie pytanie **czy obecna sytuacja pozwala na odstąpienie od zawartych umów deweloperskich, a jeśli tak to na jakich warunkach.**

## Ustawa deweloperska

Rozpoczynając rozważania prawne na temat wspomnianego problemu od analizy pierwszego aktu prawnego, który przychodzi na myśl w kontekście relacji deweloper – nabywca, czyli tzw. ustawy deweloperskiej, należy wskazać, że przesłanki odstąpienia od umowy deweloperskiej zostały ujęte w art. 29 ustawy. Komentowany artykuł nie przewiduje możliwości odstąpienia od umowy deweloperskiej ze względu na zaistnienie jakichkolwiek „stanów nadzwyczajnych”, które wpłynęły na stan majątkowy dewelopera lub nabywcy. Warto wskazać, że przesłanka „siły wyższej” pojawia się w ustawie deweloperskiej tylko w kontekście możliwości uchronienia się nabywcy od odstąpienia przez dewelopera od umowy deweloperskiej. Ma to zastosowanie jedynie do przypadków niestawienia się nabywcy do odbioru lokalu mieszkalnego albo domu jednorodzinnego lub podpisania aktu notarialnego przenoszącego na nabywcę tytuł do lokalu, względnie niespełnienia przez nabywcę świadczenia pieniężnego przewidzianego w umowie deweloperskiej. Niemniej jednak należy zwrócić uwagę, że wyżej wymieniony przepis daje także nabywcy możliwość **odstąpienia od umowy w przypadku nieprzeniesienia na nabywcę prawa odrębnej własności lokalu w terminie określonym w umowie deweloperskiej.**

Mając na uwadze wpływ panującej epidemii na proces budowlany (brak rąk do pracy, przerwanie łańcuchów dostaw) można spodziewać się **opóźnień w realizacji rozpoczętych inwestycji**, co bezpośrednio przełoży się na termin odbioru lokalu określony w umowie deweloperskiej. W takiej sytuacji, po wyznaczeniu deweloperowi dodatkowego, 120-dniowego terminu na przeniesienia prawa do lokalu, nabywca ma prawo odstąpić od umowy zachowując roszczenie z tytułu kary umownej za okres opóźnienia. Umowa uważana jest wówczas za niezawartą, a nabywca nie ponosi żadnych kosztów związanych z odstąpieniem od umowy. Bank natomiast zobowiązany jest wypłacić nabywcy wszystkie przypadające mu środki pozostałe na mieszkaniowym rachunku powierniczym, natomiast jeśli bank wypłacił już jakieś środki na rzecz dewelopera, **deweloper ma obowiązek zwrócić je nabywcy niezwłocznie po otrzymaniu oświadczenia o odstąpieniu od umowy deweloperskiej.**

Ponadto, jeśli strony umowy deweloperskiej wyraźnie się umówiły, że wpłacona przez nabywcę przy zawarciu umowy kwota stanowić miała **zadezek**, deweloper - co do zasady -

powinien na żądanie nabywcy zwrócić wpłacony zadezek **w podwójnej wysokości.**

Pewne rozwiązania mogące ułatwić realizację przedsięwzięć deweloperskich zostały zawarte w przepisach stanowiących tzw. „tarczę antykryzysową”. Nowe regulacje przewidują m.in. zwolnienie z obowiązku uzyskania pozwolenia na użytkowanie obiektu budowlanego. Możliwe zatem, że nie wszystkie opóźnienia w zakresie realizacji inwestycji będą na tyle znaczne, aby skutkować możliwością odstąpienia nabywcy od umowy deweloperskiej.

Powyższe rozważania natury teoretycznej znalazłyby w pełni zastosowanie w codziennych, zwyczajnych okolicznościach, jednak ze względu na fakt, że opóźnienia w realizacji inwestycji wpływające na datę przeniesienia prawa do lokalu są skutkiem panującej epidemii, a tym samym pozostają poza kontrolą dewelopera, istnieje szansa że deweloper będzie mógł powołać się na działanie tzw. „siły wyższej” oraz twierdzić, że odstąpienie w od umowy przez nabywcę stanowi w takiej sytuacji nadużycie prawa nabywcy i tym samym podważać zasadność złożonego przez nabywcę oświadczenia o odstąpieniu od umowy deweloperskiej np. w drodze powództwa o stwierdzenie jego nieważności.

## Zasady ogólne – kodeks cywilny

Niezależnie od postanowień ustawy deweloperskiej, w przypadku zaistnienia siły wyższej, nabywca lokalu może mieć możliwość niewykonania umowy deweloperskiej, czyli *de facto* nie przystąpienia do umowy ustanawiającej odrębną własność lokalu, na podstawie zasad ogólnych prawa cywilnego. Na wstępie należy jednak zaznaczyć, że zdarza się iż niektóre umowy definiują konkretne okoliczności, które rozumiane są jako przypadek siły wyższej. **Dlatego dla klarowności obrazu całej sytuacji niezbędna jest wcześniejsza uważna lektura postanowień danej umowy.**

## Siła wyższa – brak odpowiedzialności kontraktowej

Przy założeniu jednak, że umowa milczy na temat siły wyższej, należy ją interpretować w oparciu o zasady ogólne prawa cywilnego. **Odpowiedzialność za niewykonanie albo nienależyte wykonanie umowy na gruncie kodeksu cywilnego, opiera się głównie na zasadzie winy.** Oznacza to, że strona, która nie wykonuje swoich zobowiązań, będzie ponosić odpowiedzialność jeśli druga strona poniosła z tego tytułu szkodę, a szkoda ta powstała z winy tej pierwszej strony. Przy czym, pomimo że przepisy kodeksu cywilnego nie definiują pojęcia siły wyższej, to ogólnie uznaje się, że **siła wyższa rozumiana jako zdarzenie zewnętrzne, niemożliwe (lub prawie niemożliwe) do przewidzenia, którego skutkom nie można zapobiec**, stanowi przesłankę do wyłączenia odpowiedzialności za niewykonanie umowy. Należy jednak pamiętać, że ciężar udowodnienia, że niewykonanie lub nienależyte wykonanie umowy jest następstwem siły wyższej, a w rezultacie nie jest ono zawinione, spoczywa na stronie, która swojego zobowiązania nie wykonuje. Nabywca będzie również musiał wykazać, że pomiędzy niewykonaniem bądź nienależytym wykonaniem umowy deweloperskiej a stanem siły wyższej istnieje związek przyczynowo-skutkowy.

Nie w każdym bowiem przypadku wystąpienie zdarzenia, takiego jak epidemia koronawirusa, obiektywnie wpłynie na niemożliwość wykonania umowy deweloperskiej przez nabywcę.

Reasumując, nabywca teoretycznie może powoływać się na siłę wyższą, której zaistnienie spowoduje, że nie będzie on ponosił odpowiedzialności za niewykonywanie swoich zobowiązań wynikających z umowy deweloperskiej. Jednak to czy epidemia koronawirusa będzie mogła być interpretowana jako siła wyższa w danym stosunku łączącym dewelopera i nabywcę będzie zależało od konkretnego przypadku i sytuacji faktycznej nabywcy.

## Nadzwyczajna zmiana stosunków – klauzula *rebus sic stantibus*

Analizując środki prawne, które potencjalnie dają nabywcy możliwość rozwiązania lub zmiany łączącej go z deweloperem umowy, należy również zwrócić uwagę na pojęcie „nadzwyczajnej zmiany stosunków” (tzw. *klauzula rebus sic stantibus*), o której mowa art. 357(1) kodeksu cywilnego. Roszczenie oparte na tej podstawie daje nabywcy możliwość dochodzenia przed sądem: (i) oznaczenia innego sposobu wykonania zobowiązania, (ii) zmiany wysokości świadczenia lub nawet (iii) rozwiązania umowy. Powołując się tę konstrukcję prawną nabywca musi udowodnić, że spełnienie przez niego świadczenia **byłoby połączone z nadmiernymi trudnościami, albo groziłoby mu rażąca strata**, czego strony nie przewidywały przy zawarciu umowy. Również w tym wypadku ocena możliwości zastosowania klauzuli *rebus sic stantibus* w celu zmiany treści umowy będzie interpretowana indywidualnie, w zależności od konkretnego przypadku. **Wydaje się, że utrata pracy przez konsumenta w wyniku działania pandemii i tym samym pogorszenie, a nawet utracenie przez niego możliwości wykonywania zobowiązań pieniężnych, będzie stanowiło podstawę do twierdzenia, że wykonanie przez niego obowiązków płynących z umowy deweloperskiej będzie połączone z nadmiernymi trudnościami albo też grozić mu będzie rażąca strata, ale zawsze będzie zależało to od indywidualnej sprawy i rozstrzygnięcia sądu.**

Powyższy przepis ma charakter względnie wiążący, także strony mogą wprowadzić umowne wyłączenie jego zastosowania lub zmienić przewidziane nim reguły. Ponadto, możliwe jest samodzielne ukształtowanie postanowień umownych dotyczących następstw zmiany stosunków poprzez wprowadzenie „klauzuli adaptacyjnej”. Tym samym, **konieczne będzie zbadanie postanowień umowy w powyższym zakresie.**

Na marginesie należy wskazać, że obecne doświadczenia z całą pewnością wpłyną na sposób tworzenia i negocjacji umów deweloperskich. Mając na celu interesy dewelopera, warto będzie wprowadzić odpowiednie klauzule modyfikujące instytucję *rebus sic stantibus* do wzorów umów deweloperskich, tak aby w przyszłości uniknąć potencjalnych roszczeń opieranych na tej instytucji.

## Następcza niemożliwość świadczenia

Nabywca może również powoływać się instytucję następczej niemożliwości świadczenia, o której mowa w art. 475 § 1 kodeksu cywilnego. Przepis ten stanowi, iż **jeżeli świadczenie stało się niemożliwe skutkiem okoliczności, za które dłużnik odpowiedzialności nie ponosi, zobowiązanie wygasa.**

Przekładając przepis na grunt umowy deweloperskiej i relacji nabywca vs deweloper można stwierdzić, że nabywca będzie podnosić, iż jego świadczenie (zapłata ceny) stało się niemożliwe do spełnienia ze względu na skutki epidemii koronawirusa, a w związku z tym umowa deweloperska wygasa. **Należy przy tym zaznaczyć, że zgodnie z obowiązującym orzecnictwem Sądu Najwyższego stan niemożliwości spełnienia świadczenia musi mieć charakter trwały i obiektywny.** Warto też pamiętać, że w przypadku wygaśnięcia zobowiązania z powodu następczej niezawinionej niemożliwości świadczenia, wszelkie zaliczki i inne płatności na poczet świadczenia podlegają zwrotowi (art. 495 § 1 kodeksu cywilnego).

**Wydaje się jednak, że na obecnym etapie nie można jeszcze mówić by w skutek ograniczeń związanych z epidemią mogło już dojść do trwałej niemożliwości świadczenia.** Nie sposób jednak wykluczyć, że w przypadku długiego utrzymywania się obecnych ograniczeń (lub pojawienia się nowych) wpływających na możliwości zarobkowe społeczeństwa, powołanie się na tę instytucję stanie się możliwe.

## Podsumowanie

Trudno przewidzieć jak długo jeszcze potrwa ta skomplikowana sytuacja w gospodarce. Jeśli wpłynie ona drastycznie na terminowość realizowania inwestycji przez przedsiębiorców z branży deweloperskiej oraz na sytuację finansową nabywców, można się spodziewać tego, że nabywcy będą korzystać ze swoich uprawnień pozwalających im na odstąpienie od umów oraz odzyskanie wpłaconych środków. Warto wspomnieć, że utrudnieniem dla dochodzenia praw na drodze sądowej będzie zawieszenie działalności sądów na czas trwania pandemii, wskutek czego ewentualny spór rozstrzygnięty zostanie wolniej niż zazwyczaj.

Z całą pewnością zmianie ulegną również postanowienia umów deweloperskiej oraz dotychczas wykorzystywane wzory. Można się spodziewać, że potencjalni nabywcy będą chcieli zabezpieczać swoje interesy poprzez zastrzeżenie na ich rzecz prawa odstąpienia od umowy deweloperskiej w przypadku wystąpienia nadzwyczajnej zmiany stosunków, niemożliwej do przewidzenia. Z kolei w interesie dewelopera będzie zgoda odmienne zmodyfikowanie tych postanowień w sposób zaostrażający reguły odstąpienia od umowy.

# Sprzedaż lokali

## Dobra sprzedaż w styczniu, lutym 2020 r. i... COVID-19

W 1Q 2020 r. ujęci w naszym opracowaniu deweloperzy odnotowali sprzedaż na poziomie **4 571 lokali** w porównaniu z 4 467 mieszkaniami w analogicznym okresie ubiegłego roku. Oznacza to, że w pierwszym kwartale 2020 r. analizowane przez nas podmioty zdołały sprzedać o 2,3% jednostek mieszkalnych więcej niż przed rokiem.

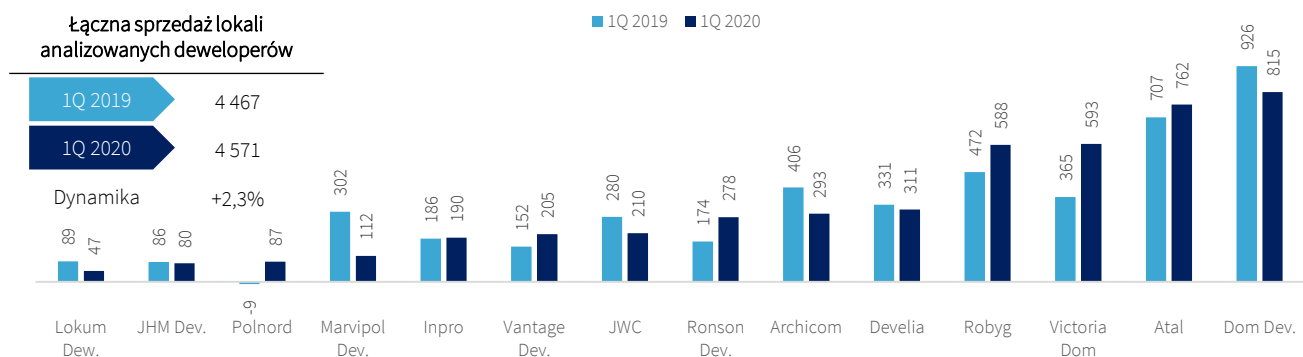
Z informacji otrzymywanych przez deweloperów wynika, że w styczniu i lutym 2020 r. na rynku cały czas utrzymywał się wzrost cen oraz wysoki popyt na lokale mieszkalne. Sytuacja zmieniła się diametralnie w marcu, w którym główną rolę odgrywał COVID-19.

Już w pierwszych tygodniach pandemii w Polsce oraz spotęgowanego przekazu medialnego odnośnie rosnącej skali zagrożenia, sprzedaż mieszkań dynamicznie wyhamowała. Według doniesień deweloperów spadek u niektórych z nich sięgnął nawet ok. 70%. Część nabywających lokale na własne potrzeby wstrzymała się z zakupem mieszkania ze względu na dużą niepewność w zakresie swojej przyszłej sytuacji ekonomicznej (spadek wynagrodzenia / utrata pracy), inni odłożyli plany nabycia własnego M licząc na spadek cen mieszkań. Inwestorzy reprezentujący popyt inwestycyjny również mocno ograniczyli swoją aktywność, przyjmując postawę obserwatorów czekających na dalszy ciąg wydarzeń. Powyższe skutkowało brakiem nowych umów, a także w niewielkiej ilości rozwiązywaniem zawartych już umów rezerwacyjnych. Na rynek docierały informacje, że w pojedynczych przypadkach nabywcy starali się również o zerwanie umów deweloperskich.

