

---

**Navigator** Dom Maklerski®  
Value delivered.

---

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst

---

Warszawa, kwiecień 2017

---

# Podsumowanie

---

- Ostatnie trzy lata były dla deweloperów bardzo udane. Sprzyjające otoczenie makroekonomiczne zaowocowało w 2016 r. **wzrostem przekazania na całym rynku o 26,7%**. Analizowani przez nas deweloperzy odnotowali wzrost przekazania o 39,0%, przy jednoczesnym wzroście przychodów z działalności deweloperskiej o ponad 30%. Dobry okres dla deweloperów znajduje również odbicie w realizowanych **marżach brutto i netto ze sprzedaży** – w latach 2015-2016 utrzymywały się one na wysokim poziomie.
- Sprzedaż mieszkań w 2016 r. oraz cele sprzedażowe deweloperów na 2017 r. pozwalają z optymizmem patrzeć na najbliższe 2 lata – **jedenastu z trzynastu analizowanych deweloperów poprawiło w 2016 r. sprzedaż** w odniesieniu do poprzedniego roku. W formie **umów deweloperskich i przedwstępnych sprzedali oni o 24% więcej mieszkań** niż rok wcześniej, a zakładane przez zarządy spółek poziomy sprzedaży na bieżący rok w większości przypadków zakładają wzrost lub przynajmniej utrzymanie obecnego wolumenu sprzedaży.
- **Raportowane sprzedaże** dają solidne podstawy, aby sądzić, że prognozy zarządów deweloperów zmaterializują się, a ich wyniki w latach 2017-2018 powinny być przynajmniej równie wysokie jak w 2016 r.
- Powyższe czynniki wpłynęły na zwiększoną aktywność deweloperów mieszkaniowych w zakresie pozyskiwania środków na nowe projekty – analizowani deweloperzy wyemitowali **od początku 2016 r. obligacje o wartości przekraczającej 1 mld zł, spłacając w tym czasie obligacje o wartości ok. 450 mln zł.**
- Od 2012 r. **spada poziom zadłużenia netto** deweloperów – dzieje się tak za sprawą **rosnącej wartości środków pieniężnych** – deweloperzy wraz ze wzrostem sprzedaży utrzymują wyższe saldo gotówki od klientów na rachunkach powierniczych oraz akumulują nadwyżki by móc szybko zareagować na okazje inwestycyjne i nabywać grunty zapewniające im pipeline na kolejne okresy – **na koniec 2016 r. analizowane spółki posiadały na rachunkach ponad 2,2 mld środków pieniężnych.**
- Pomimo globalnego spadku zadłużenia netto znaczna część analizowanych deweloperów zwiększyła wysokość **wskaźników zadłużenia netto w relacji do kapitałów własnych oraz wskaźników ogólnego zadłużenia** – dzieje się tak za sprawą wzmoczonych inwestycji analizowanych deweloperów w nowe projekty i bank ziemi oraz klasyfikacji wpłaconych zaliczek na lokale jako zobowiązania, które znikają w momencie przekazania lokali nabywcom.
- Od kilku lat **spada również udział kredytów bankowych w strukturze zadłużenia deweloperów na korzyść obligacji**, które są przez nich chętnie wybierane – na koniec 2016 r. udział finansowania obligacyjnego w strukturze zadłużenia finansowego deweloperów mieszkaniowych **wynosiła około 65%**, a część deweloperów wykazywała zerowe saldo kredytów.
- Do końca 2018 r. przypada termin zapadalności obligacji o wartości **ponad miliarda złotych**. W naszej ocenie emitenci w znacznej części będą chcieli **zrefinansować te obligacje poprzez nowe emisje.**
- Naszą analizą objętych zostało **13 deweloperów mieszkaniowych**, posiadających obligacje wprowadzone na **Catalyst o łącznym outstandingu przekraczającym 15 mln zł**, tj: Archicom SA, Atal SA, Developres Sp. z o. o., Dom Development SA, JW Construction SA, LC Corp SA, Lokum Deweloper SA, Marvipol SA, Murapol SA, Polnord SA, Robyng SA, Ronson Europe NV, Vantage Development SA.

# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

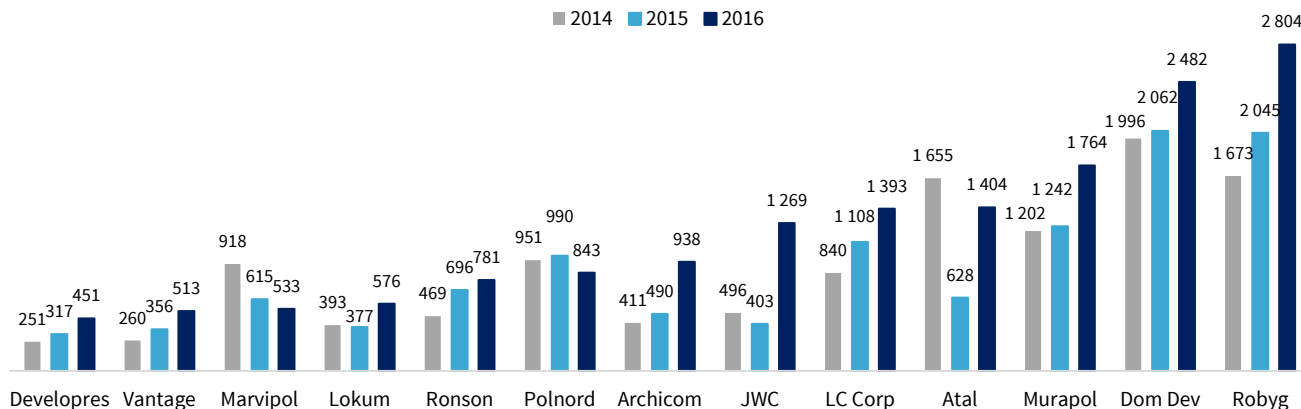
## Istotnie więcej przekazanych mieszkań oraz dalszy wzrost przychodów ze sprzedaży deweloperów

