

---

**Navigator** Dom Maklerski®  
Value delivered.

---

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst w 1H 2018 r.

---

Warszawa, lipiec 2018

---

# Podsumowanie

---

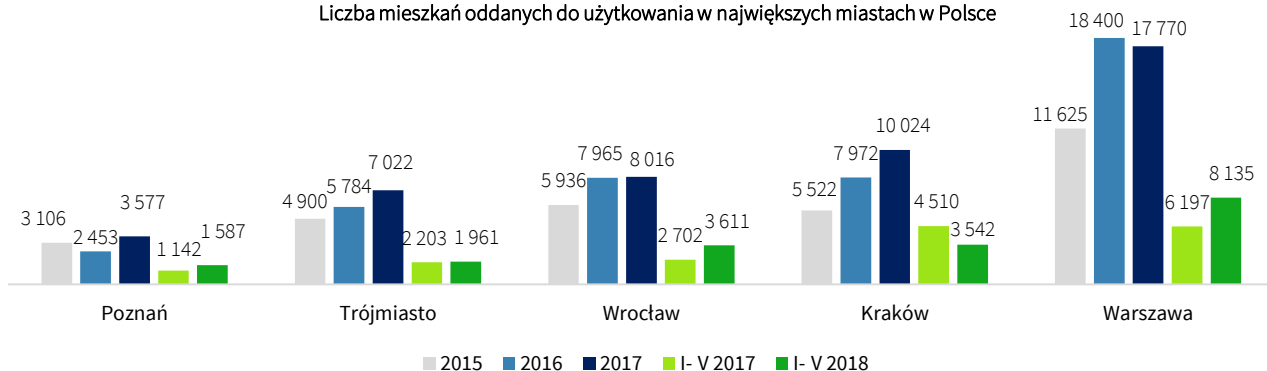
- W drugim kwartale 2018 r. zaczęły pojawiać się pierwsze **symptomy ochłodzenia** koniunktury na rynku mieszkaniowym – pierwszy raz od 3 lat odnotowaliśmy spadek łącznej sprzedaży q/q. Obserwujemy nie nadążanie podaży nowych mieszkań za popytem (wzrost cen materiałów oraz gruntów oraz wydłużenie się procedur administracyjnych). Widoczne jest to szczególnie w **liczbie wydanych pozwoleń na budowę**, których wielkość spadła w pierwszym 5 miesiącach 2018 r. o **3,2% r/r**, co może doprowadzić do wzrostu cen mieszkań i spadku ich sprzedaży.
- Przy całym czasie silnym popycie wygrywają deweloperzy, którzy są w stanie szybko uzupełniać ofertę. Dla całego 2018 r. **podtrzymujemy łączną sprzedaż na poziomie nieznacznie niższym niż w 2017 r.**
- Siła strony popytowej to przede wszystkim efekt **utrzymującej się dobrej koniunktury gospodarczej** w Polsce, wyrażonym w **utrzymującym się niskim bezrobociu**, jak również **niskich stóp procentowych**, których poziom może być utrzymany w roku 2019, jak również w 2020 r.
- W całym 1H 2018 r. analizowani deweloperzy **sprzedali o 2,2% mniej lokali niż w analogicznym okresie 2017 r.** Wyhamowanie dynamiki widoczne jest szczególnie w drugim kwartale b.r. Słabsze wyniki są generowane głównie przez największe podmioty, jak **Robyg** oraz **Dom Development**.
- Z drugiej strony rekordowy rok 2017 pod względem wyników sprzedażowych ma swoje przełożenie na **bardzo dobre wyniki przekazania mieszkań w pierwszym półroczu 2018 r.** Analizowane podmioty w tym okresie przekazały o **40,2% więcej mieszkań** niż rok wcześniej. Wyższa liczba przekazanych lokali **pozwała oczekiwać wzrostu przychodów za 2018 r. wiodących deweloperów z Catalyst.**
- W 1Q 2018 wśród analizowanych deweloperów mieszkaniowych widoczny był **nieznaczny spadek długu odsetkowego**. Redukcja poziomu długu miała miejsce przy jednoczesnym **wzroście zadłużenia z tytułu obligacji**. W pierwszym kwartale 2018 r. prezentowane w raporcie **spółki zwiększyły poziom salda środków pieniężnych (2,48 mld zł)**, co przełożyło się na **spadek długu netto do poziomu 2,33 mld zł (-4,7% q/q)**.
- Wśród analizowanych deweloperów najbardziej zadłużonymi spółkami w 1Q 2018 r. były **Murapol, Polnord** oraz **LC Corp**. Z kolei podmiotem o najniższym odczycie długu netto okazał się ponownie **Dom Development (-13,7 mln zł)**.
- Deweloperzy mieszkaniowi kontynuowali trend **zwiększania udziału obligacji korporacyjnych w strukturze zadłużenia**. W 1Q 2018 r. finansowanie obligacyjne analizowanych w raporcie spółek stanowiło **71,9% długu wobec 68,5%** na koniec 2017 r.
- Chcąc sprostać oczekiwaniom popytu na rynku nieruchomości mieszkaniowych, w pierwszym półroczu 2018 r. **11 wśród 14** analizowanych deweloperów wyemitowało obligacje o łącznej wartości **769,1 mln zł**, co oznacza wzrost o **30,1% r/r**. Spółką, która pozyskała najwięcej kapitału z tytułu emisji obligacji korporacyjnych w pierwszej połowie 2018 r. okazał się **Robyg**. Z kolei najaktywniejszym deweloperem na rynku długu pozostał **Murapol**, który uplasował **10 serii**.
- W 1H 2018 r. analizowani deweloperzy wykupili obligacje o łącznej wartości **672 mln zł**, z czego ponad połowa, bo aż **344,7 mln zł** stanowiły wykupy przedterminowe. Podmiotem, który w analizowanym okresie wykupił obligacje o największej wartości okazał się **Robyg**. W drugiej połowie roku ujęte w raporcie spółki zobowiązane są do wykupu obligacji o łącznej wartości **250,2 mln zł**. **Podtrzymujemy nasze prognozy dotyczące refinansowania obecnych obligacji deweloperów przez plasowanie nowych serii.**
- Naszą analizą objętych zostało **14 deweloperów mieszkaniowych**, posiadających obligacje wprowadzone na **Catalyst** o łącznym **outstandingu** przekraczającym **15 mln zł**, tj.: **Archicom SA, Atal SA, Dom Development SA, i2 Development SA, J.W. Construction SA, LC Corp SA, Lokum Developer SA, Marvipol Development SA, Murapol SA, Polnord SA, Robyg SA, Ronson Europe NV, Vantage Development SA** oraz **Victoria Dom SA**.

# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

## Wzrost liczby mieszkań oddanych do użytkowania oraz spadek wydanych pozwoleń na budowę

W okresie od stycznia do maja 2018 r. obserwowany był wzrost liczby mieszkań oddanych do użytkowania w największych miastach w Polsce, który w badanym okresie wyniósł 12,4% r/r, zaś deweloperzy oddali w tym czasie do użytkowania 18 836 mieszkań. Jedyne w Krakowie i Trójmieście deweloperzy oddali do użytkowania mniej lokali niż w analogicznym okresie roku ubiegłego (odpowiednio -21,5% oraz -11,0%). Największy procentowy wzrost odnotowano w Poznaniu (+39,7%), we Wrocławiu (+33,6%) oraz w Warszawie (+31,3%). Należy zaznaczyć, że większość mieszkań oddanych do użytkowania ma miejsce w 3 oraz 4 kwartale.

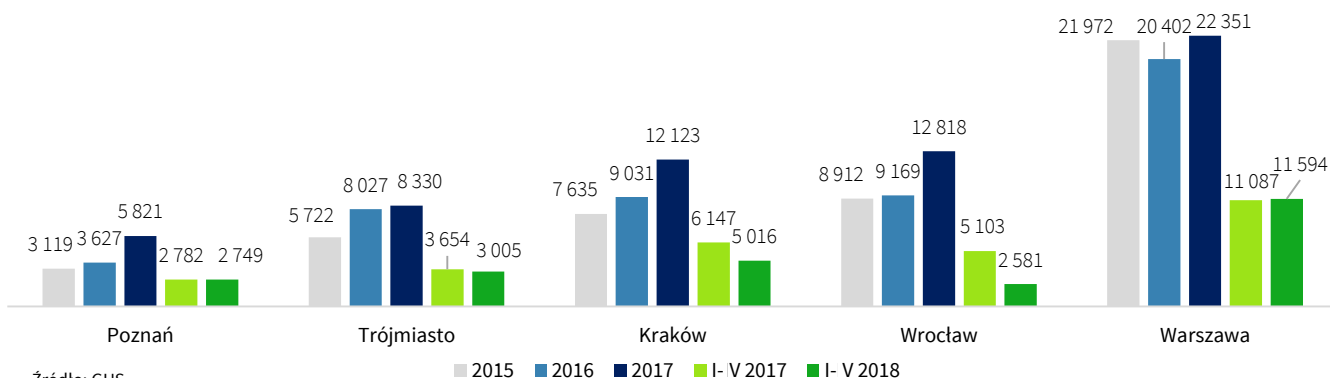
Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w największych miastach w Polsce



Źródło: GUS

W pierwszych pięciu miesiącach 2018 r. tylko w Warszawie odnotowano nieznaczny wzrost liczby mieszkań, na których budowę wydano pozwolenie w porównaniu do analogicznego okresu 2017 r. Największy spadek odnotowano we Wrocławiu (-49,4%), następnie w Krakowie (-18,4%), Trójmieście (-17,8%). W Poznaniu liczba wydanych pozwoleń na budowę była porównywalna do wyniku z roku ubiegłego. Zaobserwowany spadek liczby wydanych pozwoleń na budowę może być oznaką wydłużających się procedur administracyjnych związanych z przygotowaniem budowy.

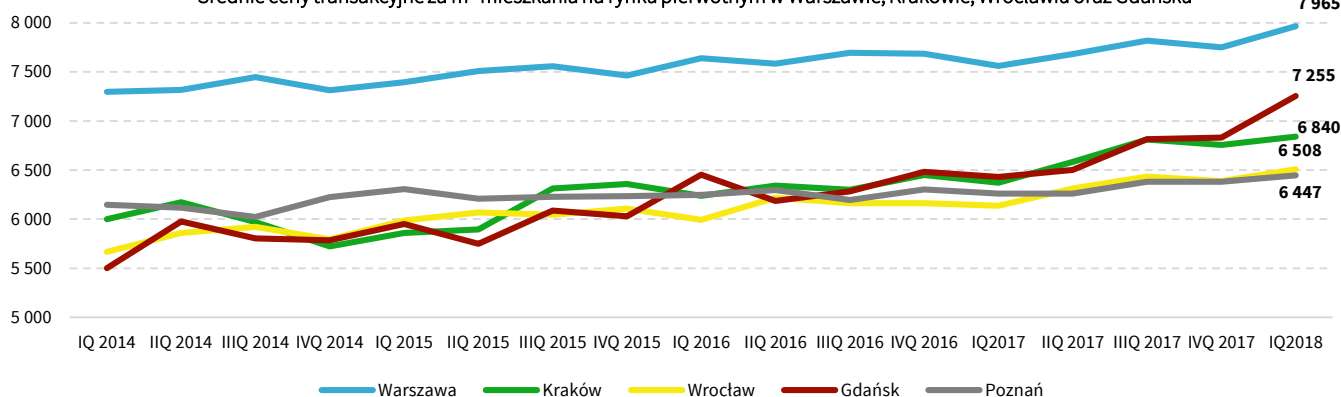
Liczba mieszkań, na których budowę wydano pozwolenia w największych miastach w Polsce



Źródło: GUS

W I kwartale 2018 r. zaobserwowano kontynuację wzrostu cen transakcyjnych mieszkań we wszystkich pięciu największych polskich miastach. Na uwagę zasługuje znaczny wzrost cen w Trójmieście aż o 6,2% (425 zł) do 7 255 zł oraz w Warszawie o 2,8% (214 zł) do 7 965 zł. W pozostałych miastach wzrosty cen były nieco niższe: Wrocław (1,9%), Kraków (+1,3%), Poznań (+1%). Biorąc pod uwagę rosnące koszty budowy, można spodziewać się dalszych wzrostów średnich cen transakcyjnych w kolejnych okresach.