Słaby marzec jest też związany z utrudnionym procesem sprzedażowym po stronie spółek. W ostatnich tygodniach deweloperzy musieli przestawić się na sprzedaż online, na co część reprezentantów sektora nie była przygotowana. W naszej ocenie COVID-19 mocno wypaczył wyniki sprzedażowe 1Q 2020 r. Jesteśmy zdania, że w normalnych warunkach wolumen sprzedaży w marcu byłby zadowalający i potwierdziłby stawianą przez nas w poprzednich edycjach raportu tezę, że w największych miastach polskich cały czas widoczny jest duży deficyt mieszkań, który istotnie wspiera popyt na nowe lokale.

Być może sytuacja z koronawirusem będzie determinowała zmianę modelu biznesowego części spółek na skierowanie swojej oferty do inwestorów instytucjonalnych. W ramach tego rodzaju współpracy deweloperzy sprzedawaliby całe projekty do funduszy inwestycyjnych, które przeznaczałyby kupione w ramach projektu lokale na wynajem do klienta detalicznego. Taki model biznesowy jest już w Polsce stosowany przez niewielką liczbę podmiotów. COVID-19 może determinować

### Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1Q 2019 r. oraz 1Q 2020 r. <sup>1,2</sup>



<sup>1</sup>Z wyłączeniem i2 Development, które do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowało poziomu sprzedaży w 1Q 2020 r.

<sup>2</sup>Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Przekazania lokali

## Niski poziom przekazania. Problematyczne podpisywanie aktów notarialnych

W 1Q 2020 r. analizowane przez nas podmioty przekazały zaledwie **3 690** mieszkań w porównaniu z 4 553 lokalami w analogicznym okresie roku poprzedniego, co oznacza 19,0% spadek.

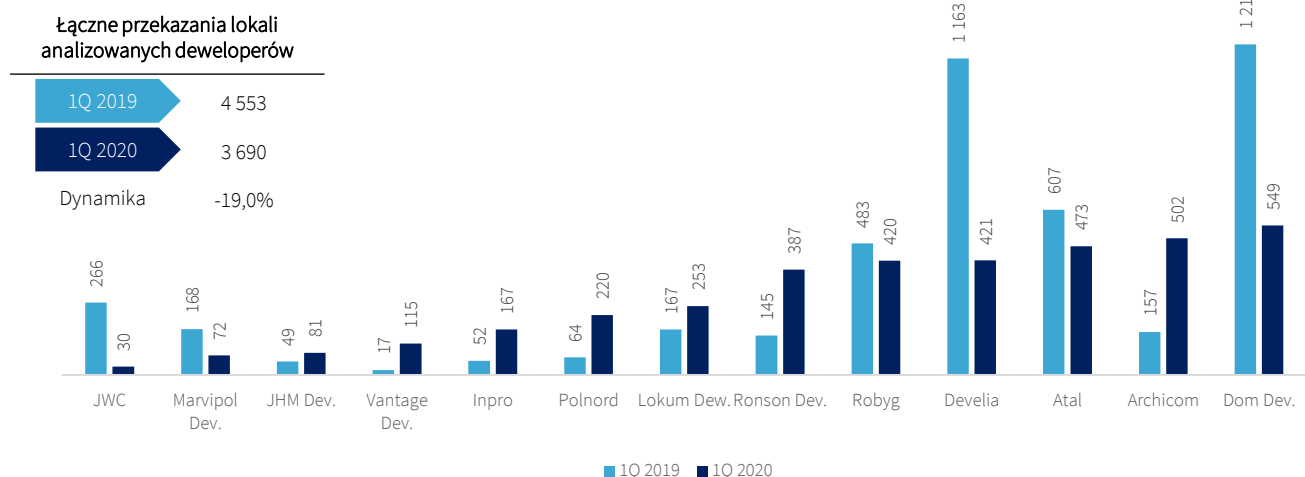
Sektor deweloperski komunikuje, że w wyniku wybuchu pandemii COVID-19 podpisywanie aktów notarialnych zostało bardzo mocno ograniczone. Począwszy od marca 2020 r. nabywcy lokali zaczęli przekładać wizyty u notariuszy, oczekując na ustabilizowanie się sytuacji związanej z koronawirusem. Klucze od lokali były w tym czasie normalnie wydawane ich nabywcom, jednak w większości bez podpisania umowy notarialnej. W większości przypadków należy zatem spodziewać się słabych wyników finansowych za 1H 2020 r., bowiem jesteśmy zdania, że w 2Q bieżącego roku liczba przekazania będzie również niska.

W 1Q 2020 r. najwięcej lokali przekazał **Dom Development**, który wydał 549 mieszkań, o 54,8% mniej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Na drugim miejscu podium uplasował się **Archicom**, który przekazał swoim klientom 502 lokale (+219,7% r/r). Podium w 1Q bieżącego roku zamknął **Atal** z poziomem 473 wydań (-22,1% r/r).

Wysoką liczbę przekazania w 1Q 2020 r. odnotował **Ronson, Grupa Lokum Deweloper, Polnord** oraz **Inpro**. Wydania lokali przez wymienionych deweloperów powinny przełożyć się na zadowalające wyniki finansowe pierwszego kwartału 2020 r.

Znaczący spadek liczby przekazania w 1Q 2020 r. odnotował **J.W. Construction** (-88,7% r/r), **Develia** (-63,8% r/r) oraz **Marvipol Development** (-57,1% r/r).

### Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1Q 2019 r. oraz 1Q 2020 r.<sup>1,2</sup>

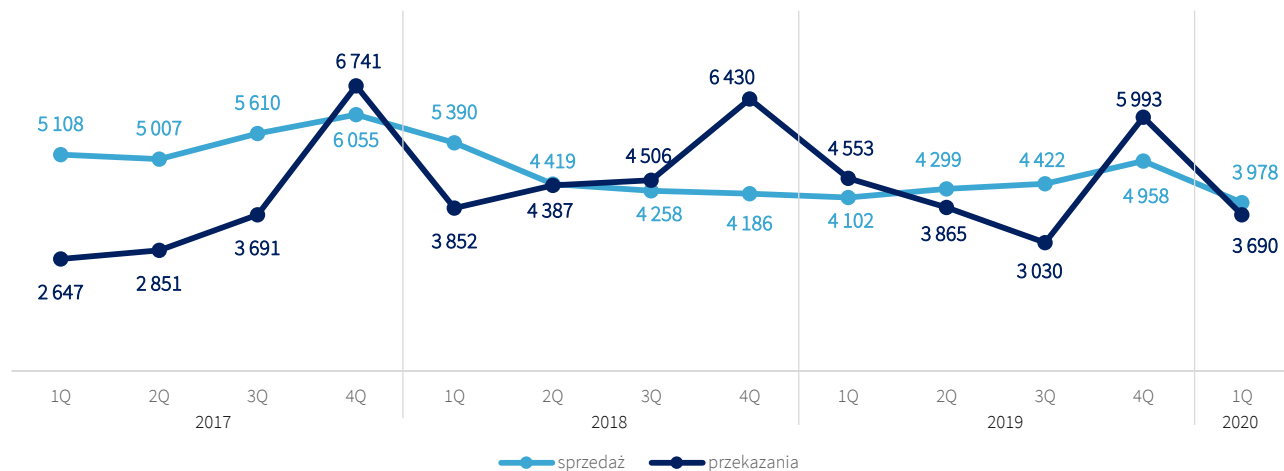


<sup>1</sup>Z wyłączeniem i2 Development oraz Victoria Dom, które do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowało poziomu rozpoznania w 1Q 2020 r.

<sup>2</sup>Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

### Łączna kwartalna sprzedaż oraz liczba przekazania w okresie 2017 – 1Q 2020 r.<sup>1,2</sup>



<sup>1</sup> Dane z wyłączeniem i2 Development oraz Victoria Dom ze względu na brak porównywalnych danych w zakresie poziomu przekazania.

<sup>2</sup> Zwracamy uwagę, że dane sprzedażowe zaprezentowane na powyższym wykresie w poszczególnych kwartałach mogą być rozbieżne w stosunku do faktycznych wartości osiągniętych w danym okresie. Możliwe różnice są konsekwencją m.in. rezygnacji z umów oraz przesunięć pomiędzy kwartałami (weryfikacja kontraktacji ma miejsce po wpływie oryginałów umów z biur sprzedaży do centrali spółek)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Spadek udziału obligacji korporacyjnych w strukturze finansowania sektora

Na wstępie pragniemy zaznaczyć, że w czasie sporządzania niniejszego opracowania roczne skonsolidowane sprawozdanie finansowe Victoria Dom za 2019 r. nie zostało opublikowane. W związku z tym w wyliczeniach za 2019 rok zaprezentowanych na 15-16 stronie raportu wykorzystano dane jednostkowe spółki. Dodatkowo adresujemy, że część podmiotów nie wydzieliła zobowiązań finansowych powstałych na skutek MSSF 16 (głównie ujęcie zobowiązań z tytułu użytkowania wieczystego jako leasing).

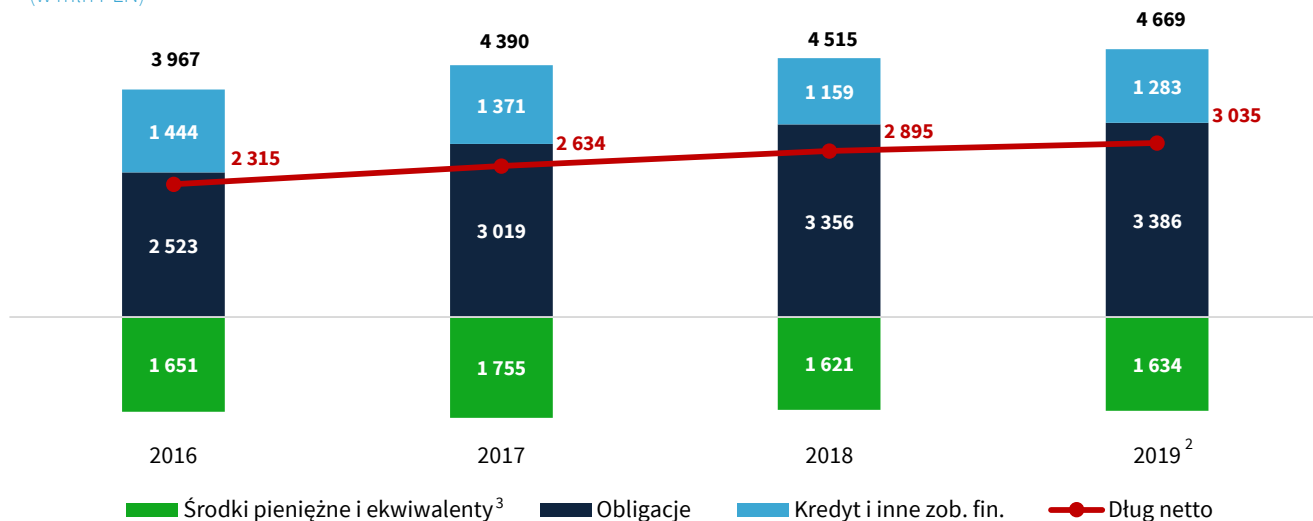
Na koniec grudnia 2019 r. obligacje stanowiły 72,5% zadłużenia finansowego analizowanych przez nas podmiotów w porównaniu z 74,3% na koniec 2018 r. Outstanding obligacji ujętych w raporcie deweloperów wyniósł na koniec ubiegłego roku 3,035 mld PLN. Oznacza to bardzo niewielki wzrost względem roku poprzedniego (+30 mln PLN). Wzrost wydaje się jeszcze bardziej symboliczny, jeżeli weźmiemy pod uwagę historyczne wzrosty, w tym 337 mln PLN w 2018 r. (vs. 2017 r.) oraz 496 mln PLN w 2017 r. (vs. 2016 r.).

W naszej ocenie należy spodziewać się, że w kolejnych kwartałach zadłużenie sektora z tytułu obligacji będzie spadać. COVID-19 przyczynił się do znacznych odpływów środków z funduszy na skutek umorzeń. Oznacza to, że deweloperom będzie znacznie trudniej zrefinansować zapadające zadłużenie, nie wspominając już o otrzymaniu dodatkowych środków na rozwój działalności.

Jesteśmy również zdania, że w najbliższym czasie deweloperzy wstrzymają się ze znaczącym rozbudowywaniem swojego banku ziemi (traktując nabywanie nowych działek bardziej oportunistycznie), co sprawia, że zapotrzebowanie na nowe emisje również spadnie po stronie samych emitentów.

Sądzimy, że na koniec 2019 r. sektor znajdował się w dobrej kondycji finansowej. Uważamy, że prosperity branży, które miało miejsce w poprzednich latach umożliwiło w większości przypadków zbudowanie silnego bilansu, zapewniającego odpowiednią poduszkę płynnościową.

Wartość zadłużenia finansowego, stan środków pieniężnych, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2016 – 2019 (w mln PLN) <sup>1</sup>



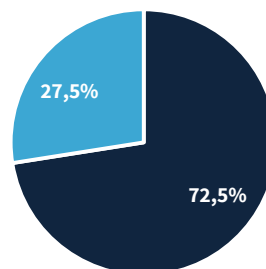
<sup>1</sup> W przypadku Develia, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.

<sup>2</sup> W zestawieniu wykorzystano jednostkowe sprawozdanie finansowe Victoria Dom ze względu na fakt, iż publikacja skonsolidowanego rocznego raportu spółki odbędzie się po dniu publikacji niniejszego raportu

<sup>3</sup> Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

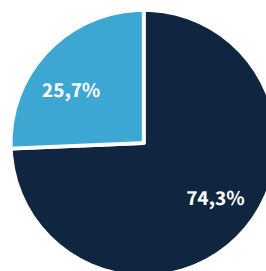
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2019 r.<sup>1</sup>



■ Obligacje ■ Kredyty i inne zobowiązania finansowe

<sup>1</sup>W zestawieniu wykorzystano jednostkowe sprawozdanie finansowe Victoria Dom ze względu na fakt, iż publikacja skonsolidowanego rocznego raportu spółki odbędzie się po dniu publikacji niniejszego raportu

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2018 r.



■ Obligacje ■ Kredyty i inne zobowiązania finansowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## W trudnych czasach związanych z COVID-19 obowiązuje zasada *cash is king*

Wraz z pojawieniem się w Polsce pierwszych zarażonych koronawirusem na rynku zapanował niepokój. Wpłynęło to negatywnie na wyceny przedsiębiorstw oraz ich notowanego zadłużenia. W naszej ocenie skala spadków, która rozpoczęła się w marcu bieżącego roku w wielu przypadkach była niepoparta twardymi fundamentami. W ostatnich tygodniach zdecydowanie pogorszył się sentyment do rynku nieruchomości oraz podmiotów reprezentujących sektor.

Naszym zdaniem w najbliższych kwartałach karty będą rozdawać najsilniejsi finansowo deweloperzy, którzy będą wyznaczać pewnego rodzaju trendy dla pozostałych. Sektor w ostatnim czasie wstrzymał się z wypłatą dywidendy. Nawet spółki z wieloletnią historią dzielenia się zyskiem postanowiły w tym trudnym dla gospodarki okresie wzmocnić swoją pozycję gotówkową. Dodatkowo wcześniej wspomniana już prawdopodobna niska aktywność na rynku gruntów pozytywnie przyczyni się do kumulowania środków pieniężnych. Jesteśmy zdania, że w najbliższych kwartałach deweloperzy ze szczególną uwagą będą spoglądać na saldo gotówki. Uważamy również, że w najbliższym czasie spółki z dużą dozą ostrożności będą podchodziły do rozpoczynania nowych projektów. Sądymy również, że wolne środki będą kluczowe w sytuacji, w której banki zwiększą swoje restrykcje wobec sektora i będą wymagać wyższego zaangażowania środków własnych w danym projekcie.

Nie spodziewamy się w najbliższym czasie znaczącego spadku cen lokali wśród dużych podmiotów. Bierzemy jednak pod uwagę sytuację, w której mniejsze – często nieznanne rynkowi kapitałowemu – spółki chcąc ratować płynność będą zmuszone do zrewidowania swojego cennika. Jesteśmy zdania, że problemy mniejszych podmiotów mogą zostać wykorzystane przez dużych graczy, którzy będą mieli okazję nabyć atrakcyjne aktywa (całe przedsiębiorstwa bądź poszczególne składniki majątku) po niskich cenach.

