
Navigator Dom Maklerski®
Value delivered.

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst w 4Q 2018 r.

Warszawa, styczeń 2019 r.

Szanowni Państwo,

Mamy przyjemność przedstawić Państwu kolejną edycję naszego kwartalnego raportu poświęconego sytuacji największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst. Najnowsza edycja raportu została rozszerzona o analizę spółki JHM Development oraz Grupy Inpro, które w 4Q 2018 r. wprowadziły swoje obligacje do obrotu. Dziękujemy za Państwa pozytywne komentarze oraz uwagi odnośnie raportu. Jest nam niezmiernie miło, że nasza publikacja spotyka się z Państwa zainteresowaniem. Mamy nadzieję, że lektura raportu przybliży Państwu obecną sytuację sektora deweloperskiego.

Sprzedaż mieszkań w 4Q 2018 r. utwierdziła nas w przekonaniu, że koniunktura na rynku nieruchomości mieszkaniowych wyhamowała. Spadek kontraktacji lokali w 4Q 2018 r. wobec ostatniego kwartału 2017 r. jest widoczny, jednak należy zaznaczyć, że 4Q 2017 r. był okresem największego prosperity branży deweloperskiej. Zestawiając wielkość sprzedaży lokali w 2018 r. z wolumenem kontraktacji osiągniętym w 2016 r. okazuje się, że ubiegły rok pod względem sprzedaży był lepszy. Trzeba mieć też na uwadze, że negatywny wpływ na sprzedaż w 4Q 2018 r. miały odbywające się w tym okresie wybory samorządowe. Niektóre samorządy działały w tym okresie mniej sprawnie, co opóźniło wprowadzenie do sprzedaży inwestycji deweloperskich w 4 kwartały w konsekwencji czego ich rozpoczęcie przeniesiono na 1Q 2019.

Naszym zdaniem w 2018 r. większość deweloperów osiągnęła zadowalający poziom sprzedaży oraz posiada obecnie stabilne perspektywy rozwoju. Spodziewamy się, że kolejne kwartały będą dla branży wymagające, jednak podtrzymujemy naszą opinię z poprzedniej edycji raportu, że jest zbyt wcześnie, aby wieszczyć załamanie na rynku nieruchomości mieszkaniowych.

W 2018 r. deweloperom doskwierały problemy branży budowlanej. Utrzymujący się niedobór pracowników fizycznych, rosnące koszty wykonawstwa oraz dynamiczna podwyżka cen materiałów miały znaczący wpływ na osiągnięte przez analizowane spółki marże. Jesteśmy zdania, że w ostatnich miesiącach koszty budowy zaczęły się jednak stabilizować, choć stabilizacja miała miejsce na relatywnie wysokich poziomach. Dostrzegamy obecnie wysokie ryzyko związane z migracją

pracowników z Ukrainy. W 2019 roku spodziewamy się mniejszych napływów pracowników z tego kraju oraz nie wykluczamy znaczących odpływów Ukraińców zatrudnionych już w Polsce na rzecz podjęcia pracy w Niemczech. Uważamy, że niedobór siły roboczej stanowi największe zagrożenie sektora deweloperskiego w nadchodzących kwartałach.

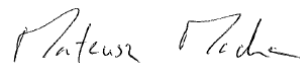
W 4Q 2018 r. nie dostrzegaliśmy wzmożonej aktywności deweloperów na rynku gruntów. Naszym zdaniem gorączka związana z dynamicznym wzrostem cen działek, która była widoczna w poprzednich kwartałach zaczęła wyhamowywać, co może skłonić spółki do działań prowadzących do rozbudowy banku ziemi w 2019 r.

Szczęśliwie dla branży w 4Q 2018 r. UOKiK wycofał się z propozycji zakładającej likwidację otwartych rachunków powierniczych w projekcie nowelizacji Ustawy Deweloperskiej. W zamian jednak zaproponował utworzenie Deweloperskiego Funduszu Gwarancyjnego, na rzecz którego deweloperzy będą regularnie odprowadzać składki. Pieniądze zgromadzone w funduszu miałyby być zabezpieczeniem dla klientów na wypadek upadłości dewelopera lub banku obsługującego jego rachunki. Propozycja jest szeroko krytykowana przez firmy z uwagi na fakt, że składki na fundusz mogą okazać się bardzo wysokie. UOKiK uspokaja i deklaruje, że składki nie dotkną deweloperów w sposób istotny. Niezależnie od wielkości składki uważamy, że jeśli nowelizacja w tym kształcie wejdzie w życie deweloperzy próbują przenieść dodatkowe koszty na klientów co dodatkowo wpłynie na wzrost cen mieszkań.

4Q 2018 r. podobnie jak 3Q ubiegłego roku cechował się niską aktywnością deweloperów w zakresie emisji długu. Ostatnie miesiące 2018 r. były bardzo trudne dla całego rynku obligacji korporacyjnych, który wciąż odczuwa skutki afery GetBack oraz otrzymał dodatkowy cios w postaci afery KNF. Sytuacji nie pomogły słabe wyniki funduszy obligacji korporacyjnych. W efekcie, w ostatnim kwartale roku miały miejsce masowe umorzenia jednostek uczestnictwa w funduszach. Odpływ kapitału skutkowało spadkiem wartości instrumentów notowanych oraz koniecznością podwyższenia oprocentowania nowego długu. Uważamy, że w 2019 r. trudno będzie odzyskać zaufanie inwestorów do rynku obligacji na poziomie sprzed defaultu GetBack.

W 2019 roku na rynku obligacji dojdzie również do istotnych zmian od strony regulacyjnej. 1 lipca bieżącego roku wchodzi w życie obowiązkowa dematerializacja wszystkich emisji obligacji w KDPW przy obowiązkowym udziale agenta emisji w tym procesie. Z pewnością wydłuży to emisje, podniesie koszty dla emitenta oraz wykluczy możliwość przeprowadzenia szybkiej i bezkosztowej emisji wewnętrznej. Jeszcze większym problemem dla emitentów może okazać się ograniczenie ofert prywatnych. Projekt nowelizacji ustawy o ofercie jest na etapie konsultacji i możliwe, że ostateczna jej forma nie dotknie w istotny sposób emitentów kierujących oferty do inwestorów kwalifikowanych (np. funduszy inwestycyjnych). Do takich inwestorów kierowana jest natomiast większość oferowanych przez deweloperów obligacji w ramach ofert prywatnych.

Zapraszam do lektury raportu,



Mateusz Mucha
Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A

Sytuacja makroekonomiczna i prawna

Spadek w liczbie wydawanych pozwoleń na budowę

Spadek liczby mieszkań oddanych do użytkowania w krótkim terminie

Nieznaczny spadek w liczbie mieszkań, których budowę rozpoczęto

Rosnąca różnica cen transakcyjnych mieszkań pomiędzy rynkiem warszawskim, a pozostałymi aglomeracjami

Pozytywnie zaskakująca dynamika wzrostu PKB oraz utrzymanie niskich stóp procentowych

Zmiany regulacyjne zagrożeniem dla branży

Więcej

str. 4 - 7

Rynek gruntów

Ograniczenie zakupów nowych gruntów

Spadek cen transakcyjnych na rynku gruntów

Więcej

str. 8 - 10

Sprzedaż w 2018 r.

Wyhamowanie koniunktury na rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Sprzedaż w 2018 r. wyższa od kontraktacji w 2016 r.

23 268 Łączna liczba sprzedanych mieszkań

-13,9% Zmiana względem 2017 r.

3 602 Najwyższy odczyt wśród deweloperów

298 Najniższy odczyt wśród deweloperów

Więcej

str. 11 - 12, 14

Przekazania w 2018 r.¹

Poziom przekazania w 2018 r. odzwierciedlający wysoką sprzedaż lokali w 2016 i 2017 r.

Wolumen przekazania w 4Q 2018 r. niższy o 1,9% od 4Q 2017 r.

19 048 Łączna liczba przekazanych mieszkań

+23,1% Zmiana względem 2017 r.

3 632 Najwyższy odczyt wśród deweloperów

202 Najniższy odczyt wśród deweloperów

¹Bez uwzględnienia danych Robygi i Victoria Dom

Więcej

str. 13 - 14

Dług finansowy na koniec 3Q 2018 r.

Wartość zadłużenia odsetkowego na poziomie z końca grudnia 2017 r.

Widoczny wzrost udziału obligacji korporacyjnych w strukturze finansowania w porównaniu z końcem 2017 r.

4,9 mld zł Łączna wartość zadłużenia finansowego

72,1% Udział zadłużenia obligacyjnego

2,7 mld zł Łączny poziom długu netto

0,31x Mediana wskaźnika dług netto / kapitał własny

0,63x Mediana wskaźnika ogólnego zadłużenia

Więcej

str. 15 - 17

Finansowanie obligacyjne w 4Q 2018 r.

Kontynuacja niskiej aktywności deweloperów na rynku długu korporacyjnego..

245,0 mln zł Łączna wartość przeprowadzonych emisji

5 Liczba przeprowadzonych emisji

70,0 mln zł Wartość największej emisji

310,8 mln zł Łączna wartość wykupów obligacji

24,3% Udział wykupów przedterminowych

3,5 mld zł Wartość emisji do wykupu w okresie 2019 - 2023

Więcej

str. 18 - 19

Informacje dotyczące spółek

Więcej

str. 20 - 27

W 2019 r. możliwy spadek liczby mieszkań oddanych do użytkowania

W okresie styczeń-listopad 2018 r. w największych miastach Polski liczba mieszkań oddanych do użytkowania była nieznacznie większa niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. W analizowanych miastach oddano w tym okresie do użytkowania łącznie 48 713 mieszkań co oznacza wzrost w wysokości 1,85% w ujęciu rok do roku. W najnowszych dostępnych danych widać jednak wyraźne spowolnienie w liczbie mieszkań oddanych do użytkowania w miesiącach wrzesień-listopad 2018 r. W tym okresie w największych miastach oddano do użytkowania 13 179 mieszkań, przy czym w analogicznym okresie roku poprzedniego było to 16 982 lokali (-22,39% r/r). Naszym zdaniem, jest to efekt wyborów samorządowych. Ich wpływ może być widoczny jeszcze w danych za grudzień, natomiast w pierwszych miesiącach 2019 r. spodziewamy się wzrostu oddań w ujęciu rok do roku ze względu na częściowe przesunięcie decyzji administracyjnych na ten okres.

Dynamika wzrostu liczby mieszkań oddanych do użytkowania najwyższa była we Wrocławiu (+9,09%) oraz w Warszawie (+7,33%), które są równocześnie największymi rynkami mieszkaniowymi w Polsce pod względem lokali oddanych do użytkowania. Jedyńm z analizowanych miast, w którym odnotowano spadek liczby mieszkań oddanych do użytkowania był Kraków (-17,19% r/r), w którym jeszcze rok temu oddano wyraźnie więcej mieszkań niż w drugim obecnie Wrocławiu.

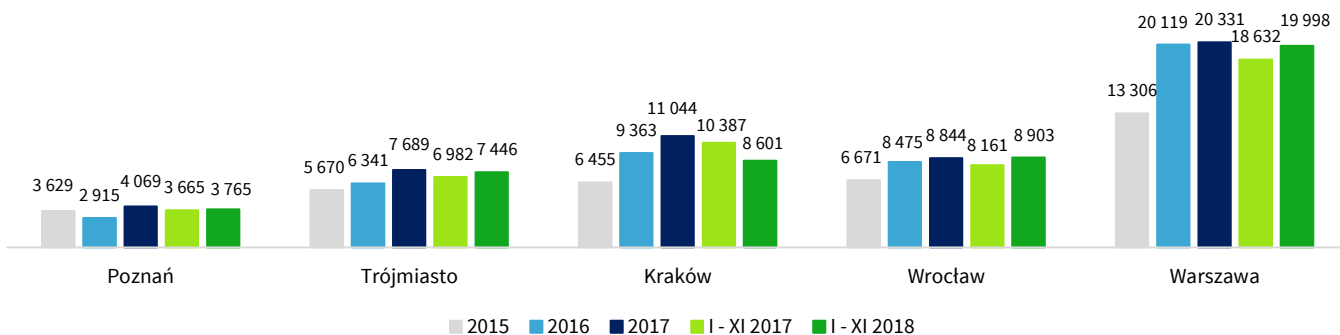
W 2019 r. spodziewamy się spadku liczby mieszkań oddanych do użytkowania z uwagi na spadek sprzedaży wśród analizowanych deweloperów w 2018 r., jak również nieznaczny spadek ilości

mieszkań, których budowę rozpoczęto w okresie styczeń – listopad 2018 r.

Wydłużające się procedury administracyjne w największych polskich miastach w 2018 r. mają również odzwierciedlenie w liczbie wydanych pozwoleń na budowę. W okresie styczeń – listopad 2018 r. w analizowanych miastach wydano 55 857 pozwoleń co oznacza spadek o -10,09% w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego. Największy spadek w liczbie wydanych pozwoleń odnotowano we Wrocławiu, w którym wydano 45% mniej pozwoleń na budowę niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Tym samym Wrocław jest miastem, w którym wydano najmniej pozwoleń spośród analizowanych miast, w związku z czym należy się spodziewać, że w 2019 roku nie utrzyma drugiego miejsca pod względem liczby oddanych mieszkań. Wyraźny wzrost wydawanych pozwoleń odnotowano jedynie w Poznaniu, w którym wydano ponad 38% więcej pozwoleń na budowę niż w analogicznym okresie 2017 r. Szczególnie dużą ilość pozwoleń wydano w Poznaniu w październiku i listopadzie.

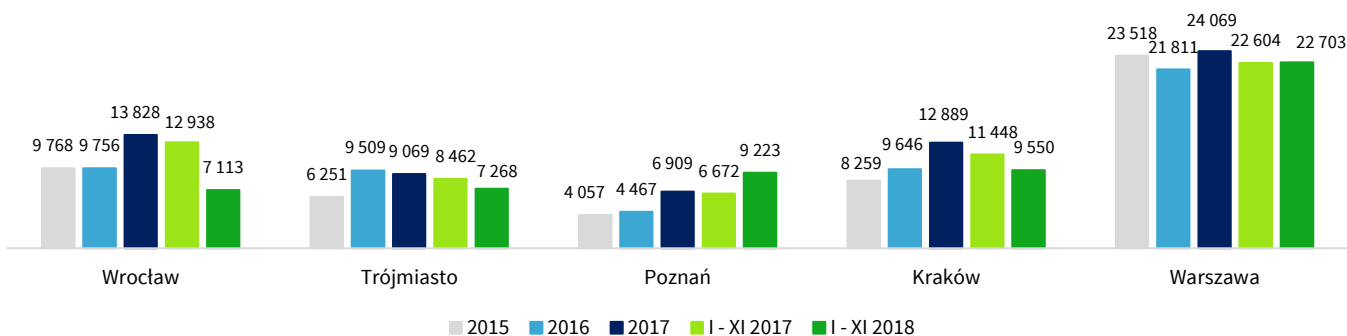
Warto również wspomnieć o liczbie mieszkań, których budowę rozpoczęto. W okresie styczeń – listopad 2018 r. rozpoczęto budowę 55 345 mieszkań, co jest wynikiem gorszym w porównaniu do analogicznego okresu roku 2017, jednak jedynie o nieco ponad 2%. Liczba budów, które rozpoczęto w ujęciu rok do roku praktycznie nie zmieniła się we Wrocławiu i Krakowie, spadła w Poznaniu i Trójmieście (w obu o ok. 25%) oraz wyraźnie wzrosła jedynie w Warszawie (+14,1% r/r).

Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rosnąca różnica w cenach transakcyjnych pomiędzy Warszawą a pozostałymi rynkami

W 3Q 2018 r. mieliśmy do czynienia z dalszym wzrostem cen (zarówno ofertowych, jak i transakcyjnych) mieszkań w największych miastach w Polsce. Najwyższe ceny transakcyjne tradycyjnie odnotowano w Warszawie, w której w 3Q 2018 r. wyniosły średnio 8 560 zł/m². Ceny w stolicy odnotowały wzrost o 4,6% q/q. Warto odnotować, że dynamika wzrostu cen w stolicy przyspiesza - w 3Q 2017 r. wzrost wyniósł 1,8% q/q, w 1 i 2Q 2018 po 2,8% q/q.

Na drugim najdroższym rynku w Polsce – w Gdańsku, odnotowano 3,8% spadek ceny transakcyjnej w ujęciu kwartał do kwartału. Oceniamy, że rynek ten odrealizuje duży wzrost cen, jaki miał miejsce w 4 kwartałach poprzedzających najnowszy odczyt (w okresie 2Q 2017 – 2Q 2018 wzrost cen wyniósł 16,0%). Na duży wzrost cen w tym okresie niebagatelny wpływ miał wzrost aktywności deweloperów w okolicach atrakcyjnej Wyspy Spichrzów. Nadal jednak ceny transakcyjne w Gdańsku pozostają wyraźnie wyższe niż te w Poznaniu, Wrocławiu i Krakowie dla których oscylują obecnie na podobnym poziomie niecałych 7 000 zł/mkw. Na tych trzech rynkach w 3Q 2018 r. odnotowano wzrost cen w ujęciu kwartał do kwartału w wysokości od 1,5% do 2,5%.

W ujęciu rok do roku najwyższy wzrost cen odnotowano w Warszawie. Pomimo, że rynek stolicy jest najdroższym rynkiem mieszkaniowym w Polsce, wzrost cen na nim jest również najwyższy w ujęciu rok do roku co sprawia, że dystans pomiędzy cenami mieszkań w Warszawie, a pozostałymi miastami staje się coraz większy. Najniższy wzrost cen w ujęciu rok do roku (+1,5%) odnotowano natomiast w Krakowie.

Warto również wspomnieć o kształtowaniu się cen ofertowych mieszkań na analizowanych rynkach, które są wyższe od późniejszych cen transakcyjnych. Największa różnica pomiędzy ceną ofertową, a transakcyjną utrzymuje się od 5 kwartałów w Gdańsku, w którym ceny ofertowe w 3Q 2018 r. były 12,5% wyższe od cen transakcyjnych. Stosunek ten zwiększył się w 3Q 2018 r. co wskazuje, iż deweloperzy nie chcieli opuszczać cen ofertowych, jednak byli skłonni zastosować dla konsumentów wyższy rabat niż miało to miejsce w poprzednich okresach.

Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkań w największych miastach



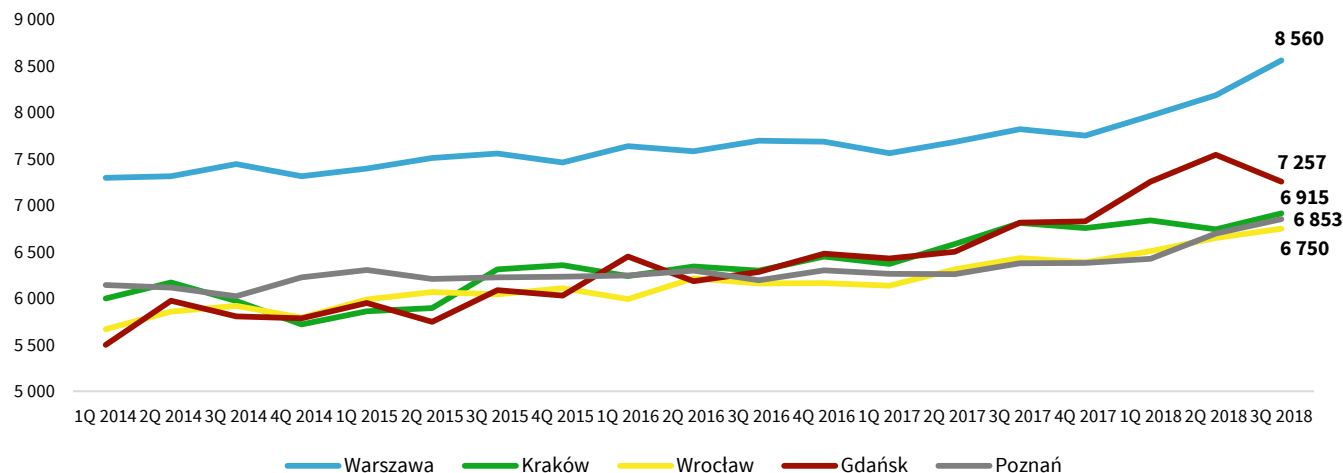
- Średnia cena transakcyjna 1 m² mieszkania w 3Q 2018 r.
- Procentowa zmiana 3Q/2Q 2018 r.
- Procentowa zmiana 3Q 2018/3Q 2017 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

Na pozostałych rynkach różnica pomiędzy ceną transakcyjną, a ofertową była istotnie mniejsza i wynosiła: 5,5% we Wrocławiu, 2,7% w Warszawie, 1,8% w Krakowie oraz 1,5% w Poznaniu.

W 2019 r. spodziewamy się dalszego wzrostu cen mieszkań, choć dynamika wzrostów powinna wyhamować. Wzrost cen w dalszym ciągu będzie napędzany przez rynek Warszawski.

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



Źródło: NBP

Wzrost gospodarczy oraz sytuacja na rynku kredytów sprzyjają deweloperom

Pomimo, obaw iż w drugiej połowie 2018 r. tempo wzrostu PKB zwolni, w 3Q 2018 r. wzrost gospodarczy wyniósł 5,1% r/r, czyli tyle samo co w 2Q 2018 r. Według prognoz NBP wzrost PKB w całym 2018 r. wyniesie 4,8%, choć są ośrodki prognozujące, iż tempo wzrostu gospodarczego przekroczy 5%. Warto przypomnieć, że pierwotne prognozy NBP i Komisji Europejskiej wynosiły odpowiednio 3,6% i 3,8%. W 2019 r. spodziewane jest zwolnienie dynamiki wzrostu PKB do 3,5-3,8% r/r, co i tak na europejskim tle będzie wynikiem bardzo dobrym.

