Navigator Dom Maklerski®
Value delivered.

# Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 3Q 2020 r.

Warszawa, październik 2020 r.

# Wstęp

## Szanowni Państwo,

W 3Q 2020 r. analizowani przez nas deweloperzy odnotowali sprzedaż na poziomie 4 452 lokali wobec 2 709 jednostek kwartał wcześniej, co oznacza 64,3% wzrost w ujęciu q/q. Dobra sprzedaż jest w naszej ocenie pochodną kilku czynników, wśród których należy wymienić: i) przesunięcie decyzji o zakupie lokalu z 2Q na 3Q ii) poluzowanie polityki kredytowej dla kupujących iii) rekordowo niskie środowisko stóp procentowych.

Pojawienie się w Polsce COVID-19 wywołało dużą niepewność oraz zawirowania gospodarcze, które w 2Q doprowadziły do złamania sprzedaży mieszkań. W 3Q sytuacja ekonomiczna znacznej części potencjalnych nabywców była bardziej klarowna, co w wielu przypadkach determinowało finalizacje decyzji o zakupie lokalu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami do tej pory nie byliśmy świadkami istotnych spadków cen mieszkań. W ramach niższych cen wystąpiły jedynie znikome jednocyfrowe korekty kwartał do kwartału, które w niewielkim zakresie mogą być kontynuowane do 1H 2021 r. Prawdziwym testem dla rynku mieszkaniowego będzie w naszej ocenie 4Q 2020 r., w którym branża będzie musiała zmierzyć się z dynamicznie rosnącą liczbą nowych zarażeń COVID-19.

Ze względu na specyfikę ryzyka oraz dużą niepewność w zakresie planowanych przez rząd restrykcji, trudno wyrokować, jak będą wyglądać kolejne kwartały polskiej gospodarki, w tym sektora deweloperów mieszkaniowych. Bardzo trudno na dzień dzisiejszy ocenić, jak rosnąca fala zakażeń wpłynie na popyt oraz na podejście banków do udzielania kredytów hipotecznych.

To właśnie dostęp do finansowania dla nabywców mieszkań, jak i samych deweloperów stanowi naszym zdaniem największe ryzyko dla branży. Warto zwrócić uwagę na systematycznie rosnący poziom marż na kredytach hipotecznych.

Kluczowa dla popytu pozostanie kondycja nabywców mieszkań, a ta zależy m.in. od stopy bezrobocia, której wzrost dzięki programom „tarczy antykryzysowej" uległ wypłaszczeniu.

Na dzień 23 października 2020 r. łączny outstanding obligacyjny analizowanych przez nas deweloperów wynosił ponad 3,5 mld zł, co ukazuje, jak istotnym źródłem finansowania działalności deweloperów jest dłużna cześć rynku kapitałowego. Na szczęście dla branży począwszy od 3Q 2020 r. obserwowaliśmy ożywienie na rynku obligacji. Do dnia publikacji niniejszej publikacji ujęte w raporcie spółki pozyskały w bieżącym roku poprzez emisję obligacji 768,2 mln zł, z czego 510,1 mln zł w samym wrześniu i październiku. Szczególnie cieszy powrót na rynek uznanych emitentów, którzy jeszcze w 1H 2020 r. musieli odłożyć swoje plany emisyjne. Spodziewamy się, że na fali udanych emisji, które miały miejsce we wrześniu i październiku 2020 r. w ostatnim kwartale bieżącego roku jeszcze kilku emitentów będzie starało się zachęcić inwestorów do objęcia nowych serii papierów, ofertując m.in. wyższy niż w poprzednich okresach kupon.

Mateusz Mucha
Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A.

Od początku bieżącego roku do 23 października 2020 r. analizowane przez nas podmioty dokonały wykupów obligacji w kwocie 748,5 mln zł, z czego 211,4 mln zł (28,2%) stanowiły spłaty przedterminowe. Cały czas podtrzymujemy naszą opinię z poprzednich edycji raportu że sektor znajduje się w dobrej kondycji finansowej, a ubiegłe bardzo dobre lata w wykonaniu branży pozwoliły zbudować deweloperom silne bilanse i odpowiednio zadbać o płynność finansową spółek.

W tym roku deweloperzy są zobowiązani do wykupów serii obligacji na łączna kwotę 280,2 mln zł. Zagrożenie braku spłaty tegorocznego zadłużenia jest w naszej ocenie znikome. Zdecydowanie bardziej wymagający dla sektora będzie przyszły rok, w którym ujęte w naszym zestawieniu podmioty będą musiały zmierzyć się z wykupami o łącznej wartości ponad 1,1 mld zł. Obecna sytuacja gospodarcza ulega obecnie dynamicznym wahaniom, zatem trudno jest nam na dzień dzisiejszy prognozować, jaka część tego zadłużenia będzie mogła zostać zrefinansowana, a jakie kwoty deweloperzy będą musieli obsłużyć przy wykorzystaniu własnych środków wypracowanych w ramach działalności operacyjnej.

Równie trudno jest przewidzieć, jak będzie wyglądało w kolejnych miesiącach podejście banków do finansowania inwestycji deweloperskich. Spodziewamy się, że kredytodawcy mogą przed uruchomieniem środków oczekiwać od deweloperów poniesienia wyższych wkładów własnych oraz wykazywania jeszcze wyższych niż dotychczas poziomów zrealizowanej przedsprzedaży.

Trudniejszy dostęp do finansowania będzie naszym zdaniem w dalszym ciągu determinować mniejszą liczbę rozpoczynanych przez deweloperów projektów. Nie spodziewamy się także, aby w kolejnych okresach deweloperzy dynamicznie rozbudowywali swoje banki ziemi. Niska aktywność w zakresie zakupu nowych działek towarzyszyła również branży w minionym kwartale.

Z zaciekawieniem oczekujemy też wrześniowych danych szczegółowych GUS dotyczących liczby mieszkań na których budowę wydano pozwolenia i liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto. Te dane na analizowanych przez nas rynkach w okresie styczeń-sierpień wskazywały na słabsze r/r odczyty w przypadku pozwoleń o 29,5%, a w przypadku liczby rozpoczętych budów mieszkań o 36,3% r/r. Informacja zbiorcza dotycząca danych wrześniowych opublikowana w ostatnich dniach wskazuje na istotne wzrosty w ujęciu m/m.

Również ciekawa obserwacja pojawiła się w przypadku cen ofertowych i transakcyjnych analizowanych przez nas lokalizacji, z której wynika, że różnica pomiędzy oczekiwaniami sprzedających i kupujących jest najwyższa od co najmniej 1Q 2013 roku. Czy to zwiastun schłodzenia cen w dalszych latach?

Zapraszamy do lektury.

## Niepokojące odczyty danych dot. pozwoleń na budowę

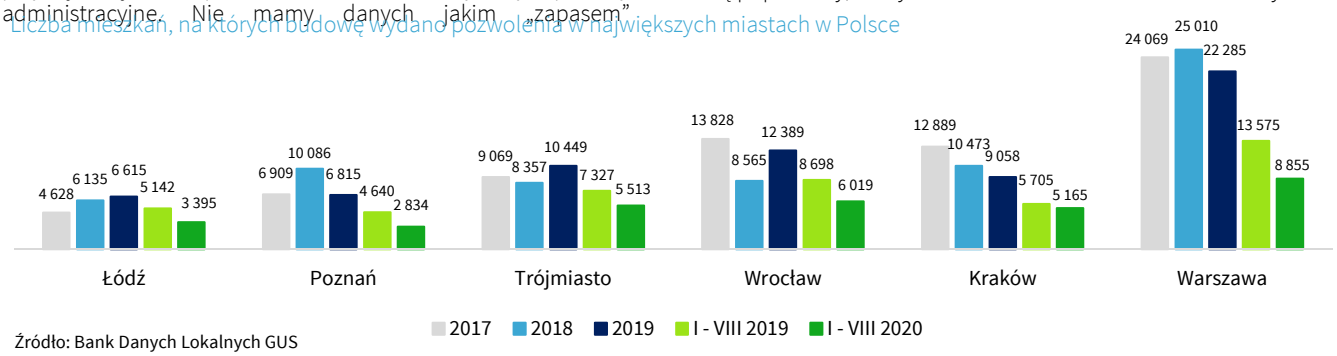
Widząc dobre dane sprzedażowe deweloperów można było by spodziewać się także odbicia w danych dotyczących wydawanych pozwoleń na budowę. To jednak nie było widoczne w danych obejmujących okres do końca sierpnia, szczególnie w 6 analizowanych przez nas lokalizacjach. W okresie styczeń-sierpień 2020 r. liczba mieszkań na które wydano pozwolenia na budowę w skali kraju wyniosła 168,3 tys. wobec 176,4 tys. w analogicznym okresie roku ubiegłego (-4,6% r/r). Natomiast w 6 największych miastach 31,8 tys. wobec 45,1 tys. rok wcześniej (-29,5% r/r). Warto dodać, że wyłączając z danych krajowych analizowane przez nas miasta wynik jest dodatni (+4,0% r/r). Naturalnie, na skutek lockdown'u w 2Q 2020 r. i w rezultacie ograniczeń w pracy urzędów, liczby wydawanych pozwoleń w 6 miastach zanotowały minimum w kwietniu (ok. 2,7 tys.), po czym zaczęły odbijać: w maju wydano 3,6 tys., a w czerwcu blisko 7 tys. Niestety, suma wydanych pozwoleń z lipca i sierpnia jest już mniejsza niż liczba z samego czerwca i wynosi 6,8 tys.

Problem ten nie jest jednolity dla każdego miasta. Wg. naszych obserwacji, od 2016 roku liczba wydawanych pozwoleń na budowę w 6 miastach łącznie regularnie przekracza liczbę rozpoczętych budów o ok. 3-6 tys. rocznie, co sugerowałoby, że deweloperzy posiadają „w zapasie" projekty, które mogą być uruchomione (m. in. z powodu etapowania inwestycji). Pod tym względem, sytuacja wygląda dobrze w Poznaniu i Trójmieście, ale nie w Warszawie i Krakowie – w tych miastach relacja wydanych pozwoleń na budowę vs rozpoczętych budów pogarsza się od 2H 2017 roku. W samej Warszawie, w okresie styczeń-sierpień 2020 r. liczba rozpoczętych budów była delikatnie większa niż wyniosła liczba wydanych pozwoleń na budowę (o ok. 100 lokali i pierwszy raz od 2016 roku). W skali 6 miast w okresie styczeń-sierpień br. wydano o 19,8% więcej pozwoleń na budowę niż rozpoczęto budów, co można odczytywać jako zarządzanie podażą przez deweloperów i jest to najwyższa procentowo różnica co najmniej od 2014 roku, która jednak mogła nie utrzymać się długo, gdyż sporo podmiotów sygnalizowało uzupełnienie oferty w ostatnich tygodniach lub plany jej uzupełnienia w 4Q 2020r., co sugerują też dane zbiorcze GUS opublikowane w ostatnich dniach. Pandemia, wg. przynajmniej części podmiotów dodatkowo wydłużyła procesy administracyjne. Nie mamy danych jakim „zapasem" prawomocnie wydanych pozwoleń na budowę dysponują deweloperzy, lecz kontynuacja słabych odczytów w liczbie pozwoleń na budowę w kolejnych okresach może być niepokojąca. Pozostaje mieć nadzieję, że kolejne miesiące przyniosą poprawę w danych.

Ostatnie miesiące przyniosły odbicie w kwestii rozpoczynanych budów. Deweloperzy w kwietniu i maju wstrzymywali się z rozpoczynaniem kolejnych projektów i w tych miesiącach odczyty dla 6 miast były najmniejsze (2,2 tys. w kwietniu, 1,4 tys. w maju). Wraz z poprawą kontraktacji, przy niskiej liczbie rozpoczynanych budów, zaczęła zmniejszać się oferta, co finalnie stanowiło bodziec do poprawy odczytów. W czerwcu rozpoczęto budowę blisko 4 tys. lokali, w lipcu 3,9 tys., we wrześniu 3,6 tys.. Dalej jednak są to wyniki daleko niższe niż w zeszłym roku (narastająco od początku roku o 36,3% r/r dla 6 miast) i podobnie jak w przypadku pozwoleń na budowę, reszta kraju prezentuje się w tym przypadku lepiej (narastająco w sierpniu spadek w reszcie kraju wyniósł już tylko 0,6% r/r). W skali całego kraju rozpoczęto 141,1 tys. budów (-10,0% r/r). W podziale na poszczególne miasta teoretycznie najlepiej poradził sobie Kraków z dynamiką spadku w wysokości 8,0% r/r, lecz zadziałał tutaj efekt bazy – rok 2019 był w tym wypadku dla Krakowa wyjątkowo słaby. We Wrocławiu rozpoczęto budowę 3,4 tys. mieszkań (-57,5 % r/r) i jest to najgorszy odczyt spośród sześciu analizowanych miast. W Warszawie w okresie styczeń-sierpień br. rozpoczęto budowę blisko 9 tys. lokali (-37,6% r/r).

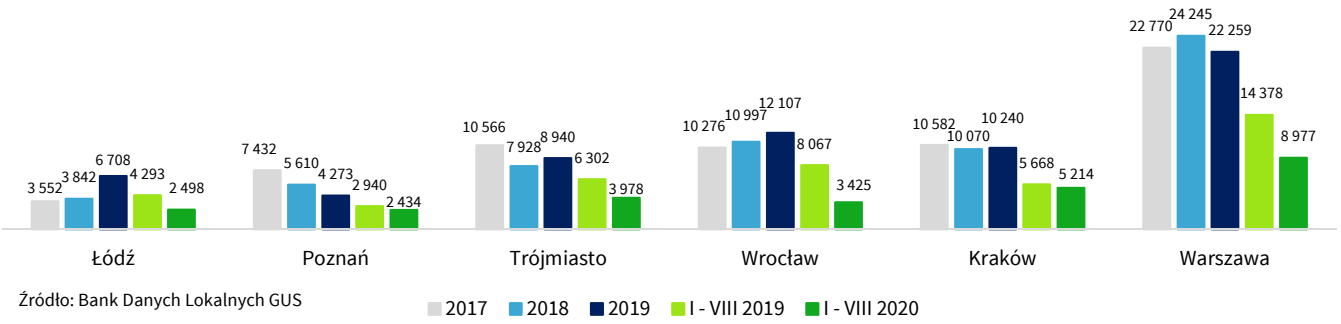
Lepiej od poprzednich danych wyglądają dane o mieszkaniach oddanych do użytkowania. W okresie styczeń-sierpień liczba oddanych lokali w 6 największych miastach sięgnęła 38,1 tys. wobec 39,5 tys. w analogicznym okresie ubiegłego roku (-3,5% r/r). W skali całego kraju wynik wynosi 135,8 tys. wobec 128,7 tys. rok wcześniej (+5,5% r/r). Wpływ „lockdown'u" zarówno w 6 największych miastach, jak i w pozostałej części kraju był widoczny. W skali kraju, dane narastające w marcu pokazywały dynamikę +4,7% r/r, w kwietniu -1,7% r/r. W skali 6 miast -5,3% r/r oraz -11,0% r/r. W kolejnych miesiącach odczyty systematycznie się poprawiały, a ubytek został niemal w całości nadrobiony.

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




Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto w największych miastach w Polsce




Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

## Ceny ofertowe rosną szybciej niż transakcyjne

Drugi kwartał br. nie przyniósł istotnych spadków cen mieszkań w ujęciu kwartał do kwartału, a także rok do roku. Miała miejsce delikatna korekta, lecz zamknęła się małymi jednocyfrowymi zniżkami cen kwartał do kwartału i nie we wszystkich miastach. Powyższe mieści się w granicach naszych przewidywań wyrażanych w poprzednich edycjach raportu.

W 2Q 2020 r. obserwowaliśmy spadki cen mieszkań kwartał do kwartału w czterech z sześciu obserwowanych przez nas lokalizacjach. Kilkuprocentowe spadki cen kwartał do kwartału nastąpiły w Warszawie, Wrocławiu, Łodzi. Minimalnie ceny spadły w Gdańsku. Kraków i Poznań doświadczyły wzrostów cen kwartał do kwartału. Należy jednak mieć na uwadze, że te miasta nie notowały tak dynamicznych wzrostów cen w poprzednich kwartałach jak pozostałe cztery.

W ujęciu rok do roku, nadal na wszystkich rynkach notowane są wzrosty, lecz w większości miast dynamika wyhamowała do jednocyfrowej. Najwyższą dynamikę wzrostu cen rok do roku zanotowano w Krakowie (+11,9% r/r) i we Wrocławiu (+8,1% r/r). Najniższą w Łodzi (+3,9% r/r) i w Poznaniu (+5,1% r/r). Średnie ceny transakcyjne w Warszawie wyniosły 9 438 zł za mkw. i wzrosły o 5,7% r/r. W trakcie analizowanego kwartału spread pomiędzy cenami transakcyjnymi a ofertowymi odnotował wzrost kwartał do kwartału w pięciu miastach, z czego najsilniej we Wrocławiu oraz w Warszawie. Wg. danych NBP różnica cen między cenami ofertowymi a transakcyjnymi zanotowała w 2Q 2020 r. wartości dwucyfrowe w Warszawie (11,9%), Gdańsku (10,9%) oraz w Krakowie (11,1%). Średnio dla sześciu miast spread w oczekiwaniach kształtował się na poziomie 8,6% wobec 6,2% kwartał wcześniej i 5,3% na koniec 2019 roku. Jest to zarazem najwyższy odczyt od 1Q 2013 roku.

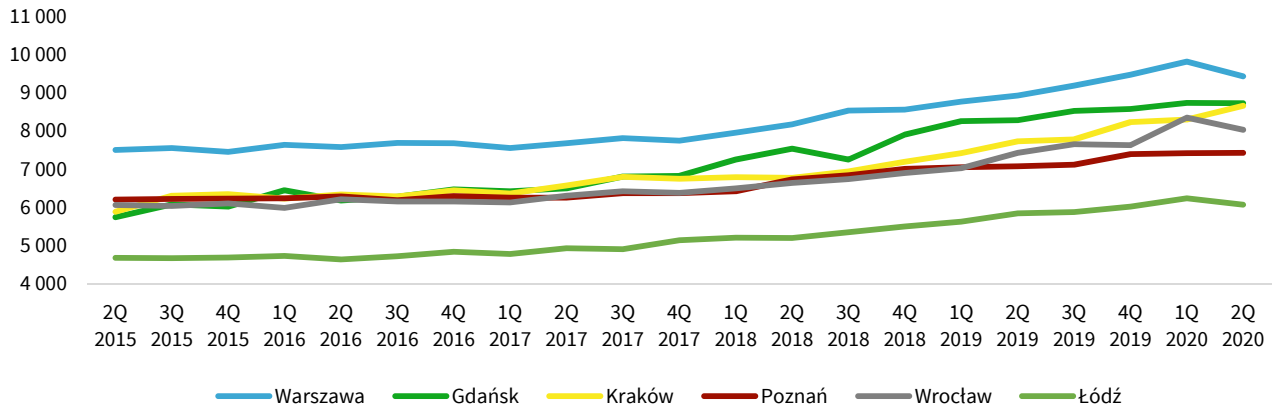
W 2Q 2020 r. nastąpiły największe perturbacje związane z COVID-19. Warto pamiętać o wysokich jeszcze wtedy wymaganiach stawianych przez banki tak nabywcom mieszkań, jak i deweloperom. Niektóre podmioty sygnalizowały, że banki wymagały od nich wyższej przedsprzedaży mieszkań by finansowanie kredytowe inwestycji mogło być uruchomione, co było też bodźcem dla promocji, które występowały jeszcze w lipcu. Czy zaobserwowana korekta cen to początek odwrócenia trendu z lat 2017-2019 wyjaśni się naszym zdaniem w kolejnych kwartałach. Wiadomo, że pod kątem sprzedaży 3Q 2020 r. był dla deweloperów udany. Także banki rozpoczęły proces systematycznego luzowania polityki kredytowej w kwestii kredytów hipotecznych. Z drugiej strony, pojawiły się głosy, że udany sprzedażowo kwartał, przynajmniej częściowo, to zasługa m.in. tzw. „odroczonego popytu" ze strony osób, które wstrzymały się z decyzją o zakupie własnego mieszkania w czasie lockdown'u. Nie jest jasne, jak rynek poradzi sobie w 4Q 2020 r., kiedy tzw. „druga fala" zachorowań na COVID-19 stała się faktem. Istotnych czynników wpływających na ceny można spodziewać się także, ze strony popytu inwestycyjnego. Stawki najmu spadły na skutek niższego popytu m. in. ze strony studentów. Dalej jednak w porównaniu do innych klas aktywów, lokowanie oszczędności w nieruchomościach mieszkaniowych jest konkurencyjne, co wynika z rekordowo niskiego poziomu stóp procentowych. Dodatkowo, Polska zmaga się ze strukturalnym deficytem na rynku mieszkań, co długoterminowo pozostaje czynnikiem wspierającym wzrost cen.

Z powyższych względów uważamy, że w perspektywie 2-3 kwartałów ceny będą się stabilizować. Możliwe są jednocyfrowe spadki cen r/r, lecz nie spodziewamy się załamania rynku. W dalszych okresach, na skutek przewidywanego odbicia gospodarczego kontynuacja spadków jest wątpliwa.

Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkań w największych miastach

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkania na rynku pierwotnym w największych miastach w Polsce




Źródło: NBP

## Kolejny kwartał wzrostu marż kredytów hipotecznych

Zgodnie z przewidywaniami całego rynku, PKB Polski zanotował w 2Q 2020 r. spadek, który wyniósł 8,2% r/r wobec wzrostu o 2% r/r w 1Q 2020 r. Spadek okazał się nieco mniejszy niż konsensus rynkowy, który zakładał -8,8% r/r. Niektóre prognozy mówiły o dwucyfrowym spadku PKB w 2Q 2020 r.

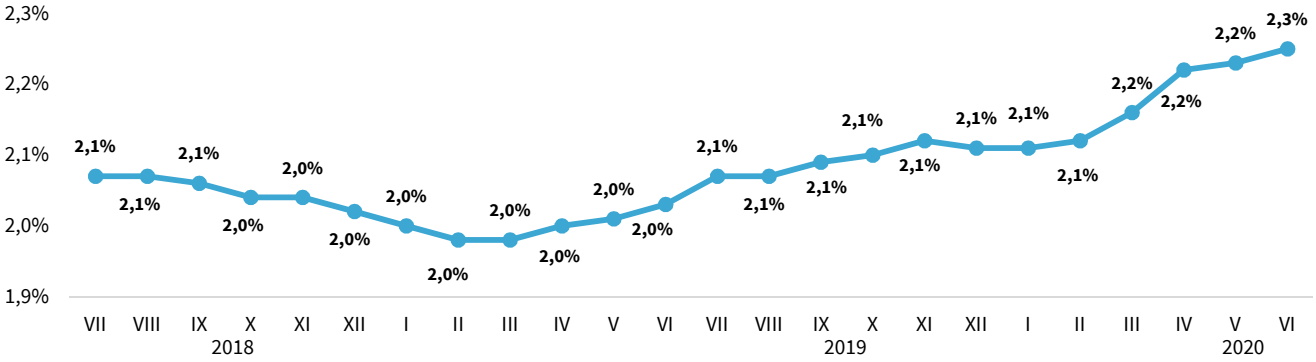
W poprzednich edycjach raportu zaznaczaliśmy, że prognozy makroekonomiczne, z powodu COVID-19, obarczone są ryzykiem błędu, czego winnym był utrzymujący się wysoki poziom niepewności. Z tego względu nie powinny być zaskoczeniem rewizje prognoz wzrostu gospodarczego, które nastąpiły w ostatnich miesiącach. Dobrą wiadomością jest, że prognozy zostały podniesione. Przykładem jest prognoza Banku Światowego (rewizja dynamiki PKB z -4,2% r/r w 2020 r. do -3,5% r/r w październiku), a także prognoza MFW (podniesienie do -3,6% r/r z -4,6% r/r w prognozowanych w czerwcu). Również prognozy innych instytucji są bardziej optymistyczne. Obecna mediana prognoz ekonomistów na 2020 r. mówi o spadku PKB o 3,1% r/r.