Dodatkowo należy pamiętać, że dziś oddawane i rozliczane są mieszkania sprzedawane 1-2 lata temu. Kondycja deweloperów na skutek COVID-19 ucierpi, ale raczej będzie to widoczne dopiero za jakiś czas, kiedy dzisiejszy obniżony wolumen sprzedaży przełoży się na niski poziom przekazania, co z kolei będzie skutkowało słabymi wynikami finansowymi.

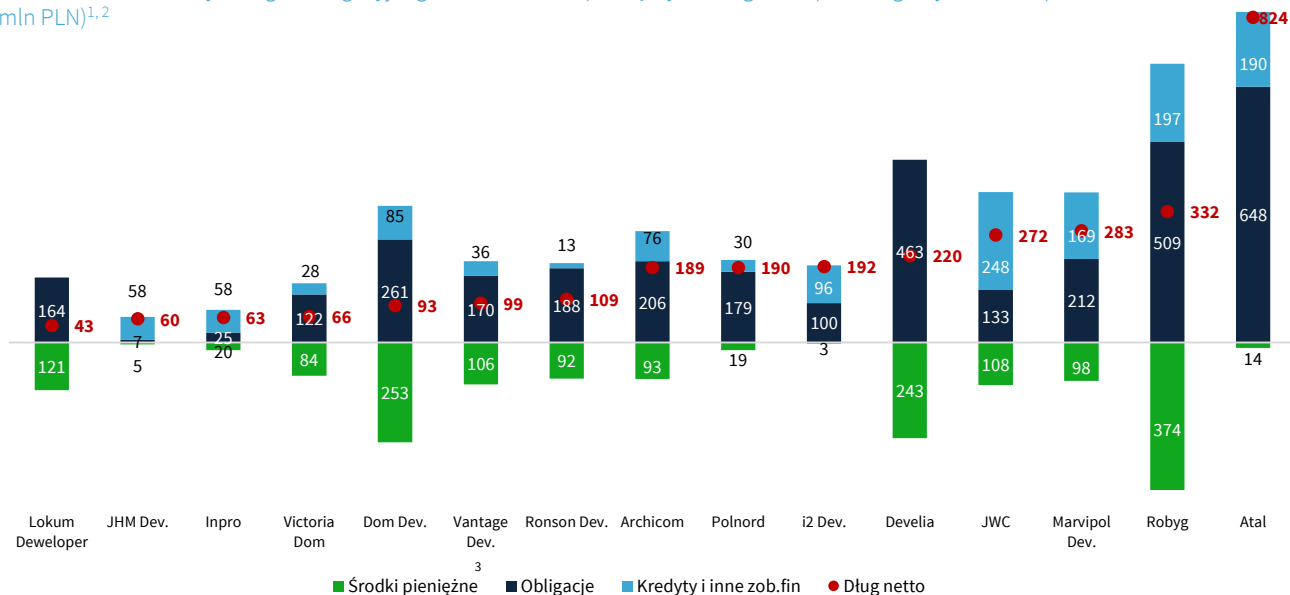
Uważamy, że ze względu na fakt, iż obecnie prowadzone inwestycje są w większości przypadków już sprzedane oraz to, że sygnały deweloperów wskazują na tymczasowe wstrzymanie się z rozpoczynaniem nowych budów – deweloperzy nie odnotują groźnych luk kapitałowych, które mogłyby skutkować problemami z płynnością. Jesteśmy zdania, że w znacznej większości przypadków struktura zapadalności zobowiązań deweloperów jest dobrze skorelowana z harmonogramem realizowanych przez nich projektów.

W naszej ocenie niżej zaprezentowany wykres oraz analiza wskaźnikowa zaprezentowana na kolejnym slajdzie potwierdza, że większa część podmiotów posiada stabilne poziomy zadłużenia w odniesieniu do pozycji gotówkowej, poziomu kapitału własnego oraz sumy bilansowej.

Uważamy, że w najbliższym czasie warto obserwować Atal. Deweloper pomimo efektywnej działalności operacyjnej w ostatnim roku mocno zwiększył zadłużenie. Na koniec 2019 r. deweloper posiadał zaledwie 14,2 mln PLN wolnych środków pieniężnych. Należy jednak odnotować, że blisko połowa wyemitowanych przez Atal obligacji została objęta przez głównego akcjonariusza Spółki, a na rachunkach powierniczych na koniec 2019 r. widniało 136,6 mln PLN środków pieniężnych. Znacznie baczniejszej obserwacji wymaga i2 Development, które od kilku kwartałów znajduje się na liście naszych alertów.

Metodyka wyliczenia długu netto oraz wskaźników zadłużenia została przedstawiona na 28 stronie niniejszego opracowania.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 2019 r. (w mln PLN)<sup>1,2</sup>



<sup>1</sup> W przypadku Develia, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.

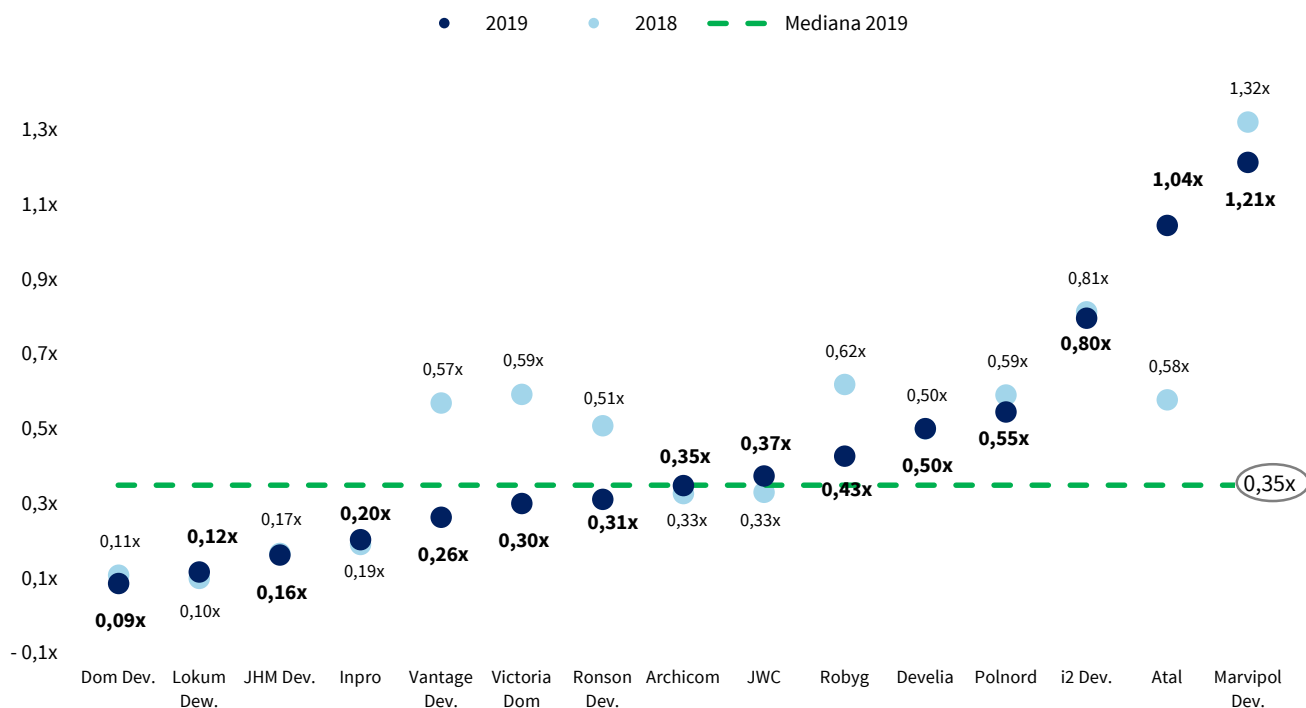
<sup>2</sup> W zestawieniu wykorzystano jednostkowe sprawozdanie finansowe Victoria Dom ze względu na fakt, iż publikacja skonsolidowanego rocznego raportu spółki odbędzie się po dniu publikacji niniejszego raportu

<sup>3</sup> Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

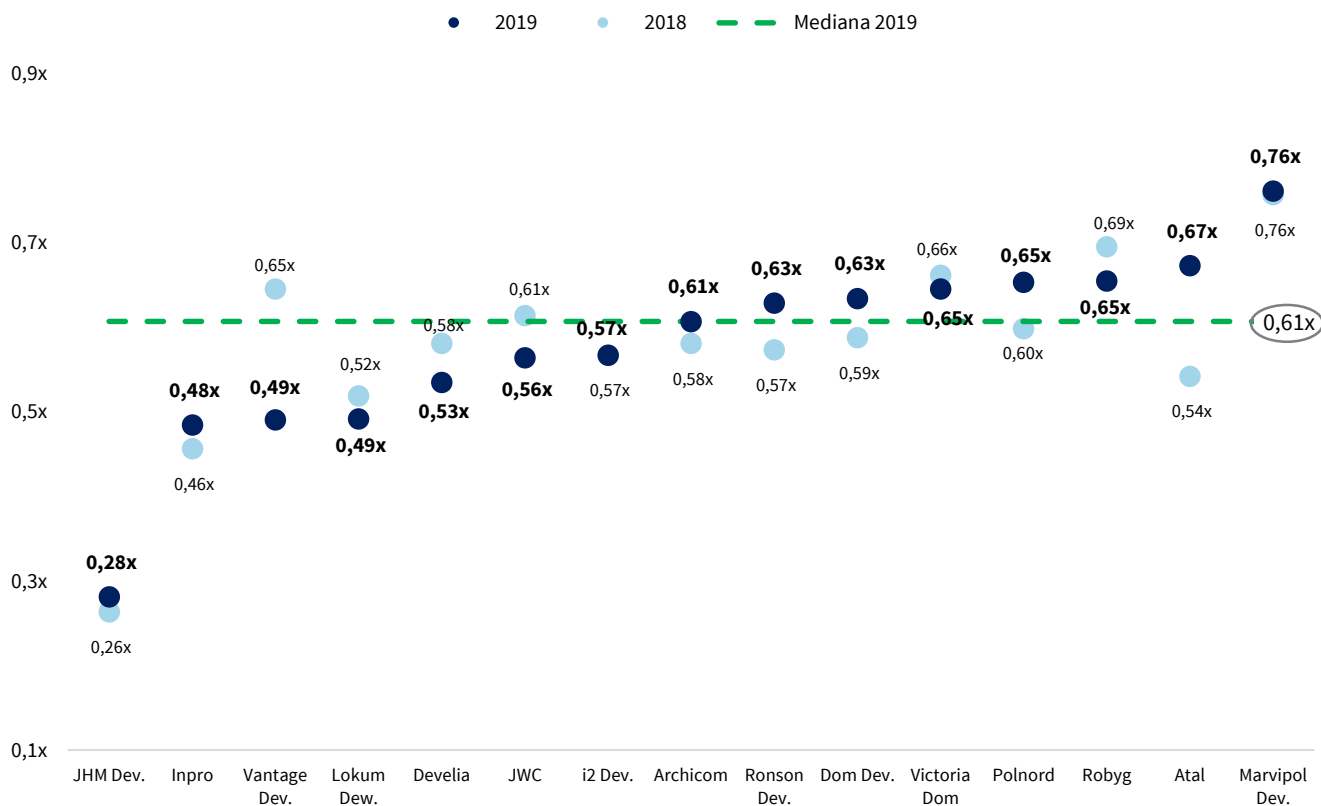


# Analiza wskaźników zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2018 r. oraz 2019 r. <sup>1,2</sup>



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2018 r. oraz 2019 r. <sup>1,2</sup>



<sup>1</sup> W przypadku Marvipol oraz Vantage Development wydzielone segmenty mieszkaniowe.

<sup>2</sup> W zestawieniu za 2019 r. wykorzystano jednostkowe sprawozdanie finansowe Victoria Dom ze względu na fakt, iż publikacja skonsolidowanego rocznego raportu spółki odbędzie się po dniu publikacji niniejszego raportu

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

## Niska aktywność deweloperów mieszkaniowych na rynku obligacji

W okresie styczeń - kwiecień 2020 r. wśród analizowanych przez nas deweloperów jedynie trzech pozyskało środki w drodze emisji obligacji korporacyjnych. W pierwszym kwartale ujęte w naszym zestawieniu podmioty uplasowały 6 serii obligacji o łącznej wartości nominalnej równej **170,0 mln PLN**. W analogicznym okresie ubiegłego roku mieliśmy do czynienia z 4 emisjami na łączną kwotę równą 217,7 mln PLN.

W pierwszych czterech miesiącach 2020 r. analizowani deweloperzy wykupili obligacje o łącznej kwocie równej **287,9 mln PLN**, z czego **98,7 mln PLN** zobowiązań zostało spłaconych przed terminem ich zapadalności. Oznacza to, że w okresie styczeń - kwiecień bieżącego roku outstanding obligacji deweloperów zmalał o 117,9 mln PLN.

W bieżącym roku ujęci w raporcie deweloperzy są zobowiązani do wykupu obligacji o łącznej kwocie **557,5 mln PLN**, zaś w przyszłym roku zapada zadłużenie obligacyjne w kwocie **1 258,9 mln PLN**. Na dzień 30 kwietnia 2020 r. outstanding z tytułu wyemitowanych przez analizowanych deweloperów obligacji wynosił **3,35 mld PLN**.

Naszym zdaniem COVID-19 sprawił, że na dzień dzisiejszy rynek długu dla przedsiębiorstw, w tym reprezentujących sektor deweloperski bardzo mocno się skurczył, stając się jeszcze

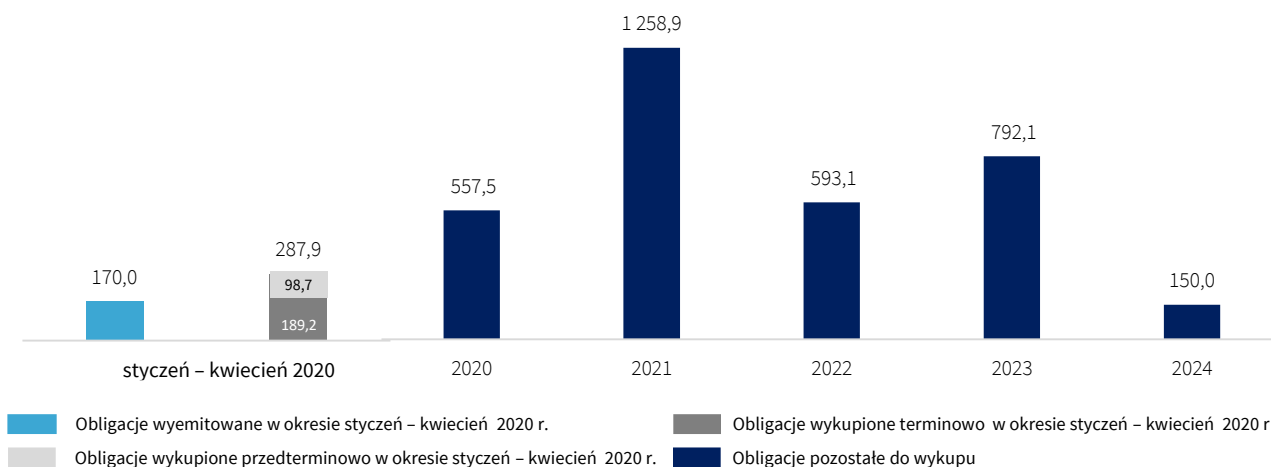
trudniejszy dla emitentów. W marcu 2020 r. mieliśmy do czynienia z ogromnym **odpływem aktywów z funduszy aktywnych na rynku obligacji korporacyjnych** - ich aktywa stopniały o 13,2 mld PLN, tj. o blisko 25% (z 53,7 mld PLN na koniec lutego do 40,4 mld PLN na koniec marca)<sup>1</sup>. W kwietniu bieżącego roku spadek aktywów funduszy wyniósł kolejne 1,8 mld PLN (-4,4% m/m).