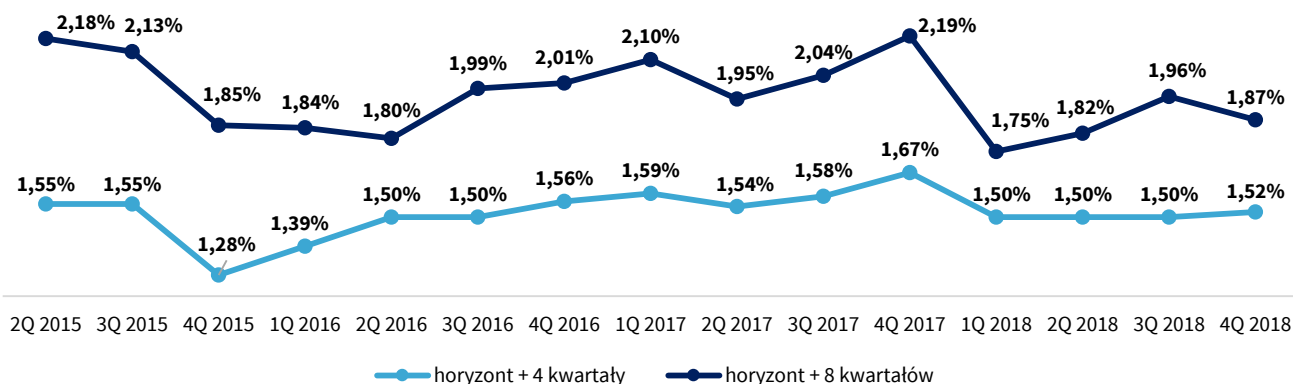
W grudniu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Prezes NBP Adam Glapiński potwierdził, że nie widzi powodów aby stopy miały wzrosnąć w roku 2019. Co do 2020 r. stwierdził, że jest prawdopodobne, że stopy nie będą rosły, jednak nie jest to już tak wysokie prawdopodobieństwo jak wcześniej.

Średnia marża kredytu hipotecznego utrzymywała się w 3Q 2018 r. na poziomie podobnym do poziomu w 1 i 2Q 2018 r. i wynosiła na koniec września 2,06%. W okresie 1-3Q 2018 r. średnia marża wahała się w wąskim przedziale 2,05%-2,07%.

Utrzymujące się niskie stopy procentowe w połączeniu z niską średnią marżą kredytu hipotecznego z pewnością w dalszym ciągu będą motorem dla branży deweloperskiej.

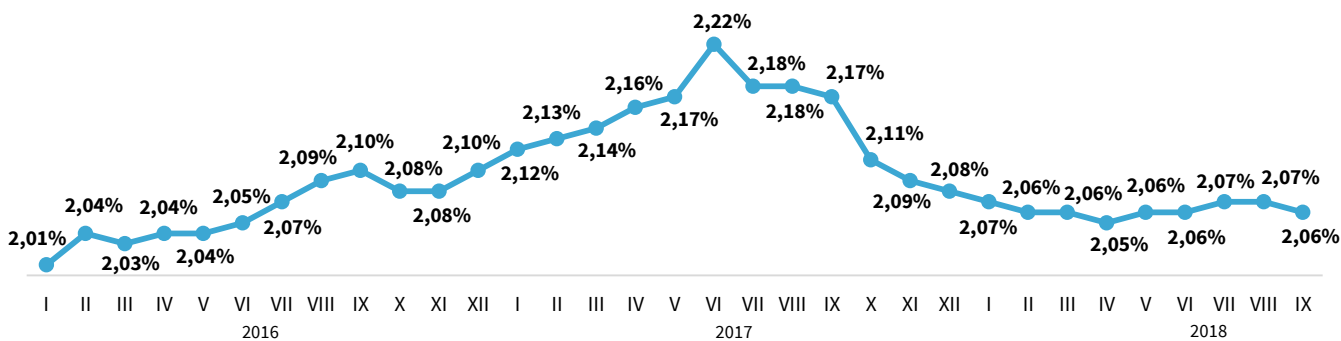
Liczba udzielonych kredytów hipotecznych zmalała w 3Q 2018 r. w stosunku do 2Q o -3,05%, jednak dzięki wzrostowi średniej wartości kredytu wartościowy spadek udzielonych kredytów wyniósł jedynie -1,24% q/q. Łączna wartość kredytów hipotecznych udzielonych w 3Q 2018 r. wyniosła 13,6 mld zł, co oznacza wzrost w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego o prawie 24% r/r. W 4Q 2018 r. nie dopatrujemy się czynników, które miałyby wyhamować akcję kredytową.

Konsensus rynkowy odnośnie wartości stopy referencyjnej NBP w horyzoncie następnych 4 i 8 kwartałów



Źródło: NBP

Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w latach 2016 – 3Q 2018



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON SARFIN 3/2018

Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w latach 2013 – 2017 oraz 4Q 2017 – 2Q 2018

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2013	36,5	-	176 866	-	206,4	-
2014	36,8	0,82%	174 087	-1,57%	211,4	2,43%
2015	39,3	6,79%	181 325	4,16%	216,7	2,53%
2016	39,5	0,51%	178 409	-1,61%	221,4	2,15%
2017	44,6	12,91%	190 634	6,85%	234,0	5,67%
4Q 2017	10,9	-	44 745	-	243,6	-
1Q 2018	12,9	18,35%	55 156	23,27%	233,9	-3,99%
2Q 2018	13,7	6,20%	53 686	-2,67%	255,2	9,11%
3Q 2018	13,6	-1,24%	52 051	-3,05%	260,7	1,87%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 3/2018.

Zmiany regulacyjne zagrożeniem dla branży

22 sierpnia 2018 r. weszła w życie specustawa mieszkaniowa umożliwiająca przyspieszenie procedur poprzedzających uzyskiwanie pozwoleń na budowę budynków mieszkalnych w przypadku braku planu zagospodarowania przestrzennego. Od tego czasu, w obawie przed chaosem budowlanym wiele samorządów zablokowało swobodę działania deweloperów poprzez ustanawianie tzw. lokalnych standardów urbanistycznych, które istotnie zaostrzają wymogi ustawowe. Takie zaostrzone przepisy przyjęły już m.in. Warszawa, Poznań, Łódź oraz wiele mniejszych gmin. Niektóre samorządy zaostrzyły kryteria na tyle mocno, że zdaniem deweloperów możliwość działania na podstawie specustawy staje się w praktyce niemożliwa.

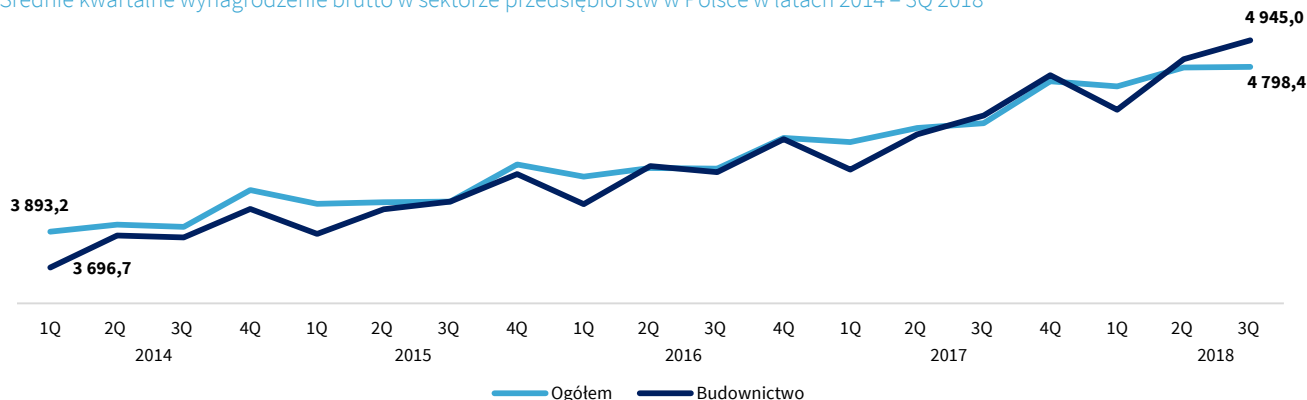
W raporcie za 2Q oraz 3Q 2018 r. opisywaliśmy projekt nowelizacji Ustawy Deweloperskiej przygotowanej przez UOKiK, zakładającej likwidację otwartych rachunków powierniczych, co było dużym zagrożeniem dla branży. W najnowszej wersji nowelizacji wycofano się z tego pomysłu, co oceniamy dla branży bardzo pozytywnie.

UOKiK zaproponował jednak powołanie Deweloperskiego Funduszu Gwarancyjnego, na rzecz którego deweloperzy będą regularnie odprowadzać składki. Pieniądze zgromadzone w funduszu miałyby być zabezpieczeniem dla klientów na wypadek upadłości dewelopera lub banku obsługującego jego rachunki. Wysokość składek wynosiłaby maksymalnie 1% od kwot wpłaconych na rachunki powiernicze zamknięte oraz

maksymalnie 5% od kwot wpłaconych na rachunki powiernicze otwarte. Ostateczna wysokość składek wynikałaby z rozporządzenia ministra inwestycji i rozwoju. Polski Związek Firm Deweloperskich zaprotestował wskazując, że kwoty, które deweloperzy będą musieli odkładać do DFG będą dla nich dużym obciążeniem. UOKiK szacuje jednak, że roczne wpłaty na DFG wyniosą ok. 135 mln zł, a w przeliczeniu na pojedyncze mieszkanie będzie to od kilkuset do 2 tysięcy złotych. Niezależnie od tego jak wysokie będą składki pewne jest jednak, że jeżeli nowelizacja przejdzie w proponowanym kształcie, nową opłatą deweloperzy będą próbowali przerzucić na klientów.

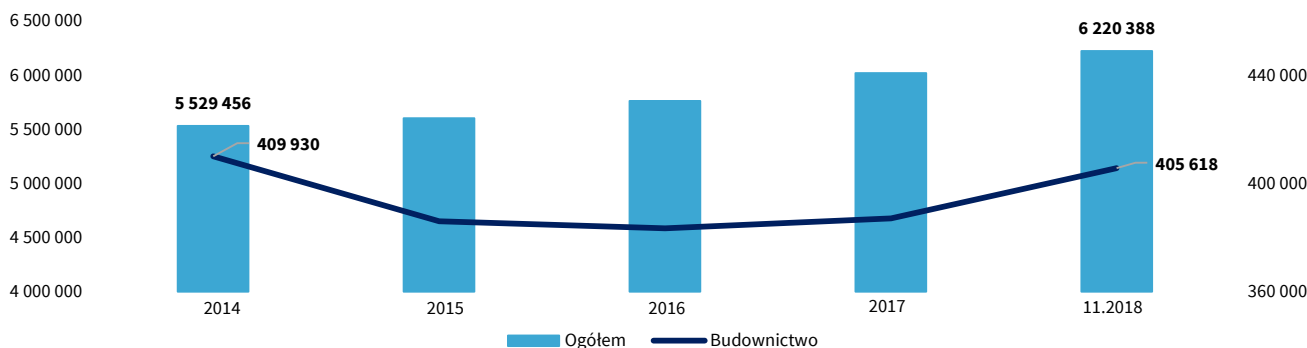
Największego zagrożenia dla deweloperów i branży budowlanej od strony regulacyjnej upatrujemy jednak w projekcie ustawy przygotowanej przez rząd niemiecki, który chce ułatwić pracę w Niemczech obywatelom spoza Unii Europejskiej. W efekcie z Polski do Niemiec może wyjechać nawet kilkaset tysięcy pracujących w Polsce Ukraińców, których napływ ograniczał w ostatnich latach wzrosty płac w sektorze budowlanym oraz wspierał popyt na nowe mieszkania. Ich emigracja na zachód może oznaczać dla Polskich firm budowlanych jeszcze większe problemy z pozyskaniem rąk do pracy oraz konieczność dalszego skokowego podwyższenia wynagrodzeń. W przeciągu ostatniego roku płace w sektorze budowlanym wzrosły natomiast o ponad 9% i w 3Q 2018 r. były o ponad 3% wyższe od płac w sektorze przedsiębiorstw ogółem. Od początku roku do listopada wzrost liczby pracujących w sektorze budowlanym wyniósł 4,8%, przy wzroście w sektorze przedsiębiorstw ogółem w wysokości 3,4%.

Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w latach 2014 – 3Q 2018



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w latach 2014 – 11.2018



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Mniejsza aktywność deweloperów na rynku gruntów w 2018 r.

Poniższe dane oraz wnioski opracowane zostały przez DM Navigator na podstawie publikowanych przez deweloperów raportów bieżących, dla których podano informacje na temat ceny zakupu gruntów oraz szacunków co do zabudowy danej działki (PUM lub liczba mieszkań). 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 odchylić się od danych rzeczywistych. Uważamy, że mimo wszystko zestawienie jest przydatnym źródłem informacji stąd publikujemy poniższe dane. Zachęcamy również do przestudiowania sekcji dotyczącej gruntów w poprzedniej edycji raportu, w której szerzej opisujemy naszą metodologię oraz przedstawiamy dane z raportu Emmerson Evaluation opublikowanego w połowie 2018 r.

Wśród emitentów publikujących raporty dot. zakupów gruntów w 4Q 2018 r. najaktywniejszym deweloperem był LC Corp, który zaraportował o zakupie dwóch działek. Szczególnie ciekawą jest transakcja zakupu gruntu na krakowskich Czyżynach za 48 mln zł, na której spółka zamierza zrealizować projekt na ok. 1 150 mieszkań. Rozpoczęcie sprzedaży w ramach tego projektu ma nastąpić w 2Q 2019 r. Druga z zakupionych działek nabyta została we Wrocławiu na osiedlu Ołtaszyn za kwotę 8,5 mln zł. Na tej nieruchomości deweloper planuje wybudowanie 203 mieszkań. Nową działkę we Wrocławiu zakupił również Archicom - za 8,8 mln zł deweloper nabył grunt, na którym planuje realizację inwestycji mieszkaniowej na 200 lokali.

Wartą odnotowania jest również transakcja zakupu gruntu przez JHM Development na gdańskich Łostowicach za kwotę 8,1 mln zł. Na zakupionej nieruchomości Spółka planuje wybudowanie budynku wielorodzinnego na 260 lokali mieszkalnych i usługowych. Będzie to pierwszy projekt JHM Development realizowany w Gdańsku. Działka została zakupiona od miasta Sopot na przetargu zorganizowanym na początku grudnia. Na tym samym przetargu sąsiadującą działkę nabyła Grupa Robyg jednak spółka nie informowała o tym zdarzeniu w raporcie bieżącym.

Po trzech latach wzrostów cen gruntów w latach 2015-2017 deweloperzy coraz głośniejszymi komunikowali, iż uważają ceny gruntów za zbyt wygórowane i niektórzy z nich ograniczyli zakupy nowych terenów pod inwestycje. Widać to było w ilości raportów bieżących publikowanych przez deweloperów dotyczących zakupów gruntów w 2018 r. których odnotowaliśmy łącznie 20

(dla porównania w 2017 r. było ich 28). Z zebranych danych wynika, że w 2018 r. spadł również stosunek ceny transakcyjnej gruntu do możliwej do uzyskania powierzchni użytkowej mieszkań w ujęciu rok do roku i to na każdym z analizowanych rynków. Naszym zdaniem spowodowane jest to jednak głównie faktem, iż ze względu na ogólny wzrost cen i wyprzedanie działek w atrakcyjnych lokalizacjach w 2018 r. emitenci raportowali o zakupach gruntów w mniej atrakcyjnych miejscach, które z natury są tańsze. Warto również mieć na uwadze, iż próba badawcza jest relatywnie mała.

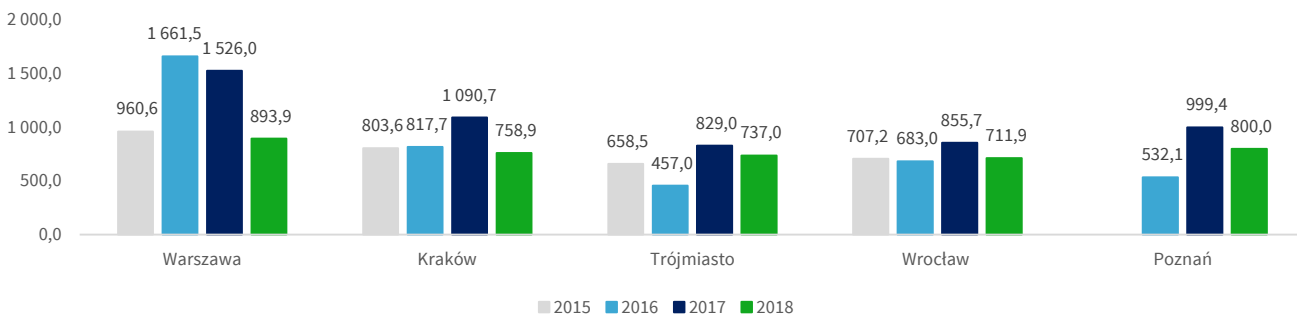
Zaraportowane średnie ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach¹

	2015	2016	2017	2018
Kraków	803,6	817,7	1090,7	758,9
Archicom		797,2	776,5	
LC Corp				758,9
Lokum Deweloper	803,6	1071,0		
Murapol		631,1	1153,2	
Poznań		532,1	999,4	800,0
Archicom				800,0
Murapol		459,4	999,4	
Ronson		575,8		
Warszawa	960,6	1661,5	1526,0	893,9
Dom Development		3236,4	2486,3	
LC Corp	1195,1			
Marvipol				3085,7
Murapol		2177,1	1541,3	814,0
Robyg	880,8	853,3	853,1	828,3
Ronson				931,8
Wrocław	707,2	683,0	855,7	711,9
Archicom	660,2	646,0	947,3	884,2
i2 Development	673,4	954,3	942,3	712,7
LC Corp				761,3
Lokum Deweloper		756,9		
Murapol		672,7	716,2	425,2
Vantage	909,1		767,7	1115,4
Trójmiasto	658,5	457,0	829,0	737,0
Archicom			927,3	757,6
J.W.Construction			621,2	
JHM Development				565,3
Marvipol			916,7	
Murapol		628,6	963,7	
Robyg	658,5	434,8		845,5
Średnia	834,6	827,9	1135,7	818,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

¹ Średnia ważona możliwa do uzyskania Powierzchnią Użytkową Mieszkań (PUM).

Zaraportowane ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach¹



¹ Relacja ceny transakcyjnej gruntu do możliwej do uzyskania Powierzchnią Użytkową Mieszkania (PUM).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2015 – 2018 we Wrocławiu oraz w Warszawie

Deweloper	Data	Dzielnica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM	Cena netto/PUM ¹
WROCŁAW						
2015						
Vantage	2Q 2015	Krzyki	14 500 000	290	15 950	909
Archicom	1H 2015	Śródmieście	5 100 000	124	6 820	748
Archicom	1H 2015	Śródmieście	14 000 000	251	13 805	1 014
Archicom	1H 2015	Krzyki	9 600 000	387	21 285	451
Archicom	1H 2015	Krzyki	6 000 000	190	10 450	574
Archicom	1H 2015	Psie Pole	3 500 000	100	5 500	636
i2 Development	3Q 2015	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	Fabryczna	9 700 000	185	10 165	954
Lokum Deweloper	2Q 2016	Śródmieście	13 400 000	283	13 200	1 015
Archicom	1H 2016	Psie Pole	18 000 000	525	28 875	623
Archicom	1H 2016	Krzyki	19 000 000	550	30 250	628
Archicom	1H 2016	Śródmieście	36 300 000	1 000	55 000	660
Archicom	1H 2016	Krzyki	26 600 000	520	28 600	930
Lokum Deweloper	3Q 2016	Krzyki	25 200 000	739	37 800	667
Murapol	4Q 2016	Krzyki	8 222 550	304	12 223	673
SUMA			168 272 550	4 656	246 363	683
2017						
i2 Development	2Q 2017	Śródmieście	1 118 000	50	2 750	407
Murapol	2Q 2017	Krzyki	6 400 000	280	11 272	568
Murapol	2Q 2017	Stare Miasto	4 500 000	106	4 905	917
Archicom	3Q 2017	Fabryczna	27 500 000	700	38 500	714
Archicom	3Q 2017	Krzyki	47 530 000	740	40 700	1 168
i2 Development	3Q 2017	Krzyki	16 050 000	500	20 000	803
Murapol	3Q 2017	Krzyki	7 723 577	350	14 400	536
Murapol	3Q 2017	Krzyki	23 300 000	715	26 846	868
i2 Development	4Q 2017	Fabryczna	25 000 000	400	22 000	1 136
Murapol	4Q 2017	Krzyki	13 000 000	426	19 261	675
Vantage	4Q 2017	Krzyki	3 800 000	90	4 950	768
SUMA			175 921 577	4 357	205 584	856
2018						
Archicom	1Q 2018	Fabryczna	3 333 000	90	4 950	673
Archicom	1Q 2018	Psie Pole	18 550 000	360	19 800	937
i2 Development	2Q 2018	Fabryczna	6 900 000	280	15 400	448
i2 Development	2Q 2018	Krzyki	12 700 000	220	12 100	1 050
Murapol	2Q 2018	Krzyki	8 100 000	350	14 800	547
Murapol	3Q 2018	Krzyki	6 000 000	280	11 800	508
Vantage	3Q 2018	Fabryczna	18 000 000	254	13 970	1 288
Vantage	4Q 2018	Iwiny	2 000 000	72	3 960	505
LC Corp	4Q 2018	Oltaszyń	8 500 000	203	11 165	761
Murapol	4Q 2018	Krzyki	3 800 000	380	15 500	245
SUMA			87 883 000	2 489	123 445	712
WARSZAWA						
2015						
Robyg	2Q 2015	Bemowo	72 600 000	1 600	88 000	825
Robyg	3Q 2015	Ursus	30 500 000	980	53 900	566
LC Corp	3Q 2015	Wola	76 250 000	1 160	63 800	1 195
Robyg	4Q 2015	Wilanów	52 200 000	650	35 750	1 460
Robyg	4Q 2015	Praga Południe	9 900 000	180	9 900	1 000
SUMA			241 450 000	4 570	251 350	961
2016						
Robyg	1Q 2016	Praga Południe	16 000 000	260	14 300	1 119
Robyg	2Q 2016	Mokotów	13 599 810	300	16 500	824
Robyg	2Q 2016	Wola	46 000 000	800	44 000	1 045
Robyg	2Q 2016	Ursynów	7 000 000	400	22 000	318
Dom Development	2Q 2016	Mokotów	133 500 000	750	41 250	3 236
Murapol	3Q 2016	Służewiec	56 000 000	488	25 722	2 177
SUMA			272 099 810	2 998	163 772	1 661
2017						
Robyg	1Q 2017	Białołęka	25 800 000	700	38 500	670
Murapol	1Q 2017	Ursus	11 000 000	291	11 000	1 000
Murapol	1Q 2017	Wola	15 100 000	166	7 930	1 904
Robyg	2Q 2017	Wilanów	17 700 000	250	13 750	1 287
Robyg	2Q 2017	Włochy	48 000 000	1 000	55 000	873
Murapol	3Q 2017	Ursus	45 773 800	569	31 400	1 458
Dom Development	3Q 2017	Żoliborz	184 606 000	1 350	74 250	2 486
Murapol	4Q 2017	Praga Południe	16 283 224	144	6 868	2 371
SUMA			364 263 024	4 470	238 698	1 526
2018						
Ronson	1Q 2018	Ursus	82 000 000	1 600	88 000	932
Murapol	1Q 2018	Ursus	30 000 000	766	33 100	906
Murapol	1Q 2018	Białołęka	16 000 000	504	23 411	683
Robyg	1Q 2018	Ursus	82 000 000	1 800	99 000	828
Marvipol	3Q 2018	Praga Północ	10 800 000	70	3 500	3 086
SUMA			220 800 000	4 740	247 011	894