Według danych GUS w 2016 r. deweloperzy oddali do użytkowania 79.179 mieszkań, co jest wynikiem o 26,7% wyższym aniżeli rok wcześniej, kiedy odnotowano wzrost rzędu 5,8%. Wzrost w 2016 r. były napędzane głównie przez największe rynki – ponad połowa mieszkań oddanych do użytkowania w 2016 r. została oddana w trzech województwach: mazowieckim (23,3 tys., +43,7% r/r), dolnośląskim (10,7 tys., +32,3% r/r) oraz małopolskim (8,7 tys., +43,7% r/r). Również mniejsze rynki rosły w szybkim tempie: w województwie zachodniopomorskim zanotowano wzrost aż o +77,1% r/r, zaś w lubelskim o +44,9% r/r. **Żaden z pięciu największych rynków nie zanotował wolumenu niższego niż rok wcześniej.** Jedynymi województwami, w których doszło do spadku liczby oddanych mieszkań w stosunku do 2015 r. były województwa podlaskie, kujawsko-pomorskie, łódzkie i świętokrzyskie, których łączny udział w całości wyniósł 8,3%.

W 2016 r. analizowani deweloperzy przekazali 15.751 lokali przy 11.329 lokalach rok wcześniej (+39,0% r/r). Poza Polnordem oraz Marvipolem, którzy zaliczyli spadek liczby przekazanych odpowiednio o 14,8% i 13,3%, większość deweloperów istotnie poprawiła rezultat z 2015 r. Biorąc pod uwagę dynamikę najlepiej prezentowali się JW Construction (+214,9% r/r) oraz Atal (+123,6% r/r), lecz w obu przypadkach wysoka dynamika wzrostu liczby przekazanych wiązała się z niską bazą jak na tych deweloperów w 2015 r. Podobnie jak rok wcześniej Dom Development oraz Robyng wyróżniali się skalą działalności na tle pozostałych deweloperów, odpowiadając za 33,6% wszystkich lokali przekazanych przez analizowanych deweloperów.

Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2014-2016 (w sztukach)

■ 2014 ■ 2015 ■ 2016

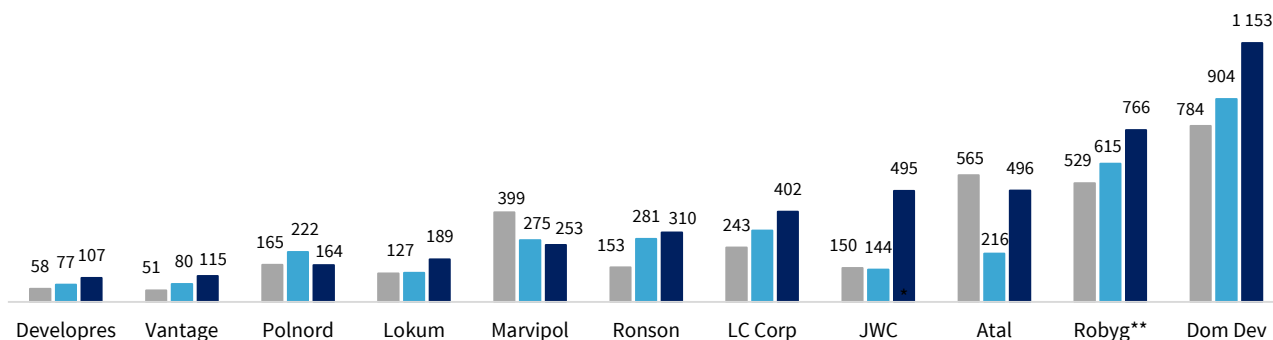


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych emitentów oraz prezentacji inwestorskich.

Ubiegły rok był okresem **znaczącego wzrostu przychodów ze sprzedaży analizowanych deweloperów**. Łączne przychody badanej grupy wzrosły o prawie 1,1 mld zł (+30,3% r/r). Po raz kolejny zdecydowanie największymi przychodami mógł pochwalić się Dom Development, pomimo że przekazał o ponad 300 mieszkań mniej niż Robyng. Zwracając również uwagę na znaczące wzrosty przychodów J.W. Construction oraz Grupy Atal (odpowiednio +243,6% i 129,8% r/r), jednak w przypadku tego drugiego dewelopera wzrost ten był związany z wysokim spadkiem przychodów w 2015 r. i obecna wartość sprzedaży jest bliższa poziomom notowanym w 2014 r. Jedynymi deweloperami, którzy zanotowali spadek przychodów ze sprzedaży byli Polnord (-24,6%) oraz Marvipol (-8,0%).