W stosunku do 2021 roku panuje niejednoznaczność. Część instytucji podniosła prognozy wzrostu PKB Polski na rok 2021, część nieznacznie je zredukowała m. in. ze względu na wzrost zachorowań na COVID-19. Przykładem instytucji, która podniosła prognozę na 2021 rok jest MFW (z +4,2% r/r w czerwcu do +4,6% r/r), a także Bank Światowy (z +2,8% r/r w czerwcu do +3,5% r/r w październiku). Mediana na 2021 rok wskazuje na odbicie PKB o 4,2% r/r wśród polskich ekonomistów. Pojawiły się głosy, że odbicie może przybrać kształt „W", głównie ze względu na nawrót pandemii i częściowy powrót ograniczeń w życiu gospodarczym.

Kolejny kwartał średnie marże kredytów hipotecznych odnotowały wzrost. Wg. stanu na koniec 2Q 2020 r. odczyt wyniósł już 2,25% wobec 2,16% kwartał wcześniej i 2,03% rok wcześniej. Nie dysponujemy jeszcze danymi za kolejne miesiące, lecz silna tendencja wzrostu marż nie powinna dziwić. Wg. danych KNF w okresie styczeń-sierpień 2020 r., rentowność sektora bankowego (ROE) spadła do 4,17% wobec 6,48% w analogicznym okresie roku ubiegłego. Zysk netto sektora spadł w tym okresie do 5,63 mld zł (-46,8% r/r), przy czym 20 banków (10 komercyjnych i 10 spółdzielczych) odnotowało stratę w wysokości 1,1 mld zł. Udział „stratnych" banków w aktywach sektora wynosił 10,1%. Sam poziom marż kredytów hipotecznych jest na poziomie nie widzianym od ok. 10 lat i kontynuacja trendu ich wzrostu jest bardzo możliwa. W tym aspekcie ujawnia się negatywny efekt obniżki stóp procentowych, które wg. konsensusu PAP z września br., mogą się utrzymać do końca 2022 roku na obecnym poziomie (0,1%). Banki zmagając się z drastyczną obniżką rentowności, podnosząc marże od nowej sprzedaży rekompensują spadek WIBOR'u. Ponadto, choć wskaźniki kapitałowe sektora są na wysokim poziomie (TCR 19,92%), co też skutkuje niskim wskaźnikiem ROE, to nad częścią sektora ciąży problem kredytów frankowych. Wg. spółki Votum, w 3Q 2020 r. zdecydowana większość wyroków sądowych w sprawach kredytów indeksowanych czy denominowanych do franka szwajcarskiego było korzystnych dla konsumentów. W tych okolicznościach, perspektywy sektora są słabe. Wg. ostatniej wypowiedzi Przewodniczącego Rady Polityki Pieniężnej, Prof. A. Glapińskiego, sektor jako całość może odnotować stratę w 2021 roku. W dłuższej perspektywie, wg. części środowiska bankowego, może dojść do presji na banki, stawiając je przed wyborem: albo rozwój akcji kredytowej, albo ochrona kapitału, co z czasem może negatywnie odbijać się także na kredytach hipotecznych i w rezultacie na rynku nieruchomości.

W 2Q 2020 r. zgodnie z raportem AMRON wartość nowo udzielonych kredytów hipotecznych wyniosła 13,5 mld zł, a więc spadła o 19,0% q/q. Wolumen ukształtował się na poziomie 45,2 tys. kredytów (-20,0% q/q). Nieco wyższa okazała się średnia wartość kredytu, która zwiększyła się do 298,2 tys. zł (+1,27% q/q), co w dużym stopniu związane jest z rosnącymi cenami nieruchomości oraz wzrostem wynagrodzeń.

Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w okresie 2018 – 2020




Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON SARFIN 2/2020

Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w okresie 2015 – 2Q 2020

| Rok | Wartość (mld zł) | Zmiana | Liczba (szt.) | Zmiana | Średnia wartość kredytu (tys. zł) | Zmiana |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **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% |
| **1Q 2020** | 16,623 | 5,78% | 56 453 | 1,82% | 294,5 | 3,89% |
| **2Q 2020** | 13,472 | -18,96% | 45 179 | -19,97% | 298,2 | 1,27% |

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 2/2020.

## Wzrost bezrobocia jednak prawdopodobnie rozciągnięty w czasie

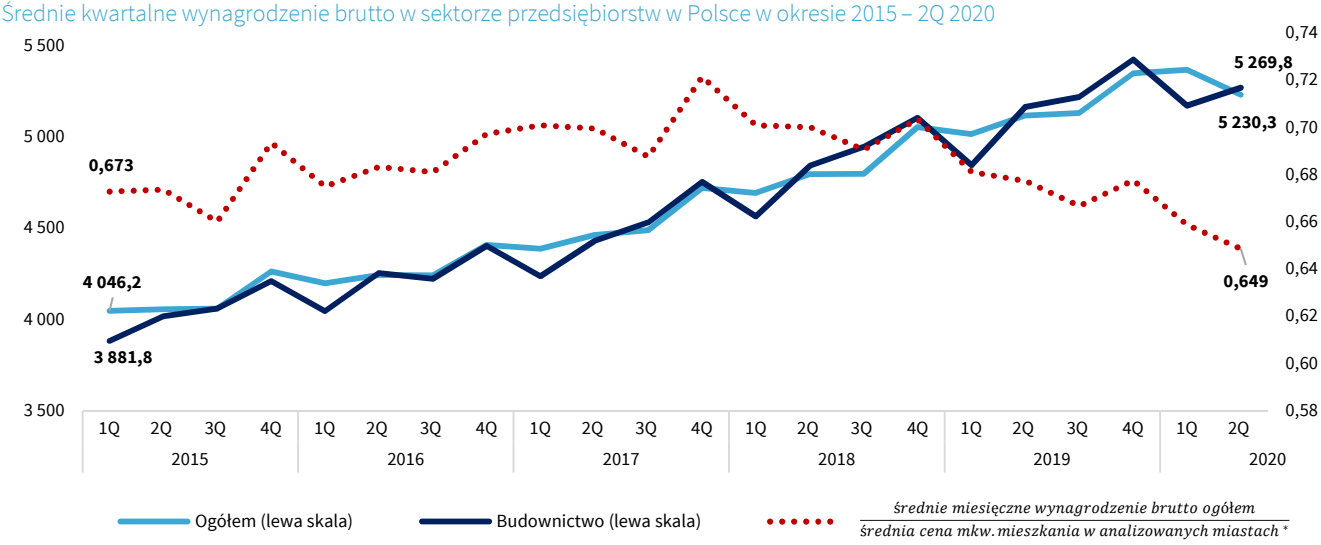
Dobrą wiadomością są dane o bezrobociu, które wzrosło zdecydowanie mniej niż mówiły wcześniejsze prognozy. Wg. GUS stopa bezrobocia w Polsce wyniosła na koniec września br. 6,1% wobec 5,5% na koniec 2019 roku. Stopa bezrobocia nie zmieniła się więc od czerwca, a na wykresie widoczne jest wypłaszczenie krzywej, za które, wg. ekonomistów odpowiedzialne są w znacznym stopniu zastosowane przez rząd „tarcze antykryzysowe". Bez ich zastosowania, taka stabilność rynku pracy byłaby prawdopodobnie zwykłą aberracją.

Dobre dane z rynku pracy odnotowane do tej pory nie oznaczają jednak, że sytuacja będzie się poprawiać w kolejnych miesiącach. Część rynku zakłada, że kończący się efekt działania tarcz doprowadzi do wzrostu bezrobocia na koniec roku, które może sięgnąć ok. 7%. Również na początku 2021 roku stopa bezrobocia ma się jeszcze pogarszać, lecz później ma nastąpić jej spadek, choć będzie on postępował powolnym tempem. Wg. części ekonomistów, na koniec 2021 roku stopa bezrobocia może oscylować na poziomie ok. 6,5%.

Średnie wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w 2Q 2020 r. delikatnie spadło kwartał do kwartału z 5367 zł do 5230 zł (-2,6% q/q). Dynamika w ujęciu rocznym obniżyła się tym samym do 2,23% r/r wobec 7,02% kwartał wcześniej. Najniższe odczyty zanotowano w kwietniu oraz maju (kolejno +1,91% r/r i +1,23% r/r). Odbicie pojawiło się w czerwcu (+3,56% r/r), w kolejnych miesiącach dynamika rosła (lipiec +3,84% r/r, sierpień +4,14% r/r). Podobna trajektoria została zanotowana w przypadku wynagrodzeń w budownictwie. Dane wskazują na systematyczny spadek relacji średnie wynagrodzenie vs średnia cena mkw. w sześciu największych miastach. Wg. danych za 2Q 2020 r. jedna średnia pensja wystarczała za zakup 0,649 mkw. mieszkania wg. średnich cen z sześciu największych miast w Polsce wobec 0,659 mkw. kwartał wcześniej i 0,677 mkw. rok wcześniej. Jest to też najgorszy odczyt, mówiący o malejącej zdolności Polaków do zakupu własnego mieszkania, od co najmniej 2014 roku.

Nieco gorzej prezentują się dane o zatrudnieniu. Średnie zatrudnienie z ostatnich 12 miesięcy w sierpniu br. przekraczało nieznacznie 6,7 mln, a więc jest większe o ok. 62 tys. od analogicznego wyniku roku ubiegłego (+0,93%). Natomiast mniej optymistycznie wyglądają dane miesięczne. Na koniec sierpnia liczba zatrudnionych wg. GUS wyniosła 6,649 mln i spada od marca, choć w wakacyjnych miesiącach w wolniejszym tempie.

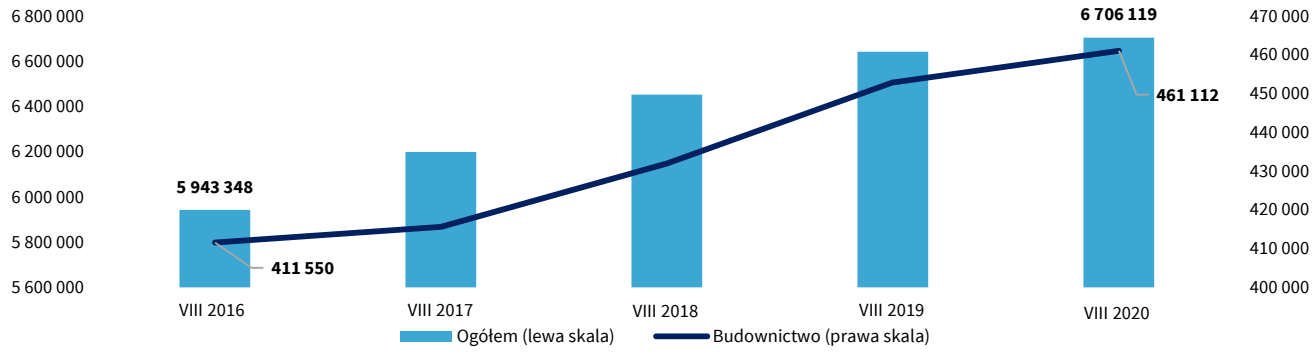
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2015 – 2Q 2020




* - 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 VIII 2016 – VIII 2020




Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

## Mała liczba raportowanych transakcji

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 odchylać się od danych rzeczywistych. Uważamy, że mimo wszystko zestawienie jest przydatnym źródłem informacji, stąd publikujemy poniższe dane.

W 2020 r. odnotowaliśmy do tej pory 11 transakcji zakupów gruntów, dla których deweloperzy podali cenę oraz szacunki odnośnie zabudowy lub było możliwe określenie wspomnianych parametrów.

Powyższe nie oznacza, że deweloperzy nie są aktywni na rynku gruntów. Warto w tym aspekcie zwrócić uwagę na: Robyg, który w prezentacji wynikowej poinformował o nabyciu łącznie 6 działek o łącznej powierzchni 100,6 tys. PUM. Deweloper nie podał jednak cen poszczególnych działek. Dane obejmują okres od początku roku do 29 września. Vantage, które wg. raportu za 1H 2020 r. nabyło 7 działek, a 2 kolejne są na etapie umów warunkowych. A także Marvipol, który kupił 6 działek, 4 w Warszawie, 1 w Gdańsku i swoją pierwszą działkę we Wrocławiu.

Największą transakcję o wartości 42 mln zł dokonał w styczniu Lokum Deweloper. Na działce o powierzchni 1,2 ha deweloper planuje budowę ok 500 lokali. 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. Deweloper wykonał także opcję zakupu udziałów w projekcie Nova Królikarnia (9,9 mln zł).

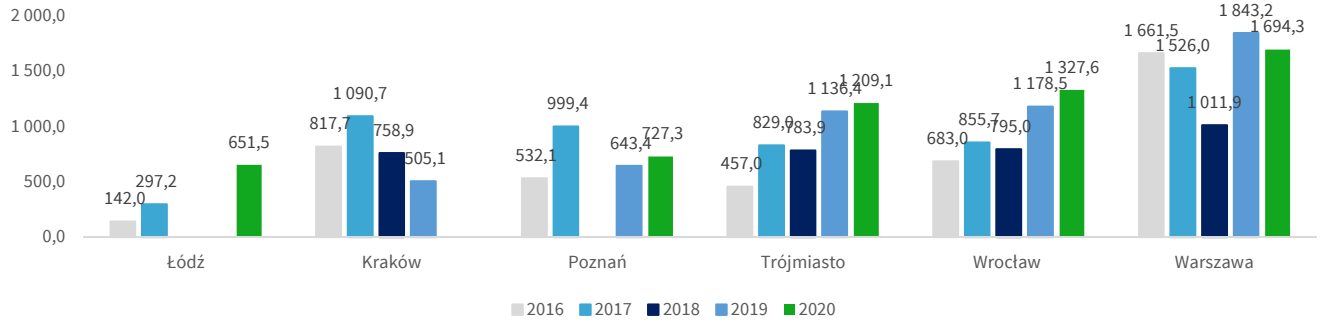
Zaraportowane średnie ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach[1]

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| **Kraków** | **817,7** | **1090,7** | **758,9** | **505,1** | |
| Archicom | 797,2 | 776,5 | | | |
| Develia (dawniej LCC) | | | 758,9 | 505,1 | |
| Lokum Deweloper | 1 071,0 | | | | |
| Murapol | 631,1 | 1 153,2 | | | |
| **Poznań** | **532,1** | **999,4** | **800,0** | **643,4** | **727,3** |
| Archicom | | | 800,0 | 643,4 | |
| Murapol | 459,4 | 999,4 | | | |
| Ronson | 575,8 | | | | 681,8 |
| Vantage | | | | | 743,8 |
| **Warszawa** | **1 661,5** | **1 526,0** | **1 011,9** | **1 843,2** | **1 694,3** |
| Dom Development | 3 236,4 | 2 486,3 | | | |
| Develia (dawniej LCC) | | | | 1 988,4 | |
| J.W.Construction | | | | 1 016,5 | |
| Marvipol | | | 2 295,5 | | 1 694,3 |
| Murapol | 2 177,1 | 1541,3 | 814,0 | | |
| Robyg | 853,3 | 853,1 | 828,3 | | |
| Ronson | | | 931,8 | 1 737,1 | |
| **Wrocław** | **683,0** | **855,7** | **795,0** | **1 178,5** | **1 327,6** |
| Archicom | 646,0 | 947,3 | 884,2 | 1 392,1 | |
| i2 Development | 954,3 | 942,3 | 712,7 | | |
| Develia (dawniej LCC) | | | 761,3 | | 1 136,8 |
| Lokum Deweloper | 756,9 | | | 962,6 | 1 527,3 |
| Murapol | 672,7 | 716,2 | 631,9 | | |
| Vantage | | 767,7 | 1115,4 | 854,5 | |
| **Trójmiasto** | **457,0** | **829,0** | **783,9** | **1 136,4** | **1 209,1** |
| Archicom | | 927,3 | 757,6 | | |
| Develia (dawniej LCC) | | | | 1 136,4 | 981,1 |
| J.W.Construction | | 621,2 | | | |
| JHM Development | | | 695,3 | | |
| Marvipol | | 916,7 | | | 1 409,2 |
| Murapol | 628,6 | 963,7 | | | |
| Robyg | 434,8 | | 845,5 | | |
| **Łódź** | **440,7** | **142,0** | **297,2** | | **651,5** |
| Murapol | 440,7 | 142,0 | 482,8 | | |
| Archicom | | | 272,7 | | |
| Vantage | | | | | 651,5 |
| **Średnia** | **745,8** | **1103,0** | **910,1** | **1 257,6** | **1 214,9** |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

[1] Średnia ważona możliwą do uzyskania Powierzchnią Użytkową Mieszkań (PUM).

Zaraportowane ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach[1]




[1] Relacja ceny transakcyjnej gruntu do możliwej do uzyskania Powierzchni Użytkowej 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 | Miasto | Dzielnica | Cena netto | Liczba mieszkań | PUM | Cena netto/PUM |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | **WROCŁAW** | | | | |
| | | | **2015** | | | | |
| Vantage | 2Q 2015 | Wrocław | Krzyki | 14 500 000 | 290 | 15 950 | 909 |
| Archicom | 1H 2015 | Wrocław | Śródmieście | 5 100 000 | 124 | 6 820 | 748 |
| Archicom | 1H 2015 | Wrocław | Śródmieście | 14 000 000 | 251 | 13 805 | 1 014 |
| Archicom | 1H 2015 | Wrocław | Krzyki | 9 600 000 | 387 | 21 285 | 451 |
| Archicom | 1H 2015 | Wrocław | Krzyki | 6 000 000 | 190 | 10 450 | 574 |
| Archicom | 1H 2015 | Wrocław | Psie Pole | 3 500 000 | 100 | 5 500 | 636 |
| i2 Development | 3Q 2015 | Wrocław | Krzyki | 10 000 000 | 270 | 14 850 | 673 |
| | **SUMA** | | | **62 700 000** | **1 612** | **88 660** | **707** |
| | | | **2016** | | | | |
| Archicom | 1Q 2016 | | Psie Pole | 11 850 000 | 550 | 30 250 | 392 |
| i2 Development | 2Q 2016 | Wrocław | Fabryczna | 9 700 000 | 185 | 10 165 | 954 |
| Lokum Deweloper | 2Q 2016 | | Śródmieście | 13 400 000 | 283 | 13 200 | 1 015 |
| Archicom | 1H 2016 | Wrocław | Psie Pole | 18 000 000 | 525 | 28 875 | 623 |
| Archicom | 1H 2016 | Wrocław | Krzyki | 19 000 000 | 550 | 30 250 | 628 |
| Archicom | 1H 2016 | Wrocław | Śródmieście | 36 300 000 | 1 000 | 55 000 | 660 |
| Archicom | 1H 2016 | Wrocław | Krzyki | 26 600 000 | 520 | 28 600 | 930 |
| Lokum Deweloper | 3Q 2016 | | Krzyki | 25 200 000 | 739 | 37 800 | 667 |
| Murapol | 4Q 2016 | Wrocław | Krzyki | 8 222 550 | 304 | 12 223 | 673 |
| | **SUMA** | | | **168 272 550** | **4 656** | **246 363** | **683** |
| | | | **2017** | | | | |
| i2 Development | 2Q 2017 | Wrocław | Śródmieście | 1 118 000 | 50 | 2 750 | 407 |
| Murapol | 2Q 2017 | Wrocław | Krzyki | 6 400 000 | 280 | 11 272 | 568 |
| Murapol | 2Q 2017 | Wrocław | Stare Miasto | 4 500 000 | 106 | 4 905 | 917 |
| Archicom | 3Q 2017 | Wrocław | Fabryczna | 27 500 000 | 700 | 38 500 | 714 |
| Archicom | 3Q 2017 | Wrocław | Krzyki | 47 530 000 | 740 | 40 700 | 1 168 |
| i2 Development | 3Q 2017 | Wrocław | Krzyki | 16 050 000 | 500 | 20 000 | 803 |
| Murapol | 3Q 2017 | Wrocław | Krzyki | 7 723 577 | 350 | 14 400 | 536 |
| Murapol | 3Q 2017 | Wrocław | Krzyki | 23 300 000 | 715 | 26 846 | 868 |
| i2 Development | 4Q 2017 | Wrocław | Fabryczna | 25 000 000 | 400 | 22 000 | 1 136 |
| Murapol | 4Q 2017 | Wrocław | Krzyki | 13 000 000 | 426 | 19 261 | 675 |
| Vantage | 4Q 2017 | Wrocław | Krzyki | 3 800 000 | 90 | 4 950 | 768 |
| | **SUMA** | | | **175 921 577** | **4 357** | **205 584** | **856** |
| | | | **2018** | | | | |
| Archicom | 1Q 2018 | Wrocław | Fabryczna | 3 333 000 | 90 | 4 950 | 673 |
| Archicom | 1Q 2018 | Wrocław | Psie Pole | 18 550 000 | 360 | 19 800 | 937 |
| i2 Development | 2Q 2018 | Wrocław | Fabryczna | 6 900 000 | 280 | 15 400 | 448 |
| i2 Development | 2Q 2018 | Wrocław | Krzyki | 12 700 000 | 220 | 12 100 | 1 050 |
| Murapol | 2Q 2018 | Wrocław | Krzyki | 8 100 000 | 350 | 14 800 | 547 |
| Murapol | 3Q 2018 | Wrocław | Krzyki | 6 000 000 | 280 | 11 800 | 508 |
| Vantage | 3Q 2018 | Wrocław | Fabryczna | 18 000 000 | 254 | 13 970 | 1 288 |
| Vantage | 4Q 2018 | Wrocław | Iwiny | 2 000 000 | 72 | 3 960 | 505 |
| LC Corp | 4Q 2018 | Wrocław | Wojszyce | 8 500 000 | 203 | 11 165 | 761 |
| Murapol | 4Q 2018 | Wrocław | Krzyki | 6 500 000 | 120 | 6 000 | 1 083 |
| | **SUMA** | | | **90 583 000** | **2 229** | **113 945** | **795** |
| | | | **2019** | | | | |
| Archicom | 1Q 2019 | Wrocław | bd | 2 700 000 | 75 | 4 125 | 655 |
| Vantage | 1Q 2019 | Wrocław | Jagodno | 7 050 000,0 | 150 | 8 250 | 854,5 |
| Lokum Deweloper | 2Q 2019 | Wrocław | Zakrzów | 20 000 000 | 500 | 27 500 | 727 |
| Archicom | 2Q 2019 | Wrocław | Kępa Mieszczańska | 40 474 319 | 370 | 21 450 | 1 887 |
| Archicom | 2Q 2019 | Wrocław | Krzyki | 13 000 000 | 240 | 13 200 | 985 |
| Archicom | 3Q 2019 | Wrocław | bd | 3 250 000 | 62 | 3 410 | 953 |
| Archicom | 4Q 2019 | Wrocław | Stare Miasto | 23 800 000,0 | 320 | 17 600 | 1 352 |
| Lokum Deweloper | 4Q 2019 | Wrocław | Sołtysowice | 25 000 000,0 | 350 | 19 250 | 1 299 |
| | **SUMA** | | | **135 274 319** | **2 067** | **114 785** | **1 179** |
| | | | **2020** | | | | |
| Lokum Deweloper | 1Q 2020 | Wrocław | Stare Miasto | 42 000 000,0 | 500 | 27 500 | 1 527,3 |
| Develia | 1Q 2020 | Wrocław | Wojszyce | 29 500 000,0 | 440 | 24 200 | 1 219,0 |
| Develia | 2Q 2020 | Wrocław | Maślice | 3 200 000,0 | 83 | 4 565 | 701,0 |
| | **SUMA** | | | **74 700 000** | **1 023** | **56 265** | **1 327,6** |
| | | | **WARSZAWA** | | | | |
| | | | **2015** | | | | |
| Robyg | 2Q 2015 | Warszawa | Bemowo | 72 600 000 | 1 600 | 88 000 | 825 |
| Robyg | 3Q 2015 | Warszawa | Ursus | 30 500 000 | 980 | 53 900 | 566 |
| LC Corp | 3Q 2015 | Warszawa | Wola | 76 250 000 | 1 160 | 63 800 | 1 195 |
| Robyg | 4Q 2015 | Warszawa | Wilanów | 52 200 000 | 650 | 35 750 | 1 460 |
| Robyg | 4Q 2015 | Warszawa | Praga Południe | 9 900 000 | 180 | 9 900 | 1 000 |
| | **SUMA** | | | **241 450 000** | **4 570** | **251 350** | **961** |
| | | | **2016** | | | | |
| Robyg | 1Q 2016 | Warszawa | Praga Południe | 16 000 000 | 260 | 14 300 | 1 119 |
| Robyg | 2Q 2016 | Warszawa | Mokotów | 13 599 810 | 300 | 16 500 | 824 |
| Robyg | 2Q 2016 | Warszawa | Wola | 46 000 000 | 800 | 44 000 | 1 045 |
| Robyg | 2Q 2016 | Warszawa | Ursynów | 7 000 000 | 400 | 22 000 | 318 |
| Dom Development | 2Q 2016 | Warszawa | Mokotów | 133 500 000 | 750 | 41 250 | 3 236 |
| Murapol | 3Q 2016 | Warszawa | Służewiec | 56 000 000 | 488 | 25 722 | 2 177 |
| | **SUMA** | | | **272 099 810** | **2 998** | **163 772** | **1 661** |