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2015 – 2018 w Trójmieście, Krakowie oraz Poznaniu

Deweloper	Data	Dzielnica/Ulica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM	Cena netto/PUM ¹
TRÓJMIASTO						
2015						
Robyg	1Q 2015	Wrzeszcz	12 500 000	300	16 500	758
Robyg	2Q 2015	Zaspa	12 900 000	530	29 150	443
Robyg	3Q 2015	Wrzeszcz	44 500 000	1 100	60 500	736
	SUMA		69 900 000	1 930	106 150	659
2016						
Robyg	2Q 2016	Letnica	53 390 960	2 500	137 500	388
Murapol	3Q 2016	Jasień	6 254 000	230	8 500	736
Murapol	3Q 2016	Osowa	11 661 600	404	20 000	583
Robyg	4Q 2016	Śródmieście	42 255 000	1 500	82 500	512
	SUMA		113 561 560	4 634	248 500	457
2017						
Murapol	1Q 2017	Wrzeszcz	11 900 000	158	8 670	1 373
Murapol	1Q 2017	Oksywie, Gdynia	25 750 000	627	30 400	847
J.W.Construction	2Q 2017	Letnica	20 500 000	530	33 000	621
Marvipol	3Q 2017	Zaspa	11 000 000	350	12 000	917
Archicom	4Q 2017	Chylonia, Gdynia	5 100 000	100	5 500	927
	SUMA		74 250 000	1 765	89 570	829
2018						
Archicom	1Q 2018	Oksywie, Gdynia	2 500 000	60	3 300	758
Robyg	1Q 2018	Wrzeszcz	18 600 000	400	22 000	845
JHM Development	4Q 2018	Łostowice	8 084 000	260	14 300	695
	SUMA		29 184 000	720	39 600	737
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	Podgórze	5 700 000	130	7 150	797
Murapol	4Q 2016	Podgórze	26 067 200	813	41 302	631
	SUMA		64 967 200	1 519	79 452	818
2017						
Archicom	1Q 2017	Podgórze	3 630 000	85	4 675	776
Murapol	3Q 2017	Krowodrza	27 100 000	530	23 500	1 153
	SUMA		30 730 000	615	28 175	1 091
2018						
LC Corp	4Q 2018	Czyżyny	48 000 000	1 150	63 250	759
	SUMA		48 000 000	1 150	63 250	759
POZNAŃ						
2016						
Ronson	3Q 2016	Grunwald	9 500 000	300	16 500	576
Murapol	4Q 2016	Nowe Miasto	4 550 000	189	9 904	459
	SUMA		14 050 000	489	26 404	532
2017						
Murapol	1Q 2017	Nowe Miasto	36 000 000	711	35 000	1 029
Murapol	4Q 2017	Nowe Miasto	14 250 000	352	15 281	933
	SUMA		50 250 000	1 063	50 281	999
2018						
Archicom	4Q 2018	Śródka	8 800 000	200	11 000	800
	SUMA		8 800 000	200	11 000	800

¹ Do wyciszenia PUM przyjęto średnią wielkość mieszkania o powierzchni 55 m²

Wartość PUM podana w raporcie bieżącym

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitentów

Wyhamowanie koniunktury na rynku nieruchomości mieszkaniowych

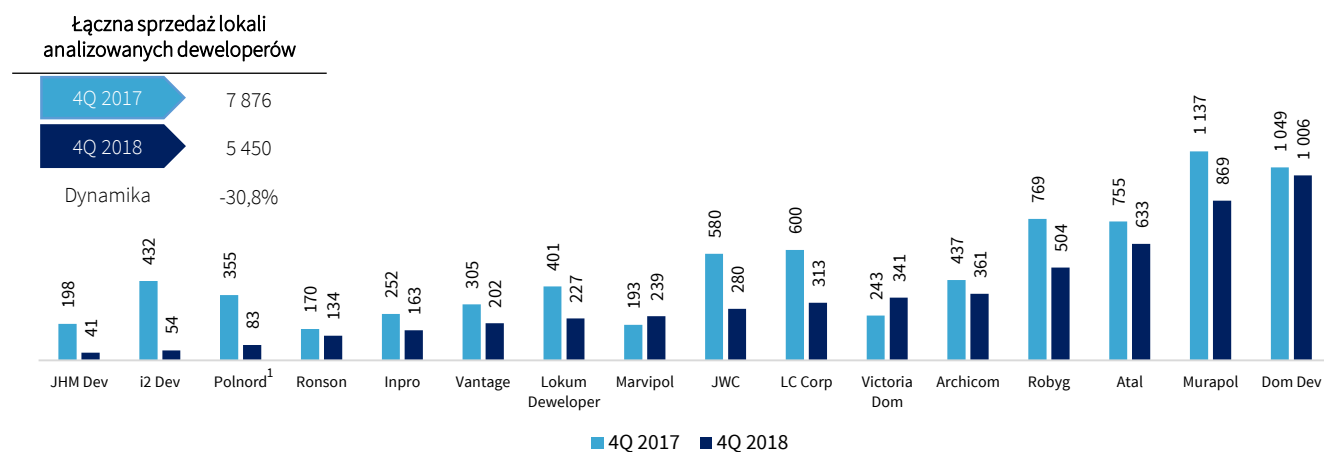
4Q 2018 r. analizowani w raporcie deweloperzy zakontraktowali **5 450** lokali, co oznacza obniżkę w stosunku do 4Q 2017 r. o 30,8%. Spadek jest bardzo wyraźny, jednak warto na wstępie zaznaczyć, że ostatni kwartał 2017 r. był okresem największego prosperity branży deweloperskiej, podczas którego 16 ukazanych w niniejszym opracowaniu spółek osiągnęło sprzedaż na poziomie 7 876 mieszkań. Zestawiając 4Q 2018 r. z 4Q 2016 okazuje się, że skala wyhamowania jest już niższa (-11,2%). Naszym zdaniem spadek kontraktacji jest w dużej mierze wynikiem strony podażowej. W ostatnim kwartale deweloperzy mieli spory problem z otrzymywaniem pozwoleń na budowę, co sprawiło, że niektóre inwestycje nie zostały wprowadzone do oferty w 4Q 2018 r. Zgodnie z naszymi przewidywaniami zawartymi w poprzedniej edycji raportu, w 4Q 2018 r. analizowane spółki osiągnęły wyższą sprzedaż w stosunku do 3Q ubiegłego roku (+1,2%). Dodatkowo za ostatni kwartał 2018 r. należy wyróżnić **Victoria Dom** oraz **Marvipol Development**. Obie spółki osiągnęły w 4Q ubiegłego roku dodatnią dynamikę sprzedaży (odpowiednio 40,3% oraz 23,8%) w stosunku do analogicznego okresu 2017 r.

W całym 2018 r. ujęte w raporcie podmioty osiągnęły sprzedaż na poziomie **23 268** lokali wobec 27 025 mieszkań w 2017 r. (-13,9% r/r). Spadek wolumenu w 2018 r. wobec 2017 r. jest widoczny, jednak odnosząc ponownie ubiegłoroczne wielkości sprzedaży do poziomu kontraktacji z 2016 r. okazuje się, że w 2018 r.

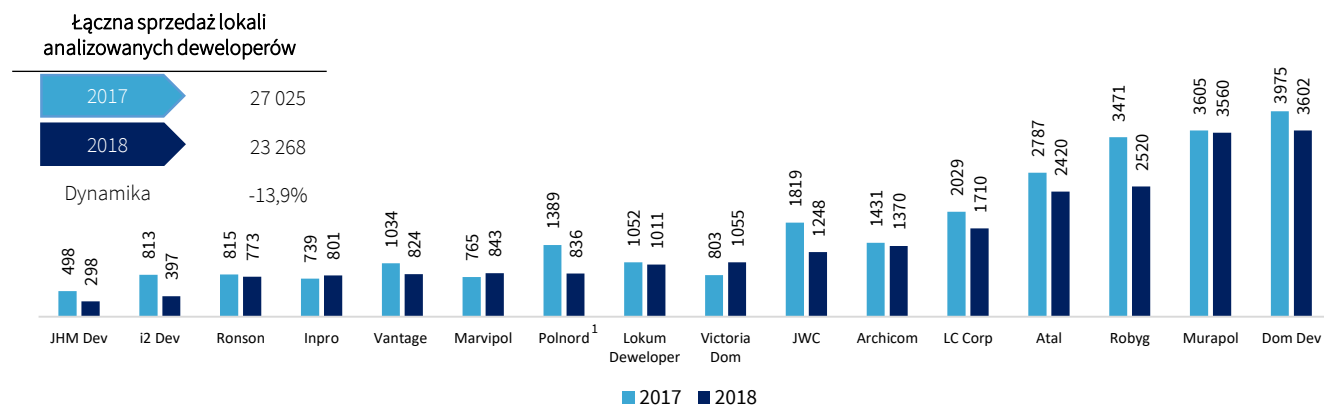
analizowani deweloperzy sprzedali ok. 1,6 tys. mieszkań więcej (+7,5%). Ostatni kwartał roku utwierdza nas w przekonaniu, że koniunktura na rynku nieruchomości mieszkaniowych niewątpliwie wyhamowała, jednak jest wciąż zbyt wcześnie, aby wieszczyć kryzys branży deweloperskiej.

Uważamy, że w 4Q 2018 r. potwierdziły się nasze przewidywania związane z najistotniejszymi wyzwaniami sektora mieszkaniowego. W analizowanym okresie deweloperom dokwierał brak wystarczającej liczby pracowników, wiążący się z rosnącymi kosztami wykonawstwa, którym towarzyszyła gwałtowny podwyżka cen materiałów. Jesteśmy zdania, że w ostatnich miesiącach koszty budowy zaczęły się stabilizować, jednak stabilizacja miała miejsce na wysokich poziomach. Naszym zdaniem w najbliższym czasie może dojść do jeszcze większego niedoboru siły roboczej. Dostrzegamy wysokie ryzyko związane z migracją ludności z Ukrainy. Sądymy, że Ukraińcy, którzy jeszcze nie wyemigrowali, zdecydowali się na pracę w Niemczech, z kolei ta część społeczeństwa ukraińskiego, która już jakiś czas temu podjęła pracę w Polsce może z niej zrezygnować na rzecz zachodniego sąsiada. Zaznaczamy, że według Niemieckiego Instytutu Badań nad Rynkiem Pracy, Niemcy potrzebują ponad 1,2 mln pracowników, co niewątpliwie jest złą wiadomością dla krajowych deweloperów.

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2017 r. oraz 4Q 2018 r.



Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2017 r. oraz 2018 r.



¹ Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy

Jako drugi czynnik ryzyka wskazaliśmy wcześniej już wspomniane dalsze problemy związane z działaniami sektora administracji samorządowej, które wiązały się z wydłużającym się procesem pozyskiwania niezbędnych dla deweloperów decyzji. Dodatkowo, czynnikiem nasilającym ryzyko były ubiegłoroczne wybory samorządowe. Działania administracyjne istotnie wpłynęły na sprzedaż analizowanych przez nas spółek, które nie były w stanie zrealizować swoich planów dotyczących wprowadzania nowych inwestycji do oferty. Projekty, które miały wejść do sprzedaży w 2018 r. musiały zostać przełożone w czasie, co istotnie wpłynęło na wyniki sprzedaży ostatniego kwartału roku. Podtrzymujemy nasze przewidywania, że zakończenie okresu wyborczego może skrócić okres oczekiwania przez spółki na niezbędne decyzje administracyjne, jednak wysoce prawdopodobne jest, że nie nastąpi to jeszcze w obecnym kwartale. Naszym zdaniem ryzyko polityczne dalej będzie odczuwalne zarówno dla deweloperów, jak i rynku kapitałowego, który w dużej mierze finansuje rozwój spółek.

Ostatni czynnik ryzyka, który został mocno zaakcentowany w poprzedniej edycji naszego raportu wiązał się z dużą konkurencyjnością na rynku gruntów. W 4Q 2018 r. nie obserwowaliśmy wzmożonej aktywności spółek w zakresie nabywania nowych gruntów. Naszym zdaniem gorączka związana z rosnącymi cenami działek, która była widoczna w ostatnich miesiącach roku zaczęła wyhamowywać.

Dom Development wraca na pozycję lidera sprzedaży w 2018 r.

Dobry 4Q 2018 w wykonaniu **Dom Development** (1 006 lokali; -4,1% r/r) sprawił, że Grupa wróciła na pierwsze miejsce pod względem zakontraktowanych mieszkań w 2018 r. (3 6002 lokale; -9,4% r/r). Uważamy, że powołanie przez Grupę spółki pełniącej funkcję generalnego wykonawcy okazało się dobrą decyzją, która umożliwiła Dom Development wykonywanie większość prac zgodnie z harmonogramem.

Przypominamy, że po pierwszych 3 kwartałach 2018 r. liderem kontraktacji była **Grupa Murapol**, która w 4Q 2018 r. odnotowała

sprzedaż na poziomie 869 lokali (-23,6% r/r) i tym samym nie zrealizowała zakładanego przez siebie ubiegłorocznego celu sprzedażowego. Mimo wszystko 4Q 2018 r. w wykonaniu **Murapol** oceniamy pozytywnie. Grupa została wiceliderem rankingu kontraktacji, a do realizacji ambitnego targetu sprzedażowego (3 700 lokali) zabrakło jej niespełna 5%, co w obliczu innych spółek może wydawać się sukcesem.

Trzecie miejsce na podium w 2018 r. utrzymał **Robyg** (2 520 lokali), który zrealizował swój cel sprzedażowy (cel sprzedażowy został dwukrotnie zrewidowany). Grupa odnotowała widoczny spadek dynamiki sprzedaży w porównaniu z rekordowym 2017 r. (-27,4% r/r). Wśród analizowanych spółek poza **Victoria Dom** oraz **Marvipol Development**, należy wyróżnić również **Lokum Deweloper**, który kolejny rok z rzędu zrealizował swój cel sprzedażowy z nawiązką – Spółka jako jedna z nielicznych opublikowała również cel sprzedażowy na 2019 r., który jest o 20% niższy od ubiegłorocznego.

Naszym zdaniem najstabiliej pod względem sprzedaży w 2018 r. wypadło **i2 Development**, które sprzedało o ponad połowę mieszkań mniej niż w 2017 r. i zgodnie z naszymi przewidywaniami nie zrealizowało zakładanego wolumenu kontraktacji (realizacja celu – 49,6%). Wśród spółek, które również nie zrealizowały ubiegłorocznego celu sprzedażowego znajdują się **Ronson** (realizacja celu – 96,6%), **Vantage Development** (realizacja celu 91,6%), **J.W. Construction** (realizacja celu – 83,2%), **Archicom** (realizacja celu – 95,8%) oraz **Atal** (89,6%).

Spodziewamy się, że w kolejnych kwartałach większość deweloperów skupi się przede wszystkim na utrzymywaniu marży ze sprzedaży, a nie na wzroście wolumenu kontraktacji. Uważamy, że większość spółek będzie starać się pilnować przede wszystkim sfery kosztowej, jednak niektórzy deweloperzy, w tym **Marvipol Development** oraz **LC Corp** poprzez wzrost cen mieszkań będą starać się część kosztów przełożyć na klienta. Dodatkowo, jesteśmy ciekawi dalszego poziomu kontraktacji spółki **Victoria Dom**, która spodziewa się wzrostu sprzedaży zarówno w 2019 r., jak i kolejnych latach.

Cele sprzedażowe analizowanych deweloperów (liczba lokali)^{1,2,3}

Deweloper	Cel sprzedażowy na 2018 r.	Sprzedaż w 2018 r.	Realizacja celu na 2018 r.
I2 Development	>800	397	49,6%
Victoria Dom	1 000	1 055	105,5%
Archicom	1 430 (pierwotny = 1 650)	1 370	95,8%
Robyg	2500 – 2700 (pierwotny = 3 300)	2 520	100,8%*
Atal	2 700 – 3 000	2 420	89,6%*
Murapol	3 700	3 560	96,2%
JW. Construction	1 500 - 2000	1 248	83,2%
Lokum Deweloper	>1 000	1 011	101,1%
Vantage Development	900	824	91,6%
Ronson	>800	773	96,6%

¹Z wyłączeniem Dom Development, LC Corp, Polnord z powodu nieupublicznienia celu sprzedażowego

²Z wyłączeniem Marvipol Development z powodu zbyt szeroko określonego celu sprzedażowego „Dwucyfrowy (w ujęciu proc.) wzrost wolumenu sprzedanych lokali”

*Uwzględniając dolny przedział publikowanego celu sprzedażowego

Wysoka liczba przekazania wynikiem bardzo dobrej sprzedaży w latach ubiegłych

W 4Q 2018 r. analizowani deweloperzy¹ przekazali **6 269** lokali (-1,9% r/r), co oznacza wzrost o 1 233 mieszkań w stosunku do 3Q 2018 r. Odczyt jest zgodny z naszymi oczekiwaniami, które zamieściliśmy w poprzedniej wersji naszego raportu. W całym 2018 r. deweloperzy przekazali **19 048** lokali w porównaniu z 15 476 w 2017 r. Wysoki ubiegłoroczny poziom przekazania jest wynikiem bardzo dobrej sprzedaży mieszkań w 2016 oraz rekordowym 2017 r. Dodatkowo, 4Q 2018 r. potwierdził, że największy wolumen przekazania ma miejsce w ostatnim kwartale roku.

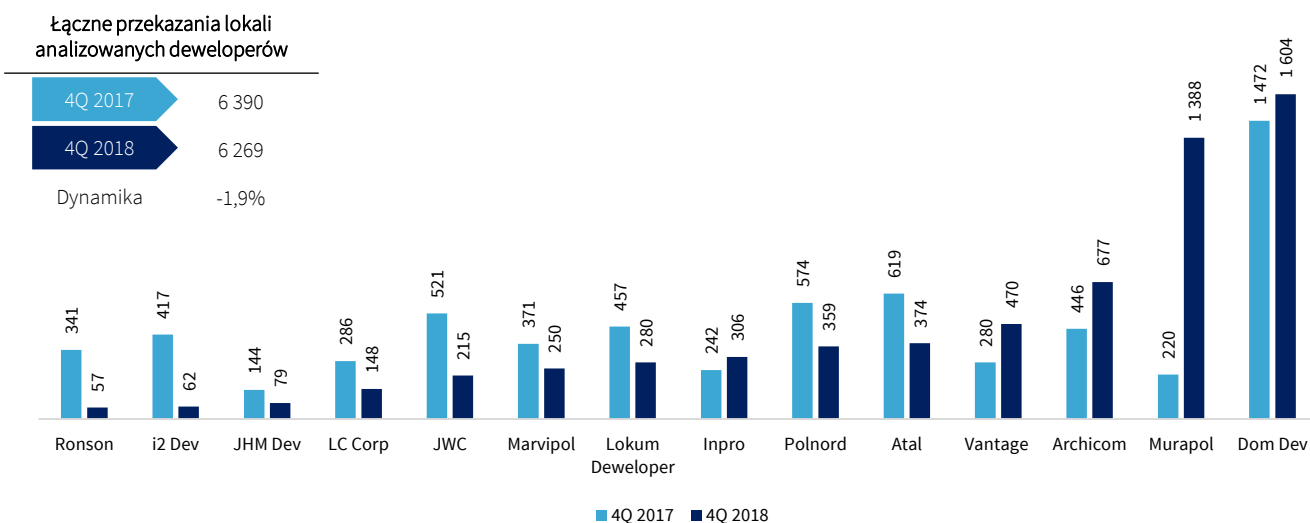
Rozczarowujący 4Q ubiegłego roku w wykonaniu **Ronson** (57 przekazania, -83,3% r/r) oraz **i2 Development** (62 przekazania, -85,1% r/r) sprawił, że podmioty nie zwiększyły wolumenu wydanych mieszkań w 2018 r. Spółką, która również nie

zanotowała poprawy poziomu przekazania w ubiegłym roku okazał się **Polnord**.