Średnie ceny transakcyjne za m<sup>2</sup> mieszkania na rynku pierwotnym w Warszawie, Krakowie, Wrocławiu oraz Gdańsku



Źródło: NBP

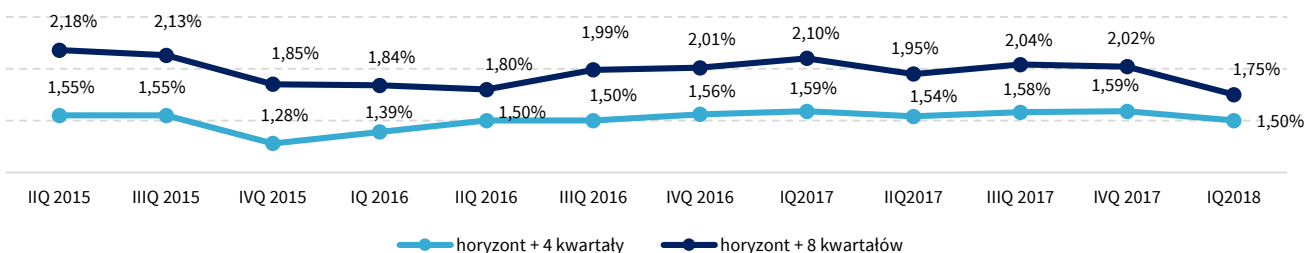
# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

## ■ Mocny wzrost gospodarczy oraz rosnąca wartość udzielonych kredytów hipotecznych

W I kwartale 2018 r. polska gospodarka kontynuowała intensywny rozwój. PKB Polski wzrósł o 5,2% r/r w porównaniu ze wzrostem o 4,9% r/r w IV kwartale 2017 r. Głównym motorem napędowym PKB jest w dalszym ciągu konsumpcja prywatna, która wzrosła o 4,8% r/r. Miały na nią wpływ bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wysoka sprzedaż w sklepach przed Świętami Wielkanocnymi. Tak wysokie tempo wzrostu może być jednak trudne do utrzymania w kolejnych okresach. Wg prognoz MFW w 2018 r. wzrost PKB Polski ma wynieść ok. 4,1%.

Podczas majowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Prezes NBP Adam Glapiński oświadczył, że z dużym prawdopodobieństwem poziom stóp procentowych w Polsce nie zmieni się do końca 2019 r., a możliwe, że także w 2020 r. Wg prezesa NBP w kolejnych okresach ścieżka inflacyjna będzie kształtować się na stabilnym poziomie.

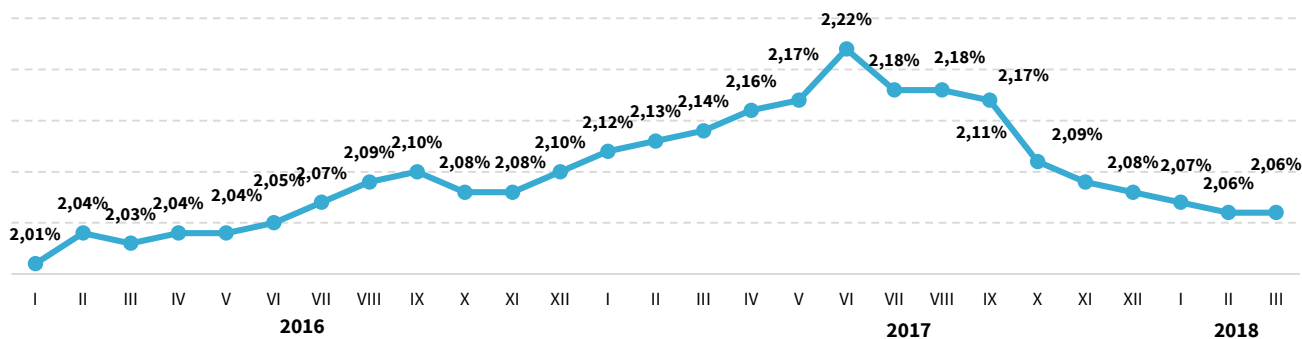
Konsensus rynkowy odnośnie wartości stopy referencyjnej NBP w horyzoncie następnych 4 i 8 kwartałów



Źródło: NBP

Większość badanych ekspertów oczekuje ustabilizowania inflacji w bieżącym i kolejnym roku na poziomie 2,5% lub niższym. Dodatkowo, ankietowani ekonomiści spodziewają się stopniowego słabnięcia tempa wzrostu PKB, które w 2019 r. może mieścić się w przedziale 3,9%-4,1% i 2,6%-3,9% w 2020 r. Z tych dwóch powodów ankietowani ekonomiści przewidują utrzymanie się wysokości stopy referencyjnej na obecnym poziomie w horyzoncie kolejnych 4 i 8 kwartałów.

Średnia marża kredytu hipotecznego w latach 2016 – IQ 2018



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON-SARFIN 4/2017, 1/2018.

Na początku 2018 r. zaobserwowano spadki marży kredytu hipotecznego, która w marcu osiągnęła 2,06% - wartość najniższą od połowy 2016 r.

Niskie stopy procentowe oraz spadki marży kredytu hipotecznego sprzyjają zaciąganiu kredytów hipotecznych. W ostatnich latach na rynku wzrosła liczba udzielonych kredytów oraz ich średnia wartość. W I kwartale 2018 r. wartość udzielonych kredytów wzrosła aż o 18,2% w stosunku do IV kwartału 2017 r. i osiągnęła 12,9 mld zł, a liczba udzielonych kredytów wzrosła o 23,3% do 55.156 szt. Z kolei średnia wartość udzielonego kredytu spadła z 244,2 tys. zł do 234,2 tys. zł, co jest wartością podobną do poziomu z całego 2017 r.

Wartości i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w latach 2013 – 2017 i 4Q 2017, 1Q 2018

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2013	36,5	n/d	176 866	n/d	206,2	n/d
2014	36,8	1,0%	174 087	-1,6%	211,5	2,6%
2015	39,3	6,8%	181 325	4,2%	216,8	2,5%
2016	39,5	0,4%	178 409	-1,6%	221,4	2,1%
2017	44,6	12,9%	190 634	6,9%	233,8	5,6%
4Q 2017	10,9	-	44 745	-	244,2	-
1Q 2018	12,9	18,2%	55 156	23,3%	234,2	-4,1%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 4/2017, 1/2018.

# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

## Zmiany regulacyjne w branży deweloperskiej

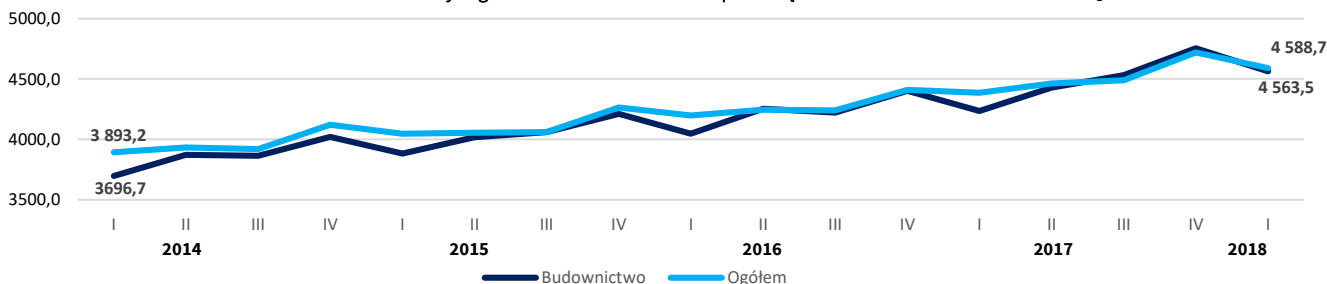
W ostatnim okresie toczy się dyskusja nt. przygotowanej przez Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów nowelizacji ustawy deweloperskiej zakładającej likwidację otwartych rachunków powierniczych. Urząd chce, by deweloperzy korzystali tylko z zamkniętych kont, z których wypłata następuje jednorazowo dopiero po przeniesieniu na nabywcę praw do nieruchomości. W trakcie budowy deweloper nie może korzystać z pieniędzy nabywców. W przypadku powszechnie stosowanych otwartych rachunków firma otrzymuje pieniądze w transzach po ukończeniu kolejnych etapów budowy.

Wg Polskiego Związku firm Deweloperskich (PZFD) likwidacja otwartych rachunków powierniczych bez zabezpieczenia utrudni działalność mniejszym deweloperom i doprowadzi do upadku niektórych podmiotów. Zgodnie z szacunkami wiceprezesa PZFD obecnie małe i średnie firmy budują ok. 80% mieszkań na polskim rynku. Spółki te może nie być stać na korzystanie z dodatkowych zabezpieczeń bankowych. Wg przedstawicieli branży na rynku zostaną tylko duże podmioty mające dostęp do zagranicznego kapitału i dysponujące dużym bankiem ziemi. W naszej ocenie likwidacji otwartych rachunków powierniczych obniży płynność deweloperów i zmusi ich do uruchomienia środków z kredytu bankowego. Wzrost popytu na finansowanie bankowe doprowadzi do wzrostu kosztów kredytowania, co może doprowadzić do ograniczenia skali działalności deweloperów w postaci spadku liczby prowadzonych inwestycji, a w konsekwencji do wzrostu cen mieszkań. Co więcej, banki mogą mieć problem z zaspokojeniem popytu na kapitał ze strony deweloperów, ponieważ polityka wielu banków nie pozwala na nadmierną koncentrację kredytowania w danym sektorze.

W czerwcu 2018 r. Rada Ministrów przyjęła projekt specustawy mieszkaniowej, która ma skrócić czas przygotowania inwestycji deweloperskich. Ma ona umożliwić m.in. wykorzystanie terenów rolnych w administracyjnych granicach miast, pokolejowych, powojaskowych i poprzemysłowych, a także dopuszczać pominięcie, za zgodą gminy, planu zagospodarowania przestrzennego. Ułatwienia zapisane w ustawie mają także usprawnić budowę mieszkań w ramach programu Mieszkanie Plus. Uważamy, że pozytywnym efektem nowych przepisów może być przyspieszenie wydawania decyzji administracyjnych i skrócenie czasu przygotowania inwestycji i w konsekwencji wzrost dostępności mieszkań na rynku. Z drugiej strony, należy pamiętać o ryzyku zwiększenia chaosu urbanistycznego.

Główny wpływ na ceny mieszkań i rentowność działalności deweloperskiej mają w dalszym ciągu koszty zakupu gruntów oraz wykonawstwa (tj. robocizny i materiałów). W ostatnich latach obserwowano na rynku wzrosty wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w Polsce. W I kwartale 2018 r. odnotowane nieznaczne spadki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw ogółem i w sektorze budownictwa. Powodem tego była wysoka baza z IV kwartału 2017 r. – w grudniu przedsiębiorstwa wypłacają zwykle premie i nagrody dla swoich pracowników. Spodziewamy się jednak wzrostu kosztów wynagrodzeń w kolejnych miesiącach br., co wpłynie na koszty budowy i rentowność działalności deweloperskiej.