# Rynek gruntów

## Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2016 –2020 w Warszawie oraz Trójmieście

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | **2017** | | | | |
| Robyg | 1Q 2017 | Warszawa | Białołęka | 25 800 000 | 700 | 38 500 | 670 |
| Murapol | 1Q 2017 | Warszawa | Ursus | 11 000 000 | 291 | 11 000 | 1 000 |
| Murapol | 1Q 2017 | Warszawa | Wola | 15 100 000 | 166 | 7 930 | 1 904 |
| Robyg | 2Q 2017 | Warszawa | Wilanów | 17 700 000 | 250 | 13 750 | 1 287 |
| Robyg | 2Q 2017 | Warszawa | Włochy | 48 000 000 | 1 000 | 55 000 | 873 |
| Murapol | 3Q 2017 | Warszawa | Ursus | 45 773 800 | 569 | 31 400 | 1 458 |
| Dom Development | 3Q 2017 | Warszawa | Żoliborz | 184 606 000 | 1 350 | 74 250 | 2 486 |
| Murapol | 4Q 2017 | Warszawa | Praga Południe | 16 283 224 | 144 | 6 868 | 2 371 |
| | | **SUMA** | | **364 263 024** | **4 470** | **238 698** | **1 526** |
| | | | **2018** | | | | |
| Ronson | 1Q 2018 | Warszawa | Ursus | 82 000 000 | 1 600 | 88 000 | 932 |
| Murapol | 1Q 2018 | Warszawa | Ursus | 30 000 000 | 766 | 33 100 | 906 |
| Murapol | 1Q 2018 | Warszawa | Białołęka | 16 000 000 | 504 | 23 411 | 683 |
| Robyg | 1Q 2018 | Warszawa | Ursus | 82 000 000 | 1 800 | 99 000 | 828 |
| Marvipol | 3Q 2018 | Warszawa | Praga Północ | 10 800 000 | 70 | 3 500 | 3 086 |
| Marvipol | 4Q 2018 | Warszawa | Mokotów | 54 300 000 | 452 | 24 860 | 2 184 |
| | | **SUMA** | | **275 100 000** | **5 192** | **271 871** | **1 012** |
| | | | **2019** | | | | |
| J.W.Construction | 1Q 2019 | Warszawa | Białołęka | 12 695 000 | 227 | 12 500 | 1 016 |
| Ronson | 1Q 2019 | Warszawa | Wilanów | 15 000 000 | 157 | 8 635 | 1 737 |
| Develia | 4Q 2019 | Warszawa | Praga Południe | 133 000 000,0 | 1 260 | 69 300 | 1 919 |
| Develia | 4Q 2019 | Warszawa | Praga Północ | 21 200 000,0 | 150 | 8 250 | 2 570 |
| | | **SUMA** | | **181 895 000** | **1 794** | **98 685** | **1 843** |
| | | | **2020** | | | | |
| Marvipol | 2Q 2020 | Warszawa | Bielany | 6 600 000,0 | 93 | 4 700 | 1 404 |
| Marvipol | 3Q 2020 | Warszawa | Bemowo | 23 700 000,0 | 233 | 11 500 | 2 061 |
| Marvipol | 3Q 2020 | Warszawa | Ursynów | 2 400 000,0 | 72 | 3 100 | 774 |
| | | **SUMA** | | **32 700 000** | **398** | **19 300** | **1 694** |
| | | | **TRÓJMIASTO** | | | | |
| | | | **2015** | | | | |
| Robyg | 1Q 2015 | Gdańsk | Wrzeszcz | 12 500 000 | 300 | 16 500 | 758 |
| Robyg | 2Q 2015 | Gdańsk | Zaspa | 12 900 000 | 530 | 29 150 | 443 |
| Robyg | 3Q 2015 | Gdańsk | Wrzeszcz | 44 500 000 | 1 100 | 60 500 | 736 |
| | | **SUMA** | | **69 900 000** | **1 930** | **106 150** | **659** |
| | | | **2016** | | | | |
| Robyg | 2Q 2016 | Gdańsk | Letnica | 53 390 960 | 2 500 | 137 500 | 388 |
| Murapol | 3Q 2016 | Gdańsk | Jasień | 6 254 000 | 230 | 8 500 | 736 |
| Murapol | 3Q 2016 | Gdańsk | Osowa | 11 661 600 | 404 | 20 000 | 583 |
| Robyg | 4Q 2016 | Gdańsk | Śródmieście | 42 255 000 | 1 500 | 82 500 | 512 |
| | | **SUMA** | | **113 561 560** | **4 634** | **248 500** | **457** |
| | | | **2017** | | | | |
| Murapol | 1Q 2017 | Gdańsk | Wrzeszcz | 11 900 000 | 158 | 8 670 | 1 373 |
| Murapol | 1Q 2017 | Gdańsk | Oksywie, Gdynia | 25 750 000 | 627 | 30 400 | 847 |
| J.W.Construction | 2Q 2017 | Gdańsk | Letnica | 20 500 000 | 530 | 33 000 | 621 |
| Marvipol | 3Q 2017 | Gdańsk | Zaspa | 11 000 000 | 350 | 12 000 | 917 |
| Archicom | 4Q 2017 | Gdynia | Chylonia, Gdynia | 5 100 000 | 100 | 5 500 | 927 |
| | | **SUMA** | | **74 250 000** | **1 765** | **89 570** | **829** |
| | | | **2018** | | | | |
| Archicom | 1Q 2018 | Gdynia | Oksywie, Gdynia | 2 500 000 | 60 | 3 300 | 758 |
| Robyg | 1Q 2018 | Gdańsk | Wrzeszcz | 18 600 000 | 400 | 22 000 | 845 |
| JHM Development | 4Q 2018 | | Łostowice | 9 943 320 | 260 | 14 300 | 695,3 |
| | | **SUMA** | | **31 043 320** | **720** | **39 600** | **784** |
| | | | **2019** | | | | |
| Develia | 4Q 2019 | | Letnica | 10 000 000,0 | 160 | 8 800 | 1 136 |
| | | **SUMA** | | **10 000 000** | **160** | **8 800** | **1 136** |
| | | | **2020** | | | | |
| Marvipol | 2Q 2020 | | | 13 951 069,0 | 346 | 9 900 | 1 409,2 |
| Develia | 3Q 2020 | | Chełm | 8 525 874,6 | 158 | 8 690 | 981,1 |
| | | **SUMA** | | **22 476 944** | **504** | **18 590** | **1 209,1** |

[1] Do wyliczenia PUM przyjęto średnią wielkość mieszkania o powierzchni 55 m$^2$

Wartość PUM podana przez spółkę

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitentów

# Rynek gruntów

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

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | **KRAKÓW** | | | | |
| | | | **2015** | | | | |
| Lokum Deweloper | 3Q 2015 | | Podgórze | 44 200 000 | 964 | 55 000 | 804 |
| | **SUMA** | | | **44 200 000** | **964** | **55 000** | **804** |
| | | | **2016** | | | | |
| Lokum Deweloper | 1Q 2016 | | Podgórze | 33 200 000 | 576 | 31 000 | 1 071 |
| Archicom | 1H 2016 | Kraków | Podgórze | 5 700 000 | 130 | 7 150 | 797 |
| Murapol | 4Q 2016 | Kraków | Podgórze | 26 067 200 | 813 | 41 302 | 631 |
| | **SUMA** | | | **64 967 200** | **1 519** | **79 452** | **818** |
| | | | **2017** | | | | |
| Archicom | 1Q 2017 | Kraków | Podgórze | 3 630 000 | 85 | 4 675 | 776 |
| Murapol | 3Q 2017 | Kraków | Krowodrza | 27 100 000 | 530 | 23 500 | 1 153 |
| | **SUMA** | | | **30 730 000** | **615** | **28 175** | **1 091** |
| | | | **2018** | | | | |
| Develia | 4Q 2018 | Kraków | Czyżyny | 48 000 000 | 1 150 | 63 250 | 759 |
| | **SUMA** | | | **48 000 000** | **1 150** | **63 250** | **759** |
| | | | **2019** | | | | |
| Develia | 4Q 2019 | Kraków | Bieżanów-Prokocim | 2 500 000,0 | 90 | 4 950 | 505 |
| | **SUMA** | | | **2 500 000** | **90** | **4 950** | **505** |
| | | | **POZNAŃ** | | | | |
| | | | **2016** | | | | |
| Ronson | 3Q 2016 | Poznań | Grunwald | 9 500 000 | 300 | 16 500 | 576 |
| Murapol | 4Q 2016 | Poznań | Nowe Miasto | 4 550 000 | 189 | 9 904 | 459 |
| | **SUMA** | | | **14 050 000** | **489** | **26 404** | **532** |
| | | | **2017** | | | | |
| Murapol | 1Q 2017 | Poznań | Nowe Miasto | 36 000 000 | 711 | 35 000 | 1 029 |
| Murapol | 4Q 2017 | Poznań | Nowe Miasto | 14 250 000 | 352 | 15 281 | 933 |
| | **SUMA** | | | **50 250 000** | **1 063** | **50 281** | **999** |
| | | | **2019** | | | | |
| Archicom | 4Q 2019 | Poznań | Grundwald | 46 000 000,0 | 1 300 | 71 500 | 643,4 |
| | **SUMA** | | | **46 000 000** | **1 300** | **71 500** | **643** |
| | | | **2020** | | | | |
| Ronson | 2Q 2020 | Poznań | Grundwald | 3 000 000,0 | 80 | 4 400 | 681,8 |
| Vantage | 1Q 2020 | Poznań | bd. | 9 000 000,0 | 220 | 12 100 | 743,8 |
| | **SUMA** | | | **12 000 000** | **300** | **16 500** | **727,3** |
| | | | **ŁÓDŹ** | | | | |
| | | | **2015** | | | | |
| Murapol | 2Q 2015 | Łódź | Widzew | 4 030 000,0 | 199 | 9 145 | 441 |
| | **SUMA** | | | **4 030 000** | **199** | **9 145** | **440,7** |
| | | | **2016** | | | | |
| Murapol | 3Q 2016 | Łódź | Polesie | 9 500 000,0 | 2 100 | 92 000 | 103 |
| Murapol | 4Q 2016 | Łódź | Widzew | 5 270 000,0 | 279 | 12 000 | 439 |
| | **SUMA** | | | **14 770 000** | **2 379** | **104 000** | **142,0** |
| | | | **2017** | | | | |
| Murapol | 3Q 2017 | Łódź | Polesie | 1 400 000,0 | 68 | 2 900 | 482,8 |
| Archicom | 4Q 2017 | Łódź | Złotno | 6 000 000,0 | 400 | 22 000 | 272,7 |
| | **SUMA** | | | **7 400 000** | **468** | **24 900** | **297,2** |
| | | | **2020** | | | | |
| Vantage | 2Q 2020 | Łódź | Widzew | 8 600 000,0 | 240 | 13 200 | 651,5 |
| | **SUMA** | | | **8 600 000** | **240** | **13 200** | **651,5** |

[1] Do wyliczenia PUM przyjęto średnią wielkość mieszkania o powierzchni 55 m$^2$

Wartość PUM podana przez spółkę

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitentów

# Sprzedaż lokali

## Mocne wyniki sprzedaży w 3Q 2020 r.

W miniony kwartale ujęci w naszym opracowaniu deweloperzy odnotowali sprzedaż na poziomie 4 452 lokali w porównaniu z 4 490 mieszkaniami w analogicznym okresie ubiegłego roku, co oznacza wyniki niemal równe zeszłorocznym (-0,8% r/r). Kwartał wcześniej ta sama grupa podmiotów sprzedała 2 709 jednostki.

Ze względu na wysoki poziom niepewności, jaki miał miejsce w poprzednich kwartałach, trudno było spodziewać się tak dynamicznego odbicia sprzedaży. Oczywiście, wyniki w całym roku będą prawdopodobnie gorsze pod kątem wolumenu, lecz zakładając, że obecne wzrosty zachorowań nie spowodują perturbacji takich jak podczas ostatniej wiosny, sektor zakończy rok wolumenem o ok. 5-15% niższym rok do roku co oznacza, że nie jest tak źle jak wydawało się jeszcze kilka miesięcy temu. Przypominamy, że sam rozwój sytuacji z Covid-19 był nagły i gwałtowny, czemu towarzyszył niemal wszechobecny strach oraz niepewność. Deweloperzy zanotowali tąpnięcie sprzedaży, a banki z powodu znacznej niepewności usztywniły politykę kredytową, tj. nagle i istotnie podniosły wymagania dla kredytów hipotecznych, co dla części klientów oznaczało odcięcie od finansowania. Sytuacja zaczęła się poprawiać w maju wraz ze zdejmowaniem przez rząd ograniczeń oraz postępującym w kolejnych miesiącach luzowaniem narzuconych wcześniej przez banki restrykcji w zakresie udzielania kredytów. Z każdym kolejnym miesiącem było coraz lepiej. We wrześniu niektóre podmioty dalej notowały poprawę kontraktacji.

Zgodnie też z naszymi przewidywaniami, deweloperzy wstrzymywali się z wprowadzaniem nowych inwestycji do oferty w 2Q 2020 r., co przy takim poziomie niepewności, jaki wtedy miał miejsce było działaniem racjonalnym. Sektor w ostatnich miesiącach zaczął odbudowywać ofertę, co również pomagało sprzedaży w 3Q 2020 r. Dodatkowo, tak jak wskazywaliśmy w poprzednich edycjach raportu ujemne realne stopy procentowe oraz zyski z lokat bankowych oscylujące w pobliżu zera spowodowały w zasadzie masowe wycofywanie pieniędzy z lokat (67,0 mld zł od początku roku do końca sierpnia). Nie jest wykluczone, że część z tych pieniędzy mogła już trafić na rynek nieruchomości. Faktyczny brak innych efektywnych sposobów lokowania oszczędności a także perspektywa stabilizacji stóp procentowych niemal do końca 2022 r. będzie istotnym czynnikiem wspierającym popyt na mieszkania.

Owszem, czynsze z wynajmu są obecnie przeciętnie niższe niż jeszcze w lutym, wynajem krótkoterminowy w dalszym ciągu przeżywa trudności, lecz spadła także dochodowość innych form inwestowania, przez co relatywnie mieszkania dalej są konkurencyjne. Co więcej, pojawiały się głosy, że niektórzy nabywcy chętnie kupowali lokale z dłuższym terminem oddania licząc na to, że gdy będą gotowe, problem pandemii zostanie rozwiązany.

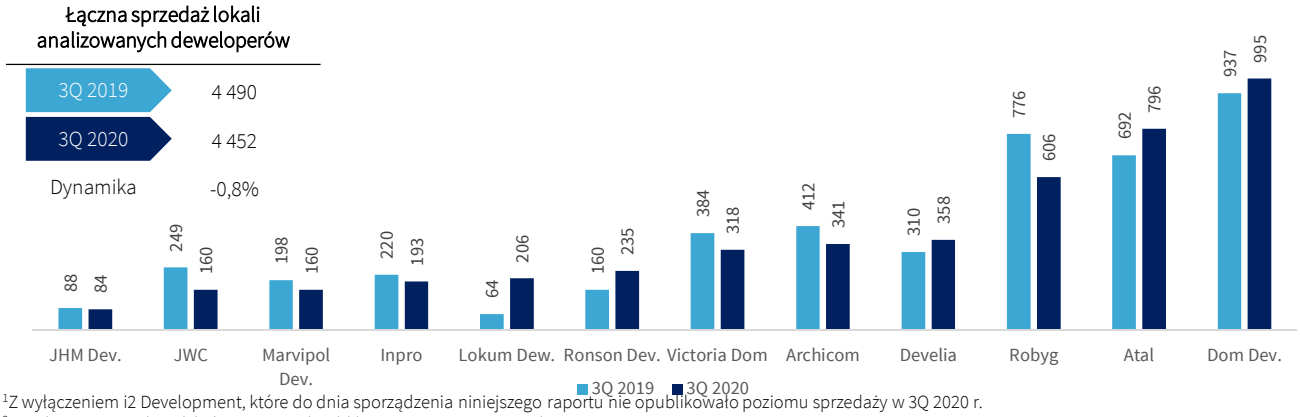
Struktura wyników pomiędzy poszczególnymi podmiotami jest co prawda dosyć mocno zróżnicowana, lecz są podmioty, które poprawiły sprzedaż w tempie dwucyfrowym r/r. Wśród 12 spółek objętych analizą w 3Q 2020 r. 7 podmiotów odnotowało spadek wolumenu kontraktacji w porównaniu z analogicznym okresem roku ubiegłego. Tradycyjnie, największym wolumenem sprzedaży może pochwalić się **Dom Development**: 995 (+6,2% r/r) – kluczem okazało się silne uzupełnienie oferty. Na drugim miejscu ponownie **Atal**: 796 lokali (+15,0% r/r). Na trzecim, tym razem **Robyg**: 606 lokali (-21,9% r/r).

Na dole stawki w minionym kwartale znalazł się **JHM Development:** 84 lokale (-4,5% r/r). Z rankingu wypadł **Polnord**, który zaprzestał publikowania danych sprzedażowych w formie raportów bieżących, co zapewne ma związek ze zmianami właścicielskimi, które niedawno miały miejsce w przypadku tej spółki. Warto w naszej opinii zwrócić uwagę na wspomniany wcześniej **Dom Development** (+6,2% r/r), **Develię** (+15,5% r/r), **Ronson** (+46,9% r/r) oraz **Lokum Developer** (+221,9% r/r). Z drugiej strony jest **Marvipol Development** (-19,2% r/r), **JW Construction** (-35,7% r/r) oraz **Victoria Dom** (-17,2% r/r).

W 1-3Q 2020 ujemna dynamika wolumenu sprzedaży spadła do -13% r/r wobec -19,1% w poprzednim kwartale. W wartościach bezwzględnych kształtuje się to następująco: 11 429 lokali wobec 13 136 rok wcześniej. Trudno przewidywać jak zakończy się rok, ale gdyby sektor powtórzył wynik z 3Q 2020 r. to spadek zmalałby do 12,1% r/r. W ujęciu narastającym liderzy się nie zmieniają. Ponownie są to **Dom Development:** 2 626 (-2,7% r/r) oraz **Atal** 2 083 (-9,3% r/r)**.** Warto jednak zwrócić uwagę na takie podmioty jak: **Ronson:** 661 lokali (+30,9% r/r), **Lokum Deweloper:** 294 (+25,1% r/r) oraz **Victoria Dom:** 1 166 (+3,3% r/r). Na dole stawki uplasował się **Marvipol Development:** 384 (-47% r/r).

Po przeanalizowaniu danych, dochodzimy do wniosku, że kluczem w 3Q 2020 r. była zdolność do szybkiego uzupełnienia oferty, co z różnych powodów jednym podmiotom się nie udawało, innym niekoniecznie. Wyniki co do zasady są naszym zdaniem potwierdzeniem siły popytu, wspieranego przez ujemne realne stopy procentowe, lecz w dalszym ciągu trudno wyrokować jak będzie rozwijała się epidemia COVID-19 i jaki będzie jej wpływ na gospodarkę w średnim terminie. Przypominamy, że programy z tzw. „tarczy" rzeczywiście pomogły (nie nastąpił gwałtowny wzrost bezrobocia), lecz niepewnością obarczona jest np. kondycja przedsiębiorstw po ich zakończeniu. Ponadto, nie jest jasne czy w wynikach za 3Q 2020 r. nie ujawnił się „odroczony popyt", tj. czy za dobry wynik nie odpowiadają klienci, którzy wstrzymali się od transakcji w krytycznych miesiącach 1H 2020 r..

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2019 r. oraz 3Q 2020 r. [1,2]




[1]Z wyłączeniem i2 Development, które do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowało poziomu sprzedaży w 3Q 2020 r.
[2] Z wyłączeniem Polnord, który zaprzestał publikowania poziomu sprzedaży.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Przekazania lokali

## Niższa liczba przekazań w 3Q 2020 r.

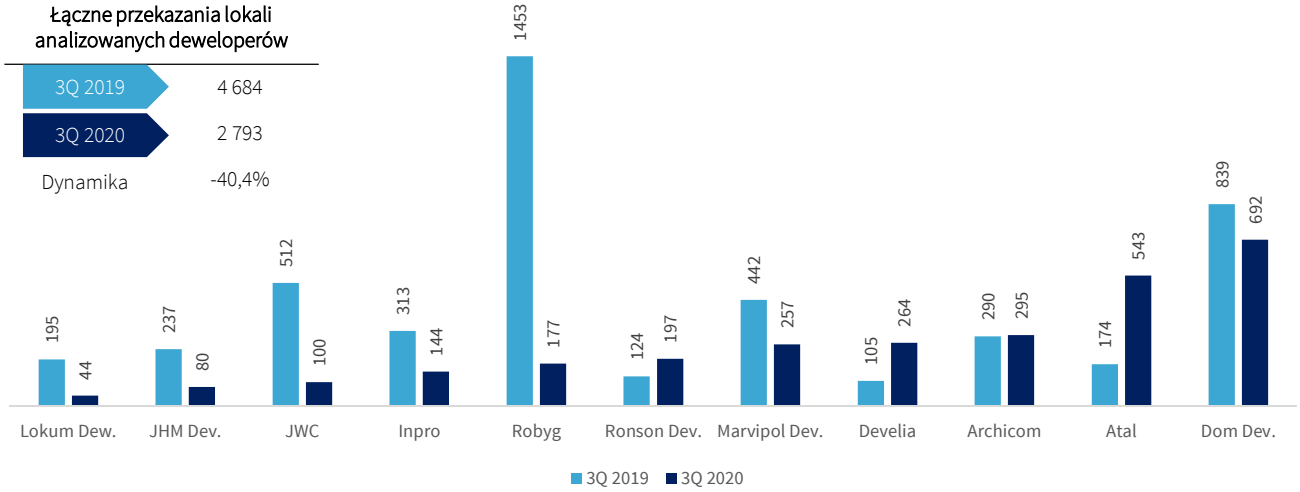
W 3Q 2020 r. analizowane przez nas podmioty przekazały **2 793** lokali wobec 4 684 rok wcześniej (-40,4% r/r). Wynik przekazań jest jednocześnie wyższy o 16,5% wobec poprzedniego kwartału.

