
Navigator Dom Maklerski®
Value delivered.

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst

Warszawa, kwiecień 2018

Podsumowanie

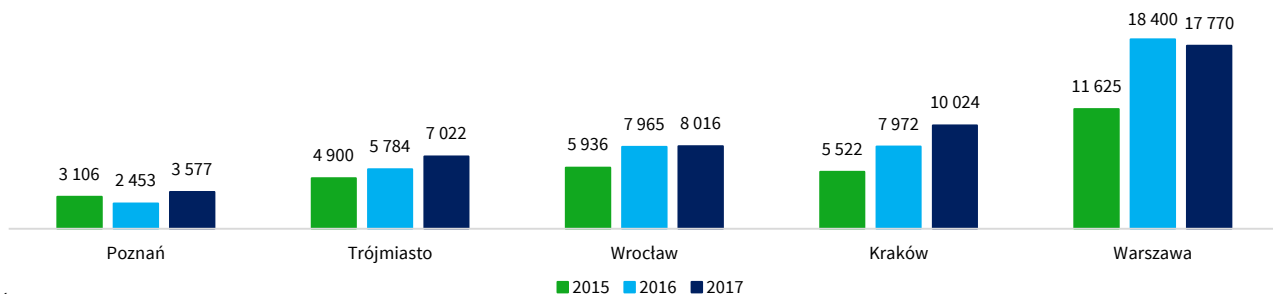
- Ubiegły rok był **kontynuacją silnej koniunktury na rynku deweloperskim**. W dalszym ciągu popyt był napędzany m.in. przez niskie stopy procentowe, dobrą sytuację na rynku pracy oraz bogacenie się społeczeństwa.
- Pomimo bardzo dobrej sytuacji rynkowej deweloperzy muszą mierzyć się z poważnymi wyzwaniami, do których **należą głównie rosnąca konkurencja na rynku gruntów prowadząca do szybkiego wyczerpywania się zasobów atrakcyjnych nieruchomości oraz wzrostu ich cen**. Dużym wyzwaniem są również rosnące ceny materiałów budowlanych oraz problemy w znalezieniu pracowników przez firmy wykonawcze, co prowadzi do wzrostu kosztów budowy. W 2017 r. analizowali deweloperzy utrzymali marże na sprzedaży, jednakże ze względu na powyższe czynniki marże w przyszłości będą pod większą presją.
- W 2017 r. roku analizowani deweloperzy **przekazali ok. 16 308 mieszkań (+19% r/r)** i podpisali **22.188 umów sprzedaży (+25,2%)**. Również pierwszy kwartał br. należał do udanych – analizowane podmioty **dokonały przekazania 2 276 mieszkań – (13,8% r/r)** i **podpisały umowy sprzedaży dotyczące 5 604 lokali (+7% r/r)**. Wysoka liczba przekazania doprowadziła w wielu przypadkach do **osiągnięcia przez niektóre spółki rekordowych przychodów i wypracowania wysokich marż**.
- Wszyscy analizowani deweloperzy, którzy ogłaszali cele sprzedażowe na 2017 r. zdążyli je zrealizować. Plany na 2018 r. zakładają w przypadku większości spółek utrzymanie lub zwiększenie sprzedaży. Uważamy, że uzyskanie wyników podobnych do roku ubiegłego będzie bardzo dobrym osiągnięciem.
- Duża aktywność na rynku mieszkaniowym doprowadziła do kontynuacji zwiększania finansowania zakupów gruntów poprzez emisje obligacji. Spółki były w stanie sprawniej pozyskiwać finansowanie z rynku i uzyskiwać korzystne marże za pozyskany kapitał. Na koniec 2017 r. **całkowite zadłużenie analizowanych deweloperów z tytułu wyemitowanych obligacji przypisanych do segmentu mieszkaniowego wyniosło ok. 3,17 mld zł**, co oznacza wzrost o ponad 20% r/r.
- Co więcej, udział tej formy finansowania w strukturze zobowiązań finansowych wzrósł z 59,9% na koniec 2016 r. **do ok. 66,9% na koniec 2017 r.** Co istotne, środki pieniężne pokrywały około 45% salda zobowiązań finansowych i relacja ta utrzymywała się na stabilnym poziomie na przestrzeni ostatnich lat. **Na koniec 2017 r. analizowani deweloperzy posiadali około 2,15 mld zł środków pieniężnych.**
- W ubiegłym roku deweloperzy wyemitowali obligacje o wartości około **1,3 mld zł, wykupując w tym samym czasie papiery w wysokości 600 mln zł**. Powyższa relacja wskazuje na duże apetyty deweloperów w zakresie pozyskiwania finansowania na dalszy rozwój działalności. Do końca 2018 r. przypada termin zapadalności obligacji o wartości **około 480 mln zł, zaś w latach 2019 – 2022 o wartości ponad 3 mld zł**. Duża część z nich będzie z pewnością refinansowana.
- Pomimo znaczącego wzrostu globalnego zadłużenia netto znaczna część analizowanych deweloperów zmniejszyła wysokość **wskaźników zadłużenia netto w relacji do kapitałów własnych oraz wskaźników ogólnego zadłużenia**.
- W branży wystąpiły również ruchy konsolidacyjne – Dom Development przejął Euro-Styl, a Archicom spółkę Locum. Dodatkowo fundusz zarządzany przez Goldman Sachs przejął Robyg, a Polnord i I2 Development ogłosiły przegląd opcji strategicznych.
- 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, JW Construction SA, LC Corp SA, Lokum Deweloper SA, Marvipol SA, Murapol SA, Polnord SA, Robyg SA, Ronson Europe NV, Vantage Development SA, Victoria Dom SA.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Mocna koniunktura w branży deweloperskiej w największych polskich miastach

W ubiegłym roku utrzymywała się bardzo dobra koniunktura na rynku deweloperskim. Według GUS w całym roku 2017 deweloperzy w Polsce oddali do użytkowania 89 817 mieszkań – o 13,5% więcej niż w 2016 r. Należy zwrócić uwagę, że w Warszawie jako jedynym spośród pięciu największych polskich miast deweloperzy przekazali do użytkowania mniej lokali mieszkalnych niż przed rokiem, tj. 17 770 szt. (-3,4% r/r). Rynki pozostałych największych polskich miast zostały zasilone większą liczbą mieszkań niż w 2016 r. Największy procentowy wzrost odnotowano w Poznaniu (+ 45,8% r/r), pozostałe miasta to Kraków (+25,7% r/r), Trójmiasto (+21,4% r/r), Wrocław (+0,6% r/r).

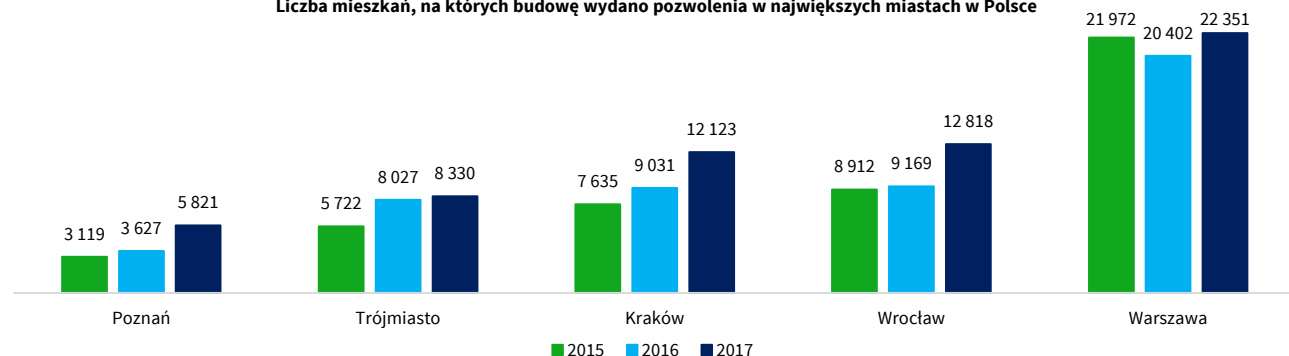
Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w największych miastach w Polsce



Źródło: GUS

Mocna koniunktura w branży deweloperskiej miała swoje odzwierciedlenie również w liczbie pozwoleń na budowę, która w 2018 r. wzrosła o 20,5% r/r do 128 484. Wzrosty zanotowano we wszystkich największych polskich miastach. Na uwagę zasługuje Poznań, w którym wydano aż o 60,5% więcej pozwoleń na budowę. Solidne wzrosty odnotowano także we Wrocławiu (+39,8% r/r), Krakowie (+34,2% r/r). Wolniejszy przyrost liczby pozwoleń na budowę wystąpił we Warszawie (+9,6% r/r) i Trójmieście (+3,8% r/r).

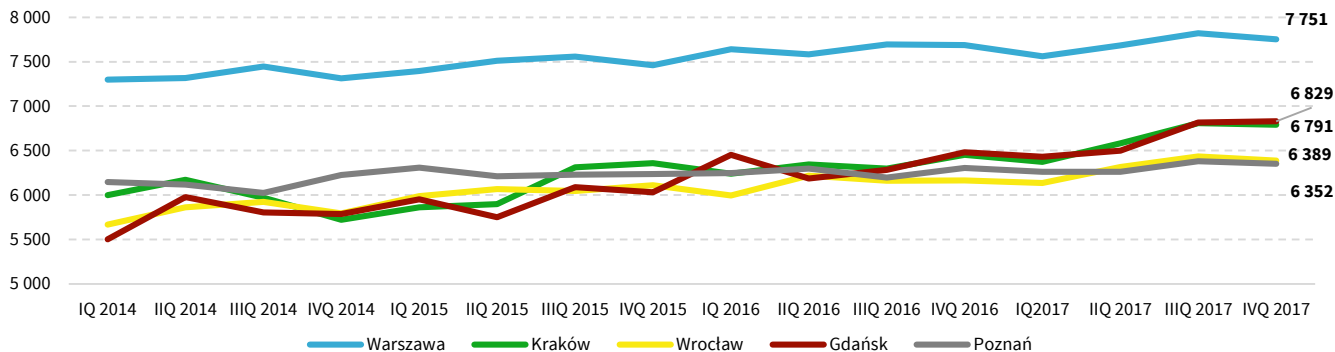
Liczba mieszkań, na których budowę wydano pozwolenia w największych miastach w Polsce



Źródło: GUS

W 2018 r. zaobserwowano wzrosty cen transakcyjnych mieszkań we wszystkich pięciu największych polskich miastach. Największe roczne zwwyżki wystąpiły w Gdańsku: +5,4% r/r (+348 zł/m²). Co więcej, w ciągu dwóch ostatnich lat ceny w tym mieście wzrosły aż o 13,2% (798,6 zł/m²). Gdańsk jest także jedynym miastem, w którym ceny wzrosły w stosunku do poprzedniego kwartału, tj. o ok. 0,2%. Spore roczne zwwyżki wystąpiły w Krakowie i Wrocławiu, tj. odpowiednio o 5,3% i 3,7%. Natomiast w ujęciu kwartalnym stawki w tych miastach spadły kolejno o 0,3% i 0,7%. Wyhamowanie zwyczajek wystąpiło we Warszawie i Poznaniu – w obu tych miastach ceny wzrosły w ciągu roku tylko o ok. 0,8%. Z kolei w ujęciu kwartalnym stawki w stolicy spadły o ok. 0,9%, a w Poznaniu o ok. 0,5%.

Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkania na rynku pierwotnym w Warszawie, Krakowie, Wrocławiu oraz Gdańsku



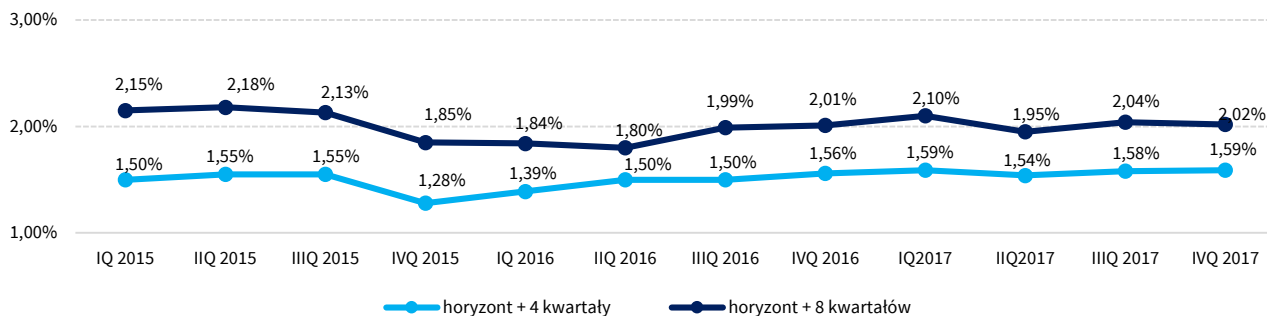
Źródło: NBP

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Stabilne otoczenie makroekonomiczne i rosnąca konkurencja na rynku gruntów

W 2017 r. polska gospodarka bardzo intensywnie się rozwijała. PKB Polski wzrósł o 4,6% r/r – jest to najwyższa dynamika od 2011 r. Głównym czynnikiem wzrostu była wysoka konsumpcja gospodarstw domowych. Sprzyjało jej ogólne bogacenie się społeczeństwa spowodowane m.in. przez malejące bezrobocie, rosnące wynagrodzenia czy Program Rodzina 500+. Rosnąca konsumpcja doprowadziła do wystąpienia w 2017 r. **rocznej inflacji w wysokości ok. 2%** (wobec spadku w 2016 r. o 0,6%), co wzbudziło obawy o możliwość wystąpienia podwyżek stóp procentowych w najbliższym czasie. Zaskoczeniem dla rynku były jednak dane dotyczące inflacji za I kwartał 2018 r., wg których **indeks cen konsumpcyjnych (CPI) wzrósł w marcu br. o 1,3% r/r** wobec wyższości o 1,4% w lutym br. Podczas kwietniowej konferencji prezes NBP Adam Glapiński oznajmił, że w perspektywie dwóch lat nie widać powodów do zmieniania poziomu stóp procentowych w Polsce i wydużył okres przewidziany na stabilizację stóp.

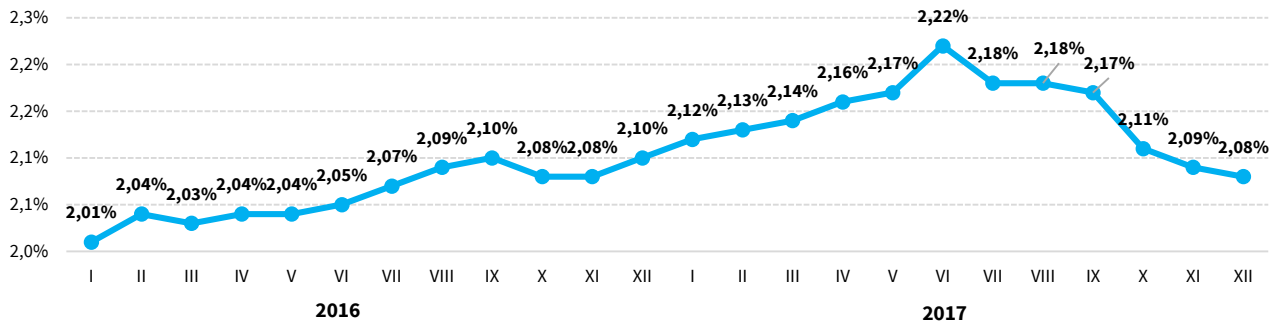
Konsensus rynkowy odnośnie wartości stopy referencyjnej NBP w horyzoncie następnych 4 i 8 kwartałów



Źródło: NBP

W ostatnim kwartale 2017 r. minimalnie spadła średnia marża kredytu hipotecznego – jest to kontynuacja spadków zapoczątkowanych w połowie ub. r. Również w skali roku zaobserwowano jej nieznaczne zmniejszenie, co jest korzystne dla polskiego rynku mieszkaniowego.

Średnia marża kredytu hipotecznego w latach 2016 – 2017



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

Niskie stopy procentowe oraz spadki marży kredytu hipotecznego zwiększają zdolność kredytową ludności i zachęcają do zaciągania kredytów, co w konsekwencji napędza koniunkturę na rynku mieszkaniowym. Według danych Centrum AMRON od 2013 r. do 2018 r. roczna wartość nowo udzielonych kredytów hipotecznych **wzrosła aż o ponad 22%**. Wpływ na to miał wzrost liczby udzielanych kredytów (7,8%) oraz średniej wartości nowo udzielanego kredytu (13,4%). Co więcej, w 2017 r. nastąpiła intensyfikacja akcji kredytowej – zanotowano najwyższe roczne wzrosty: całkowitej wartości nowo udzielonych kredytów, liczby oraz ich średniej wartości, która przekroczyła 233 tys. zł.

Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w latach 2013 - 2017

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana r/r	Liczba (szt.)	Zmiana r/r	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana r/r
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%

Źródło: Raport AMRON-SARFiN 4/2017.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

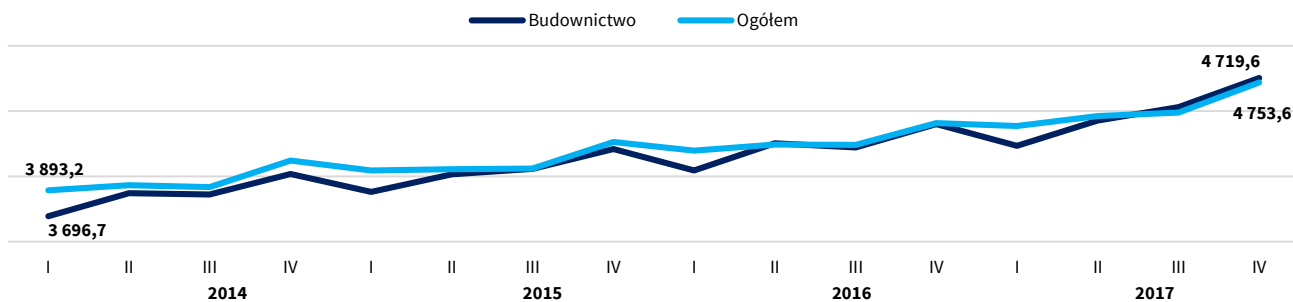
Rządowe programy mieszkaniowe i rosnące koszty realizacji projektów deweloperskich

W styczniu b.r. zakończył się rządowy program dopłat do kredytów mieszkaniowych „Mieszkanie dla Młodych” (MDM). Był on skierowany do osób w wieku do 35 lat i miał ułatwić kupno nowego lokalu mieszkalnego (w domu lub budynku wielorodzinnym). W styczniu 2018 r. ciągu dwóch dni Bank Gospodarstwa Krajowego przyjął **12,7 tys. zgłoszeń, które wyczerpały pulę 381 mln zł.** Oznacza to ogromne zainteresowanie programem i mobilizację kupujących, ponieważ część wnioskodawców złożyła podania jeszcze przed końcem 2017 r., co zwiększyło szanse na otrzymanie dopłaty. Według danych Ministerstwa Infrastruktury do 20 lutego b.r. uczestnicy programu MDM zaciągnęli ponad 106 tys. kredytów z dopłatą. Całkowita kwota dopłat wyniosła około **2,8 mld zł.** W naszej ocenie Program ten miał jednak ograniczony wpływ na rynek mieszkaniowy ze względu na stosunkowo niskie kwoty dopłat (ok. 10-35% wart. odtworzeniowej mieszkania, **przeciętne dofinansowanie wyniosło 26 190 zł**) i restrykcyjne kryteria cenowe trudne do spełnienia w przypadku większych miast.

W nadchodzących okresach pewien wpływ na polski rynek nieruchomości mieszkaniowych będzie mieć rządowy program „Mieszkanie +”. Opiera się on na trzech filarach: budowie tanich mieszkań na wynajem z możliwością dojścia do własności, wspieraniu lokalnych instytucji zajmujących się budownictwem społecznym oraz promowaniu oszczędzania na kupno mieszkania lub remont na Indywidualnych Kontach Mieszkaniowych. Lokale mieszkalne będą budowane na nieruchomościach należących do Jednostek Samorządu Terytorialnego, Skarbu Państwa i Spółek Skarbu Państwa. Dzięki temu, wg zapewnień Rządu **koszt budowy 1 m² mieszkania nie powinien przekroczyć 3 tys. zł,** co w praktyce może być jednak trudne do zrealizowania. Środki finansowe będą pochodzić z funduszu zarządzanego przez BGK Nieruchomości S.A. Obecnie trwa budowa ok. 2 tys. mieszkań m.in. w Białej Podlaskiej, Gdyni i Jarocinie. **Trwa także przygotowanie realizacji łącznie 25 tys. lokali o wartości ponad 6 mld zł.** Program ten może mieć ograniczony wpływ na działalność analizowanych deweloperów, ponieważ wpłynie na rynki mniejszych miejscowości, w których działają głównie deweloperzy nieobjęci niniejszym raportem i jest skierowany do osób, które mają trudności z uzyskaniem kredytu hipotecznego.

Koszty zakupu gruntów i realizacji inwestycji budowlanych (tj. materiałów i robocizny) są głównymi czynnikami wpływającymi na ceny mieszkań i wyniki finansowe deweloperów. Zaobserwowane w ostatnich okresach wzrosty cen mieszkań wynikały nie tylko z wysokiego popytu na lokale, ale także z presji kosztowej wpływającej na wykonawców i firmy deweloperskie przejawiającej się w rosnących kosztach pracy i materiałów budowlanych. Wg Banku Danych Lokalnych GUS w latach 2014 - 2017 **średnie kwartalne wynagrodzenie w sektorze budownictwa wzrosło z ok. 3 696,7 zł brutto do 4 753,6 zł brutto, tj. aż o 28,6%.** Co istotne, w III i IV kwartale 2017 r. było ono wyższe od średniego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw ogółem w Polsce o odpowiednio ok. 42,3 zł i 34 zł brutto.