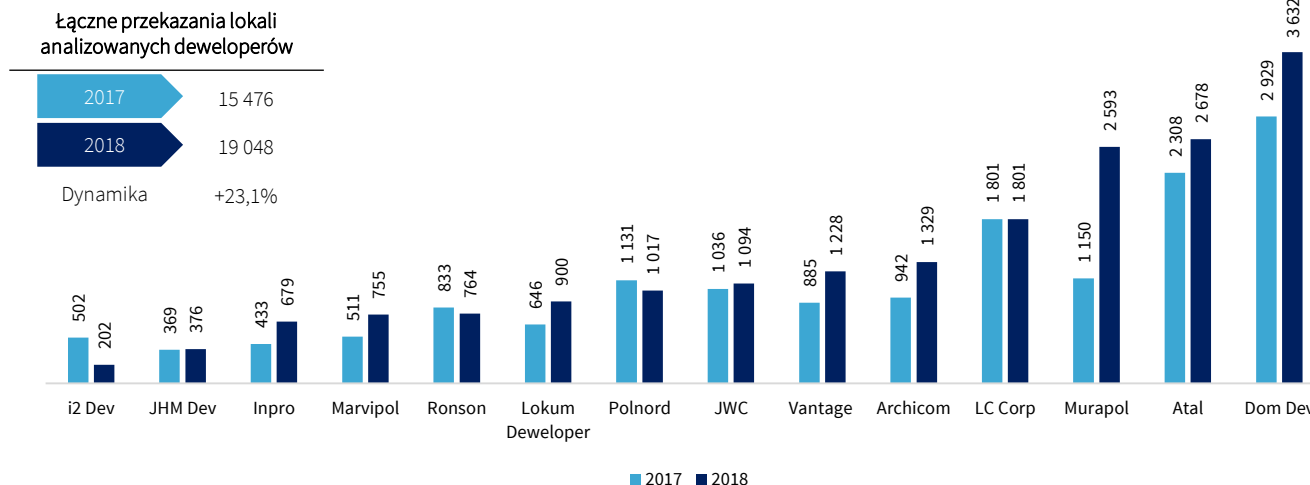
Wśród analizowanych deweloperów największy wolumen przekazania odnotował kolejny rok z rzędu **Dom Development** (3 632 lokale wobec 2 929 mieszkań w 2017 r.) oraz **Atal** (2 678 lokali wobec 2 308 mieszkań w 2017 r.) Trzecie miejsce na podium zajęła **Grupa Murapol**. Warto odnotować, że dynamika wydanych mieszkań przez Murapol wzrosła o ponad 125% r/r. W samym 4Q 2018 r. Grupa przekazała 1 388 mieszkań, co stanowi rekord w jej historii. Deweloper osiągnął wolumen wydanych mieszkań na poziomie komunikowanego celu na 2018 r. (przekazanie ok. 3 800 lokali).

¹ Bez uwzględnienia Robyga oraz Victoria Dom ze względu na brak danych porównywalnych

Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2017 r. oraz 4Q 2018¹



Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2017 r. oraz 2018¹



¹ Bez uwzględnienia Robyga oraz Victoria Dom ze względu na brak danych porównywalnych

W 4Q 2018 r. wśród analizowanych podmiotów poza Grupą Murapol poziom przekazania w stosunku do ostatniego kwartału 2017 r. poprawiły również **Dom Development** (9,0% r/r), **Inpro** (+26,4% r/r), **Archicom** (+51,8% r/r) oraz **Vantage Development** (+67,9% r/r).

Uważamy, że poziom przekazania osiągnięty w 2019 r. nie przekroczy wolumenu osiągniętego w ubiegłym roku. Naszą opinię argumentujemy przede wszystkim niższymi poziomami kontraktacji mieszkań w 2018 r.

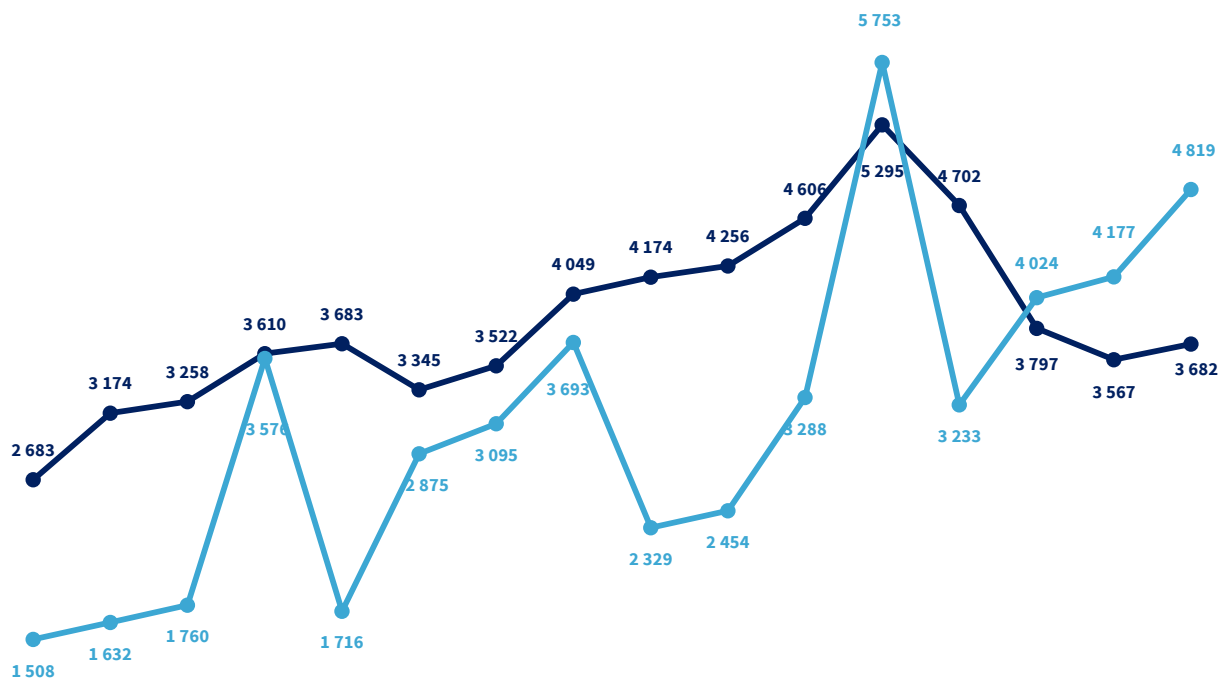
Najwyższy poziom przekazania w ostatnim kwartale roku

Poniższy wykres ukazuje zależność, że największa liczba przekazania ma miejsce w ostatnim kwartale każdego roku. Wolumen wydanych mieszkań jest skorelowany z liczbą zakontraktowanych lokali w poprzednich okresach.

Okres od 3Q 2016 r. do końca 2017 r. można określić mianem największego prosperity rynku nieruchomości ostatnich lat pod względem poziomów sprzedanych lokali. Poniższy wykres utwierdza nas w przekonaniu, że koniunktura branży deweloperskiej wyhamowała. W kolejnych okresach spodziewamy się wolumenów kontraktacji na poziomach zbliżonych do wartości z 2016 r.

W 4Q 2018 r. poziom przekazania był o 1,1 tys. lokali wyższy od wolumenu sprzedaży, co jest konsekwencją wysokich odczytów kontraktacji w poprzednich okresach. Różnica pomiędzy wartością wydanych mieszkań, a ich sprzedażą w 4Q 2017 r. wynosiła 458 lokali. Spodziewamy się ustabilizowania wolumenu przekazania i sprzedaży na poziomie kontraktacji lokali z 3 ostatnich kwartałów 2018 r.

Łączna kwartalna sprzedaż oraz liczba przekazania w latach 2015–2018 r.^{1,2}



1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
2015				2016				2017				2018			
● Sprzedaż ● Przekazania															

¹ Dane z wyłączeniem i2 Development, Robyg oraz Murapol oraz Victoria Dom ze względu na brak porównywalnych danych w zakresie poziomu przekazania.

² Dane sprzedażowe zaprezentowane w poszczególnych kwartałach mogą być rozbieżne w stosunku do faktycznych wartości osiągniętych w danym okresie. Możliwe różnice są konsekwencją m.in. rezygnacji z umów oraz przesunięć pomiędzy kwartałami (weryfikacja kontraktacji ma miejsce po wpływie oryginałów umów z biur sprzedaży do centrali spółek)

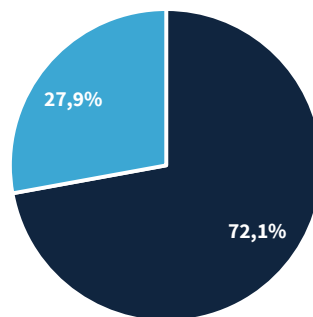
Wartość długu finansowego po 3Q 2018 r.¹ na poziomie z końca 2017 r.

Na koniec września 2018 r. łączny dług finansowy ujętych w raporcie spółek wyniósł **4,9 mld zł**, co wskazuje na utrzymanie poziomu zobowiązań odsetkowych z grudnia 2017 r. W porównaniu z końcem 2017 r., po 3Q 2018 r. deweloperzy zgromadzili o 171,7 mln zł więcej gotówki, zwiększyli zaangażowanie finansowania obligacyjnego o 315,3 mln zł, redukując przy tym poziom długu bankowego oraz pozostałych zobowiązań finansowych. W konsekwencji, na koniec września 2018 r. dług finansowy netto ujętych w raporcie spółek wynosił **2,7 mld zł** wobec 2,9 mld zł na zakończenie 2017 r. Po 3Q 2018 r. finansowanie obligacyjne stanowiło w strukturze długu analizowanych spółek 72,1% wobec 65,7% na koniec grudnia 2017 r., co wskazuje na istotny wzrost zainteresowania deweloperów emisjami dłużnych papierów korporacyjnych w analizowanym okresie.

Cały czas aktualne pozostaje postawione w poprzednich edycji raportu stwierdzenie dotyczące niechęci finansowania zakupu nowych gruntów przez sektor bankowy. Poziom długu bankowego na koniec 3Q 2018 r. był znacznie niższy niż w poprzednich latach. W znacznym stopniu przyczyniło się to do wzrostu zainteresowania pozyskiwania kapitału poprzez emisję obligacji korporacyjnych, których wartość bilansowa wykazywana w sprawozdaniach finansowych emitentów z roku na rok wzrasta. Dodatkowo, deweloperzy część inwestycji realizują przy wykorzystaniu wpływów klientów, co również determinuje niższe zapotrzebowania na kapitał bankowy.

W raporcie podsumowującym pierwsze półrocze ubiegłego roku zwróciliśmy uwagę na naszym zdaniem niepokojący pomysł likwidacji otwartych rachunków powierniczych. Na dzień publikacji niniejszego opracowania Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów wycofał się z tego pomysłu jednak planuje powołać do życia Deweloperski Fundusz Gwarancyjny ze składek wpłacanych przez deweloperów.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.09.2018 r.¹



■ Obligacje ■ Kredyty i inne zobowiązania finansowe

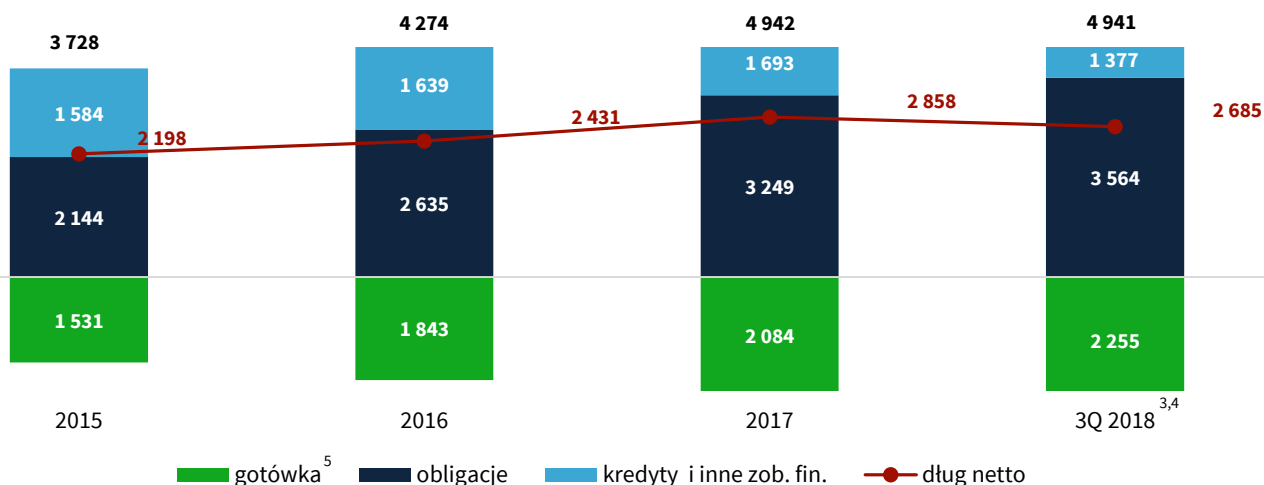
¹względnie na brak danych finansowych Murapol oraz Victoria Dom za 3Q 2018 r., wykorzystano dane na koniec 30 czerwca 2018 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Dla otwartych rachunków powierniczych składki mają sięgać maksymalnie 5% wartości sprzedanego lokalu, z kolei dla zamkniętych rachunków powierniczych maksymalnie 1%. Fundusz będzie wypłacać środki w przypadku upadłości dewelopera. Naszym zdaniem, utworzenie funduszy może wpłynąć na wzrost kosztów deweloperów, które mogą doprowadzić do wzrostu cen lokali.

W najbliższym kwartale nie spodziewamy się znaczącego ożywienia rynku obligacji korporacyjnych, co może ograniczyć deweloperom możliwość pozyskania nowego kapitału (głównie na rozwój banku ziemi) poprzez rynek kapitałowy.

Wartość zadłużenia finansowego, stan gotówki, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2015-3Q 2018 (w mln zł)^{1,2}



¹ W przypadku LC Corp, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.

² Uwzględniające dane Pro Forma Murapol

³ Ze względu na brak danych finansowych Murapol oraz Victoria Dom za 3Q 2018 r., wykorzystano dane na koniec 30 czerwca 2018 r.

⁴ Przedstawione dane finansowe Grupy Robyng pochodzą z prezentacji Grupy podsumowującej wyniki finansowa za 1-3Q 2018 r. z dnia 29 listopada 2018 r.

⁵ Wyłączając środki zgromadzone na rachunkach powierniczych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Vantage Development z najniższym poziomem zadłużenia finansowego netto w 3Q 2018 r.

Na koniec 3Q 2018 r. najniższy poziom długu finansowego netto odnotował **Vantage Development** (9,9 mln zł wobec 47,3 mln zł na koniec czerwca 2018 r.). Na koniec września Spółka posiadała 191,8 mln zł gotówki (+72,7 mln zł q/q) oraz zadłużenie bankowe na poziomie 57,2 mln zł (+34,1 mln zł). Należy zaznaczyć, że po 3Q 2018 r. deweloper poinformował o wypłacie dywidendy nadzwyczajnej (16,2 mln zł) oraz zawarł umowę kredytową na realizację inwestycji Port Popowice (łączna wartość umowy kredytowej wynosi ok. 138,8 mln zł), w konsekwencji czego spodziewamy się znaczącego wzrostu wartości zobowiązań odsetkowych netto Spółki. Naszym zdaniem Vantage Development posiada dobrą sytuację finansową popartą optymalną strukturą finansowania.

Najwyższy spadek środków pieniężnych po 3Q 2018 r. w stosunku do czerwca ubiegłego roku wykazał **Atal** (-224,9 mln zł). Odpływ gotówki w dużej mierze spowodowany był wypłatą dywidendy w lipcu 2018 r. (137,0 mln zł). Pomimo znaczącego wzrostu długu netto w 3Q 2018 r. (+239,7 mln zł q/q) uważamy, że Spółka wciąż posiada bezpieczną sytuację bilansową.

W ostatnim raporcie pisaliśmy o działaniach **Robyg** w zakresie przedterminowych wykupów, znaczących nakładów na zakup nowych gruntów oraz zaciągania nowego długu, które naszym zdaniem miały doprowadzić do widocznego wzrostu poziomu długu finansowego netto Grupy w kolejnym kwartale. Na dzień 30 września poziom zadłużenia odsetkowego netto wyniósł ok. 463 mln zł, co faktycznie wskazuje na wysoki poziom zalewarowania Grupy. Pomimo wysokiego udziału długu w strukturze finansowania, uważamy jednak, że Robyg jest w stanie terminowo obsługiwać obecne zadłużenie.

Zgodnie z zapowiedziami Zarządu **Lokum Deweloper**, Spółka w 3Q 2018 r. dokonała widocznej redukcji zadłużenia finansowego netto z poziomu 158,2 mln zł (stan na 30 czerwca 2018 r.) do 39,5 mln zł. Po prezentacji wyników za 1H 2018 r. Zarząd dewelopera nie wykluczył, że wartość długu odsetkowego netto na koniec grudnia 2018 r. będzie oscylować

w okolicach zera. Uważamy, że Spółka posiada solidne fundamenty, aby na koniec 2018 r. posiadać zasoby gotówki przewyższające poziom zobowiązań finansowych.

Warto podkreślić, że **Grupa Inpro** na koniec 3Q 2018 r. nie posiadała zadłużenia finansowego z tytułu wyemitowanego długu. Deweloper zdecydował się na emisję długu korporacyjnego w 4Q ubiegłego roku.

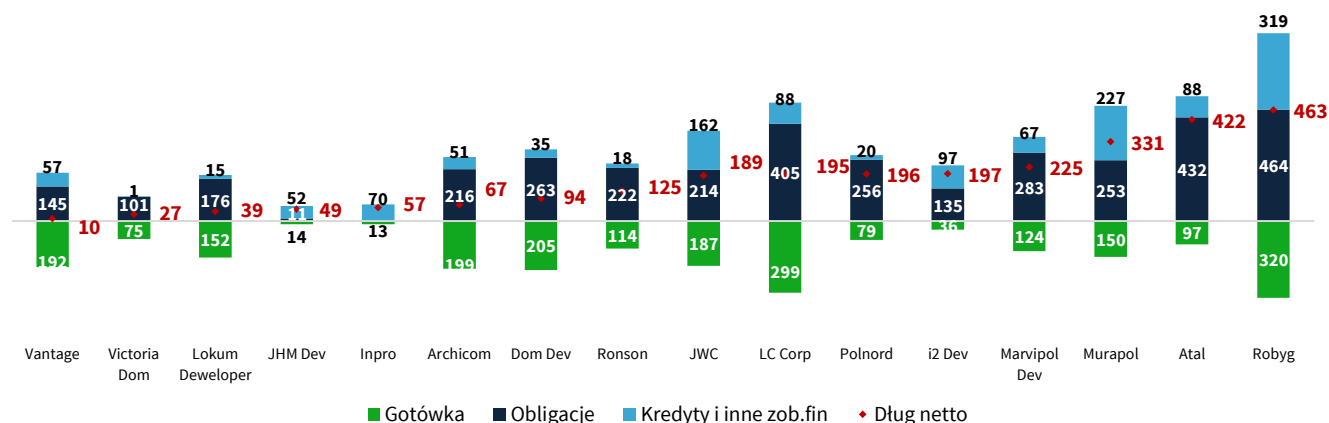
i2 Development blisko naruszenia kowenantów

W 3Q 2018 r. 14 wśród 16 analizowanych deweloperów zwiększyło poziom ogólnego zadłużenia. Należy zaznaczyć, że poziom zalewarowania niektórych podmiotów może budzić pewne obawy. Liczony na koniec września 2018 r. wskaźnik dług netto / kapitał własny **i2 Development** wyniósł 0,69998x i był o włos od złamania kowenantu z warunków emisji (0,7x). Wyłączając środki zgromadzone na rachunkach powierniczych odczyt wskaźnika wynosi 0,78x.

Na koniec 3Q 2018 r. wysoki poziom zadłużenia posiadał **Marvipol Development**. Przy wydzieleniu działalności deweloperskiej, na koniec 3Q 2018 r. Spółka posiadała zadłużenie finansowe netto przewyższające poziom jej kapitałów własnych (naszym zdaniem Marvipol przypisuje zdecydowaną większość zadłużenia finansowego do segmentu mieszkaniowego, pomimo że część zadłużenia powinna być przypisana segmentowi magazynowemu). Wycena rynkowa dewelopera oparta o wskaźnik P/BV (cena / wartość księgową) na poziomie ok. 0,3x również jest naszym zdaniem zastanawiająca.

Niski udział długu na koniec 3Q 2018 r. wykazała **Grupa Inpro** (0,47x) oraz **JHM Development** (0,25x). Naszym zdaniem obie Spółki posiadają bezpieczną strukturę finansowania.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 3Q 2018 r. (w mln zł)



¹ W przypadku LC Corp, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.