W kwartale, który charakteryzował się powrotem aktywności w życiu gospodarczym, co w przypadku analizowanych przez nas podmiotów ujawniło się dobrymi wynikami sprzedaży, przekazania poprawiły się nieznacznie. Jest to jednak efekt harmonogramu inwestycji prowadzonych przez poszczególne podmioty (m.in. JWC, Robyg) oraz problemów niektórych podmiotów ze sprzedażą w poprzednich okresach wynikłych z poziomu oferty (m.in. Develia, Lokum Deweloper). Tradycyjnie też, o wynikach całego roku zdecyduje czwarty kwartał, w którym znaczące wolumeny powinny pojawić się w przypadku: Robyg, Dom Development, Atal. Deweloperom trudno jednak będzie przeskoczyć pod tym kątem rok 2019, w którym analizowane przez nas podmioty oddały klucze do 16 016 lokali. Powodów należy szukać w niskim potencjałem przekazań na resztę roku części podmiotów.

W 3Q 2020 r. najwięcej lokali przekazał **Dom Development**, który wydał klucze do 692 mieszkań (+0,0% q/q i -17,5% r/r). Na drugim miejscu podium uplasował się **Atal,** który przekazał swoim klientom 543 lokale (-29,2% q/q i +212,1% r/r). Trzecie miejsce zajął **Archicom**, z 295 lokalami (+56,9% q/q i +1,7% r/r). Znaczący spadek liczby przekazań w 3Q 2020 r. w ujęciu rok do roku odnotował: **Robyg** (-87,8% r/r), **JWC** (-80,5% r/r) oraz **Lokum Deweloper** (-77,4% r/r).

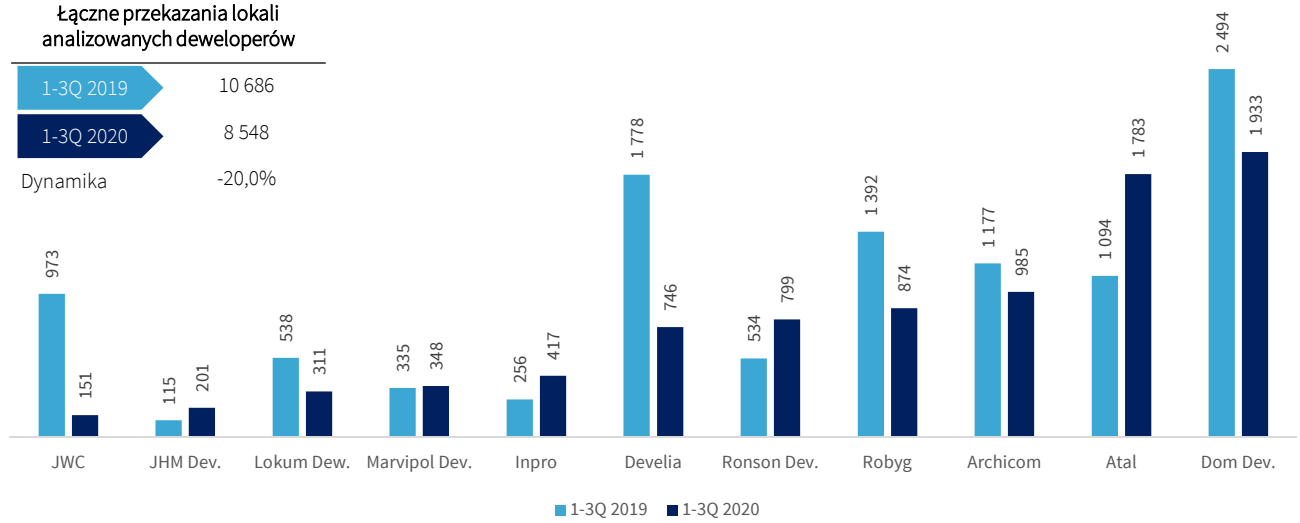
W okresie 1-3Q 2020 r. liczba przekazań spadła z 10 686 do 8 548 lokali (-20,0% r/r). Podobnie jak w przypadku danych kwartalnych najwięcej lokali odebrali klienci: **Dom Development**- 1 933 (-22,5% r/r) oraz **Atal** – 1 783 (+63,0% r/r). Dodanie dynamiki wydań odnotowały także: **JHM Development** (+74,8% r/r), **Inpro** (+62,9% r/r) oraz **Ronson Development** (+49,6% r/r). Największy spadek odnotował natomiast **J.W. Construction** (-84,5% r/r).

Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2019 r. oraz 3Q 2020 r. [1,2]




[1]Z wyłączeniem i2 Development, które do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowało poziomu przekazań w 3Q 2020 r.
[2] Z wyłączeniem Polnord, który zaprzestał publikowania poziomu przekazań.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1-3Q 2019 r. oraz 1-3Q 2020 r. [1,2]




[1]Z wyłączeniem i2 Development, które do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowało poziomu przekazań w 3Q 2020 r.
[2] Z wyłączeniem Polnord, który zaprzestał publikowania poziomu przekazań.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Dalsza poprawa pozycji gotówkowej w 2Q 2020 r.

Zaznaczamy, że część podmiotów nie wydziela zobowiązań finansowych powstałych na skutek MSSF 16 (głównie ujęcie zobowiązań z tytułu użytkowania wieczystego jako leasing). Z tego względu nasze wyliczenie nie uwzględnia tej kwestii.

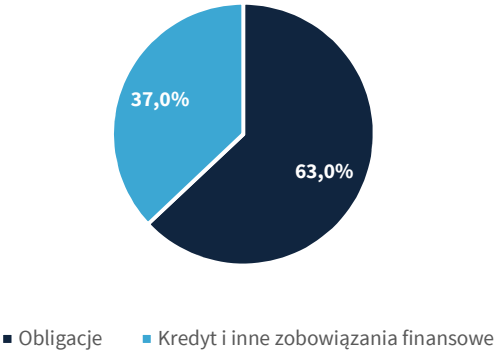
W 2Q 2020 r. udział finansowania obligacyjnego w dalszym ciągu odnotowywał spadek w strukturze zadłużenia analizowanych przez nas deweloperów. Na koniec czerwca 2020 r. obligacje miały 63,0% udziału w całości długu finansowego, co oznacza spadek o 2,6 p.p. q/q (pomijając Robyg oraz Victoria Dom) i o 9,7 p.p. względem danych na koniec ubiegłego roku, kiedy obligacje stanowiły 72,7% długu analizowanych przez nas podmiotów.

Na koniec czerwca br. deweloperzy wykazywali na swych bilansach 3 251 mln zł zobowiązań obligacyjnych wobec 3 486 mln zł na koniec 2019 roku (-235 mln zł). Natomiast w dalszym ciągu przyrastał dług z tytułu kredytów bankowych i innych zobowiązań finansowych, do poziomu 1 912 mln zł (+603 mln zł). Przypominamy, że 2Q 2020 r. był okresem największego nasilenia perturbacji związanych z Covid-19, co przy rekordowych odpływach z funduszy inwestujących w obligacje korporacyjne spowodowało niemal minimalną aktywność podmiotów na rynku pierwotnym obligacji. Jednocześnie, deweloperzy dbając o płynność istotnie zwiększyli dług kredytowy oraz wstrzymali się z wypłatą dywidend, inwestycjami w nowe grunty oraz rozpoczynaniem nowych budów. Warto w tym momencie wspomnieć o Dom Development, który w lipcu zdecydował się przedpłacić 248 mln zł kredytu bankowego.

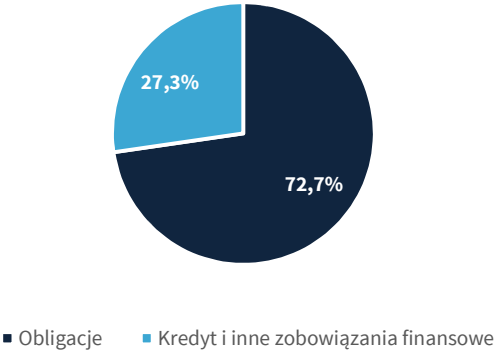
Całościowo, wszystkie zobowiązania przekroczyły kwotę 5 mld zł, rosnąc o 369 mln zł (do 5 164 mln zł wobec 4 795 mln zł na koniec 2019 roku). Szybsza akumulacja gotówki spowodowała spadek długu netto o 399 mln zł (do 2 762 mln zł).

Podtrzymujemy naszą opinię z poprzedniej edycji raportu, że branża deweloperów mieszkaniowych znajduje się w dobrej sytuacji finansowej. Jesteśmy zdania, że zdecydowana większość reprezentantów sektora posiada silne bilanse oraz wysoki poziom zabezpieczonych środków. Jednocześnie wzrost aktywności rynku pierwotnego obligacji obserwowany w ostatnich miesiącach powinien spowodować odwrócenie tendencji obserwowanej w 1H 2020 r. w zakresie struktury zadłużenia deweloperów i w rezultacie ponowny wzrost udziału długu obligacyjnego w całości zobowiązań finansowych.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.06.2020 r.

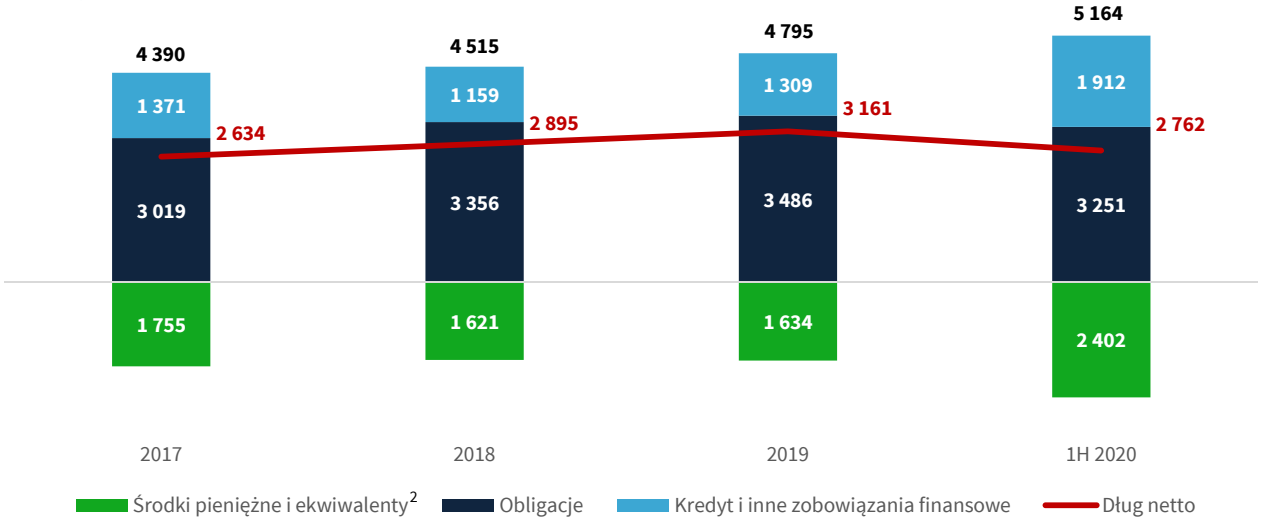



Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2019 r.




Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan środków pieniężnych, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2017 – 1H 2020 (w mln zł) [1]




[1] W przypadku Develia, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.
[2] Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Chwilowo na niższym biegu

W ostatnich miesiącach obserwowaliśmy systematyczne ustępowanie czynników, które w 2Q 2020 r. nagle wymusiły na deweloperach podjęcie działań prowadzących do większego wzmocnieniu bilansów i przeczekanie trudnego czasu jaki wynikł z powodu pojawienia się COVID-19. Symbolicznym sygnałem spadku niepewności były podjęte w ostatnich miesiącach decyzje o wypłacie dywidend, choć nie przez wszystkie podmioty. Tu należy wspomnieć o : **Dom Development** oraz **Archicom.** Wykresy zaprezentowane na następnym slajdzie wskazują, że w 1H 2020 r. większość podmiotów redukowała zadłużenie, choć są wyjątki, które nie zawsze oznaczają, że w biznesie tych spółek dzieje się coś złego. Większość podmiotów nie była też w analizowanym okresie naszym zdaniem mocno zadłużona.

Trudno na dzisiaj oceniać jak druga fala COVID-19 wpłynie na życie społeczno-gospodarcze i czy nastąpi tzw. Kolejny „twardy lockdown", analogiczny do tego z marca-kwietnia, lecz zakładając stabilizację rynku na poziomach obserwowanych w 3Q 2020 r. podtrzymujemy nasze tezy wyrażone w poprzednich edycjach raportu, w których napisaliśmy, że większość podmiotów nie odnotuje problemów z płynnością lub wypłacalnością w najbliższych kwartałach z uwagi na fakt, że:

i) Pandemia „uderzyła" w branżę, kiedy ta była w dobrej kondycji finansowej;
ii) Posiadane banki ziemi umożliwiają „produkcję" przez okres kilku lat, co też umożliwiło deweloperom wstrzymanie się na kilka miesięcy z decyzjami o zakupach nowych gruntów, a tym samym zmniejszyło potrzeby gotówkowe;
iii) Niskie ryzyko istotnego spadku cen z uwagi na ograniczenie liczby rozpoczynanych inwestycji („sterowanie podażą"), które w krótkim okresie pozwala zmniejszyć potrzeby gotówkowe, lecz w dłuższym okresie jest funkcją potencjalnie niższych wyników.

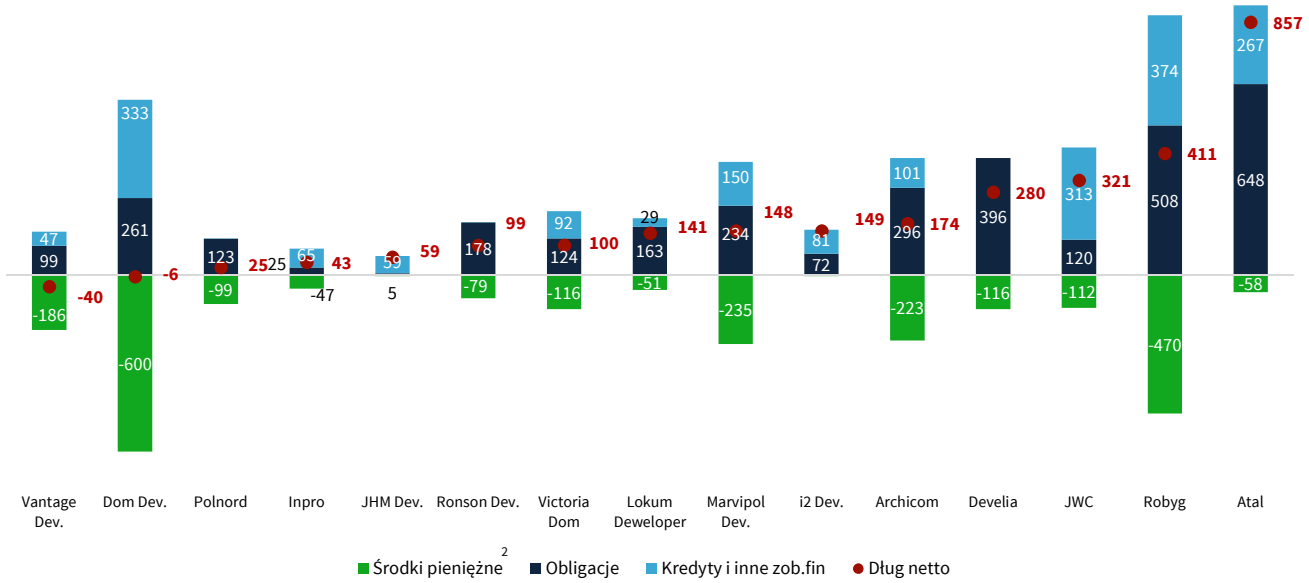
Tradycyjnie w przypadku zalewarowania najwyższy odczyt odnotowany został w przypadku **Atalu**. Wg. stanu na koniec 1H 2020 r. poziom długu netto sięgnął 857 mln zł, z czego jednak ok. 277 mln zł było długiem wobec głównego akcjonariusza. Po dniu bilansowym Atal przeprowadził 2 emisje obligacji na łącznie 200 mln zł, które poprawiły płynność dewelopera.

W dalszym ciągu uważamy, że warto obserwować **i2 Development**, które wzmocniło bilans, lecz poziom zadłużenia pozostaje w naszej ocenie wciąż wysoki. Ponadto, warto obserwować **JWC**, który posiada segment hotelowy, istotnie dotknięty przez panującą pandemię choroby COVID-19. Przypominamy, że deweloper borykał się na początku roku z koniecznością przesunięcia terminu wykupu dwóch serii obligacji, a obecnie podejmuje działania w celu zbycia części aktywów. W przypadku tego dewelopera osłabły w analizowanym okresie wskaźniki zadłużenia.

Po drugiej stronie są takie spółki jak: **Vantage Development**, **Polnord** oraz **Marvipol Development**. W przypadku tej ostatniej, istotny spadek wskaźników zadłużenia wynika ze zbycia projektów magazynowych w br. (+2 kolejne po dniu bilansowym). Natomiast Polnord oraz Vantage Development mają nowych inwestorów strategicznych. W przypadku Polnordu nastąpiło dokapitalizowanie i jego przyszła obecność na rynku publicznym pozostaje pytaniem otwartym. W przypadku Vantage Development zbyto segment komercyjny byłym głównym akcjonariuszom.

Rynek naszym zdaniem wyhamował, lecz zdarzenia z marca-kwietnia to zbyt mało by można było mówić o daleko idących konsekwencjach dla większości podmiotów z branży. Ostatnie dane GUS mówią o istotnym wzroście liczby lokali, których budowę rozpoczęto, lecz uważamy, że obserwowane przez nas podmioty będą przeważnie ostrożnie podchodziły do zwiększania poziomu oferty.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 1H 2020 r. (w mln zł)[1]

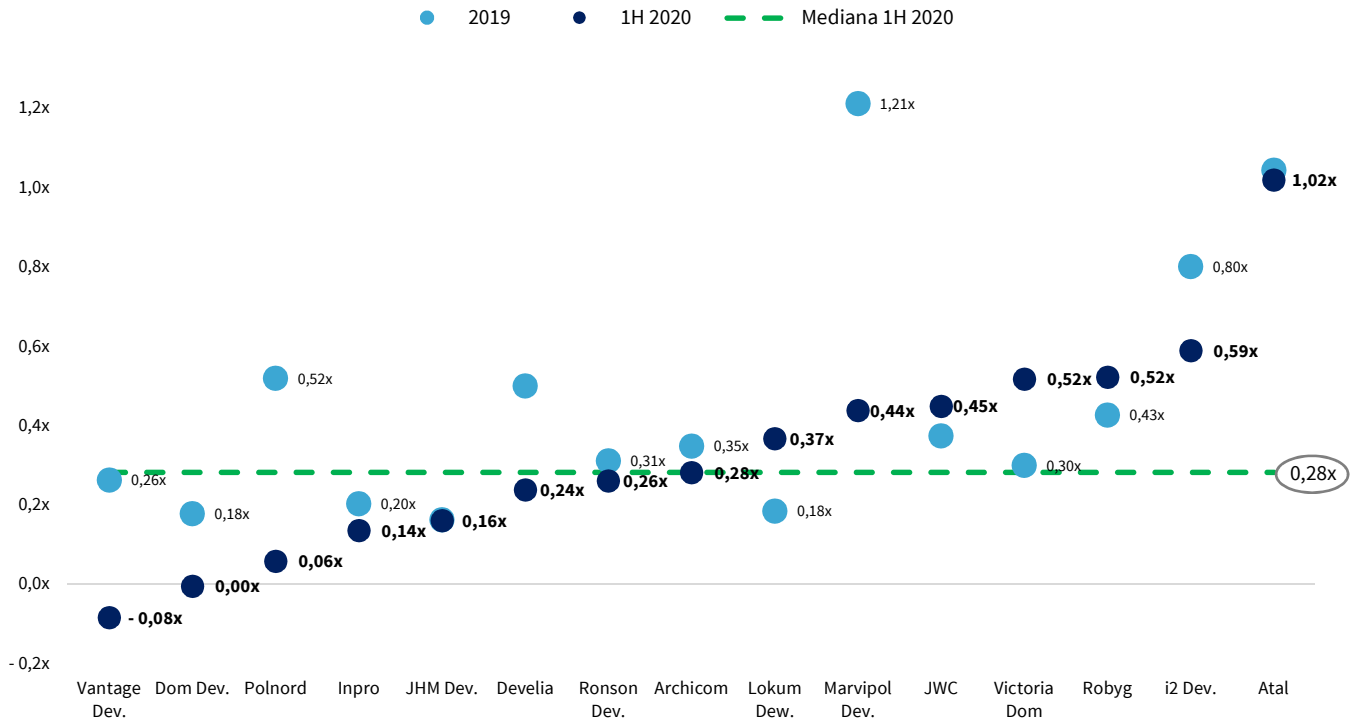



[1] W przypadku Develia, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.
[2] Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

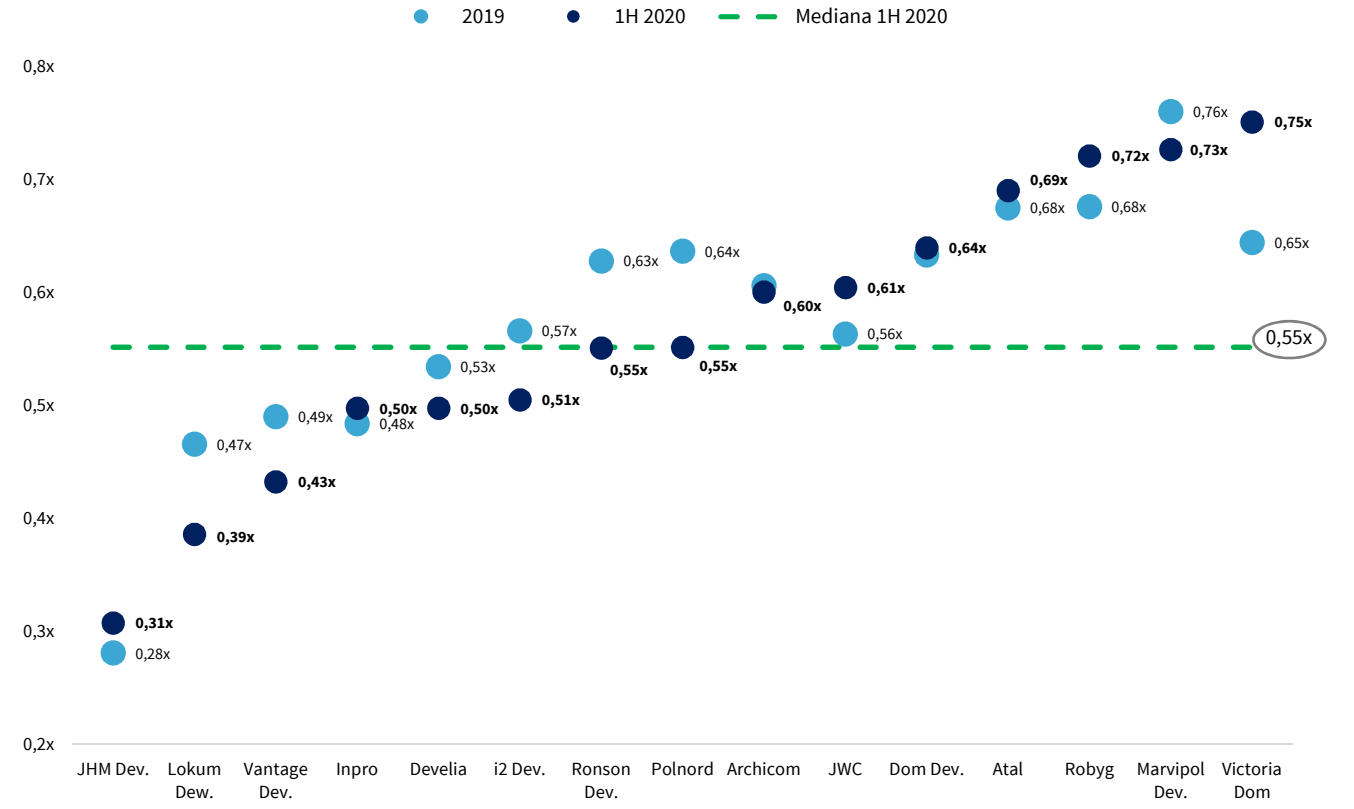
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Analiza wskaźników zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1H 2019 r., 2019 r. oraz 1H 2020 r. [1,2]




Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1H 2019 r., 2019 r. oraz 1H 2020 r. [1,2]




[1] W przypadku Marvipol oraz Vantage Development wydzielone segmenty mieszkaniowe.
[2] W zestawieniu za 2019 r. wykorzystano jednostkowe sprawozdanie finansowe Victoria Dom

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

## Mocne rozpoczęcie 4Q 2020 r.

W okresie styczeń – 23 października 2020 r. analizowani w naszym raporcie deweloperzy pozyskali w ramach emisji obligacji korporacyjnych **768,2 mln zł**, z czego:

- 170,0 mln zł w 1Q 2020 r.;
- 67,1 mln zł w 2Q 2020 r.;
- 321,0 mln zł w 3Q 2020 r;
- 210,1 mln zł w okresie od 1 do 23 października 2020 r.*

Powyższe wskazuje, że w 3 kwartale bieżącego roku ujęte w zestawieniu spółki pozyskały z emisji obligacji o 83,9 mln zł więcej niż w całym pierwszym półroczu 2020 r. Biorąc pod uwagę październikowe oferty, które dotychczas pozwoliły deweloperom zgromadzić środki w kwocie 210,1 mln zł na kolejne miesiące deweloperzy mogą spoglądać z lekkim optymizmem.