Tym samym rolowanie obligacji, w szczególności dla mniejszych i mniej jakościowych emitentów może być w najbliższym czasie niemożliwe. Deweloperzy będą musieli zatem w dużej mierze opierać się na przepływach z podstawowej działalności operacyjnej. Spodziewamy się, że wiele podmiotów będzie starać się o otrzymanie finansowania w ramach publicznych programów pomocowych.

Podsumowując, spodziewamy się, że kolejne miesiące będą również bardzo trudne dla rynku obligacji. Powrót do normalnego funkcjonowania rynku, a tym samym do wzrostu aktywności wśród inwestorów i emitentów będzie uzależniony od tego, jak szybko gospodarka poradzi sobie z pandemią. W naszej ocenie prawdopodobny jest scenariusz, w którym ożywienie może nadejść w ostatnim kwartale bieżącego roku.

<sup>1</sup>Źródło: DM Navigator – DCM Index: [www.linkedin.com/posts/navigator-capital\\_dcm-index-kwiecie-2020-activity-6656561941332537344-cWCL](http://www.linkedin.com/posts/navigator-capital_dcm-index-kwiecie-2020-activity-6656561941332537344-cWCL)

## Zapadalność obligacji deweloperów w okresie maj 2020 – 2024 (w mln PLN) według stanu na dzień 30.04.2020 r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów i raportów bieżących.

## Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2020 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln PLN)	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Archicom	luty 2020	90,0	2,0	WIBOR 3M + 2,45%	Nie
Marvipol	luty 2020	27,0	3,0	WIBOR 6M + marża	Nie
i2 Development	marzec 2020	20,0	1,5	WIBOR 3M + marża	Tak
Marvipol	marzec 2020	7,3	3,0	WIBOR 6M + marża	Nie
Marvipol	marzec 2020	2,7	3,0	WIBOR 6M + marża	Nie
Archicom	marzec 2020	23,0	0,2	obligacje zerokuponowe	b/d
<b>Suma</b>		<b>170,0</b>			

<sup>1</sup>okresowa amortyzacja – 30% wartości emisji zostanie wykupione 2 lata po przydziale, pozostałe 70% 3 lata po przydziale

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów i raportów bieżących.

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

W 1Q 2020 r. najwięcej kapitału poprzez emisje obligacji korporacyjnych wśród analizowanych przez nas deweloperów pozyskał **Archicom**. Deweloper w lutym w ramach emisji obligacji serii M5/2020 pozyskał 90,0 mln PLN. Seria M5/2020 to dwuletni niezabezpieczony papier oprocentowany na WIBOR 3M + 2,45%. Skrócony do dwóch lat tenor (Archicom przyzwyczał rynek do oferowania trzy i czteroletniego długu) spotkał się z bardzo pozytywnym odzewem wśród inwestorów, bowiem emisja zakończyła się blisko dwukrotną nadszubsypcją pomimo redukcji kuponu względem 4-letniej serii M4/2019 z czerwca 2019 r. o 0,85%. Ponadto pod koniec marca 2020 r. deweloper uplasował dwumiesięczne zerokuponowe obligacje o wartości 23,0 mln PLN. Oznacza to, że w 1Q bieżącego roku Archicom poprzez emisje obligacji pozyskał łącznie 113,0 mln PLN.

W pierwszym kwartale bieżącego roku największą liczbę emisji obligacji przeprowadził **Marvipol Development**. Deweloper poprzez uplasowanie serii Z (27,0 mln PLN), serii AA (7,3 mln PLN) oraz serii AB (3,7 mln PLN) pozyskał łącznie 37,0 mln PLN. Wszystkie oferty zostały przeprowadzone na bliźniaczych warunkach, zatem podmiot będzie dążyć do scalenia trzech serii. Na ten moment wiadomo, że papiery nie są zabezpieczone oraz cechują się okresową amortyzacją – deweloper jest zobowiązany do spłaty 30% wartości emisji po 2 latach, pozostałe 70% po 3 latach. Oprocentowanie obligacji ustalono o nieopublikowaną do tej pory marżę powiększoną o WIBOR 6M.

Marvipol Development w bieżącym roku jest zobowiązany do wykupu papierów o łącznej wartości 84,2 mln PLN. Deweloper na pewno będzie starać się zrefinansować dług, co na dzień dzisiejszy wydaje się bardzo trudnym zadaniem. Jesteśmy zdania, że podmiot będzie musiał obsłużyć zadłużenie przy wykorzystaniu własnych środków. Na ten moment nie widzimy przesłanek, w których Marvipol Development miałby problem z terminową obsługą zadłużenia obligacyjnego.

Ostatnim wśród deweloperów, który w 1Q 2020 r. przeprowadził emisję obligacji był **i2 Development**. W marcu 2020 r. wrocławski deweloper w ramach zabezpieczonej emisji obligacji serii J pozyskał 20,0 mln PLN i tym samym zdołał zrefinansować zapadające w ostatnim czasie zadłużenie. Sytuacja Spółki naszym zdaniem wciąż pozostaje daleka od zadowalającej.

Refinansująca emisja serii J to 18-miesięczny papier, który naszym zdaniem daje spółce kolejny oddech, nie kończący tematu niskiej płynności spółki. W 2021 r. deweloper będzie zobowiązany do wykupu obligacji o łącznej kwocie 68,8 mln PLN.

W naszej ocenie inwestorzy obecni na rynku długu będą w najbliższym czasie bardziej konserwatywnie podchodzić do rolowania zadłużenia. Emitenci będą zatem zmuszeni do obsługi zobowiązań przepływami wygenerowanymi z działalności operacyjnej, a tym samym zmniejszenia zadłużenia finansowego.

W przeciwieństwie do i2 Development głęboki oddech może złapać **Polnord**. Pozyskanie silnego inwestora w postaci węgierskiej Cordii powinno zakończyć problemy płynnościowe spółki. Deweloper w okresie styczeń – kwiecień 2020 r. wykupił obligacje o łącznej wartości nominalnej 50,0 mln PLN. Jesteśmy zdania, że bez dokapitalizowania spółki przez Węgrów obligacje Polnord znajdowałyby się z dużym prawdopodobieństwem w defaultcie.

Zmiana właściciela, która miała miejsce w bieżącym roku w **Vantage Development** umożliwiła obligatariuszom 4 serii obligacji do złożenia żądań przedterminowego wykupu na skutek naruszenia warunków emisji. Odzew obligatariuszy był znikomy. Mimo to deweloper sam zdecydował o przedterminowym uregulowaniu znaczącej części zobowiązań. Tym samym w okresie styczeń – kwiecień 2020 r. Vantage Development wykupił przedterminowo obligacje o łącznej wartości 70,0 mln PLN.

W pozostałej części 2020 r. najwięcej środków na obsługę zapadającego długu będzie musiał przeznaczyć **Atal** (122,2 mln PLN), **Dom Development** (100,0 mln PLN) wcześniej wspomniany już Marvipol Development oraz **J.W. Construction** (77,3 mln PLN).

Wydaje się, że w obliczu małej szansy na zrefinansowanie zadłużenia największe problemy wśród wyżej wymienionych może mieć **J.W. Construction**. Pod koniec kwietnia 2020 r. deweloper poinformował, że w zamian za podwyższenie marży oraz ustanowienie zabezpieczenia hipotecznego chciałby odroczyć termin zapadalności obligacji serii JWC0520 (35,0 mln PLN) i JWC1120 (42,3 mln PLN) o 2 lata. W maju Spółka poinformowała jednak, że chce przesunąć termin ostatecznego wykupu serii JWC0520 o dwa tygodnie, do 12 czerwca 2020 r.

W odrębnym komunikacie deweloper poinformował o odwołaniu zgromadzenia obligatariuszy serii JWC1120.

Na początku maja deweloper poinformował, że termin wykupu obligacji serii JWX0116 został ustalony z Obligatariuszem na dzień 25 listopada 2022 r.

## Zapadalność obligacji deweloperów w okresie maj 2020 – 2024 (w mln PLN) według stanu na dzień 30.04.2020 r.

Deweloper	Emisje		Wykupy		Wykupy					Suma do wykupu
	1Q 2020	Kwiecień 2020	1Q 2020	Kwiecień 2020	2020	2021	2022	2023	2024	
Atal	0,0	0,0	0,0	0,0	122,2	368,0	0,0	149,0	0,0	639,2 <sup>1</sup>
Robyg	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,3	0,0	360,0	100,0	505,3
Develia	0,0	0,0	65,0	0,0	34,0	140,0	161,0	60,0	0,0	395,0
Dom Development	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	110,0	50,0	50,0	50,0	360,0
Archicom	113,0	0,0	49,5	0,0	33,0	22,9	158,3	59,6	0,0	273,8
Marvipol Development	37,0	0,0	0,0	0,0	84,2	69,8	69,1	25,9	0,0	249,1
Ronson	0,0	0,0	10,0	0,0	25,0	74,8	54,8	22,6	0,0	177,3
Lokum Developer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	65,0	0,0	165,0
Polnord	0,0	0,0	44,7	5,3	53,2	76,8	0,0	0,0	0,0	130,0
J.W. Construction	0,0	0,0	0,0	0,0	77,3	51,5	0,0	0,0	0,0	128,8
Victoria Dom	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	46,1	56,0	0,0	0,0	122,1
Vantage Development	0,0	0,0	60,0	10,0	0,0	56,5	43,9	0,0	0,0	100,4
i2 Development	20,0	0,0	30,5	11,5	8,6	66,5	0,0	0,0	0,0	75,1
Inpro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	0,0	25,0
JHM Development	0,0	0,0	1,3	0,0	0,0	5,7	0,0	0,0	0,0	5,7
<b>Razem</b>	<b>170,0</b>	<b>0,0</b>	<b>261,1</b>	<b>26,8</b>	<b>557,5</b>	<b>1258,9</b>	<b>593,1</b>	<b>792,1</b>	<b>150,0</b>	<b>3 351,6</b>

<sup>1</sup> W tym 299,2 mln PLN zostało objęte przez podmioty powiązane

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów oraz raportów bieżących.

## ARCHICOM

- W 1Q 2020 r. Archicom odnotował wolumen sprzedanych mieszkań na poziomie 293 lokali wobec 406 mieszkań w analogicznym okresie ubiegłego roku (-27,8% r/r). Deweloper planuje w bieżącym roku sprzedać 1 500 – 1700 lokali, jednak zastrzega, że ze względu na COVID-19 można oczekiwać rewizji celów w 2Q 2020 r.
- W pierwszym kwartale 2020 r. Archicom rozpoznał w wyniku 502 lokale, co oznacza ponad 3-krotny wzrost względem 1Q 2019 r., w którym deweloper wydał klientom klucze od 157 mieszkań. Archicom zamierza w bieżącym roku przekazać 1 400 -1 600 mieszkań.
- W 1Q 2020 r. Zarząd Archicom ogłosił przegląd opcji strategicznych, którego kluczowym celem jest *pozyskanie inwestora strategicznego lub partnera branżowego/finansowego, który pozwoliłby Grupie wykorzystać w pełni jej potencjał i/lub zwiększyć skalę działalności*.
- Zgodnie z komunikatem Spółki, Zarząd postanowił zawiesić politykę dywidendową Archicom. Na skutek COVID-19 Zarząd postanowił zarekomendować Walnemu Zgromadzeniu, aby 44,6 mln PLN zysku (kwota odpowiadająca zyskowi netto w kwocie 61,0 mln PLN pomniejszonemu o wypłacone w 2019 r. zaliczki na poczet przewidywanej dywidendy za 2019 r. w wysokości 16,4 mln PLN) przeznaczyć na utworzenie w Spółce kapitału rezerwowego z przeznaczeniem na wypłatę w przyszłości dywidend oraz zaliczek na dywidendę.
- Deweloper w lutym w ramach emisji obligacji serii M5/2020 pozyskał 90,0 mln PLN. Seria M5/2020 to dwuletni niezabezpieczony papier oprocentowany na WIBOR 3M + 2,45%. Skrócony do dwóch lat tenor (Archicom przyzwyczaił rynek do oferowania trzy i czteroletniego długu) spotkał się z bardzo pozytywnym odzewem wśród inwestorów, bowiem emisja zakończyła się blisko dwukrotną nadsubskrypcją pomimo redukcji kuponu względem serii M4/2019 z czerwca 2019 r. o 0,85%.
- Ponadto pod koniec marca 2020 r. deweloper uplasował dwumiesięczne zerokuponowe obligacje o wartości 23,0 mln PLN. Emisja w całości została objęta przez mBank.

## ATAL

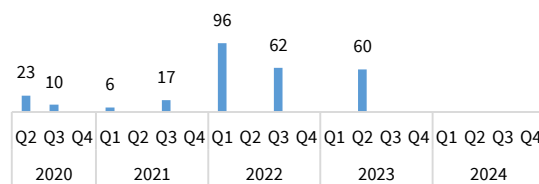
- W 1Q 2020 r. Atal sprzedał 762 lokale (+7,8% r/r) w porównaniu do 707 w 1Q 2019 r. Na początku marca tj. jeszcze przed wybuchem pandemii Grupa ogłosiła, że planuje sprzedać w 2020 r. 3,2-3,5 tys. mieszkań.
- W 1Q 2020 r. Grupa przekazała i uzna w przychodach 473 lokale (-22,1% r/r) w porównaniu do 607 lokali przekazanych w 1Q 2019 r. Zgodnie z informacjami podanymi w dniu 19 marca 2020 r. Grupa planowała w 2020 r. zakończyć i oddać do użytkowania 3 804 lokale. Na dziś nie wiadomo jak na te plany wpłynął rozwój pandemii. Kontraktacja tych lokali na dzień 31.12.2019 wynosiła 59%. Wysoki potencjał przekazania w 2020 r. wynika m.in. z przesunięcia inwestycji, które miały być oddane w roku 2019 na rok bieżący.
- W 2019 r. Grupa zanotowała istotny spadek przychodów i zysku co w dużej mierze wynikało właśnie z przekazania mniejszej ilości lokali od planowanej. Zgodnie z informacjami podawanymi przez Grupę na początku 2019 r. Atal planował w ubiegłym roku ukończenie 2 623 lokali. Ostatecznie Grupie udało się zrealizować tylko 2 085 lokali. Ucierpiąca również rentowność: marża brutto wyniosła w 2019 r. 23,7% (-3,2 p.p. r/r), a marża zysku netto 16,05% (-3,6 p.p.). Należy przy tym jednak pamiętać, że dzięki utrzymywanej dyscyplinie kosztowej marża zysku netto i tak pozostaje na bardzo dobrym poziomie.
- W związku z rozwojem pandemii Grupa postanowiła o jednorazowej zmianie polityki dywidendowej i przekazaniu zysku wypracowanego w roku 2019 na kapitał zapasowy. Biorąc pod uwagę istotne zadłużenie finansowe spółki oraz dzisiejszą ogromną niepewność rynkową brak wypłaty dywidendy jest w naszej ocenie słusznym krokiem.
- 3 czerwca WZ zdecyduje o uprawnieniu Zarządu do podwyższania kapitału zakładowego poprzez emisję nie więcej niż 5 mln akcji (przy 38,7 mln akcji łącznie dziś). Uchwala ma na celu ułatwienie szybkiego pozyskiwania kapitału na inwestycje i rozwój. Upoważnienie miałoby obowiązywać przez 3 lata.
- W lutym 2020 Grupa poinformowała o utworzeniu nowego programu emisji obligacji do kwoty 150 mln zł obowiązującego przez 12 miesięcy. Deweloper nie zdążył dokonać emisji przed wybuchem pandemii Covid-19. Uważamy za mało prawdopodobne, aby na obecnym rynku Atal był w stanie uplasować emisję na atrakcyjnych dla siebie warunkach. Warto przy tym zauważyć, że środki pieniężne (wyłączając ograniczone w dysponowaniu) to zaledwie 14,2 mln zł.