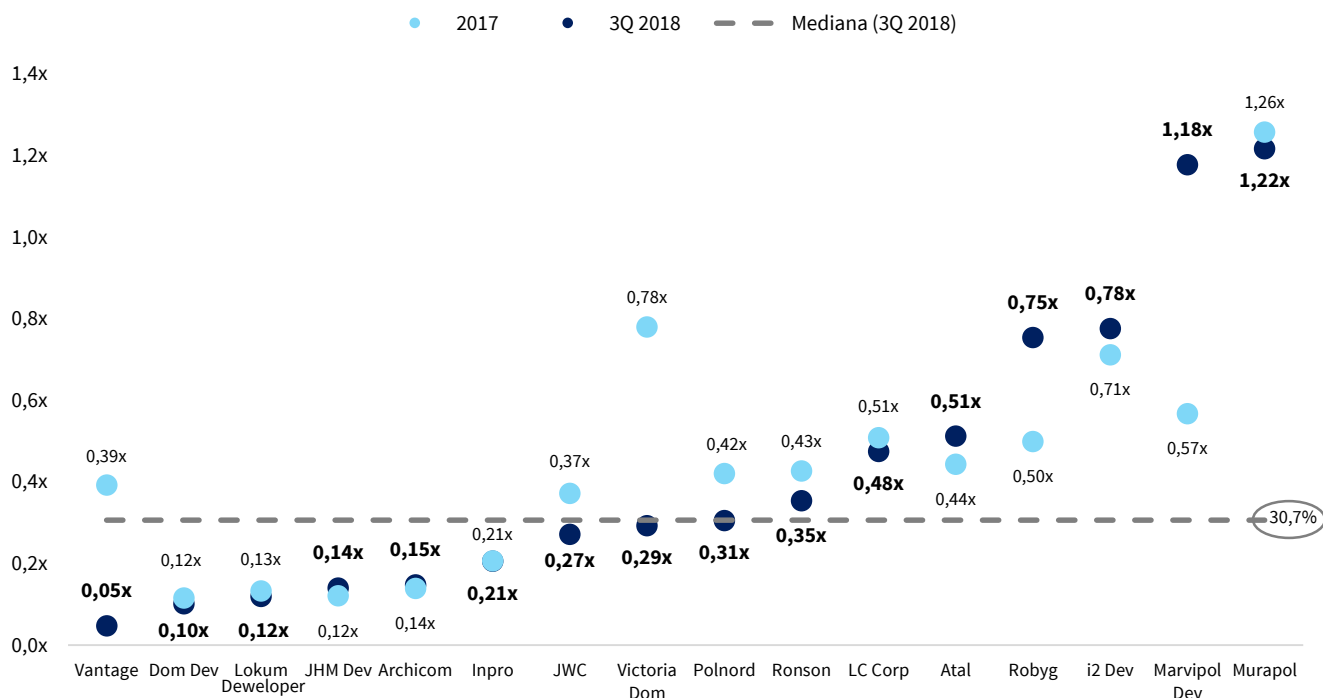
² Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Pro Forma Grupy Murapol nie wyodrębnia zadłużenia z tytułu obligacji. Ukazana wartość długu obligacyjnego stanowi szacunek Domu Maklerskiego Navigator

³ Ze względu na brak danych finansowych Murapol oraz Victoria Dom za 3Q 2018 r., wykorzystano dane na koniec 30 czerwca 2018 r.

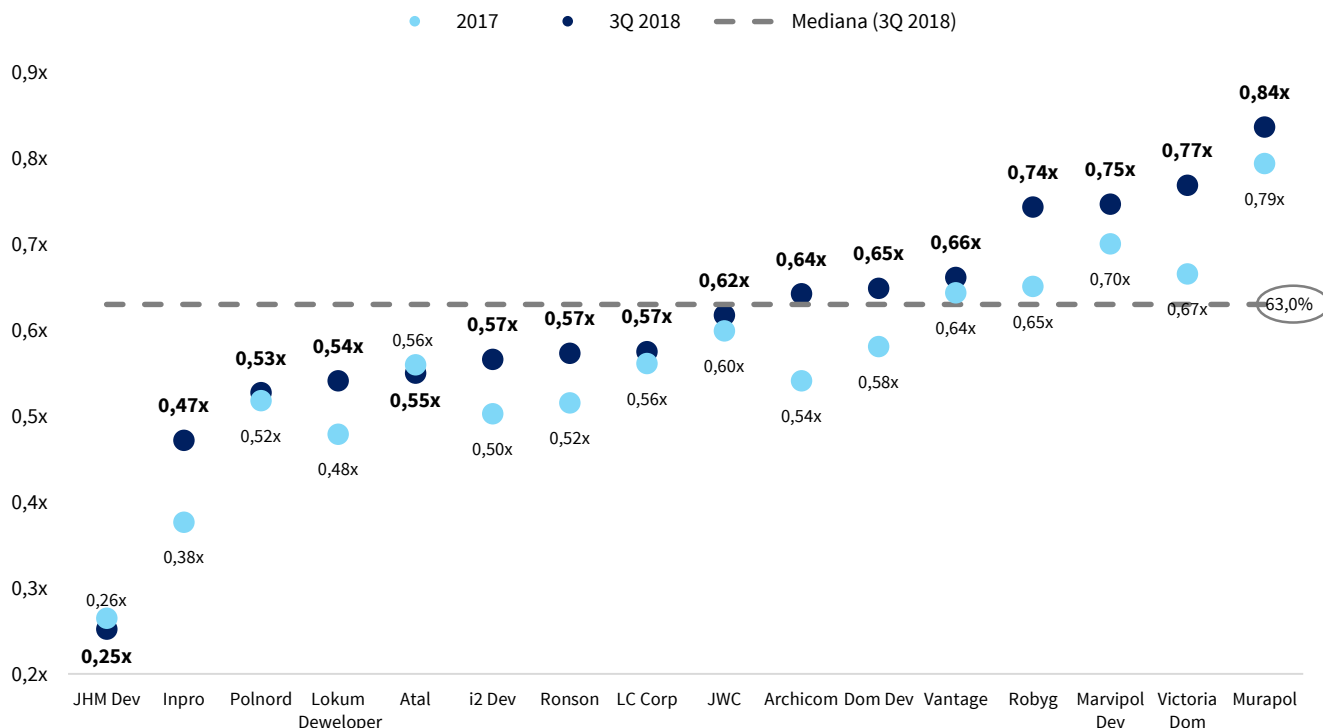
⁴ Przedstawione dane finansowe Grupy Robyg pochodzą z prezentacji Grupy podsumowującej wyniki finansowa za 1-3Q 2018 r. z dnia 29 listopada 2018 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2017 r. oraz 3Q 2018 r. ^{1,2,3,4}



Wskaźnik ogólnego zadłużenia dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2017 r. oraz 3Q 2018 r. ^{1,2,3,4}



¹ W przypadku Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.

² W przypadku Murapol wykorzystano dane Pro Forma

³ Przedstawione dane finansowe Grupy Robyg pochodzą z prezentacji Grupy podsumowującej wyniki finansowa za 1-3Q 2018 r. z dnia 29 listopada 2018 r.

⁴ Ze względu na brak danych finansowych Murapol oraz Victoria Dom za 3Q 2018 r., wykorzystano dane na koniec 30 czerwca 2018 r.

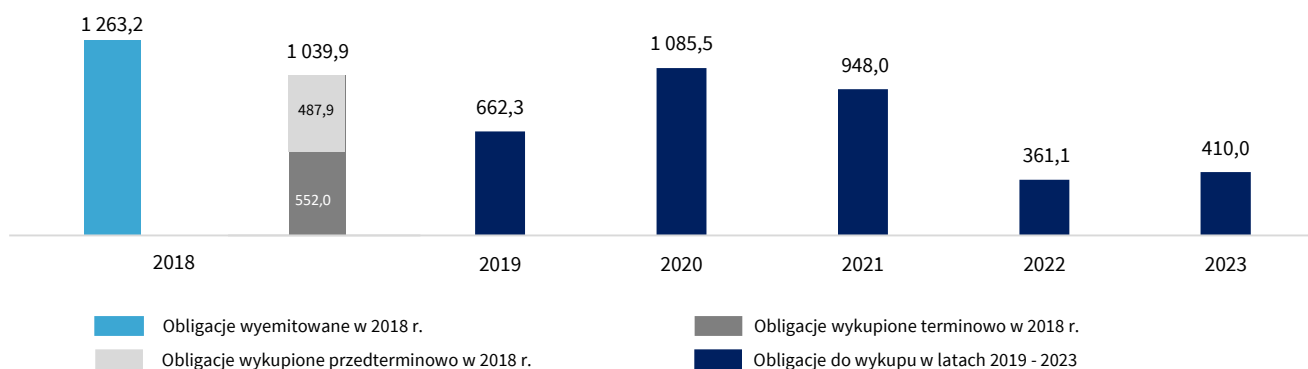
2019 rok pod znakiem dużych zmian na rynku obligacji korporacyjnych

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ostatni kwartał ubiegłego roku, podobnie jak 3Q 2018 r. cechował się niską aktywnością deweloperów na rynku długu korporacyjnego. W 4Q 2018 r. jedynie 4 z 16 analizowanych w raporcie spółek zdecydowało się na emisję obligacji o łącznej wartości **245,0 mln zł**. Tym samym zgodnie z prognozami z poprzedniej edycji niniejszego raportu, łączna wartość emisji przeprowadzonych w 2018 r. nie przekroczyła poziomu z 2017 r. i ostatecznie wyniosła **1,26 mld zł**. (-5,9% r/r). W 2018 r. ujęci w raporcie deweloperzy dokonali wykupów o łącznej wartości ok. **1,04 mld zł**, z czego 46,9% stanowiły wykupy przedterminowe. Analizowane spółki posiadają łączne zobowiązania z tytułu wyemitowanego długu w wysokości ok. **3,47 mld zł**, z czego największa wartość wykupów przypada na 2020 r.

4Q 2018 r. był trudny dla całego rynku obligacji korporacyjnych. Emitentom wciąż towarzyszyła afera GetBack, która mocno odmieniła sentyment polskiego rynku kapitałowego. Na skutek defaultu windykacyjnej spółki znaczna część inwestorów odwróciła się od obligacji oraz rozpoczęła masowe umorzenia jednostek uczestnictwa w funduszach obligacji korporacyjnych. Odptyw kapitału skutkowało spadkiem wartości instrumentów notowanych oraz koniecznością podwyższenia oprocentowania nowego długu. Uczestnicy rynku większą uwagę zaczęli przykładac również do bardziej restrykcyjnych kowenantów oraz zabezpieczenia obligacji.

Naszym zdaniem rynek obligacji korporacyjnych w dużym stopniu stracił zaufanie inwestorów, czego potwierdzeniem są emisje solidnych emitentów, posiadających zdrową sytuację finansową, którzy w 2 i 3Q 2018 r. nie byli w stanie w całości uplasować swojego długu. Tym bardziej na uwagę zasługuje 100% subskrypcja 5 serii obligacji deweloperów, którzy zostali wyszczególnieni w poniższej tabeli.

Zapadalność obligacji deweloperów w latach 2019 – 2023 (w mln zł)



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

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 4Q 2018 r.

Deweloper	Data emisji	Planowana wartość emisji (mln PLN)	Uplasowana wartość emisji (mln PLN)	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Atal	październik 2018	70,0	70,0	2	WIBOR 6M + 1,90%	Nie
LC Corp	październik 2018	66,0	66,0	4	b/d	Nie
	październik 2018	34,0	34,0	2	b/d	Nie
Inpro	październik 2018	25,0	25,0	2,7	WIBOR 6M + 3,10%	Tak
Dom Dev.	październik 2018	50,0	50,0	5	WIBOR 6M + marża	Nie
Suma		245,0	245,0			

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

W ostatnim kwartale 2018 r. najwięcej kapitału poprzez emisję długu korporacyjnego pozyskał **LC Corp**. Deweloper uplasował dwie serie obligacji o łącznej wartości nominalnej 100,0 mln zł w ramach ustanowionego w październiku programu emisji obligacji do kwoty 400,0 mln zł. Spółka nie poinformowała o oprocentowaniu nowych serii, jednak biorąc pod uwagę obecny sentyment rynku obligacji można przypuszczać, że marża ponad WIBOR 6M była wyższa niż 3,30% (marża serii LCC011280222 wyemitowana dnia 28 lutego 2018 r.).

W 4Q 2018 r. **Atal** zgodnie z wcześniejszymi komunikatami w wyniku emisji serii AM pozyskał 70,0 mln zł, które prawdopodobnie zrefinansowały serię U oraz W. Oprocentowanie obligacji ustalane jest według stopy bazowej WIBOR 6M powiększonej o 1,90%. Należy zaznaczyć, że Spółka w kwietniu 2018 r. (seria AH) oraz październiku 2018 r. (seria AF) uplasowała dług oprocentowany według stawki WIBOR 6M + 1,70%.

Uważamy, że sukces emisji **Grupy Inpro**, która pozyskała 25,0 mln zł (wcześniejsze plany zakładały 20,0 mln zł) był w dużej mierze spowodowany zabezpieczeniem długu. Deweloper dokonał wpisu hipoteki umownej na nieruchomości hotelowej „Dom Zdrojowy” w Jastarni. Wartość przedmiotu zabezpieczenia stanowi 150% wartości emisji. Dodatkowo, od 12 grudnia 2018 r. obligacje serii B notowane są na rynku Catalyst.

Należy odnotować jeszcze emisję o wartości 50,0 mln zł przeprowadzoną przez **Dom Development**, która jak wszystkie wyżej wymienione serie miała miejsce w październiku 2018 r.

W poprzedniej edycji raportu nie wykluczaliśmy, że w 4Q 2018 r. ramach ustanowionego programu do 250 mln zł. emisję przeprowadzi **Marvipol Development**. Spółka nie zdecydowała się jednak na plasowanie nowej serii. Uważamy, że emisja może nastąpić w 3Q 2019 r. Tym samym deweloper będzie chciał zrefinansować dług o wartości 60 mln zł zapadający w sierpniu 2019 r.

W 4Q 2018 r. deweloperzy dokonali wykupów o wartości 310,8 mln zł, z czego 75,4 mln zł stanowiły wykupy przedterminowe. Ponownie najaktywniejszym deweloperem w zakresie przedterminowych wykupów okazała się **Grupa Murapol** (65,4 mln zł). Deweloper posiada obecnie dwie serie

(U oraz T) notowane na rynku Catalyst o łącznej wartości nominalnej 4,1 mln zł, które mają zostać wykupione z końcem stycznia 2019 r. Oznacza to, że na ten moment Grupa żegna się z rynkiem Catalyst. Zaznaczamy jednak, że Murapol planuje wprowadzić do obrotu obligacje serii MA z kwietnia 2018 r. o wartości nominalnej 8,3 mln zł. Deweloper poinformował również, że nie wyklucza dalszego rozwoju działalności poprzez finansowanie obligacyjne. Murapol zamierza jednak kierować swoje przyszłe oferty do inwestorów instytucjonalnych.

Na początku października ubiegłego roku przedterminowego wykupu dokonał również **i2 Development** (10,0 mln zł). Naszym zdaniem sytuacja zadłużeniowa Spółki nie jest komfortowa, o czym świadczą ostatnie działania dotyczące współpracy z YIT Development, niski poziom przekazania w 4Q 2018 r. oraz wysoki poziom wskaźnika dźwigni finansowej. Deweloper w 2019 r. jest zobowiązany do wykupu obligacji o wartości nominalnej 25,0 mln zł. Uważamy, że zrefinansowanie wykupów nowymi seriami obligacji mogłoby być dużym wyzwaniem dla Spółki. Pozytywny wpływ na zdolność dewelopera do emisji nowego długu może mieć jednak spadek zadłużenia netto i2 Development na skutek realizacji umowy inwestycyjnej z YIT Development.

W 2019 r. najwyższą wartość długu zobowiązany jest wykupić **Atal** (218,5 mln zł) oraz **Polnord** (136,8 mln zł). Przypominamy, że Polnord znajduje się od lutego 2018 r. w procesie przeglądu opcji strategicznych. Z uwagą będziemy przyglądać się poczynaniom Spółki, która 2018 r. nie może uznać za udaną.

Największy outstanding zadłużenia obligacyjnego posiada obecnie **LC Corp, Atal** oraz **Robyng**. Poziom długu wymienionych spółek wydaje się znaczący, jednak jesteśmy zdania, że podmioty te posiadają solidne fundamenty, aby terminowo obsłużyć swoje zobowiązania.

Naszym zdaniem w 1Q 2019 r. branża deweloperska nie będzie bardzo aktywna na rynku długu korporacyjnego. Uważamy, że część spółek będzie starała się zrefinansować obecne zadłużenie poprzez emisję nowych serii obligacji, jednak należy liczyć się z faktem, że rynek jest obecnie bardzo wymagający.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 4Q 2018 – 2023 (w mln zł)

Deweloper	Emisje		Wykupy		Wykupy					Suma do wykupu
	4Q 2018	2018	4Q 2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
LC Corp	100,0	145,0	50,0	50,0	50,0	99,0	140,0	161,0	0,0	450,0
Atal	70,0	196,3	80,0	166,0	218,5	126,3	70,0	0,0	0,0	414,8 ¹
Robyng	0,0	360,0	58,5	339,6	0,0	0,0	45,3	0,0	360,0	405,3
Dom Development	50,0	50,0	0,0	50,0	0,0	100,0	110,0	50,0	50,0	310,0
Marvipol Development	0,0	40,0	0,0	4,0	60,0	114,0	80,1	16,0	0,0	270,1
Polnord	0,0	76,8	0,0	107,4	136,8	43,2	76,8	0,0	0,0	256,8
Ronson Development	0,0	50,0	15,0	42,2	50,0	35,0	70,0	50,0	0,0	205,0
J.W. Construction	0,0	0,0	9,4	16,4	70,3	128,8	0,0	0,0	0,0	199,1
Archicom	0,0	62,8	0,0	15,5	47,6	85,3	11,5	56,4	0,0	200,8
Lokum Deweloper	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	75,0	100,0	0,0	0,0	175,0
Murapol	0,0	147,8	87,9	203,4	4,1	133,8	28,9	7,7	0,0	174,5
Vantage Development	0,0	10,0	0,0	20,5	0,0	65,0	80,0	0,0	0,0	145,0
i2 Development	0,0	69,1	10,0	10,0	25,0	60,1	39,0	0,0	0,0	124,1
Victoria Dom	0,0	20,0	0,0	15,0	0,0	20,0	61,1	20,0	0,0	101,1
Inpro	25,0	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	25,0
JHM Development	0,0	10,5	0,0	0,0	0,0	0,0	10,5	0,0	0,0	10,5
SUMA	245,0	1263,2	310,8	1039,9	662,3	1085,5	948,0	361,1	410,0	3466,9

¹ W tym ok. 115 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane.

² W tym 54,1 mln zł wyemitowane zostało przez spółki zależne (Partner – 10,0 mln zł, Aoram – 44,1 mln zł).

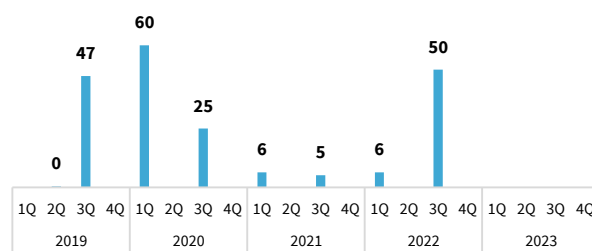
ARCHICOM

- W 2018 r., deweloper osiągnął sprzedaż na poziomie 1 370 mieszkań (-4,3% r/r), tym samym Spółka nie zrealizowała ubiegłorocznego celu sprzedażowego. Warto przypomnieć, że w sierpniu 2018 r. deweloper obniżył pierwotny cel kontraktacji z 1 650 do 1 430 lokali. W 2018 r. deweloper przekazał 1 329 mieszkań (+41,1%), co stanowi rekord Spółki.
- Spółka cały czas posiada solidne zasoby gruntów pod nowe projekty. Według stanu na dzień 31.10.2018 r. posiadany bank ziemi pozwalał na budowę około 5 900 mieszkań, w tym prawie 4 300 lokali w samym Wrocławiu. Naszym zdaniem zasoby Spółki powinny zabezpieczyć jej produkcję na okres ok. 4 lat.
- W 1-3Q 2018 marża brutto na sprzedaży dla segmentu deweloperskiego wyniosła 24,1% (-7,3 p.p. r/r). W ostatnim kwartale 2018 r. oddawane miały być jednak projekty o wyższej rentowności, wobec czego spodziewamy się poprawy marży w wynikach za cały 2018 r. W najbliższych kwartałach Spółka zakłada uzyskiwanie rentowności brutto na sprzedaży na poziomie 26-28%. Tak wysoka marża będzie możliwa dzięki przekazywaniu projektów realizowanych na gruntach zakupionych kilka kwartałów wcześniej. Na nowo kupowanych gruntach należy spodziewać się niższej rentowności, co spowodowane jest wzrostem cen gruntów oraz wykonawstwa.
- Marża EBIT w 1-3Q 2018 r. uległa wyraźnemu pogorszeniu (-17,2 p.p. r/r) również ze względu na wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu spowodowany zakupem spółki Archicom Polska (dawniej mLocum) w 3Q 2017 r. Wysoka baza porównawcza w 1-3Q 2017 r. wynikała również z wykazania w 3Q 2017 r. zysku z okazynego nabycia oraz zysku ze sprzedaży przez mLocum spółki zależnej.
- 20 grudnia spółka zawarła z mBank drugą przyrzeczoną umowę sprzedaży akcji Archicom Polska dzięki czemu nabyła akcje stanowiące 28,99% udziału w jej kapitale zakładowym. Spółka opłaciła również II transzę za zakup pakietu zakupionego w lipcu ubiegłego roku. Płatność z tytułu obu transakcji została uiszczona i wyniosła 54,8 mln zł. Deweloper posiada obecnie 79,99% w Archicom Polska (dawniej mLocum).

w mln zł	2015	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	147,1	270,2	324,7	172,8	213,4
Zysk brutto ze sprzedaży	45,5	72,9	88,1	54,2	51,5
Marża brutto ze sprzedaży	31,0%	27,0%	27,1%	31,4%	24,1%
EBIT	28,2	45,6	70,2	48,9	21,5
Marża EBIT	19,2%	16,9%	21,6%	28,3%	10,1%
Zysk netto	28,3	38,5	57,3	45,2	16,0
Marża netto	19,2%	14,2%	17,7%	26,2%	7,5%
Kapitał własny	290,4	374,7	473,7	431,7	452,6
Zadłużenie finansowe	72,5	115,8	196,2	179,7	266,5
Kredyty i inne	56,2	53,2	43,0	46,7	50,9
Obligacje	16,4	62,7	153,2	133,1	215,7
% obligacji w zadłużeniu	22,6%	54,1%	78,1%	74,0%	80,9%
Gotówka	35,6	72,8	130,0	114,5	199,2
Dług netto	37,0	43,0	66,2	65,2	67,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	46,4%	47,6%	54,1%	58,6%	64,2%
Dług netto/KW	12,7%	11,5%	14,0%	15,1%	14,9%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