Spodziewamy się, że na fali udanych emisji, które miały miejsce we wrześniu i październiku 2020 r. w ostatnim kwartale bieżącego roku jeszcze kilku emitentów będzie starało się zachęcić inwestorów do objęcia nowych serii papierów, ofertując m.in. wyższy niż w poprzednich okresach kupon. W naszej ocenie emitenci mogą zwrócić się w najbliższym czasie z ofertą nie tylko do inwestorów profesjonalnych, bowiem sądzimy, że wysoce prawdopodobny jest scenariusz, w którym deweloperzy będą chcieli ponownie sięgnąć do kieszeni Kowalskich, którzy na skutek rekordowo niskich stóp procentowych oraz rosnącej inflacji wciąż będą poszukiwać alternatyw dla nieefektywnych lokat bankowych. Jednak z uwagą będziemy śledzić, czy dynamiczny wzrost liczby zakażeń COVID-19, który obserwujemy w ostatnich dniach nie przełoży się negatywnie na sentyment inwestorów w kolejnych miesiącach.

Przypominamy, że w 2Q 2020 r. po marcowym załamaniu rynku znaczna część emitentów odstąpiła od „wychodzenia na rynek", zdając sobie sprawę, że przy tak negatywnym sentymencie rynkowym pozyskanie nowych środków jest mało prawdopodobne.

Od początku bieżącego roku do 23 października 2020 r. analizowane przez nas podmioty dokonały wykupów obligacji w kwocie **748,5 mln zł**, z czego 211,4 mln zł (28,2%) stanowiły spłaty przedterminowe. Struktura dotychczas zrealizowanych wykupów wyglądała następująco:

- 263,6 mln zł w 1Q 2020 r.;
- 198,8 mln zł w 2Q 2020 r.;
- 187,9 mln zł w 3Q 2020 r.;
- 98,3 mln zł w okresie od 1 do 20 października 2020 r.

Oznacza to, że od początku bieżącego roku do 23 października 2020 r. ujęci w naszym zestawieniu deweloperzy odnotowali wzrost obligacyjnego outstandingu o **19,7 mln zł**.

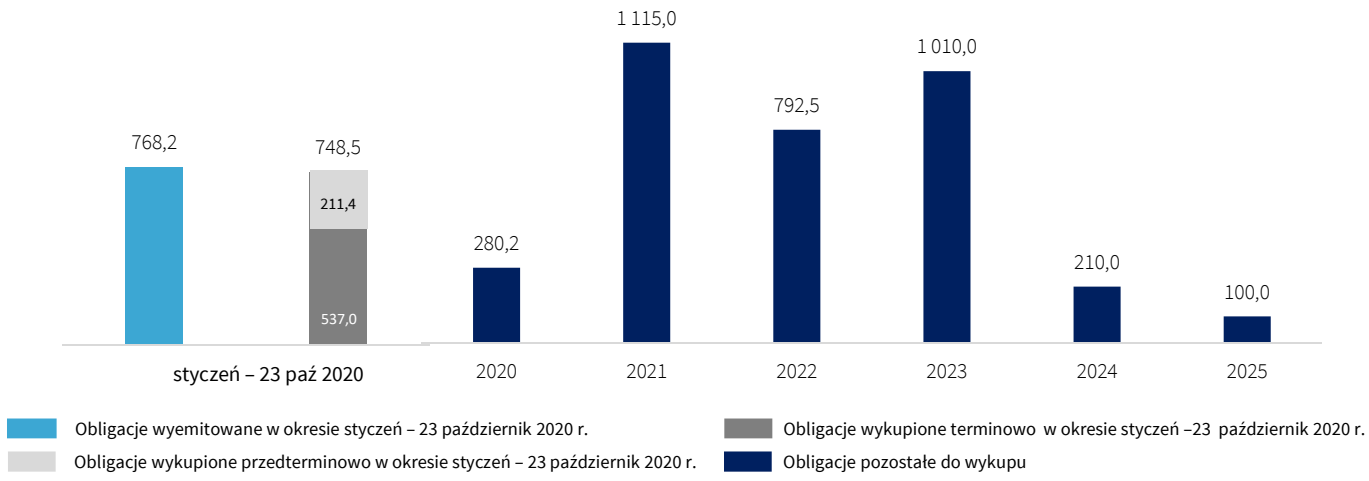
Tegoroczne wykupy potwierdzają tezę z poprzednich edycji naszego raportu, że sektor znajduje się w dobrej kondycji finansowej, a ubiegłe bardzo dobre lata w wykonaniu branży pozwoliły zbudować deweloperom silne bilanse i odpowiednio zadbać o płynność finansową spółek.

W tym roku deweloperzy są zobowiązani do wykupów serii obligacji na łączna kwotę **280,2 mln zł**. Zagrożenie braku spłaty tegorocznego zadłużenia jest w naszej ocenie znikome. Zdecydowanie bardziej wymagający dla sektora będzie przyszły rok, w którym ujęte w naszym zestawieniu podmioty będą musiały zmierzyć się z wykupami o łącznej wartości ponad **1,1 mld zł**. Obecna sytuacja gospodarcza ulega obecnie dynamicznym wahaniom, zatem trudno jest nam na dzień dzisiejszy prognozować, jaka część tego zadłużenia będzie mogła zostać zrefinansowana, a jakie kwoty deweloperzy będą musieli obsłużyć przy wykorzystaniu własnych środków wypracowanych w ramach działalności operacyjnej.

Według stanu na dzień 23 października 2020 r. łączny outstanding obligacyjny sektora wyniósł ponad **3,5 mld zł**. Skala poziomu zadłużenia ukazuje, jak ważnym źródłem finansowania dla deweloperów są obligacje korporacyjne.

* Wliczając Lokum Deweloper pod warunkiem opłacenia emisji do dnia 23 października 2020 r.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2020 – 2025 (w mln zł) według stanu na dzień 23.10.2020 r.




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

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

## Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2020 r.

| Deweloper | Data emisji | Nominalna wartość emisji (mln zł) | Tenor (lata) | Kupon | Zabezpieczenie |
|---|---|---|---|---|---|
| Archicom | lut.20 | 90,0 | 2 | WIBOR 3M + 2,45% | Nie |
| Marvipol | lut.20 | 27,0 | 3[1] | WIBOR 6M + marża | Nie |
| i2 Development | mar.20 | 20,0 | 1,5 | WIBOR 3M + marża | Tak |
| Marvipol | mar.20 | 7,3 | 3[1] | WIBOR 6M + marża | Nie |
| Marvipol | mar.20 | 2,7 | 3[1] | WIBOR 6M + marża | Nie |
| Archicom | mar.20 | 23,0 | 0,2 | obligacje zerokuponowe | b/d |
| 1Q 2020 | | 170,0 | | | |
| Victoria Dom | maj.20 | 10,5 | 3 | 7,00% | Nie |
| Archicom | cze.20 | 23,0 | 0,3 | obligacje zerokuponowe | b/d |
| Archicom | cze.20 | 4,8 | 2,3 | WIBOR 6M + marża | Tak |
| Archicom | cze.20 | 5,4 | 2,5 | WIBOR 6M + marża | Tak |
| Archicom | cze.20 | 8,8 | 2,3 | WIBOR 6M + marża | Tak |
| Archicom | cze.20 | 7,5 | 2,5 | WIBOR 6M + marża | Tak |
| JHM Development | cze.20 | 7,0 | 3,5 | WIBOR 3M + marża | Nie |
| 2Q 2020 | | 67,1 | | | |
| Victoria Dom | lip.20 | 11,0 | 3 | 6,65% | Nie |
| i2 Development | sie.20 | 10,0 | 3 | 6,00% | Tak |
| Atal | wrz.20 | 150,0 | 2 | WIBOR 6M + 2,60% | Nie |
| Atal | wrz.20 | 50,0 | 2 | WIBOR 6M + 2,60% | Nie |
| Dom Development | wrz.20 | 100,0 | 5 | WIBOR 6M + 1,75% | Nie |
| 3Q 2020 | | 321,0 | | | |
| JHM Development | paź.20 | 5,1 | 3,3 | WIBOR 3M + marża | Nie |
| Develia | paź.20 | 70,0 | 3 | WIBOR 3M + 3,30% | Nie |
| Ronson | paź.20 | 100,0 | 3,5[1] | WIBOR 6M + 4,30% | Nie |
| Lokum Deweloper | paź.20 | 35,0 | 3 | WIBOR 6M + 4,50% | Nie |
| 01-23.10.2020 | | 210,1 | | | |
| Suma | | 768,2 | | | |

[1]okresowa amortyzacja

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

## Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2020 – 2025 (w mln zł) według stanu na dzień 23.10.2020 r.

| Deweloper | Emisje | | | Wykupy | | | Wykupy | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1H 2020 | 3Q 2020 | 01-20.10 2020 | 1H 2020 | 3Q 2020 | 01-20.10 2020 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | Suma do wykupu |
| Atal | 0,0 | 200,0 | 0,0 | 0,0 | 25,5 | 20,0 | 76,7 | 368,0 | 200,0 | 149,0 | 0,0 | 0,0 | 793,7 |
| Robyg | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 45,3 | 0,0 | 360,0 | 100,0 | 0,0 | 505,3 |
| Develia | 0,0 | 0,0 | 70,0 | 65,0 | 46,0 | 34,0 | 0,0 | 140,0 | 115,0 | 130,0 | 0,0 | 0,0 | 385,0 |
| Dom Development | 0,0 | 100,0 | 0,0 | 100,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 110,0 | 50,0 | 50,0 | 50,0 | 100,0 | 360,0 |
| Archicom | 162,6 | 0,0 | 0,0 | 72,5 | 28,1 | 0,0 | 0,0 | 22,5 | 175,2 | 68,8 | 0,0 | 0,0 | 266,6 |
| Ronson Europe N.V. | 0,0 | 0,0 | 100,0 | 10,0 | 25,0 | 22,1 | 0,0 | 52,7 | 54,8 | 62,6 | 60,0 | 0,0 | 230,2 |
| Marvipol | 37,0 | 0,0 | 0,0 | 12,0 | 12,0 | 0,0 | 65,2 | 64,8 | 69,1 | 25,9 | 0,0 | 0,0 | 225,0 |
| Lokum Developer | 0,0 | 0,0 | 35,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 100,0 | 0,0 | 100,0 | 0,0 | 0,0 | 165,0 |
| J.W. Construction | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 11,9 | 0,0 | 0,0 | 14,1 | 30,4 | 72,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 116,9 |
| Victoria Dom | 10,5 | 11,0 | 0,0 | 10,0 | 10,0 | 0,0 | 0,0 | 26,1 | 56,0 | 41,5 | 0,0 | 0,0 | 123,6 |
| Vantage Development | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 70,3 | 0,0 | 0,0 | 100,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 100,1 |
| Polnord | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 55,2 | 25,5 | 22,1 | 22,5 | 76,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 99,3 |
| i2 Development | 20,0 | 10,0 | 0,0 | 53,3 | 14,0 | 0,0 | 0,0 | 52,0 | 0,0 | 10,0 | 0,0 | 0,0 | 62,0 |
| Inpro | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 25,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 25,0 |
| JHM Development | 7,0 | 0,0 | 5,1 | 2,1 | 1,8 | 0,0 | 1,7 | 1,4 | 0,0 | 12,1 | 0,0 | 0,0 | 15,2 |
| Razem | **237,1** | **321,0** | **210,1** | **462,3** | **187,9** | **98,3** | **280,2** | **1 115,0** | **792,5** | **1010,0** | **210,0** | **100,0** | **3 507,8** |

[1] W tym 277 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane

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

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

## Powrót na rynek znanych emitentów

O poprawie sentymentu inwestycyjnego w segmencie obligacji korporacyjnych w drugiej połowie bieżącego roku świadczy niewątpliwie powrót na rynek uznanych emitentów.

Jeszcze niedawno swoje plany emisyjne musiał wstrzymać m.in. Dom Development, który finalnie we wrześniu 2020 r. pozyskał 100,0 mln zł, oferując inwestorom 5-letni niezabezpieczony papier, oprocentowany według stawki WIBOR 6M + 1,75%. Należy odnotować, że przydział obligacji odbył się po 35% redukcji zapisów. Ustalona w ramach procesu book-buildingu tegoroczna marża odpowiada poziomowi emisji przeprowadzonej przez dewelopera w 2016 r. Oprocentowanie obligacji wyemitowanych przez spółkę w latach 2018-2019 wynosiło WIBOR 6M + 1,50%.

Również w 3Q 2020 r. na rynek powrócił kolejny doświadczony emitent – Atal. Spółka poprzez emisję 2-letnich niezabezpieczonych obligacji serii AW oraz AW2 pozyskała łącznie 200,0 mln zł, które są oprocentowane stawką WIBOR 6M + 2,60%. Przypominamy, że w ubiegłym roku deweloper plasował dług przy marży na poziomie 1,90%. W 1Q 2021 r. ma dojść do asymilacji nowo wyemitowanych serii obligacji. Warto zastanowić się, czy plasowanie papierów o 2-letnim tenorze przy obecnym nastroju gospodarczym będzie tak samo efektywne jak w ubiegłych latach.

Wśród dotychczasowych emisji przeprowadzonych w drugiej połowie bieżącego roku nie sposób pominąć dużego sukcesu oferty Ronson, który na początku października uplasował rekordowe 100,0 mln zł wobec planowanych 55,0 mln zł. Co więcej popyt na papiery dewelopera sięgnął aż ponad 150,0 mln zł, co zdaniem Zarządu Spółki przekraczało bieżące potrzeby kapitałowe dewelopera. Co stoi za sukcesem tej emisji? Niewątpliwie istotnym czynnikiem, który zwiększył apetyt inwestorów na papiery nowej emisji była atrakcyjna marża wynosząca 4,30%, która będzie dodatkowo powiększona o WIBOR 6M. Dodatkowo deweloper jest zobowiązany do okresowej amortyzacji 40% emisji po 3 latach (pół roku przed finalną zapadalnością papieru). Spółka informuje również, że w emisji wzięło udział grono nowych inwestorów, z których część jeszcze do tej pory nie inwestowała w Polsce. Wartym odnotowania jest również fakt, że istotna część środków pozyskanych w ramach nowej emisji posłuży Spółce do refinansowania bieżącego zadłużenia.

W październiku 2020 r. emisję 3-letnich niezabezpieczonych obligacji przeprowadziła również Develia, która pozyskała 70,0 mln zł oprocentowane według stawki WIBOR 3M + 3,30%. Mniejsze emisje w drugiej połowie roku przeprowadzili również Lokum Deweloper (35,0 mln zł) JHM Development (7,0 mln zł i 5,07 mln zł), i2 Development (10,0 mln zł) oraz Victoria Dom (10,5 mln zł i 11,0 mln zł).

Ostatni z wymienionych deweloperów – Victoria Dom planuje w najbliższym czasie uplasować rekordową emisję do 50,0 mln zł, zaznaczając, że wartość oferty może wzrosnąć do 60,0 mln zł. Za niezabezpieczony 3-letni papier Spółka planuje płacić obligatariuszom odsetki wyliczane w oparciu o marżę na poziomie 5-6% powiększoną o WIBIOR 6M.

W ostatnich dniach Vantage Development poinformował, że w listopadzie zamierza przedterminowi spłacić obligacje serii R (56,2 mln zł). Wcześniej deweloper komunikował o przedterminowej spłacie obligacji serii T (43,9 mln zł), co oznacza, że po 30 listopada 2020 r. Spółka nie będzie już obecna na rynku Catalyst.

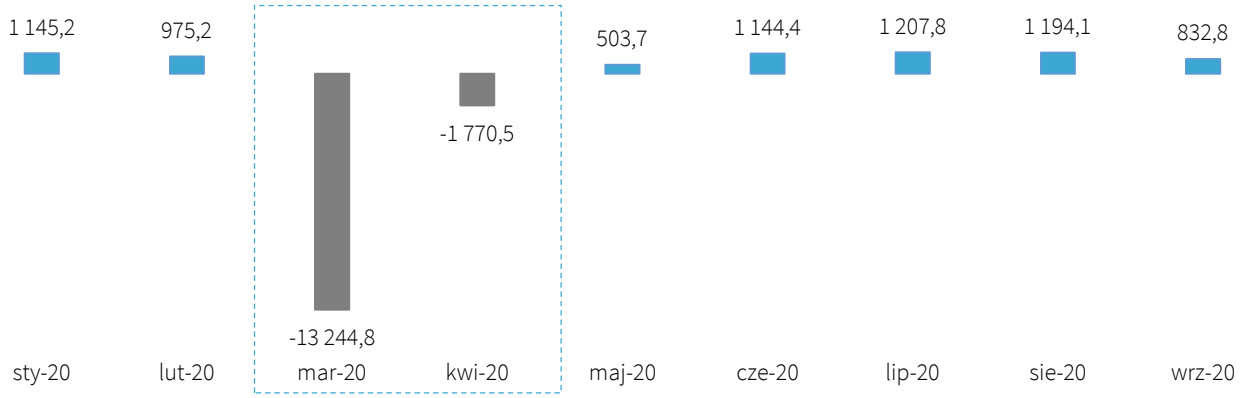
Naszym zdaniem w 4Q 2020 r. możemy spodziewać się kolejnych prób „wyjścia na rynek" przez emitentów. Poza wcześniej wspominanymi działaniami Victoria Dom, naszym zdaniem warto dodatkowo śledzić w najbliższych miesiącach poczynienia m.in. Marvipol Development.

## Aktywa funduszy aktywnych na rynku długu

Po marcowym załamaniu rynku, w którym aktywa funduszy aktywnych na rynku obligacji korporacyjnych odnotowały spadek wartości aktywów o 13,2 mld zł (-24,7% m/m) i słabym kwietniu 2020 r. (spadek aktywów o 1,8 mld zł), począwszy od maja bieżącego roku fundusze zaczęły odbudowywać swoją pozycję. W okresie maj – wrzesień 2020 r. aktywa uwzględnianych w naszym zestawieniu funduszy wzrosły o blisko 4,9 mld zł.

Druga fala zachorowań, z którą obecnie boryka się gospodarka powoduje kolejny okres niepewności, z którym być może będą musiały zmierzyć się fundusze. Jednak powtórka załamania rynku o skali umorzeń jednostek uczestnictwa (certyfikatów inwestycyjnych) z marca 2020 r. na dzień dzisiejszy wydaje nam się mało prawdopodobna.

Zmiana aktywów funduszy aktywnych na rynku obligacji korporacyjnych (mln zł)




Źródło: Dom Maklerski Navigator – DCM Index

## ARCHICOM

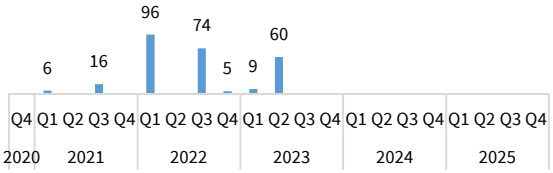
- W 1-3Q 2020 r. deweloper zrealizował sprzedaż na poziomie 854 lokali w stosunku do 1 167 szt. rok wcześniej (-26,8% r/r). Zgodnie z zapowiedzią, w lipcu Spółka dokonała rewizji celu sprzedażowego na br., obniżając go do przedziału 1 000 – 1 200 lokali wobec 1 500 – 1 700 szt. pierwotnie.
- W 3Q 2020 r. Spółka przekazała klientom 295 kluczy do lokali wobec 290 szt. w 3Q 2019 r.. W 1-3Q 2020 r. liczba przekazanych mieszkań sięgnęła 985 szt. w stosunku do 1 177 w analogicznym okresie roku ubiegłego (-16,3% r/r).
- Obok rewizji celu sprzedażowego, Archicom podtrzymał plan przekazań na br., który wynosi 1 400 – 1 600 lokali. Ponadto, deweloper przedstawił prognozę EBIT, który w 2020 r. ma ukształtować się w przedziale 170 – 190 mln zł. Prognoza EBIT uwzględnia rewaluacje nieruchomości inwestycyjnych City Forum, które wyniosły +45,2 mln zł w 1H 2020 r. vs +21,1 mln zł rok wcześniej. Ponadto, Archicom rozpoznał dodatni wynik na sprzedaży budynku City One (+15,6 mln zł), który poprawił wynik na pozostałej działalności operacyjnej.
- Stan oferty na koniec czerwca br. wyniósł 1 788 lokali wobec 1 908 na koniec 1Q 2020 r. (-6,3% q/q). Grupa poinformowała o planach wprowadzenia do oferty ok. 500 lokali w 4Q 2020 r. w czterech inwestycjach we Wrocławiu oraz jednej w Gdyni. W okresie czerwiec-sierpień Grupa uzupełniła także bank ziemi o dwie działki we Wrocławiu, które umożliwiają realizację ok. 160 lokali.
- W minionym półroczu, w odpowiedzi na rozwój epidemii Covid-19 oraz związane z tym faktem pogorszenie sytuacji gospodarczej, Archicom pracował nad poprawą struktury bilansu. Temu celowi przyświecały rezygnacja z wypłaty dywidendy w 1H 2020 r. oraz optymalizacja struktury zapadalności zobowiązań w celu ich wydłużenia (emisja obligacji, uruchomienie kredytów długoterminowych). Dług netto do kapitału własnego obniżył się do 0,19 vs 0,37 na koniec 2019 r.
- W trakcie ostatniej konferencji wynikowej Zarząd zasugerował powrót do wypłat dywidend. Decyzję uzależniał od możliwości oceny wpływu wydarzeń br. na sytuację gospodarczą. W dniu 8 października 2020 podjął uchwałę o wypłacie 64,9 mln zł dywidendy zaliczkowej (2,53 zł/akcję). Termin wypłaty dywidendy ustalono na 27 listopada 2020 r., a warunkiem wypłaty jest zgoda Rady Nadzorczej.