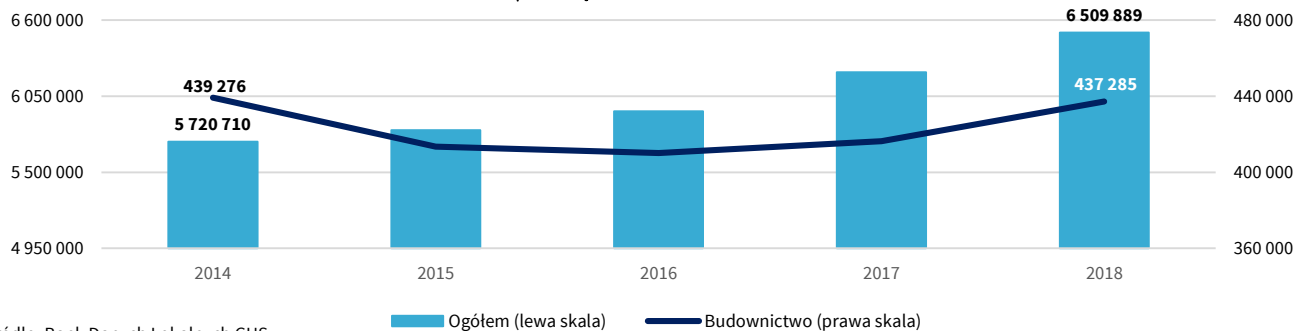
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2014-1Q 2018



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Ograniczony dostęp do siły roboczej utrudnia realizowanie inwestycji budowlanych i zwiększa koszty wykonawstwa. Od 2014 r. do kwietnia 2018 r. liczba osób zatrudnionych w budownictwie spadła o 0,5% do ok. 437.285 osób przy wzroście liczby zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw ogółem o ok. 13,8%. Obecnie ratunkiem dla polskiej branży deweloperskiej i budowlanej jest napływ pracowników z Ukrainy, którzy są powszechnie zatrudniani w firmach wykonawczych. W dalszym ciągu uważamy, że wzrost cen wykonawstwa i materiałów budowlanych będą obok drożejących gruntów głównymi wyzwaniami branży deweloperskiej w Polsce.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w latach 2014 - 2018



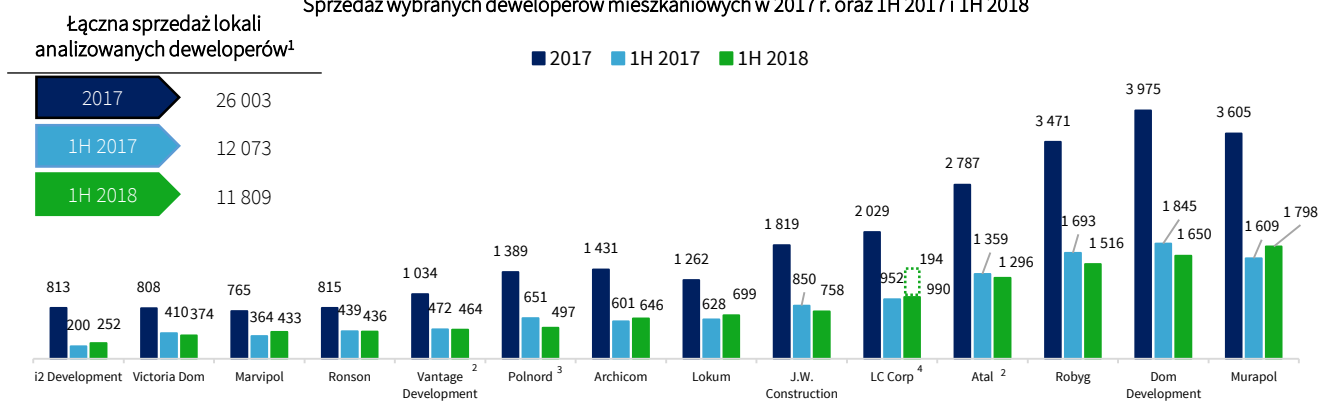
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

## Wyhamowanie dynamiki sprzedaży mieszkań<sup>1</sup> po rekordowym 2017 r.

W drugim kwartale 2018 r. sprzedaż mieszkań wśród analizowanych deweloperów wyniosła **4 425 lokali\***, co oznacza spadek o **21,2% q/q**. Z czerwcowych odczytów dotyczących danych sprzedażowych wynika, że w pierwszym półroczu bieżącego roku prezentowani w raporcie deweloperzy sprzedali łącznie **11 809 mieszkań (-2,2% r/r)**. Spadek wartości odczytów traktujemy jako pierwsze **symptomy ochłodzenia koniunktury**, jednak zauważamy **niestabilny popyt na lokale mieszkalne**. W naszej opinii wyhamowanie dynamiki sprzedaży w stosunku do rekordowego 2017 r. jest związane z trudnościami występującymi po stronie podaży. Rosnące ceny gruntów pod inwestycje oraz towarzyszący im wzrost kosztów generalnego wykonawstwa sprawiają, że **deweloperzy w wolniejszym tempie poszerzają swoją ofertę**. W pierwszej części 2018 r. jedynie **6 z 14** prezentowanych spółek poprawiło sprzedaż w stosunku do poprzedniego roku. Największy wzrost kontraktacji w analizowanym okresie odnotował **i2 Development (+26,0% r/r)**, **Marvipol (+19,0% r/r)** oraz **Lokum (+11,3% r/r)**. Liderem sprzedaży w pierwszym półroczu 2018 r. jest **Murapol (1 798 lokali)**, tuż za nim uplasował się **Dom Development (1 650 lokali)**. Z kolei najniższe odczyty na dzień 30 czerwca bieżącego roku osiągnął **i2 Development (252 lokale)** oraz **Victoria Dom (374 lokale)**. Pomimo spadku danych sprzedażowych w pierwszym półroczu 2018 r. z optymizmem patrzymy na kolejne kwartały, w których deweloperzy stopniowo będą zwiększać swoją ofertę. Wyniki sprzedażowe analizowanego okresu będą miały swoje odzwierciedlenie w poziomie przekazywanych lokali w 2019 r. oraz najbliższych latach. Prognozujemy, że w dostrzegalnym horyzoncie czasu utrzyma się wysoki popyt na lokale mieszkalne, na który deweloperzy odpowiedzą wyższymi cenami lokali, co z kolei istotnie wpłynie na poprawę generowanych przez analizowane spółki przychodów.

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2017 r. oraz 1H 2017 i 1H 2018



<sup>1</sup> Sprzedaż definiowana jest jako suma umów deweloperskich, przedwstępnych oraz rezerwacji

<sup>2</sup> Dane obejmują jedynie umowy deweloperskie

<sup>3</sup> Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy

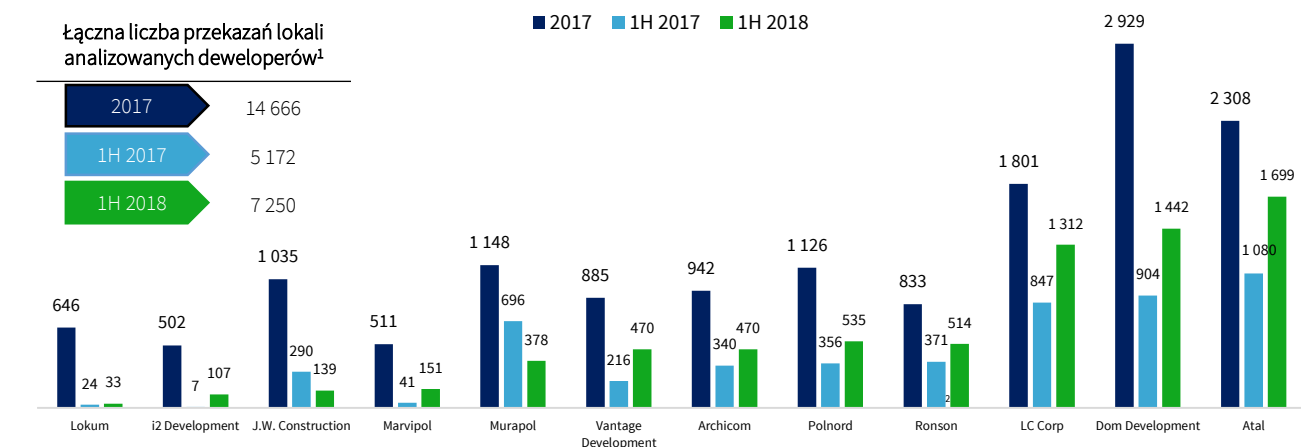
<sup>4</sup> Dane obejmują umowy przedwstępne i deweloperskie. Spółka od 1Q publikuje dodatkowo dane o umowach rezerwacyjnych. Spółka podpisała 194 umowy rezerwacyjne w 1H 2018 r.

\* Bez uwzględnienia Murapolu ze względu na publikowanie danych w interwałach półrocznych.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich.

W drugim kwartale 2018 r. ujęci w raporcie deweloperzy<sup>1</sup> przekazali **3 860 lokali (+28,2% q/q)**, co oznacza, że poziom przekazanych w pierwszej połowie roku osiągnął wartość **7 250 lokali (+40,2% r/r)**. **10 z 12<sup>1</sup>** analizowanych spółek zaraportowało poprawę wyników w stosunku do pierwszej połowy 2017 r. Największą dynamiką przekazania w dwóch pierwszych kwartałach bieżącego roku może pochwalić się **i2 Development (107 lokali wobec 7 lokali w 1H 2017 r.)** oraz **Marvipol (blisko 3-krotny wzrost r/r)**. Pod względem liczby przekazanych lokali w analizowanym okresie najwięcej przekazał **Atal (1 699 lokali)** i **Dom Development (1 442 lokale)**. Największy spadek tempa wzrostu na dzień 30 czerwca zanotował **J.W. Construction (-52,1% r/r)** oraz **Murapol (-45,7% r/r)**. Najmniej przekazanych mieszkań w pierwszej połowie roku wykazał **Lokum (33 lokale)** i **i2 Development (107 lokali)**.

Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2017 r. oraz 1H 2017 i 1H 2018



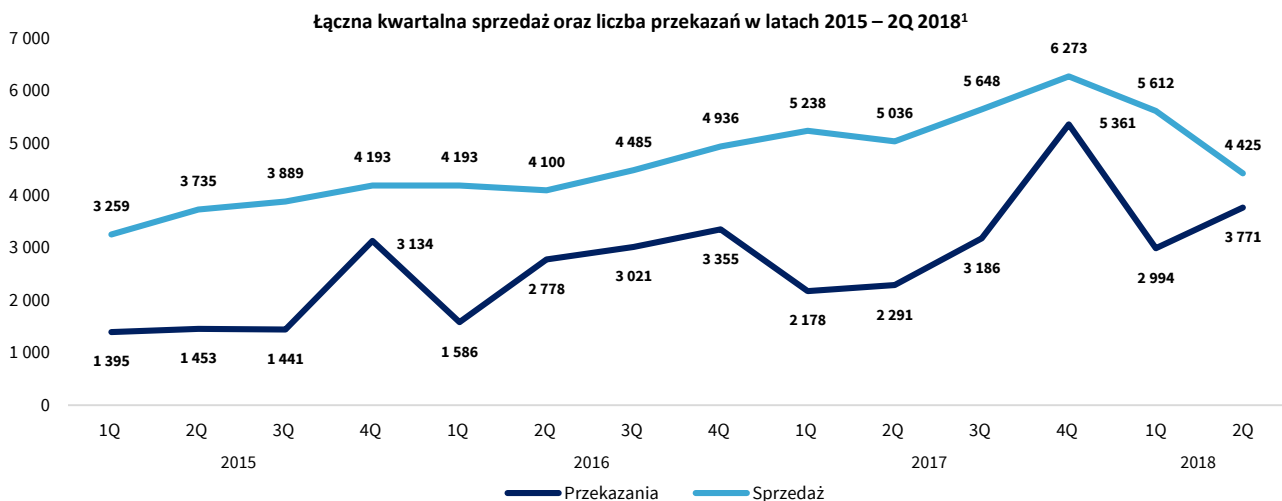
<sup>1</sup> Bez uwzględnienia Robyg, Victoria Dom, ze względu na brak danych porównywalnych za 1H 2018 r

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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich.

# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

Poniższe zestawienie ukazuje łączną sprzedaż lokali i sumaryczną liczbę przekazanych mieszkań przez analizowanych deweloperów<sup>1</sup>. Prezentowany wykres ukazuje **cykliczność branży deweloperów mieszkaniowych** w zakresie poziomów przekazanych mieszkań. Największa liczba przekazanych odbywa się zwykle w **czwartym kwartale**, z kolei najmniejsza wartość osiągnięta jest w **pierwszym kwartale roku**. Zestawienie kontraktacji ukazuje spadek dynamiki sprzedaży po rekordowym 2017 r. Jak wcześniej adresowaliśmy, kontynuacja spadkowego trendu sprzedaży jest wynikiem strony podażowej. Mimo utrzymania negatywnej tendencji, uważamy, że rynek nieruchomości w pierwszej połowie 2018 r. znajdował się w stabilnej kondycji.



<sup>1</sup> Sprzedaż z wyłączeniem Murapol; Przekazania z wyłączeniem: i2 Development, Murapol, Robyng oraz Victoria Dom

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich.