w mln PLN	2016	2017	2018	2019
Przychody	270,2	324,7	476,5	500,5
Zysk brutto ze sprzedaży	72,9	88,1	128,2	151,1
Marża brutto ze sprzedaży	27,0%	27,1%	26,9%	30,2%
EBIT	45,6	70,2	88,3	100,3
Marża EBIT	16,9%	21,6%	18,5%	20,0%
Zysk netto	38,5	57,3	61,4	89,2
Marża netto	14,2%	17,7%	12,9%	17,8%
Kapitał własny	374,7	473,7	491,0	543,4
Zadłużenie finansowe	115,8	196,2	266,7	282,2
Kredyty i inne	53,2	43,0	53,4	76,0
Obligacje	62,7	153,2	213,4	206,2
% obligacji w zadłużeniu	54,1%	78,1%	80,0%	73,1%
Środki pieniężne	23,1	80,2	106,3	92,7
Dług netto	92,8	116,0	160,5	189,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	47,6%	54,1%	58,1%	60,7%
Dług netto/KW	24,8%	24,5%	32,7%	34,9%

### Wydzielony segment mieszkaniowy

\* - zgodnie ze zmienionym MSSF 16 począwszy od 1Q 2019 r. prawo wieczystego użytkowania gruntu oraz umowy najmu zwiększają zobowiązania z tytułu leasingu. Grupa nie wydzieliła tego typu zobowiązań w związku z czym w całości począwszy od 1Q 2019 r. zwiększyły one zobowiązania finansowe

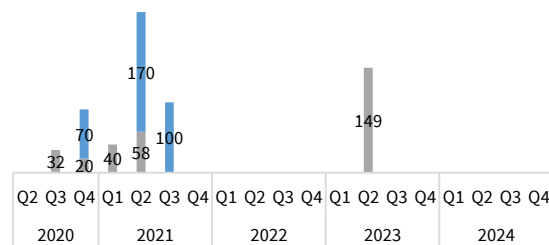
### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln PLN	2016	2017	2018	2019
Przychody	506,8	865,8	1 055,0	720,2
Zysk brutto ze sprzedaży	136,9	247,6	283,5	170,7
Marża brutto ze sprzedaży	27,0%	28,6%	26,9%	23,7%
Przychody segmentu dewelop.	495,9	855,6	1046,9	713,4
EBIT segmentu dewelop.	109,9	216,3	255,6	142,6
Marża EBIT	22,2%	25,3%	24,4%	20,0%
Zysk netto	89,4	171,2	200,7	115,7
Marża netto	17,6%	19,8%	19,0%	16,1%
Kapitał własny	675,6	788,3	857,3	788,8
Zadłużenie finansowe	511,1	479,9	524,8	837,9
Kredyty i inne	254,2	91,8	84,4	190,3
Obligacje	256,8	388,2	440,5	647,7
% obligacji w zadłużeniu	50,3%	80,9%	83,9%	77,3%
Środki pieniężne	88,6	129,9	29,2	14,2
Dług netto	422,5	350,0	495,6	823,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	55,4%	56,0%	54,2%	67,3%
Dług netto/KW	62,5%	44,4%	57,8%	104,4%

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Emisje objęte przez podmioty powiązane = ok. 299 mln PLN

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## DEVELIA

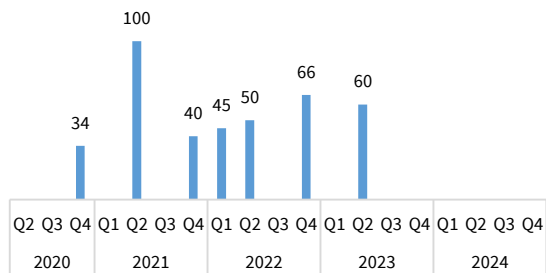
- W 1Q 2020 r. Develia sprzedała 311 mieszkań w porównaniu z 331 przed rokiem, co oznacza 6,0% spadek r/r. Pod koniec stycznia deweloper informował, że zamierza w tym roku zakontraktować 2 000 – 2 200 lokali. Develia do dnia publikacji niniejszego raportu nie zrewidowała celu sprzedażowego.
- W pierwszym kwartale bieżącego roku deweloper przekazał swoim klientom klucze od 421 mieszkań wobec 1 163 przed rokiem (-63,8% r/r). W styczniu Develia informowała, że planuje w bieżącym roku wydać 1 000 - 1 100 lokali, zaś łącznie w latach 2020-2021 rozpoznać 2 900 – 3 100 mieszkań. Oznacza to, że wyniki 2020 r. będą gorsze od danych osiągniętych w 2019 r., co jest wynikiem słabej oferty Develii w latach 2018-2019 (deweloper posiadał znaczne problemy z otrzymaniem niezbędnych decyzji administracyjnych).
- W 2019 r. deweloper na rozbudowę banku ziemi przeznaczył ok. 200 mln PLN. Develia w ostatnim kwartale ubiegłego roku kupiła grunt na warszawskiej Pradze za ok. 130 mln PLN. Znaczna część nabytej działki posiada warunki zabudowy. Zgodnie z informacjami Zarządu, szacowana cena 1 mkw. PUM praskiej nieruchomości wynosi 1,7 – 1,9 tys. PLN w zależności od otrzymanych warunków zabudowy dla pozostałej części działki.
- Pod koniec marca 2020 r. w mediach pojawiła się informacja, że deweloper posiadał wówczas bank ziemi pozwalający na budowę ponad 7,7 tys. lokali.
- W ostatnim czasie na rynek docierały informacje, że Develia rozważa wejście w sektor magazynowy.
- Zgodnie z przekazem Zarządu celem dewelopera jest utrzymanie marży brutto w 2020 r. na poziomie ok. 30%. Kluczowi menedżerowie spodziewają się, że w kolejnych okresach rentowność spadnie do poziomu ok. 25%.
- Jeszcze w styczniu 2020 r. Develia informowała, że zamierza ograniczyć udział obligacji w strukturze finansowania działalności. Jednak w marcu 2020 r. deweloper informował o planach przeprowadzenia emisji obligacji, która na razie nie doszła do skutku. W 1Q 2020 r. Develia wykupiła przy wykorzystaniu środków własnych obligacje o wartości 65,0 mln PLN.
- Do dnia dzisiejszego Develia nie opublikowała jeszcze oficjalnej decyzji dotyczącej wypłaty dywidendy z zysku netto osiągniętego w 2019 r.

w mln PLN	2016	2017	2018	2019
Przychody	547,0	706,2	796,7	819,3
Przychody	401,9	562,5	649,0	678,3
Zysk brutto ze sprzedaży	104,3	162,0	201,2	225,3
Marża brutto ze sprz.	25,9%	28,8%	31,0%	33,2%
Zysk netto	113,1	80,2	160,4	117,4
Marża netto	20,7%	11,4%	20,1%	14,3%
Kapitał własny	1 396,2	1 448,4	1 497,8	1 492,1
Zadłużenie finansowe	1092,0	1081,7	1214,5	1087,7
Zadłużenie finansowe	394,5	444,9	485,5	462,7
Kredyty i inne	88,0	88,2	33,2	0,0
Obligacje	306,5	356,7	452,3	462,7
% obligacji w zadłużeniu	77,7%	80,2%	93,2%	100,0%
Środki pieniężne	158,9	163,3	259,9	242,7
Dług netto	235,6	281,6	225,7	220,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,3%	56,1%	58,1%	53,5%
Dług netto/KW	52,8%	50,9%	49,9%	50,1%

### Wydzielony segment mieszkaniowy

\* - zgodnie ze zmienionym MSSF 16 począwszy od 1Q 2019 r. prawo wieczystego użytkowania gruntu oraz umowy najmu zwiększają zobowiązania z tytułu leasingu. Grupa nie wydzieliła tego typu zobowiązań w związku z czym w całości począwszy od 1Q 2019 r. zwiększyły one zobowiązania finansowe

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



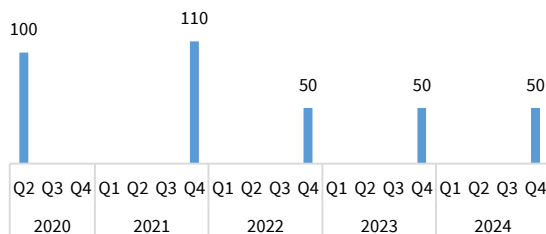
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## DOM DEVELOPMENT

- W 1Q bieżącego roku Dom Development zdołał sprzedać 815 mieszkań w porównaniu z 926 lokalami w 1Q 2019 r., co oznacza spadek w ujęciu r/r o 12,0%. Należy jednak zaznaczyć, że w pierwszym kwartale ubiegłego roku deweloper zaliczył rekordowy w swojej historii poziom kontraktacji. Grupa nie opublikowała tegorocznego celu sprzedażowego.
- Średnia wartość transakcji w Grupie w 1Q 2020 r. wyniosła 578 tys. PLN. Zarząd dewelopera szacuje, że średnia wartość sprzedanego w 2020 r. przez Grupę lokalu będzie oscylować na poziomie ok. 600 tys. PLN.
- W pierwszym kwartale 2020 r. deweloper przekazał swoim klientom 549 lokali. Dom Development planuje w bieżącym roku wydać klucze od ok. 3 100 mieszkań. Zgodnie z oczekiwaniami Grupy znacząca część przekazanych – ok. 1 300 lokali ma mieć miejsce w ostatnim kwartale 2020 r.
- Na koniec marca 2020 r. deweloper posiadał niską jak na swoje możliwości ofertę, w której znajdowało się 1 890 lokali. Niski wolumen jest pochodną przesunięcia wprowadzenia do produkcji części projektów na skutek sytuacji związanej z koronawirusem.
- Na koniec marca 2020 r. deweloper posiadał w banku ziemi grunty (kupione i kontrolowane) umożliwiające realizację blisko 14,5 tys. lokali. Nie spodziewamy się, aby w bieżącym roku Grupa przeznaczyła znaczące kwoty na zakupy nowych działek. Przypominamy, że pierwotny plan zakładał, że nakłady na rozbudowę banku ziemi mogą wynieść ok. 500 mln PLN.
- W 1Q 2020 r. deweloper zdecydował się zawiesić pierwotną rekomendację dotyczącą wypłaty dywidendy. W tym celu Dom Development postanowił przesunąć Walne Zgromadzenie Obligatariuszy na koniec sierpnia bieżącego roku, aby przy pełniejszym obrazie wpływu COVID-19 na działalność operacyjną podjąć decyzję odnośnie podziału zysku.
- Grupa posiada wysoce komfortową strukturę zapadalności długu. Pod koniec ubiegłego roku deweloper poprzez emisję obligacji pozyskał 50,0 mln PLN, które częściowo zrefinansuje zapadające w 2Q 2020 r. 100,0 mln PLN. Warto odnotować, że w 1Q 2020 r. deweloper musiał porzucić swoje plany w zakresie uplasowania kolejnej serii obligacji i został zmuszony do przetożenia oferty na dalszy termin.

w mln PLN	2016	2017	2018	2019
Przychody	1153,0	1404,7	1653,9	1661,7
Zysk brutto ze sprzedaży	271,1	385,7	455,1	500,1
Marża brutto ze sprz.	23,5%	27,5%	27,5%	30,1%
Zysk netto	125,8	190,8	227,0	256,0
Marża netto	10,9%	13,6%	13,7%	15,4%
Kapitał własny	929,5	1002,3	1046,5	1084,2
Zadłużenie finansowe	383,9	396,4	396,2	346,3
Kredyty i inne	0,0	85,0	85,0	85,0
Obligacje	383,9	311,4	311,2	261,3
% obligacji w zadłużeniu	100,0%	78,6%	78,5%	75,5%
Środki pieniężne	414,3	279,7	282,5	253,3
Dług netto	-30,4	116,7	113,7	93,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,0%	58,1%	58,8%	63,4%
Dług netto/KW	-3,3%	11,6%	10,9%	8,6%

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

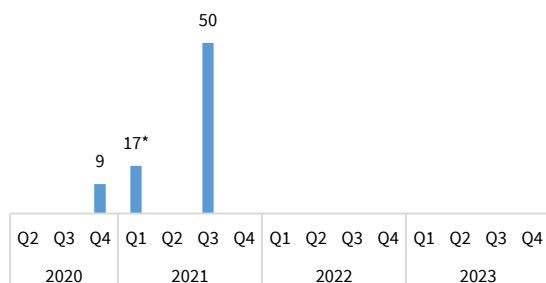
## i2 DEVELOPMENT

- W 2019 r. deweloper sprzedał 208 mieszkań w stosunku do 397 sprzedanych lokali w 2018 r. (-47,6% r/r). W samym 4Q 2019 r. Grupa zakontraktowała 77 lokali (+42,6% r/r).
- W 2019 r. rozpoznano w przychodach 403 lokale w porównaniu do 202 lokali rozpoznanych w 2018 r. W samym 4Q 2019 r. doszło do przekazania 367 lokali. Wysoki poziom rozpoznania w 4Q 2019 r. wynika z przekazania na projektach Soft Lofty Legnicka, Soft Lofty Centrum, Bulwar Staromiejski, Kaszubska 10 i Awicenny etap 1. Trzy ostatnie projekty uzyskały pozwolenia na użytkowanie w 4Q 2019 r.
- Na koniec 2019 r. Grupa posiadała w ofercie 659 lokali, z czego 424 lokale w ramach projektu Armii Krajowej 7.
- Marża brutto ze sprzedaży na działalności deweloperskiej wyniosła w 2019 r. 20%. Stosunkowo wysoka marża EBIT równa 34,1% wynikała ze zdarzenia jednorazowego – aktualizacji wyceny części lokali na skutek ich reklasyfikacji z zapasów do inwestycji w nieruchomości.
- Strata netto w wysokości -4,2 mln zł osiągnięta w 2019 r. wynika z zaksięgowanego istotnego kosztu finansowego wysokości 40,7 mln zł wynikającego z porozumienia dot. umowy zawartej w 2018 r. dotyczącej przeniesienia pożytków w spółce komandytowej. Przypomnijmy, że pierwotnie dzięki zawarciu umowy Grupa zaksięgowała w 2018 r. przychód finansowy w wysokości 40 mln zł. Gdyby do zawarcia umowy wtedy nie doszło Grupa prawdopodobnie złamałaby obligacyjny kowenat dług netto/kapitał własny ustalony na poziomie 0,7.
- Dług z tytułu obligacji na koniec 2019 r. wynosił 99,8 mln zł. Po dniu bilansowym, w marcu 2020 r. doszło do emisji nowej serii J o wartości 20 mln zł z terminem wykupu w sierpniu 2021 r. Po dniu bilansowym doszło również do serii przedterminowych skupów i umorzeń oraz wykupów obligacji serii C, E oraz I. Jak podała Grupa w sprawozdaniu za rok 2019 r. na dzień 21 kwietnia 2020 r. zobowiązania z tytułu obligacji wynosiły na ten dzień łącznie 75,1 mln zł. Dodatkowo po tym dniu doszło jeszcze do przedterminowego wykupu i umorzenia obligacji serii I o wartości 2,5 mln zł. I2 Development zapowiedziała już również skup obligacji serii F o wartości do 8,6 mln zł.

w mln PLN	2016	2017	2018	2019
Przychody	93,5	78,8	95,5	139,8
Przychody	147,0	52,2	75,8	120,0
EBIT	72,7	14,7	-5,7	40,9
Marża EBIT	49,5%	28,2%	-7,6%	34,1%
Zysk netto	6,0	10,8	29,0	-4,2
Marża netto	6,4%	13,7%	30,3%	-3,0%
Kapitał własny	237,3	230,5	248,6	241,5
Zadłużenie finansowe	84,9	154,9	217,9	195,4
Kredyty i inne	74,8	89,0	92,9	95,5
Obligacje	10,1	65,9	125,0	99,8
% obligacji w zadłużeniu	11,9%	42,6%	57,4%	51,1%
Środki pieniężne	4,1	1,4	15,7	3,1
Dług netto	80,7	153,5	202,2	192,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	35,6%	50,3%	56,7%	56,7%
Dług netto/KW	34,0%	66,6%	81,4%	79,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



\*7 maja Spółka nabyła obligacje serii I w kwocie 2,5 mln PLN celem umorzenia. W 1Q 2021 zapada zatem seria F (9,0 mln PLN) oraz seria I (5,0 mln PLN)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