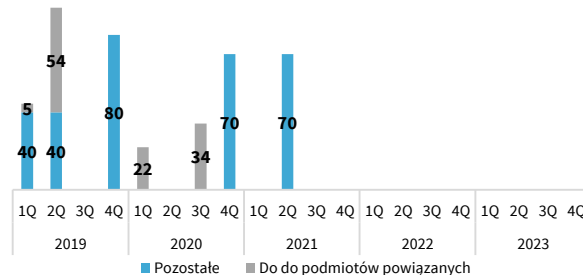
ATAL

- W 2018 r. sprzedaż Atal wyniosła 2 420 lokali i była niższa o 13,2% w porównaniu do roku 2017. Spadek sprzedaży był szczególnie widoczny w 2Q i 3Q co zdaniem Zarządu było skutkiem skurczonej oferty. Warto przypomnieć, że szacunki sprzedażowe Spółki na 2018 r. wynosiły pomiędzy 2 700 a 3 000 mieszkań. W 4Q 2018 r. Spółka przekazała 374 lokale, co oznacza, że liczba przekazała w całym 2018 r. wyniosła 2 678 (+16,6% r/r).
- W 1-3Q 2018 r. marża brutto na sprzedaży wyniosła 27,1% (-2% r/r) oraz 24% w samym 3Q 2018 r. Zarząd podkreśla jednak, że niższa marża w 3Q była jedynie przejściowa i w kolejnych okresach należy spodziewać się powrotu wyższej rentowności. Marża brutto rzędu 25-28% jest zdaniem Zarządu możliwa do utrzymania w kolejnych latach.
- Deweloper dobrze zarządza sferą kosztową swojej działalności. Relacja kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu do przychodów z działalności (łącznie 2,6%) osiąga jedne z najniższych wartości spośród analizowanych deweloperów, co jest jego dużą przewagą nad konkurencją.
- W 1-3Q 2018 r. Spółka dokonała zakupów gruntów o wartości 135 mln zł. Pozwalają one na realizację projektów o łącznej PUM ok. 166,4 tys. mkw. Średnia cena zakupu działki do PUM wyniosła 812 zł/mkw. W samym 4Q Spółka planowała zakupić kolejne działki o wartości około 50 mln zł. Dla porównania w 2017 r. Spółka dokonała zakupów gruntów o wartości 232,3 mln zł. Na koniec 3Q 2018 r. Spółka posiadała bank ziemi na ponad 12 tys. lokali, które planuje zrealizować w 43 projektach.
- Pod koniec października 2018 r. Spółka dokonała emisji obligacji serii AM o 2-letnim terminie wykupu, oprocentowaniu w wysokości 6-miesięcznej stawki WIBOR powiększonej o marżę 1,9%. Emitent był zmuszony podnieść marżę o 0,2% w stosunku do wyemitowanej rok wcześniej serii AF o takich samych parametrach. Oceniamy, iż spowodowane to było negatywnym sentymentem do rynku obligacji korporacyjnych utrzymującym się w 4Q 2018 r. Nowo wyemitowany dług posłużył prawdopodobnie zrefinansowaniu zadłużenia z tytułu obligacji serii U oraz W o łącznej wartości 80 mln zł zapadających w 4Q 2018 r.
- W 2019 r. Spółka jest zobowiązana do wykupu 218,5 mln zł, z czego 45,0 mln zł przypada na 1Q bieżącego roku. Spodziewamy się, że deweloper będzie starać się zrefinansować zapadający dług nowymi seriami obligacji.

w mln zł	2015	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	226,8	506,8	865,8	647,1	878,5
Zysk brutto ze sprzedaży	62,8	136,9	247,6	188,3	238,4
Marża brutto ze sprzedaży	27,7%	27,0%	28,6%	29,1%	27,1%
Zysk netto	47,3	89,4	171,2	138,1	172,6
Marża netto	20,8%	17,6%	19,8%	21,3%	19,6%
Kapitał własny	611,6	675,6	788,3	747,3	823,2
Zadłużenie finansowe	329,0	511,1	479,9	486,8	519,6
Kredyty i inne	239,0	254,2	91,8	126,3	87,9
Obligacje	89,9	256,8	388,2	360,5	431,8
% obligacji w zadłużeniu	27,3%	50,3%	80,9%	74,1%	83,1%
Gotówka	64,4	88,6	129,9	81,8	97,3
Dług netto	264,6	422,5	350,0	405,1	422,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,5%	55,4%	56,0%	56,0%	55,0%
Dług netto/KW	43,3%	62,5%	44,4%	54,2%	51,3%

¹ z czego około 115 mln zł stanowią obligacje objęte przez podmioty powiązane.

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



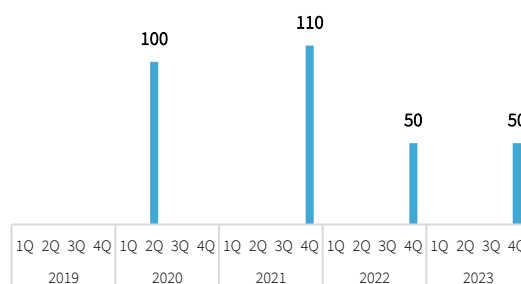
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DOM DEVELOPMENT

- W 4Q 2018 r. Dom Development sprzedał 1 006 lokali oraz przekazał 1 604 mieszkań. Oznacza to, że w całym 2018 r. Grupa zakontraktowała 3 602 mieszkań, co jest wynikiem o 9,4% gorszym w stosunku do analogicznego okresu 2017 r. W ubiegłym roku deweloper przekazał 3 632 lokale. Dodatkowo, Zarząd Dom Development zakomunikował, że sprzedaż na poziomie 3,5 tys. lokali w 2019 r. jest możliwa.
- Coraz większe znaczenie wśród klientów dewelopera stanowią nabywcy mieszkań za gotówkę. W 3Q 2018 r. klienci gotówkowi stanowili 45% ogółu transakcji Grupy w porównaniu z 35% na koniec czerwca 2018 r. Największy udział w sprzedaży posiadają mieszkańcy o wartości transakcyjnej powyżej 450 tys. zł (53% w 1-3Q 2018 r. vs. 50% w 1H 2018 r.).
- Na koniec września 2018 r. deweloper posiadał 3 120 lokali w ofercie. W 3Q 2018 r. Dom Development wprowadził do realizacji 281 mieszkań, przy czym planował osiągnąć poziom 750 lokali. Deweloper ze względu na wydłużające się procesy administracyjne nie zdołał w 3Q 2018 r. wprowadzić do oferty projektu Ogrodowa oraz projektu Piękna.
- W 3Q 2018 r. deweloper zwiększył swój bank ziemi we Wrocławiu. Na koniec września 2018 r. posiadał 1 150 lokali w przygotowaniu na rynku wrocławskim w porównaniu z 598 mieszkaniami na koniec czerwca 2018 r., co oznacza blisko dwukrotne zwiększenie wolumenu. Na koniec 3Q 2018 r. Grupa posiadała 7 455 lokali w przygotowaniu, co wskazuje na wzrost o 377 mieszkań w stosunku do końca czerwca 2018 r. Utrzymanie poziomu sprzedaży w okolicach 3,5 tys. mieszkań rocznie powinno wiązać się z nakładami inwestycyjnymi w bank ziemi na poziomie 300 – 350 mln zł rocznie.
- Pomimo wysokiego poziomu gotówki, który na koniec września 2018 r. wyniósł blisko 205 mln zł (wylączając środki na rachunkach powierniczych) oraz wysokiego poziomu dostępnych linii kredytowych (ok. 200 mln zł na koniec 3Q 2018 r.) w 4Q 2018 r. Dom Development zdecydował się na pozyskanie finansowania obligacyjnego. W październiku 2018 r. deweloper uplasował 5-letnie niezabezpieczone obligacje o wartości nominalnej 50 mln zł. Oprocentowanie nowej serii ustalane jest w oparciu o WIBOR 6M powiększony o marżę, która nie została jednak ujawniona.

w mln zł	2015	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	904,2	1153,0	1404,7	680,7	905,0
Zysk brutto ze sprzedaży	203,9	271,1	385,7	184,0	246,5
Marża brutto ze sprz.	22,6%	23,5%	27,5%	27,0%	27,2%
Zysk netto	80,8	125,8	190,8	74,0	98,2
Marża netto	8,9%	10,9%	13,6%	10,9%	10,9%
Kapitał własny	883,4	929,5	1002,3	881,2	917,7
Zadłużenie finansowe	373,4	383,9	396,4	266,3	298,3
Kredyty i inne	100,0	0,0	85,0	3,7	35,0
Obligacje	273,4	383,9	311,4	262,6	263,3
% obligacji w zadłużeniu	73,2%	100,0%	78,6%	98,6%	88,3%
Gotówka	221,6	414,3	279,7	104,1	204,7
Dług netto	151,8	-30,4	116,7	162,2	93,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,6%	53,0%	58,1%	63,0%	64,8%
Dług netto/KW	17,2%	-3,3%	11,6%	18,4%	10,2%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

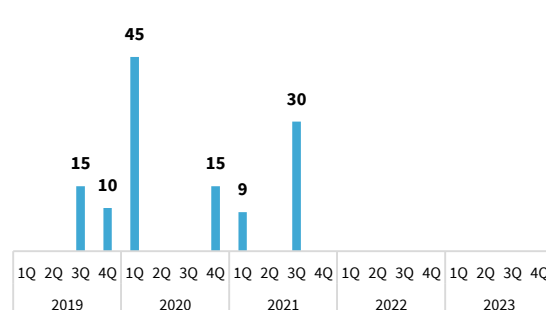
i2 DEVELOPMENT

- W 4Q 2018 r. i2 Development zakontraktowało jedynie 54 mieszkania wobec 432 w analogicznym okresie 2017 r. W całym 2018 r. Spółka osiągnęła sprzedaż na poziomie 397 mieszkań, co oznacza spadek o 51,2% w porównaniu z 2017 r. Tym samym deweloper nie zrealizował nawet w połowie ubiegłorocznego celu kontraktacji (ok. 800 lokali). Na koniec 2018 r. i2 Development posiadał w swojej ofercie 260 lokali oraz powierzchnię komercyjną Wielka 27 o planowanej powierzchni ok 9 883 mkw.
- Na początku października 2018 r. Spółka dokonała przedterminowego wykupu obligacji serii A o wartości 10 mln zł. Na koniec września 2018 r. wskaźnik dług netto / kapitał własny Spółki (liczony zgodnie z warunkami emisji) wyniósł 0,69998x (obligatariusze dewelopera mogą żądać przedterminowego wykupu, jeżeli wskaźnik na koniec danego kwartału przekroczy poziom 0,7x). Dodatkowo, w grudniu 2018 r. Spółka odwołała prognozy finansowe skonsolidowanych wybranych wyników Grupy.
- Pod koniec ubiegłego roku Spółka zawarła umowę inwestycyjną z YIT Development dotyczącą wspólnej inwestycji w spółkę celową. Zgodnie z umową deweloper przeniesie do spółki celowej 7 projektów oraz 2 nieruchomości objęte umowami przedwstępnymi. Wartość bilansowa grupy aktywów na 30 września 2018 r. wyniosła 269,5 mln zł. Wraz z powyższymi aktywami zostaną przeniesione m.in. zobowiązania wynikające z pożyczek o wartości 91,1 mln zł i kredyty bankowe o wartości 51,3 mln zł. Po spełnieniu warunków umowy, Inwestor zobowiązał się objąć nowo ustanowione udziały (50% w spółce celowej) i pokryć je wkładem pieniężnym o wartości 50,0 mln zł. Według szacunków Zarządu Spółki realizacja umowy inwestycyjnej może zmniejszyć wartość zadłużenia netto Spółki do około 22 mln zł, nie uwzględniając wpływu bieżącej działalności. Zrealizowanie transakcji prawdopodobnie znacząco odsunie więc widmo złamania kowenantu.
- W 1-3Q 2018 r. Spółka osiągnęła 31,1 mln zł zysku netto, na który diametralny wpływ miała pozycja przychodów finansowych (40,1 mln zł). Przychody prawdopodobnie wynikają z przeniesienia przychodów z tytułu uczestnictwa w spółce zależnej realizującej projekty pod nazwami Soft Loft Legnicka oraz Soft Loft Centrum o łącznej licznie 301 lokali. Na dzień 30 września 2018 r. saldo należności z tego tytułu wyniosło 33,01mln zł

w mln zł	2015	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	84,6	93,5	121,5	23,9	75,6
Przychody	22,2	147,0	55,2	10,1	61,3
EBIT	0,6	72,7	19,9	-7,3	1,3
Marża EBIT	2,7%	49,5%	36,0%	-72,5%	2,1%
Zysk netto	16,8	6,0	10,8	-13,4	33,8
Marża netto	19,8%	6,4%	8,9%	-56,0%	44,6%
Kapitał własny	202,3	237,3	230,5	206,2	253,4
Zadłużenie finansowe	97,4	84,9	165,6	138,2	232,6
Kredyty i inne	87,4	74,8	99,7	72,3	97,3
Obligacje	10,0	10,1	65,9	65,9	135,3
% obligacji w zadłużeniu	10,3%	11,9%	39,8%	47,7%	58,2%
Gotówka	1,2	4,1	1,4	1,4	35,7
Dług netto	96,2	80,7	164,2	136,8	196,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	40,6%	35,6%	50,3%	50,0%	56,6%
Dług netto/KW	47,5%	34,0%	71,3%	66,3%	77,7%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Inpro

- W 2018 roku Grupa INPRO zrealizowała sprzedaż na poziomie 801 lokali (+8,4% r/r) oraz przekazała 679 lokali (+56,81 % r/r) i jako jeden z nielicznych ujętych w raporcie deweloperów poprawiła sprzedaż w ujęciu rok do roku. W samym 4Q kontrakcja wyniosła 163 lokale (-35,3% r/r). Grupa zamierza nadal rozwijać segment deweloperski, jednak nie planuje wychodzenia poza rynek trójmiasta i okolic, na którym od wielu lat prowadzi działalność.
- Do końca 2018 r. Grupa planowała ukończyć I etap osiedla Debiut (Pruszcz Gdański), kolejne etapy osiedli Nowa Niepołomska, Leszczynowy Staw i Harmonia Oliwska (wszystkie w Gdańsku) oraz domy jednorodzinne na osiedlu Golf Park (Tuchom koło Gdańska).
- Marża brutto na sprzedaży w segmencie deweloperskim po 1-3Q 2018 r. wyniosła 28,7%, co oznacza spadek o 7,4 p.p. r/r. Należy jednak zaznaczyć, że marża brutto w analogicznym okresie roku poprzedniego była bardzo wysoka i pomimo jej spadku oceniamy, że rentowność brutto osiągnięta przez Grupę cały czas pozostaje na solidnym poziomie. Pomimo spadku rentowności, ze względu na wzrost skali działalności, Grupa poprawiła wynik przypisany do segmentu deweloperskiego.
- W 4Q 2018 spółka dokonała emisji zabezpieczonych na hipotecę obligacji serii B o wartości 25 mln zł, z 32 miesięcznym terminem wykupu, oprocentowanych w wysokości 6 miesięcznego WIBORU powiększonego o 3,1% marży. W grudniu 2018 r. papiery weszły do obrotu na Catalyst, jednak do tej pory nie odnotowano na nich transakcji. Jest to historycznie druga seria obligacji wyemitowana przez Grupę (poprzednia seria została wykupiona w sierpniu 2015 r.).
- W 4Q Grupa podpisała z mBank SA aneks do umowy kredytu obrotowego w kwocie 34,2 mln zł finansującego budowę osiedla Harmonia Oliwska. Na podstawie aneksu, w związku z uwolnieniem środków z rachunku powierniczego obniżona została kwota kredytu do 19,58 mln zł.
- Poza działalności deweloperską Grupa prowadzi również usługi instalacyjne, prefabrykacji konstrukcji oraz działalność hotelarską (w obiektach w Jastarni i Mikołajkach - obiekt w Mikołajkach został wdzierżawiony w 1H 2018 r.).

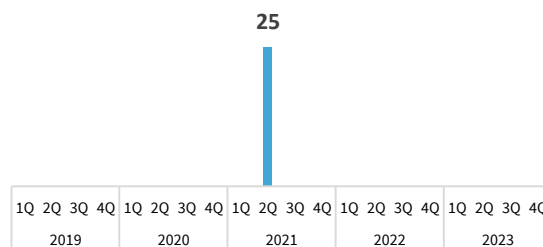
JHM Development

- W 4Q 2018 r. JHM Development zawarł 41 umów przedwstępnych oraz deweloperskich oraz przekazał 79 lokali. Oznacza to, że w całym 2018 r. Spółka zakontraktowała 298 mieszkań wobec 369 lokali w 2017r.
- Według komunikatu Spółki z dnia 8 stycznia 2019 r. deweloper posiada obecnie w ofercie 127 gotowych mieszkań i lokali handlowo-usługowych oraz 703 lokale będące w trakcie budowy.
- Pod koniec grudnia 2018 r. Spółka poinformowała o nabyciu (na podstawie umowy przeniesienia własności) gruntu o powierzchni 1,7 ha w Gdańsku. Działka została nabyta w ramach wygranej przez dewelopera przetargu na zakup działki od Gminy Miasta Sopotu. Cena nabycia nieruchomości wyniosła 9,9 mln zł brutto. JHM Development planuje na nabytej działce wybudować ok. 260 lokali. Jest to pierwszy zakup dewelopera w Gdańsku, jednak należy przypomnieć, że Spółka jest już obecna na Pomorzu.
- Wejście Spółki na rynek gdański potwierdza zapowiedzi Zarządu JHM Development dotyczące rozbudowy banku ziemi o nieruchomości w dużych aglomeracjach miejskich. W 2018 r. deweloper nabył działki w Bydgoszczy, Łodzi, Gdańsku oraz w podwarszawskim Żyrardowie. Zakupione działki umożliwią wybudowanie Spółce ok. 700 lokali mieszkalnych i usługowych.
- Do końca 2019 r. JHM Development planuje zakończenie kolejnych etapów osiedli w Katowicach, Koninie, Rumi oraz Apartamentów Reymonta w Skierniewicach. Według wykazu postępu prac budowlanych z grudnia 2018 r. Spółka jest najbliższej ukończenia budynku nr 3 przy ul Okrzei w Żyrardowie (stopień zaawansowania budowy - 93,0%) oraz budynku nr 5 II etapu „Osiedla na Wzgórzu” w Brzeziniach (stopień zaawansowania budowy - 89,1%).
- W sierpniu ubiegłego roku Spółka pozyskała 10,5 mln zł poprzez emisję obligacji serii B, które w listopadzie 2018 r. zadebiutowały na rynku Catalyst. W 4Q 2018 r. zgodnie z warunkami emisji Spółka ustanowiła hipotekę będącą zabezpieczeniem obligacji serii B.
- Naszym zdaniem JHM Development posiada stabilną strukturę finansowania. Na koniec 3Q 2018 r. wskaźnik dźwigni finansowej dewelopera wynosił zaledwie 0,14.

W mln zł	2015	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	211,0	204,6	202,9	112,1	151,3
Przychody	180,7	172,2	155,1	73,1	116,7
Zysk brutto ze sprzedaży	49,9	52,2	54,3	25,8	33,6
Marża brutto	27,6%	30,3%	35,0%	35,3%	28,7%
Zysk netto	28,6	29,6	27,1	8,9	14,1
Marża netto	15,8%	17,2%	17,5%	12,1%	12,1%
Zysk netto	25,8	29,3	37,1	12,83	18,54
Marża netto	12,2%	14,3%	18,3%	11,4%	12,3%
Kapitał własny	228,8	245,6	265,4	248,0	273,3
Zadłużenie finansowe	53,8	49,5	68,8	78,0	69,5
Kredyty i inne	53,8	49,5	68,8	78,0	69,5
Obligacje	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gotówka	27,2	17,5	13,8	10,9	13,0
Dług netto	26,6	32,0	55,0	67,1	56,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	37,9%	31,4%	37,6%	41,0%	47,2%
Dług netto/KW	11,6%	13,0%	20,7%	27,1%	20,7%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

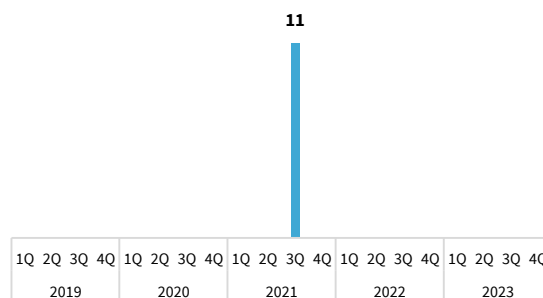


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

W mln zł	2015	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	83,3	78,8	137,9	94,3	111,2
Przychody	39,6	40,7	95,8	64,3	77,2
Zysk brutto ze sprzedaży	7,3	7,3	16,5	12,5	13,8
Marża brutto	18,4%	17,8%	17,2%	19,4%	17,9%
Zysk netto		2,3	6,5	5,5	7,4
Marża netto		5,7%	6,8%	8,6%	9,5%
Zysk netto	7,4	14,4	16,8	11,63	12,90
Marża netto	8,9%	18,3%	12,2%	12,3%	11,6%
Kapitał własny	304,6	317,0	333,8	328,6	344,6
Zadłużenie finansowe	55,1	68,4	55,2	58,4	62,1
Kredyty i inne	55,1	68,4	55,2	58,4	51,6
Obligacje	0,0	0,0	0,0	0,0	10,5
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gotówka	9,5	11,5	14,6	5,0	13,5
Dług netto	45,6	56,8	40,6	53,5	48,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	22,2%	25,0%	26,5%	24,7%	25,2%
Dług netto/KW	15,0%	17,9%	12,2%	16,3%	14,1%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

J.W. CONSTRUCTION

- W 4Q 2018 r. sprzedaż Spółki wyniosła 280 mieszkań. Oznacza to, że w 2018 r. deweloper zakontraktował 1 248 lokali (-19,9% r/r), a co za tym idzie nie zrealizował ubiegłorocznego celu sprzedażowego, który zakładał kontraktację na poziomie 1 500 – 2 000 mieszkań. W 4Q 2018 r. szacowana liczba lokali, które zostaną rozpoznane w wyniku finansowym dewelopera wyniosła 215 sztuk, co oznacza, że w 2018 r. Spółka rozpoznała w przychodach 1 094 lokale.
- Na koniec 3Q 2018 r. deweloper był w przygotowaniu do uruchomienia 22 inwestycji o powierzchni bliskiej 421 tys. mkw. z czego powierzchnia magazynowa i apartotelowo-komercyjna stanowiła prawie 176 tys. mkw. Na początku stycznia 2019 r. deweloper poinformował o nowej inwestycji w segmencie magazynowym. Spółka zbuduje w Szczecinie Park Logistyczny o łącznej powierzchni 80 tys. mkw. Park będzie znajdować się w odległości 10 km od centrum miasta oraz 50 km od lotniska w Goleniowie. Deweloper spodziewa się otrzymania pozwolenia na budowę na przełomie 1 i 2Q 2019 r., z kolei zakończenie budowy pierwszej hali Parku Logistycznego planowane jest na 4Q bieżącego roku. Docelowo, Spółka planuje realizację trzech obiektów magazynowych.
- W ostatnim czasie na skutek konfliktu pomiędzy Hanza Invest S.A., J.W. Construction oraz konsorcjum Eiffage doszło do istotnych opóźnień realizacji inwestycji Hanza Tower. Deweloper 14 listopada 2018 r. zawarł aneks do umowy z Hanza Invest S.A. Według informacji otrzymanych od Spółki, na koniec listopada 2018 r. sprzedaż mieszkań w Hanza Tower wyniosła ok. 50%.
- Istotny wpływ na wynik finansowy w 3Q 2018 r. miała jednorazowa transakcja związana ze sprzedażą nieruchomości we Wrocławiu (-15,2 mln zł). Spółka uzyskała prawomocny wyrok sąsządzący na jej rzecz kwotę 10,98 mln zł od osoby fizycznej (Spółka nie zrealizowała inwestycji z przyczyn niezależnych od niej), co pozytywnie przełoży się na wyniki dewelopera w przyszłych okresach.
- 15 listopada 2018 r. deweloper zgodnie z warunkami emisji terminowo dokonał wykupu 10% wartości nominalnej obligacji serii JWC1120. Deweloper jest zobowiązany do końca 2020 roku wykupić obligacje o łącznej wartości 199,1 mln zł.