## ■ Wysoki popyt determinuje rozszerzenie oferty deweloperów o nowe mieszkania

Tradycyjnie, jak co roku większość deweloperów upubliczniła postawione sobie cele sprzedażowe na 2018 r. Na dzień 31 czerwca 2018 r. **4 wśród 12** analizowanych deweloperów<sup>1</sup> zrealizowało ponad 50% założonego celu sprzedażowego, znajdują się wśród nich **Ronson, Vantage Development, Lokum Deweloper oraz J.W. Construction**. Wśród prezentowanych spółek wszystkie z wyjątkiem **Murapol** postawiły sobie wyższe cele dotyczące kontraktacji mieszkań niż w 2017 r. Mimo obniżenia celu przez Grupę Murapol, **podmiot liczy na sprzedaż rekordowej liczby lokali 3 700 (+2,6% r/r)**. Warto zaznaczyć, że **Grupa Murapol** zrealizowała już blisko połowę celu na 2018 r. (48,6%). Wśród spółek, które znajdują się najdalej od realizacji założeń w pierwszym półroczu 2018 r. znajdują się **i2 Development, Polnord** oraz **Victoria Dom**.

Deweloperzy chcąc zrealizować postawione przed sobą targety kontraktacji zmuszone będą do rozszerzenia swojej oferty o nowe lokale. Wysoki popyt w ostatnich okresach sprawił bowiem, że obecna oferta została już w dużej mierze wyprzedana.

**Cele sprzedażowe analizowanych deweloperów<sup>1</sup> (liczba lokali)**

Deweloper	Cel sprzedażowy na 2017 r.	Sprzedaż w 2017 r.	Realizacja	Cel sprzedażowy na 2018 r.	Cel sprzedażowy na 2018 r. / 2017 r.	Sprzedaż w 1H 2018 r.	Realizacja celu na 2018 r.
i2 Dev	-	813	-	>800	-	252	31,5%
Polnord	-	1 389	-	1 389	-	497	35,8%
Victoria Dom	800	808	101%	1 000	125%	374	37,4%
Archicom	1 451	1 431	98,6%	1 650	113,7%	646	39,2%
Robyng	3 300	3 471	105,2%	3 300	100%	1 516	45,9%
Marvipol	700	765	109,3%	918	131,1%	433	47,2%
Atal	2 700 - 2 900	2 787	103,2% <sup>2</sup>	2 700 - 3 000 <sup>2</sup>	100%	1 296	48,0%
Murapol	4 000	3 705	92,6%	3 700	92,5%	1 798	48,3%
JWC	1 500	1 819	121,3%	1 500	100%	758	50,5%
Lokum	1 000	1 052	105,2%	1 000	100%	531	51,3%
Vantage	900	1 034	114,9%	900	100%	464	51,5%
Ronson	800	815	101,9%	800 <sup>3</sup>	100%	436	54,5%

<sup>1</sup> Z wyłączeniem LC Corp, Dom Development z powodu nieupublicznienia celu sprzedaży

<sup>2</sup> Stopień realizacji jako stosunek sprzedaży do dolnych widełek celu sprzedażowego

<sup>3</sup> Podwyższony cel sprzedażowy z 750 lokali

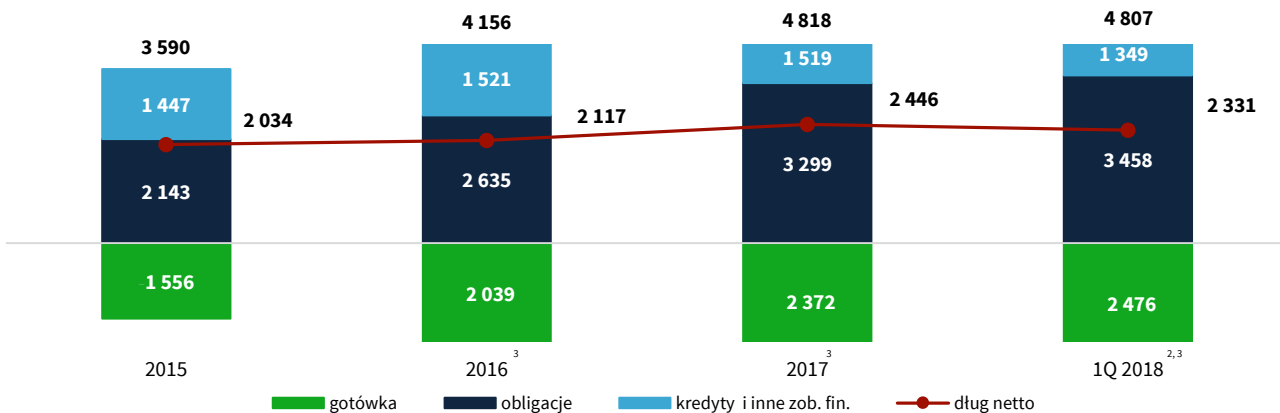
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich.

# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

## Nieznaczny spadek poziomu długu finansowego, przy widocznym wzroście zadłużenia z tytułu obligacji

Na koniec pierwszego kwartału 2018 r. całkowity poziom długu finansowego analizowanych deweloperów osiągnął wartość **4,81 mld zł**, co oznacza spadek o **0,2% q/q (+16,8% r/r)**. Niesłabnącą popularnością wśród deweloperów cieszyły się **obligacje korporacyjne**, których udział w strukturze zadłużenia w analizowanym okresie wyniósł **71,9%** wobec **68,5%** na koniec 2017 r. Deweloperzy coraz chętniej sięgają po **finansowanie obligacyjne**, które cechuje większa niż w przypadku kredytu bankowego **elastyczność**. W wyniku **wzrostu zadłużenia z tytułu obligacji do poziomu 3,46 mld zł (+4,8% q/q)**, spadło saldo kredytów i innych zobowiązań finansowych, których wartość na dzień 31 marca 2018 r. wyniosła **1,35 mld zł. (-11,2% q/q)**. Deweloperzy mieszkaniowi **zwiększyli saldo posiadanych środków pieniężnych**, które na koniec analizowanego okresu wyniosło **2,45 mld zł (+4,4% q/q)**. Spadek zadłużenia odsetkowego przy towarzyszącym wzroście środków pieniężnych skutkowało **spadkiem długu netto** w pierwszym kwartale 2018 r. do poziomu **2,33 mld zł (-4,7% q/q)**.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2015 – 1Q 2018 (w mln zł)<sup>1</sup>



<sup>1</sup> W przypadku LC Corp, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe

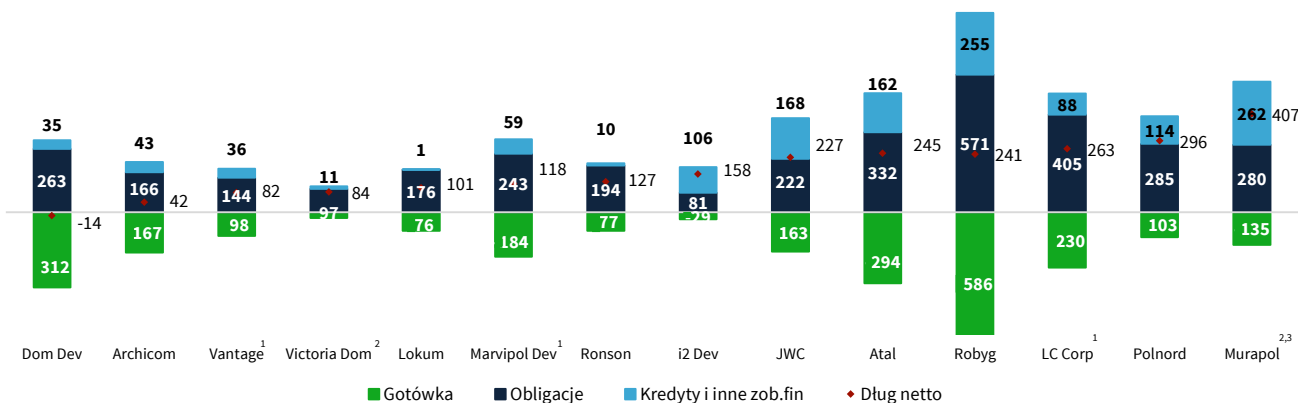
<sup>2</sup> Wobec braku informacji o wartości zadłużenia na koniec 1Q 2018 r. w przypadku Murapol i Victoria Dom wykorzystano dane na koniec 2017 r.

<sup>3</sup> Uwzględniające dane Pro Forma Murapol

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

W pierwszym kwartale 2018 r. jedynie **3 z 14 analizowanych deweloperów zwiększyło poziom zadłużenia finansowego netto** w stosunku do końca 2017 r. W przypadku **Marvipolu** oraz **Lokum Deweloper** wzrost długu netto był wynikiem **spadku salda środków pieniężnych**, z kolei **i2 Development** zwiększyło zadłużenie zarówno z tytułu obligacji, jak i kredytów. Spółką o **najniższym poziomie zadłużenia odsetkowego netto** na dzień 31 marca 2018 r. był **Dom Development (-13,7 mln zł)**. Ujemny odczyt wskaźnika oznacza, że deweloper posiadał znaczącą nadwyżkę środków pieniężnych. W zestawieniu **najbardziej zadłużonych deweloperów znaleźli się Murapol<sup>2,3</sup>, Polnord, LC Corp oraz Robyq**, który posiadał **jednocześnie najwyższy poziom gotówki** wśród analizowanych spółek (585,6 mln zł). W analizowanym okresie u **13 z 14 deweloperów obligacje korporacyjne posiadały większy udział w strukturze finansowania** niż zadłużenie z tytułu kredytów i pozostałych zobowiązań finansowych. Wyjątkiem ponownie został **i2 Development**.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 1Q 2018 r. (w mln zł)



<sup>1</sup> Zadłużenie oraz środki pieniężne przypisane do segmentu mieszkaniowego

<sup>2</sup> Ze względu na brak danych na koniec 1Q 2018 r. wykorzystano dane na koniec 2017 r.

<sup>3</sup> Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Pro Forma Grupy Murapol za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2017 roku nie wyodrębnia zadłużenia z tytułu obligacji. Ukazana wartość długu obligacyjnego stanowi szacunek Domu Maklerskiego Navigator

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

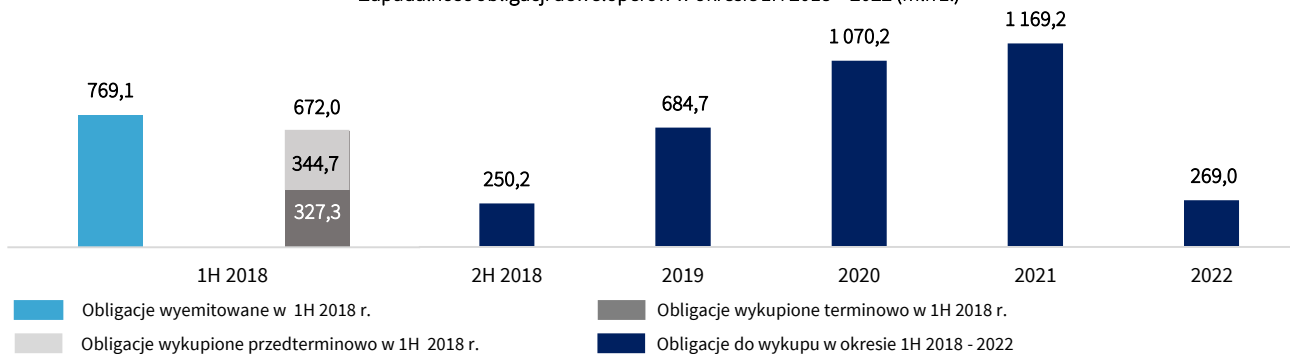


# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

## Wzmożona aktywność deweloperów mieszkaniowych na rynku długu korporacyjnego, dominacja Robyga

W pierwszym kwartale 2018 r. ujęci w raporcie deweloperzy wyemitowali obligacje o łącznej wartości **522,1 mln zł**, zaś w pierwszym półroczu bieżącego roku wartość ta wzrosła do poziomu **769,1 mln zł**. Oznacza to wzrost w stosunku do wartości przeprowadzonych emisji przez analizowanych deweloperów<sup>1</sup> w pierwszym półroczu 2017 r. o **30,1% r/r**. Wartość uplasowanych emisji w pierwszym półroczu 2018 r. była ponownie wyższa od wartości przeprowadzonych wykupów. Łączna wartość zrealizowanych przez analizowane spółki wykupów wyniosła **672,0 mln zł**, z czego **ponad połowę (51,3%) stanowiły wykupy przedterminowe**. W drugim półroczu bieżącego roku ukazane w raporcie podmioty zobowiązane są do wykupu obligacji o wartości **250,2 mln zł**, z kolei w latach 2019 – 2020 wartość papierów dłużnych do wykupu wynosi **1,76 mld zł**.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 1H 2018 – 2022 (mln zł)



<sup>1</sup> W raporcie za 1H 2017 r. nie uwzględniono Victoria Dom, analiza ujęta natomiast Developres. Pozostali deweloperzy analizowani w tym raporcie zostali ujęci również w roku poprzednim.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych emitentów.