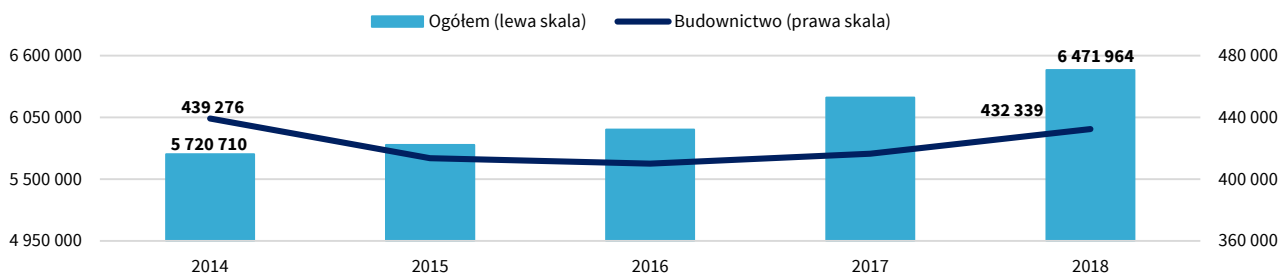
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w latach 2014-2017



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Istotny wpływ na koszt wykonawstwa inwestycji budowlanych ma dostęp do odpowiedniej kadry. W naszej ocenie wzrost wynagrodzeń w sektorze budownictwa wynika głównie z niedoborów kadrowych na polskim rynku. Pomiedzy 2014 r. a 2018 r. zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw ogółem wzrosło łącznie o ok. 13,1%, **natomiast w sektorze budownictwa wystąpił spadek o ok. 1,6%.** Był on spowodowany głównie zmniejszeniem liczby pracujących w budownictwie w latach 2014 - 2016. W 2016 r. trend się odwrócił, jednak zatrudnienie w sektorze budownictwa w latach pomiędzy 2018 r. a 2016 r. wzrosło o 5,4%, czyli wolniej od sektora przedsiębiorstw ogółem (8,9%). **Na poprawę sytuacji ma w pewnym stopniu migracja osób z Ukrainy do Polski,** ponieważ duża część imigrantów znajduje zatrudnienie w budownictwie. Bez ich obecności w Polsce branża budowlana zmagałaby się z jeszcze większymi problemami. **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



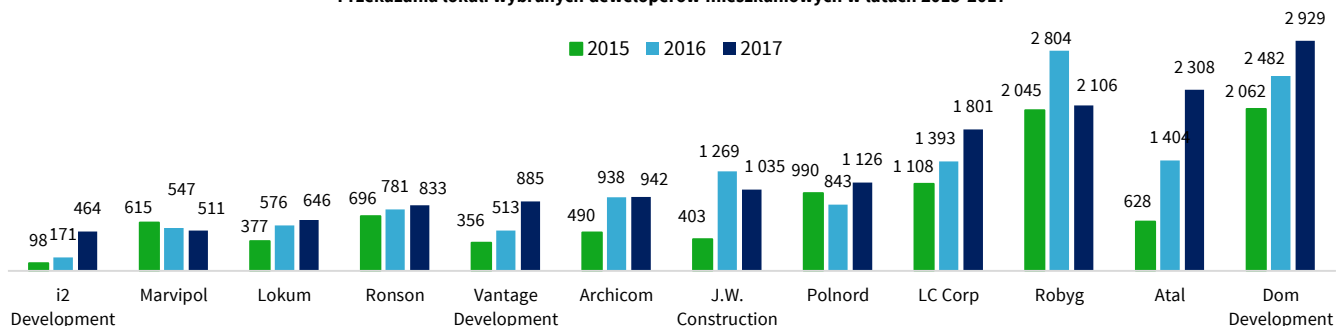
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

Istotnie więcej przekazanych mieszkań oraz dalszy wzrost przychodów ze sprzedaży deweloperów

Analizowani deweloperzy¹ przekazali w 2017 r. łącznie 16 308 mieszkań – o 2 587 szt. (19,0%) więcej niż w 2016 r. Jest to znaczący wzrost, jednak niższy niż w 2016 r., który dla badanej próby wyniósł wtedy 48,5% r/r. Tylko 3 podmioty zanotowały spadki liczby przekazanych lokali. Największe procentowe wzrosty osiągnęli: i2 Development (+171,2% r/r), Vantage Development (+72,5% r/r) oraz Atal (+64,4% r/r).

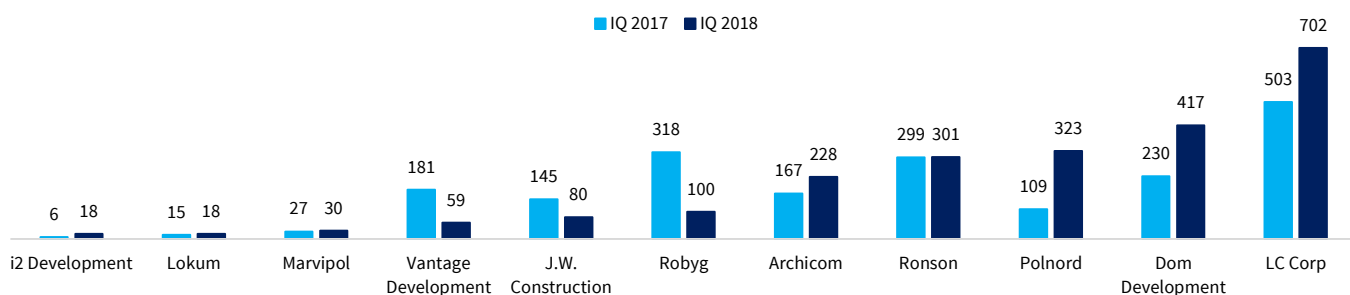
Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2015-2017



¹ – Bez uwzględnienia spółek Murapol, Victoria Dom z powodu braku porównywalnych danych

Spółki² w pierwszych trzech miesiącach br. przekazały łącznie 2 276 mieszkań – o 13,8% więcej niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Osiem podmiotów uzyskało wynik wyższy niż przed rokiem. Największe procentowe wzrosty osiągnęły Polnord (+196,3% r/r) oraz Dom Development (+81,3% r/r). Największy udział w sumie przekazanych mieszkań w I kwartale br. wygenerował wrocławski LC Corp: 702 szt. (39,6%). Istotny wpływ na sumie przekazanych mieszkań miały także spółki Dom Development, Polnord i Ronson, które łącznie oddały do użytkowania 1.041 lokali, co stanowiło aż 45,7% sumy przekazanych mieszkań badanej próby 11 spółek. Należy pamiętać, że w I kwartale roku deweloperzy realizują zwykle najniższą liczbę przekazanych mieszkań. Oczekujemy, że najwięcej mieszkań zostanie przekazanych w II połowie br.

Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w I kwartale 2017 r. i 2018 r.

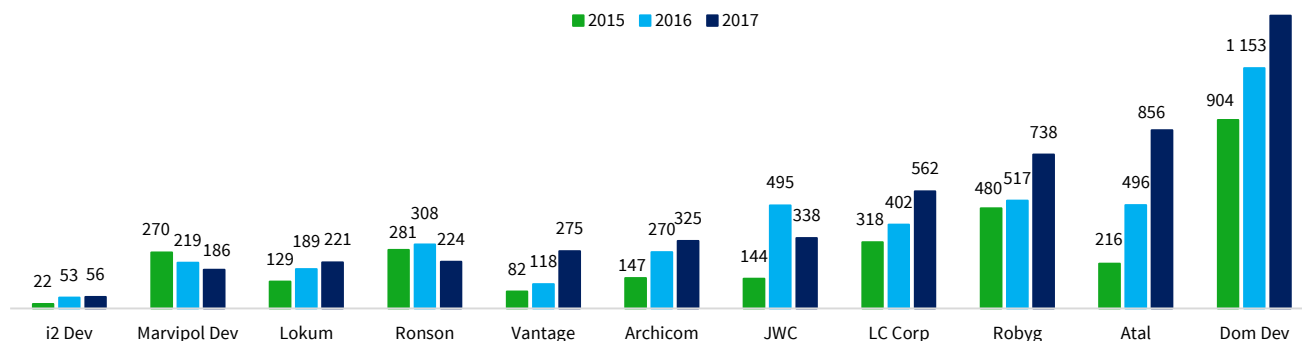


² – Bez uwzględnienia spółek Atal, Murapol, Victoria Dom z powodu braku porównywalnych danych

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

Wzrost przekazanych lokali miał bezpośredni wpływ na poprawę wyników finansowych deweloperów w 2017 r. Podmioty, które opublikowały raporty finansowe za 2017 r. zwiększyły w ub. r. swoje łączne przychody z działalności deweloperskiej do 5,2 mld zł, czyli o 964,8 mln zł (+22,9% r/r). Największą procentową poprawę wypracował Vantage Development, który zwiększył swoją sprzedaż aż o 133,9% do 275 mln zł. Solidny wzrost odnotował również Atal (+72,5% r/r) i Robyg (+42,7% r/r). Największymi rocznymi przychodami mogły się pochwalić Dom Development (1,4 mld zł), który przejął w 2017 r. spółkę Euro-Styl oraz Atal (856 mln zł). Podmiotami, które w 2017 r. uzyskały niższą sprzedaż były Marvipol Development (-15,3% r/r), Ronson (-27,1% r/r) i J.W. Construction (-31,0% r/r).

Przychody ze sprzedaży wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2015-2017 (w mln zł)²



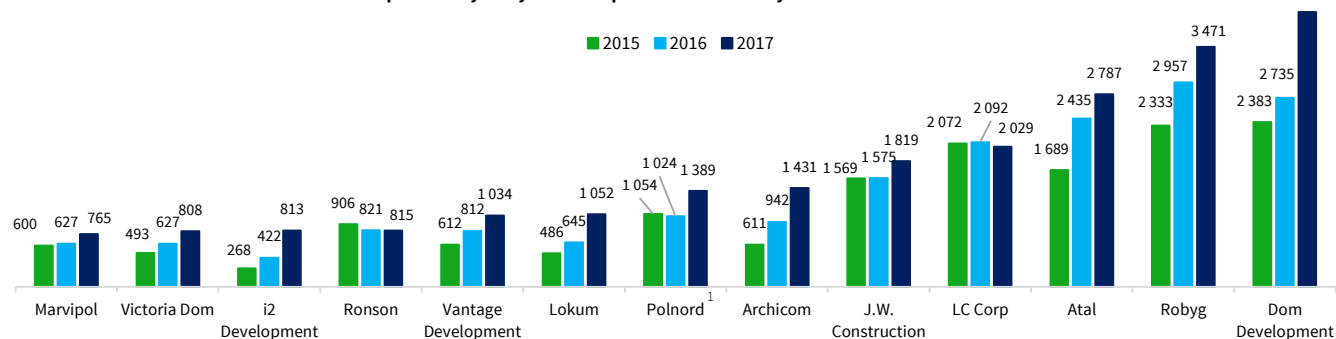
² – Bez uwzględnienia Murapol, Victoria Dom, Polnord z powodu braku danych za 2017 r.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

Rosnące wolumeny sprzedaży i zrealizowanie założonych celów

W 2017 r. większość badanych deweloperów¹ zwiększyła liczbę podpisanych umów przedwstępnych i deweloperskich (w niektórych przypadkach włącznie z umowami rezerwacyjnymi z powodu braku możliwości wyodrębnienia). Liczba ich **osiągnęła 22 188**, co oznacza **wzrost w ciągu roku o 25,2%** (4 473 szt.). Co ważne, dynamika ta była jeszcze wyższa od tej z 2016 r. (+18,8%). Największe roczne wzrosty odnotował i2 Development (+92,7%), Lokum Deweloper (+63,1% r/r) i Archicom (+51,9%), który w lipcu 2017 r. przejął spółkę mLocum. Największą liczbę kontraktacji uzyskał Dom Development (3 975), Robyng (3 471) oraz Atal (2 781). W analizowanej grupie tylko dwa podmioty nie zdołały poprawić sprzedaży w stosunku do poprzedniego roku.

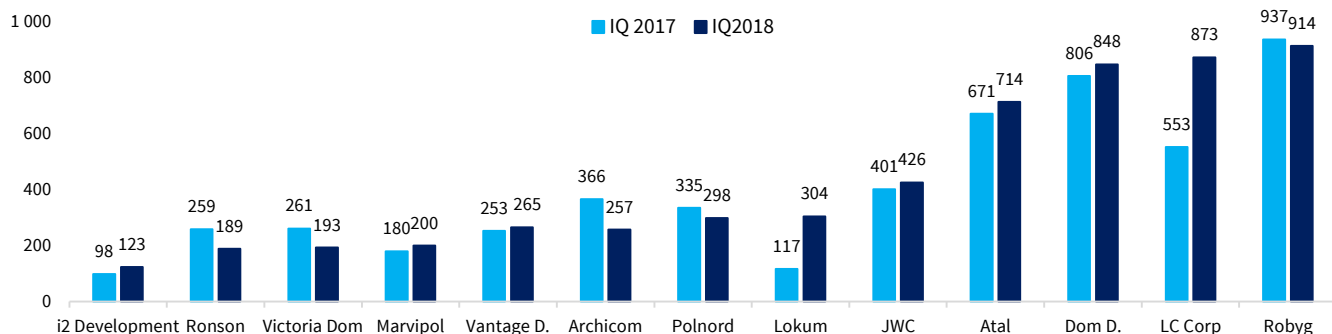
Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2015 - 2017



¹ - Wraz z umowami rezerwacyjnymi

W pierwszym kwartale 2018 r. deweloperzy sprzedali 5 604 lokali – o 7,0% więcej niż przed rokiem. Najwyższą dynamiką mogli pochwalić się Lokum Deweloper (+159,8% r/r), a także LC Corp (+57,9% r/r) oraz i2 Development (+25,5% r/r).

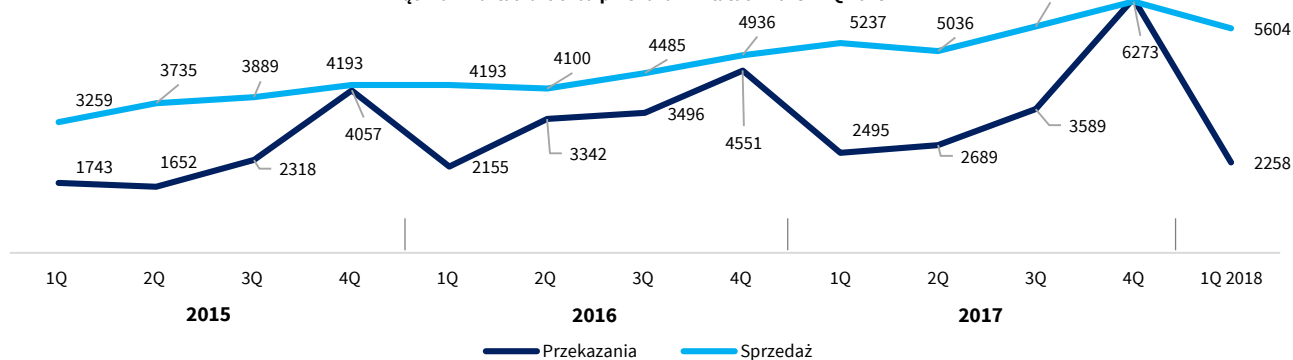
Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w I kwartale 2017 r. i 2018 r.



¹ - z wyłączeniem spółki Murapol z powodu braku porównywalnych danych

Na poniższym wykresie przedstawiono sumę kwartalnych przekazania i sprzedaży wybranych deweloperów, **wyraźnie można zauważyć sezonowość przekazania lokali, która osiąga swoje maksymalne wartości zwykle w ostatnim kwartale roku. Z kolei w I kwartale roku deweloperzy przekazują zwykle najmniejszą liczbę mieszkań. Sprzedaż (podpisane umowy przedwstępne, deweloperskie, w niektórych przypadkach rezerwacyjne) nie wykazuje się sezonowością.**

Łączna kwartalna liczba przekazania w latach 2015 - 1Q 2018¹



¹ - Sprzedaż z wyłączeniem Murapol; Przekazania z wyłączeniem Atal, i2 Development, Murapol, Victoria Dom

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

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

Rosnące wolumeny sprzedaży i zrealizowanie założonych celów

Większość deweloperów ogłasza co roku swoje cele sprzedażowe. Dzięki bardzo silnemu popytowi na rynku mieszkaniowym, wszystkie podmioty zdołały z nawiązką zrealizować swoje cele sprzedażowe założone na 2017 r. Cztery spółki osiągnęły sprzedaż o 10% wyższą niż wcześniej planowaną. Najlepszy rezultat uzyskał **Dom Development, który przekroczył swój plan sprzedażowy o 32,5% (uwzględniając przejęcie Euro Styl)**. Dwa podmioty - Victoria Dom i Archicom podniosły w ciągu roku swoje plany sprzedażowe.

Założenia na 2018 r. przyjęte przez większość podmiotów są ostrożne, tzn. zakładają wyniki podobne lub nieco wyższe niż te z roku poprzedniego. Biorąc pod uwagę szybkie wyczerpywanie oferty lokalowej oraz rosnącą konkurencję na rynku gruntów, utrzymanie w bieżącym roku rezultatów z 2017 r. będzie bardzo dobrym wynikiem. Wynik za I kwartał 2018 r. pokazują kontynuację wysokiego tempa sprzedaży.

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 I kwartale 2018 r.	Realizacja celu na 2018 r.
Archicom	1 451	1 431 ¹	98,6%	1 650	113,7%	257	15,6%
Victoria Dom	800	808 ¹	101%	1 000	125%	193	19,3%
Ronson	800	815	101,9%	750	93,8%	189	25,2%
Atal	2 700 - 2 900	2 787	103,2% ²	2 700	100%	714	26,4%
Robyg	3 300	3 471	105,2%	3 471	105,2%	914	26,3%
Lokum	1 000	1 052	105,2%	1 000	100,0%	304	30,4%
Marvipol	700	765	109,3%	918	131,1%	200	21,8%
Vantage	900	1 034	114,9%	900	100%	265	29,4%
JWC	1 500	1 819	121,3%	1 500	100%	426	28,4%
Dom Dev	3 000	3 975	132,5%	b/d	n/d	848	n/d

¹ - Cel sprzedażowy został podniesiony w 2017 r. po przejęciu mLocum

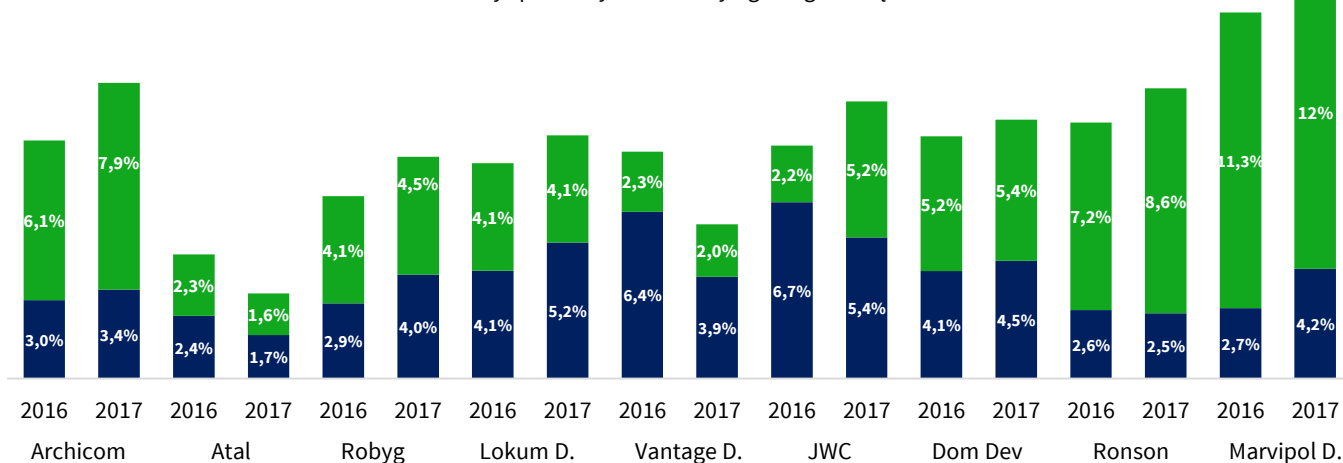
² - Stopień realizacji jako stosunek sprzedaży do dolnych widełek celu sprzedażowego

Zróżnicowane koszty sprzedaży i ogólnego zarządu

Analiza stosunku kosztów sprzedaży i kosztów ogólnego zarządu do przychodów z segmentu deweloperskiego umożliwia ocenę efektywności kosztowej prowadzonej działalności. W 2017 r. wskaźniki te były zróżnicowane wśród badanej grupy deweloperów. Średni udział kosztów sprzedaży wyniósł 3,9% i był podobny jak w roku poprzednim, z kolei średni wskaźnik kosztów ogólnego zarządu kształtował się na poziomie 5,7% i był o ok. 0,7 p.p. wyższy niż w 2016 r. **Najwyższą efektywnością kosztową wykazała się spółka Atal** - jej relacja kosztów sprzedaży do przychodów (1,7%) była o ponad 3 razy niższa w porównaniu do spółki J.W. Construction, która uzyskała najwyższą wartość (5,4%). Również stosunek kosztów ogólnego zarządu do przychodów był najlepszy w przypadku dewelopera Atal - wyniósł 1,6%, co było wartością aż o ponad 7,5 razy niższą niż uzyskaną przez Marvipol Development (12%). Co istotne, około połowę kosztów ogólnego zarządu Marvipol Development stanowiły usługi doradcze, których znaczna część była zapewne związana z zakończonym pod koniec 2017 r. procesem podziału grupy. Ze zgromadzonych danych wynika, że w przypadku większości analizowanych spółek koszty sprzedaży i ogólnego zarządu rosły szybciej od przychodów ze sprzedaży. Efekt dźwigni operacyjnej występował w przypadku spółki Atal i Vantage Development.