Przychody ze sprzedaży wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2014-2016 (w mln zł)

■ 2014 ■ 2015 ■ 2016



\* Bez uwzględnienia Archicomu z powodu braku danych na 2016

\*\* Przychody pro forma, przy założeniu proporcjonalnej konsolidacji wspólnych przedsięwzięć

Źródło: Sprawozdania finansowe emitentów.

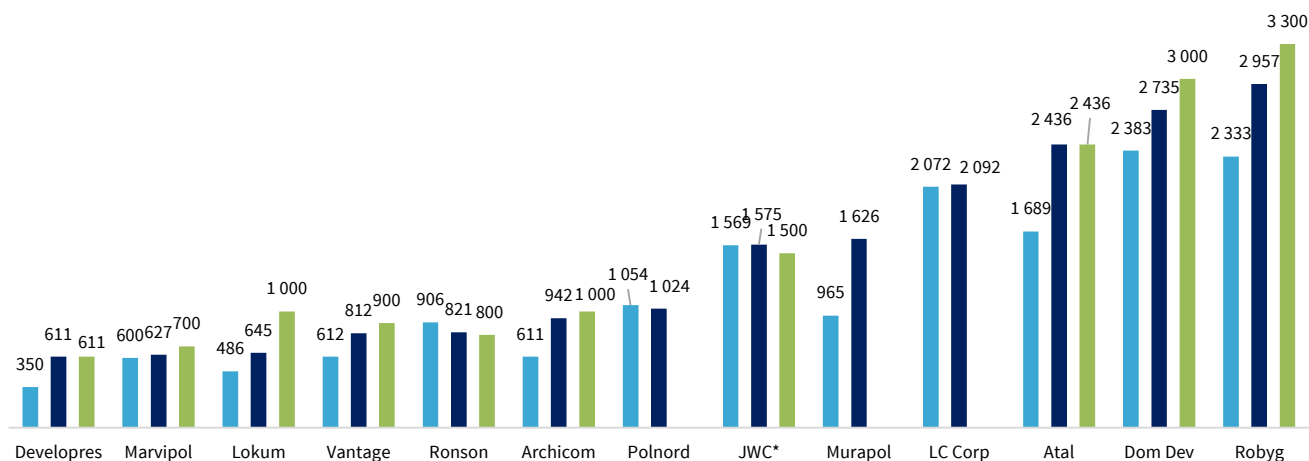
# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

## Rosnąca sprzedaż mieszkań i podążające za nią cele sprzedażowe zarządów deweloperów na 2017 r.

Poprzedni rok był kolejnym udanym rokiem dla deweloperów z rynku Catalyst pod względem liczby sprzedanych lokali – trzynastu wybranych przez nas deweloperów sprzedało w formie umów deweloperskich i przedwstępnych **18.903 lokali w porównaniu do 15.630 lokali w 2015 r. (+20,9% r/r)**. Wszystkie spółki oprócz Polnord i Ronsona poprawiły sprzedaż, a najlepiej pod tym względem wypadli: Developres (+74,6% r/r), Murapol (+68,5%) oraz Archicom (+54,2% r/r). W związku z rozpoznawaniem przychodów w momencie przekazania lokali nabywcom ubiegłoroczna sprzedaż znajdzie w większości odzwierciedlenie w wynikach za 2017 r. Warto zauważyć, że **tempo wzrostu sprzedaży analizowanych deweloperów w 2016 r było niższe niż rok wcześniej – w 2015 r. wyniosło 39,6%**, choć tak dynamiczny wzrost w tamtym okresie był efektem stosunkowo niskiej bazy.

### Sprzedaż netto wybranych deweloperów mieszkaniowych w okresie 2015-2016 r. oraz cele zarządu na 2017 r. (w szt.)

■ 2015 ■ 2016 ■ Cel zarządu na 2017



\* Sprzedaż brutto, cel sprzedażowy odzwierciedla cel minimalny zarządu (zakres celu sprzedażowego na 2017 r. to 1.500-2.000 lokali)

Źródło: Raporty bieżące i okresowe oraz informacje podane do publicznej wiadomości przez emitentów.

Większość deweloperów podała do wiadomości publicznej cele sprzedażowe na 2017 r., które w większości przypadków **zakładają sprzedaż mieszkań na poziomie wyższym niż w minionym roku**. Jeśli analizowani deweloperzy zrealizują cele na 2017 r., to łączny wzrost sprzedaży **przekroczy 1.086 lokali (+7,7% r/r)**. Zgodnie z tymi celami do grona firm sprzedających powyżej 1.000 lokali dołączy Lokum i Archicom.