W pierwszym półroczu 2018 r. **11 wśród 14 analizowanych deweloperów mieszkaniowych zdecydowało się na pozyskanie finansowania poprzez emisję obligacji korporacyjnych**. Podmiotem, który pozyskał najwięcej kapitału z tytułu emisji papierów dłużnych okazał się **Robyg**, który zostawił pozostałych deweloperów w tyle. Przejęty na początku bieżącego roku przez **Bricks Acquisition Limited** podmiot uplasował w marcu 2018 r. **serie PA**, pozyskując w ten sposób **300 mln zł**. Warto zaznaczyć, że spółka dokonała emisji w związku z możliwym przedterminowym wykupem wcześniej uplasowanych serii, co zostało spowodowane **naruszeniem kowenantu posiadania statutu spółki publicznej**. Z kolei najaktywniejszym deweloperem na rynku ponownie okazała się **Grupa Murapol**, która w analizowanym okresie wyemitowała aż **10 serii obligacji**, pozyskując w ten sposób **92,7 mln zł** (z czego **2 serie** o łącznej wartości **50 mln zł** zostały wyemitowane przez **spółki zależne**; 40 mln zł zostało przedterminowo wykupione w czerwcu 2018 r.).

Poprzez wyjątkowo dużą emisję serii PA, to właśnie **Robyg** na dzień 30 czerwca 2018 r. posiadał największy outstanding obligacji. Warto zaznaczyć, że deweloper rozpoczął ofertę publiczną obligacji **serii PB** do łącznej maksymalnej kwoty **100 mln zł**. Część uzyskanych środków deweloper może przeznaczyć na **zrefinansowanie** obligacji zapadających w drugiej połowie 2018 r. Tuż za plecami Robyga uplasował się **Atal**, lider z **końca 2017 r.** (**401,5 mln zł**, z czego **111,5 mln zł** stanowią obligacje objęte przez podmioty powiązane) **oraz LC Corp (400,0 mln zł)**. Biorąc pod uwagę zapadający dług obligacyjny spółki Atal w drugiej połowie 2018 r., można przypuszczać, że deweloper w najbliższym czasie również zdecyduje się na jego zrefinansowanie.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 1H 2018 – 2022 (mln zł)

Deweloper	Emisje		Wykupy		Wykupy					Suma do wykupu
	1Q 2018	1H 2018	1Q 2018	1H 2018	2H 2018	2019	2020	2021	2022	
Robyg	300,0	300,0	117,2	279,2	58,5	0,0	0,0	353,3	0,0	411,8
Atal	22,0 <sup>1</sup>	92,0	35,0	75,0	84,2	225,3	22,0	70,0	0,0	401,5 <sup>2</sup>
LC Corp	45,0	45,0	0,0	0,0	50,0	50,0	65,0	140,0	95,0	400,0
Murapol	80,8	92,7	0,0	70,0	22,5	60,0	183,9	28,8	7,7	302,8 <sup>3</sup>
Marvipol	0,0	40,0	40,0	40,0	0,0	72,0	102,0	68,0	40,0	282,0
Polnord	36,8	76,8	37,1	87,1	20,0	136,8	43,2	76,8	0,0	276,8
Dom Development	0,0	0,0	50,0	50,0	0,0	0,0	100,0	110,0	50,0	260,0
Ronson Europe N.V.	0,0	50,0	5,0	27,2	15,0	50,0	35,0	70,0	50,0	220,0
J.W. Construction	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	215,5	0,0	0,0	215,5
Lokum Deweloper	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	75,0	100,0	0,0	175,0
Archicom	12,6	12,6	0,0	8,0	0,0	55,6	84,4	11,3	6,3	157,6
Vantage Development <sup>4</sup>	10,0	10,0	0,0	15,0	0,0	0,0	64,2	80,0	0,0	144,2
Victoria Dom	0,0	20,0	20,5	20,5	0,0	0,0	20,0	61,1	20,0	101,1
i2 Development	15,0	30,1	0,0	0,0	0,0	35,0	60,1	0,0	0,0	95,1
<b>SUMA</b>	<b>522,1</b>	<b>769,1</b>	<b>304,8</b>	<b>672,0</b>	<b>250,2</b>	<b>684,7</b>	<b>1 070,2</b>	<b>1 169,2</b>	<b>269,0</b>	<b>3 443,3</b>

<sup>1</sup> emisja objęta przez podmioty powiązane

<sup>2</sup> w tym 111,5 mln zł do podmiotów powiązanych

<sup>3</sup> W tym 119,1 mln zł wyemitowane przez Abadon Real Estate oraz Aoram sp. z o.o. (podmioty powiązane)

<sup>4</sup> Obligacje przypisane do segmentu deweloperskiego

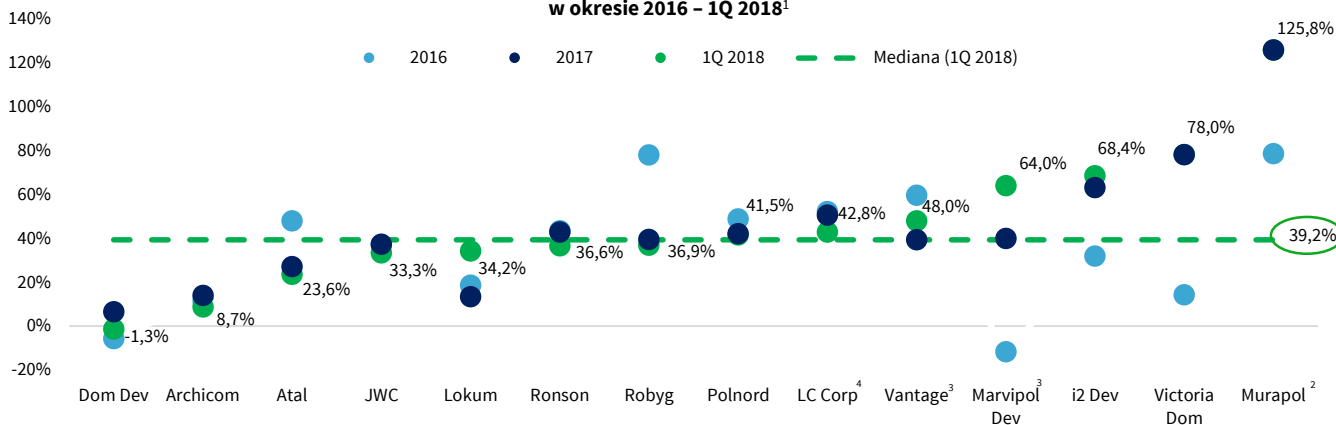
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Utrzymanie wskaźników zadłużenia analizowanych deweloperów mieszkaniowych w pierwszym kwartale 2018 r. na poziomach z grudnia 2017 r.

W pierwszym kwartale 2018 r. jedynie 4 z ujętych w raporcie deweloperów zwiększyło poziom wskaźnika dług netto / kapitał własny w stosunku do końca 2017 r. Najwyższy wzrost w stosunku do grudnia 2017 r. zanotował Marvipol, osiągając poziom 64,0% (+24,2 p.p q/q) - deweloper zanotował znaczący spadek wartości kapitału własnego przypisanego do segmentu mieszkaniowego (-34,6 mln zł). W analizowanym okresie najniższe zadłużenie wykazał Dom Development (-1,3%), który zredukował zadłużenie odsetkowe o 98,2 mln zł. Na koniec marca 2018 r. mediana wskaźnika dług netto / kapitał własny wyniosła 39,2%, co oznacza spadek o 0,5 p.p w stosunku do grudnia 2017 r. Należy zwrócić uwagę, że znaczna ilość lokali mieszkalnych zostanie przekazana przez deweloperów w trzecim i czwartym kwartale 2018 r., co niewątpliwie wpłynie na obniżenie wskaźników zadłużenia w przyszłych okresach.

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w okresie 2016 – 1Q 2018<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Wobec braku danych na koniec 1Q 2018 w przypadku Murapol i Victoria Dom wykorzystano dane na koniec 2017 r.

<sup>2</sup> Uwzględniające dane Pro Forma Murapol

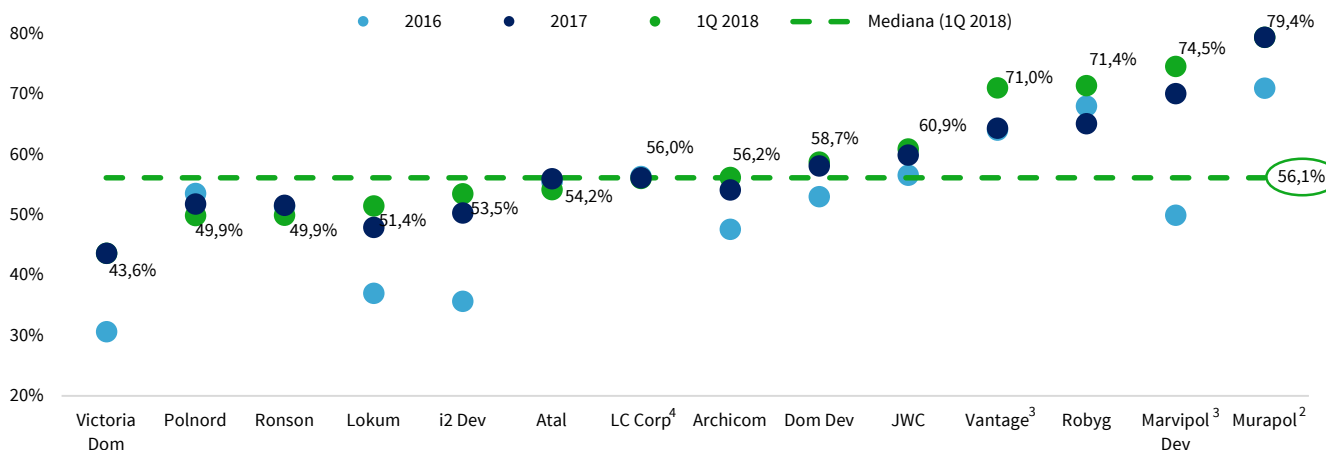
<sup>3</sup> Wyodrębniony segment mieszkaniowy

<sup>4</sup> Segment komercyjny oraz mieszkaniowy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

5 z analizowanych deweloperów zanotowało spadek wskaźnika ogólnego zadłużenia w pierwszym kwartale 2018 r. W prezentowanym okresie najbardziej zadłużoną spółką okazał się Murapol<sup>1,2</sup> (79,4%) oraz Marvipol (74,5%). Z kolei najniższe odczyty wskaźnika zanotowała Victoria Dom (43,6%) oraz Polnord i Ronson (po 49,9%). Znaczące wzrosty odczytu w pierwszym kwartale 2018 r. wśród niektórych deweloperów są wynikiem spadku poziomu kapitału własnego przy jednoczesnym wzroście wartości przedpłat na zakup lokali od klientów. Na koniec marca 2018 r. mediana wskaźnika ogólnego zadłużenia wyniosła 56,1%, co wskazuje na utrzymanie poziomu sprzed kwartału (56,0%).

Wskaźnik ogólnego zadłużenia dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w okresie 2016 – 1Q 2018<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Wobec braku danych na koniec 1Q 2018 w przypadku Murapol i Victoria Dom wykorzystano dane na koniec 2017 r.