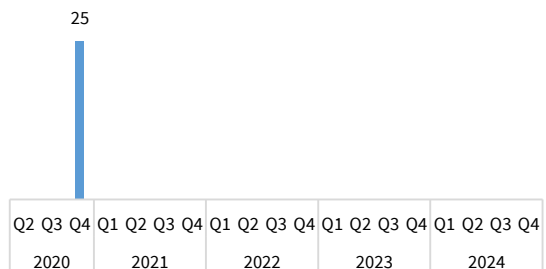
## INPRO

- W 1Q 2020 r. Grupa Inpro sprzedała 190 lokali, czyli o 2,2% więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku (186 mieszkań). Deweloper nie opublikował tegorocznego celu kontraktacji.
- W prezentacji podsumowującej 2019 r. deweloper poinformował, że przy założeniu szybkiego zakończenia problemów gospodarczych z COVID-19, Grupa powinna osiągnąć w bieżącym roku poziom przychodów zbliżony do obrotu zrealizowanego w 2019 r.
- W pierwszym kwartale bieżącego roku deweloper przekazał swoim klientom 167 lokali w porównaniu z 52 jednostkami rok wcześniej. W całym 2020 Grupa zamierza wydać około 900 mieszkań i domów. Pierwotnie prognozowano wolumen rozpoznania na poziomie ok. 730 lokali, jednak harmonogram przekazania uległ zmianie na skutek problemów z otrzymaniem pozwolenia na użytkowanie dla osiedla Azymut.
- W grudniu 2019 r. Inpro ponownie złożyło wniosek o otrzymanie pozwolenia na użytkowanie osiedla Azymut w Gdyni. W lutym 2020 r. deweloper otrzymał niezbędną decyzję.
- W ubiegłym roku INPRO SA oraz spółka PB Domesta wprowadziły do sprzedaży łącznie 849 lokali. Deweloper pod koniec kwietnia potwierdził, że nie planuje ekspansji geograficznej poza rynek trójmiejski.
- W kwietniu deweloper poinformował o pozyskaniu kredytu obrotowego do kwoty 20,0 mln PLN, który zostanie przeznaczony na realizację pierwszego etapu osiedla mieszkaniowego Ostoja w Rumi.
- 11 maja bieżącego roku Zarząd Inpro poinformował, że zamierza zarekomendować Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy wypłatę dywidendy za 2019 r. w wysokości 0,15 PLN, co oznaczałoby że do właścicieli Inpro trafi 6,0 mln PLN wobec 10,0 mln PLN w 2018 r.
- Grupa Inpro w 2019 r. osiągnęła zysk netto w kwocie 36,1 mln PLN utrzymując marżę brutto na sprzedaży na poziomie 16,0%.
- Deweloper konsekwentnie utrzymuje niskie wskaźniki zadłużenia. Na koniec 2019 r. Grupa odnotowała wskaźnik dług netto / kapitał własny na poziomie 20,3%.

w mln PLN	2016	2017	2018	2019
Przychody	204,6	202,9	259,0	270,5
Przychody	172,2	155,1	220,1	225,6
Zysk brutto ze sprzedaży	52,2	54,3	66,3	70,4
Marża brutto	30,3%	35,0%	30,1%	31,2%
Zysk netto	29,6	27,1	35,3	36,1
Marża netto	17,2%	17,5%	16,0%	16,0%
Zysk netto	29,3	30,3	40,9	43,5
Marża netto	14,3%	14,9%	15,8%	16,1%
Kapitał własny	245,6	265,4	295,7	308,7
Zadłużenie finansowe	49,5	68,8	85,8	82,7
Kredyty i inne	49,5	68,8	60,9	57,7
Obligacje	0,0	0,0	24,8	25,0
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	0,0%	28,9%	30,2%
Środki pieniężne	17,5	13,8	29,4	19,9
Dług netto	32,0	55,0	56,4	62,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	31,4%	37,6%	45,6%	48,4%
Dług netto/KW	13,0%	20,7%	19,1%	20,3%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

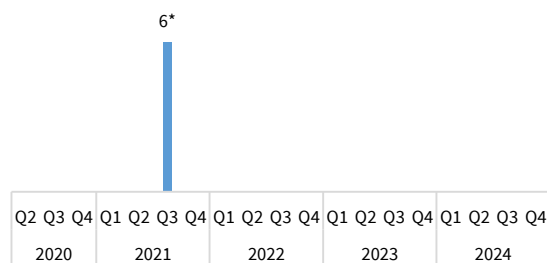
## JHM DEVELOPMENT

- W 1Q 2020 r. JHM Development osiągnął kontraktację w wysokości 80 lokali w porównaniu z 86 mieszkaniami sprzedanymi w 1Q 2019 r. (-7,0% r/r). Ponadto w kwietniu 2020 r. deweloper zdołał znaleźć nabywców na zaledwie 9 lokali. Spółka nie opublikowała tegorocznego celu sprzedażowego.
- W pierwszym kwartale bieżącego roku JHM Development przekazało swoim klientom klucze od 81 mieszkań wobec 49 w analogicznym okresie roku poprzedniego, co oznacza 65,3% wzrost r/r. W kwietniu 2020 r. deweloper podpisał 13 kolejnych aktów notarialnych.
- 2 kwietnia 2002 r. Zarząd dewelopera złożył wniosek do KNF w sprawie udzielenia zezwolenia na wycofanie akcji Spółki z obrotu giełdowego. Zejście JHM Development z parkietu daje możliwość obligatariuszom obligacji serii B do żądania przedterminowego wykupu.
- Według stanu na koniec kwietnia 2020 r. outstanding obligacji serii B wynosił 5,7 mln PLN. Należy jednak odnotować, że 14 maja 2020 r. JHM Development przeprowadzi przedterminowy wykup 729 szt. obligacji w ramach okresowej amortyzacji, co zredukuje poziom zadłużenia obligacyjnego do niespełna 5,0 mln PLN.
- W kwietniu 2020 r. deweloper zdecydował się wprowadzić do sprzedaży lokale, które powstaną w ramach bydgoskiej inwestycji Aura Towers. Zakończenie budowy zaplanowano na III kwartał 2022 roku. Inwestycja zakłada budowę 3 budynków mieszkalnych, w ramach których powstanie 272 lokali mieszkań.
- 2019 r. był kolejnym rokiem, w którym deweloper utrzymywał bardzo niski poziom zadłużenia. Na koniec grudnia ubiegłego roku wskaźnik dług netto / kapitał własny wynosił 16,3%.
- Spadkowi zadłużenia w 2019 r. towarzyszyła poprawa rentowności na sprzedaży, która w ubiegłym roku wyniosła 20,1% w porównaniu z 19,2% w 2018 r. (segment mieszkaniowy).
- Jesteśmy zdania, że deweloper nie powinien mieć problemu z obsługą ewentualnych żądań obligatariuszy w zakresie przedterminowego wykupu obligacji serii B. W naszej ocenie JHM Development posiada bardzo dużą zdolność do zaciągania nowych zobowiązań finansowych.

w mln PLN	2016	2017	2018	2019
Przychody	78,8	137,9	143,2	139,4
Przychody	40,7	95,8	97,8	92,7
Zysk brutto ze sprzedaży	7,3	16,5	18,8	18,6
Marża brutto	17,8%	17,2%	19,2%	20,1%
Zysk netto	2,3	6,5	10,1	8,7
Marża netto	5,7%	6,8%	10,4%	9,4%
Zysk netto	14,4	16,8	17,4	17,9
Marża netto	18,3%	12,2%	12,2%	12,9%
Kapitał własny	317,0	333,8	349,2	367,1
Zadłużenie finansowe	68,4	55,2	65,8	65,0
Kredyty i inne	68,4	55,2	55,2	57,9
Obligacje	0,0	0,0	10,6	7,0
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	0,0%	16,1%	10,8%
Środki pieniężne	8,7	11,7	7,7	5,3
Dług netto	59,7	43,5	58,2	59,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	25,0%	26,5%	26,4%	28,1%
Dług netto/KW	18,8%	13,0%	16,7%	16,3%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



\*14 maja Spółka dokonała okresowej amortyzacji wykupując przedterminowo obligacje o wartości 0,7 mln PLN - outstanding obligacji serii B wynosi zatem 5,0 mln PLN

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

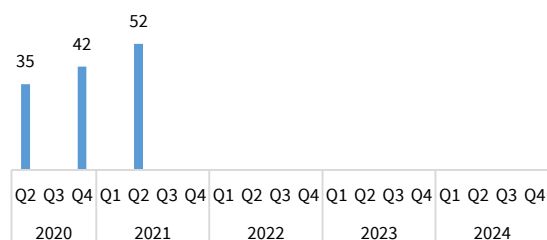
## J.W. CONSTRUCTION

- W 1Q 2020 r. J.W. Construction znalazł nabywców na 210 lokali w porównaniu z 280 mieszkaniami w analogicznym okresie roku poprzedniego, co wskazuje na spadek wolumenu kontraktacji w ujęciu r/r o 25,0%.
- Deweloper poinformował, że porównując dane za miesiące luty i marzec 2020 r. J.W. Construction odnotował spadek zawierania umów o około 45%. Deweloper nie opublikował tegorocznego celu sprzedażowego.
- W 1Q 2020 r. deweloper przekazał swoim klientom klucze od zaledwie 30 lokali wobec 266 przed rokiem, co oznacza 88,7% spadek r/r. Spółka zakomunikowała, że zaobserwowała, iż około 30% klientów umówionych na podpisanie umowy przenoszącej własność lub deweloperskiej nie pojawia się na umówiony termin bez podania przyczyny.
- Deweloper na koniec kwietnia 2020 r. posiadał bardzo wymagającą strukturę zapadalności obligacji. W związku z czym podjął szereg działań prowadzących do przeorganizowania tenorów poszczególnych serii.
- Pod koniec kwietnia 2020 r. deweloper poinformował, że w zamian za podwyższenie marży oraz ustanowienie zabezpieczenia hipotecznego chciałby odroczyć termin zapadalności obligacji serii JWC0520 (35,0 mln PLN) i JWC1120 (42,3 mln PLN) o 2 lata. Dla zapadających 29 maja 2020 r. 35,0 mln PLN deweloper proponował następujące transze: maj 2020 r. – 11,7 mln PLN, maj 2021 r. – 7,7 mln PLN, listopad 2021 r. – 7,8 mln PLN, maj 2022 r. – 7,8 mln PLN. W maju b.r. Spółka poinformowała jednak, że chce przesunąć termin ostatecznego wykupu serii JWC0520 o dwa tygodnie, do 12 czerwca 2020 r.
- Z kolei dla zapadających 16 listopada 2020 r. 42,3 mln PLN deweloper proponował następujące transze: listopad 2020 r. – 14,1 mln PLN, listopad 2021 r. – 9,4 mln PLN, maj 2022 r. – 9,4 mln PLN, listopad 2022 r. – 9,4 mln PLN. W odrębnym komunikacie deweloper poinformował o odwołaniu zgromadzenia obligatariuszy serii JWC1120. Dodatkowo na początku maja deweloper poinformował, że termin wykupu obligacji serii JWX0116 (51,5 mln PLN) został ustalony z obligatariuszem na dzień 25 listopada 2022 r.
- Naszym zdaniem sytuacja płynnościowa całej Grupy może być mocno nadszarpnięta. Przypominamy, że deweloper jest mocno zaangażowany w sektor hotelarski, który w 2019 r. odpowiadał za ok. 135 przychodów Grupy.

w mln zł	2016	2017	2018	2019
Przychody	490,7	404,2	404,1	605,3
Przychody	495,1	337,7	319,5	500,2
Zysk brutto ze sprzedaży	121,3	87,9	71,1	129,1
Marża brutto ze sprzedaży	24,5%	26,0%	22,2%	25,8%
Zysk ze sprzed. (dew.)	69,7	50,0	30,0	85,4
Marża zysku ze sprz.	14,1%	14,8%	9,4%	17,1%
Zysk netto	22,6	24,8	27,8	60,5
Marża netto	4,6%	7,4%	8,7%	12,1%
Zysk netto	25,0	25,9	16,5	63,4
Marża netto	5,1%	6,4%	4,1%	10,5%
Kapitał własny	653,2	678,2	693,7	727,9
Zadłużenie finansowe	329,8	427,4	351,8	380,8
Kredyty i inne	202,2	207,5	147,0	248,0
Obligacje	127,5	219,9	204,7	132,8
% obligacji w zadłużeniu	38,7%	51,4%	58,2%	34,9%
Środki pieniężne	88,3	174,3	122,5	108,5
Dług netto	241,5	253,1	229,3	272,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,6%	59,9%	61,4%	56,4%
Dług netto/KW	37,0%	37,3%	33,1%	37,4%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



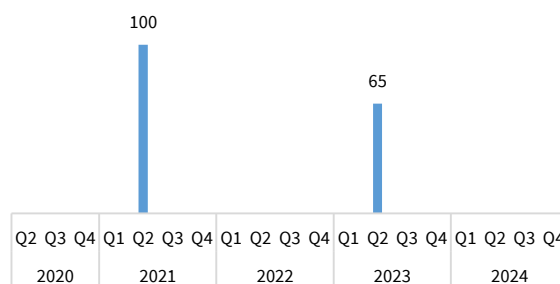
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## LOKUM DEWELOPER

- W 1Q 2020 r. Grupa Lokum Deweloper sprzedała 47 lokali wobec 89 mieszkań w analogicznym okresie ubiegłego roku. Z powodu niepewności wynikającej z COVID-19 Grupa nie zdecydowała się dotychczas na opublikowanie tegorocznego celu kontraktacji. Niskie wolumeny sprzedaży, które podmiot odnotowuje od 2019 r. są pochodną bardzo mocno wyprzedanej oferty i trudnościami z jej uzupełnieniem, spowodowanych ubiegłorocznymi przedłużającymi się procedurami wydawania niezbędnych decyzji administracyjnych.
- W 1Q 2020 r. deweloper przekazał 253 mieszkania (w porównaniu z 167 lokalami w 1Q 2019 r.), co przełoży się na zadowalające wyniki finansowe w pierwszym kwartale bieżącego roku.
- W 4Q 2019 r. deweloper wprowadził do sprzedaży i rozpoczął budowę lokali z krakowskich projektów Lokum Siesta oraz Lokum Vista. W realizacji znajduje się także inwestycja Lokum Salsa, co oznacza, że wszystkie projekty Grupy prowadzone na terenie Krakowa otrzymały długo oczekiwaną pozwolenia na budowę. We Wrocławiu trwa obecnie budowa 98 lokali w ramach inwestycji Lokum Villa Nova. Dodatkowo w ofercie znajduje się realizowany obecnie w miejscowości Sobótka projekt Lokum Monte.
- W 1Q 2020 r. Grupa otrzymała pozwolenie na budowę (nieprawomocne) dla pierwszych trzech etapów projektu Lokum Porto. Deweloper czeka na decyzje administracyjne dla inwestycji Lokum Verde. W związku z obecną sytuacją związaną z COVID-19, start realizacji obu projektów został przesunięty i planowany jest na jesień 2020 r.
- W 4Q 2019 r. Grupa nabyła i zakontraktowała grunty za kwotę 35,0 mln PLN (0,3 ha przy ul. Góralskiej – 10,0 mln PLN oraz 1,9 ha przy ul. Herbsta – 25,0 mln PLN). W styczniu 2020 r. deweloper sfinalizował nabycie kolejnego 1,2 ha przy ulicy Góralskiej we Wrocławiu za kwotę 42,0 mln PLN.
- W marcu 2020 r. Zarząd dewelopera zawnioskował, aby cały ubiegłoroczny zysk netto Spółki (39,5 mln PLN) przeznaczyć na kapitał zapasowy.