Cele zarządu pokazują tendencję widoczną w danych rynkowych – według GUS w ostatnim roku liczba mieszkań, na realizację których wydano pozwolenia lub dokonano zgłoszenia z projektem budowlanym wzrosła o 12,2% (wobec 20,5% rok wcześniej). Liczba mieszkań, których budowa została rozpoczęta również wzrosła (+3,3% r/r) lecz w znacznie mniejszym tempie niż w 2015 r. (+13,7% r/r). Te dane pozwalają przypuszczać, iż choć wyniki za lata 2017-2018 będą jeszcze lepsze, to przyszły wzrost wolumenów sprzedaży będzie istotnie niższy niż w poprzednich latach.

W ubiegłym roku sprzedaż większości analizowanych deweloperów przekroczyła przyjęte cele sprzedażowe, co wskazuje, że **popyt na nowe mieszkania przerósł oczekiwania zarządów**. Szczególnie widoczne jest to w przypadku największych deweloperów – Atal, Dom Development i Robygy sprzedali łącznie o prawie 1200 mieszkań więcej niż zakładały ich pierwotne plany (zapewne asekuracyjne).

### Cele sprzedażowe zarządów poszczególnych spółek na 2016 r. oraz stopień ich realizacji

Deweloper	Cel sprzedażowy na 2016 r.	Sprzedaż 2016	Realizacja celu
Lokum	>486	645	132,7%
Vantage	> 700	812	116,0%
Marvipol	720	627	87,1%
Archicom	800	942	117,8%
Ronson	> 900	821	91,2%
JWC*	> 1569	1 575	100,4%
Atal	> 2000	2 436	121,8%
Dom Dev	> 2383	2 735	116,2%
Robygy	2600	2 957	113,7%

\* Sprzedaż brutto

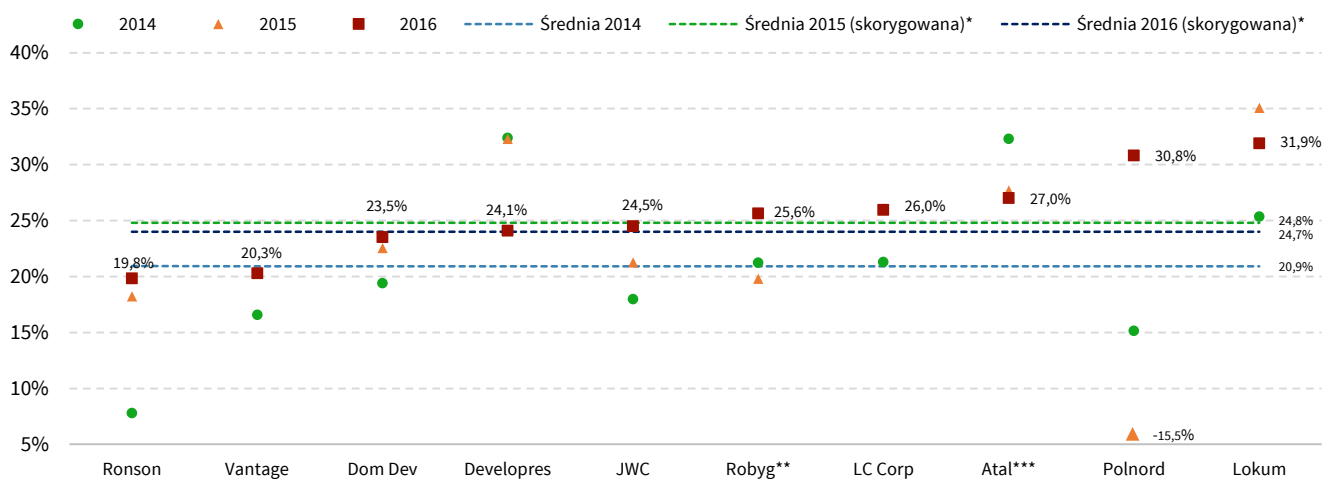
Źródło: Sprawozdania finansowe emitentów, wypowiedzi zarządów spółek.

# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

## Deweloperzy utrzymują ubiegłoroczne poziomy marż brutto i netto ze sprzedaży

Dobra koniunktura na rynku mieszkaniowym umożliwiła również poprawę wyników finansowych analizowanych deweloperów. **Pięciu na dziesięciu analizowanych deweloperów w 2016 r. poprawiło marżę na poziomie zysku brutto ze sprzedaży** (bez uwzględniania Marvipolu, oraz Archicomu, którzy raportowali jedynie wynik operacyjny segmentów). **Najlepiej z tego zestawienia zaprezentowała się Grupa Lokum Deweloper**, która jako jedyna zarówno w 2016 r. jak i w 2015 r. wygenerowała marżę brutto przekraczającą 30%. Wyższe rentowności na tle rynku wynikają z koncentracji dewelopera na sprzedaży mieszkań o podwyższonym standardzie, w której jest on liderem na wrocławskim rynku oraz pełnienia funkcji generalnego wykonawcy swoich projektów. Szczególnie wysoki wzrost rentowności zanotował Polnord, który w 2016 r. uplasował się w czołówce analizowanych deweloperów pomimo ujemnej rentowności rok wcześniej. Średnia marża brutto analizowanych deweloperów w ubiegłym roku (skorygowana o marżę Polnordu ze względu na jej istotne odchylenia) spadła do wartości **24,7%**, niższej o **0,1 p.p.** od skorygowanego poziomu z 2015 r. Relatywnie stały poziom marży brutto większości analizowanych deweloperów wskazuje na stabilizację rynku – **przy stosunkowo niewielkim wzroście cen mieszkań oraz proporcjonalnie rosnących kosztach realizacji inwestycji** (m.in. drożejących gruntach oraz rosnących kosztach generalnego wykonawstwa).