<sup>2</sup> Uwzględniające dane Pro Forma Murapol

<sup>3</sup> Wyodrębniony segment mieszkaniowy

<sup>4</sup> Segment komercyjny oraz mieszkaniowy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Najważniejsze informacje ze spółek

## ARCHICOM

- Archicom w pierwszym półroczu osiągnął sprzedaż na poziomie **646 lokali (+7,5 % r/r)**. Jednocześnie deweloper przekazał w formie aktów notarialnych **470 mieszkań (+38,2 % r/r)**. Cel sprzedażowy na 2018 r. wynosi **1 650 lokali** i został zrealizowany w **39,2%**.
- W okresie kwiecień-czerwiec 2018 r. deweloper zakupił trzy działki (dwie w Gdyni oraz jedną we Wrocławiu). Zakupione działki w Gdyni mają łączną powierzchnię 1,1 ha, zaś cena wyniosła **7,7 mln zł**. Działki te pozwolą na wybudowanie około **160 mieszkań**. Z kolei zakupiona działka we Wrocławiu ma powierzchnię użytkową 2,6 ha, pozwalającą na wybudowanie około **360 mieszkań**. Cena transakcji wyniosła **18,9 mln zł**.
- Akcjonariusze Archicomu pod koniec maja b.r. zdecydowali o wypłacie dywidendy z zysku za 2017 r. w wysokości **42,2 mln zł (74% zysku netto)**.
- Archicom planuje kupić **do 220 354 akcji własnych w celu umorzenia**. Spółka utworzy w związku z powyższym kapitał rezerwy w kwocie **4,4 mln zł** z przeznaczeniem na skup.
- Według stanu na 23.05.2018 r. Archicom posiadał bank ziemi na około **5 700 lokali**, z których 4 300 przypada na rynek wrocławski. Od początku 2018 r. Grupa zabezpieczyła grunty na **budowę około 420 lokali**.

w mln zł	2015	2016	2017	1Q 2017	1Q 2018
Przychody	156,6	282,3	330,3	50,9	75,3
Przychody	147,1	270,2	324,7	49,9	73,0
Zysk brutto ze sprzedaży	45,5	72,9	88,1	10,9	20,6
Marża brutto ze sprzedaży	31,0%	27,0%	27,1%	21,9%	28,3%
EBIT	28,2	45,6	70,2	4,6	10,8
Marża EBIT	19,2%	16,9%	21,6%	9,1%	14,8%
Zysk netto	28,3	38,5	57,3	3,4	8,5
Marża netto	19,2%	14,2%	17,7%	6,9%	11,6%
Kapitał własny	290,4	374,7	473,7	380,4	482,1
Zadłużenie finansowe	72,5	115,8	196,2	168,8	208,6
Kredyty i inne	56,2	53,2	43,0	45,8	42,5
Obligacje	16,4	62,7	153,2	122,9	166,1
% obligacji w zadłużeniu	22,6%	54,1%	78,1%	72,8%	79,6%
Gotówka	35,6	72,8	130,0	139,5	166,8
Dług netto	37,0	43,0	66,2	29,3	41,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	46,4%	47,6%	54,1%	51,7%	56,2%
Dług netto/KW	12,7%	11,5%	14,0%	7,7%	8,7%

Wydzielony segment mieszkaniowy

## ATAL

- Sprzedaż mieszkań Atal w pierwszym półroczu 2018 r. wyniosła **1 296 lokali** i była o **4,6% niższa** niż w pierwszej połowie roku ubiegłego. Według szacunków zarządu, spółka powinna osiągnąć **sprzedaż na poziomie 2 700 - 3 000 mieszkań w 2018 r.**
- Pod koniec kwietnia b.r. spółka wyemitowała **trzyletnie obligacje serii AH** o wartości **70 mln zł**, oprocentowane w wysokości **1,7%** ponad WIBOR6M. Obligacje te zostały pod koniec czerwca b.r. wprowadzone na Catalist. W maju natomiast deweloper wykupił obligacje **serii O w wysokości 40 mln zł**.
- Akcjonariusze dewelopera zdecydowali na początku czerwca 2018 r. o przeznaczeniu **137 mln zł z zysku netto za 2017 r.** na dywidendę (**80% wypracowanego zysku za 2017 r.**). Zarząd poinformował, że w kolejnych latach spółka zamierza przeznaczać na dywidendę między **70% a 100% zysku netto**.

w mln zł	2015	2016	2017	1Q 2017	1Q 2018
Przychody	226,8	506,8	865,8	198,8	301,0
Zysk brutto ze sprzedaży	62,8	136,9	247,6	57,0	81,0
Marża brutto ze sprzedaży	27,7%	27,0%	28,6%	28,7%	26,9%
Przychody	215,8	495,9	855,6	196,1	299,0
EBIT	35,7	109,9	216,3	49,3	73,0
Marża EBIT	16,5%	22,2%	25,3%	25,2%	24,4%
Zysk netto	47,3	89,4	171,2	39,7	57,0
Marża netto	20,8%	17,6%	19,8%	20,0%	18,9%
Kapitał własny	611,6	675,6	788,3	716,3	846,8
Zadłużenie finansowe	329,0	511,1	479,9	540,2	493,3
Kredyty i inne	239,0	254,2	91,8	236,6	161,8
Obligacje	89,9	256,8	388,2	303,5	331,5
% obligacji w zadłużeniu	27,3%	50,3%	80,9%	56,2%	67,2%
Gotówka	129,6	187,5	265,8	262,3	293,6
Dług netto	199,3	323,6	214,1	277,9	199,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,5%	55,4%	56,0%	56,7%	54,2%
Dług netto/KW	32,6%	47,9%	27,2%	38,8%	23,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

## DOM DEVELOPMENT

- Sprzedaż Grupy Dom Development w pierwszym półroczu 2018 r. wyniosła **1 650 lokali**, co oznacza spadek sprzedaży o **10,6% r/r**. W powyższym okresie, deweloper rozpoznał w wyniku **1 442 lokali**, tj. o **59,5%** więcej niż w 2017 r.
- Zarząd dewelopera podjął decyzję o **powołaniu nowej spółki, Dom Development Construction sp. z o.o.**, która zajmie się generalnym wykonawstwem. Spółka chce tym samym zdywersyfikować sposób realizacji prowadzonych inwestycji. Warto zaznaczyć, że Dom Development nie zamierza rezygnować z usług zewnętrznych generalnych wykonawców.
- Spółka podtrzymuje cele przekazania i wprowadzenia nowych mieszkań do oferty na rok 2018 na poziomie odpowiednio **3 800** oraz **4 500 lokali**. Pod względem wynikowym według spółki zdecydowanie najlepszy ma być **czwarty kwartał**.
- Akcjonariusze Dom Development zdecydowali o wypłacie dywidendy w wysokości **189,8 mln zł stanowiącego 99,5% wypracowanego zysku w 2017 r.**

w mln zł	2015	2016	2017	1Q 2017	1Q 2018
Przychody	904,2	1 153,0	1 404,7	113,0	203,5
Zysk brutto ze sprzedaży	203,9	271,1	385,7	26,0	60,8
Marża brutto ze sprz.	22,6%	23,5%	27,5%	23,0%	29,9%
Zysk netto	80,8	125,8	190,8	-1,0	17,5
Marża netto	8,9%	10,9%	13,6%	-0,9%	8,6%
Kapitał własny	883,4	929,5	1 002,3	931,8	1 023,8
Zadłużenie finansowe	373,4	383,9	396,4	262,6	298,1
Kredyty i inne	100,0	0,0	85,0	0,0	35,0
Obligacje	273,4	383,9	311,4	262,6	263,1
% obligacji w zadłużeniu	73,2%	100,0%	78,6%	100,0%	88,3%
Gotówka	225,4	437,1	331,1	409,8	311,8
Dług netto	148,0	-53,2	65,3	-147,2	-13,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,6%	53,0%	58,1%	54,3%	58,7%
Dług netto/KW	16,8%	-5,7%	6,5%	-15,8%	-1,3%

## i2 DEVELOPMENT

- W pierwszym półroczu b.r. i2 Development sprzedał w ramach umów przedwstępnych, deweloperskich i rezerwacyjnych **252 lokali, o 26% więcej** niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. W tym samym okresie spółka **przekazała klientom 107 mieszkań**. i2 Development prognozuje rozpoznanie w wyniku za 2018 r. **około 660 lokali**.
- W maju bieżącego roku deweloper podpisał dwie przedwstępne umowy zakupu działek we Wrocławiu pod odpowiednio **280** oraz **220 lokali mieszkalnych**. Łączna cena za oba grunty, jaką zapłaci i2 Development wyniesie około **20,4 mln zł**.
- Pod koniec maja KNF zatwierdziła prospekt emisyjny dot. publicznego programu emisji obligacji o łącznej wartości nominalnej do **100 mln zł**. Pod koniec czerwca b.r. w ramach powyższej oferty, spółka pozyskała poprzez emisję obligacji **serii F 15,5 mln zł (maksymalna wartość wyniosła 20 mln zł)**.
- Akcjonariusze spółki zdecydowali o przeznaczeniu **10,9 mln zł z zysku za 2017 r.** na wypłatę dywidendy (**26% wypracowanego zysku netto**).
- Należy przypomnieć, że i2 Development wciąż jest w procesie przeglądu opcji strategicznych. Wciąż nie zostały podjęte żadne konkretne decyzje.

w mln zł	2015	2016	2017	1Q 2017	1Q 2018
Przychody	84,6	93,5	121,5	10,3	29,0
Przychody	22,2	147,0	55,2	3,4	24,8
EBITDA	0,6	72,7	19,9	-2,9	1,6
Marża EBITDA	2,7%	49,5%	36,0%	-84,7%	6,5%
EBIT	0,6	72,7	19,9	-2,9	1,5
Marża EBIT	2,7%	49,5%	36,0%	-84,8%	6,1%
Zysk netto	16,8	6,0	10,8	-4,1	0,2
Marża netto	19,8%	6,4%	8,9%	-39,4%	0,5%
Kapitał własny	202,3	237,3	230,5	235,1	230,6
Zadłużenie finansowe	97,4	84,9	165,6	126,1	186,9
Kredyty i inne	87,4	74,8	99,7	70,4	106,0
Obligacje	10,0	10,1	65,9	55,8	81,0
% obligacji w zadłużeniu	10,3%	11,9%	39,8%	44,2%	43,3%
Gotówka	12,6	9,3	20,2	24,0	29,1
Dług netto	84,8	75,6	145,4	102,1	157,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	40,6%	35,6%	50,3%	42,3%	53,5%
Dług netto/KW	41,9%	31,8%	63,1%	43,5%	68,4%

Wydzielony segment deweloperski

# Najważniejsze informacje ze spółek

## J.W. CONSTRUCTION

- W pierwszej połowie 2018 r. sprzedaż J.W. Construction wyniosła **758 lokali**, co jest wynikiem o **10,8%** gorszym niż w pierwszej połowie 2017 r. W ubiegłym roku deweloper przekazał klientom **139 lokali**, o **52,1%** mniej niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Deweloper zrealizował zakładany na 2018 r. cel sprzedażowy na poziomie **1 500 lokali w 50,5%**.
- Na koniec 1Q 2018 r. spółka posiadała **22 potencjalne inwestycje planowane do uruchomienia o łącznym PUM 204,2 tys. m<sup>2</sup> (5 322 lokali mieszkalnych)**.
- J.W. Construction w dalszym ciągu chce się również **rozвивać w segmencie magazynowym** oraz **aparthotelowym**. Spółka planuje uruchomienie **2 projektów magazynowych** w Szczecinie oraz okolicach Warszawy i projektu apartotelowego w **Krakowie**.
- Na początku czerwca b.r. J.W. Construction zawarł umowę nabycia działek w Gdańsku za **20,5 mln zł netto**. Na zakupionych nieruchomościach, spółka zamierza zrealizować projekt mieszkaniowy ma około **530 lokali**.
- Akcjonariusze Grupy zdecydowali o niewypłaceniu dywidendy za rok 2017 i przeznaczeniu wypracowanego zysku netto w całości na kapitał zapasowy.