Relacja kosztów sprzedaży i kosztów ogólnego zarządu do przychodów z działalności deweloperskiej w latach 2016-2017

■ Koszty sprzedaży ■ Koszty ogólnego zarządu



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

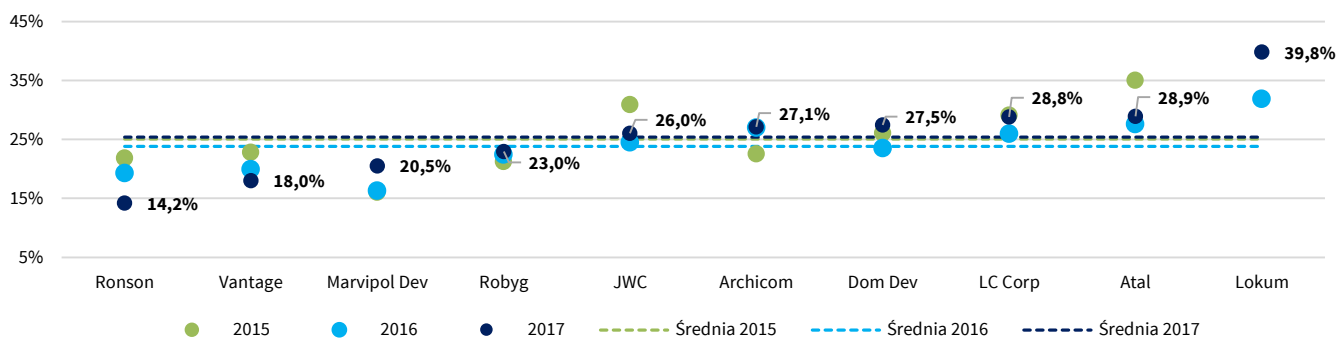
Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Deweloperzy utrzymują ubiegłoroczne poziomy marż brutto i netto ze sprzedaży

Mocny popyt na polskim rynku mieszkaniowym pozwolił spółkom poprawić wyniki finansowe. Dziewięciu z dziesięciu analizowanych deweloperów poprawiła w ub. r. swoją zyskowność na poziomie marży zysku brutto ze sprzedaży. **Najlepszą rentowność uzyskała Grupa Lokum Deweloper**, która jako jedyna w ciągu trzech ostatnich lat generowała co roku marżę brutto przekraczającą 30% (w 2017 r. sięgnęła ona aż **39,8%**). Pozytywny wpływ na rentowność tej spółki ma obecność w składzie grupy części odpowiedzialnej za generalne wykonawstwo projektów oraz skupianie się na realizacji wieloetapowych inwestycji o podwyższonym standardzie na rynku wrocławskim. Kolejne miejsca zajął Atal (28,9%), oraz LC Corp (28,8%) – obie te spółki również posiadają w strukturze funkcję generalnego wykonawcy. Na uwagę zasługuje znaczna poprawa zyskowności spółki **Marvipol Development, która zwiększyła swoją marżę zysku brutto ze sprzedaży o 4,2 p.p. do 20,5%**. Powodem tego było rozpoznanie w wynikach za 2017 r. głównie przekazań z inwestycji Central Park Ursynów, na której deweloper zrealizował średnią marżę zysku brutto ze sprzedaży w wysokości ok. 20%.

Średnia marża zysku brutto ze sprzedaży analizowanej próby wzrosła w 2017 r. o 1,6 p.p. do 25,4%. Deweloperzy uzyskali dobre rentowności, ponieważ rozpoznali w wynikach głównie lokale, które były budowane na gruntach nabytych w latach poprzednich i wykonane wg zakontraktowanych wcześniej niższych cen. Obecnie odpowiedzią deweloperów na rosnące ceny realizacji inwestycji są podwyżki cen mieszkań, które mogą jednak nie zniwelować całkowicie rosnących kosztów, co może doprowadzić do spadku marż.

Marża zysku brutto ze sprzedaży wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2015 - 2017¹

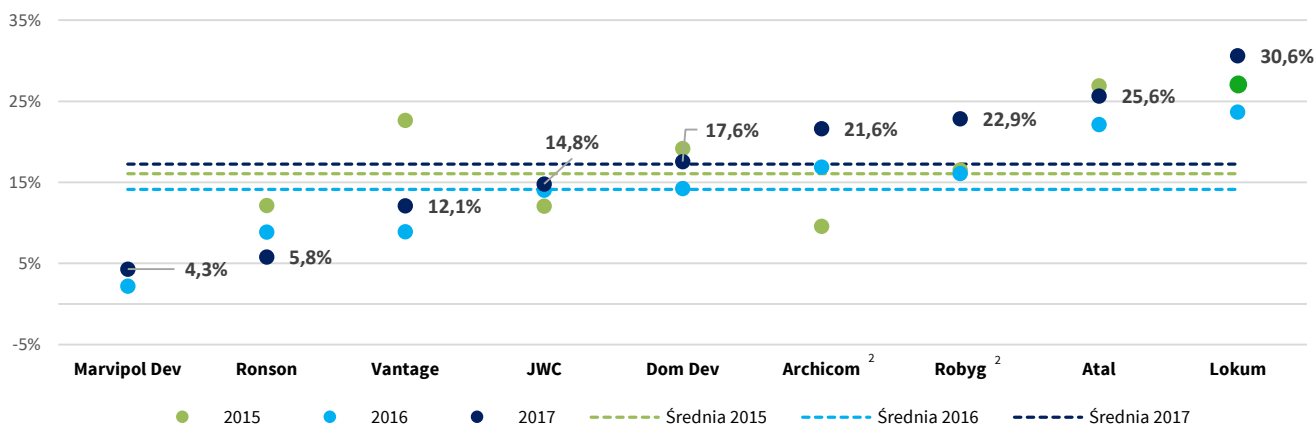


¹ Bez uwzględnienia i2 Development, Murapol, Polnord, Victoria Dom z powodu braku porównywalnych danych za 2017 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Również na poziomie marży zysku netto ze sprzedaży spółki zdołały wypracować lepsze wyniki – wyłącznie Ronson (5,8%) odnotował spadek zyskowności, a tylko dwa podmioty osiągnęły jednocyfrowe rentowności – tj. Marvipol (4,3%) oraz Ronson (5,8%). Średnia marża badanej próby wzrosła w ub. r. o 3,1 p.p. do 17,3%. **Najlepszą rentowność odnotowała Grupa Lokum Deweloper (30,6%), Atal (25,5%) oraz Robyng (22,9%)**. Wsparciem dla uzyskiwania wyższych marż w przypadku niektórych deweloperów jest występowanie efektów skali, które przejawiają się w lepszej kontroli kosztów sprzedaży i kosztów ogólnego zarządu. Pomimo wysokiej konkurencji pomiędzy deweloperami, **poszczególnym spółkom udało się kontrolować wydatki** i dzięki temu generować wyższe marże i zyski.

Marża zysku netto ze sprzedaży wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2015 - 2017¹



¹ Bez uwzględnienia Murapol, i2 Development, Victoria Dom, Polnord, LC Corp z powodu braku porównywalnych danych za 2017 r.

² Marża zysku operacyjnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

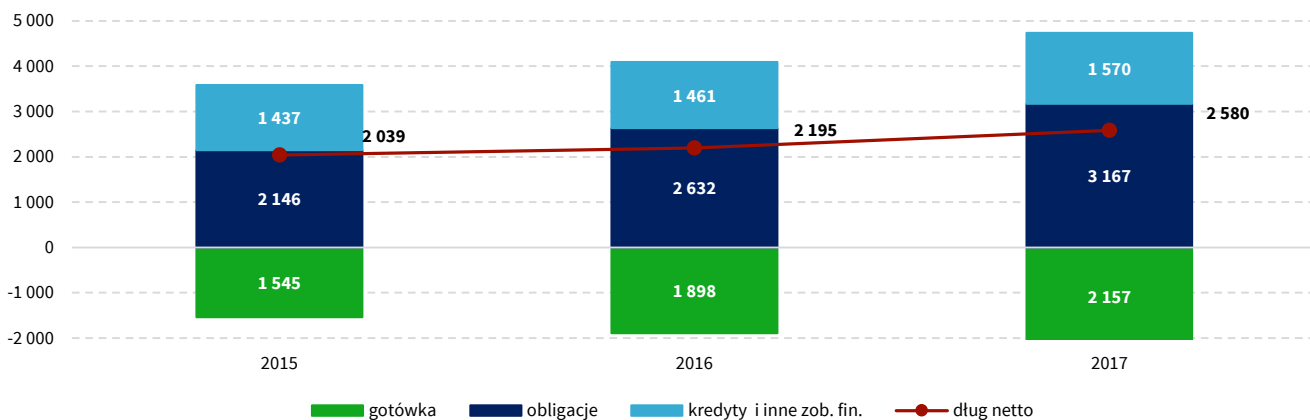
Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Dalszy wzrost udziału obligacji w zadłużeniu finansowym deweloperów

Całkowite zadłużenie analizowanych deweloperów z tytułu zaciągniętych kredytów i wyemitowanych obligacji osiągnęło na koniec 2017 r. wartość 4,74 mld zł w porównaniu do 4,09 mld zł na koniec 2016 r. (+15,9% r/r). Należy zaznaczyć, że brane jest pod uwagę zadłużenie finansowe oraz poziom gotówki przypisane do segmentu mieszkaniowego. Gra to dużą rolę zwłaszcza w przypadku LC Corp, u którego blisko 60% całkowitego zadłużenia stanowią kredyty na inwestycje komercyjne. W ostatnich trzech latach deweloperzy systematycznie zwiększali zadłużenie finansowe, zwłaszcza obligacyjne. Zadłużenie z tytułu obligacji korporacyjnych wzrosło w latach 2015 – 2017 o ponad 47%, zaś z tytułu kredytów, pożyczek i innych o nieco ponad 9%, a co za tym idzie obserwowana jest w dalszym ciągu zmiana charakteru zadłużenia finansowego w bilansach deweloperów na korzyść obligacji korporacyjnych. Na koniec 2015 r. udział obligacji wynosił 59,9%, zaś na koniec 2017 r. 66,9%.

Dalszy wzrost popularności obligacji to efekt wciąż niskich marż, po jakich wiodący deweloperzy są w stanie plasować kolejne emisje, oraz innych przewag finansowania obligacyjnego względem kredytów: możliwością finansowania rozbudowy banku ziemi, większą elastycznością w dysponowaniu pozyskanymi środkami oraz możliwością finansowania wczesnych etapów inwestycji (bez przedsprzedaży). Przy umiarkowanym wzroście długu w ostatnich latach deweloperzy istotnie poprawili swoje pozycje gotówkowe – na koniec 2017 r. całkowity stan gotówki analizowanych deweloperów wyniósł 2,16 mld zł, przy 1,55 mld zł w 2015 r. Warto przy tym zaznaczyć, że stan gotówki na koniec 2017 r. pokrywa w 45,5% saldo zobowiązań finansowych i utrzymuje się na podobnym poziomie od kilku lat. Wzrost skali działalności deweloperów oraz inwestycje w rozbudowę banku ziemi, przyczyniły się do wzrostu zadłużenia finansowego netto do poziomu 2,58 mld zł na koniec 2017 r. (+17,5% r/r).

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto analizowanych deweloperów w latach 2015-2017 (w mln zł)¹

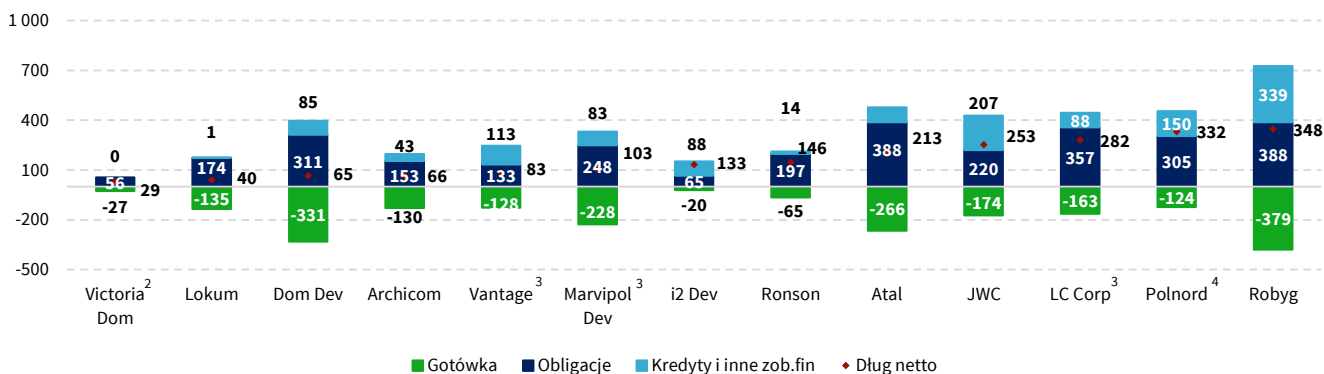


¹ wobec braku informacji o wartości zadłużenia na koniec 2017 r. w przypadku Victoria Dom oraz Polnordu wykorzystano dane odpowiednio na koniec 1H 2017 oraz 3Q 2017 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Zaobserwowana na poziomie zagregowanym tendencja do zwiększania udziału obligacji w strukturze zadłużenia finansowego znajduje również odzwierciedlenie w bilansach poszczególnych deweloperów – u 12 emitentów (tylko z wyjątkiem i2 Development) wartość zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji przewyższa wartość zadłużenia z tytułu zaciągniętych kredytów. W przypadku Victoria Dom oraz Lokum Deweloper udział obligacji w całości zadłużenia wynosił niemal 100%. Świadczy to o tym, że powyżsi Emitenci finansują swoje inwestycje ze środków własnych oraz obligacji, bez konieczności zaciągania kredytów.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 2017 r. (w mln zł)¹

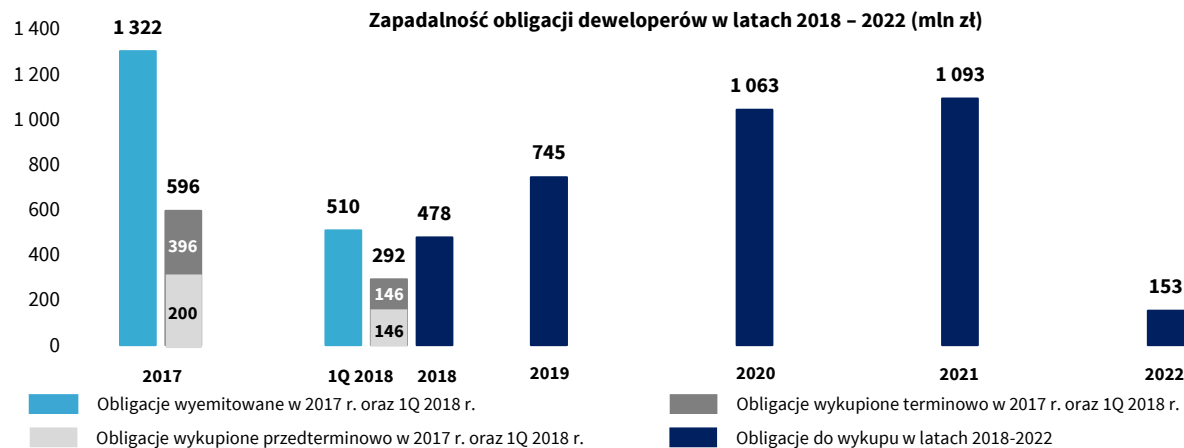


¹ Bez Murapolu ze względu na brak sprawozdania finansowego Pro Forma; ² dane na koniec 1H 2017 r.; ³ segment mieszkaniowy; ⁴ dane na koniec 3Q 2017 r.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Deweloperzy wciąż bardzo aktywni na rynku obligacji

W 2017 r. deweloperzy wyemitowali obligacje o wartości **1,3 mld zł**, co oznacza wzrost o **32,9% r/r**. W 1Q 2018 r. deweloperzy mieszkaniowy wyemitowali z kolei obligacje o wartości ponad **500 mln zł**, choć głównie za sprawą emisji Robyga na 300 mln zł. W ubiegłym roku Emitenci pozyskali środki z emisji obligacji w wysokości **1,2 krotnie wyższej niż wartość wykupów w tym okresie**. Warto zaznaczyć, że spośród **600 mln zł** wykupionych obligacji w 2017 r. **33,6% stanowiły wykupy przedterminowe**. Wysoki udział wykupów przedterminowych w wykupach ogółem może być wynikiem dobrej koniunktury na rynku obligacji, zaś deweloperzy chcą emitować dług, uzyskując lepsze parametry finansowania. W 2018 r. deweloperzy mają do wykupienia dług stanowiący około 13,6% całkowitego zadłużenia.



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

W ramach przypomnienia, rok 2017 był bardzo udany pod względem emisji obligacji. Najbardziej aktywnymi deweloperami byli **Atal**, **Lokum Deweloper** oraz **Murapol**, którzy wyemitowali obligacje o łącznej wartości **543 mln zł**, co stanowiło **41,7% wartości wszystkich emisji**. Warto zaznaczyć, że emisja Lokum Deweloper o wartości **100 mln zł** była największą pojedynczą emisją w ubiegłym roku. Jedynym deweloperem, który nie emitował obligacji w 2017 r. był Robyga. W pierwszym kwartale 2018 r. **7 spośród analizowanych deweloperów** emitowało obligacje o wartości blisko **510 mln zł**, z czego **58,9%** przypadało na emisję **refinansującą Robyga na 300 mln zł**, zaś środki zostały przeznaczone na przedterminowe wykupy dotychczasowych serii obligacji, gdzie Spółka naruszyła kowentanty w związku z utrzymaniem statusu spółki publicznej. W 2018 r. deweloper wykupił przedterminowo obligacje w wysokości **72 mln zł**.

Za sprawą dużej emisji w 1Q 2018 r., największy outstanding obligacji na koniec 1Q 2018 r. posiadał **Robyga** (ponad **570 mln zł** – należy jednak pamiętać, że spora część obligacji zostanie przedterminowo wykupiona w 2018 r.) oraz **LC Corp** – **400 mln zł**. Na trzecim stopniu podium uplasował się **Atal o łącznym outstandingu wynoszącym 371 mln zł** (Należy jednak pamiętać, że 111,5 mln zł stanowią obligacje objęte przedmiotami powiązane). Spośród analizowanych deweloperów największa zmiana wartości netto obligacji w 2017 r. oraz 1Q 2018 r. (jako różnica wyemitowanych papierów oraz wykupu w badanym okresie) dotyczyła: **Murapolu (+248,4 mln zł)**, **Robyga (+175,6 mln zł)** oraz **Atal (+116,3 mln zł)**. 3 deweloperów miało ujemne saldo (Dom Development, Polnord oraz Ronson).

Zapadalność obligacji deweloperów w latach 2018 – 2022 (mln zł)

Deweloper	Emisje		Wykupy		Planowane wykupy					Suma do wykupu
	2017	1Q 2018	2017	1Q 2018	2018	2019	2020	2021	2022	
Robyga	0,0	300,0	4,0	120,4	116,8 ¹	60,0	20,0	373,8	0,0	570,6
LC Corp	50,0	45,0	0,0	0,0	50,0	50,0	65,0	140,0	95,0	400,0
Atal	200,3 ²	22,0 ²	71,0 ³	35,0 ³	124,2	225,3	22,0	0,0	0,0	371,5 ⁴
Murapol	167,6 ⁵	80,8 ⁵	0,0	0,0	52,5	60,0	171,9	68,8	7,7	360,9 ⁶
Polnord	43,2	36,8	88,5	44,5	70,0	136,8	43,2	36,8	0,0	286,8
Dom Development	50,0	0,0	120,0	50,0	0,0	0,0	100,0	110,0	50,0	260,0
Marvipol	146,3	0,0	26,7	17,0	4,0	72,0	102,0	68,0	0,0	246,0
J.W. Construction	164,0	0,0	71,5	0,0	0,0	0,0	215,5	0,0	0,0	215,5
Ronson Europe N.V.	70,0	0,0	95,5	5,0	37,2	50,0	35,0	70,0	0,0	192,2
Lokum Deweloper	175,0	0,0	70,0	0,0	0,0	0,0	75,0	100,0	0,0	175,0
Vantage Development	70,0	10,0	48,3	20,5	0,0	0,0	64,2	80,0	0,0	144,2
Archicom	79,6	0,0	0,0	0,0	8,0	55,6	84,6	5,0	0,0	153,2
i2 Development	55,0	15,0	0,0	0,0	0,0	35,0	45,0	0,0	0,0	80,0
Victoria Dom ⁷	41,1	0,0	0,0	0,0	15,0	0,0	20,0	41,1	0,0	76,1
SUMA	1 322,1	509,5	595,5	292,4	477,7	744,7	1 063,4	1 093,4	152,7	3 531,9

¹ Zaplanowany na 28.04.2018 r. przedterminowy wykup serii P w wysokości 56,8 mln zł. Pierwotny termin wykupu w 10.2019 r.

² w 2017 r. 21,8 mln zł oraz w 1Q 2018 r. 22,0 mln zł do podmiotów powiązanych

³ w 2017 r. 71 mln zł oraz w 1Q 2018 r. 35 mln zł do podmiotów powiązanych

⁴ w tym 111,5 mln zł do podmiotów powiązanych

⁵ w 2017 r. 109 mln zł oraz 1Q 2018 r. 50 mln zł wyemitowane przez podmioty zależne (Abadon Real Estate, Aoram sp. z o.o. oraz Partner)

⁶ Z czego 159 mln zł przez Abadon Real Estate oraz Aoram sp. z o.o.