**Marża zysku brutto ze sprzedaży segmentu mieszkaniowego wybranych deweloperów w okresie 2014 - 2016**



\* Średnia skorygowana o Polnord ze względu na istotne odchylenia marż w latach 2015 i 2016

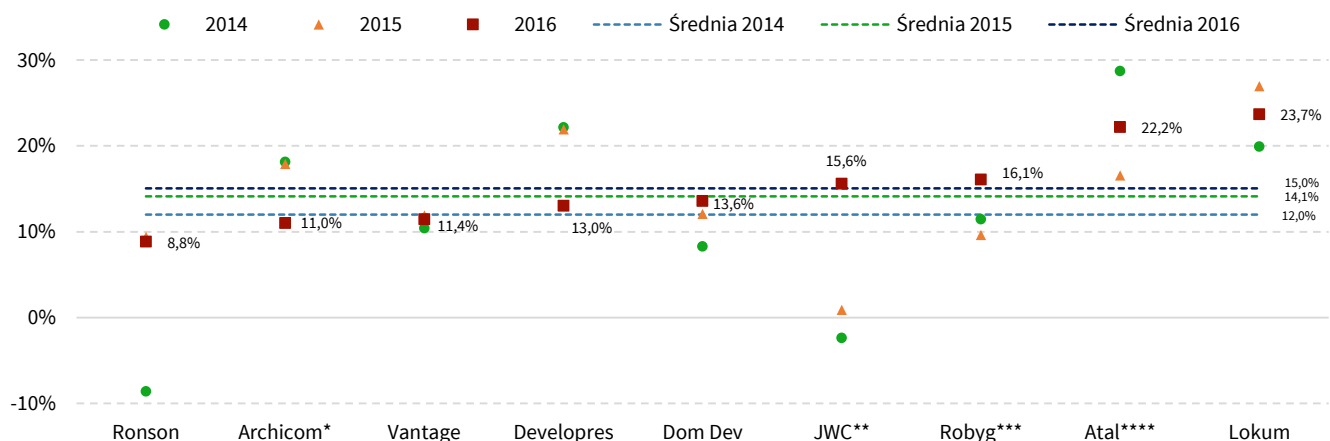
\*\* Zysk brutto pro forma, przy założeniu konsolidacji proporcjonalnej wspólnych przedsięwzięć inwestycyjnych

\*\*\* Marża zysku brutto uwzględnia również działalność w ramach segmentu usług najmu, których łączny udział w przychodach nie przekracza 5%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Śśród deweloperów, dla których możliwe było wyodrębnienie marży netto ze sprzedaży na działalności deweloperskiej **dwie czołowe pozycje po raz kolejny nie uległy zmianom – zajmowali je Lokum Deweloper oraz Atal**. Warto zauważyć, iż **czterem deweloperom z ośmiu udało się poprawić marżę netto ze sprzedaży**. Na szczególną uwagę zasługuje J.W. Construction, który poprawił marżę aż o **14,7 p.p.** Średnia marża ze sprzedaży w analizowanej grupie wzrosła na przestrzeni ostatniego roku kalendarzowego z **14,1% do 15,0%**. W dużej mierze jest to efekt rosnących przychodów przy relatywnie stałych kosztach ogólnego zarządu, co miało bezpośrednie przełożenie na poziom marż analizowanych deweloperów.

**Marża zysku netto ze sprzedaży segmentu mieszkaniowego wybranych deweloperów w okresie 2014-2016**



\* dane za 3Q2016, marża operacyjna segmentu deweloperskiego, saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych nieistotne

\*\* marża operacyjna nie uwzględniająca aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych

\*\*\* marża zysku operacyjnego

\*\*\*\* marża zysku netto ze sprzedaży uwzględnia również działalność w ramach segmentu usług najmu, których udział w przychodach nie przekracza 5%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