w mln zł	2015	2016	2017	1Q 2017	1Q 2018
Przychody	202,2	490,7	404,2	74,0	50,5
Przychody	144,1	495,1	337,7	56,8	30,7
Zysk brutto ze sprzedaży	30,6	121,3	87,9	18,2	12,0
Marża brutto ze sprzedaży	21,2%	24,5%	26,0%	26,0%	26,0%
Zysk ze sprzed. (dew.)	32,6	69,7	50,0	3,7	-6,3
Marża zysku ze sprz.	22,6%	14,1%	14,8%	6,6%	-20,5%
Zysk netto	6,7	22,6	24,84	0,25	-2,39
Marża netto	4,7%	4,6%	7,4%	0,4%	-7,8%
Zysk netto	5,7	25,0	25,9	2,1	0,8
Marża netto	2,8%	5,1%	6,4%	2,8%	1,6%
Kapitał własny	626,6	653,2	678,2	655,2	679,6
Zadłużenie finansowe	530,1	329,8	427,4	342,5	389,7
Kredyty i inne	215,9	202,2	207,5	214,2	167,4
Obligacje	314,2	127,5	219,9	128,3	222,3
% obligacji w zadłużeniu	59,3%	38,7%	51,4%	37,5%	57,1%
Gotówka	188,4	88,3	174,3	99,0	163,1
Dług netto	341,7	241,5	253,1	243,5	226,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	63,1%	56,6%	59,9%	58,1%	60,9%
Dług netto/KW	54,5%	37,0%	37,3%	37,2%	33,3%

Wydzielony segment mieszkaniowy

## LC CORP

- Sprzedaż mieszkań LC Corp w pierwszym półroczu 2018 r. wyniosła 990 mieszkań i była o niecałe 4% wyższa niż w pierwszej połowie roku ubiegłego. Przekazania kształtowały się na poziomie **1 312 lokali**, co oznacza wzrost r/ro **54,9%**.
- W pierwszym półroczu 2018 r. deweloper nabył grunty o całkowitej powierzchni **33,6 tys. m<sup>2</sup> PUM**, pozwalające na wybudowanie około **618 lokali mieszkalnych**. W tym samym okresie spółka zawarła również umowy przedwstępne na nabycie kolejnych gruntów o całkowitej powierzchni **90 tys. m<sup>2</sup>**, szacowanych na **1 785 mieszkań**. Najwięcej gruntów zostało nabytych w Krakowie (**72 tys. m<sup>2</sup> PUM**) oraz we Wrocławiu (**26,8 tys. m<sup>2</sup> PUM**).
- Akcjonariusze LC Corp pod koniec czerwca zdecydowali o wypłacie dywidendy w wysokości **107,4 mln zł**. Dzień wypłaty dywidendy ustalony został na 31 lipca 2018 r.

w mln zł	2015	2016	2017	1Q 2017	1Q 2018
Przychody	449,9	547,0	706,2	192,2	258,1
Przychody	318,2	401,9	562,5	156,1	223,7
Zysk brutto ze sprzedaży	83,0	104,3	162,0	54,4	75,7
Marża brutto ze sprz.	26,1%	26,0%	28,8%	34,8%	33,8%
Zysk netto	108,9	113,1	83,6	12,7	78,6
Marża netto	24,2%	20,7%	11,8%	6,6%	30,5%
Kapitał własny	1 364,6	1 396,2	1 448,4	1 448,4	1 526,9
Zadłużenie finansowe	926,6	1 082,7	1 076,7	1 025,0	1 132,5
Zadłużenie finansowe	283,0	394,4	444,9	396,6	492,8
Kredyty i inne	117,5	87,9	88,2	87,7	88,2
Obligacje	165,5	306,5	356,7	308,9	404,6
% obligacji w zadłużeniu	58,5%	77,7%	80,2%	77,9%	82,1%
Gotówka	105,7	158,9	163,3	203,2	229,5
Dług netto	177,4	235,5	281,6	193,4	263,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	52,8%	56,3%	56,1%	55,3%	56,0%
Dług netto/KW	50,2%	52,1%	50,6%	48,3%	42,8%

Wydzielony segment mieszkaniowy

## LOKUM DEWELOPER

- Sprzedaż Lokum Deweloper w pierwszym półroczu bieżącego roku wyniosła **531 lokali (umowy deweloperskie)** i była o **21,2 %** wyższa niż w analogicznym okresie 2017 r. spółka przekazała również w formie aktów notarialnych **33 lokale**. Cel sprzedażowy na 2018 r. ustalony na **1 000 mieszkań** jest zrealizowany w **53%**.
- Pod koniec kwietnia 2018 r. akcjonariusze Lokum Deweloper zdecydowali o wypłacie w formie dywidendy z zysku za 2017 r. oraz lata poprzednie **15,2 mln zł**, tj. **21,5%** wypracowanego w roku ubiegłym zysku netto.
- Grupa systematycznie uzupełnia posiadany bank ziemi pod kolejne inwestycje. Deweloper nabył grunty we **Wrocławiu** oraz **Krakowie** o łącznej powierzchni **5,9 ha**, za cenę **60 mln zł**. Zakupione grunty pozwolą Lokum na wybudowanie około **600 lokali we Wrocławiu** oraz **483 w Krakowie**. Całkowity bank ziemi wynosi obecnie około **8,5 ha**, co pozwoli wybudować deweloperowi ponad **8 500 mieszkań**.

w mln zł	2015	2016	2017	1Q 2017	1Q 2018
Przychody	129,2	189,3	221,2	6,5	9,4
Zysk brutto ze sprz.	45,3	60,4	88,1	2,3	3,3
Marża brutto ze sprz.	35,1%	31,9%	39,8%	34,5%	35,6%
Zysk netto	37,5	46,9	76,6	-2,2	-3,1
Marża netto	29,0%	24,8%	34,6%	-34,0%	-32,6%
Kapitał własny	210,0	243,0	297,3	239,3	294,3
Zadłużenie finansowe	68,4	101,0	174,1	109,6	176,3
Kredyty i inne	8,3	0,0	0,0	8,3	0,0
Obligacje	60,1	101,0	174,1	101,3	176,3
% obligacji w zadłużeniu	87,9%	100,0%	100,0%	92,4%	100,0%
Gotówka	98,5	56,0	135,0	33,2	76,2
Dług netto	-29,9	45,2	39,8	76,6	100,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	33,1%	37,0%	47,9%	40,9%	51,4%
Dług netto/KW	-14,2%	18,6%	13,4%	32,0%	34,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

## 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, co implikuje spadek kapitałów własnych segmentu.
- W pierwszym półroczu 2018 r. Marvipol Development sprzedał **433 lokale (+19,0% r/r)**. Jednocześnie, liczba lokali przekazanych w przedstawionym okresie wyniosła **151 sztuk**. Cel sprzedażowy ustalony na rok 2018 został zrealizowany w pierwszym półroczu w **47,2%**.
- W kwietniu oraz maju b.r. Marvipol Development zawarł **przedwstępny umowę zakupu działki na warszawskim Ursusie o pow. 3 ha za około 35 mln zł**.
- Pod koniec maja b.r. Zarząd dewelopera ustanowił program emisji obligacji, trwający 3 lata, o wartości nominalnej do **250 mln zł**. Pod koniec czerwca spółka wyemitowała czteroletnie, amortyzowane obligacje serii W o wartości **40 mln zł**. Deweloper nie wyklucza przeprowadzenia kolejnej emisji obligacji **jeszcze w tym roku**.
- Według stanu na dzień 24.05.2018 r. Marvipol Development posiadał w przygotowaniu projekty o całkowitym PUM wynoszącym **142 tys. m<sup>2</sup>**. W całym 2018 r. Marvipol chce wydać na nowe działki około **130 mln zł**.

w mln zł	2015 <sup>1</sup>	2016	2017	1Q 2017	1Q 2018
Przychody	411,5	219,4	185,7	15,0	20,5
Przychody	269,8	219,4	185,7	15,0	20,5
Zysk brutto ze sprzedaży	b.d.	35,7	38,1	2,6	5,1
Marża brutto ze sprz.	b.d.	16,3%	20,5%	17,5%	24,9%
Zysk netto	2,4	31,0	23,0	3,7	0,3
Marża netto	0,6%	14,1%	12,4%	24,5%	1,3%
Kapitał własny	245,6	347,2	219,5	252,5	184,9
Zadłużenie finansowe	254,0	173,9	315,9	223,6	302,1
Kredyty i inne	95,5	32,5	68,1	83,3	59,2
Obligacje	158,5	141,4	247,8	140,4	242,9
% obligacji w zadłużeniu	62,4%	81,3%	78,4%	62,8%	80,4%
Gotówka	155,4	214,4	228,4	144,4	183,7
Dług netto	98,7	-40,5	87,5	79,2	118,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,1%	49,9%	70,0%	60,7%	74,5%
Dług netto/KW	40,2%	-11,7%	39,9%	31,4%	64,0%

<sup>1</sup> Wydzielony segment deweloperski (przed podziałem Marvipol S.A.)

Wydzielony segment mieszkaniowy

# Najważniejsze informacje ze spółek

## MURAPOL

- W pierwszym półroczu 2018 r. Murapol zakontraktował **1 798 lokali (+11,7% r/r)**. Osiągnięty wynik realizuje cel sprzedażowy na 2018 r. w **48,6%**.
- Murapol oraz spółki powiązane wyemitowały w pierwszym półroczu 2018 r. 10 serii obligacji o łącznej wartości **93<sup>2</sup> mln zł**. W tym samym okresie wykupione zostały 2 serie o wartości **70<sup>2</sup> mln zł**.
- Pod koniec czerwca 2018 r. deweloper sprzedał cały posiadany pakiet akcji Polnordu, stanowiący **9,87% kapitału zakładowego za 24 mln zł**. Warto przypomnieć, że w 2017 r. Murapol zakupił pakiet Polnordu za łączną kwotę około **29 mln zł**. Murapol poniósł stratę na tej transakcji w wysokości **5 mln zł**.
- Pod koniec czerwca Murapol sprzedał **32,99% akcji** Skarbiec Holding spółce Aoram. Ustalona wartość transakcji wynosi **63,6 mln zł**. 23,7 mln zł z tej kwoty zostało uregulowane w dniu sprzedaży na rachunek bankowy Murapol, natomiast 39,8 mln zł zostało rozliczone jako potrącenie wierzytelności. Strata na tej transakcji wyniosła **11,6 mln zł**.
- Pan **Michał Sapota**, do niedawna Prezes Zarządu oraz członek Rady Nadzorczej, zrezygnował pod koniec czerwca 2018 r. z pełnienia powyższej funkcji.
- Murapol w dalszym ciągu przygotowuje się do debiutu na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Debiut przewidziany jest na **przyszły rok**.

w mln zł	2015	2016 <sup>1</sup>	2017 <sup>2</sup>
Przychody	372,06	486,90	471,16
Zysk netto	67,4	120,7	52,5
Marża netto	18,1%	24,8%	11,1%
Kapitał własny	232,5	255,5	323,5
Zadłużenie finansowe	161,2	307,7	541,9
Kredyty i inne	70,6	195,2	261,8
Obligacje	90,6	112,5	280,1
% obligacji w zadłużeniu	56,2%	36,6%	51,7%
Gotówka	13,3	106,9	134,8
Dług netto	147,8	200,9	407,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,2%	71,0%	79,4%
Dług netto/KW	63,6%	78,6%	125,8%

<sup>1</sup> Dane Pro Forma

<sup>2</sup> Z czego seria o wartości 40 mln zł została wyemitowana w 01.2018 r. oraz przedterminowo wykupione w 06.2018 r.