⁷ Z uwagi na brak informacji o dacie wykupu obligacji serii I przyjęto, że tenor serii wynosi 4 lata jak w przypadku innych obligacji wyemitowanych przez Victoria Dom

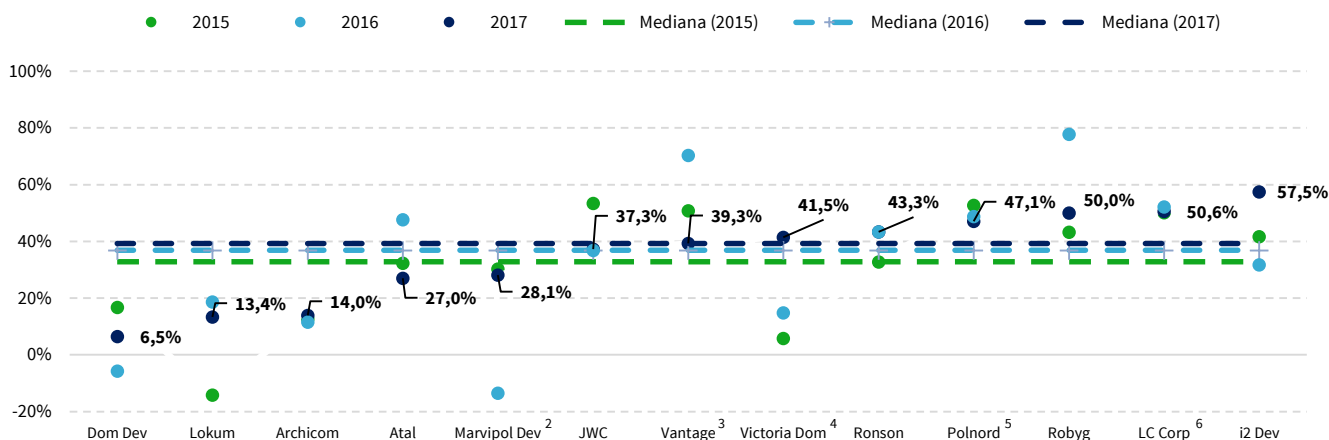
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Obserwowany jest nieznaczny wzrost wskaźników zadłużenia analizowanych deweloperów pomimo znacznego wzrostu skali działalności

Duża liczba emisji obligacji analizowanych deweloperów ma swoje odzwierciedlenie we wskaźnikach zadłużenia – siedmiu deweloperów zmniejszyło wskaźnik dług netto / kapitał własny na koniec 2017 r. w stosunku do wartości z końca 2016 r. **Najwyższe zadłużenie na koniec ostatniego roku raportował i2 Development, zwiększając przy tym zdecydowanie skalę działalności – 57,5% wartości kapitałów własnych, a najniższe Dom Development: (6,5%) wartości kapitałów własnych.** Warto przy tym zaznaczyć, że mediana powyższego wskaźnika wzrosła w ciągu dwóch lat nieznacznie, o 6,5 p.p., z poziomu 32,8% w 2015 r. do 39,3% w 2017 r. Deweloperzy znacząco zwiększyli skalę działalności finansując ją długiem, natomiast kapitały własne rosły wolniej ze względu na przesunięcie w rozpoznawaniu wyników przez deweloperów.

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2015 - 2017¹



¹ Bez uwzględnienia Murapol z powodu braku porównywalnych danych

² W 2015 oraz 2016 r. segment deweloperski i motoryzacyjny razem, w 2017 r. wydzielony

³ Wyodrębniony segment mieszkaniowy

⁴ Dane na koniec 1H 2017 r.

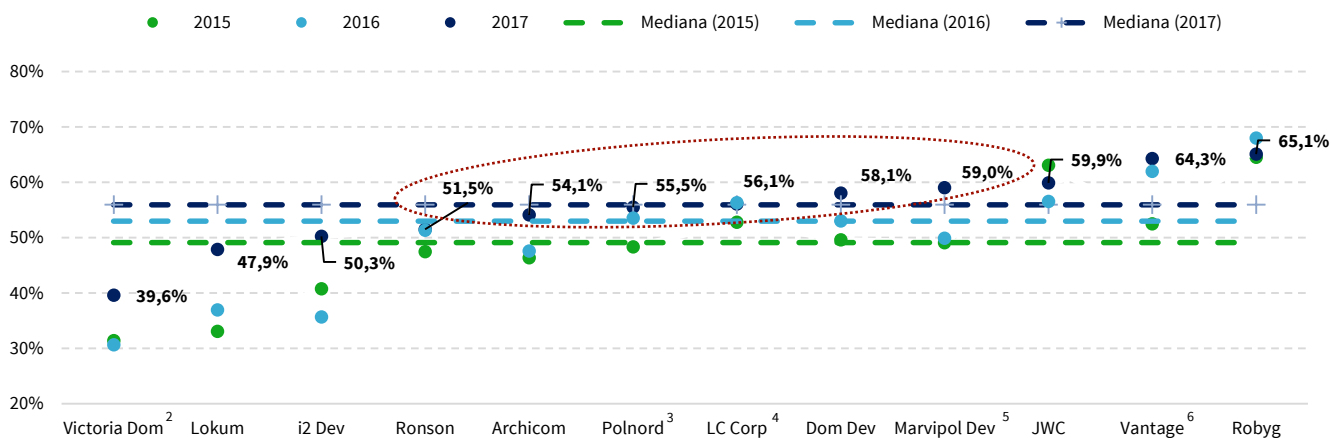
⁵ Dane na koniec 3Q 2017 r.

⁶ Segment komercyjny oraz mieszkaniowy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Wzrost wskaźnika ogólnego zadłużenia w przypadku 11 spośród 13 analizowanych deweloperów przełożył się bezpośrednio na wzrost mediany tego wskaźnika dla wszystkich deweloperów z 49,1% w 2015 r. do 56,0% w 2017 r. Najmniej zadłużoną Spółką okazała się Victoria Dom ze wskaźnikiem ogólnego zadłużenia na poziomie 39,6%, zaś najbardziej Robyg (65,1%). Wyższa dynamika wzrostu mediany wskaźnika ogólnego zadłużenia od mediany relacji długu netto do kapitałów własnych wynika z faktu, że deweloperzy posiadają na bilansie środki od klientów w formie zaliczek i traktują je jako zobowiązania.

Wskaźnik ogólnego zadłużenia dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2015 - 2017¹



¹ Bez uwzględnienia Murapol z powodu braku porównywalnych danych

² Dane na koniec 1H 2017 r.

³ Dane na koniec 3Q 2017 r.

⁴ Segment komercyjny oraz mieszkaniowy

⁵ W 2015 oraz 2016 r. segment deweloperski i motoryzacyjny razem, w 2017 r. wydzielony

⁶ Wyodrębniony segment mieszkaniowy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

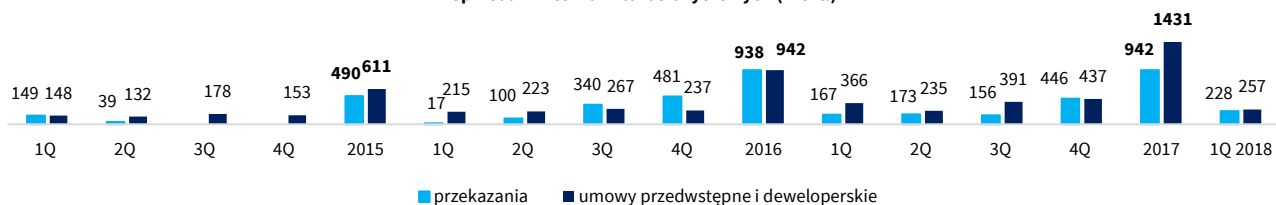
Działalność operacyjna

- W 2017 r. Archicom przekazał **942 mieszkań (+0,4% r/r)**. Spółka zanotowała również wzrost w przypadku umów deweloperskich i przedwstępnych – w całym roku 2017 sprzedała rekordowe 1.431 lokali (+51,9%). Warto pamiętać, że z powyższej liczby 116 lokali stanowią mieszkania sprzedane przez przejętą w lipcu 2017 r. mLocum S.A. Na koniec 2017 r. deweloper posiadał w ofercie do sprzedaży **1 819 mieszkań**. Spółka planuje w bieżącym roku sprzedać w formie umów deweloperskich i przedwstępnych ponad **1 650 mieszkań**.
- Spółka wśród mieszkań sprzedanych w 2017 r. największy udział w łącznej sprzedaży miała inwestycja **Olimpia Port**, realizowana we Wrocławiu, która była odpowiedzialna za blisko **25% całorocznej sprzedaży Grupy Archicom**.
- W roku 2017 Grupa Archicom zakończyła realizację **1 192 lokali**. Jednocześnie na koniec 1Q 2018 r. Spółka realizowała inwestycje z terminem zakończenia na 2018 r. obejmujące łącznie 2.086 mieszkań, z czego **1 230 jest już sprzedanych**.
- W 2017 r. deweloper zakupił **6 gruntów** pod inwestycje mieszkaniowe, zaś łączna kwota zakupu wyniosła ponad **112 mln zł**. Spośród powyższych nieruchomości **4 z nich zlokalizowane są we Wrocławiu**, zaś pozostałe w Gdyni oraz Łodzi. W pierwszym kwartale b.r. Grupa Archicom nabyła **3 działki – 2 we Wrocławiu, 1 w Gdyni**, zaś cena zakupu wyniosła nieco ponad **24 mln zł**.
- Spółka posiada obecnie bank ziemi, umożliwiający realizację **17 inwestycji** na całkowitą liczbę **6 273 lokali**. Warto zaznaczyć, że w ramach akwizycji mLocum zostały zakupione grunty pod blisko **900 mieszkań**.
- Nie należy zapominać o segmencie komercyjnym Grupy Archicom. W drugiej połowie 2017 r. deweloper rozpoczął realizację inwestycji **City Forum we Wrocławiu o całkowitej powierzchni GLA wynoszącej 24 tys. m²**. Całość inwestycji ma być gotowa w 2020 r.

Bank ziemi wg stanu na 31.03.2018 r.

Bank ziemi	Liczba projektów	Liczba lokali
Wrocław	10	4 780
Kraków	3	683
Gdynia	2	159
Łódź	1	431
Poznań	1	221
Razem	17	6 273

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



Finanse

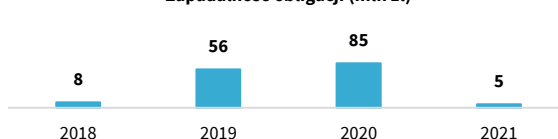
- Zdecydowana większość przychodów spółki (98%) stanowi działalność deweloperska mieszkaniowa. Archicom zanotował w 2017 r. znaczny wzrost przychodów powyższego segmentu, tj. o ponad **20,1% r/r**.
- W związku z powyższym warty odnotowania jest fakt, że nastąpił znaczący wzrost przychodów pomimo symbolicznego wzrostu przekazania. Implikuje to **wzrost średniego przychodu na mieszkanie z około 290 tys. zł w 2016 r. do blisko 345 tys. zł w 2017 r.**
- Spadek przychodów z działalności komercyjnej był **efektem rekompensacji budynku West Forum 1A**, realizowanej w 2017 r. oraz zdarzeń jednorazowych, mających miejsce w 2016 r. (rozliczenie umowy Master Lease zawartej z nabywcą budynku West Forum 1B).
- Spółka odnotowała wysoką marżę brutto ze sprzedaży oraz marżę EBIT, które na koniec 2017 r. wyniosły odpowiednio **27,1%** oraz **21,6%**. W przypadku marży brutto ze sprzedaży Archicom plasuje się w czołówce spośród analizowanych deweloperów.
- Wzrost skali działalności widać w strukturze kosztów. Na uwagę zasługują rosnące koszty sprzedaży oraz ogólnego zarządu, **które wzrosły w 2017 r. o odpowiednio 0,3 p.p. oraz 2,2 p.p. do poziomu 4,1% oraz 9,9%**. Ich wzrost w 2017 r. to wynik intensywnego wzrostu skali działania oraz przejęcia spółki mLocum S.A.
- Wartość aktywów obrotowych wzrosła w 2017 r. o 59,2% r/r i wynosiła **845,6 mln zł**. Na wzrost ten wpływ miało przede wszystkim zwiększenie salda zapasów (+253,2 mln zł), na które składa się bank ziemi, który daje Grupie Lokum możliwość stabilnej realizacji projektów mieszkaniowych w **latach 2018 – 2020** oraz środków pieniężnych (+57,2 mln zł)
- W porównaniu do roku poprzedniego wzrosły zobowiązania z tytułu emisji obligacji **ok. 84 mln zł** oraz przedpłaty i zaliczki klientów o około **69 mln zł (zaliczki i przedpłaty na koniec 2017 wyniosły 215,6 mln zł)**. W związku z transakcją nabycia akcji mLocum Grupa prezentuje zobowiązanie do zapłaty w wysokości 52,4 mln zł (termin zapłaty grudzień 2018).
- Mimo wzrostu skali działania, rozbudowy banku gruntów oraz akwizycji mLocum SA Grupa Archicom nie zwiększyła istotnie skali zadłużenia – wskaźniki zadłużenia pozostają na bezpiecznych poziomach, również za sprawą podwyższenia kapitału zakładowego w związku z emisją akcji, pozyskując **36,1 mln zł**.

w mln zł	2015	2016	2017
Przychody	156,6	282,3	330,3
Przychody segmentu mieszk.	147,1	270,2	324,7
Zysk brutto ze sprzedaży	45,5	72,9	88,1
Marża brutto ze sprzedaży	30,9%	27,0%	27,1%
EBIT segmentu mieszk.	28,2	45,6	70,2
Marża EBIT	19,2%	16,9%	21,6%
Zysk netto	42,8	37,3	56,5
Marża netto	27,3%	13,2%	17,1%
Kapitał własny	290,4	374,7	473,7
Kredyty	56,1	53,2	42,7
Obligacje	16,4	62,7	153,2
Gotówka	35,6	72,8	130,0
Dług netto	36,9	43,1	66,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	46,4%	47,6%	54,1%
Dług netto/KW	12,7%	11,5%	14,0%

Segment mieszkaniowy

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
b/d	5,1	b/d	06/2018
b/d	2,9	b/d	06/2018
b/d	0,4	b/d	04/2019
M1/2016	55,2	W6M+2,80%	07/2019
M2/2017	59,5	W6M+2,35%	03/2020
b/d	20,0	b/d	07/2020
b/d	5,0	b/d	09/2020
b/d	5,0	b/d	09/2021
Suma	153,1		

Zapadalność obligacji (mln zł)



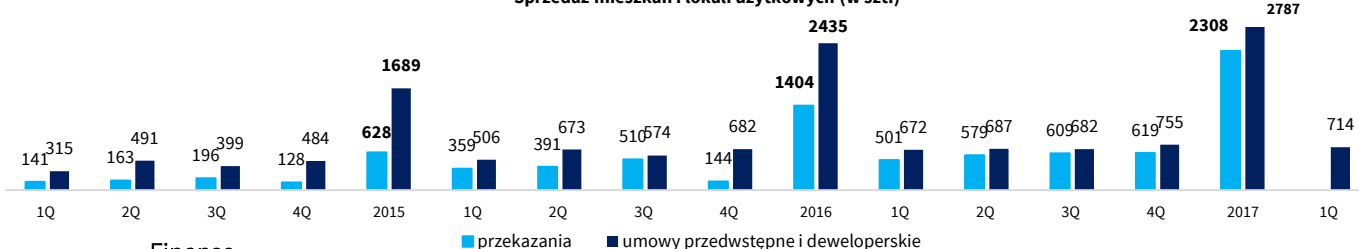
Działalność operacyjna

- W 2017 r. liczba przekazania Atala wzrosła aż o 64% r/r do 2 308 lokali, natomiast liczba podpisanych umów zwiększyła się o ok. 14% do 2 787 mieszkań. W I kwartale br. deweloper sprzedał 714 mieszkań – o 6% więcej niż przed rokiem.
- Na koniec roku spółka posiadała grunty pozwalające uruchomić 45 projektów obejmujących około 10 502 lokali (577,6 tys. m² PUM). Najwięcej inwestycji (12) ma powstać w Krakowie. Spółka planuje zrealizować tam około 3 343 lokali (183,9 tys. m² PUM).
- Atal w dalszym ciągu inwestował w nowe grunty – w 2017 r. przeznaczył na ten cel 232,3 mln zł – aż o 150% więcej niż przed rokiem. Tereny zakupione w 2017 r. mają pozwolić na realizację około 319,4 tys. m² PUM, a średnia cena zakupu PUM wyniosła ok. 727 zł/m². W bieżącym roku grupa planuje w dalszym ciągu zwiększać możliwości realizacji inwestycji i przeznaczyć na zakup gruntów około 200 mln zł.
- Spółka wskazuje wzrost odsetka klientów kupujących lokale za gotówkę do ok. 30%. Z kolei w przypadku lokali nabywanych w celach inwestycyjnych wskaźnik ten wynosił około 50%.
- W styczniu 2018 r. deweloper poinformował o rozpoczęciu sprzedaży pierwszego etapu Osiedla Przystań Letnica zlokalizowanego w pobliżu Zatoki Gdańskiej. Projekt ma się składać z trzech budynków mieszczących 141 mieszkań i 8 lokali usługowych. Zgodnie z harmonogramem prace budowlane mają zakończyć się w I kwartale 2020 r.
- Deweloper szacuje swój potencjał przekazania w 2018 r. na około 2,7 tys. lokali. Ponad 1 100 mieszkań ma zostać wydana w IV kwartale roku.

Planowane inwestycje wg stanu na 20.03.2018 r.

Bank Ziemi	Liczba projektów	Liczba lokali	PUM (tys. m ²)
Poznań	7	1 640	90,2
Wrocław	7	1 038	57,1
Katowice	4	1 667	91,7
Gdańsk	4	1 031	56,7
Warszawa	8	1 273	70,0
Łódź	3	509	28,0
Kraków	12	3 343	183,9
Razem	45	10 501	577,6

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



Finanse

- Deweloper bardzo poprawił swoje wyniki – sprzedaż wzrosła o 71% do 865,8 mln zł, a skonsolidowany zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej zwiększył się aż o 91% i osiągnął 171,2 mln zł.
- W marcu spółka poinformowała o zamiarze przeznaczenia na wypłatę dywidendy z zysku netto za 2017 r. ponad 137 mln zł, co stanowi 80% skonsolidowanego zysku netto za ubiegły rok. Według polityki dywidendowej na kolejne lata Atal ma wypłacać ok. 70%-100% zysku netto.
- Spółka posiada w swojej strukturze generalnego wykonawcę, co pozytywnie wpływa na osiąganą marżę brutto ze sprzedaży, która wzrosła do 28,6%. Poprawiły się również pozostałe marże – marża EBIT segmentu deweloperskiego wzrosła o 3,1 p.p. r/r, a marża zysku netto o 3,1 p.p. r/r.
- O 64% do 90,3 mln zł spadła wartość zobowiązań z tytułu kredytów. Spółka chętniej wykorzystywała obligacje do finansowania swojej działalności – w ciągu roku przeprowadziła 6 emisji na łączną kwotę 200,3 mln zł. Spółki powiązane z p. Zbigniewem Juroszkiem objęły w 2017 r. 4 serie na ok. 120,3 mln zł. Na koniec roku saldo zadłużenia z tytułu obligacji wzrosło o połowę do 388,2 mln zł.
- W kwietniu br. zarząd ustalił Warunki Emisji Obligacji Serii AH o wartości nominalnej do 70 mln zł. Wcześniej spółka informowała, że emisje mają odbywać się w trybie oferty prywatnej i zostaną wprowadzone do obrotu na rynku Catalyst. Pozyskany kapitał zostanie przeznaczony na sfinansowanie zakupu nowych gruntów i wybranych projektów.
- Dzięki dodatnim przepływom z działalności operacyjnej w wysokości ok. 198,1 mln zł spółka znacząco zwiększyła swoje saldo środków pieniężnych, które na koniec roku przekroczyły 265 mln zł. W rezultacie parametr DN/KW spadł o 20,7 p.p. r/r do 27%. Z kolei wskaźnik ogólnego zadłużenia utrzymał się na poziomie podobnym do roku ubiegłego i wyniósł bezpieczne 56%.
- W 2017 r. spółka w dalszym ciągu rozwijała się dynamicznie. Atal zwiększył przychody ze sprzedaży, wygenerował wyższe zyski i zdołał utrzymać wskaźniki zadłużenia na optymalnych poziomach. Do mocnych stron spółki można również zaliczyć dywersyfikację geograficzną prowadzonej działalności – deweloper jest obecny w siedmiu dużych polskich miastach.

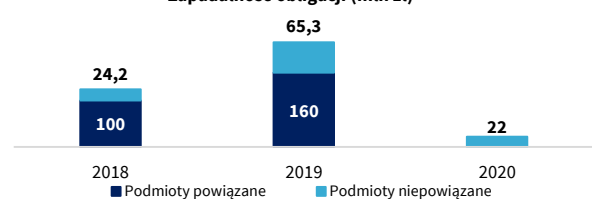
w mln zł	2015	2016	2017
Przychody	226,8	506,8	865,8
Zysk brutto ze sprzedaży	62,8	136,9	247,6
Marża brutto ze sprzedaży	27,7%	27,0%	28,6%
Przychody segmentu mieszk.	215,8	495,9	855,6
EBIT segmentu mieszk.	35,7	109,9	216,3
Marża EBIT	16,5%	22,2%	25,3%
Zysk netto	47,3	89,4	171,2
Marża netto	20,9%	17,6%	19,8%
Kapitał własny	611,6	675,6	788,3
Kredyty	237,2	252,8	90,3
Obligacje	89,9	256,9	388,2
Gotówka	129,6	187,5	265,8
Dług netto	197,5	322,2	212,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,4%	55,4%	56,0%
Dług netto/KW	32,3%	47,7%	27,0%

Segment mieszkaniowy

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
O	40,0	W6M+2%	05/2018
S, U	24,2	b.d.	07,10/2018
W	60,0	W6M+1,9%	12/2018
AA	4,5	3,2%	01/2019
AB	40,0	W6M+1,9%	03/2019
AC	54,0	3,2%	05/2019
P	40,0	W6M+2,39%	05/2019
AE	6,8	3,2%	08/2019
AF	80,0	W6M+1,7%	10/2019
AG	22,0	3,2%	01/2020
Suma	371,5		

Obligacje objęte w całości przez Zbigniewa Juroszka oraz podmioty powiązane

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Dom Development

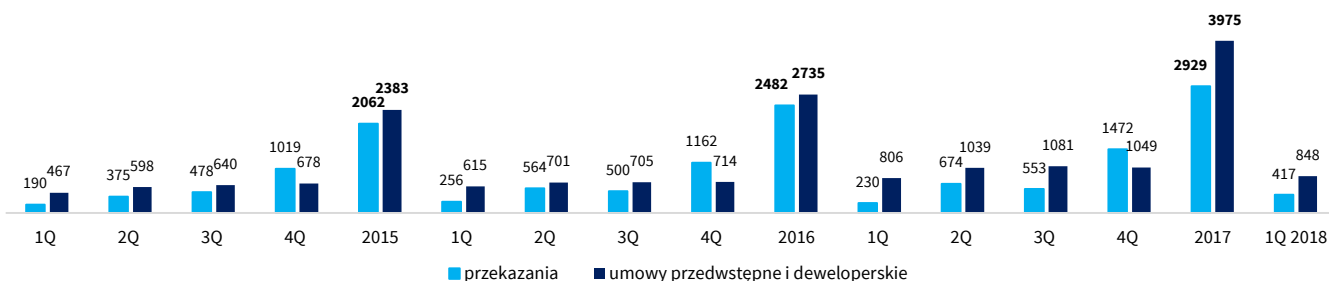
Działalność operacyjna

- W 2017 r. spółka zrealizowała rekordową liczbę **przekazań** – 2 929 (+18% r/r), z czego ponad połowa pochodziła z IV kwartału (1 472 lokali). W ub. r. deweloper osiągnął również bardzo wysoką liczbę sprzedanych lokali – 3 975 (+45,3% r/r). Z kolei w I kwartale br. spółka przekazała 417 mieszkań (+81% r/r) i podpisała umowy dotyczące 848 lokali (+5,2% r/r).
- W 2017r. Dom Development terminowo **ukończył realizację aż 23 projektów**, co jest sporym sukcesem biorąc pod uwagę rynkowe trudności w znalezieniu pracowników przez firmy wykonawcze i rosnące koszty materiałów budowlanych.
- Na koniec 2017 r. **aż 41 projektów (5 221 lokali) było w trakcie budowy** – o połowę więcej niż na koniec 2016 r. Jest to w dużej mierze zasługa przejścia trójmiejskiego dewelopera Euro-Styl.
- Pomimo rekordowej sprzedaży spółka na koniec 2017r. **dysponowała bankiem ziemi na prawie 8 900 lokali**, z czego grunty pod 2 000 mieszkań stanowią zapasy przejętej spółki Euro-Styl. Należy jednak mieć na uwadze, że przy zachowaniu obecnego tempa działalności obecny zasób ziemi pozwala na około tylko dwa lata sprzedaży.
- W przyszłości ma zwiększać się udział inwestycji realizowanych we Wrocławiu. W **tym roku spółka nabyła grunty w tym mieście z zamiarem budowy około 600 mieszkań**. Najwięcej przekazań na rynku wrocławskim ma mieć miejsce w 2020 r.