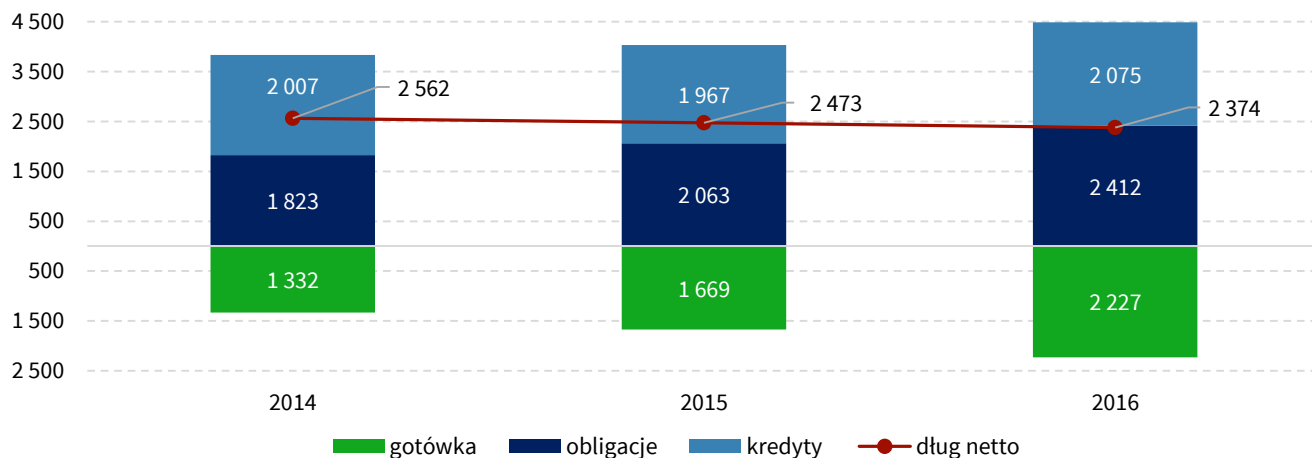
# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

## Rosnący udział obligacji w strukturze zadłużenia finansowego deweloperów

Całkowite zadłużenie analizowanych deweloperów z tytułu zaciągniętych kredytów i wyemitowanych obligacji osiągnęło na koniec 2016 r. wartość 4,49 mld zł w porównaniu do 4,03 mld zł na koniec 2015 r. (+11,3% r/r). Wartości długu oprocentowanego deweloperów systematycznie rosła, ponadto w dalszym ciągu widoczna była tendencja deweloperów do zmiany charakteru zadłużenia z kredytowego na obligacyjny – w 2014 r. 52,4% zadłużenia deweloperów stanowiły zaciągnięte kredyty, a w ostatnim roku ich udział spadł do 46,2%. Należy jednak zwrócić uwagę, że znaczna część omawianych kredytów przeznaczona jest na finansowanie projektów komercyjnych – w 2016 r. stanowiły one prawie 40% całkowitej wartości kredytów analizowanych deweloperów, więc rzeczywisty udział finansowania obligacyjnego w strukturze zadłużenia finansowego deweloperów mieszkaniowych wynosi około 65%.

Wzrost popularności obligacji jest efektem coraz niższych 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 2016 r. całkowity stan gotówki analizowanych deweloperów wyniósł 2,27 mld zł, przy 1,3 mld zł w 2014 r. Rosnące saldo gotówki można częściowo wytłumaczyć utrzymywaniem środków na rachunkach powierniczych, których saldo rośnie wraz ze wzrostem sprzedaży. Istotny wzrost pozycji gotówkowej w stosunku do umiarkowanego rosnącej wartości długu oprocentowanego wpłynął na spadek długu netto, który na koniec 2016 r. osiągnął wartość 2,37 mld zł w porównaniu do 2,56 mld zł w 2014 r. (-4,0% r/r).

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2014-2016 (w mln zł)\*

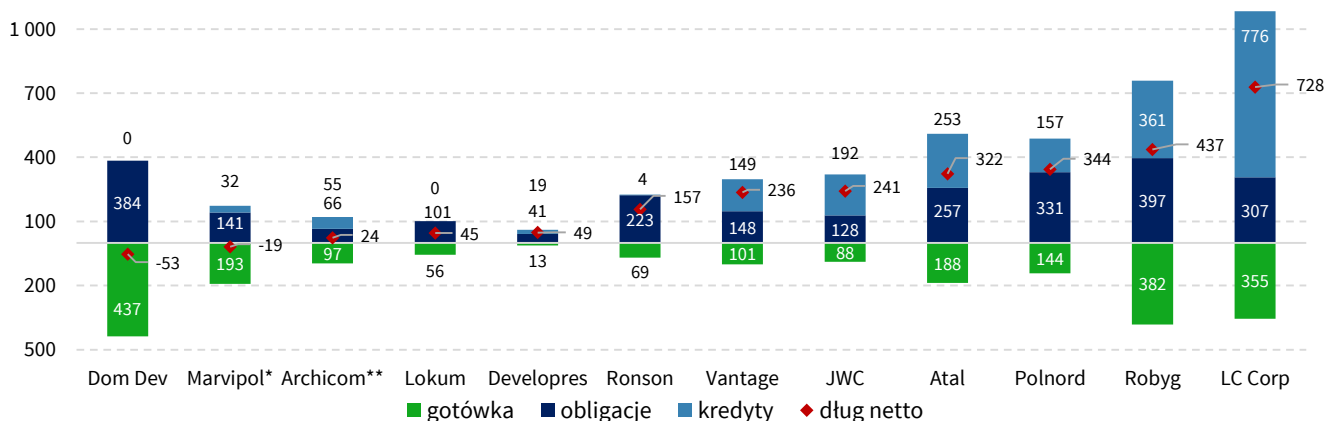


\* wobec braku informacji o wartości zadłużenia na koniec 2016 r. w przypadku Archicomu wykorzystano dane na koniec 3Q 2016 r.