## POLNORD

- Sprzedaż Polnordu w pierwszym półroczu 2018 r. wyniosła **497 lokali (-23,7% r/r)**. W tym samym okresie spółka przekazała **535 mieszkań (+50,3 % r/r)**. Strategia spółki zakłada sprzedaż na **poziomie 1 500 lokali w 2019 r.**
- Obecny bank ziemi Polnordu umożliwia zabudowę około **300 tys. m<sup>2</sup> PUM**, zaś spółka zamierza przeznaczyć na odtwarzanie banku ziemi średnio **10 mln zł kwartalnie**
- Pod koniec maja Polnord zawarł dwie przedwstępne umowy nabycia nieruchomości w Warszawie o powierzchni **13,3 tys. m<sup>2</sup> PUM na 258 lokali**.
- Polnord pozyskał w **czerwcu 2018 r. 40 mln zł**, emitując trzyletnie obligacje serii MB3. Jednocześnie, 30.06.2018 spółka wykupiła obligacje serii M1 o wartości **50 mln zł**.
- Pod koniec czerwca Walne Zgromadzenie zdecydowało o **niewypłaceniu dywidendy za rok 2017 r.**
- Spółka w dalszym ciągu jest w **procesie przeglądu opcji strategicznych**.

w mln zł	2015	2016	2017	1Q 2017	1Q 2018
Przychody	250,6	176,7	293,6	12,9	84,3
Przychody	222,4	163,6	275,0	10,5	80,9
Zysk brutto ze sprzedaży	-34,4	50,4	34,4	1,8	9,9
Marża brutto	-15,5%	30,8%	12,5%	17,3%	12,2%
Zysk netto	-140,7	-16,9	3,3	-5,5	3,3
Marża netto	-56,1%	-9,6%	1,1%	-42,6%	3,9%
Kapitał własny	727,8	705,6	708,1	700,0	712,5
Zadłużenie finansowe	434,0	487,7	418,3	479,8	398,8
Kredyty i inne	161,5	156,8	131,9	183,0	114,3
Obligacje	272,4	330,8	286,4	296,8	284,5
% obligacji w zadłużeniu	62,8%	67,8%	68,5%	61,9%	71,3%
Gotówka	53,7	143,5	119,7	130,6	102,9
Dług netto	380,2	344,1	298,6	349,2	295,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	48,3%	53,5%	51,8%	54,6%	49,9%
Dług netto/KW	52,2%	48,8%	42,2%	49,9%	41,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy

## ROBYG

- Grupa Robyg w pierwszym półroczu osiągnęła sprzedaż na poziomie **1 516 lokali (-10,5% r/r)**. Cel sprzedażowy na 2018 r. jest zrealizowany w około **45,9%**.
- Zarząd Robyga podtrzymał cel sprzedażowy na poziomie **3 300 lokali w 2018 r.**
- Pod koniec kwietnia 2018 r. Walne Zgromadzenie zdecydowało o przeznaczeniu **86,3 mln zł na dywidendę za 2017 r.**, tj. **80% wypracowanego w ubiegłym roku zysku netto**.
- Do 5 czerwca 2018 r. deweloper zakupił **dwie działki** w Warszawie oraz Gdańsku o całkowitym potencjale budowy na około **2 200 lokali**. Łączne nakłady na powyższe grunty wyniosły **około 100 mln zł**.
- W tym samym okresie Grupa Robyg dokonała wykupu **8 serii obligacji o łącznej wartości 223,3 mln zł**, emitując jednocześnie obligacje serii PA w wysokości **300 mln zł**.
- Na początku lipca deweloper **wyemitował pięcioletnie obligacje serii PB o łącznej wartości 60 mln zł**, oprocentowane w wysokości **2,85%** ponad WIBOR..

## RONSON EUROPE

- Ronson Europe w pierwszym półroczu b.r. sprzedał **436 lokali**, co było wynikiem gorszym o 3 lokale niż w analogicznym okresie 2017 r. W tym samym czasie deweloper przekazał klientom **514 mieszkań**, o **38,5%** więcej niż w pierwszym półroczu 2017 r. Cel sprzedażowy na 2018 r. został jak na razie zrealizowany w **około 55%**.
- Na początku maja 2018 r. Ronson **wyemitował czteroletnie obligacje serii T o wartości 50 mln zł**. Obligacje są oprocentowane stawką WIBOR3M powiększoną o marżę w wysokości **3,5%**. Pod koniec miesiąca natomiast, deweloper wykupił pozostałą część obligacji serii F o wartości **22,4 mln zł**. W 2018 r. spółka ma jeszcze do wykupu papiery o wartości **15 mln zł**.
- W 2018 r. zarząd Ronson podwyższył **cel sprzedażowy do poziomu 800 lokali**. Liczy również na **poprawę marży brutto w kolejnych kwartałach**. Realizacja celu uzależniona będzie w głównej mierze od uruchomienia nowego projektu na **warszawskim Ursusie**.
- Ronson na koniec marca b.r. posiadał bank ziemi na blisko **5 300 lokali** oraz całkowitej **PUM w wysokości 322,9 tys. m<sup>2</sup>**, z czego 201,3 tys. m<sup>2</sup> przypada na rynek warszawski, zaś 58,3 tys. m<sup>2</sup> na rynek szczeciński.

w mln zł	2015	2016	2017	1Q 2017	1Q 2018
Przychody	281,4	484,8	231,7	110,1	80,2
Przychody	281,4	307,6	224,4	107,8	79,3
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	18,6	10,6
Marża brutto ze sprz.	18,2%	24,5%	16,4%	16,9%	13,2%
Zysk netto	19,0	65,1	11,3	7,4	4,4
Marża netto	6,7%	13,4%	4,9%	6,7%	5,5%
Kapitał własny	459,4	361,9	342,0	354,5	346,4
Zadłużenie finansowe	250,1	226,1	211,2	237,2	203,5
Kredyty i inne	59,8	3,5	13,9	12,6	9,9
Obligacje	190,3	222,6	197,3	224,6	193,6
% obligacji w zadłużeniu	76,1%	98,5%	93,4%	94,7%	95,1%
Gotówka	99,5	69,1	64,9	79,3	76,7
Dług netto	150,6	157,0	146,4	157,9	126,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	47,5%	51,3%	51,5%	48,5%	49,9%
Dług netto/KW	32,8%	43,4%	42,8%	44,5%	36,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

# Najważniejsze informacje ze spółek

## VANTAGE DEVELOPMENT

- W pierwszym półroczu b.r. Vantage Development sprzedał **464 lokale (umowy deweloperskie)**, co oznacza nieznaczny spadek o **1,7% r/r**. Dodatkowo Grupa przekazała w bieżącym okresie **470 mieszkań**, co oznacza wzrost o **117,6% r/r**. Warto nadmienić, że drugi kwartał był rekordowym kwartałem w historii Spółki pod względem liczby przekazanych mieszkań (**411 lokali**).
- Cel sprzedażowy na 2018 r. wynosi **900 lokali** i został do tej pory zrealizowany w **51,6%**.
- Wartość lokali sprzedanych na koniec 1Q 2018 r., z projektów, których zakończenie planowane jest w roku 2018 wynosi **344 mln zł**. **Pozwala to Spółce z optymizmem patrzeć na planowane wyniki w 2018 r.**
- Na koniec maja b.r. deweloper posiada bank ziemi (grunty posiadane oraz zabezpieczone), pozwalający na wybudowanie około **3 554 lokali mieszkalnych**. Wszystkie grunty zlokalizowane są we Wrocławiu.
- W maju i czerwcu 2018 r. spółki z Grupy Vantage Development podpisały z Erbud S.A. umowy o **generalne wykonawstwo 3 inwestycji we Wrocławiu**, tj. III etap osiedla Dorzecze Legnickie, X etapu osiedla Promenady Wrocławskie oraz I etapu nowej inwestycji mieszkaniowej Port Popowice. Całkowita wartość podpisanych umów wyniosła około **210 mln zł netto**.

w mln zł	2015	2016	2017	1Q 2017	1Q 2018
Przychody	95,4	133,3	292,5	53,2	32,0
Przychody	81,5	117,8	274,9	48,6	27,3
Zysk brutto ze sprz.	18,6	20,8	49,5	11,3	5,8
Marża brutto ze sprz.	22,9%	17,7%	18,0%	23,2%	21,0%
Zysk ze sprz.	9,9	10,5	33,3	8,6	1,8
Marża zysku ze sprz.	12,2%	8,9%	12,1%	17,8%	6,6%
Zysk netto	7,7	7,6	27,5	7,1	1,2
Marża netto	9,5%	6,4%	10,0%	14,6%	4,5%
Zadłużenie finansowe	109,0	184,3	210,5	183,7	180,0
Kredyty i inne	3,6	36,5	77,3	35,7	35,9
Obligacje	105,4	147,8	133,2	148,0	144,2
% obligacji w zadłużeniu	96,7%	80,2%	63,3%	80,5%	80,1%
Gotówka	40,7	88,2	127,7	71,2	98,4
Dług netto	68,3	96,1	82,8	112,6	81,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	52,5%	64,0%	64,3%	66,1%	71,0%
Dług netto/KW	50,8%	59,6%	39,3%	74,7%	48,0%

Wydzielony segment mieszkaniowy

## VICTORIA DOM

- W pierwszym półroczu 2018 r. Victoria Dom sprzedała **374 mieszkań**, czyli o **8,8%** mniej niż w analogicznym okresie 2017 r.
- Zarząd spółki utrzymuje sprzedaż mieszkań w 2018 r. na poziomie **1 000 lokali**. Obecna realizacja wynosi około **37,4%**
- W maju 2018 r. Victoria Dom wyemitowała czteroletnie obligacje **serii J** w wysokości **20 mln zł**, które zostały objęte przez 2 inwestorów.
- Środki z emisji obligacji serii J zostały częściowo przeznaczone na przedterminowy wykup **obligacji serii C** o wartości **15 mln zł**, których wykup miał miejsce pod koniec maja b.r.

w mln zł	2015	2016	2017
Przychody	90,1	166,0	219,1
Zysk brutto ze sprzedaży	24,7	46,2	72,2
Marża brutto ze sprz.	27,4%	27,8%	33,0%
Zysk netto	11,3	26,5	37,6
Marża netto	12,6%	16,0%	17,2%
Kapitał własny	54,3	77,5	107,2
Zadłużenie finansowe	24,4	35,8	107,9
Kredyty i inne	1,0	0,7	10,9
Obligacje	23,4	35,1	97,1
% obligacji w zadłużeniu	95,9%	98,0%	89,9%
Gotówka	21,3	24,8	24,3
Dług netto	3,1	11,1	83,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	31,4%	30,6%	43,6%
Dług netto/KW	5,8%	14,3%	78,0%

# Słownik pojęć

- CAGR – średnioroczna geometryczna stopa wzrostu
- Catalyst – rynek obligacyjny prowadzony przez GPW SA oraz Bondspot SA
- Dług netto – zadłużenie z tytułu kredytów, wyemitowanych obligacji oraz innych zobowiązań finansowych, pomniejszone o środki pieniężne
- Dług netto/Kapitał własny – stosunek zobowiązań z tytułu kredytów, wyemitowanych obligacji oraz innych zobowiązań finansowych do wartości kapitałów własnych (średnia z początku i końca roku)
- DPR – wskaźnik wypłaty dywidendy liczony jako stosunek dywidendy wypłaconej do zysku netto za dany rok
- EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
- FIZ – Fundusz Inwestycyjny Zamknięty
- KW – kapitał własny
- GLA – powierzchnia najmu brutto (włącznie z pomieszczeniami pomocniczymi, korytarzami, kłatkami, toaletami)
- Outstanding – wartość obligacji pozostających do wykupu
- Przekazania – lokale, które zostały oddane do użytkowania nabywcom (przeniesienie własności)
- PUM – powierzchnia użytkowa mieszkalna
- REIT – *Real Estate Investment Trust*, notowany na giełdzie fundusz inwestycyjny inwestujący na rynku nieruchomości na wynajem
- Stopa kapitalizacji – stosunek zysku z najmu powierzchni do wartości wynajmowanego budynku
- Umowy przedwstępne i deweloperskie – umowy, które zobowiązują do zawarcia w przyszłości umowy przeniesienia własności lokalu
- WIBOR – Warsaw Interbank Offer Rate – stopa procentowa, po jakiej banki udzielają sobie pożyczek – ustalana w każdy dzień roboczy
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia – stosunek całkowitych zobowiązań do wartości pasywów
- Wynik segmentu – EBIT pomniejszony o zyski z inwestycji
- W3M – stawka referencyjna WIBOR 3M
- W6M – stawka referencyjna WIBOR 6M

## 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 wynikające oparte są na osobistych opiniach osób sporządzających niniejszy materiał i mają one charakter wyłącznie poglądowy.

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

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

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

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

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

**Navigator** Dom Maklerski®  
 Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: (22) 630 83 33

fax: (22) 630 83 30

mail: [obligacje@dmnavigator.pl](mailto:obligacje@dmnavigator.pl)

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