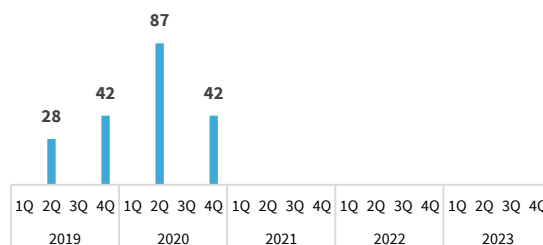
LC CORP

- Sprzedaż mieszkań LC Corp w 4Q 2018 r. (w ramach umów przedwstępnych i deweloperskich) wyniosła 313 mieszkań i była o 47,8% niższa niż w ostatnim kwartale 2017 r. W całym 2018 r. deweloper zakontraktował 1710 mieszkań wobec 2 029 lokali w 2017 r. Należy zaznaczyć, że przy podsumowaniu wyników za 3Q 2018 r. Zarząd Spółki informował o planie sprzedaży w 2018 r. na poziomie ok. 1 700 – 1 800 lokali.
- W 2018 r. LC Corp przekazał łącznie 2 036 lokali, co jest wynikiem o 13,0% lepszym w stosunku do roku 2017 r. i tym samym deweloper zrealizował plan liczby przekazanych zakomunikowany po 3Q 2018 r. (2 000 lokali).
- Pod koniec października 2018 r. deweloper poinformował o zawarciu listu intencyjnego w sprawie sprzedaży 4 budynków biurowych: Wola Center, Wola Retro, Retro Office House oraz Silesia Star za łączną cenę sprzedaży na poziomie 275,0 mln euro. Jednak na początku grudnia ubiegłego roku LC Corp poinformował o zakończeniu negocjacji bez dokonania transakcji. Spółka wciąż prowadzi rozmowy dotyczące sprzedaży budynków (deweloper rozważa zarówno sprzedaż 4 budynków w pakiecie, jak i zbycia każdego aktywa oddzielnie).
- W październiku 2018 r. Spółka nabyła prawo użytkowania wieczystego nieruchomości położonych w Krakowie o powierzchni ok. 5,2 ha za cenę 48,0 mln netto. Spółka na zakupionych gruntach zamierza wybudować ok 1 150 lokali, które według planów LC Corp trafią do sprzedaży w 2Q 2019 r. Dodatkowo, w grudniu 2018 r. deweloper zawarł umowę kupna gruntu we Wrocławiu o powierzchni 1,12 ha za kwotę 8,5 mln zł netto. Spółka planuje na nabytych nieruchomościach zrealizować projekt na ok. 203 lokale mieszkalne, które trafią do sprzedaży około 2020 roku.
- Na początku października deweloper ustanowił program emisji obligacji do kwoty 400,0 mln zł. 19 października 2018 r. Spółka dokonała emisji dwuletnich i czteroletnich obligacji o łącznej wartości nominalnej 100,0 mln zł. Deweloper nie ujawnił oprocentowania żadnej z serii.
- Ze względu na liczne informacje prasowe identyfikujące Spółkę jako podmiot należący do grupy byłego większościowego akcjonariusza (Leszka Czarneckiego), w listopadzie 2018 r. Spółka poinformowała o podjęciu uchwały mającej na celu podjęcie działań zmierzających do zmiany nazwy Spółki. Naszym zdaniem zmiana nazwy nie wpłynie na działalność LC Corp.

w mln zł	2015	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	202,2	490,7	404,2	227,7	325,4
Przychody	144,1	495,1	337,7	178,6	261,6
Zysk brutto ze sprzedaży	30,6	121,3	87,9	42,5	56,9
Marża brutto ze sprzedaży	21,2%	24,5%	26,0%	23,8%	21,8%
Zysk ze sprzed. (dew.)	32,6	69,7	50,0	16,6	26,0
Marża zysku ze sprz.	22,6%	14,1%	14,8%	9,3%	9,9%
Zysk netto	6,7	22,6	24,84	-0,82	24,01
Marża netto	4,7%	4,6%	7,4%	-0,5%	9,2%
Zysk netto	5,7	25,0	25,9	3,06	15,2
Marża netto	2,8%	5,1%	6,4%	1,3%	4,7%
Kapitał własny	626,6	653,2	678,2	655,7	692,6
Zadłużenie finansowe	530,1	329,8	427,4	386,7	375,8
Kredyty i inne	215,9	202,2	207,5	188,3	162,2
Obligacje	314,2	127,5	219,9	198,5	213,6
% obligacji w zadłużeniu	59,3%	38,7%	51,4%	51,3%	56,8%
Gotówka	188,4	88,3	174,3	189,8	187,2
Dług netto	341,7	241,5	253,1	196,9	188,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	63,1%	56,6%	59,9%	61,4%	61,7%
Dług netto/KW	54,5%	37,0%	37,3%	30,0%	27,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

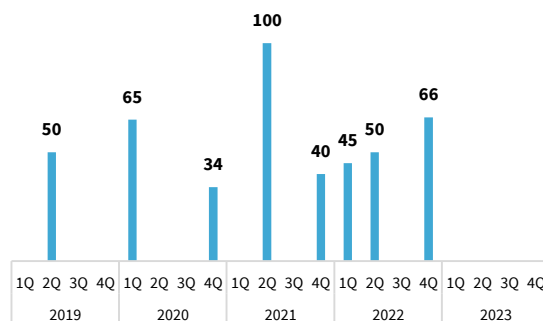


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2015	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	449,9	547,0	706,2	581,6	637,5
Przychody	318,2	401,9	562,5	473,8	530,2
Zysk brutto ze sprzedaży	83,0	104,3	162,0	141,3	171,8
Marża brutto ze sprz.	26,1%	25,9%	28,8%	29,8%	32,4%
Zysk netto	108,9	113,1	80,2	100,6	144,4
Marża netto	24,2%	20,7%	11,4%	17,3%	22,7%
Kapitał własny	1 364,6	1 396,2	1 448,4	1 467,7	1 484,4
Zadłużenie finansowe	934,7	1 092,0	1 081,7	1 057,5	1 186,3
Zadłużenie finansowe	283,0	394,5	444,9	397,3	493,3
Kredyty i inne	117,5	88,0	88,2	88,1	88,3
Obligacje	165,5	306,5	356,7	309,2	405,0
% obligacji w zadłużeniu	58,5%	77,7%	80,2%	77,8%	82,1%
Gotówka	105,7	158,9	163,3	246,9	298,6
Dług netto	177,4	235,6	281,6	150,5	194,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	52,8%	56,3%	56,1%	55,2%	57,5%
Dług netto/KW	50,8%	52,8%	50,9%	46,7%	47,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



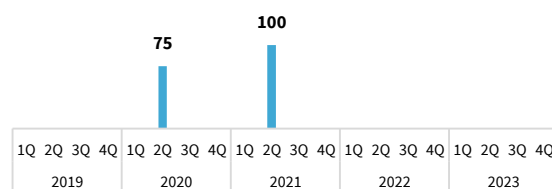
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

LOKUM DEWELOPER

- W 4Q 2018r. Lokum Deweloper sprzedał 227 lokali, co oznacza, że łączna sprzedaż w 2018 r. wyniosła 1 011 mieszkań w porównaniu z 1 052 lokalami w 2017 r. Dodatkowo na koniec grudnia 2018 r. deweloper posiadał 126 umów rezerwacyjnych, 515 lokali w ofercie oraz 1 116 mieszkań w realizacji. Należy zaznaczyć, że Spółka kolejny rok z rzędu zrealizowała swój cel sprzedażowy. Jednocześnie cel kontraktacji na 2019 r. został wyznaczony na 800 mieszkań.
- W ostatnim kwartale 2018 r. Lokum Deweloper rozpoznał w wyniku 280 mieszkań, co wskazuje na łączny poziom 900 lokali rozpoznanych w wyniku za 2018 r. (+39,3% r/r). Jednocześnie Spółka zakomunikowała, że opóźnienia w rozpoczęciu inwestycji, spowodowane przedłużeniem procesu uzyskiwania decyzji administracyjnych takich jak: decyzje środowiskowe, decyzje o warunkach zabudowy, czy pozwolenia na budowę będą miały negatywny wpływ na ilość lokali możliwą do rozpoznania w wyniku 2020 roku.
- Wysoki poziom rozpoznania w 3Q 2018 r. przełożył się na dynamiczny wzrost przychodów Lokum Deweloper w 1-3Q 2018 r. w stosunku do analogicznego okresu 2017 r. (blisko dwu i półkrotny wzrost). Po pierwszych 3 kwartałach 2018 r. Spółka osiągnęła wyższy poziom przychodów, a także zysku operacyjnego w porównaniu do całego 2017 r. Biorąc pod uwagę poziom rozpoznania w 4Q 2018 r. należy spodziewać się, że obroty dewelopera w 2018 r. przekroczą 300 mln zł.
- Lokum Deweloper w grudniu 2018 r. zawarł umowę przyrzeczoną nabycia nieruchomości gruntowych przy ul. Góralskiej we Wrocławiu o łącznej powierzchni 4,3 ha za 32,1 mln zł netto.
- Deweloper posiada komfortową strukturę zapadalności obligacji o łącznej wartości 175 mln zł. Dodatkowo, na koniec 3Q 2018 r. Spółka wykorzystwała 14,6 mln zł kredytu na realizację inwestycji Lokum Vena, który został spłacony w październiku 2018 r. Obecna kondycja finansowa dewelopera wskazuje na wysoką zdolność do obsługi zadłużenia.

w mln zł	2015	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	129,2	189,3	221,2	65,0	224,6
Zysk brutto ze sprz.	45,3	60,4	88,2	25,3	82,7
Marża brutto ze sprz.	35,1%	31,9%	39,9%	38,9%	36,8%
Zysk ze sprz.	34,8	44,8	67,8	11,9	69,4
Marża zysku ze sprz.	26,9%	23,7%	30,6%	18,3%	30,9%
Zysk netto	37,5	46,9	76,6	7,2	51,1
Marża netto	29,0%	24,8%	34,6%	11,2%	22,7%
Kapitał własny	210,0	243,0	297,3	228,9	327,7
Zadłużenie finansowe	68,6	101,2	174,8	160,3	191,7
Kredyty i inne	8,5	0,2	0,7	13,4	15,2
Obligacje	60,1	101,0	174,1	146,9	176,5
% obligacji w zadłużeniu	87,5%	99,8%	99,6%	91,6%	92,0%
Gotówka	98,5	56,0	135,0	73,6	152,2
Dług netto	-29,9	45,2	39,8	86,8	39,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	33,1%	37,0%	47,9%	57,8%	54,1%
Dług netto/KW	-14,2%	18,6%	13,4%	37,9%	12,1%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

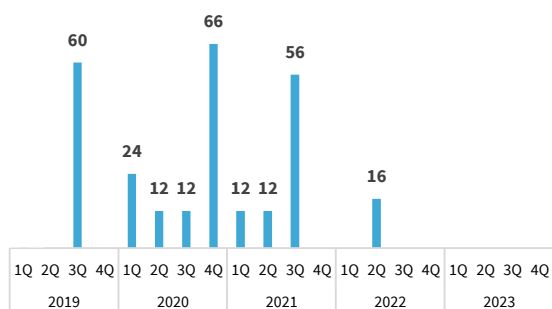
MARVIPOL DEVELOPMENT

- W tabeli obok zaprezentowano dane segmentu mieszkaniowego Spółki. Należy zwrócić uwagę, że Marvipol przypisuje zdecydowaną większość zadłużenia finansowego do segmentu mieszkaniowego, pomimo że część zadłużenia powinna być przypisana segmentowi magazynowemu.
- W 4Q 2018 r. deweloper zakontraktował 239 mieszkań i lokali usługowych, co oznacza, że w całym 2018 r. Spółka zakontraktowała 843 lokale (+10,2% r/r). Pomimo dodatniej dynamiki sprzedaży względem 2017 r., Marvipol nie osiągnął komunikowanego ubiegłorocznego celu sprzedażowego (1 000 lokali). W 2018 r. Spółka wydatła 755 mieszkań i lokali usługowych, co jest wynikiem o 47,7% lepszym w stosunku do 2017 r.
- Działania dewelopera wskazują na skierowanie oferty mieszkaniowej na klienta premium. Potwierdza to m.in. ubiegłoroczny zakup działki na Powiślu oraz projekty Topiel No18 i Dom przy Okrzei, których ceny za mkw. znacząco odbiegają od średniej ceny rynku warszawskiego. Spółka dostrzega duży potencjał w Gdańsku, w którym planuje dalszy rozwój, jednak to stolica ma pozostać core-biznesem Spółki w kontekście działalności mieszkaniowej.
- W październiku 2018 r. Marvipol poinformował o zawarciu przedwstępnej umowy sprzedaży udziałów w projekcie magazynowym pod nazwą Panattoni Park Łódź East VII. Cena sprzedaży udziałów posiadanych przez Marvipol ustalona w oparciu o wycenę aktywów projektu pomniejszonych o zobowiązania stanowi równowartość ok. 7,7 mln zł. Dodatkowo w grudniu 2018 r. Marvipol poinformował o podpisaniu umowy dotyczącej realizacji i finansowania realizacji projektu magazynowego w Ożarowie Mazowieckim. Deweloper planuje utrzymywać zaangażowanie kapitałowe w projekty magazynowe (wpłaty na kapitał oraz pożyczki) na poziomie 200 mln zł.
- Na początku listopada 2018 r. deweloper zawarł z mBankiem umowę kredytową w wysokości 75,0 mln zł z przeznaczeniem na bieżące finansowanie działalności, w tym udzielanie pożyczek spółkom zależnym. Ostateczny dzień spłaty kredytu przypada na 30 września 2021 r. Zobowiązanie bankowe zostało zabezpieczone w szczególności hipotekami umownymi do kwoty 112,5 mln zł. Należy przypomnieć, że pod koniec maja 2018 r. Marvipol ustanowił program emisji obligacji o wartości nominalnej do 250 mln zł, z czego do tej pory uplasował dług o wartości 40 mln zł.
- 21 grudnia 2018 r. deweloper zawarł przedwstępna umowę nabycia gruntu o powierzchni ok. 2,5 ha w Warszawie za cenę 54,3 mln zł netto.

w mln zł	2015 ¹	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	269,8	219,4	185,7	59,3	178,9
Zysk brutto ze sprzedaży	b.d.	35,7	38,1	9,7	43,9
Marża brutto ze sprz.	b.d.	16,3%	20,5%	16,4%	24,5%
Zysk netto	2,4	31,0	23,0	2,2	24,1
Marża netto	0,6%	14,1%	12,4%	3,6%	13,5%
Kapitał własny	245,6	347,2	219,5	215,8	191,1
Zadłużenie finansowe	254,0	173,9	315,9	268,2	350,1
Kredyty i inne	95,5	32,5	68,1	87,7	66,6
Obligacje	158,5	141,4	247,8	180,5	283,5
% obligacji w zadłużeniu	62,4%	81,3%	78,4%	67,3%	81,0%
Gotówka	141,8	170,9	191,2	131,0	124,0
Dług netto	112,2	3,0	124,7	137,2	226,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,1%	49,9%	70,0%	71,2%	74,6%
Dług netto/KW	45,7%	0,9%	56,8%	63,6%	118,3%

¹ Wydzielony segment deweloperski (przed podziałem Marvipol S.A.)

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

MURAPOL

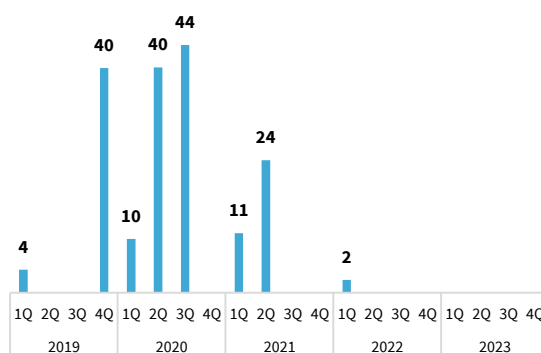
- W 2018 r. Murapol sprzedał 3 560 lokali mieszkalnych wobec 3 605 mieszkań w 2017 r. Tym samym Grupa nie zrealizowała ubiegłorocznego celu sprzedażowego (3 700 lokali). W 4Q 2018 r. Grupa zakontraktowała 869 lokali, (-23,6% r/r) oraz przekazała rekordowe w historii Grupy 1 388 mieszkań. Łączny poziom przekazania w 2018 r. wyniósł 2 593 lokali.
- Deweloper zamierza w latach 2019 – 2021 odnotowywać sprzedaż oraz przekazania na poziomie 3 – 3,5 tys. lokali. Dodatkowo, Grupa planuje wprowadzać do sprzedaży 3,5 – 4 tys. mieszkań.
- Na koniec grudnia 2018 r. Grupa dysponowała aktywnym bankiem ziemi o wartości ok. 628 mln zł pod budowę blisko 20,9 tys. lokali. Własność Grupy stanowią nieruchomości o wartości 396,5 mln zł netto (posiadające decyzje o pozwoleniu na budowę ok. 12,2 tys. lokali – ok. 539,6 tys. mkw PUM).
- W grudniu 2018 r. Murapol przyjął strategię rozwoju na lata 2019 – 2021+. Grupa kontynuuje działania prowadzące do IPO na GPW, które ma mieć miejsce w drugiej połowie bieżącego roku. Należy zaznaczyć, że debiut giełdowy Grupy jest uzależniony od warunków rynkowych, które obecnie naszym zdaniem nie sprzyjają wprowadzeniu akcji do obrotu. W najbliższych latach Murapol zamierza skupić się wyłącznie na działalności deweloperskiej w segmencie popularnym. Według Zarządu, Murapol opublikuje pierwsze skonsolidowane sprawozdanie Grupy na koniec 2018 r.
- W ostatnim czasie Murapol prowadził intensywne działania związane z wykupami poszczególnych serii obligacji. Grupa zapowiedziała na koniec stycznia b.r. przedterminowy wykup serii U oraz T, co na ten moment oznacza zniknięcie Murapol z rynku Catalyst. Grupa planuje jednak wprowadzić do obrotu obligacje serii MA z kwietnia 2018 r. o wartości nominalnej 8,3 mln zł.
- W 4Q 2018 r. deweloper wykupił część obligacji serii S (5 mln zł z 45 mln zł) oraz wydłużył jej termin wykupu z sierpnia 2019 r. do grudnia 2020 r. Murapol wykupił również całościowo serię W oraz Z. W tym samym czasie spółka zależna od Grupy – Abadon Real Estate dokonała przedterminowego wykupu serii 012 (10 mln zł) i 013 (15 mln zł). Dodatkowo, Abadon Real Estate pod koniec grudnia 2018 r. ogłosił wezwanie na akcje spółki AWBUD.
- Deweloper zamierza osiągnąć wartość wskaźnika dług netto / kapitały własne na koniec 2019 na poziomie 0,6x. Biorąc pod uwagę wskaźnik zadłużenia Grupy (wyliczany zgodnie z metodyką niniejszego raportu) na koniec czerwca 2018 r. (1,2x) zadanie wydaje się bardzo wymagające.