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 9 emitentów wartość zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji przewyższa wartość zadłużenia z tytułu zaciągniętych kredytów. Odwrotna sytuacja ma miejsce tylko w trzech przypadkach, gdzie istotne są projekty komercyjne. Warto również zauważyć, iż tylko Dom Development i Marvipolowi udało się utrzymać wyższe saldo gotówki aniżeli zobowiązań finansowych. Ponadto, Dom Development oraz Lokum należały do emitentów o najwyższym udziale obligacji w strukturze zadłużenia.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 2016 r. (w mln zł)



\* zadłużenie przypisane do segmentu deweloperskiego; \*\* dane na koniec 3Q 2016 r.

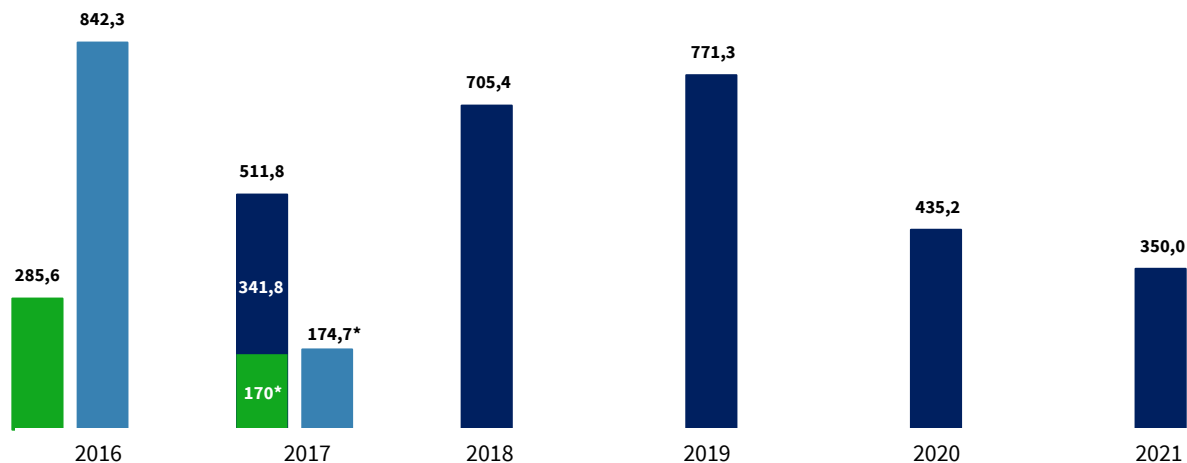
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

## ■ Prawdopodobna chęć refinansowania obligacji zapadających w 2017/2018

Do końca 2017 r. analizowani przez nas deweloperzy zobowiązani są wykupić obligacje o łącznej wartości przekraczającej 341 mln zł, natomiast w 2018 r. ponad 705 mln zł. W 2016 r. spółki wyemitowały obligacje o wartości przekraczającej 842 mln zł, które w większości zapadają w latach 2019-2021. Co istotne, w 1Q 2017 r. wartość wyemitowanych obligacji niemal pokrywała się z wartością wykupu w tym okresie. Deweloperzy, chcąc utrzymać ambitne cele sprzedażowe z roku 2017 w następnych latach, w naszej ocenie będą chcieli refinansować sporą część obligacji zapadających w 2017 r. oraz 2018 r. Decyzje odnośnie obligacji zapadających w 2019 r. będą uzależnione od perspektyw na kolejne lata, które będą się klarować wraz z czynnikami wskazanymi na str. 9.

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów w poszczególnych latach (mln zł)



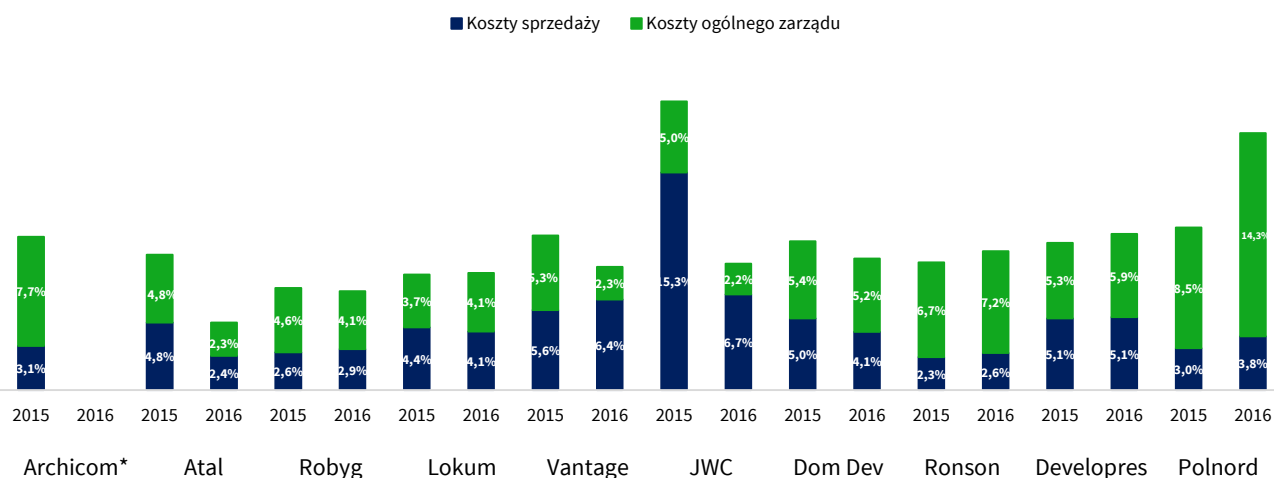
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych emitentów.