w mln PLN	2016	2017	2018	2019
Przychody	189,3	221,2	322,4	285,9
Zysk brutto ze sprz.	60,4	88,2	115,2	99,0
Marża brutto ze sprz.	31,9%	39,9%	35,7%	34,6%
Zysk ze sprz.	44,8	67,8	96,6	81,1
Marża zysku ze sprz.	23,7%	30,6%	29,9%	28,4%
Zysk netto	46,9	76,6	73,0	62,2
Marża netto	24,8%	34,6%	22,6%	21,8%
Kapitał własny	243,0	297,3	349,6	367,3
Zadłużenie finansowe	101,2	174,8	175,3	164,4
Kredyty i inne	0,2	0,7	0,5	0,0
Obligacje	101,0	174,1	174,7	164,4
% obligacji w zadłużeniu	99,8%	99,6%	99,7%	100,0%
Środki pieniężne	56,0	135,0	140,5	121,3
Dług netto	45,2	39,8	34,8	43,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	37,0%	47,9%	51,9%	49,2%
Dług netto/KW	18,6%	13,4%	9,9%	11,7%

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

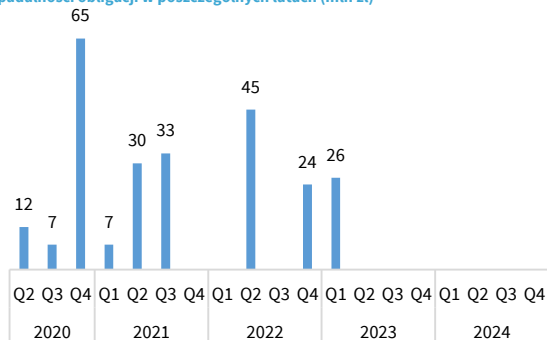
## MARVIPOL DEVELOPMENT

- W pierwszym kwartale bieżącego roku Marvipol znalazł nabywców na 112 lokali w porównaniu z 302 jednostkami w 1Q 2019 r., co oznacza spadek o 62,9% r/r. Zarząd Grupy informował, że sprzedaż w marcu 2020 r. w porównaniu z lutym bieżącego roku spadła o 50%. Deweloper nie opublikował tegorocznego celu sprzedażowego.
- Na przestrzeni pierwszych trzech miesięcy 2020 r. deweloper przekazał swoim klientom 72 lokale wobec 168 przed rokiem. Marvipol Development planuje w bieżącym roku rozpoznać w wyniku finansowym ok. 800 lokali.
- W 1Q 2020 r. Marvipol Development przeprowadził wśród inwestorów detalicznych trzy emisje obligacji: serii Z (27,0 mln PLN), serii AA (7,3 mln PLN) oraz serii AB (3,7 mln PLN) – pozyskując łącznie 37,0 mln PLN. Środki zostaną przeznaczone na zakup gruntów pod projekty mieszkaniowe i magazynowe. Na ten moment wiadomo, że papiery nie są zabezpieczone oraz posiadają mechanizm okresowej amortyzacji – deweloper jest zobowiązany do spłaty 30% wartości emisji po 2 latach, pozostałe 70% po 3 latach. Oprocentowanie obligacji ustalono o nieopublikowaną do tej pory marżę powiększoną o WIBOR 6M.
- Jesteśmy zdania, że refinansowanie zapadających w bieżącym roku obligacji będzie dla Marvipol bardzo trudnym zadaniem. Sądymy, że deweloper będzie musiał obsłużyć zadłużenie przy wykorzystaniu własnych środków. Na dzień dzisiejszy nie widzimy jednak zagrożenia, aby Marvipol miał problemy z terminowym wywiązaniem się ze swoich zobowiązań.
- Podczas konferencji wynikowej Zarząd Marvipol Development informował, że w przypadku pojawienia się interesującego targetu akwizycyjnego, deweloper może rozważać przejęcie podmiotu z branży.
- W wyniku wystąpienia COVID-19 Marvipol mocno ograniczył swoje zaangażowanie w segmencie magazynowym. Przypominamy, że do niedawna strategia Grupy zakładała utrzymanie zaangażowania kapitałowego w sektorze magazynowym na poziomie ok. 200 mln PLN, a na dzień 26 marca bieżącego roku kwota zainwestowanego w projekty magazynowe kapitału wyniosła 95,3 mln PLN.
- W ostatnim czasie Marvipol Development zdecydował się wprowadzić do oferty 67 mieszkań w ramach inwestycji Kłopotowskiego No11 na Pradze-Północ. Zgodnie z informacjami sprzedawców przedział cenowy 1 mkw. w warszawskim projekcie waha się między 12,9 – 15,9 tys. PLN brutto.

w mln PLN <sup>1</sup>	2016	2017	2018	2019
Przychody	219,4	185,7	266,1	290,8
Zysk brutto ze sprzedaży	35,7	38,1	62,1	67,0
Marża brutto ze sprz.	16,3%	20,5%	23,3%	23,0%
Zysk netto	31,0	23,0	27,3	24,2
Marża netto	14,1%	12,4%	10,3%	8,3%
Kapitał własny	347,2	219,5	178,8	233,0
Zadłużenie finansowe	173,9	316,6	341,5	380,3
Kredyty i inne	32,5	68,8	57,3	168,7
Obligacje	141,4	247,7	284,2	211,6
% obligacji w zadłużeniu	81,3%	78,3%	83,2%	55,6%
Środki pieniężne	170,9	191,2	105,3	97,7
Dług netto	3,0	125,4	236,2	282,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,9%	70,0%	75,7%	76,1%
Dług netto/KW	0,9%	57,1%	132,1%	121,3%

<sup>1</sup>Wydzielony segment deweloperski

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta



# Informacje ze spółek

## POLNORD

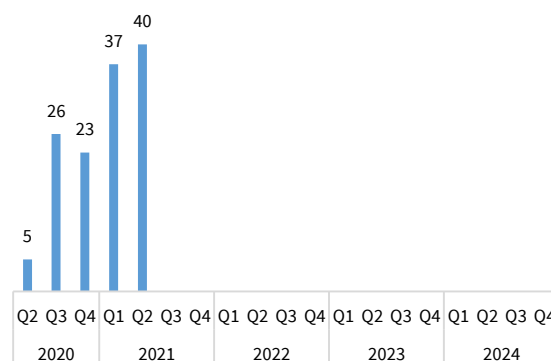
- W 1Q 2020 r. Polnord sprzedał 87 lokali (dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy). W 1Q 2019 r. sprzedaż netto po uwzględnieniu umów rezerwacyjnych wyniosła -9 lokali (liczba rezygnacji przekroczyła liczbę nowych umów sprzedaży). Deweloper nie opublikował tegorocznego celu sprzedażowego.
- W pierwszym kwartale bieżącego roku Polnord przekazał 220 mieszkań w porównaniu z 64 lokalami w analogicznym okresie roku poprzedniego.
- Kluczowym wydarzeniem dla Spółki w bieżącym roku jest niewątpliwie pozyskanie silnego inwestora w postaci węgierskiej Cordii. W naszej ocenie bez dokapitalizowania Polnord przez Węgrów, Spółka nie zdołałaby utrzymać płynności finansowej.
- Wejście do akcjonariatu Cordii kończy też rozważania dotyczące planów inwestycyjnych poprzedniego akcjonariusza - Hanapeta Holdings, który nie powinien być zadowolony ze swojej inwestycji w Polnord. Przypominamy, że cena jednej akcji z wezwania Cordii wynosiła 3,55 PLN, z kolei Hanapeta ujawniła się po raz pierwszy w akcjonariacie Spółki pod koniec czerwca 2018 r., a w czerwcu cena zamknięcia akcji Polnord oscylowała w przedziale 7,25 – 9,30 PLN.
- Deweloper w okresie styczeń – kwiecień 2020 r. wykupił obligacje o łącznej wartości nominalnej 50,0 mln PLN. Jesteśmy zdania, że wsparcie inwestora pozwoli Spółce złapać oddech i terminowo obsłużyć pozostałe zobowiązania.
- Od dłuższego czasu Polnord posiadał mocno obciążony bank ziemi. Pojawienie się nowego inwestora umożliwi stopniowe zwalnianie hipotek (na skutek spłaty zadłużenia) na poszczególnych działkach i rozpoczęcie projektów deweloperskich. W sprawozdaniu finansowym Spółki za 2019 r. pojawia się informacja, że węgierski inwestor deklaruje chęć dalszego dokapitalizowania Polnord.
- Pozyskanie inwestora otwiera nowy rozdział w historii Polnord. Uważamy, że Spółka po tegorocznej spłacie obligacji znacząco odciąża swój bilans. Spodziewamy się, że obecnie Polnord może dysponować znaczącą kwotą wolnych środków pieniężnych, które powinny umożliwić komfortowe prowadzenie działalności operacyjnej oraz porzucenia nie-corowych działalności.

## ROBYG

- W 1Q 2020 r. Grupa Robyg osiągnęła kontraktację na poziomie 588 lokali w porównaniu z 472 jednostkami w 1Q 2019 r. (+24,6% r/r). Deweloper w bieżącym roku nie opublikował celu sprzedażowego.
- W pierwszych trzech miesiącach 2020 r. Grupa Robyg przekazała 420 lokali wobec 483 w analogicznym okresie roku poprzedniego, co wskazuje na 13,0% spadek w ujęciu r/r. Deweloper planuje w bieżącym roku przekazać swoim klientom ok. 3 000 mieszkań.
- Od stycznia 2019 r. do marca 2020 r. deweloper mocno rozbudował swój bank ziemi, przeznaczając w tym czasie na nabycie nowych gruntów ok. 359 mln PLN, w tym 165 mln PLN na działki na terenie Warszawy i Gdańska (potencjał budowy ok. 127,8 tys. mkw. powierzchni użytkowej) oraz 194 mln PLN na grunty we Wrocławiu i Poznaniu (potencjał budowy ok. 243,0 tys. mkw. powierzchni użytkowej). Po 1Q 2020 r. deweloper posiadał bank ziemi umożliwiający wybudowanie ok. 17,5 tys. lokali.
- Na początku maja 2020 r. Grupa Robyg poinformowała o sfinalizowaniu umowy nabycia Wrocławskiego Przedsiębiorstwa Budowlanego – podmiotu prowadzącego działalność deweloperską w terenie Wrocławia. Robyg informuje, że przejęcie zwiększy potencjał sprzedażowy Grupy we Wrocławiu o 800 lokali. Kwota transakcji nie została upubliczniona.
- Grupa Robyg posiada wysoce komfortową strukturę zapadalności obligacji. Dodatkowo należy zwrócić uwagę na bardzo mocną pozycję gotówkową dewelopera. Na koniec 2019 r. Grupa posiadała 374,0 mln PLN wolnych środków pieniężnych, co w połączeniu ze wsparciem strategicznego inwestora w postaci Bricks Acquisitions Limited (podmiot z grupy Goldman Sachs) sprawia, że Grupa powinna być spokojna o swoją sytuację płynnościową.
- W naszej ocenie sytuacja na koniec 2019 r. wskazuje, że Grupa posiada zabezpieczone środki na dalszy rozwój, w tym dalszą rozbudowę banku ziemi. Robyg może być beneficjentem problemów płynnościowych mniejszych podmiotów. Duże zasoby wolnych mogą umożliwić deweloperowi okazjonalne nabywanie atrakcyjnie wycenianych aktywów, w tym gruntów oraz być może kolejnych akwizycji przedsiębiorstw.

w mln PLN	2016	2017	2018	2019
Przychody	176,7	293,6	307,6	147,5
Przychody	163,6	275,0	291,3	140,2
Zysk brutto ze sprzedaży	50,4	34,4	33,9	15,9
Marża brutto	30,8%	12,5%	11,6%	11,3%
Zysk netto	-16,9	3,3	-86,2	-138,1
Marża netto	-9,6%	1,1%	-28,0%	-93,6%
Kapitał własny	705,6	592,8	519,2	348,4
Zadłużenie finansowe	487,7	418,3	330,7	209,3
Kredyty i inne	156,8	131,9	76,3	30,2
Obligacje	330,8	286,4	254,4	179,1
% obligacji w zadłużeniu	67,8%	68,5%	76,9%	85,6%
Środki pieniężne	344,1	337,4	287,2	19,3
Dług netto	53,5%	56,3%	55,4%	190,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	48,8%	56,9%	55,3%	65,3%
Dług netto/KW	176,7	293,6	307,6	54,5%

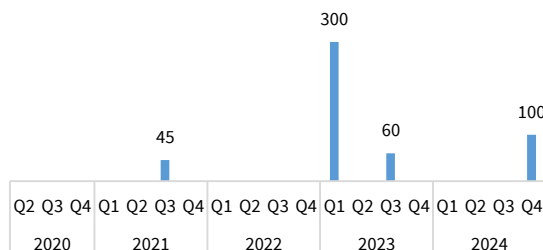
Wydzielony segment mieszkaniowy  
Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln PLN	2016	2017	2018	2019
Przychody	517,1	737,9	1034,5	1115,2
Zysk brutto ze sprz.	116,1	195,2	266,8	275,4
Marża brutto ze sprz.	22,5%	26,5%	25,8%	24,7%
EBIT	122,9	173,8	224,0	239,4
Marża EBIT	23,8%	23,6%	21,7%	21,5%
Zysk netto	104,0	135,5	181,5	202,1
Marża netto	20,1%	18,4%	17,5%	18,1%
Kapitał własny	561,1	694,8	705,0	777,2
Zadłużenie finansowe	819,8	726,7	721,9	706,0
Kredyty i inne	423,1	338,7	313,1	197,1
Obligacje	396,7	388,0	408,8	508,9
% obligacji w zadłużeniu	48,4%	53,4%	56,6%	72,1%
Środki pieniężne	298,7	350,9	285,8	374,0
Dług netto	521,1	375,8	436,1	331,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	68,0%	65,1%	69,5%	65,5%
Dług netto/KW	92,9%	54,1%	61,9%	42,7%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

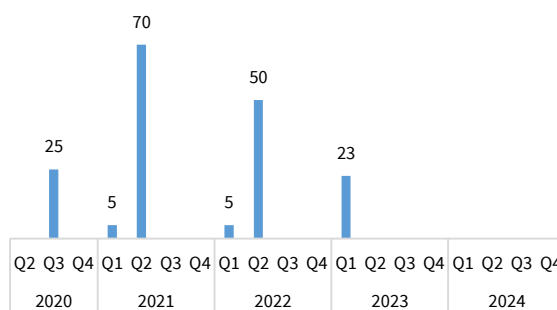
## RONSON

- W 1Q 2020 r. 2019 r. Ronson sprzedał 278 lokali w stosunku do 174 sprzedanych lokali w analogicznym okresie roku poprzedniego, a więc kontrakcja wzrosła w ujęciu r/r o 60%. Największy udział w sprzedaży (99 lokali) miał I i II etap projektu Ursus Centralny, który jest największym projektem w historii Grupy (łącznie w ramach wszystkich etapów wybudowane ma zostać ok. 1600 lokali).
- Na początku marca 2020 r. tj. jeszcze przed rozlaniem się na Polską gospodarkę problemów wynikających z pandemii Covid-19 Grupa poinformowała, że 2020 r. może być dla niej przełomowy. Planem spółki była sprzedaż w 2020 r. na rekordowym poziomie ponad 950 lokali. Pod koniec kwietnia Grupa poinformowała jednak, że w kwietniu zanotowała istotny spadek sprzedaży związany z pandemią Covid-19. Na ten dzień wszystkie budowy dewelopera prowadzone były zgodnie z harmonogramami.
- W 1Q 2020 r. Grupa przekazała 387 mieszkań (+172,5%) w stosunku do 142 lokali przekazanych w 1Q 2019 r. Plan przekazań na 2020 r. to 950 lokali.
- Marża brutto Ronson z działalności deweloperskiej wyniosła w 2019 r. 18,6% co jest wynikiem dobrym biorąc pod uwagę, iż w dwóch poprzednich latach marża utrzymywała się na poziomie poniżej 15%.
- Pomimo panującej pandemii deweloper nie rezygnuje z planu uruchomienia w 2020 r. siedmiu projektów obejmujących łącznie 900 lokali. Przygotowania do ich uruchomienia idą zgodnie z planem.
- Bank ziemi dewelopera na koniec 2019 r. pozwalał na wybudowanie 4,23 tys. lokali o 270 tys. mkw. PUM w Warszawie, Wrocławiu, Szczecinie i Poznaniu. Największą wagę w banku ziemi miała Warszawa (3 013 lokali) oraz Szczecin (714 lokali).
- Na początku kwietnia deweloper poinformował o zrealizowaniu ostatniej tj. trzeciej opcji kupna skutkującej nabyciem udziałów w spółce posiadającej nieruchomości w ramach projektu Nova Królikarnia. W dniu 9 kwietnia doszło do uiszczenia zapłaty z tytułu ostatniej raty drugiej z opcji kupna w wysokości 22 mln zł, jak również całość trzeciej opcji kupna w wysokości 9,9 mln zł. Na początku kwietnia deweloper nabył również za 3 mln zł (882 zł/PUM) grunt w Poznaniu pod budowę ok. 80 mieszkań.
- W dniu 25 lutego doszło do terminowego wykupu obligacji serii M o wartości 10 mln zł. Obligacje zostały spłacone ze środków własnych spółki.