Planowane inwestycje wg stanu na 6.03.2018 r.

Lokalizacja	Liczba projektów	Liczba lokali
Warszawa	13	6 228
Trójmiasto	6	2 063
Wrocław	4	607
Razem	23	8 898

Sprzedaż i przekazania mieszkań oraz lokali użytkowych (w szt.)



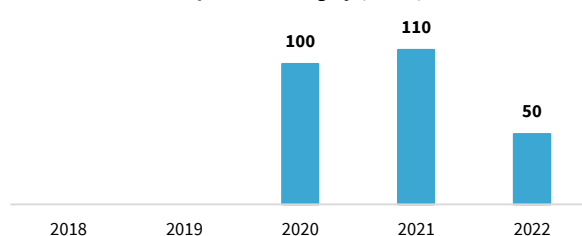
Finanse

- W 2017 r. deweloper osiągnął rekordowe przychody ze sprzedaży w wysokości **ponad 1,4 mld zł** (+22% r/r). Ponad połowa sprzedaży została wygenerowana w IV kwartale 2017r.
- Marża brutto ze sprzedaży wzrosła o 4 p.p. r/r** do 27,5%, był to w dużej mierze efekt rosnących cen mieszkań. W 2018 r. spodziewany jest jej spadek o około 1,5 p.p. – rozpoznane w wyniku będzie więcej lokali z prawobrzeżnej strony Warszawy, na których Spółka generuje niższe marże. Średni przychód generowany z mieszkania ma spaść z ok. 480 tys. zł/lokal do 450 tys. zł/lokal.
- Zysk netto wzrósł aż o 52% do 190,8 mln zł**. Zarząd zapowiada wypłatę dywidendy w lipcu br. ze środków pochodzących w całości z zysku netto za 2017 r. oraz części kapitału zapasowego pochodzącego z zysku z lat ubiegłych co daje ok. 7,6 zł na akcję.
- Pierwszy raz w historii kapitał własny przekroczył 1 mld zł**. W 2018 r. prawdopodobnie utrzyma się na zbliżonym poziomie do 2017 r.
- W marcu 2018 r. zarząd podjął uchwałę o zmianie sposobu prowadzenia inwestycji. Spółka zamierza realizować część swoich projektów własnymi siłami przy wykorzystaniu swojej spółki zależnej Euro Styl S.A. Ma to pozwolić utrzymać efektywność prowadzonej działalności.
- Spółka finansuje swoją działalność głównie poprzez emisje obligacji - na koniec 2017 r. zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji wyniosło **311,4 mln zł**, a pod koniec marca br. spółka wykupiła papiery o wartości **50 mln zł**. Nie jest planowane przeprowadzenie emisji obligacji w 2018 r., zaś saldo kredytów ma nieznacznie wzrosnąć (na koniec roku wyniosło 85 mln zł).
- Dom Development jest jednym z mniej zadłużonych deweloperów – wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł na koniec 2017 r. 58,1%, a parametr DN/KW niskie 6%. Zarząd planuje utrzymać ten wskaźnik na poziomie poniżej 10% w I połowie 2018 r. oraz poniżej 20% w II połowie '18. Bezpieczna sytuacja finansowa spółki wynika również ze zdolności do generowania gotówki - przepływy **pieniężne netto z działalności operacyjnej wyniosły w 2018 r. 198,1 mln zł**.

w mln zł	2015	2016	2017
Przychody	904,2	1153,0	1404,7
Zysk brutto ze sprzedaży	203,9	271,1	385,7
Marża brutto ze sprz.	22,6%	23,5%	27,5%
Zysk netto	80,8	125,8	190,7
Marża netto	8,9%	10,9%	13,6%
Kapitał własny	883,4	929,5	1002,3
Kredyty	100,0	0,0	85,0
Obligacje	273,4	383,9	311,4
Gotówka	225,3	437,1	331,1
Dług netto	148,1	-53,2	65,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,6%	53,0%	58,1%
Dług netto/KW	16,8%	-5,7%	6,5%

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
DOMDE5120620	100	W6M+1,9%	06/2020
DOMDE6151121	110	W6M+1,75%	11/2021
DOMDET1151222	50	W6M+1,6%	12/2022
Suma	260		

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

i2 Development

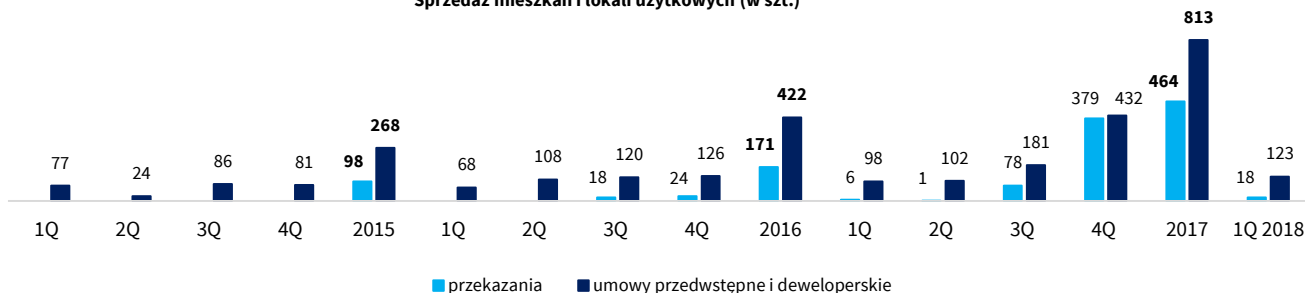
Działalność operacyjna

- W 2017 r. i2 Development sprzedał **813 lokali**, co oznacza wzrost o **193%** w stosunku do poziomu z roku 2016.
- Na koniec 2017 r. stan oferty i2 Development wynosił **347 sztuk lokali w 16 inwestycjach**, w tym 3 sztuki w projekcie gotowym. W tym samym okresie realizowanych było **15 inwestycji**, natomiast w przygotowaniu 8 inwestycji.
- Deweloper w 2017 r. rozpoznał w wyniku **464 lokali** (+171% r/r), w tym 383 stanowiły mieszkania w ramach projektu przy **Księżcu Witolda**
- Na koniec 2017 r. Spółka posiadała 64 lokale sprzedane w projektach gotowych, jeszcze nie rozpoznane w przychodach. Z kolei w projektach, których zakończenie planowane jest w 2018 r. i **rozpoznanie w przychodach w 2018 r.**, na koniec 2017 r. **zakontraktowanych było 634 lokali**.
- W 2017 r. i2 Development nabyła 4 grunty o łącznej powierzchni **PUM wynoszącej 41,8 tys. m²** umożliwiające budowę około **1 100 lokali**. W 2018 r. deweloper kupił nieruchomości we Wrocławiu za kwotę **30,8 mln zł brutto**, umożliwiającą budowę około 400 mieszkań.
- Zbudowany w ubiegłym roku bank ziemi pozwala na wybudowanie około **53 tys. m² powierzchni mieszkaniowej oraz komercyjnej** o całkowitym potencjale blisko **1 400 lokali**. Grupa i2 Development aktywnie poszukuje i uzupełnia bank ziemi oraz w szybkim czasie go aktywuje w postaci uruchomionych inwestycji.
- W marcu 2018 r. zarząd poinformował o rozpoczęciu przeglądu potencjalnych opcji strategicznych oraz nie wyklucza pozyskanie inwestora strategicznego.

Bank ziemi wg stanu na dzień 31.12.2017 r.

Bank Ziemi	PUM	Liczba lokali
Krzyki	22 200	600
Ogrody Grabiszyńskie	16 650	440
Awicenny	4 762	73
Piśsudskiego	4 566	133
Śrutowa	1 718	61
Kaszubska	1 431	49
Teneryfa	1 300	6
Igielna	267	9
Razem	52 894	1 371

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



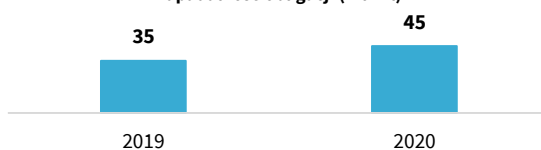
Finanse

- W latach 2015 - 2017 Grupa i2 Development zwiększyła skalę prowadzonej działalności, zwiększając przychody ze sprzedaży o **43,6% w ciągu dwóch lat**. Spółka wyodrębnia segmenty operacyjne przy czym prezentacja tych danych ze względu na wyłączenia konsolidacyjne nie pozwala na analizę samego segmentu mieszkaniowego w związku z czym pokazujemy dane skonsolidowane.
- Zróżnicowana rentowność ze sprzedaży i EBIT w ostatnich 3 latach wynikała przede wszystkim z kosztów gruntów wykazywanych na bilansie Spółki i powstałych na etapie tworzenia grupy i2 Development.
- W 2017 r. Grupa i2 Development zwiększyła znacząco sumę bilansową, która wzrosła r/r o **25,7%**, głównie za sprawą rosnącego salda zapasów (+35,5 r/r). Wzrost powyższej pozycji jest wynikiem rozpoczęcia budowy kolejnego etapu sztandarowej inwestycji dewelopera, **Bulwaru Staromiejskiego** oraz nowego projektu przy ulicy **Powstańców Śląskich**. Obie inwestycje realizowane są we **Wrocławiu**.
- Spółka finansuje swoją działalność głównie poprzez kredyty oraz emisje obligacji - na koniec 2017 r. zadłużenie z tytułu kredytów wyniosło **87,8 mln zł**, zaś z tytułu wyemitowanych obligacji **65 mln zł**. Spółka, jako nieliczna spośród analizowanych deweloperów posiada wyższe saldo kredytów niż obligacji.
- Spółka posiada 20,3 mln zł środków pieniężnych na koniec 2017 r., **blisko 18,9 mln zł stanowiły środki pieniężne znajdujące się na rachunkach deweloperskich**.
- W lutym 2018 r. i2 Development uchwalił program emisji obligacji o **wartości nominalnej do 100 mln zł**. Obligacje te będą oferowane w trybie oferty publicznej, na podstawie prospektu emisyjnego.

w mln zł	2015	2016	2017
Przychody	84,6	93,5	121,5
Zysk na sprzedaży	-8,9	2,5	15,2
Marża zysku ze sprzedaży	-10,5%	2,7%	12,5%
EBIT	-9,0	10,2	11,3
Marża EBIT	-10,6%	10,9%	9,3%
Zysk netto	16,8	6,0	10,8
Marża netto	19,9%	6,4%	8,9%
Kapitał własny	202,3	237,3	230,5
Kredyty	86,8	74,6	87,8
Obligacje	10,0	10,0	65,0
Gotówka	12,6	9,3	20,3
Dług netto	84,2	75,3	132,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	40,8%	35,6%	50,3%
Dług netto/KW	41,6%	31,7%	57,5%

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
A	10	8,50%	02/2019
C	30	8,10%	01/2020
B	15	W3M+4,50%	07/2019
D	10	W3M+4,50%	10/2019
E	15	W3M+4,30%	02/2020
Suma	80		

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

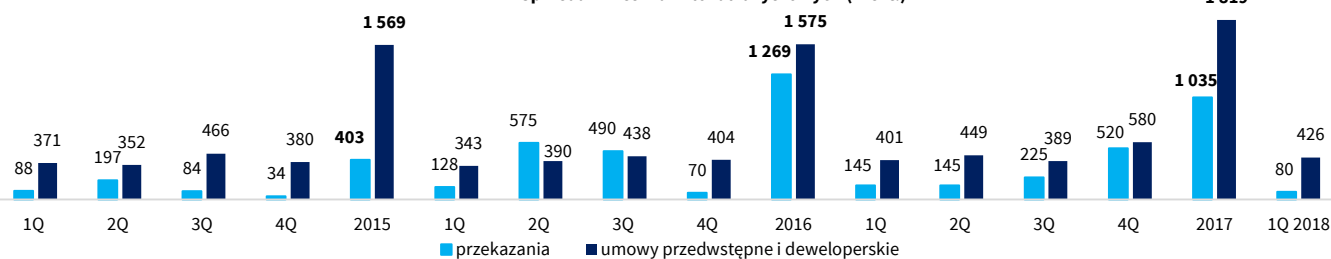
Działalność operacyjna

- W 2017 r. deweloper **przekazał 1.035** (-18% r/r) mieszkań, z czego ponad połowę w IV kwartale. Roczna sprzedaż zwiększyła się o 15,5% r/r do **1 819 lokali**. Natomiast w I kwartale br. przekazania wyniosły **80 szt.** (-44,8% r/r), a sprzedaż **426 szt.** (+6,2% r/r).
- W minionym roku deweloper rozpoczął budowę najwyższego budynku w Szczecinie – apartamentowca **Hanza Tower**, który ma mierzyć 100 metrów i 31 kondygnacji. W wieżowcu ma się znajdować około 500 lokali – głównie mieszkalnych, a dodatkowo biur oraz lokali usługowych. Budynek ma zostać oddany do użytku w 2019 r.
- Wg raportu rocznego spółka **miała w ofercie 1.450 lokali**, natomiast **kolejne 3.750 ma zostać wprowadzonych do sprzedaży w najbliższych okresach**, dzięki czemu deweloper zapewnił ofertę na kolejne 3 lata.
- W ciągu ubiegłego roku deweloper pracował nad uruchomieniem realizacji inwestycji mieszkalnych na łącznie **4.153 lokali** o powierzchni ponad **166,4 tys. m²**. Dodatkowo spółka pracowała nad startem realizacji apartotelu we Warszawie i w Gdańsku o powierzchni ok. **34,5 tys. m²**, obiektów magazynowych w Szczecinie i Małopoli k. Warszawy o pow. ok. **132 tys. m²** i hotelu w Krakowie o pow. **10,5 tys. m²**.
- J.W. Construction stara się dywersyfikować działalność - obecnie przygotowuje grunty do realizacji inwestycji magazynowych **w Szczecinie w ramach joint venture z MLP Group** (pow. ok. 80 tys. m²) i w Małopoli k. Warszawy (pow. ok. 52 tys. m²).
- W II kwartale 2018 r. J.W. Construction planuje rozpocząć realizację etapu D swojej największej inwestycji mieszkaniowej – osiedla Bliska Wola. **Powierzchnia mieszkaniowa ma liczyć 44,5 tys. m² PUM**, a część apartotelowa około 17 tys. m².
- W 2018 r. roku deweloper **planuje sprzedać około 1,5-2 tys. mieszkań**. Cel ten ma zostać zrealizowany przez wyprzedz aktualnej oferty i wprowadzanie do sprzedaży lokali z nowych inwestycji.

Inwestycje planowane do uruchomienia wg stanu na 14.03.2018 r.

Lokalizacja	Liczba lokali	PUM (tys. m ²)	Pow. komercyjna (tys. m ²)
Warszawa	2 813	96,1	25,1 (aparthotel)
Gdańsk	507	30,9	
Skórzewo k. Poznania	280	14,0	
Gdynia	257		9,4 (aparthotel)
Ożarów	200	20,5	
Nowogard	96	4,8	
Szczecin			80,0 (magazyn)
Małopole k. Warszawy			52,0 (magazyn)
Kraków			10,5 (hotel)
Razem	4 153	166,4	176,9

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



Finanse

- W 2017 r. przychody z działalności deweloperskiej stanowiły ponad 80% całej sprzedaży. W ciągu roku przychody z tego segmentu spadły o 31,1% do **337,7 mln zł**, a zysk brutto spadł o 27,5% r/r do **87,9 mln zł**. Mimo to, zysk netto z działalności deweloperskiej utrzymał się na poziomie podobnym do roku ubiegłego, ponieważ odpisy z tytułu utraty wartości nieruchomości inwestycyjnej spadły w 2017 r. o ok. **5,4 mln zł r/r**, a pozostałe koszty operacyjne (w tym głównie rezerwy) o ok. **32,2 mln zł r/r**.
- Niższe koszty miały swoje przełożenie na wyższe marże – marża zysku netto z działalności deweloperskiej wzrosła o **2,2 p.p. r/r**, a marża zysku netto całej grupy wzrosła o **1,3% p.p. r/r**.
- Przychody z segmentu hotelarskiego wzrosły o 13,6% r/r do **50,5 mln zł**, jednak dalej ten obszar działalności okazał się nierentowny – strata netto wyniosła 1,5 mln zł. Kolejne obiekty hotelowe mają powstać w Warszawie, Gdyni i Krakowie.
- Na koniec 2017 r. zadłużenie z tytułu obligacji było o 15 mln zł wyższe od zaciągniętych kredytów i wyniosło **219,9 mln zł**. W maju i listopadzie 2017 r. deweloper wyemitował dwie serie obligacji: o wartości 70 i 94 mln zł i wykupie przypadającym w 2020 r.
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia kształtował się na koniec roku na stabilnym poziomie i wyniósł **ok. 60%**. Paratemr DN/KW był porównywalny do roku ubiegłego i wyniósł **37,3%**, co można uznać za sytuację bezpieczną.
- Spółka znajdowała się w stabilnej sytuacji finansowej, osiągała ponad dwudziestoprocentowe marże i nie była nadmiernie zadłużona. Co więcej, wygenerowała dodatnie przepływy operacyjne netto w wys. ponad **99 mln zł** oraz całkowite przepływy pieniężne netto w wys. **85,9 mln zł**. Deweloper stara się ograniczać ryzyko prowadzonej działalności i realizować dywersyfikację geograficzną poprzez nabywanie gruntów w Szczecinie, Trójmieście, Poznaniu, Krakowie oraz sektorową dzięki realizacji powierzchni magazynowych, biurowych i apartotelowych.

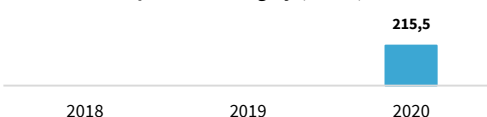
w mln zł	2015	2016	2017
Przychody	202,2	490,7	404,2
Działalność deweloperska	144,1	495,1	337,7
Zysk brutto ze sprzedaży	30,6	121,3	87,9
Marża brutto ze sprzedaży	21,2%	24,5%	26,0%
Zysk ze sprzed. (dew.) ¹	1,3	77,2	52,16
Marża zysku ze sprz. ¹	0,9%	15,6%	15,4%
Zysk netto	6,7	22,6	24,84
Marża netto	4,6%	4,6%	7,4%
Zysk netto	5,7	25,0	25,9
Marża netto	2,8%	5,1%	6,4%
Kapitał własny	626,6	653,2	678,2
Kredyty	201,6	192,3	204,9
Obligacje	314,2	127,5	219,9
Gotówka	188,4	88,3	174,3
Dług netto	334,5	240,8	253,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	63,1%	56,6%	59,9%
Dług netto/KW	53,4%	36,9%	37,3%

Segment deweloperski mieszkaniowy

¹ nie uwzględnia aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
JWC0116	51,5	W3M+marża	06/2020
JWC0520	70	WIBOR 3M+3,0%	05/2020
JWC 1120	94	WIBOR 3M+3,0%	11/2020
Suma	215,5		

Zapadalność obligacji (mln zł)



Zródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

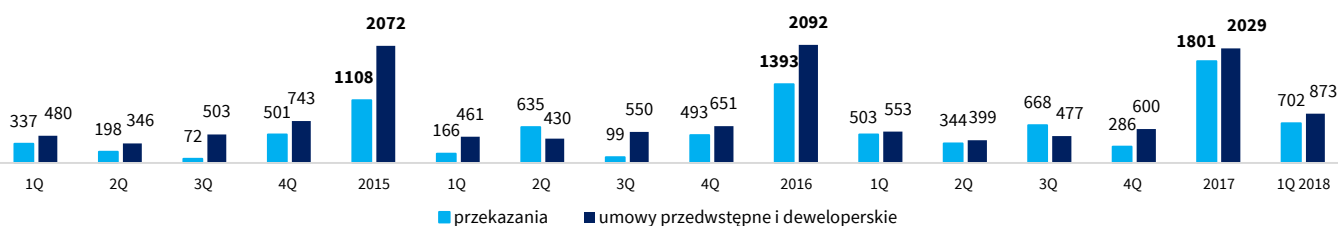
Działalność operacyjna

- W 2017 r. LC Corp **przekazał 1.801 lokali** – o około 29,3% więcej niż przed rokiem. Spółce udało się podpisać umowy sprzedaży dotyczące **2.029 mieszkań** (-3% r/r). Z kolei w I kwartale 2018 r. deweloper **zawarł umowy dotyczące 873 lokali** – wzrost o prawie 58% r/r i **przekazał 702 lokale** – wzrost o 40% r/r.
- Oferta LC Corp na koniec 2017 r. obejmowała **2.006 mieszkań i lokali usługowych**. Przez cały 2017 r. do oferty zostało wprowadzonych **2.154 lokali**, a w 2018 r. liczba ta ma spaść do **1.565 sztuk**. Na koniec 2017 r. deweloper realizował **12 projektów mieszkaniowych o powierzchni prawie 204 tys. m² PUM**.
- Oprócz prowadzenia mieszkaniowej działalności deweloperskiej, grupa zajmuje się budową i wynajmem przestrzeni handlowej i biurowej. Na koniec 2017 r. w budowie pozostawały dwie inwestycje biurowe: **Retro Office House we Wrocławiu** (pow. ok. 20,9 m², komercjalizacja na koniec 2017 r. ok. 73,3%) oraz **Wola Retro we Warszawie** (pow. 24,1 m² komercjalizacja ok. 31,8%).
- Deweloper stara się uzupełniać zasób ziemi – w marcu 2018 r. spółka zależna, LC Corp Invest X, nabyła za **11,68 mln zł netto** grunty we Wrocławiu przy ul. Dożynkowej o łącznej powierzchni ok. **1,44 ha** z zamiarem realizacji inwestycji wielorodzinnej. W podobnym czasie deweloper kupił od miasta Gdańsk teren w Gdańsku przy ul. Letniczkiej o **powierzchni 1,3 ha** za **ok. 19,81 mln zł netto**.