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 324,7 | 476,5 | 500,5 | 291,9 | 266,8 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 88,1 | 128,2 | 151,1 | 84,8 | 75,2 |
| *Marża brutto ze sprzedaży* | *27,1%* | *26,9%* | *30,2%* | *29,0%* | *28,2%* |
| EBIT | 70,2 | 88,3 | 100,3 | 61,7 | 50,0 |
| *Marża EBIT* | *21,6%* | *18,5%* | *20,0%* | *21,1%* | *18,7%* |
| Zysk netto | 57,3 | 61,4 | 89,2 | 49,0 | 31,0 |
| *Marża netto* | *17,7%* | *12,9%* | *17,8%* | *16,8%* | *11,6%* |
| Kapitał własny | 473,7 | 491,0 | 543,4 | 523,6 | 616,6 |
| Zadłużenie finansowe | 196,2 | 266,7 | 282,2 | 343,2 | 396,8 |
| Kredyty i inne | 43,0 | 53,4 | 76,0 | 85,6 | 101,0 |
| Obligacje | 153,2 | 213,4 | 206,2 | 257,6 | 295,8 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *78,1%* | *80,0%* | *73,1%* | *75,1%* | *74,6%* |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 80,2 | 106,3 | 92,7 | 215,5 | 222,9 |
| Dług netto | 116,0 | 160,5 | 189,5 | 127,7 | 173,8 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 54,1% | 58,1% | 60,7% | 60,0% | 60,1% |
| Dług netto/KW | 24,5% | 32,7% | 34,9% | 24,4% | 28,2% |

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 zł)**




Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

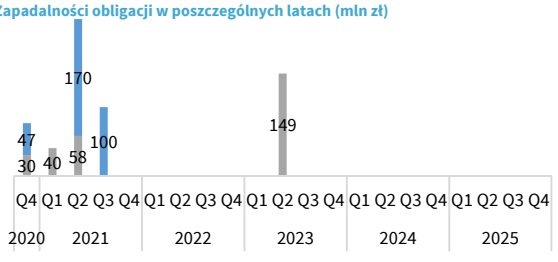
## ATAL

- Po trzech kwartałach br. Atal może pochwalić się sprzedażą 2 083 lokali w stosunku do 2 296 lokali rok wcześniej (-9,3% r/r), z czego w samym 3Q 2020 r. deweloper sprzedał 796 lokali (+48,5% q/q oraz +15,0% r/r). W rozbiciu na poszczególne miesiące sprzedaż kształtowała się następująco*: lipiec 242 lokale, sierpień 252, wrzesień 307. Sam wrzesień był najlepszym jak dotąd miesiącem w 2020 r.. Cel sprzedażowy na cały rok wynosi 2 800 lokali i pod warunkiem utrzymania się sytuacji z 3Q 2020 r. nie wydaje się zagrożony.
- Pod kątem przekazań, w okresie 1-3Q 2020 r. deweloper rozpozna w wynikach 1 783 lokali w stosunku do 1 094 szt. rok wcześniej (+63,0% r/r). Sporej liczby przekazań należy spodziewać się także w 4Q 2020 r.. Wg. prezentacji wynikowej za 1H 2020 r. potencjał przekazań w br. wynosi 3 790 lokali. Poziom kontraktacji wspomnianej liczby lokali wyniósł 2 659 jednostek mieszkalnych wg. stanu na koniec 1H 2020 r..
- Na zakupy nowych działek Atal wydał w 1H 2020 r. 33,4 mln zł vs 76,0 mln zł w okresie porównywalnym. Większość zakupów spółka dokonała w 1Q 2020 r. Na nowych gruntach (działki w łącznie 5 miastach) Spółka może zrealizować ok. 47,9 tys. mkw. PUM. Średnia cena zakupu PUM wyniosła 696 zł/mkw.
- Liczba wprowadzonych do sprzedaży lokali 1H 2020 r. wyniosła w 1 394 szt., a liczba tych, których budowę zakończono w tym okresie 1 382 szt.. Podczas konferencji wynikowej Zarząd zakomunikował, że docelowa skala działalności Spółki została osiągnięta, tym samym, deweloper w następnych okresach zamierza utrzymywać poziom oferty na obecnym poziomie (ok. 4 700 lokali).
- Pierwsza połowa br. to także okres, w którym Spółka odnotowała niską marże brutto na sprzedaży, która wyniosła 18,3% vs 26,1% rok wcześniej. Zarząd dewelopera tłumaczy pogorszenie rentowności silnym wzrostem cen wykonawstwa w 2018 roku, za którym ceny sprzedawanych wtedy mieszkań zareagowały z opóźnieniem. Efekt ten wg. Zarządu powinien wygasać w kolejnych kwartałach, co będzie sprzyjać poprawie rentowności. Ponadto, wyniki 1H 2020 r. były obciążone zdarzeniem jednorazowym w postaci ujęcia dodatkowego kosztu infrastruktury przy jednej z inwestycji.
- W 3Q 2020 r. Grupa przeprowadziła 2 emisje obligacji o łącznej wartości 200 mln zł (150 mln zł i 50 mln zł). Obie emisje mają dwuletni termin zapadalności. Marża wyemitowanych obligacji została podwyższona do 2,6% z 1,9% w stosunku do poprzednich emisji, co częściowo rekompensuje spadek WIBOR.

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 865,8 | 1 055,0 | 720,2 | 350,6 | 455,7 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 247,6 | 283,5 | 170,7 | 91,6 | 83,5 |
| *Marża brutto ze sprzedaży* | *28,6%* | *26,9%* | *23,7%* | *26,1%* | *18,3%* |
| Przychody segmentu dewelop. | 855,6 | 1046,9 | 713,4 | 347,2 | 452,2 |
| EBIT segmentu dewelop. | 216,3 | 255,6 | 142,6 | 74,6 | 64,0 |
| *Marża EBIT* | *25,3%* | *24,4%* | *20,0%* | *21,5%* | *14,2%* |
| Zysk netto | 179,7 | 206,6 | 115,7 | 59,5 | 51,1 |
| *Marża netto* | *20,8%* | *19,6%* | *16,1%* | *17,0%* | *11,2%* |
| Kapitał własny | 788,3 | 857,3 | 788,8 | 732,6 | 839,9 |
| Zadłużenie finansowe | 479,9 | 524,8 | 837,9 | 748,0 | 915,1 |
| Kredyty i inne | 91,8 | 84,4 | 190,3 | 102,4 | 267,1 |
| Obligacje | 388,2 | 440,5 | 647,7 | 645,5 | 648,0 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *80,9%* | *83,9%* | *77,3%* | *86,3%* | *70,8%* |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 129,9 | 29,2 | 14,2 | 133,8 | 58,2 |
| Dług netto | 350,0 | 495,6 | 823,7 | 614,1 | 856,9 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 56,0% | 54,2% | 67,6% | 68,4% | 69,1% |
| Dług netto/KW | 44,4% | 57,8% | 104,4% | 83,8% | 102,0% |

[1]bez uwzględnienia leasingu finansowego

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




Emisje objęte przez podmioty powiązane = 277 mln zł

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

* Różnice między danymi sprzedażowymi miesięcznymi a kwartalnymi wynikają ze specyfiki raportowania dewelopera

# Informacje ze spółek

## DEVELIA

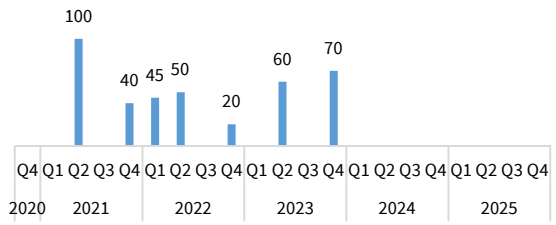
- Trzy kwartały br. przyniosły Develii kontraktację na poziomie 781 lokali w stosunku do 928 lokali rok wcześniej, co oznacza spadek na poziomie 15,8% r/r. Należy jednak pamiętać, że większą części poprzedniego roku deweloper pracował na niższej ofercie, którą zaczął odbudowywać w 2H 2019 r.. W samym 3Q 2020 r. deweloper sprzedał 358 lokali, co jest wynikiem o 15,5% lepszym r/r (efekt systematycznego powiększania oferty) oraz o 246 jednostki lepszy q/q (efekt lockdownu). Sprzedaż w 4Q 2020 r. będzie uzależniona od sytuacji związanej z Covid-19 oraz tempa wprowadzania nowych inwestycji do oferty. Sam 4Q 2020 r. może stanowić dla Develii wyzwanie z powodu wysokiej bazy porównawczej. Kontraktacja w 4Q 2019 r. wyniosła 582 mieszkania, głównie na skutek mocnego uzupełnienia oferty.
- Pod kątem przekazań, Spółka rozpoznała w wynikach 1-3Q 2020 r. 746 lokali vs 1 778 lokali rok wcześniej (-58,0% r/r) i jest to efekt mniejszej liczby prowadzonych inwestycji w latach 2018-2019. Wg. celu Zarządu do końca roku Spółka powinna przekazać jeszcze ok. 200-300 lokali. Większe wolumeny powinny pojawić się w 2021 r., kiedy potencjał przekazań wg. stanu na koniec 1H 2020 r. wynosi 1 681 lokali, z czego sprzedane jest już 1 274 szt..
- Oferta wg. stanu na koniec sierpnia 2020 r. wynosiła 1 536 lokali (1 690 na koniec 1H 2020r.) vs 1 363 szt. na koniec 1H 2019 r..
- Słabsze r/r wyniki dewelopera są efektem: niższej liczby przekazanych mieszkań oraz przeszacowaniami wartości nieruchomości komercyjnych.
- W okresie 1-3Q 2020 r. Develia wykupiła w terminie 65,0 mln zł obligacji zapadających w marcu oraz 46,0 mln zł w ramach przedterminowego wykupu części obligacji zapadających w październiku 2022 r.. Przedterminowy wykup związany był z dojściem do skutku sprzedaży budynku Wola Center. Jednocześnie 7 października wyemitowała 70,0 mln zł obligacji z 3-letnim terminem zapadalności. Koszt nowego długu wynosi WIBOR 3M + 3,3%.
- Dodatkowo, sprzedaż biurowca Wola Center (w 1Q 2020 r.) przyniosła Develii 436,1 mln zł wpływów, które posłużyły także do spłaty 45,2 mln euro kredytu finansującego zbytą nieruchomość. W rezultacie, istotnej poprawie uległy wskaźniki zadłużenia oraz płynności dewelopera.
- 2 października 2020 r. Spółka wypłaciła dywidendę w wysokości 44,8 mln zł, co daje 0,1 zł/akcję.

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 706,2 | 796,7 | 819,3 | 631,7 | 220,1 |
| Przychody | 562,5 | 649,0 | 678,3 | 554,8 | 175,8 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 162,0 | 201,2 | 225,3 | 186,0 | 66,0 |
| *Marża brutto ze sprz.* | *28,8%* | *31,0%* | *33,2%* | *33,5%* | *37,5%* |
| Zysk netto | 80,2 | 160,4 | 117,4 | 125,4 | 8,8 |
| *Marża netto* | *11,4%* | *20,1%* | *14,3%* | *19,9%* | *4,0%* |
| Kapitał własny | 1 448,4 | 1 497,8 | 1 492,1 | 1 496,1 | 1 510,1 |
| Zadłużenie finansowe | 1081,7 | 1214,5 | 1087,7 | 1290,6 | 841,3 |
| Zadłużenie finansowe | 444,9 | 485,5 | 462,7 | 495,5 | 396,5 |
| Kredyty i inne | 88,2 | 33,2 | 0,0 | 33,2 | 0,0 |
| Obligacje | 356,7 | 452,3 | 462,7 | 462,3 | 396,5 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *80,2%* | *93,2%* | *100,0%* | *93,3%* | *100,0%* |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 163,3 | 259,9 | 242,7 | 230,5 | 116,2 |
| Dług netto | 281,6 | 225,7 | 220,0 | 265,0 | 280,3 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 56,1% | 58,1% | 53,5% | 57,3% | 49,8% |
| Dług netto/KW | 51,7% | 50,0% | 50,1% | 52,9% | 23,8% |

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 zł)**



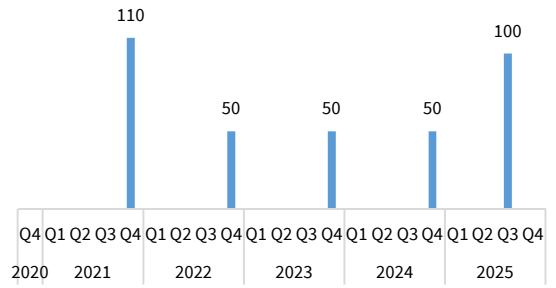

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## DOM DEVELOPMENT

- W 3Q 2020 r. Dom Development zakontraktował 995 lokali vs 816 kwartał wcześniej (+21,9% q/q) i 937 rok wcześniej (+6,2% r/r). Narastająco YTD sprzedaż sięgnęła 2 626 lokali w stosunku do 2 699 szt. rok wcześniej (-2,7% r/r). Wyniki sprzedaży dewelopera wyglądają tak jakby „lockdown" w ogóle nie miał miejsca. Warto dodać, że sprzedaż jest porównywalna mimo niższego poziomu oferty, która na koniec 1H 2020 r. wyniosła 2 019 jednostki mieszkalne vs 1 890 kwartał wcześniej – to poziomy o ok. 25-30% niższe niż średnia z lat 2018-2019. Ponadto, systematycznie rośnie średnia wartość transakcji. W 3Q 2020 r. deweloper rozpoczął budowę ok. 2 000 mieszkań.
- Pod kątem przekazań, deweloper przekazał klientom klucze do 692 lokali w 3Q 2020 r. (-17,5% r/r), narastająco YTD jest to 1 933 mieszkania w stosunku do 2 494 rok wcześniej (-22,5% r/r). W trakcie konferencji wynikowej Zarząd zaktualizował swoje oczekiwania dot. przekazań na cały rok do poziomu ok. 3 000 lokali vs 3 100 poprzednio, co nie powinno wg. Zarządu spowodować uszczerbku na wyniku z powodu systematycznie rosnącej wartości transakcji. Wszystkie budowy realizowane są terminowo.
- Marża brutto na sprzedaży wyniosła w 1H 2020 r. 31,0% vs 29,3% rok wcześniej (+1,7 p.p. r/r). Marża zysku netto 15,2% vs 15,0% rok wcześniej (+0,2 p.p.). Poprawa rentowności wynika ze wzrostu średniej wartości lokalu oraz rosnącego udziału własnego generalnego wykonawstwa, który wg. stanu na 30 czerwca 2020 r. sięgnął 87%. W całym roku spodziewane są rekordowe wyniki z racji nieco wyższej oczekiwanej rentowności.
- Dom Development zdecydował się jednak wypłacić dywidendę z zysku za 2019 rok. Przypomnijmy, w kwietniu Zarząd zawiesił rekomendację dot. wypłaty dywidendy, lecz już w sierpniu powrócił do pierwotnych planów. Tym samym, 14 września na konta akcjonariuszy trafiło 239,6 mln zł, tj. 9,5 zł/akcję.
- Decyzja o wypłacie dywidendy nie zachwiała standingiem finansowym Grupy, który utrzymywany jest na wysokim oraz stabilnym poziomie. Ponadto, ustabilizowanie się sytuacji rynkowej oraz rosnący poziom wpłat od klientów pozwolił bez problemu obsłużyć czerwcowy wykup obligacji oraz spłacić 248 mln zł kredytów zaciągniętych w 1Q 2020 r.. Dom Development przeprowadził także we wrześniu emisję 100 mln zł 5-letnich obligacji.

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 1404,7 | 1653,9 | 1661,7 | 766,8 | 772,2 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 385,7 | 455,1 | 500,1 | 224,3 | 239,4 |
| Marża brutto ze sprz. | *27,5%* | *27,5%* | *30,1%* | *29,3%* | *31,0%* |
| Zysk netto | 190,8 | 227,0 | 256,0 | 115,3 | 117,7 |
| *Marża netto* | *13,6%* | *13,7%* | *15,4%* | *15,0%* | *15,2%* |
| Kapitał własny | 1002,3 | 1046,5 | 1084,2 | 939,4 | 1207,9 |
| Zadłużenie finansowe | 396,4 | 396,2 | 446,3 | 435,7 | 593,9 |
| Kredyty i inne | 85,0 | 85,0 | 85,0 | 124,5 | 332,9 |
| Obligacje | 311,4 | 311,2 | 361,3 | 311,2 | 260,9 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *78,6%* | *78,5%* | *81,0%* | *71,4%* | *43,9%* |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 279,7 | 282,5 | 253,3 | 207,8 | 599,9 |
| Dług netto | 116,7 | 113,7 | 193,0 | 227,9 | -6,0 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 58,1% | 58,8% | 63,4% | 65,5% | 64,0% |
| Dług netto/KW | 11,6% | 10,9% | 17,8% | 24,3% | -0,5% |

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




Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

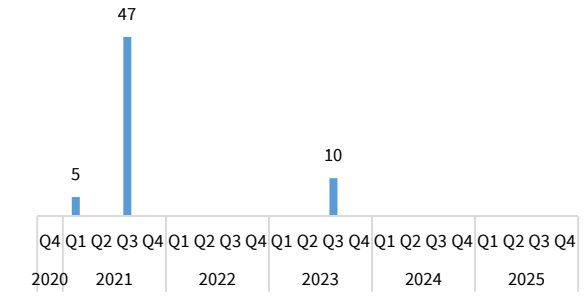
## i2 DEVELOPMENT

- Spółka tradycyjnie nie podała w formie raportu bieżącego wyników sprzedażowych za ostatni kwartał. Z tego względu najaktualniejszymi danymi jakimi dysponujemy są dane za 2Q 2020 r., wg. których, i2 Development zakontraktował 14 lokali w 2Q 2020 r. 16 rok wcześniej. W 1H 2020 r. kontraktacja wyniosła 110 lokali wobec 34 rok wcześniej.
- Przekazania poszły deweloperowi lepiej. W 1H 2020 r. w rachunku wyników rozpoznano 254 mieszkania w stosunku do 239 szt. rok wcześniej (+6,3% r/r).
- Oferta na koniec 1H 2020 r. wyniosła 558 lokali w stosunku do 300 rok wcześniej. Należy oczekiwać, że bogatsza oferta będzie wsparciem dla sprzedaży w kolejnych okresach. Jedyną nową inwestycją wprowadzoną do sprzedaży w 1H 2020 r. było „The View" – 6 luksusowych domów położonych na Teneryfie w Archipelagu Wysp Kanaryjskich.
- Rentowność brutto ze sprzedaży segmentu deweloperskiego wyniosła w 1H 2020 r. 18,7% wobec 15,0% przed rokiem. Spółka wykazała poprawę, lecz przychody okresu porównawczego są znacznie niższe. W 2Q 2020 r. marża brutto na sprzedaży spadła do 12,6% (-10,6 p.p. q/q). Wynik sugeruje, że Spółka najprawdopodobniej nie uniknęła problemu rosnących w latach 2018-2019 kosztów wykonawstwa.
- Zysk netto wyniósł 11,4 mln zł w stosunku do straty 1,8 mln zł rok wcześniej. Co ciekawe, w sprawozdaniu za 1H 2020 r. przychody finansowe nie zawierają zysku ze zbycia inwestycji wykazanego w 1Q 2020 r. (16,7 mln zł). Nie doszukaliśmy się wyjaśnienia tej kwestii w sprawozdaniu finansowym.
- Tak jak w poprzednich kwartałach, i2 Development pracował nad wzmocnieniem bilansu. Dług netto na koniec 1H 2020 r. spadł do poziomu 149,0 mln zł w stosunku do 167,8 mln zł kwartał wcześniej oraz 193,6 mln zł na koniec 2019 roku (wyłączając środki na rachunkach powierniczych).
- Jednocześnie zmianie uległa struktura zapadalności zadłużenia. Na koniec 1H 2020 r. zobowiązań krótkoterminowych było 40,6 mln zł w stosunku do 112,7 mln zł zobowiązań długoterminowych. Koniec poprzedniego roku, deweloper kończył z 90,6 mln zł zobowiązań krótkoterminowych na 196,7 mln zł całkowitych zobowiązań finansowych. W sierpniu deweloper uplasował 10,0 mln zł w ramach obligacji serii K. Papiery o 3-letnim tenorze. Celem emisji było refinansowanie zadłużenia z tyt. obligacji serii F i G.

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 78,8 | 95,5 | 139,8 | 19,9 | 107,2 |
| Przychody | 52,2 | 75,8 | 120,0 | 10,2 | 97,1 |
| EBIT | 14,7 | -5,7 | 40,9 | 18,3 | 13,7 |
| *Marża EBIT* | *28,2%* | *-7,6%* | *34,1%* | *178,1%* | *14,1%* |
| Zysk netto | 10,8 | 29,0 | -4,2 | -1,8 | 11,4 |
| Marża netto | *13,7%* | *30,3%* | *-3,0%* | *-9,3%* | *10,6%* |
| Kapitał własny | 230,5 | 248,6 | 241,5 | 246,7 | 252,5 |
| Zadłużenie finansowe | 154,9 | 217,9 | 196,6 | 201,0 | 153,3 |
| Kredyty i inne | 89,0 | 92,9 | 96,8 | 82,6 | 81,2 |
| Obligacje | 65,9 | 125,0 | 99,8 | 118,4 | 72,1 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *42,6%* | *57,4%* | *50,8%* | *58,9%* | *47,0%* |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 1,4 | 15,7 | 3,1 | 10,6 | 4,3 |
| Dług netto | 153,5 | 202,2 | 193,6 | 190,5 | 149,0 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 50,3% | 56,7% | 56,7% | 60,0% | 50,6% |
| Dług netto/KW | 66,6% | 81,4% | 80,2% | 77,2% | 59,0% |

Wydzielony segment mieszkaniowy

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




Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

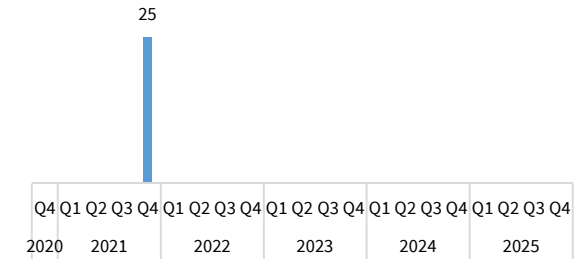
## INPRO

- W 1-3Q 2020 r. Grupa Inpro sprzedała 474 lokale, czyli o 18,8 mniej r/r, kiedy sprzedała 584 mieszkania. W samym 3Q 2020 r. deweloper zakontraktował 193 jednostki mieszkalne i jest to poziom średniego kwartału przedcovidowego. W analogicznym kwartale roku ubiegłego kontraktacja wyniosła 220 lokali (-12,3% r/r).
- Liczba przekazań zamknęła się 417 lokalami wobec 256 szt. w analogicznym okresie roku ubiegłego (+62,9% r/r). W samym 3Q 2020 r. deweloper oddał 144 klucze. Tradycyjnie w przypadku Inpro, większość przekazań oczekiwana jest w 4Q. Wg. ostatnich dostępnych informacji, Grupa planuje oddać do użytkowania w br. łącznie ok. 900 mieszkań, a oddać klucze do ok. 600-700 lokali. Dla przypomnienia, w 2019 roku w wynikach rozpoznano 569 mieszkań.
- Aktualnie w ofercie jest ponad 400 lokali, a bank ziemi umożliwia budowę ok. 3 500 lokali. Biorąc pod uwagę sprzedaż w ostatnim kwartale należy oczekiwać, że Spółka uzupełni nieco swoją ofertę w najbliższej przyszłości.
- W minionym kwartale Grupa nie informowała o wprowadzeniu nowych inwestycji do sprzedaży. Natomiast po dniu bilansowym, uzyskała prawomocne pozwolenie na budowę osiedla Debiut IV w Pruszczu Gdańskim.
- Tradycyjnie, Grupa utrzymuje niskie wskaźniki zadłużenia. Dług netto na koniec 1H 2020 r. wyniósł 42,6 mln zł vs 48,1 mln zł rok wcześniej (-11,4% r/r) (bez uwzględnienia środków zgromadzonych na rachunkach powierniczych oraz wpływu MSSF 16). Wskaźnik długu netto do kapitału własnego obniżył się do 13,6% na koniec 1H 2020 r. vs 16,6% rok wcześniej.
- Wg. stanu na koniec 1H 2020 r. Grupa Inpro dysponowała niewykorzystanymi przyznanymi liniami kredytowymi w wysokości 120,9 mln zł, których przeznaczeniem jest finansowanie inwestycji deweloperskich. Dodatkowo uzyskała 25 mln zł kredytu obrotowego w Alior Banku, z gwarancją BGK. Kredyt do dnia 31.10.2022 r.. Jednocześnie, nastąpiła przedterminowa spłata kredytu w Millennium, dotyczącego finansowania budowy przedsięwzięcia Optima II.
- W dniu 17 sierpnia 2020 r. Spółka wypłaciła dywidendę w wysokości 6 mln zł, tj. 0,15 zł/akcję.