w mln zł ¹	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	-	486,9	471,2	190,6	233,5
Zysk netto	-	120,7	52,5	37,2	-16,4
Marża netto	-	24,8%	11,1%	19,5%	-7,0%
Kapitał własny	160,1	255,5	323,5	284,7	271,5
Zadłużenie finansowe	190,5	307,7	541,9	409,7	480,0
Kredyty i inne	98,8	195,2	311,9	194,1	227,2
Obligacje ²	91,6	112,5	230,0	215,7	252,8
% obligacji w zadłużeniu	48,1%	36,6%	42,4%	52,6%	52,7%
Gotówka	73,5	106,9	134,8	67,9	149,5
Dług netto	117,0	200,9	407,1	341,8	330,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	73,9%	71,0%	79,4%	73,3%	83,6%
Dług netto/KW	73,0%	78,6%	125,8%	120,1%	121,7%

¹ Dane Pro Forma

² Ukazane wartości stanowią szacunki Domu Maklerskiego Navigator

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

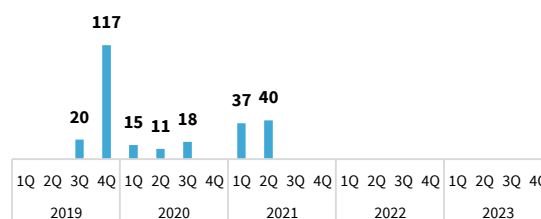
POLNORD

- W 4Q 2018 r. sprzedaż dewelopera wyniosła jedynie 83 lokali wobec 355 mieszkań w 4Q 2017 r. Deweloper w całym 2018 r. zakontraktował 836 mieszkań (co oznacza spadek o -39,8% wobec rekordowego 2017 r.) oraz przekazał 968 lokali (+6,4% r/r). W wyniku finansowym uwzględniając dane ważone udziałami Polnord w spółkach JV za 2018 r. wykazanych zostanie 1 017 lokali wobec 1 131 mieszkań wykazanych w wyniku za 2017 r.
- W listopadzie 2018 r. deweloper poinformował o podpisaniu listu intencyjnego z Polskim Holdingiem Nieruchomości. List intencyjny dotyczy transakcji polegającej na sprzedaży przez spółki zależne od Polnord dwóch nieruchomości, zabudowanych dwoma budynkami biurowymi „Bethonee” oraz „Befree) w ramach projektu Wilnaów Office Park o łącznej powierzchni najmu 17 580 mkw.
- W grudniu 2018 r. Spółka zawarła z Getin Noble Bank (GNB) umowę dotyczącą linii kredytowej do kwoty 30 mln zł. Termin spłaty kredytu przypada na koniec 2019 r. Środki mogą zostać przeznaczone na całkowitą spłatę kredytu z września 2015 r., który został udzielony Spółce również przez GNB. Dodatkowo, Spółka zobowiązana jest w okresie 3Q 2019 – 3Q 2020 do wykupu obligacji o wartości 180,0 mln zł, co naszym zdaniem będzie wymagającym zadaniem.
- Pod koniec grudnia ubiegłego roku, deweloper poinformował o przekroczeniu przez Hanapeta Holdings 20% ogólnej liczby głosów w Spółce. Cypryjski podmiot zależny od Duet Private Equity konsekwentnie zwiększa swoje zaangażowanie w Spółce. Dodatkowo, 10 stycznia Hanapeta Holdings wyraziła sprzeciw wobec działaniom Spółki w zakresie poszukiwania doradcy w celu znalezienia nabywcy zainteresowanego objęciem akcji dewelopera. Hanapeta Holding zadeklarowała, że nie zamierza sprzedać żadnych akcji Polnord będących w jej posiadaniu.
- Należy przypomnieć, że Polnord wciąż nie zakończył przeglądu opcji strategicznych, który rozpoczął się w lutym 2018 r. Deweloper od 1 grudnia 2018 r. pracuje nad aktualizacją strategii Spółki.

w mln zł	2015	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	250,6	176,7	293,6	147,9	185,2
Przychody	222,4	163,6	275,0	137,5	175,2
Zysk brutto ze sprzedaży	-34,4	50,4	34,4	27,9	9,0
Marża brutto	-15,5%	30,8%	12,5%	20,3%	5,1%
Zysk netto	-140,7	-16,9	3,3	-1,8	-37,7
Marża netto	-56,1%	-9,6%	1,1%	-1,2%	-20,4%
Kapitał własny	722,8	705,6	708,1	704,1	641,0
Zadłużenie finansowe	434,0	487,7	418,3	455,2	275,2
Kredyty i inne	161,5	156,8	131,9	150,4	19,7
Obligacje	272,4	330,8	286,4	304,9	255,5
% obligacji w zadłużeniu	62,8%	67,8%	68,5%	67,0%	92,9%
Gotówka	53,7	143,5	119,7	123,7	78,7
Dług netto	380,2	344,1	298,6	331,5	196,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	48,3%	53,5%	51,8%	55,5%	52,7%
Dług netto/KW	52,6%	48,8%	42,2%	47,1%	30,7%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



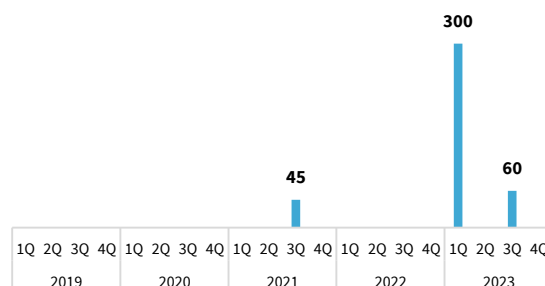
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ROBYG

- W 4Q 2018 r. deweloper sprzedał 504 lokale wobec 769 mieszkań zakontraktowanych w ostatnim kwartale 2017 r. W całym 2018 r. Robyng osiągnął kontrakcję na poziomie 2 520 mieszkań i tym samym zrealizował swój cel sprzedażowy opublikowany w prezentacji Grupy z końca listopada 2018 r. Należy przypomnieć, że pierwotny cel sprzedażowy na 2018 r. wynosił 3 300 lokali, następnie został dwukrotnie zrewidowany: najpierw do sprzedaży w przedziale 2 700 – 3 000 mieszkań, następnie do poziomu 2 500 – 2 700.
- Grupa w 1-3Q 2018 r. osiągnęła wyższą marżę brutto na sprzedaży w porównaniu z analogicznym okresem 2017 r. (+2,0 p.p. r/r). Dodatkowo, Robyng zakomunikował, że dzięki wdrażanej strategii cenowej wartość sprzedaży w 2018 r. jest o 16% mniejsza wobec 2017 r., w którym Grupa zakontraktowała 3 470 lokali.
- W 2018 r. deweloper rozszerzył swoją działalność o rynek wrocławski. W ubiegłym roku Grupa wprowadziła do sprzedaży 2 550 lokali w Warszawie, Gdańsku oraz Wrocławiu. Dodatkowo, Robyng planuje dalszą ekspansję do dużych miast, wśród których wymieniany jest m.in. Poznań.
- W 1-3Q 2018 r. deweloper zakontraktował nowe grunty w Warszawie (8,0 ha) za ok. 108 mln zł o potencjale budowy ok 2 060 lokali oraz w Gdańsku (10,5 ha) o wartości ok. 62 mln zł, które łącznie umożliwią deweloperowi realizację ok. 1 620 lokali. Na koniec 3Q 2018 r. Grupa posiadała zasoby gruntów umożliwiające budowę 12 555 lokali oraz 1 695 lokali w ofercie.
- W grudniu 2018 r. w mediach pojawiło się doniesienie dotyczące toczącej się przed Sądem Okręgowym w Gdańsku sprawy o odebranie Grupie terenu przy ul. Kościuszki w Gdańsku. Pozew prokuratury jest związany z zarzutem wykorzystania nieruchomości niezgodnie z określonym celem. Deweloper uważa pozew za bezzasadny. Według informacji Gazety Wyborczej w przypadku rozstrzygnięcia sprawy na niekorzyść Robyng, deweloper byłby zobowiązany do zwrócenia gruntu państwu. Według doniesień Gazety Wyborczej pierwsza rozprawa odbyła się w listopadzie 2018 r.
- Pod koniec listopada 2018 r. deweloper terminowo dokonał wykupu obligacji serii L o wartości 58,5 mln zł (1,5 mln zł zostało wykupione przedterminowo w kwietniu 2018 r.). Najbliższy kolejny wykup (seria S o wartości 45,3 mln zł) przypada na lipiec 2021 r.

w mln zł	2015	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	480,4	517,1	737,9	349,9	531,6
Zysk brutto ze sprz.	77,0	116,1	195,2	90,0	147,5
Marża brutto ze sprz.	16,0%	22,5%	26,5%	25,7%	27,7%
EBIT	59,0	122,9	173,8	72,4	94,0
Marża EBIT	12,3%	23,8%	23,6%	20,7%	17,7%
Zysk netto	81,6	104,0	135,5	53,4	70,9
Marża netto	17,0%	20,1%	18,4%	15,3%	13,3%
Kapitał własny	524,2	561,1	694,8	622,3	612,9
Zadłużenie finansowe	603,3	819,8	726,7	688,8	782,4
Kredyty i inne	230,1	423,1	338,7	301,1	318,6
Obligacje	373,2	396,7	388,0	387,7	463,8
% obligacji w zadłużeniu	61,9%	48,4%	53,4%	56,3%	59,3%
Gotówka	347,8	327,7	379,3	276,3	313,9
Dług netto	255,5	492,1	347,4	412,5	462,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,5%	68,0%	65,1%	67,6%	74,3%
Dług netto/KW	48,7%	87,7%	50,0%	66,3%	75,5%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

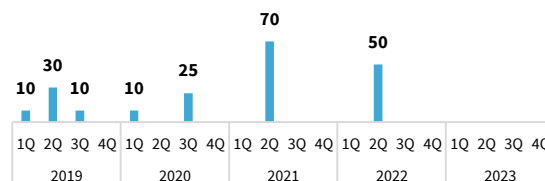
RONSON

- W 2018 roku Ronson sprzedał 773 lokale, co było wynikiem nieznacznie gorszym od sprzedaży w roku 2017 (-5,4% r/r). W samym 4Q 2018 sprzedaż wyniosła 134 lokale wobec 170 w analogicznym okresie roku poprzedniego, co Zarząd tłumaczy wyprzedaną ofertą (ze względów proceduralnych sprzedaż projektów, które miały wejść do sprzedaży w końcu 2018 r. rozpoczęło się na początku 2019 r.). Plan sprzedażowy dewelopera na 2018 r. wynosił 800 sprzedanych mieszkań i tym samym nie został zrealizowany.
- W 4Q 2018 r. Spółka sprzedała najwięcej lokali w projektach City Link na warszawskiej Woli (43 lokale), Panoramika w Szczecinie (25 lokali) oraz Miasto Marina we Wrocławiu (23 lokale).
- W 4Q spółka nie zakończyła żadnych projektów w związku z czym przekazania były niskie i wyniosły jedynie 57 lokali wobec 340 przekazanych w 4Q 2017. W całym 2018 r. dokonano 764 przekazania (-9,0 % r/r) przy planie w wysokości 800 przekazanych mieszkań.
- Na koniec 3Q 2018 r. posiadany bank ziemi pozwalał na wybudowanie około 5 025 lokali o łącznym PUM przekraczającym 310 tys. mkw. Zdecydowana większość posiadanych gruntów przez Ronson (ponad 65%) przypada na rynek warszawski.
- W styczniu 2019 r. pod głosowanie NWZ poddana zostanie uchwała dotycząca skupu akcji własnych przez Spółkę. Ronson miałaby skupić do 2,5 mln akcji po cenie nie wyższej niż wartość księgowa wynosząca 2,1 zł, przy czym maksymalna kwota przeznaczona na skup nie może przekroczyć 2 mln zł. Zdaniem Zarządu cena rynkowa akcji jest bardzo atrakcyjna w związku z czym skup akcji leży w interesie Spółki.
- W listopadzie spółka poinformowała o planie przeprowadzenia emisji obligacji w 1Q 2019 o wartości pomiędzy 30 a 50 mln zł. Środki posłużą prawdopodobnie refinansowaniu obligacji zapadających w 1-2Q 2019 r., które opiewają łącznie na 40 mln zł.

w mln zł	2015	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	281,4	484,8	231,7	182,3	253,3
Przychody	281,4	307,6	224,4	175,9	251,4
Zysk brutto ze sprz.	51,2	59,4	31,9	b.d.	b.d.
Marża zysku ze sprz	18,2%	19,3%	14,2%	b.d.	b.d.
Zysk brutto ze sprz.	51,2	118,7	38,1	29,3	42,1
Marża brutto ze sprz.	18,2%	24,5%	16,4%	16,1%	16,6%
Zysk netto	19,0	65,1	11,3	2,0	17,4
Marża netto	6,7%	13,4%	4,9%	1,1%	6,9%
Kapitał własny	459,4	361,9	342,0	332,7	353,8
Zadłużenie finansowe	250,1	226,1	211,2	219,1	239,7
Kredyty i inne	59,8	3,5	13,9	20,9	17,9
Obligacje	190,3	222,6	197,3	198,3	221,8
% obligacji w zadłużeniu	76,1%	98,5%	93,4%	90,5%	92,5%
Gotówka	99,5	69,1	64,9	53,6	114,3
Dług netto	150,6	157,0	146,4	165,6	125,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	47,5%	51,3%	51,5%	51,0%	57,3%
Dług netto/KW	32,8%	43,4%	42,8%	49,8%	35,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

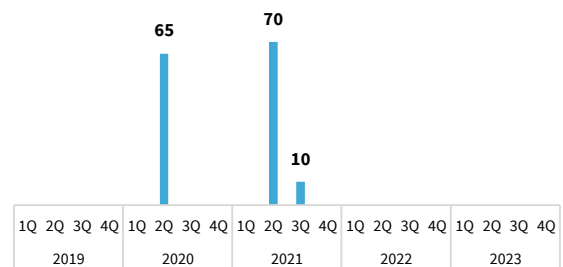
VANTAGE DEVELOPMENT

- W 4Q 2018 r. Vantage Development sprzedał 202 lokale, co oznacza, że w całym 2018 r. Spółka zakontraktowała 824 mieszkania (-20,3% r/r). Tym samym deweloper nie zrealizował ubiegłorocznego celu sprzedażowego, który wynosił 900 lokali.
- W ostatnim kwartale 2018 r. Vantage Development wydał 470 mieszkań, a w całym okresie od 1 do 4 kwartału zostało wydanych 1 228 lokali (+38,8% r/r).
- W październiku 2018 r. deweloper zawarł przyrzeczoną umowę nabycia gruntu przy ul. Lubińskiej we Wrocławiu o powierzchni 0,4563 ha za kwotę 18 mln zł netto (nieruchomość umożliwi budowę ok. 254 lokali mieszkalnych oraz 4 usługowych) oraz przy ul. Buforowej we Wrocławiu o powierzchni 1,46 ha za kwotę 14 mln zł (nieruchomość umożliwi budowę ok. 300 lokali mieszkalnych). Dodatkowo, w tym samym miesiącu Vantage Development zawarł przedwstępną umowę nabycia gruntu przy ul. Dróżniczej w Iwinach o powierzchni 1 ha za cenę 2 mln zł (nieruchomość umożliwi budowę ok. 72 lokali mieszkalnych).
- Również w październiku 2018 r. Spółka poinformowała o zawarciu przedwstępnej umowy dotyczącej sprzedaży budynku biurowo – usługowego Delta 44 za cenę 28,7 mln zł netto. Na koniec czerwca 2018 r. wartość bilansowa nieruchomości wynosiła 26,3 mln zł, a przypisane do projektu Delta 44 zadłużenie osiągnęło poziom 17,3 mln zł.
- W 4Q 2018 r. Zarząd Spółki podjął decyzję w sprawie wypłaty dywidendy nadzwyczajnej, pochodzącej z niepodzielonego zysku z lat ubiegłych, w wysokości 16,2 mln zł.
- W grudniu 2018 r. deweloper poinformował o zawarciu umów kredytowych na realizację inwestycji Port Popowice. Maksymalna kwota udzielonego kredytu na budynek A wynosi ok. 50,5 mln zł, z kolei na budynek B i C ok. 88,3 mln zł. Kredyty zostały zabezpieczone m.in. hipoteką na nieruchomości, na której prowadzona jest inwestycja.
- Uważamy, że deweloper posiada komfortową strukturę zapadalności długu obligacyjnego. Najbliższy wykup przypada dopiero na 2Q 2020r. Wysoki poziom wydanych lokali w 2018 r. pozytywnie wpłynął na sytuację finansową Spółki, która na koniec września 2018 r. wykazała blisko 192 mln zł gotówki.

w mln zł ¹	2015	2016	2017	1-3Q 2017	1-3Q 2018
Przychody	81,5	117,8	274,9	186,7	293,8
Zysk brutto ze sprz.	18,6	20,8	49,5	35,7	65,2
Marża brutto ze sprz.	22,9%	17,7%	18,0%	19,1%	22,2%
Zysk ze sprz.	9,9	10,5	33,3	26,2	53,8
Marża zysku ze sprz.	12,2%	8,9%	12,1%	14,0%	18,3%
Zysk netto	7,7	7,6	27,5	21,3	45,7
Marża netto	9,5%	6,4%	10,0%	11,4%	15,6%
Zadłużenie finansowe	109,0	184,3	210,5	177,3	201,8
Kredyty i inne	3,6	36,5	77,3	77,6	57,2
Obligacje	105,4	147,8	133,2	99,7	144,6
% obligacji w zadłużeniu	96,7%	80,2%	63,3%	56,2%	71,6%
Gotówka	40,7	88,2	127,7	105,3	191,8
Dług netto	68,3	96,1	82,8	72,0	9,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	52,5%	64,0%	64,3%	62,4%	66,1%
Dług netto/KW	50,8%	59,6%	39,3%	37,7%	4,8%

¹ Wyniki segmentu mieszkaniowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



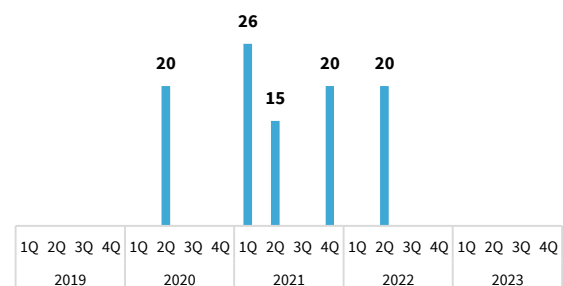
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

VICTORIA DOM

- W 4Q 2018r. Victoria Dom sprzedała 341 lokali, co oznacza 40,3% wzrost w stosunku do analogicznego okresu 2017 r. W całym 2018 r. deweloper zakontraktował 1 055 lokali (co stanowi rekord w historii Spółki) w porównaniu z 803 mieszkaniami w 2017 r. (+31,4% r/r). Wobec tego Victoria Dom zdecydowanie przekroczyła swój ubiegłoroczny cel sprzedażowy, który zakładał osiągnięcie kontraktacji na poziomie 1 000 mieszkań.
- Spółka osiągnęła również zadowalające wyniki sprzedażowe na rynku niemieckim. Deweloper w ramach transakcji strukturyzowanej sprzedał inwestorowi finansowemu projekt mieszkaniowy w Berlinie (dzielnica Weissensee) obejmujący 216 lokali o powierzchni przekraczającej 16 tys. mkw. Spółka poinformowała również o zakontraktowaniu 80% mieszkań w projekcie Flatz w dzielnicy Prenzlauer Berg przez klientów indywidualnych.
- Na początku stycznia 2019 r. Victoria Dom poinformowała, że w przeciągu kilku najbliższych kwartałów 2019 r. planuje wprowadzić do oferty trzy kolejne projekty zlokalizowane w Berlinie.
- Spółka cały czas dostrzega dobrą koniunkturę na rynku warszawskim. Zarząd Victorii Dom uważa, że posiada niezbędne zasoby umożliwiające systematyczne uzupełnianie oferty. Deweloper spodziewa się wzrostu sprzedaży mieszkań zarówno w bieżącym roku, jak i kolejnych latach.
- Uważamy, że Victoria Dom posiada stabilną strukturę zapadalności obligacji. Najbliższy wykup będzie miał miejsce dopiero w czerwcu 2020 r.

w mln zł	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	90,1	166,0	219,1	28,8	11,4
Zysk brutto ze sprzedaży	24,7	46,2	72,2	9,4	3,6
Marża brutto ze sprz.	27,4%	27,8%	33,0%	32,8%	31,7%
Zysk netto	11,3	26,5	37,6	0,3	-3,5
Marża netto	12,6%	16,0%	17,2%	1,1%	-30,2%
Kapitał własny	54,3	77,5	107,2	69,9	93,4
Zadłużenie finansowe	24,4	35,8	107,9	77,5	102,2
Kredyty i inne	1,0	0,7	10,9	1,4	1,2
Obligacje	23,4	35,1	97,1	76,1	101,1
% obligacji w zadłużeniu	95,9%	98,0%	89,9%	98,2%	98,9%
Gotówka	21,3	24,8	24,3	27,1	74,8
Dług netto	3,1	11,1	83,6	50,4	27,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	66,8%	63,0%	66,5%	77,0%	76,9%
Dług netto/KW	5,8%	14,3%	78,0%	72,1%	29,4%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

- 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 16 deweloperów mieszkaniowych, posiadających obligacje wprowadzone na Catalyst
- Dług finansowy = zobowiązania z tyt. kredytów + zobowiązania z tyt. wyemitowanych obligacji + inne zobowiązania finansowe
- Dług netto = zobowiązania finansowe – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
- $DN / KW = \frac{\text{dług netto}}{\text{kapitał własny}}$
- 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 pogładowy.

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.

Mateusz Mucha

Dyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: +48 537 837 098

Mail: mateusz.mucha@dmnavigator.pl

Seweryn Żołyniak

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: seweryn.zolyniak@dmnavigator.pl

Igor Więckowski

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

fax: +48 22 630 83 30

mail: biuro@navigatorcapital.pl

www.navigatorcapital.pl