Projekty deweloperskie w przygotowaniu (do uruchomienia w 2018 roku) wg stanu na 20.03.2018 r.

Lokalizacja	Liczba projektów	Liczba lokali	PUM (tys. m ²)
Warszawa	2	285	14 953
Wrocław	3	549	29 873
Kraków	3	583	30 689
Gdańsk	2	310	13 848
Katowice	1	90	5 605
Razem	11	1 817	94 968

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



Finanse

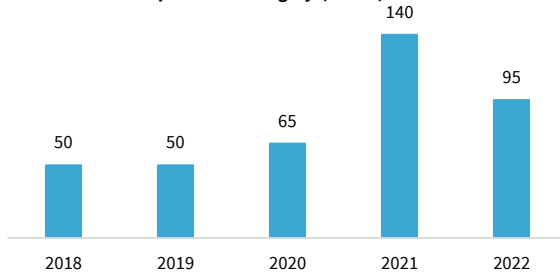
- Spółce udało się po raz kolejny zwiększyć przychody ze sprzedaży. W minionym roku sprzedaż segmentu deweloperskiego wzrosła aż o 40% r/r do **562,5 mln zł** i stanowiła aż 80% przychodów z działalności grupy.
- Jednym z głównych wydarzeń w ub. r. była sprzedaż przez L. Czarnieckiego (zatożyciela spółki) wszystkich posiadanych przez niego akcji. Nabywcami były polskie fundusze emerytalne i TFI. Obecnie w ich rękach jest ponad 70% akcji spółki.
- Spółce udało się poprawić marżę brutto ze sprzedaży w segmencie deweloperskim o 2,8 p.p. r/r do **28,8%**. Z kolei marża zysku netto spadła o ok. 9,3 p.p. r/r do 11,4%, a zysk netto o ok. 29,1% r/r do **80,2 mln zł**.
- Powodem gorszych wyników była głównie aktualizacja wartości nieruchomości komercyjnych (**119,29 mln zł**) spowodowana spadkiem kursu EUR/PLN i niższymi przewidywanymi wpływami z najmu. Dodatkowo, o ok. 11% do **15,5 mln zł** wzrosły koszty sprzedaży oraz aż o ponad 30% do **35,1 mln zł** zwiększyły się koszty ogólnego zarządu. Z kolei działalność finansowa wygenerowała zysk w wys. **12,5 mln zł** (2016 r.: -51,8 mln zł), co było spowodowane spadkiem kursu EUR/PLN i niższą kwotą odsetek od kredytów zaciągniętych w EUR.
- W marcu 2018 r. zarząd LC Corp zarekomendował akcjonariuszom wypłatę dywidendy w łącznej kwocie **107,4 mln zł**, na którą składa się zysk netto jednostki dominującej - LC Corp S.A. w kwocie 100,9 mln zł oraz kwota 6,5 mln zł pochodząca z kapitału zapasowego utworzonego z zysków z lat ubiegłych.
- Działalność deweloperska jest finansowana głównie z emisji obligacji – na koniec roku zobowiązania z tego tytułu wyniosły około **356,7 mln zł (+16,4% r/r)**. Pod koniec lutego br. spółka dokonała emisji czteroletnich niezabezpieczonych obligacji na kwotę **45 mln zł**.
- Z kolei projekty w segmencie komercyjnym są finansowane głównie z kredytów – na koniec 2017 r. przypisane do nich zobowiązania kredytowe wyniosły **ok. 631 mln zł**, a całkowite zadłużenie grupy z tytułu kredytów i obligacji wyniosło ok. **1,1 mld zł**.
- W 2017 r. grupa zanotowała ujemne całkowite przepływy pieniężne netto w wysokości **-10,6 mln zł** (2016 r.: +112,8 mln zł). Spowodowane zostały głównie inwestycjami w nieruchomości w kwocie 100,3 mln zł.
- Na koniec 2017 r. deweloper utrzymywał **bezpieczne wartości zadłużenia** – stosunek dług netto do kapitałów własnych wyniósł około 51%, co jest wynikiem porównywalnym z latami ubiegłymi.

w mln zł	2015	2016	2017
Przychody	449,9	547,0	706,2
Segment mieszkaniowy	318,2	401,9	562,5
Zysk brutto ze sprzedaży	83,0	104,3	162,0
Marża brutto ze sprz.	26,1%	26,0%	28,8%
Zysk netto	108,9	113,1	80,2
Marża netto	24,2%	20,7%	11,4%
Kapitał własny	1 364,6	1 396,2	1 448,4
Kredyty	117,5	87,9	88,2
Obligacje	165,5	306,5	356,7
Gotówka	105,7	158,9	163,3
Dług netto	177,3	235,7	281,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	52,8%	56,3%	56,1%
Dług netto/KW	50,2%	52,1%	50,6%

Segment deweloperski

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
LCC003301018	50	W6M+3,5%	10/2018
LCC004060619	50	W6M+3,5%	06/2019
LCC005200320	65	W6M+3,2%	03/2020
LCC007100521	100	W6M+3,5%	05/2021
LCC008061021	25	W6M+3,5%	10/2021
LCC009061021	15	W6M+3,5%	10/2021
LCC0622	50	W6M+3,2%	06/2022
b/d	45	b/d	02/2022
Suma	400		

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Lokum Deweloper

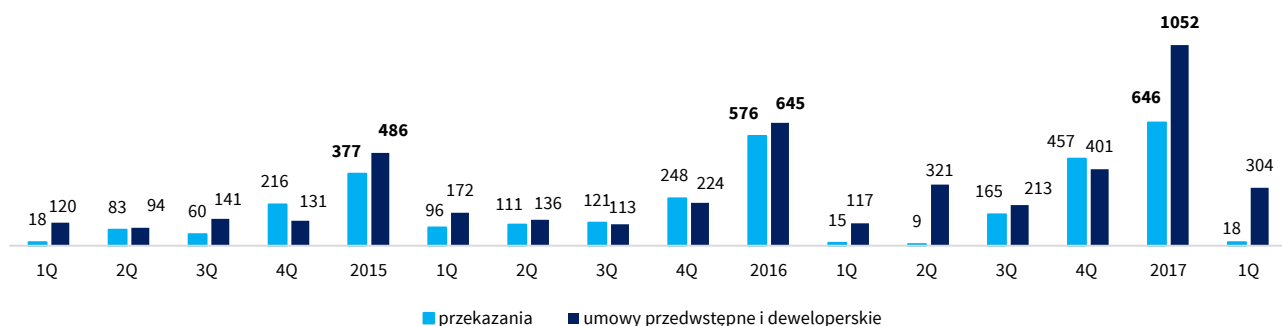
Działalność operacyjna

- W 2017 r. Grupa Lokum zrealizowała cel sprzedażowy ustalony na poziomie 1.000 lokali, zwiększając sprzedaż w ramach umów przedwstępnych i deweloperskich do 1.052 lokali (+63,1% r/r). W ubiegłym roku dwukrotnie wzrosła również liczba podpisanych umów rezerwacyjnych (210). Rekordowa liczba rezerwacji przełożyła się na bardzo dobre wyniki sprzedażowe pierwszego kwartału 2018 r., w którym to Grupa Lokum odnotowała sprzedaż 304 lokali (+159,8% r/r). Wyniki sprzedażowe pierwszego kwartału pozwalają z optymizmem patrzeć na realizację celu sprzedażowego na 2018 r., który ponownie wynosi 1.000 lokali.
- Wysoka sprzedaż w ubiegłych latach przełożyła się na rekordową liczbę lokali rozpoznanych w wyniku finansowym Grupy za 2017 r. (646 lokali, +12,2% r/r), co związane było z realizacją potencjału na ubiegły rok w 95%. Wysoka liczba lokali w realizacji (1.543 lokale, +71% r/r) pozwala oczekiwać wysokiego wolumenu przekazania w 2018 r. (potencjał na bieżący rok to 973 lokale, z czego 63% zostało sprzedane w ramach umów przedwstępnych i deweloperskich na koniec 2017 r.).
- Lokum Deweloper dysponuje bankiem ziemi, który pozwoli na realizację łącznie 4.589 lokali, który jest na podobnym poziomie, co na koniec roku 2016 (bank ziemi na 4.333 lokali). Wyraźna jest zwiększona aktywność dewelopera na rynku krakowskim, gdzie planuje wybudować ponad jedną trzecią zaplanowanych mieszkań.

Bank ziemi wg stanu na 31.12.2017 r.

Lokalizacja	Liczba lokali
Wrocław	2 943
Międzyleska/Gazowa	264
Gnieźnieńska	1 379
Górska	1 200
Jaskółcza	100
Kraków	1 646
Kobierzyńska	419
Stawka	744
Klimeckiego	483
Razem	4 589

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



Finanse

- Rekordowa liczba przekazania w 4Q2017 r. (457) przełożyła się na wzrost przychodów Grupy Lokum w całym 2017 w stosunku do 2016 r. o **16,9%**. Tempo wzrostu przychodów w ubiegłym roku było wyższe niż tempo wzrostu przekazania, co związane było z większą o **4,2%** średnią wartością jednego lokalu rozpoznanego w wyniku niż rok wcześniej spowodowanej głównie wzrostem cen na rynku mieszkaniowym we Wrocławiu.
- W ubiegłym roku Lokum osiągnęło bardzo wysoką marżę brutto na sprzedaży (**38,9%**), o 8 p.p. wyższą niż rok temu. Przyczyną tak istotnego wzrostu rentowności Grupy był wzrost cen sprzedawanych mieszkań w poszczególnych inwestycjach, przy utrzymaniu dyscypliny kosztowej pomimo rosnących kosztów budowy realizowanych inwestycji.
- W 2017 r. istotnie wzrosła również marża netto Grupy Lokum (+9,8 p.p.). Najważniejszymi czynnikami wpływającymi na rentowność netto Grupy w 2017 r., oprócz wysokiej rentowności sprzedaży, były niższa wartość pozostałych kosztów operacyjnych oraz wzrost kosztów finansowych, związany ze zwiększeniem zadłużenia finansowego Grupy.
- Dług netto Grupy Lokum spadł w stosunku do końca 2016 r. (-5,4 mln zł), co związane było przede wszystkim ze wzrostem stanu środków pieniężnych posiadanych przez Grupę, równoważącym znaczny wzrost wartości zadłużenia finansowego (+73,6 mln zł).
- Zarząd Lokum Deweloper rekomenduje wypłatę dywidendy za 2017 r. w wysokości 15,1 mln zł (19,7% skonsolidowanego zysku netto Grupy za 2017 r.), czyli 0,84 zł na akcję. Jednocześnie Zarząd Grupy zdecydował się na zmianę polityki dywidendowej na 2018 r., podnosząc maksymalny poziom dywidendy do 50% skonsolidowanego zysku netto.
- W 2017 r. Lokum Deweloper wyemitował obligacje serii D oraz E o łącznej wartości 175 mln zł. Środki z obligacji zostały przeznaczone m.in. na wykup dotychczasowych trzech serii obligacji o łącznej wartości 100 mln zł. Deweloper ma bardzo komfortową sytuację w zakresie terminów wykupu obligacji.

w mln zł	2015	2016	2017
Przychody	129,2	189,3	221,2
Zysk brutto ze sprz.	45,3	60,4	88,1
Marża brutto ze sprz.	35,1%	31,9%	39,8%
Zysk netto	37,5	46,9	76,6
Marża netto	29,0%	24,8%	34,6%
Kapitał własny	210,0	243,0	297,3
Kredyty	8,3	0,0	0,0
Obligacje	60,1	101,0	174,0
Gotówka	98,5	56,0	135,0
Dług netto	-29,8	45,3	39,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	33,1%	36,9%	47,9%
Dług netto/KW	-14,2%	18,6%	13,4%

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
D	75	W6M+3,20%	04/2020
E	100	W6M+3,10%	06/2021
Suma	175		

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Marvipol Development

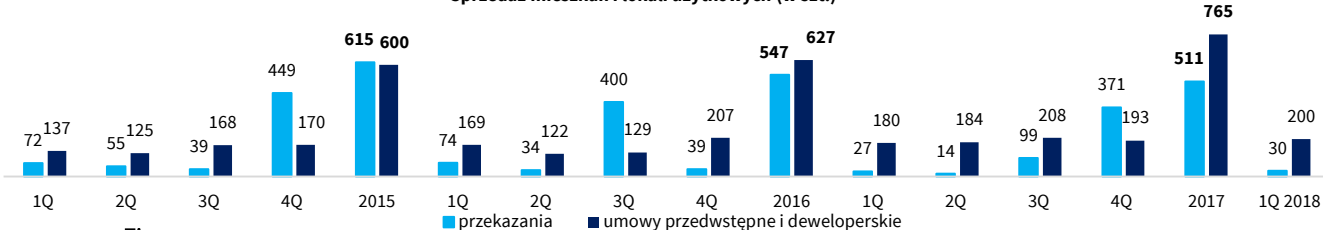
Działalność operacyjna

- W 2017 r. deweloper **przekazał 511 lokali** (-6,6% r/r) i podpisał **umowy sprzedaży dotyczące 765 mieszkań** (+22% r/r). Większość z nich dotyczyła lokali w projekcie Central Park Ursynów – 535 szt. Z kolei w I kwartale 2018 r. spółka przekazała 30 lokali (+11% r/r) – aż 29 z nich pochodziło z inwestycji Lake Park Apartments we Warszawie. W tym okresie deweloper podpisał umowy sprzedaży dotyczące 200 mieszkań - o 11% więcej niż w I kwartale roku poprzedniego.
- 1 grudnia 2017 r. grupa zakończyła proces podziału. W jego wyniku została wydzielona działalność deweloperska do spółki Marvipol Development S.A. Następnie 19 grudnia podmiot ten zadebiutował na GPW w Warszawie.
- Na przełomie roku 2017 r. i 2018 r. deweloper rozpoczął budowę i sprzedaż lokali w wieżowcu **Unique Tower** przy ul. Grzybowskiej w Warszawie, w którym łącznie powstanie ok. 24 tys. m² powierzchni użytkowej i mieszkalnej. Mieszkania są oferowane inwestorom wraz z umową najmu gwarantującą roczną stopę zwrotu w wysokości 7% rocznie przez 10 lat. Budowa ma się zakończyć w III kwartale 2020 r.
- Spółka w ostatnim czasie **zwiększa swoje zaangażowanie w segmencie magazynowym**. Na koniec marca 2018 r. Marvipol realizował łącznie **7 projektów magazynowych** na terenie Mazowsza, w rejonie Łodzi, w Aglomeracji Śląskiej, w okolicach Krakowa i w województwie zachodniopomorskim. Ich **łącna powierzchnia wynajmowalna jest szacowana na ok. 317 tys. m²**.
- W 2017 r. Marvipol **sprzedał za ok. 32,4 mln EUR** swoją pierwszą inwestycje magazynową - obiekt przy węźle drogowym Konotopa. Projekt ten został zrealizowany za pośrednictwem spółki joint venture zawiązanej wcześniej z Panattoni Development Europe.
- W lutym br. deweloper poinformował o zamiarze realizacji **projektu magazynowego w aglomeracji warszawskiej** we współpracy z Panattoni Development Europe. W całym 2018 r. obaj deweloperzy planują uruchomić projekty magazynowe o łącznej powierzchni **115 tys m²**. Do tej pory **realizowali oni wspólnie inwestycje magazynowe o powierzchni najmu ok. 235 tys. m²**.
- W 2018 r. Marvipol planuje wprowadzić do realizacji 10 projektów mieszkaniowych liczących **1,3 tys. lokali** i ok. **62 tys. m²**. Oprócz Warszawy spółka zamierza uruchomić 2 projekty w Gdańsku z **474 lokalami** o łącznej powierzchni **16 tys. m²**.

Projekty deweloperskie do uruchomienia w II Q 2018 r. i kolejnych okresach wg stanu na 28.03.2018 r.

Lokalizacja	L. projektów	Liczba lokali	PUM (tys. m ²)
Warszawa	6	1014	55,4
Gdańsk	2	474	16,8
Razem	8	1 488	72,2

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



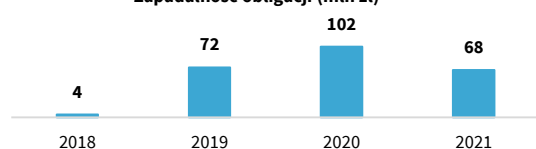
Finanse

- W 2017 r. grupa wygenerowała **185,7 mln zł** przychodów ze sprzedaży (-15,3% r/r). Pogorszeniu uległ także zysk operacyjny (-16,5% r/r) i zysk netto (-16,3% r/r). Powodem tego była wysoka baza z 2016 r. spowodowana przez jednorazowe zdarzenie – sprzedaż biurowca **Prosta Tower**, która wygenerowała w tamtym okresie prawie **6,3 mln zł** zysku ze sprzedaży.
- Segment magazynowy wygenerował **20 mln zł** zysku operacyjnego i **15,2 mln zł** zysku netto, co stanowiło 60% wyniku netto grupy.
- Marvipol **zwiększył swoją marżę brutto ze sprzedaży do 20,5%** (+4,2 p.p.), ponieważ aż 498 z 511 lokali przekazanych w 2017 r. stanowiły lokale w inwestycji Central Park Ursynów, na których spółka wygenerowała średnią marżę brutto ze sprzedaży w wys. ok. 20%. Marża operacyjna i marża zysku netto utrzymały się na poziomie podobnym do 2016 r.
- Marvipol finansuje swoją działalność głównie poprzez emisje obligacji. W 2017 r. spółka wyemitowała **dwie serie obligacji – T i U na łączną kwotę 146,08 mln zł**. Z tej kwoty 80 mln zł zostało przeznaczonych na zakup gruntów pod projekty magazynowe, a 66 mln zł na zakup gruntów pod projekty mieszkaniowe. Pomimo przeprowadzenia emisji udział obligacji w strukturze zadłużenia finansowego spadł na rzecz kredytów o ok. 6,5 p.p. r/r do **74,8%**.
- Zaciągnięcie nowych kredytów i emisja obligacji zwiększyły zadłużenie netto do **102,8 mln zł**. Spółka nie jest jednak nadmiernie zadłużona – wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł na koniec 2017 r. **59%**, a stosunek długu netto do kapitału własnego ok. **28,1%**.
- W ostatnim roku grupa przeszła reorganizację głównie w celu zwiększenia atrakcyjności dla inwestorów. Spółka stara się dywersyfikować geograficznie swoją działalność - w 2017 r. nabyła w Gdańsku dwie nieruchomości z zamiarem realizacji inwestycji w 2018 r. Co więcej, grupa coraz intensywniej inwestuje w projekty magazynowe – na koniec marca 2018 r. jej **zaangażowanie w ten segment działalności (wpłaty na kapitał i pożyczki) wyniosło prawie 160 mln zł**.

w mln zł	2015	2016	2017
Przychody	269,8	219,40	185,7
EBIT	13,1	43,6	36,4
Marża EBIT	4,9%	19,9%	19,6%
Zysk netto	2,4	45,6	38,2
Marża netto	0,9%	20,8%	20,6%
Kapitał własny	326,1	347,2	366,0
Kredyty i inne	95,5	32,5	83,5
Obligacje	158,5	141,4	247,7
Gotówka	155,4	192,6	228,4
Dług netto	98,6	-18,7	102,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,1%	49,9%	59,0%
Dług netto/KW	b/d	-5,4%	28,1%

Działalność deweloperska			
Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu (outstanding)
R	40	W3M+marża	01/2018 (4)
			01/2019 (12)
			01/2020 (24)
S	60	W6M+3,6%	08/2019 (60)
			08/2020 (12)
T	80	W6M+3,1%	02/2021 (12)
			08/2021 (56)
U	66	b/d	11/2020 (66)
Suma	146		

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Działalność operacyjna

- Murapol tworzy holding inwestycyjny prowadzący działalność deweloperską, w skład którego wchodzi m.in. zamknięte fundusze inwestycyjne. Analiza sprawozdania finansowego jednostki inwestycyjnej jest niemiarodajna, ponieważ jest ono sporządzane wg innych zasad rachunkowości niż stosowanych przez deweloperów. Do tej pory spółka opublikowała sprawozdanie pro forma za I półrocze 2017 r., które pozwalało ocenić jej działalność deweloperską.
- W 2017 r. Murapol **zakontraktował sprzedaż 3.605 lokali** mieszkalnych – o 18,5% więcej niż przed rokiem. Pula ta zawiera w jednej pozycji umowy przedwstępne, deweloperskie, rezerwacyjne i akty notarialne, co uniemożliwia porównanie kontraktacji z innymi deweloperami.
- Grupa jest jednym z największych polskich deweloperów pod względem liczby budowanych lokali. Na koniec 2017 r. **spółka prowadziła budowę ok. 5 tys. mieszkań** o łącznej powierzchni ok. 220 tys. m². **Wskaźnik wyprzedaży mieszkań z pozwoleniem na użytkowanie wyniósł ok. 98%.**
- W 2018 r. deweloper planuje prowadzić budowę 7 tys. lokali, które mają być przekazywane w 2018 r. i 2019 r. Na koniec 2017 r. Murapol miał zakontraktowany **bank ziemi pozwalający zrealizować ponad 22 tys. lokali o powierzchni ponad 975,2 tys. m² PUM.**
- Pod koniec roku spółka zwiększyła swój udział w akcjonariacie Polnordu do 9,87%, nabywając 1,63 mln akcji za ponad 18 mln zł. Zarząd dewelopera nie wyklucza wzrostu zaangażowania w akcjonariat Polnordu w przyszłości.
- Na początku 2018 r. doszło do zmian w zarządzie w związku z **planowanym IPO na GPW.** Dotychczasowy prezes Michał Sapota przeszedł do rady nadzorczej, a na czele spółki stanął Nikodem Iskra. Nowym członkiem zarządu została Iwona Sroka – ma odpowiadać za obszar komunikacji strategicznej i realizacji inwestorskich.
- W połowie marca br. deweloper rozpoczął sprzedaż 96 i mieszkań i 65 miejsc parkingowych w swojej pierwszej inwestycji w Gliwicach – w osiedlu Murapol Osiedle Parkowe. Cały projekt ma składać się z kilku etapów na łącznie 600 mieszkań o całkowitej powierzchni 26 tys. m².
- Pod koniec marca 2018 r. spółka zależna Murapol Projekt 37 nabyła za 16 mln zł (ok. 683 zł/ m² PUM) **działkę na Białotęcie we Warszawie o łącznej powierzchni 53,6 tys. m².** Deweloper planuje zrealizować na niej osiedle mieszkaniowe na 504 lokali o powierzchni ok. 23,4 tys. m².
- Na początku drugiego kwartału br. deweloper rozpocznie budowę osiedla Murapol Trzy Stawy w Katowicach przy ul. Granicznej i Pułaskiego. Składać się będzie z dwóch 9-kondygnacyjnych budynków z **243 lokalami o łącznej powierzchni użytkowej 10,8 tys. m².** Przekazania mieszkań mają odbywać się pod koniec 2019 r.