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 202,9 | 259,0 | 270,5 | 83,1 | 131,7 |
| Przychody | 155,1 | 220,1 | 225,6 | 60,7 | 122,8 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 54,3 | 66,3 | 70,4 | 15,1 | 24,7 |
| *Marża brutto* | *35,0%* | *30,1%* | *31,2%* | *24,9%* | *20,1%* |
| Zysk netto | 27,1 | 35,3 | 36,1 | 4,7 | 13,7 |
| *Marża netto* | *17,5%* | *16,0%* | *16,0%* | *7,7%* | *11,2%* |
| Zysk netto | 30,3 | 40,9 | 43,5 | 6,1 | 12,8 |
| *Marża netto* | *14,9%* | *15,8%* | *16,1%* | *7,3%* | *9,7%* |
| Kapitał własny | 265,4 | 295,7 | 308,7 | 290,5 | 314,1 |
| Zadłużenie finansowe | 68,8 | 85,8 | 82,7 | 78,5 | 89,5 |
| Kredyty i inne | 68,8 | 60,9 | 57,7 | 53,6 | 64,5 |
| Obligacje | 0,0 | 24,8 | 25,0 | 25,0 | 25,0 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *0,0%* | *28,9%* | *30,2%* | *31,8%* | *27,9%* |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 13,8 | 29,4 | 19,9 | 30,4 | 46,9 |
| Dług netto | 55,0 | 56,4 | 62,8 | 48,1 | 42,6 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 37,6% | 45,6% | 48,4% | 53,7% | 49,8% |
| Dług netto/KW | 20,7% | 19,1% | 20,3% | 16,6% | 13,6% |

Wydzielony segment mieszkaniowy

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




Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

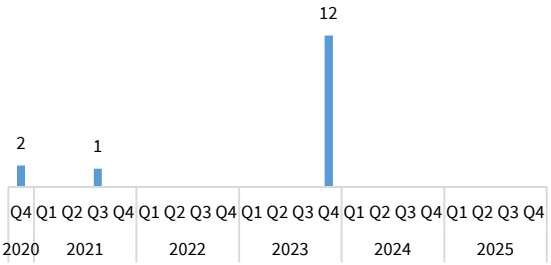
## JHM DEVELOPMENT

- W przypadku JHM Development, sprzedaż w 3Q 2020 r. odbudowała się po 2Q 2020 r. i wyniosła 84 lokale (-4,5% r/r), narastająco YTD popyt ukształtował się na poziomie 205 lokali wobec 278 szt. rok wcześniej (-26,3% r/r).
- W 3Q 2020 r. deweloper dopisze do rachunku zysków i strat kolejne 80 lokali wobec 27 w 3Q 2019. Od początku roku ta liczba wynosi 201 szt. wobec 115 rok wcześniej (+74,8% r/r).
- W drugą połowę 2020 roku, JHM wkroczył z rekordowo wysokim poziomem oferty, która po raz pierwszy przekroczyła poziom 1 000 lokali (1 021, z czego 188 stanowiły lokale gotowe) wobec 751 szt. kwartał wcześniej. Za wzrost oferty odpowiada inwestycja przy ul. Fordońskiej w Bydgoszczy (312 lokali), którą Spółka wprowadziła do sprzedaży na początku 2Q 2020 r..
- Na koniec 1H 2020 r. Spółka posiadała bank ziemi na 2 091 lokali.
- W 1H 2020 r. Emitent wygenerował 2,2 mln zł zysku netto wobec 5,8 mln zł rok wcześniej, z czego w 1Q 2020 r. było to 2,8 mln zł. Powyższe oznacza stratę na poziomie netto w 2Q 2020 r., na którą złożył się segment związany z wynajmem nieruchomości. W segmencie deweloperskim, JHM wygenerował 3,1 mln zł zysku netto w 1H 2020 r.. W poprzedniej edycji naszego raportu, spodziewaliśmy się niższej rentowności na sprzedaży w segmencie deweloperskim również w 2Q 2020 r. Powyższe dalej jest prawdą, lecz skala spadku rentowności była już pomijalna (25,1% vs 25,4% r/r).
- W lipcu Zarząd GPW podjął uchwałę o wycofaniu akcji Emitenta z obrotu, co powoduje naruszenie kowenantów obligacji serii B. Tym samym, obligatariusze serii B zyskali uprawnienie do żądania przedterminowego wykupu tej serii obligacji.
- W czerwcu oraz październiku 2020 r. deweloper uplasował dwie serie obligacji, odpowiednio: seria C (7,0 mln PLN) oraz seria D (5,07 mln PLN). Pozyskane w ramach emisji środki mogą zostać przeznaczone na spłatę serii B.
- W naszej ocenie JHM Development posiada bezpieczną strukturę finansowania, która powinna umożliwić Spółce realizację w przyszłości kolejnych serii obligacji.

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 137,9 | 143,2 | 139,4 | 47,0 | 51,7 |
| Przychody | 95,8 | 97,8 | 92,7 | 23,7 | 35,8 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 16,5 | 18,8 | 18,6 | 6,3 | 8,2 |
| *Marża brutto* | *17,2%* | *19,2%* | *20,1%* | *26,6%* | *22,8%* |
| Zysk netto | 6,5 | 10,1 | 8,7 | 2,3 | 3,1 |
| *Marża netto* | *6,8%* | *10,4%* | *9,4%* | *9,8%* | *8,6%* |
| Zysk netto | 16,8 | 17,4 | 17,9 | 5,8 | 2,2 |
| *Marża netto* | *12,2%* | *12,2%* | *12,9%* | *12,3%* | *4,3%* |
| Kapitał własny | 333,8 | 349,2 | 367,1 | 354,9 | 369,3 |
| Zadłużenie finansowe | 55,2 | 65,8 | 65,0 | 77,4 | 64,1 |
| Kredyty i inne | 55,2 | 55,2 | 57,9 | 67,8 | 59,1 |
| Obligacje | 0,0 | 10,6 | 7,0 | 9,6 | 5,0 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *0,0%* | *16,1%* | *10,8%* | *12,4%* | *7,7%* |
| Gotówka | 11,7 | 7,7 | 5,3 | 6,7 | 4,8 |
| Dług netto | 43,5 | 58,2 | 59,7 | 70,7 | 59,3 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 26,5% | 26,4% | 28,1% | 30,1% | 30,8% |
| Dług netto/KW | 13,0% | 16,7% | 16,3% | 19,9% | 16,0% |

Wydzielony segment mieszkaniowy

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




Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

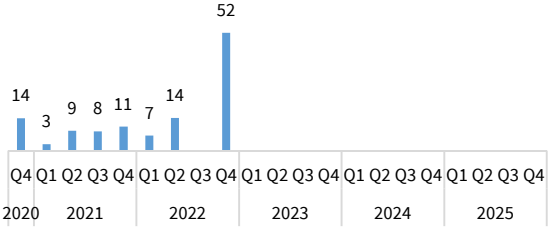
## J.W. CONSTRUCTION

- W 3Q 2020 r. JWC znalazł nabywców na 160 mieszkań wobec 249 rok wcześniej (-35,7% r/r), narastająco YTD wynik wynosi 500 lokali (-32,2% r/r). Także w przypadku JWC nastąpiła poprawa q/q, lecz odbicie sprzedaży nie jest tak dynamiczne jak w przypadku konkurencji (+30 lokali q/q).
- Oferta Spółki wg. prezentacji za 1H 2020 r. to ok. 1 050 lokali i jest to ilość o ok. 32% mniejsza niż średnia z lat 2018-2019. Skromność oferty jest jednym z powodów dosyć niskiej sprzedaży. W tych okolicznościach, gorszy r/r wynik w skali rocznej wydaje się przesądzony (1 026 szt. w 2019 roku).
- W wynikach za 3Q 2020 r. deweloper uzna równe 100 lokali, co jest liczbą znacznie mniejszą niż rok wcześniej (ok. 600 lokali). Powyższe oznacza też nieporównywalnie niższe wyniki niż przed rokiem. Narastająco YTD Spółka przekazała 151 lokali wobec blisko 1 tys. rok wcześniej (-84,5% r/r).
- Marża brutto na sprzedaży w segmencie deweloperskim wyniosła 26,0%, co oznacza poprawę r/r z poziomu 20,5%. Jednak skala przychodów Grupy była po prostu zbyt mała i już na poziomie zysku na sprzedaży Spółka odnotowała 13 mln zł straty (także z powodu negatywnej rewaluacji na 3,3 mln zł). Na poziomie netto, strata zamknęła się kwotą 15,4 mln zł, co było jednym z powodów pogorszenia się wskaźnika zadłużenia (44,9% w skali Grupy vs 41,1% na koniec 1Q 2020 r. i 37,4% na koniec 2019 r.). Wynikom nie pomaga także segment hotelarski, który jest niestety jednym z najbardziej dotkniętych pandemią. Trudno wyrokować jak sytuacja będzie się rozwijała w przyszłości, lecz rekordowe ilości zachorowań nie są raczej pozytywnym prognostykiem dla tego segmentu.
- W poprzednich edycjach raportu opisywaliśmy poczynania dewelopera w kwestii prac nad strukturą bilansu, co nagle, w obliczu epidemii nabrało większego priorytetu. Przypomnijmy, niemal od początku roku JWC stara się sprzedać część aktywów. W tym celu, w lutym zawarł list intencyjny na sprzedaż nieruchomości w Krakowie. Wspomniana transakcji miała przynieść 100 mln zł, lecz w czerwcu pojawiła się informacja o wygaśnięciu wspomnianego listu. Drugą stroną listu był podmiot z branży hotelowej. JWC podpisało także przedwstępną umowę zbycia 2 nieruchomości w Szczecinie za 27,8 mln zł. Umowa przyrzeczona, wg. aneksu, ma zostać zawarta do 30 listopada 2020 r.. Ponadto, nie udała się sprzedaż działki na Mokotowie za 17 mln zł, lecz deweloper zapewnia, że strony pozostają w kontakcie.

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 404,2 | 404,1 | 605,3 | 172,1 | 68,4 |
| *Przychody* | *337,7* | *319,5* | *500,2* | *125,8* | *39,4* |
| Zysk brutto ze sprzedaży | *87,9* | *71,1* | *129,1* | *25,8* | *10,3* |
| *Marża brutto ze sprzedaży* | *26,0%* | *22,2%* | *25,8%* | *20,5%* | *26,0%* |
| Zysk ze sprzed. (dew.) | *50,0* | *30,0* | *85,4* | *3,9* | *-9,2* |
| *Marża zysku ze sprz.* | *14,8%* | *9,4%* | *17,1%* | *3,1%* | *-23,3%* |
| Zysk netto | *24,8* | *27,8* | *60,5* | *-1,1* | *-10,4* |
| *Marża netto* | *7,4%* | *8,7%* | *12,1%* | *-0,9%* | *-26,4%* |
| Zysk netto | 25,9 | 16,5 | 63,4 | 1,4 | -15,4 |
| *Marża netto* | *6,4%* | *4,1%* | *10,5%* | *0,8%* | *-22,6%* |
| Kapitał własny | 678,2 | 693,7 | 727,9 | 691,6 | 713,8 |
| Zadłużenie finansowe | 427,4 | 351,8 | 380,8 | 346,8 | 432,9 |
| Kredyty i inne | 207,5 | 147,0 | 248,0 | 172,3 | 313,4 |
| Obligacje | 219,9 | 204,7 | 132,8 | 174,6 | 119,5 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *51,4%* | *58,2%* | *34,9%* | *50,3%* | *27,6%* |
| Gotówka | 174,3 | 122,5 | 108,5 | 102,1 | 112,2 |
| Dług netto | 253,1 | 229,3 | 272,3 | 244,7 | 320,7 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 59,9% | 61,4% | 56,4% | 61,9% | 60,5% |
| Dług netto/KW | 37,3% | 33,1% | 37,4% | 35,4% | 44,9% |

Wydzielony segment mieszkaniowy

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




Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

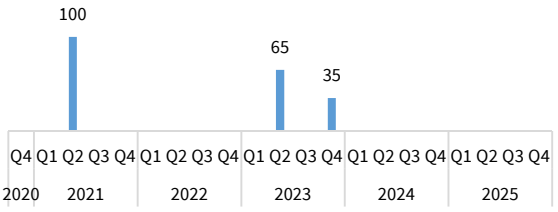
## LOKUM DEWELOPER

- Zgodnie z naszymi przewidywaniami oraz po kilku kwartałach niezadowalającej kontraktacji spowodowanej problemami natury administracyjnej, Lokum Deweloper może pochwalić się 206 umowa deweloperskimi wobec 41 kwartał wcześniej i 64 rok wcześniej. Narastająco YTD kontraktacja sięga 294 lokali wobec 234 rok wcześniej (+25,1% r/r). Po rozwiązaniu problemów z ofertą, które mocno ciążyły kontraktacji w poprzednich kwartałach spodziewamy się, że deweloper powrócił do poziomów osiąganych w latach 2017-2018. Oferta na koniec 3Q 2020 r. wyniosła 1 107 mieszkań wobec 655 na koniec 2019 roku i 261 rok wcześniej.
- W wynikach 3Q 2020 r. uznanych zostało 44 lokali wobec 40 rok wcześniej. Narastająco YTD jest to 311 szt. wobec 538 rok wcześniej (-42,2% r/r). Do końca roku przekazanych może być jeszcze ok. 100 lokali. Poprawa powinna być odnotowana w roku 2021, w którym potencjał rozpoznań sięga 748 szt.
- We wrześniu oferta, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, została uzupełniona o 107 lokali w ramach I etapu inwestycji Lokum Verde we Wrocławiu.
- Dług netto Emitenta na koniec 1H 2020 r. sięgnął 141,1 mln zł. Spółka posiadała 276,3 mln zł otwartych linii kredytowych na finansowanie budów, które częściowo uruchomiła po dniu bilansowym.
- W ostatnich dniach Lokum Deweloper przydzielił 35 mln zł obligacji o 3-letnim tenorze. Oprocentowanie nowego długu wynosi WIBOR6M + 4,5%.
- W sierpniu Spółka poinformowała o zawarciu aneksów do przedwstępnych umów nabycia działek przy ul. Poprzecznej we Wrocławiu. Przypomnijmy, że pierwotnie umowa przyrzeczona miała być zawarta w dwóch terminach (do 15.03.2021 i 12.12.2021), a wartość transakcji miała wynieść ok. 100 mln zł netto. Ponadto Lokum był zobowiązany do uiszczenia zadatku w kwocie 5 mln zł. Wspomniane aneksy wydłużają termin zawarcia umów właściwych do 31.12.2022, zwiększają kwotę zadatku do 8 mln zł.
- Pod koniec lipca, ZWZA Emitenta podjęło uchwałę o przeznaczeniu zysku za 2019 rok na kapitał zapasowy. Podtrzymujemy naszą opinię, że z powodu jeszcze zbyt małej sprzedaży mieszkań w br., również w przyszłym roku deweloper może odstąpić od wypłaty dywidendy.

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 221,2 | 322,4 | 285,9 | 193,2 | 108,1 |
| Zysk brutto ze sprz. | 88,2 | 115,2 | 99,0 | 71,0 | 36,7 |
| Marża brutto ze sprz. | *39,9%* | *35,7%* | *34,6%* | *36,8%* | *33,9%* |
| Zysk ze sprz. | *67,8* | *96,6* | *81,1* | *62,3* | *28,2* |
| Marża zysku ze sprz. | *30,6%* | *29,9%* | *28,4%* | *32,2%* | *26,1%* |
| Zysk netto | 76,6 | 73,0 | 62,2 | 48,9 | 20,8 |
| *Marża netto* | *34,6%* | *22,6%* | *21,8%* | *25,3%* | *19,3%* |
| Kapitał własny | 297,3 | 349,6 | 367,3 | 359,9 | 384,1 |
| Zadłużenie finansowe | 174,8 | 175,3 | 189,2 | 100,0 | 192,3 |
| Kredyty i inne | 0,7 | 0,5 | 24,8 | 0,4 | 29,1 |
| Obligacje | 174,1 | 174,7 | 164,4 | 99,5 | 163,1 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *99,6%* | *99,7%* | *86,9%* | *99,6%* | *84,8%* |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 135,0 | 140,5 | 121,3 | 68,6 | 51,1 |
| Dług netto | 39,8 | 34,8 | 67,9 | 31,4 | 141,1 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 47,9% | 51,9% | 46,6% | 39,6% | 38,6% |

[1]bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)




Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

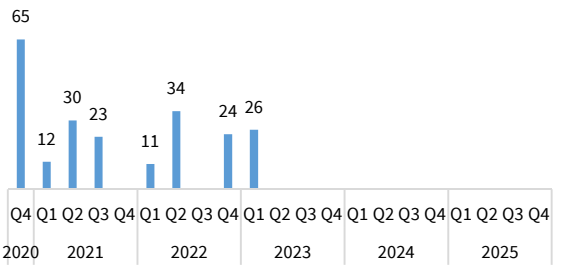
## MARVIPOL DEVELOPMENT

- W 3Q 2020 r. Marvipol znalazł nabywców na 160 lokali vs 112 kwartał wcześniej i 198 rok wcześniej (-19,2% r/r), narastająco YTD jest to 384 lokale wobec 725 rok wcześniej (-47% r/r). W przypadku wyników sprzedażowych Marvipolu, należy pamiętać o skromnej na koniec 2Q 2020 r. ofercie (717 lokali wobec średniej z lat 2018-2019 wynoszącej 1 110) oraz innej jej strukturze (więcej lokali luksusowych, które z reguły sprzedają się wolniej). W 1H 2020 w odpowiedzi na Covid-19, Emitent przesunął start II etapu inwestycji Moko Botanika na 2H 2020 r.. Efektywnie powyższy zabieg spowodował zmniejszenie oferty o 290 lokali. Wg. prezentacji wynikowej deweloper w 2H 2020 r. planuje uzupełnić ofertę o 409 lokali (razem z Moko Botanika II).
- W kwestii przekazań 3Q 2020 r. deweloper zakończył wolumenem na poziomie 257 szt. wobec 141 rok wcześniej. Narastająco YTD wynik został delikatnie poprawiony rok do roku (348 szt. vs 335 rok wcześniej). Duża liczba przekazań, podobnie jak rok wcześniej, spodziewana jest w 4Q 2020 r.. Wg. prezentacji za 1H 2020 r. na dzień 30.06.2020 r. miała 676 umów o wartości 347,1 mln zł, które może rozpoznać w wyniku w 2020 r..
- Deweloper posiada bliskie terminy zapadalności obligacji. Jednak sytuacja płynnościowa uległa w ostatnim czasie poprawie (259 mln zł gotówki po pomniejszeniu o środki zablokowane na rachunkach powierniczych), a dług netto spadł do poziomu 124,7 mln zł w skali całej Grupy (pomijając leasing MSSF 16). Z tego względu, obsługa najbliższych zobowiązań to dla Marvipolu formalność. Ponadto ma czas na uplasowanie kolejnych obligacji – chęć została już wyrażona (uchwalony program emisji obligacji do 200 mln zł).
- W części magazynowej, deweloper pod koniec lipca zbył 2 magazyny za 28,7 mln euro (udział Marvipolu 68%). Zarząd komunikuje, że banki mniej chętnie kredytują inwestycje w tym segmencie rynku, wymagając wyższych wkładów własnych, co powoduje spadek IRR. Uważamy jednak, że segment magazynowy w dalszym ciągu ma przed sobą dobre perspektywy z powodu utrzymującego się popytu, m. in. ze strony e-commerce, którego rozwój z powodu pandemii został przyspieszony. Obecnie w portfelu Spółki jest 5 projektów z 156 tys. mkw. GLA.
- Pod koniec sierpnia ZWZA przyjęło projekt polityki dywidendowej Emitenta, który zakłada stopniowe dojście do poziomu wypłaty równej 50% skonsolidowanego zysku w 2023 roku (o 10 p.p. rocznie). Pierwsza wypłata miała miejsce 30 września i na konta akcjonariuszy trafiło 7,1 mln zł.

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 185,7 | 266,1 | 290,8 | 64,0 | 53,3 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 38,1 | 62,1 | 67,0 | 18,4 | 16,2 |
| *Marża brutto ze sprz.* | *20,5%* | *23,3%* | *23,0%* | *28,8%* | *30,4%* |
| Zysk netto | 23,0 | 27,3 | 24,2 | 2,4 | 4,4 |
| *Marża netto* | *12,4%* | *10,3%* | *8,3%* | *3,7%* | *8,2%* |
| Kapitał własny | 219,5 | 178,8 | 233,0 | 280,5 | 338,5 |
| Zadłużenie finansowe | 316,6 | 341,5 | 380,3 | 398,4 | 383,6 |
| Kredyty i inne | 68,8 | 57,3 | 168,7 | 157,6 | 149,5 |
| Obligacje | 247,7 | 284,2 | 211,6 | 240,8 | 234,1 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *78,3%* | *83,2%* | *55,6%* | *60,4%* | *61,0%* |
| Gotówka | 191,2 | 105,3 | 97,7 | 123,9 | 235,2 |
| Dług netto | 125,4 | 236,2 | 282,6 | 274,5 | 148,5 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 70,0% | 75,7% | 76,1% | 72,3% | 72,7% |
| Dług netto/KW | 57,1% | 132,1% | 121,3% | 97,9% | 43,9% |

[1] Wydzielony segment deweloperski

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)




Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

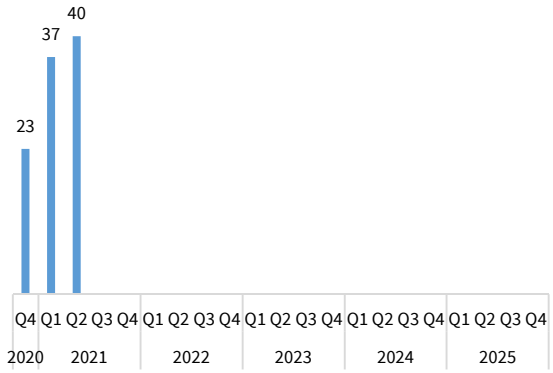
## POLNORD

- Dla przypomnienia, przy okazji poprzedniego raportu dot. sprzedaży i przekazań deweloper poinformował, że nie będzie więcej publikował wspomnianych danych w formie raportów bieżących. Krótko jednak, sprzedaż w 1H 2020 r. 99 jednostek po uwzględnieniu 54 anulacji (dane ważone udziałem Polnord) vs 89 rok wcześniej. Więcej było przekazań, bo 342 lokale w 2Q 2020 r. wobec 232 rok wcześniej, narastająco YTD 353 (+19,3 r/r). Duży wolumen przekazań pozwolił uzyskać dodatnie przepływy operacyjne (+32,5 mln zł w 1H 2020 r.). Sam wynik za 1H 2020 r. obciążony był odpisami, co odbieramy jako „czyszczenie bilansu" przez nowego właściciela.
- Pod kątem przyszłej finansowej obecności Polnordu na GPW oraz Catalyst w dalszym ciągu możemy spekulować. Podtrzymujemy więc nasze zdanie wyrażone przy okazji raportu po 1H 2020 r., że dalej jest to kwestia otwarta. Nie da się wykluczyć, że silny podmiot jakim jest Cordia (92,92% ogólnej liczby głosów), podejmie w następnych kwartałach kolejną próbę zwiększenia zaangażowania w Polnord poprzez wezwanie (pierwsze miało miejsce w lutym br.), a tym samym przekroczenie progu 95% ogólnej liczby głosów, co umożliwi inwestorowi strategicznemu zdjęcie Spółki z GPW. Taki ruch zapewne pozwoliłby Cordii uzyskać większe synergie oraz zintegrować biznes Polnordu z dotychczasową działalnością Cordii w Polsce.
- W lipcu oraz wrześniu Polnord opublikował 3 raporty bieżące, w których poinformował o przyznaniu Spółce odszkodowania na łączną kwotę 56,9 mln zł za ok. 10 ha gruntu przejętego pod budowę dróg publicznych na terenie Wilanowa w Warszawie. Sprawa jest wieloletnia, a wydane w 3Q 2020 r. nie są ostateczne i przysługuje od nich odwołanie do Wojewody Mazowieckiego. Spółka poinformowała, że złoży odwołanie.
- Proces spłaty zobowiązań w dalszym ciągu jest w toku. Zadłużenia z tyt. obligacji na koniec 1H 2020 r. wynosiło 123,3 mln zł. W 3Q 2020 r. deweloper dokonał spłaty 18 mln zł obligacji serii NS10 (29.09.2020 r.. Ostatnia seria notowana na Catalyst) oraz 7,5 mln zł serii D wobec SGB Banku (30.09.2020). Struktura zapadalności długu pozostaje niekorzystna, lecz Spółka po dokapitalizowaniu przez nowego inwestora strategicznego miała na rachunkach 98,6 mln zł na koniec 1H 2020 r., co oznacza pomijalny wręcz dług netto (5,8% kapitału własnego). Ponadto, Cordia nie wyklucza dalszego wsparcia finansowego dla Polnordu.