w mln PLN	2016	2017	2018	2019
Przychody	484,8	231,7	294,1	232,6
Przychody	307,6	224,4	291,8	223,5
Zysk brutto ze sprz.	59,4	31,9	43,4	41,5
Marża zysku ze sprz	19,3%	14,2%	14,9%	18,6%
Zysk brutto ze sprz.	118,7	38,1	45,7	44,3
Marża brutto ze sprz.	24,5%	16,4%	15,5%	19,1%
Zysk netto	65,1	11,3	15,1	17,4
Kapitał własny	361,9	342,0	343,5	350,5
Zadłużenie finansowe	226,1	211,2	243,2	200,8
Kredyty i inne	3,5	13,9	37,7	12,9
Obligacje	222,6	197,3	205,5	188,0
% obligacji w zadłużeniu	98,5%	93,4%	84,5%	93,6%
Środki pieniężne	65,9	50,8	68,5	91,8
Dług netto	160,2	160,5	174,7	109,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	51,3%	51,5%	57,3%	62,8%
Dług netto/KW	44,3%	46,9%	50,9%	31,1%

Wydzielony segment mieszkaniowy

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

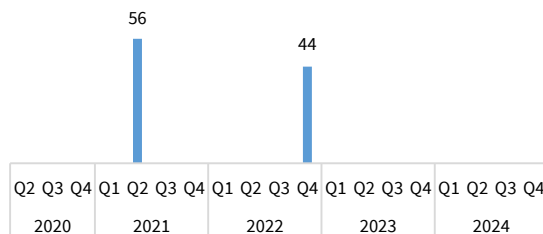
## VANTAGE DEVELOPMENT

- W 1Q 2020 r. Vantage Development sprzedał 205 lokali w porównaniu z 152 mieszkaniami w analogicznym okresie roku poprzedniego, co oznacza 34,9% wzrost w ujęciu r/r. W 2020 r. deweloper zamierza sprzedać ok. 600 lokali
- W pierwszym kwartale bieżącego roku Vantage Development przekazał 115 lokali wobec 17 rok wcześniej. W tym roku deweloper planuje przekazać ok. 900 lokali (większość rozpoznaje ma mieć miejsce w ostatnim kwartale roku).
- Należy zaznaczyć, że bieżąca sytuacja finansowa Grupy znacząco odbiega od danych, które prezentowano na koniec 2019 r. Bowiem tuż po okresie sprawozdawczym 100% akcji przejął TAG Beteiligungs- und Immobilienverwaltungs GmbH, który odsprzedał poprzedniemu właścicielowi komercyjną część biznesu.
- Przypominamy, że 13 stycznia 2020 r. 100% akcji Spółki zostało zapisanych na rachunku niemieckiego inwestora. Tym samym deweloper opuścił GPW.
- W efekcie zmiany właściciela Grupa zmieniła strategię. Obecnie deweloper zamierza: i) sprzedawać rocznie ok. 500 lokali; ii) w ciągu 5 lat do oferty wprowadzić 10 000 lokali na wynajem w różnych miastach Polski; iii) zaprzestać działalności komercyjnej związanej z najmem powierzchni biurowych, z wyjątkiem budynków biurowych będących integralną częścią realizowanych projektów mieszkaniowych
- Zmiana właściciela Grupy umożliwiła obligatariuszom 4 serii obligacji do złożenia żądań przedterminowego wykupu na skutek naruszenia warunków emisji. Odezwy obligatariuszy był znikomy. Mimo to deweloper sam zdecydował o przedterminowym uregulowaniu znaczącej części zobowiązań. Tym samym w okresie styczeń – kwiecień 2020 r. Vantage Development wykupił przedterminowo obligacje o łącznej wartości 70,0 mln PLN.
- Ze sprawozdania Zarządu Grupy za 2019 r. można wyczytać, że źródłem finansowania przyszłych projektów będą środki własne oraz kredyty celowe. Można spekulować, że oznacza to rezygnację z finansowania działalności przy wykorzystaniu obligacji.

w mln PLN <sup>1</sup>	2016	2017	2018	2019
Przychody	117,8	274,9	467,7	361,8
Zysk brutto ze sprz.	20,8	49,5	107,0	80,0
Marża brutto ze sprz.	17,7%	18,0%	22,9%	22,1%
Zysk ze sprz.	10,5	33,3	91,2	60,9
Marża zysku ze sprz.	8,9%	12,1%	19,5%	16,8%
Zysk netto	7,6	27,5	73,7	49,5
Marża netto	6,4%	10,0%	15,8%	13,7%
Zadłużenie finansowe	184,3	210,5	195,9	206,3
Kredyty i inne	36,5	77,3	52,0	35,9
Obligacje	147,8	133,2	143,9	169,7
% obligacji w zadłużeniu	80,2%	63,3%	73,5%	82,2%
Środki pieniężne	88,2	68,1	95,7	106,4
Dług netto	96,1	142,4	100,2	99,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,0%	65,1%	64,5%	49,1%
Dług netto/KW	59,6%	69,9%	56,9%	26,3%

<sup>1</sup> Wyniki segmentu mieszkaniowego

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

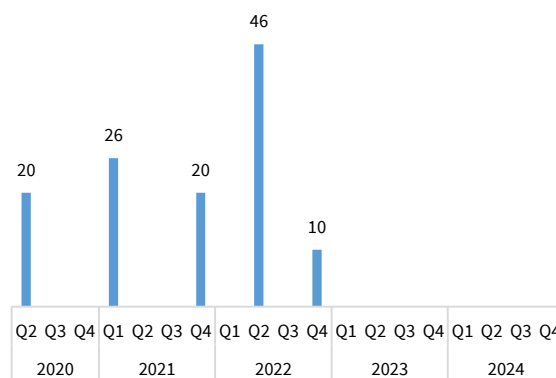
## Victoria Dom

- Zgodnie z majowym komunikatem Zarząd spółki Victoria Dom podjął decyzję o nie publikowaniu raportu skonsolidowanego rocznego za 2019 rok ze względu na brak istotnych zdarzeń w Grupie Kapitałowej wpływających na wyniki finansowe.
- W 1Q 2020 r. deweloper sprzedał 593 mieszkania, co stanowi najwyższy kwartalny odczyt w historii Spółki. Na uwagę zasługuje fakt, że Victoria Dom w pierwszych kwartale bieżącego roku sprzedała o 62,5% lokali więcej niż w analogicznym okresie 2019 r.
- Po bardzo dobrym 1Q 2020 r. deweloper spodziewa się, że drugi kwartał będzie bardzo słaby sprzedażowo, trzeci będzie okresem stabilizacji, a dopiero w ostatnim kwartale Spółka zakłada znaczący wzrost wolumenu kontraktacji. Na skutek COVID-19 Victoria Dom nie opublikowała w tym roku celu sprzedażowego.
- W ostatnim czasie deweloper poinformował o swoich planach w zakresie rozszerzenia działalności poza granice Warszawy. Spółka w ciągu najbliższych kilku miesięcy zamierza rozpocząć jedną bądź dwie inwestycje w Krakowie.
- Pod koniec kwietnia 2020 r. w prasie pojawiły się informacje, że deweloper posiadał na tamten moment w ofercie 640 mieszkań, a w budowie 2 200 lokali. W bieżącym roku Victoria Dom planuje rozpocząć budowę 1 000 mieszkań.
- W ostatnim czasie deweloper poinformował, że nie planuje wejścia na giełdę.
- Dynamiczny wzrost skali działalności w ostatnich latach jest widoczny również w wynikach Victoria Dom. Deweloper w 2019 r. zwiększył przychody o 85,0% r/r do kwoty 439,3 mln PLN. Dodatkowo Spółka konsekwentnie od kilku lat utrzymuje jedno z wyższych marż na sprzedaży wśród reprezentantów sektora.
- Na koniec grudnia 2019 r. deweloper mocno poprawił swoją pozycję gotówkową, redukując tym samym wskaźniki zadłużenia. Uważamy, że wysokie zasoby gotówki mogą okazać się niezbędne w obliczu bardzo wymagającego dla emitentów rynku obligacji. Naszym zdaniem Spółka posiada zdolność do dalszego dynamicznego rozwoju.
- Biorąc pod uwagę ostatnie kwartały Victoria Dom jest w naszej ocenie jednym z najbardziej wyróżniających się pozytywnie podmiotów reprezentujących sektor deweloper mieszkaniowych.

w mln PLN	2016	2017	2018	2019 <sup>1</sup>
Przychody	166,0	219,1	237,5	439,3
Zysk brutto ze sprzedaży	46,2	72,2	79,1	145,0
Marża brutto ze sprz.	27,8%	33,0%	33,3%	33,0%
Zysk netto	26,5	38,1	45,0	87,9
Marża netto	16,0%	17,4%	18,9%	20,0%
Kapitał własny	77,5	107,2	141,6	218,4
Zadłużenie finansowe	35,8	107,9	112,1	149,8
Kredyty i inne	0,7	10,9	9,9	28,1
Obligacje	35,1	97,1	102,2	121,7
% obligacji w zadłużeniu	98,0%	89,9%	91,2%	81,3%
Środki pieniężne	24,8	24,3	28,2	84,2
Dług netto	11,1	83,6	83,9	65,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	63,0%	66,5%	66,2%	64,5%
Dług netto/KW	14,3%	78,0%	59,2%	30,0%

<sup>1</sup> Dane jednostkowe

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Słownik pojęć

- Catalyst – rynek obligacyjny prowadzony przez GPW SA oraz Bondspot SA
- MIFID II (*Markets in Financial Instruments Directive*) – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady
- Outstanding – wartość obligacji pozostających do wykupu
- Przekazania – lokale, które zostały oddane do użytkowania nabywcom (przeniesienie własności)
- PUM – powierzchnia użytkowa mieszkalna
- Umowy przedwstępne i deweloperskie – umowy, które zobowiązują do zawarcia w przyszłości umowy przeniesienia własności lokalu
- Tenor – okres czasu liczony od dnia emisji obligacji do dnia, w którym emitent zobowiązany jest terminowo wykupić te obligacje
- Warunki emisji - dokument stanowiący warunki emisji obligacji w rozumieniu art. 5 Ustawy o Obligacjach
- WIBOR (Warsaw Interbank Offer Rate) – referencyjna wysokość oprocentowania kredytów na polskim rynku międzybankowym
- WIBOR 3M – Oznacza stopę procentową dla depozytów w PLN o długości 3 miesięcy
- WIBOR 6M – Oznacza stopę procentową dla depozytów w PLN o długości 6 miesięcy

## Przyjęta w raporcie metodologia

- Naszą analizą objętych zostało 15 deweloperów mieszkaniowych, posiadających obligacje wprowadzone na Catalyst
- Dług finansowy = zobowiązania z tyt. kredytów + zobowiązania z tyt. wyemitowanych obligacji + inne zobowiązania finansowe (bez uwzględnienia zmian wynikających z MSSF 16, o ile było to możliwe)
- Dług netto = zobowiązania finansowe – środki pieniężne i ich ekwiwalenty (z wyłączeniem środków pieniężnych o ograniczonej możliwości dysponowania)
- $DN / KW = \frac{\text{dług netto}}{\text{kapitał własny}}$
- Marża brutto ze sprzedaży =  $\frac{\text{zysk brutto ze sprzedaży}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- Marża EBIT =  $\frac{\text{EBIT}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- Marża netto =  $\frac{\text{zysk netto}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia =  $\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem}}$
- % obligacji w zadłużeniu =  $\frac{\text{zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji}}{\text{dług finansowy}}$

## Zastrzeżenia

Niniejszy materiał został opracowany przez Dom Maklerski Navigator SA (Dom Maklerski).

Osoby sporządzające niniejszy materiał działały z należytą starannością przy jego sporządzaniu. Niniejsza analiza oraz wnioski z niej wynikającego oparte są na osobistych opiniach osób sporządzających niniejszy materiał i mają one charakter wyłącznie poglądowy.

Przy zbieraniu danych stanowiących podstawę niniejszego opracowania osoby działające w imieniu Domu Maklerskiego korzystały wyłącznie z ogólnodostępnych dokumentów oraz z materiałów uznawanych za wiarygodne. Dom Maklerski nie gwarantuje, że wskazane dane są kompletne i precyzyjne. W szczególności informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą ulec zmianie bez powiadomienia odbiorców.

Niniejszy materiał jest przeznaczony wyłącznie do celów informacyjnych oraz do użytku osób, które samodzielnie podejmują decyzje inwestycyjne. Niniejszy materiał nie stanowi porady inwestycyjnej ani rekomendacji. Dom Maklerski w żadnym przypadku nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału, nawet gdyby informacje w nim zawarte okazały się niezgodne ze stanem faktycznym.

Dom Maklerski nie będzie traktował odbiorców niniejszego materiału jako swoich klientów ze względu na fakt otrzymania przez nich tego dokumentu. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu Cywilnego oraz nie stanowi również zobowiązania do świadczenia jakichkolwiek usług na rzecz jakiegokolwiek podmiotu.

Dom Maklerski wykonywał zlecenie na rzecz wybranych podmiotów wskazanych w niniejszym opracowaniu w ramach emisji obligacji, które oni przeprowadzali.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym opracowaniu są objęte prawami autorskimi Domu Maklerskiego. Zabronione jest kopiowanie niniejszego opracowania, w całości lub części, streszczanie, korzystanie z jego fragmentów, cytowanie lub publiczne powoływanie się na niniejsze opracowanie, jak również jego omawianie lub ujawnianie osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody Domu Maklerskiego.

---

## Dane kontaktowe

---

### Mateusz Mucha

Dyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: +48 537 837 098

Mail: [mateusz.mucha@dmnavigator.pl](mailto:mateusz.mucha@dmnavigator.pl)

### Seweryn Żołyniak

Starszy Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: [seweryn.zolyniak@dmnavigator.pl](mailto:seweryn.zolyniak@dmnavigator.pl)

### Igor Więckowski

Starszy Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: [igor.wieckowski@dmnavigator.pl](mailto:igor.wieckowski@dmnavigator.pl)

## Navigator Capital Group<sup>®</sup>

---

Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: +48 22 630 83 33

mail: [biuro@navigatorcapital.pl](mailto:biuro@navigatorcapital.pl)

[www.navigatorcapital.pl](http://www.navigatorcapital.pl)

---

Autorzy slajdów 11-12: Reaktywacja prac nad projektem ustawy o polskich REITach

---

### Malwina Jagiełło

Starszy Prawnik

Mail: [m.jagiello@kochanski.pl](mailto:m.jagiello@kochanski.pl)

### Daniel Kozłowski

Starszy Prawnik

Mail: [d.kozlowski@kochanski.pl](mailto:d.kozlowski@kochanski.pl)

**kochański**  
**i partnerzy** Business Law Firm

Plac Piłsudskiego 1

00-078 Warszawa

Tel.: +48 22 326 96 00

mail: [biuro@kochanski.pl](mailto:biuro@kochanski.pl)

[www.kochanski.pl](http://www.kochanski.pl)

---