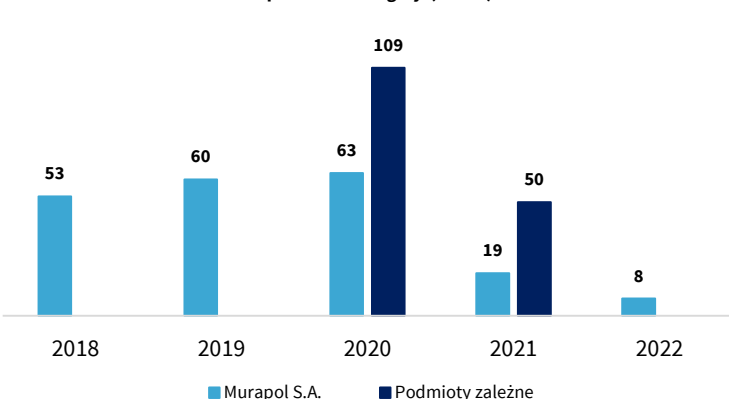
Projekty do uruchomienia w latach 2018+ wg stanu na 9.04.2018 r.

Bank Ziemi	Liczba lokali	PUM (tys. m ²)
Berlin	329	24,1
Warszawa	3 584	174,2
Kraków i Wieliczka	3 806	163,5
Łódź	2 043	87,7
Wrocław	1 810	74,4
Poznań	1 300	53,4
Edynburg	59	3,7
Gdańsk	688	28,8
Bydgoszcz	758	30,1
Katowice	3 529	151,1
Gdynia	634	25,4
Toruń	617	25,6
Tychy	433	18,6
Bielsko-Biała	180	7,9
Siewierz	976	42,3
Sosnowiec	659	29,9
Gliwice	663	26,0
Mikołów	204	8,7
Razem	22 272	975,2

Finanse

- Spółka finansuje swoją działalność głównie poprzez emisje obligacji. W 2018 r. Murapol uplasował 8 serii obligacji o łącznej wartości ok. **80,8 mln zł.** W bieżącym roku przypada wykup papierów na kwotę **52,5 mln zł,** spółka z pewnością będzie chciała dokonać refinansowania poprzez kolejne emisje.
- Dług netto** spółki na koniec 2017 r. wzrósł do **470,3 mln zł,** przez co jego relacja **do kapitał własnego wyniosła aż 120%.** Dodatkowo Murapol miał **379,4 mln zł zobowiązań z tytułu umów przedwstępnych na zakup gruntów,** a także **597,2 mln zł zobowiązań warunkowych** dotyczących głównie udzielonych poręczeń. Dodatkowo, na podstawie opublikowanego sprawozdania finansowego za 2017 r. nie jest możliwe oszacowanie zadłużenia spółek zależnych, ponieważ Murapol jako jednostka inwestycyjna nie konsoliduje swoich spółek zależnych. Zamiast tego dokonuje wyceny inwestycji w jednostki zależne do wartości godziwej przez wynik finansowy.
- W tabeli obok zebrano aktualne dane dot. emisji obligacji spółek z grupy Murapol. W zestawieniu uwzględniliśmy również **zobowiązania podmiotów zależnych** (tj. Abadon Real Estate, Aoram, Partner) z tytułu wyemitowanych obligacji wynoszących ok. 159 mln zł.

Zapadalność obligacji (mln zł)



w mln zł	2015	2016	2017	I-III Q 2017 ¹
L. sprzedanych mieszkań	965	1 626	b/d	b/d
L. przekazanych mieszkań	1 242	1 764	b/d	b/d
Przychody	372,1	250,3	186,3	190,6
Zysk netto	67,4	125,9	120,2	37,2
Marża netto	18,1%	50,3%	64,5%	19,5%
Kapitał własny	232,5	324,0	437,4	284,7
Kredyty i inne	70,6	138,7	303,6 ²	193,9
Obligacje	90,6	109,0	171,4	215,7
Gotówka	13,3	10,7	4,7	67,9
Dług netto	147,9	237,0	470,3	341,7
Wsk. ogólnego zadłużenia	56,2%	49,2%	55,3%	73,3%
Dług netto/KW	63,6%	73,1%	107,5%	120,0%

¹ - dane pro-forma

² - w tym ok. 215 mln zł pożyczek od podmiotów powiązanych

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
P	30	W3M+4,6%	04/2018
R	22,5	W3M+4,6%	10/2018
S	45	6%	08/2019
T	10	W3M+4,7%	10/2019
U	5	W3M+4,7%	10/2019
W	11,8	W3M+marża	02/2020
Z	13,2	W3M+marża	03/2020
BA	28,2	6%	06/2020
EA	4,9	W3M+marża	04/2021
GA	3,3	W3M+marża	05/2021
BB, HA, KA, IA, JA	27,9	b/d	06/2020-04/2022
10 (Abadon)	50	5%	05/2020
b/d (Abadon)	15	5%	07/2020
A (Aoram)	44,1	6%	08/2020
A (Partner)	40	W3M+marża	01/2021
b/d (Abadon)	10	Stałe	02/2021
Suma	361		

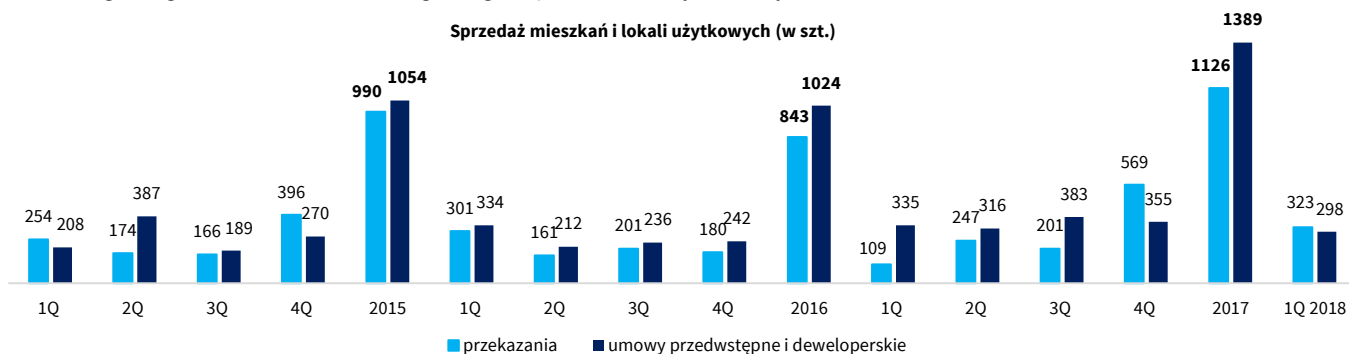
Emisje podmiotów zależnych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Działalność operacyjna

- W 2017 r. Polnord **przekazał 1.126 lokali** (+ 33,6% r/r) i podpisał **umowy przedwstępne** dotyczące **1.389 mieszkań** (+35,6% r/r). Z kolei w I kwartale 2018 r. deweloper przekazał 323 mieszkań i podpisał umowy przedwstępne i rezerwacyjne dotyczące 298 lokali.
- Również w listopadzie ub. r. deweloper podpisał warunkową umowę nabycia działki budowlanej o pow. **12,5 tys. m²** zlokalizowanej we Warszawie w dzielnicy Rembertów. Spółka planuje wybudowanie tam 213 mieszkań i 228 miejsc postojowych.
- Według danych z grudnia 2017 r. kompleks biurowy **Wilanów Office Park** został **skomercjalizowany niemal w 100%**. Wg zarządu kolejnym krokiem ma być sprzedaż całej inwestycji.
- W grudniu 2017 r. **Murapol nabył za 18 mln zł ok. 1,63 mln akcji** Polnord i zwiększył swoje zaangażowanie w akcjonariacie spółki do 9,87%.
- W lutym br. spółka poinformowała o rozpoczęciu **przełądu opcji strategicznych**. Zarząd będzie rozważał m.in. poszukiwanie inwestora strategicznego, zawarcie aliansu strategicznego, czy zawarcie innej transakcji.

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



Finanse

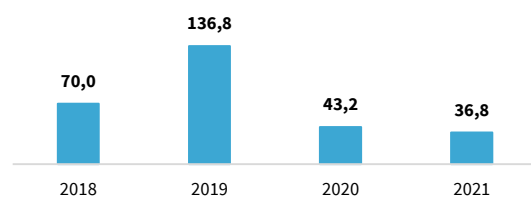
- Po 3 kwartałach 2017 r. spółka osiągnęła **147,9 mln zł** (-5,6% r/r) przychodów ze sprzedaży. Działalność deweloperska stanowiła prawie 93% całkowitej sprzedaży spółki – wygenerowała **137,5 mln zł** przychodów (-6,3% r/r). W 2017 r. **pogorszeniu uległa marża zysku brutto ze sprzedaży** segmentu deweloperskiego, która spadła o ok. 10,5 p.p. do 20,3%.
- Segment deweloperski wygenerował prawie 23 mln zł zysku netto, jednak działalność komercyjna (wynajem powierzchni biurowych) oraz pozostała działalność nieprzypisana wygenerowały straty, co doprowadziło do **skonsolidowanej straty netto grupy w wysokości 1,7 mln zł**.
- Grupa finansuje swoją działalność głównie poprzez prywatne emisje obligacji. W marcu 2018 r. deweloper wyemitował papiery wartościowe na kwotę **36,8 mln zł** o terminie wykupu przypadającym na marzec 2021 r., natomiast w styczniu i lutym br. wykupił obligacje o łącznej wartości 44,5 mln zł. Na dzień publikacji niniejszego raportu zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji wynosiły około **287 mln zł**. W 2018 r. przypada wykup obligacji o wart. **70 mln zł**, a w kolejnym roku kolejnych **137 mln zł**.
- Strategia spółki na lata 2016 – 2019 zakłada m.in. osiągnięcie rentowności netto na poziomie 18%, osiągnięcie w 2019 r. przychodów przekraczających 0,5 mld zł oraz rocznej sprzedaży lokali w ilości co najmniej 1.500 szt. Co więcej, spółka **planuje powrócić do wypłacania dywidendy począwszy od 2018 r.**
- Zadłużenie Polnord po 3 kwartałach 2017 r. było stosunkowo niskie - dług netto zmniejszył się do 331,5 mln zł, wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł ok. **55,5%**, a stosunek długu netto do kapitał własnego ok. **47,1%**. Co więcej, spółka wygenerowała dodatkowo przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w wysokości **39,5 mln zł**. Całkowite przepływy pieniężne netto za 9 miesięcy 2017 r. były ujemne i wyniosły -19,8 mln zł – powodem były głównie **wykupy obligacji na łączną kwotę ok. 70 mln zł**.
- Biorąc pod uwagę fakt, że w tym roku przypada wykup papierów dłużnych na kwotę **70 mln zł**, spółka będzie musiała zapewne dokonać refinansowania poprzez kolejną emisję. Deweloper stara się dywersyfikować geograficznie i segmentowo swoją działalność i uzupełniać bank ziemi. Polnord ma jednak trudności z uzyskaniem dodatniego wyniku netto z działalności polegającej na wynajmie powierzchni komercyjnej, w która po 3 kwartałach 2017 r. **wygenerowała stratę netto w wysokości 1,4 mln zł**.

w mln zł	2015	2016	I-III Q 2017
Przychody	250,6	176,8	147,9
Segment deweloperski	222,4	163,6	137,5
Zysk brutto ze sprzedaży	-34,4	50,4	27,9
Marża brutto	-15,5%	30,8%	20,3%
Zysk netto	-136,4	-16,9	-1,79
Marża netto	-54,4%	-9,6%	-1,2%
Kapitał własny	727,0	705,6	704,1
Kredyty	161,5	156,6	150,1
Obligacje	275,5	330,9	304,9
Gotówka	53,7	143,5	123,7
Dług netto	383,3	344,2	331,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	48,3%	53,5%	55,5%
Dług netto/KW	52,7%	48,8%	47,1%

Działalność deweloperska

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
M1	50,0	W3M+3,5%	06/2018
MB2	20,0	W6M + marża	07/2018
O	20,0	W3M + marża	07/2019
D	60,0	W6M + marża	12/2019
NS4	30,0	W3M + marża	12/2019
NS5	20,0	W3M + marża	12/2019
NS6	6,8	W6M + marża	12/2019
NS7	14,7	W6M + marża	02/2020
NS8	5,3	W3M + 4,2%	04/2020
NS9	5,2	W3M + 4,5%	05/2020
NS10	18,0	b/d	09/2021
P	36,8	W3M + marża	03/2021
Suma	286,8		

Zapadalność obligacji (mln zł)



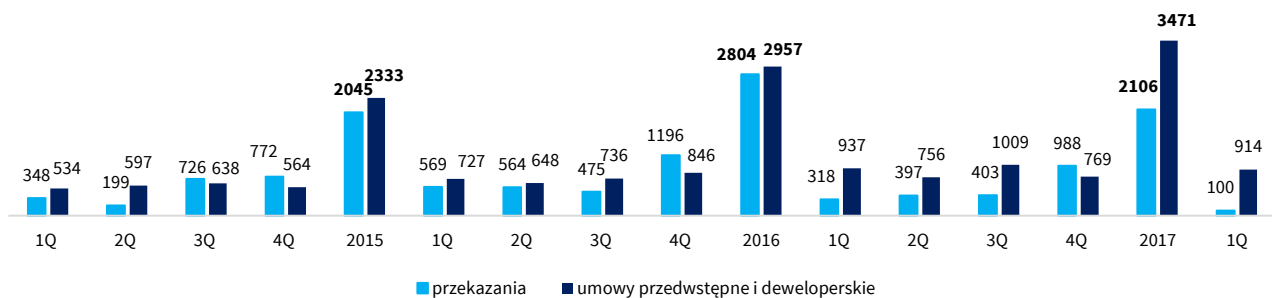
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Działalność operacyjna

- W 2017 r. Robyg sprzedał **3 471 mieszkań (+17,4% r/r)**. W bieżącym roku Grupa planuje utrzymać sprzedaż na **poziomie około 3 300 lokali**.
- Co istotne, około 54% udział w sprzedaży miały mieszkania zlokalizowane w Gdańsku, zaś 46% w Warszawie. W najbliższych latach deweloper rozpocznie sprzedaż mieszkań na rynku wrocławskim.
- W tym samym okresie deweloper przekazał **2 106 mieszkań (szacowana liczba lokali rozpoznanych w przychodach; -24,9 r/r)**. Na koniec czwartego kwartału 2017 r. spółka posiadała w ofercie **2 224 lokali**, z czego 98 było ukończonych.
- W ubiegłym roku Robyg wydał na rozbudowę swojego banku ziemi **108,0 mln zł (-53,1% r/r)**. Ponad 60% tej kwoty stanowiły grunty znajdujące się w Warszawie, umożliwiające budowę około **1 250 lokali**, zaś pozostałą część grunt w Gdańsku, umożliwiającą budowę około **1.500 mieszkań**. Po dniu bilansowym deweloper poinformował o zakupie działki w Warszawie w dzielnicy Ursus, za kwotę **82 mln zł pod 1.800 lokali**. Biorąc pod uwagę powyższe transakcje, średnia cena zakupu działek do PUM wyniosła w Warszawie około **880 zł/PUM**, zaś w Gdańsku około **510 zł/PUM**.
- W 2018 r. Robyg planuje ukończenie około **2 950 mieszkań**, z czego **2 330 lokale są zakontraktowane (79,0%)**. W 2019 r. natomiast deweloper ukończy około **3 700 mieszkań**, z czego **1 030 stanowią zakontraktowane (27,8%)**.
- Bricks Aquisition Limited**, spółka należąca do funduszy inwestycyjnych Goldman Sachs, w wyniku udanego wezwania na **100% akcji Robyg S.A.**, dokonał przejęcia dewelopera, oferując cenę **4 zł za akcję**. W związku z powyższą transakcją, Grupa Robyg została zdjęta z Giełdy Papierów Wartościowych. Spółka jednak zaznacza, że wciąż będzie obecna na rynku kapitałowym za sprawą notowanych obligacji na rynku Catalist.

Bank ziemi	Planowana liczba lokali
Warszawa	6 935
Gdańsk	5 085
Wrocław	300
Razem	12 320

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



Finanse

- W 2017 r. Robyg zanotował przychody na poziomie **737,9 mln zł (+42,7% r/r)**. Należy jednak pamiętać, że wzrost podyktowany jest w głównej mierze zmianą polityki rachunkowości w zakresie ujmowania przychodów z projektów typu joint venture. Deweloper **utrzymał marżę brutto ze sprzedaży oraz marżę na netto na podobnym poziomie**, co w roku 2016.
- Spółka **utrzymuje wysoką dyscyplinę kosztową**. Udział kosztów sprzedaży do przychodów wyniosła w 2017 r. 3,9% wobec 3,8% w 2016 r. Koszty ogólnego zarządu natomiast stanowiły 4,5% w 2017 r., wobec 5,4% rok wcześniej.
- Deweloper kolejny rok z rzędu dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Zarząd rekomenduje wypłatę dywidendy w wysokości **0,30 zł na akcję**, co stanowi około **64% wypracowanego zysku netto na wypłatę dywidendy**. Obecny akcjonariusz spółki utrzymuje, że powyższa wysokość dywidendy będzie utrzymywana w kolejnych latach.
- Zdecydowaną część zadłużenia finansowego dewelopera na koniec 2017 r. stanowiły obligacje, których udział wyniósł **53%**. Pozostałą część stanowiły kredyty i pożyczki (39%) oraz pozostałe zobowiązania finansowe, na które składają się głównie leasingi finansowe (8%).
- W 2018 r. Robyg dokonał częściowego wykupu obligacji o łącznej wartości **120 mln zł**, z czego wykupy obligacji serii M oraz O zostały wykupione przed terminem. Spółka zapowiedziała również przedterminowy wykup obligacji serii P o wartości 60 mln zł. Data transakcji została ustalona na dzień 20.04.2018 r.
- Pod koniec marca 2018 r. deweloper wyemitował obligacje serii PA o **wartości 300 mln zł** w ramach emisji obligacji o maksymalnej wartości **400 mln zł**. Oprocentowanie obligacji wynosi **2,7%** ponad WIBOR 6M. Jest to emisja refinansująca pozostałe serie obligacji w związku z obecnością kowenantów we wcześniejszych seriach obligacji dot. konieczności utrzymania przez Robyg statusu spółki notowanej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

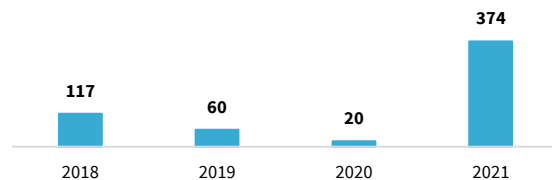
w mln zł	2015	2016	2017
Przychody ¹	480,4	517,1	737,9
Zysk brutto ze sprz. ¹	77,0	116,1	169,4
Marża brutto ze sprz.	16,0%	22,5%	23,0%
EBIT	59,0	122,9	173,8
Marża EBIT	12,3%	23,8%	23,6%
Zysk netto	81,6	104,0	136,2
Marża netto	17,0%	20,1%	18,5%
Kapitał własny	524,2	561,1	694,8
Kredyty	169,1	361,2	283,3
Obligacje	373,2	396,7	388,0
Gotówka	376,6	382,4	379,3
Dług netto	226,7	436,6	347,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,5%	68,0%	65,1%
Dług netto/KW	43,2%	77,8%	50,0%

¹ Pro forma, z uwzględnieniem wyników finansowych wspólnych przedsięwzięć skonsolidowanych metodą proporcjonalną

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
L	60	W6M + 3,0%	10/2018
N	60	W6M + 2,8%	04/2018 ²
P	56,8	W6M + 2,8%	10/2019
R	20	W6M + 2,82%	05/2020
S	73,8	W6M + 2,9%	07/2021
PA	300	W6M+2,7%	03/2021
Suma	570,6		

² Zaplanowany przedterminowy wykup

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

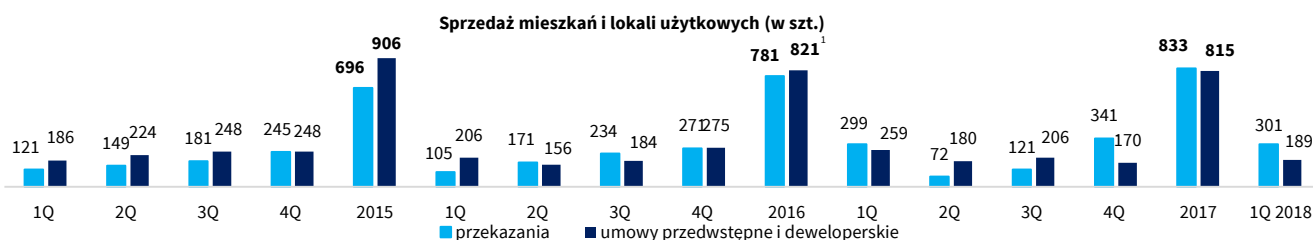
Ronson Europe N.V.