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 293,6 | 307,6 | 147,5 | 89,4 | 122,4 |
| Przychody | 275,0 | 291,4 | 140,2 | 88,2 | 122,2 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 34,4 | 29,7 | 15,9 | 12,0 | 7,3 |
| *Marża brutto* | *12,5%* | *10,2%* | *11,3%* | *13,6%* | *6,0%* |
| Zysk netto | 3,3 | -52,0 | -138,1 | -63,4 | -74,9 |
| *Marża netto* | *1,1%* | *-16,9%* | *-93,6%* | *-70,9%* | *-61,2%* |
| Kapitał własny | 529,6 | 486,4 | 365,3 | 423,1 | 424,9 |
| Zadłużenie finansowe | 418,3 | 330,7 | 209,3 | 336,0 | 123,4 |
| Kredyty i inne | 131,9 | 76,3 | 30,2 | 80,9 | 0,1 |
| Obligacje | 286,4 | 254,4 | 179,1 | 255,1 | 123,3 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *68,5%* | *76,9%* | *85,6%* | *75,9%* | *99,9%* |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 80,9 | 43,5 | 19,3 | 25,1 | 98,6 |
| Dług netto | 337,4 | 287,2 | 190,0 | 310,9 | 24,8 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 62,1% | 59,8% | 63,7% | 65,2% | 55,2% |
| Dług netto/KW | 63,7% | 59,0% | 52,0% | 73,5% | 5,8% |

Wydzielony segment mieszkaniowy

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



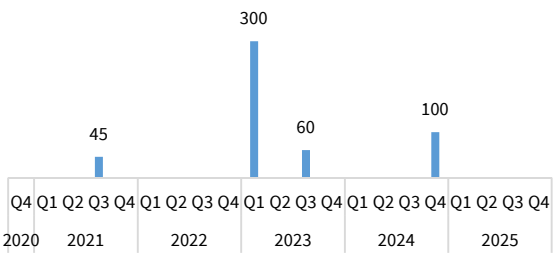

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## ROBYG

- W 3Q 2020 r. Grupa Robyg znalazła nabywców na 606 lokali wobec 207 kwartał wcześniej oraz 776 rok wcześniej (-21,9% r/r), narastająco YTD kontraktacja sięgnęła 1 401 wobec 1 853 rok wcześniej (-24,4% r/r). Przy okazji publikacji danych o sprzedaży, poinformowano także o poziomie oferty, która wyniosła ok. 1 700 lokali, a więc Robyg utrzymał ofertę na porównywalnym poziomie q/q oraz o ok. 12% niższą niż średnia z lat 2018-2019. Powyższe oznacza także, że w 3Q 2020 r. wprowadzono do oferty ok. 800 lokali. W budowie znajdowało się 6 500 lokali. Wygląda na to, że Robyg nie powraca na razie do poziomu oferty z lat 2018-2019, ale równocześnie nie obniża dalej jej poziomu. Powyższe zachowanie może sugerować, że kondycja rynku nie została istotnie naruszona przez Covid-19. Przypomnijmy, wg. sprawozdania Zarządu w 1H 2020 r. rozpoczęto realizację etapów obejmujących tylko 193 lokale.
- Pod kątem przekazań 3Q 2020 r. był spokojny (177 lokali wobec 304 rok wcześniej), narastająco YTD jest to 874 lokale (-37,2% r/r). Podobnie jak przed rokiem, duża liczba przekazań powinna mieć miejsce w 4Q 2020 r. (założenie Zarządu 3 000 lokali ukończonych w 2020 r. – w poprzednich prezentacjach liczbę 3 000 lokali była prezentowana jako do przekazania).
- W trakcie konferencji wynikowej Zarząd wyraził niezadowolenie z obecnego poziomu oferty w Warszawie. Docelowy poziom oferty w tym mieście ma wynosić ok. 50%.
- Wg. stanu na koniec 3Q 2020 r. bank ziemi umożliwiał budowę ok. 17 500 mieszkań, a więc wzrósł wobec 1H 2020 r. o ok. 1 000 lokali. Jedną z transakcji, którą przeprowadzono w 3Q 2020 r. był zakup działki w Gdańsku (8,6 tys. PUM). W samej 1H 2020 r. Robyg wydatkował na grunty 161,7 mln zł. W banku ziemi uwzględniona jest akwizycja spółki WPB Sp. z o.o. (deweloper z Wrocławia). Łączny potencjał przejętej spółki (oferta + bank ziemi) to ok. 45 tys. PUM. Podmiot realizował kontraktację na poziomie 200-300 lokali rocznie.
- W 2Q 2020 r. nastąpiła sprzedaż budynku biurowego za 86 mln zł.
- Dług netto wzrósł w 1H 2020 r. o ok. 80 mln zł, co przełożyło się na wzrost długu netto do kapitału własnego o 9,6 p.p. – to jednak efekt zakupu gruntów poczynionych w 1H 2020 r.. Gdyby to nie nastąpiło, wskaźniki zadłużenia uległyby poprawie.

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 737,9 | 1034,5 | 1115,2 | 420,7 | 295,0 |
| Zysk brutto ze sprz. | 195,2 | 266,8 | 275,4 | 94,1 | 70,5 |
| Marża brutto ze sprz. | *26,5%* | *25,8%* | *24,7%* | *22,4%* | *23,9%* |
| EBIT | 173,8 | 224,0 | 239,4 | 62,8 | 40,4 |
| *Marża EBIT* | *23,6%* | *21,7%* | *21,5%* | *14,9%* | *13,7%* |
| Zysk netto | 135,5 | 181,5 | 202,1 | 49,4 | 30,3 |
| *Marża netto* | *18,4%* | *17,5%* | *18,1%* | *11,8%* | *10,3%* |
| Kapitał własny | 694,8 | 705,0 | 777,2 | 627,9 | 787,1 |
| Zadłużenie finansowe | 726,7 | 721,9 | 706,0 | 756,8 | 881,5 |
| Kredyty i inne | 338,7 | 313,1 | 197,1 | 347,8 | 373,9 |
| Obligacje | 388,0 | 408,8 | 508,9 | 409,0 | 507,6 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *53,4%* | *56,6%* | *72,1%* | *54,0%* | *57,6%* |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 350,9 | 285,8 | 374,0 | 294,2 | 470,2 |
| Dług netto | 375,8 | 436,1 | 331,9 | 462,7 | 411,4 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 65,1% | 69,5% | 67,7% | 73,1% | 72,2% |
| Dług netto/KW | 54,1% | 61,9% | 42,7% | 73,7% | 52,3% |

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




Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

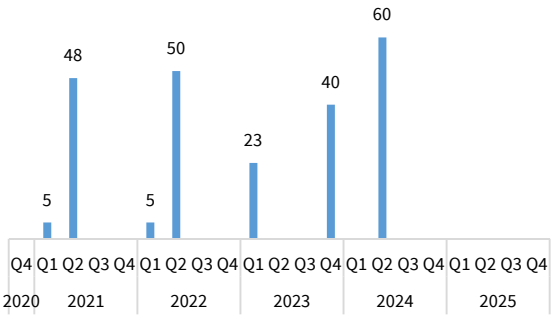
## RONSON

- Trzeci kwartał 2020 r. był dla Ronson kontynuacją tendencji obserwowanych w poprzednich kwartałach. Sprzedaż w tym kwartale wyniosła 235 lokali (+46,9% q/q oraz +57,8% r/r), narastająco YTD kontraktacja sięga 661 lokali (+30,9% r/r). Spółka jest na dobrej drodze do poprawy wyników rocznych, lecz tak jak w poprzednim raporcie, tak teraz zwracamy uwagę na niską bazę porównawczą.
- Oferta dewelopera wyniosła na koniec 1H 2020 r. 810 lokali wobec 897 lokali rok wcześniej (-9,7% r/r). W 2Q 2020 r. Spółka wprowadziła do oferty 76 lokali w ramach VI etapu inwestycji Panoramika w Szczecinie.
- Przekazania w 3Q 2020 r. zanotowały niemal dwukrotny wzrost (197 vs 100 rok wcześniej), narastająco YTD jest to już 799 lokali vs 534 rok wcześniej. Prezentacja inwestorska za 1H 2020 r. wskazuje, że w 4Q 2020 r. planowane jest zakończenie realizacji 3 projektów (Miasto Moje III, Vitalia III oraz Nova Królikarnia 3b), obejmujących równe 300 lokali, z czego na koniec czerwca sprzedanych było 225 szt..
- W sierpniu raportem bieżącym, deweloper poinformował o zawarciu przedwstępnej umowy nabycia działki w Warszawie, na Woli. Przedmiotowa nieruchomość ma powierzchnię 1,6 tys. mkw.. Emitent przewiduje, że cena nie będzie wyższa niż 22 mln zł. Termin zawarcia umowy przyrzeczonej to 14 dni od spełnienia warunków zawieszających (m. in. Pozwolenia na budowę), ale nie później niż 31 grudnia 2023.
- We wrześniu Ronson poinformował o rozpoczęciu budowy kolejnego, V już etapu inwestycji Miasto Moje. Wspomniany etap zawiera 170 lokali. Zgodnie z informacją z prezentacji, deweloper planuje rozpoczęcie realizacji 161 lokali w 2 inwestycjach, jeszcze w br. (Ursus Centralny Ib – 97 lokali oraz Nowe Warzymice II – 64 lokale).
- Na początku października Emitent uplasował 100 mln zł obligacji. Sama emisja zdaje się sporo mówić o bieżącej kondycji rynku pierwotnego. Początkowa oferta wynosiła 55 mln zł (później zwiększona do 100 mln), popyt sięgnął ostatecznie 150 mln zł. Termin zapadalności wyemitowanych papierów to 2 kwietnia 2024 r., z okresową amortyzacją 40 mln zł 2 października 2023 r.. Oprocentowanie ustalono na WIBOR6M + 4,3%.
- Część środków ze wspomnianej emisji (nieco poniżej 40 mln zł), trafi na refinansowanie dotychczas wyemitowanych obligacji, co Ronson już zaczął realizować, wykupując przed terminem 20 mln zł obligacji serii S, zapadających pierwotnie w czerwcu 2021 r..

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 231,7 | 294,1 | 232,6 | 143,0 | 253,1 |
| Przychody | 224,4 | 291,8 | 223,5 | 134,8 | 252,6 |
| Zysk brutto ze sprz. | 31,9 | 43,4 | 41,5 | 22,7 | 66,4 |
| *Marża zysku ze sprz* | *14,2%* | *14,9%* | *18,6%* | *16,8%* | *26,3%* |
| Zysk brutto ze sprz. | 38,1 | 45,7 | 44,3 | 24,5 | 66,8 |
| *Marża brutto ze sprz.* | *16,4%* | *15,5%* | *19,1%* | *17,1%* | *26,4%* |
| Kapitał własny | 342,0 | 343,5 | 350,5 | 345,5 | 381,2 |
| Zadłużenie finansowe | 211,2 | 243,2 | 200,8 | 213,2 | 178,6 |
| Kredyty i inne | 13,9 | 37,7 | 12,9 | 15,5 | 0,6 |
| Obligacje | 197,3 | 205,5 | 188,0 | 197,7 | 178,0 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *93,4%* | *84,5%* | *93,6%* | *92,7%* | *99,6%* |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 50,8 | 68,5 | 91,8 | 46,3 | 79,2 |
| Dług netto | 160,5 | 174,7 | 109,1 | 166,9 | 99,4 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 51,5% | 57,3% | 62,8% | 60,1% | 55,1% |
| Dług netto/KW | 46,9% | 50,9% | 31,1% | 48,3% | 26,1% |

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)




Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

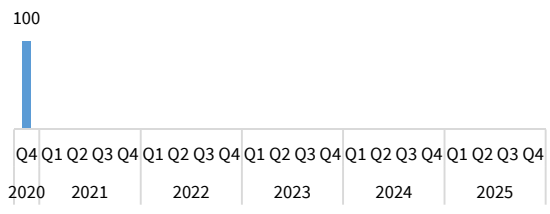
## VANTAGE DEVELOPMENT

- Ze względu na utratę statusu spółki publicznej oraz zmianę podstawowego profilu działalności (ze sprzedaży na najem mieszkań), Zarząd Spółki zadecydował o zaprzestaniu publikacji informacji o wolumenie sprzedanych i przekazanych mieszkań w formie raportów bieżących.
- Przypominamy, że 13 stycznia 2020 r. 100% akcji Spółki znalazło się w posiadaniu TAG Beteiligungs- und Immobilienverwaltungs GmbH, który odsprzedał poprzednim właścicielom komercyjną część biznesu.
- Przypominamy również, że w efekcie zmiany właściciela Grupa zmieniła strategię. W poprzednich komunikatach deweloper informował, że zamierza m.in: i) sprzedawać rocznie ok. 500 lokali; ii) w ciągu 5 lat do oferty wprowadzić 10 000 lokali na wynajem w różnych miastach Polski.
- W kwestii długu obligacyjnego spodziewamy się, że obecna edycja raportu jest prawdopodobnie ostatnią, w której będziemy opisywać Vantage Development. Ze względu na zmiany właścicielskie, deweloper uzyskał większe możliwości uzyskiwania finansowania niż rynek Catalyst, co było też przedstawiane przez TAG Immobilien jako jeden z możliwych do uzyskania efektów synergii.
- Z tego względu Emitent dąży do całkowitego wycofania się z rynku Catalyst, a tym samym do przedterminowych wykupów obligacji serii R i T (łącznie 100 mln zł) – Vantage ogłosił już przedterminowy wykup obligacji serii T, który będzie miał miejsce 25 października br.. Pierwotnie ta seria miała zapadać w październiku 2022 roku. Zgodnie z WEO, obligatariusze uzyskają 1,25% premii. Ponadto, w ostatnich dniach na rynek trafił raport bieżący o przedterminowym wykupie także obligacji serii R, pierwotnie zapadających w maju 2021 roku. Obligatariusze papierów serii R otrzymają 0,5% premii, a wykup nastąpi 30 listopada br.. Spółka po sprzedaży segmentu komercyjnego byłym głównym akcjonariuszom dysponuje po 1H 2020 r. nadwyżką gotówki nad zobowiązaniami finansowymi (gotówka netto).

| w mln zł[1] | 2017 | 2018 | 2019 | 1H 2019 | 1H 2020 |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 274,9 | 467,7 | 361,8 | 64,3 | 70,2 |
| Zysk brutto ze sprz. | 49,5 | 107,0 | 80,0 | 15,2 | 14,9 |
| *Marża brutto ze sprz.* | *18,0%* | *22,9%* | *22,1%* | *23,7%* | *21,3%* |
| Zysk ze sprz. | 33,3 | 91,2 | 60,9 | 7,1 | 4,8 |
| *Marża zysku ze sprz.* | *12,1%* | *19,5%* | *16,8%* | *11,0%* | *6,8%* |
| Zysk netto | 27,5 | 73,7 | 49,5 | 5,4 | 8,6 |
| *Marża netto* | *10,0%* | *15,8%* | *13,7%* | *8,3%* | *12,2%* |
| Zadłużenie finansowe | 210,5 | 195,9 | 206,3 | 230,8 | 147,1 |
| Kredyty i inne | 77,3 | 52,0 | 35,9 | 60,8 | 47,4 |
| Obligacje | 133,2 | 143,9 | 169,7 | 169,1 | 98,9 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *63,3%* | *73,5%* | *82,2%* | *73,3%* | *67,3%* |
| Gotówka | 68,1 | 95,7 | 106,4 | 44,5 | 186,3 |
| Dług netto | 142,4 | 100,2 | 99,9 | 186,3 | -39,3 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 65,1% | 64,5% | 49,1% | 65,7% | 43,3% |
| Dług netto/KW | 69,9% | 56,9% | 26,3% | 82,5% | -8,4% |

[1] Wyniki segmentu mieszkaniowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)




Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

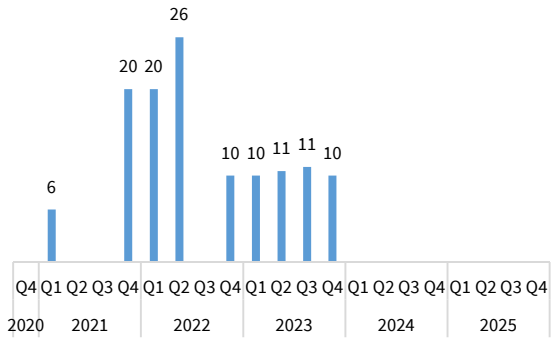
## Victoria Dom

- W 3Q 2020 r. kontraktacja lokali w przypadku Victorii Dom zamknęła się liczbą 318 jednostek (+24,7% q/q i -17,2% r/r), narastająco YTD jest to 1 166 lokali wobec 1 129 rok wcześniej (+3,3% r/r).
- Wg. stanu na koniec 1H 2020 r. oferta Spółki wynosiła 503 lokale, a deweloper w 1H 2020 r. wprowadził do oferty ok. 550 lokali.
- W lipcu Emitent uplasował 11 mln zł w ramach obligacji serii O. Inwestorzy złożyli zapisy na 14 mln zł. Kupon o oprocentowaniu stałym ustalono na 6,65%, co oznacza spadek kuponu względem serii N o 0,35%. Termin wykupu obligacji przypadać będzie na 21 lipca 2023 r..
- Również w lipcu pojawiła się informacja o złożeniu przez Victorię Dom prospektu emisyjnego dot. emisji obligacji o wartości do 200 mln zł. Deweloper 9 października br. poinformował o planach emisji obligacji do 50 mln zł, z opcją zwiększenia oferty o 10 mln zł. Plasowany dług ma mieć 3-letni tenor. Oprocentowanie WIBOR + 5-6%.
- Deweloper nie publikuje kwartalnej informacji o liczbie przekazanych lokali, lecz z prezentacji emisyjnej wynika, ze tegoroczny poziom przekazań sięgnie blisko 1 300 lokali (wg. stanu na dzień 31 maja 2020 r. 80% lokali była zakontraktowana). Większość przekazań planowana jest na 4Q 2020 r. podobnie jak miało to miejsce w latach ubiegłych. Potencjał rozpoznań na przyszły rok wynosi ok. 1 500 lokali, a na 2022 rok aż 2 500 mieszkań. Zarząd zakłada zbliżony do ubiegłorocznych poziom wyników finansowych w 2020 r. (potencjał przychodów ze wszystkich lokali do ukończenia w 2020 r. 479 mln zł). Wg. tej samej prezentacji, bank ziemi obejmuje ok. 7 000 lokali.
- Przy okazji informacji o sprzedaży w 3Q 2020 r., deweloper poinformował o planach wprowadzenia w 4Q 2020 r. do oferty ok. 1 000 mieszkań. Z komunikatu wynika, że Spółka rozpoczęłaby sprzedaż wspomnianych mieszkań wcześniej, gdyby nie przedłużające się procedury administracyjne. Wspomniane inwestycje to zarówno nowe projekty, jak i kolejne etapy budowanych już osiedli (Białołęka, Ochota, Ursus).
- W chwili obecnej postrzegamy sytuację dewelopera jako dobrą, mimo intensywnego wzrostu skali działalności oraz wypłaty dywidendy w 1H 2020 r. (25,5 mln zł), co implikuje niskie ryzyko dla zapadających obligacji. Spółka pracuje nad nowymi emisjami, a także utrzymuje zdrowe wskaźniki zadłużenia, których pogorszenie w 1H 2020 r. wynika ze wspomnianej wypłaty dywidendy oraz związane jest ze specyfiką kalendarza przekazań, co powoduje, że wspomniane pogorszenie ma bardziej charakter sezonowy.

| w mln zł | 2017 | 2018 | 2019[1] | 1H 2019[1] | 1H 2020[1] |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 219,1 | 237,5 | 439,3 | 13,4 | 103,1 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 72,2 | 79,1 | 145,0 | 3,6 | 20,2 |
| *Marża brutto ze sprz.* | *33,0%* | *33,3%* | *33,0%* | *27,1%* | *19,6%* |
| Zysk netto | 38,1 | 45,0 | 87,9 | -8,1 | 0,5 |
| *Marża netto* | *17,4%* | *18,9%* | *20,0%* | *-60,6%* | *0,5%* |
| Kapitał własny | 107,2 | 141,6 | 218,4 | 122,4 | 193,4 |
| Zadłużenie finansowe | 107,9 | 112,1 | 149,8 | 146,5 | 216,1 |
| Kredyty i inne | 10,9 | 9,9 | 28,1 | 30,9 | 92,4 |
| Obligacje | 97,1 | 102,2 | 121,7 | 115,6 | 123,7 |
| *% obligacji w zadłużeniu* | *89,9%* | *91,2%* | *81,3%* | *78,9%* | *57,2%* |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 24,3 | 28,2 | 84,2 | 99,9 | 116,1 |
| Dług netto | 83,6 | 83,9 | 65,6 | 46,6 | 100,1 |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 66,5% | 66,2% | 64,5% | 78,9% | 75,2% |
| Dług netto/KW | 78,0% | 59,2% | 30,0% | 38,1% | 51,7% |

[1] Dane jednostkowe

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




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 = $\frac{\text{zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji}}{\text{dług finansowy}}$

# Zastrzeżenie

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

## Kamil Jędrej

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: kamil.jedrej@dmnavigator.pl

## Igor Więckowski

Starszy Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: igor.wieckowski@dmnavigator.pl

Navigator Capital Group®
Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: +48 22 630 83 33

mail: biuro@navigatorcapital.pl

www.navigatorcapital.pl