Działalność operacyjna

- W 2017 r. Grupa przekazała łącznie **833** lokali (+ 7% r/r). W tym okresie spółce udało się podpisać umowy sprzedaży dotyczące **815** mieszkań. Natomiast w I kwartale 2018 r. Ronson przekazał **301** mieszkań i popisał przedwstępne umowy sprzedaży dot. **189** lokali. Z kolei w całym 2018 r. deweloper planuje przekazać ok. 800 mieszkań i zawrzeć umowy dotyczące 750 lokali.
- Średnia cena mieszkania sprzedanego w 2017 r. spadła do 384 tys. PLN** w porównaniu do 445 tys. PLN z 2016r. Powodem tego jest rozpoczęcie sprzedaży lokali w inwestycji Miasto Moje na Białotęcie (projekt budżetowy) oraz większej sprzedaży lokali w miastach poza Warszawą w cenach w przedziale ok. 5-6 tys. PLN/m².
- Obecnie grupa przygotowuje jeden projekt w formule apartotelu – Miasto Marina w Szczecinie, którego zakończenie zaplanowano na I kwartał 2019 r.
- W lutym 2017 r. Deweloper kupił za **81,75 mln zł netto** działkę w warszawskiej dzielnicy Ursus z zamiarem budowy około **1.600** lokali. Obecnie przygotowywane są pozwolenia na budowę I etapu na około 150 lokali. Oczekiwane jest rozpoczęcie sprzedaży mieszkań z tej inwestycji w III lub IV kwartale 2018r.
- W kwietniu 2018 r. Ronson zawarł z Global City Holdings (GCH) **umowę odkupu udziałów spółek projektu Nova Królikarnia za 83,8 mln zł**. Kwota 23,8 mln zł została zapłacona, a pozostałe 60 mln zł deweloper zapłaci w ratach w ciągu dwunastu miesięcy. Dodatkowo strony zawarły umowę, na mocy której Ronson otrzymał opcję kupna udziałów w ośmiu innych spółkach celowych projektu. **Ronson sprzedał projekt Nova Królikarnia do GCH pod koniec 2016 r. za 175 mln zł.**

Projekty deweloperskie w przygotowaniu wg stanu na 8.03.2018 r.

Bank Ziemi	Liczba projektów	Liczba lokali	PUM (tys. m ²)
Szczecin	2	542	49,5
Wrocław	1	473	30,4
Warszawa	2	384	39,3
Poznań	1	318	17,6
Razem	6	1 717	136,8



¹ W tym 56 z projektu Nova Królikarnia, gdzie oferta wynosiła 300 lokali

Finanse

- Po skorygowaniu o sprzedaż w 2016 r. Novej Królikarni przychody segmentu deweloperskiego spadły w 2017 r. o 27% r/r do **224,4 mln PLN**, a zysk brutto o 38% r/r do **38,1 mln zł**. W 2017 r. zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej zmalał do 9,5 mln PLN.
- Marża brutto osiągnięta na projektach mieszkaniowych spadła do 14% wobec 19,3% z 2016 r. z powodu spadku rentowności poszczególnych projektów. Wg zarządu w 2018 r. marża powinna wrócić do poziomu około 19%, jednak w przyszłości mogą w tym przeszkodzić rosnące koszty budowy i zakupu gruntów. Z kolei projekt City Link I, w którym Spółka posiada 50% udziałów wygenerował w 2017 r. marżę brutto w wysokości aż **30,2%**.
- Porównując wyniki przy założeniu 100% konsolidacji spółek joint venture, marża brutto wygenerowana z projektów mieszkaniowych w 2017 r. była porównywalna do 2016 r. i wyniosła ok. 19%.
- Pomimo utrzymania sprzedaży na zbliżonym poziomie, koszty sprzedaży dewelopera spadły o **2,4 mln zł (-30%)**, głównie ze względu na bardzo dobrą koniunkturę na rynku, co ograniczyło konieczność ponoszenia wydatków na reklamę inwestycji, oraz niewielką liczbę nowych projektów wprowadzonych do sprzedaży. Z kolei koszty ogólnego zarządu spadły o **2,9 mln zł (13%)** głównie z powodu zmniejszenia bonusów dla Zarządu i niższych kosztów osobowych.
- Zadłużenie finansowe w wysokości 211 mln zł składało się głównie z obligacji (**197,3 mln zł**). W 2018 r. przypada wykup papierów o łącznej wartości 42,2 mln zł. Zarząd zapowiada utrzymanie długu netto na poziomie około 200 mln zł, co oznacza, że obligacje zapadające w 2018 zostaną zrefinansowane kolejnymi emisjami w roku bieżącym.
- Sytuacja finansowa spółki na koniec 2017 r. była bezpieczna, bez zmian w stosunku do 2016 r. Wskaźnik DN/kapitał własny na koniec roku utrzymywał się na niskim poziomie: ok. **45,2%**, a wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł tylko **51,5%**. Co więcej, w 2017 r. spółka wygenerowała dodatnie przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej w wysokości 27,4 mln zł.
- W lutym 2018 r. spółka ogłosiła plan przekształcenia w Spółkę Europejską i przeniesienie siedziby do Polski. Zarząd zapowiada, że pozwoli to na zaoszczędzenie 250 tys. EUR rocznie, proces ma zostać zakończony w br.

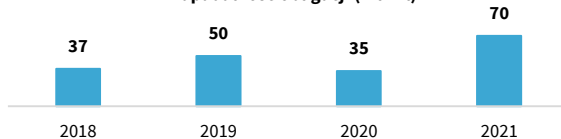
w mln zł	2015	2016	2017
Przychody	281,4	484,8	231,7
Projekty mieszkaniowe	281,4	307,6 ¹	224,4
Zysk brutto ze sprz.	61,5	59,4 ¹	31,9
Marża brutto ze sprz.	21,9%	19,3% ¹	14,2%
Zysk brutto ze sprz.	51,2	61,6 ¹	38,1
Marża brutto ze sprz.	18,2%	12,7% ¹	16,4%
Zysk netto	19,4	6,5	9,5
Marża netto	6,9%	1,3%	4,1%
Kapitał własny	459,4	361,9	337,9
Kredyty	59,8	3,5	13,9
Obligacje	190,3	222,6	197,3
Gotówka	99,5	69,1	64,9
Dług netto	150,6	157,0	146,4
Wsk. ogólnego zadłużenia	47,5%	51,3%	51,5%
Dług netto/KW	32,8%	43,4%	43,3%

Segment deweloperski

¹ Wynik nie uwzględniający sprzedaży projektu Nova Królikarnia

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
F, L	37	W6M+3,5%	05;12/2018
I	10	W6M+4,0%	01/2019
J	15,5	W6M+3,6%	04/2019
O	10	W6M+3,5%	04/2019
K, N	14,5	W6M+3,6%	06;09/2019
P	10	5,3%	08/2020
M	10	W6M+3,65%	02/2020
Q	15	W6M+3,5%	07/2020
R	50	W6M+2,85%	05/2021
S	20	W6M+3,4%	06/2021
Suma	192		

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Vantage Development

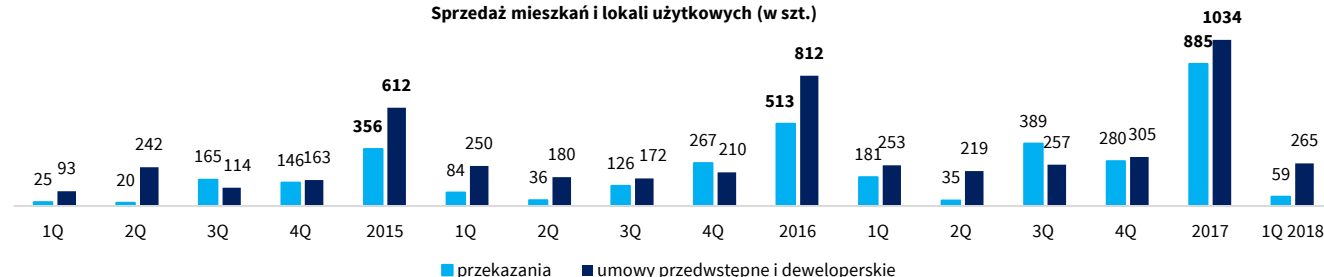
Działalność operacyjna

- W 2017 r. deweloper przekazał **885 mieszkań** (+73% r/r). Sprzedaż w ramach umów przedwstępnych i deweloperskich osiągnęła poziom **1.034 lokali** (+27%). Z kolei w I kwartale br. deweloper przekazał **59 lokali** (-67% r/r) i podpisał umowy dotyczące **265 szt.** (+5% r/r)
- W ubiegłym roku spółka działała na dwóch rynkach – we Wrocławiu realizowała 5 projektów mieszkaniowych, a w Warszawie 3. Inwestycje były podzielone na 14 etapów o różnych stopniach budowy i sprzedaży.
- Na koniec 2017 r. spółka posiadała w ofercie **442 lokali**. Dodatkowo, 209 mieszkań zostało wprowadzonych do oferty w styczniu 2018 r. i 90 lokali w lutym 2018 r.
- W 2018 r. grupa planuje osiągnięcie rocznej sprzedaży w ilości ok. **900 lokali**, przekazanie ok. **1.100 lokali**, zawarcie nowych umów najmu powierzchni biurowych na poziomie ok. **8 tys m²**.
- Na koniec roku wrocławski deweloper posiadał bank ziemi pozwalający na wybudowanie około **2.500 mieszkań**, **62 tys. m²** powierzchni biurowej oraz **14,5 tys. m²** powierzchni usługowej. W całym 2018 r. spółka planuje nabyć nieruchomości pozwalające na budowę kolejnych 600 mieszkań.
- W grudniu 2017 r. deweloper zawarł umowę inwestycyjną z Rank Progress S.A. dotyczącą wspólnej realizacji inwestycji deweloperskiej we Wrocławiu. na gruntach o pow. 14 ha, których **wartość prawa użytkowania oszacowano na 159,6 mln zł**. Inwestorzy zrealizują na niej projekt na **2.400 mieszkań** i lokali usługowych oraz ok. **14,5 tys. m²** powierzchni biurowej. Vantage zobowiązał się przekazać na rzecz utworzonej spółki SPV kwotę **88 mln zł**, a jego udział w przedsięwzięciu to 55%.
- W 2018 r. deweloper planuje wprowadzić do oferty ponad 1.400 lokali i rozpocząć realizację **8 etapów w 5 projektach**, w tym w 3 nowych projektach.

Projekty deweloperskie do rozpoczęcia we Wrocławiu w 2018 r. wg stanu na 21.03.2018 r.

Projekt	Liczba lokali
Promenady IX	133
Promenady X	256
Dorzecze Legnickiej I B	90
Dorzecze Legnickiej II	142
Popowice I A	176
Popowice I B	176
Kobierzycka	90
Buforowa I	157
Razem	1 220

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



Finanse

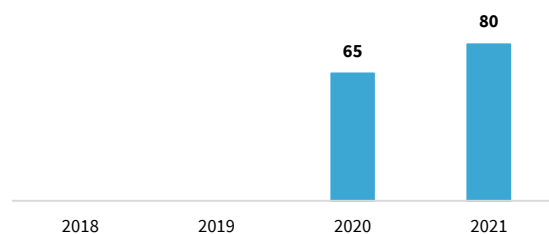
- Ubiegły rok był bardzo udany dla dewelopera. Spółka zwiększyła przychody z działalności deweloperskiej aż o **133,3% r/r** do **274,9 mln zł**. Ten obszar stanowi 94% całkowitych przychodów ze sprzedaży. Należy jednak pamiętać, że kwota ta zawiera jednorazowe zdarzenie – sprzedaż we wrześniu ub. r. wszystkich lokali inwestycji Promenady Wrocławskie etap VII do Funduszu Mieszkań na Wynajem (BGK) za kwotę **38,3 mln zł**.
- Na uwagę zasługuje skokowy wzrost zysku ze sprzedaży z działalności deweloperskiej z 10,5 mln zł do **33,3 mln zł** oraz zysku netto z 7,6 mln zł do **27,5 mln zł**. Spółce udało się poprawić także marżę zysku ze sprzedaży **3,2 p.p. r/r** i marżę zysku netto o **3,5 p.p. r/r**, która wyniosła 10%.
- Z kolei działalność komercyjna polegająca na wynajmie powierzchni była nierentowna – wygenerowała 17,6 mln zł przychodów oraz **stratę netto w wysokości 4,6 mln zł**.
- W 2017 r. główny akcjonariusz spółki – Fedha Sp. z o.o. ogłosił **wezwanie na 18,78 mln szt. akcji** dewelopera (30,08% kapitału zakładowego).
- Pod koniec marca 2018 r. NWZ podjęto uchwałę w sprawie wypłaty dywidendy nadzwyczajnej w wysokości **7,1 mln zł (0,13 zł na akcję)** ze środków pochodzących z zysku niepodzielonego z lat ubiegłych. Środki zostały wypłacone 26 marca 2018 r.
- Na koniec 2017 r. zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji wyniosło **133,2 mln zł** (-10% r/r) i było w całości przypisane do działalności mieszkaniowej. Segment komercyjny był w dalszym ciągu finansowany kredytami, jednak w 2017 r. wartość zobowiązań kredytowych przypisanych do działalności mieszkaniowej wzrosła do **77,3 mln zł** (+112% r/r).
- W ciągu roku znacznie wzrosło saldo środków pieniężnych przypisanych do segmentu mieszkaniowego – na koniec 2017 r. wyniosło **127,7 mln zł** (+80% r/r) i stanowiło 97% środków pieniężnych grupy ogółem. Dzięki temu grupie udało się obniżyć wartość zadłużenia netto, które wyniosło 82,8 mln zł, a wskaźnik DN/KW spadł do 39,3%.

w mln zł*	2015	2016	2017
Przychody	81,5	117,5	274,9
Zysk brutto ze sprz.	18,6	23,4	49,5
Marża brutto ze sprz.	22,8%	19,9%	18,0%
Zysk ze sprz.	9,9	10,5	33,3
Marża zysku ze sprz.	12,2%	8,9%	12,1%
Zysk netto	7,7	7,6	27,5
Marża netto	9,5%	6,5%	10%
Kredyty	3,6	36,5	77,3
Obligacje	105,4	147,8	133,2
Gotówka	40,7	70,9	127,7
Dług netto	68,3	113,4	82,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	52,5%	62,0%	64,3%
Dług netto/KW	50,8%	70,3%	39,3%

* Wyłącznie działalność deweloperska

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
O	65	W3M+4,1%	06/2020
R	70	W6M+4,0%	05/2021
S	10	W3M+4,0%	07/2021
Suma	145		

Zapadalność obligacji (mln zł)



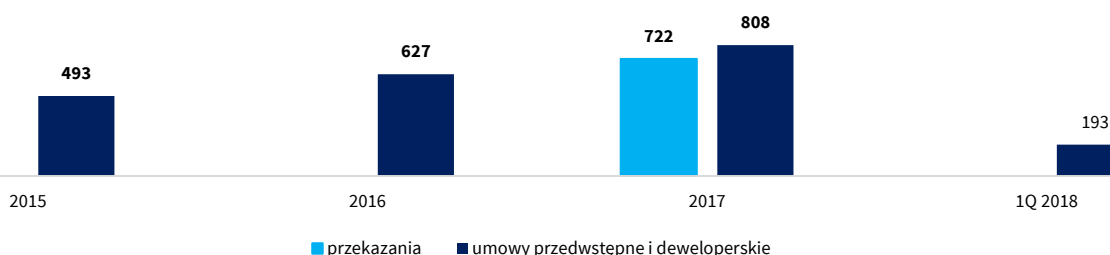
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Victoria Dom

Działalność operacyjna

- W 2017 r. deweloper **przekazał 722 mieszkania** i **podpisał 808 umów** (+ 29% r/r) sprzedaży. Oznacza to zrealizowanie celu sprzedażowego ustalonego na poziomie 800 mieszkań. Aż 264 umów zostało podpisanych w IV kwartale. Z kolei w I kwartale 2018 r. deweloper sprzedał 193 lokale (-26% r/r). Na koniec 2017 r. spółka **przewodziła budowę około 1.300 lokali**.
- Działalność dewelopera jest skupiona na terenie Warszawy oraz okolicznych miejscowości, jednak spółka poinformowała w ub. r. o rozważaniu możliwości wejścia na inne rynki w Polsce i Unii Europejskiej. W lutym 2017 r. Victoria poinformowała o kupnie **gruntu w Berlinie za kwotę 2,5 mln EUR** w związku z planowaną realizacją projektu deweloperskiego. Na koniec I połowy 2017 r. deweloper posiadał trzy spółki zależne zlokalizowane w stolicy Niemiec.
- Od początku br. deweloper wprowadził do sprzedaży 100 lokali ramach inwestycji Viva Garden 8 na Białotęcie oraz 62 w ramach Osiedla Mieszko 2 na warszawskim Grochowie.
- W listopadzie ub. r. deweloper rozpoczął realizację projektu **Ursus Factory** przy ul. Traktorzystów w Warszawie w pobliżu stacji SKM. Pierwszy etap inwestycji ma zostać oddany do użytkowania w I kwartale 2019 r.
- Według deklaracji zarządu z marca 2018 r. deweloper w ciągu najbliższych tygodni ma **wprowadzić do oferty około 300 mieszkań**. W 2018 r. spółka zamierza **zrealizować sprzedaż na poziomie 1.000 lokali**.

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)

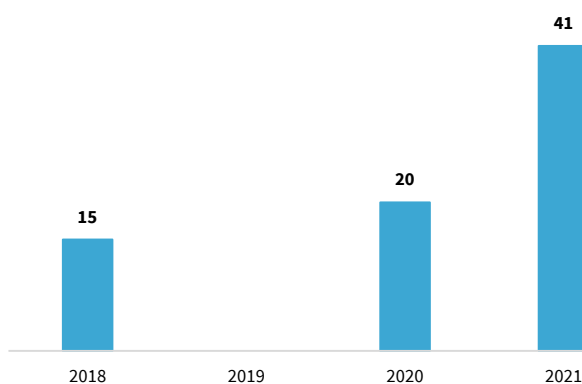


Finanse

- W I połowie 2017 r. **przychody wyniosły 28,2 mln zł** i były wyższe aż o 167% w stosunku do I połowy 2016 r. Spółce udało się także zwiększyć **marżę brutto ze sprzedaży do ok. 33,4%**. Po 6 miesiącach 2017 r. zysk netto wyniósł ok. 330 tys. zł – był to wynik lepszy od analogicznego okresu w roku poprzednim, gdy grupa zanotowała stratę netto w wysokości 3,2 mln zł.
- W ciągu 6 miesięcy 2017 r. spółka zwiększyła swoje zadłużenie netto z ok. 11,5 mln zł do **29 mln zł**. Powodem tego było finansowanie działalności poprzez kolejne emisje obligacji. Na koniec I połowy 2017 r. zadłużenie z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych wyniosło ok. 56,1 mln zł, a saldo środków pieniężnych ok. 27,1 mln zł. Grupa nie miała zobowiązań z tytułu kredytów bankowych.
- Wg danych na koniec I połowy 2017 r. wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł niecałe **40%**, a stosunek zadłużenia netto do kapitału własnego bezpieczne **41,5%**. Z kolei po uwzględnieniu emisji obligacji na kwotę 20 mln zł z października 2017 r. **wskaźnik ogólnego zadłużenia zapewne wzrósł na koniec roku**.

w mln zł	2015	2016	IH 2017
Przychody	90,1	166,0	28,2
Zysk brutto ze sprzedaży	24,7	46,2	9,4
Marża brutto ze sprz.	27,4%	27,8%	33,4%
Zysk netto	11,3	26,5	0,3
Marża netto	12,6%	16,0%	1,2%
Kapitał własny	54,3	77,5	69,9
Obligacje	23,4	35,1	56,1
Gotówka	21,3	24,3	27,1
Dług netto	3,1	11,5	29,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	31,4%	30,6%	39,6%
Dług netto/KW	5,8%	14,8%	41,5%

Zapadalność obligacji (mln zł)



Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
C	15	W6M+5,6%	06/2018
D	20	W6M+5,6%	06/2020
E	6	W3M+4,25%	02/2021
G	10	W3M+4,80%	06/2021
H	5	W3M+4,80%	06/2021
I	20	b/d	2021
Suma	76		

Słownik pojęć

- CAGR – średnioroczna geometryczna stopa wzrostu
- Catalyst – rynek obligacyjny prowadzony przez GPW SA oraz Bondspot SA
- Dług netto – zadłużenie z tytułu kredytów i wyemitowanych obligacji pomniejszone o środki pieniężne
- Dług netto/Kapitał własny – stosunek zobowiązań z tytułu kredytów i wyemitowanych obligacji do wartości kapitałów własnych (średnia z początku i końca roku)
- DPR – wskaźnik wypłaty dywidendy liczony jako stosunek dywidendy wypłacanej 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)
- Przekazania – lokale, które zostały oddane do użytkowania nabywcom (przeniesienie własności)
- PUM – powierzchnia użytkowa mieszkalna
- 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 której 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 wynikającego oparte są na osobistych opiniach osób sporządzających niniejszy materiał i mają one charakter wyłącznie poglądowy.

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

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

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

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

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

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

www.navigatorcapital.pl