- Obligacje do wykupu w latach 2017-2021
  - Obligacje wykupione w 2016 oraz 2017 r. (do 31.03.2017 r.)
  - Obligacje wyemitowane w 2016 oraz 2017 r.
- \* W 1Q 2017 r.

## ■ Zróżnicowane koszty sprzedaży i ogólnego zarządu

Koszty ogólnego zarządu oraz koszty sprzedaży w 2016 r. stanowiły bardzo zróżnicowany odsetek przychodów u poszczególnych deweloperów. Stosunek kosztów ogólnego zarządu do wielkości przychodów u Vantage Development oraz Atal był ponad trzy razy niższy niż w przypadku grupy Ronson, pomimo faktu, iż spółka w ostatnich latach znacząco obniżyła ów wskaźnik. Różnica między najmniej oraz najbardziej efektywnym kosztowo deweloperem jest jeszcze bardziej widoczna jeśli weźmiemy pod uwagę koszty sprzedaży. W tej kategorii zdecydowanym liderem znowu jest Atal z kosztami sprzedaży stanowiącymi zaledwie 2,4% przychodów. Zdecydowanie najwyższe koszty sprzedaży na działalności deweloperskiej w ostatnich dwóch latach notowało JW. Construction – średnia z dwóch lat wynosiła 11%.

Koszty ogólnego zarządu oraz sprzedaży jako % przychodów w latach 2015-2016



\* Brak danych finansowych za cały 2016 r.

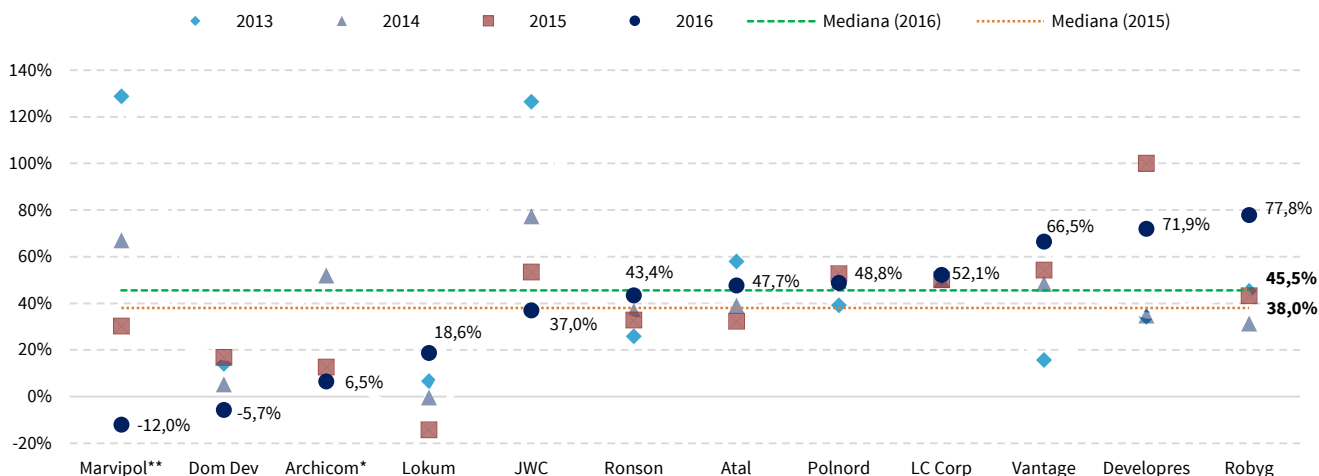
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ W wyniku zwiększenia skali działalności, obserwowany jest wzrost wskaźników długu netto w relacji do kapitałów własnych oraz ogólnego zadłużenia analizowanych deweloperów.

Stabilna sytuacja w sektorze mieszkaniowym pozwoliła deweloperom na **pozyskiwanie finansowania** pod zakup kolejnych gruntów i realizację inwestycji – sześciu deweloperów zmniejszyło wskaźnik dług netto / kapitał własny na koniec 2016 r. w stosunku do wartości z końca 2015 r. Deweloperami, którzy w największym stopniu ograniczyli zadłużenie netto w stosunku do kapitałów własnych w ostatnich dwóch latach byli Marvipol, J.W. Construction oraz Archicom. Powyższe wskaźniki wyraźnie wzrosły z kolei w przypadku Robygu oraz Vantage Development. **Najwyższe zadłużenie na koniec ostatniego roku raportował Robygu, zwiększając przy tym zdecydowanie skalę działalności – 77,8% wartości kapitałów własnych, a najniższe Marvipol: (-12%) wartości kapitałów własnych.** Mediana wskaźnika dług netto / kapitał własny na koniec 2016 r. wyniosła 45,5% (uwzględniając dane Archicomu na koniec 3Q 2016 r.) i zwiększyła się o 7,5 p.p. w stosunku do wartości z końca 2015 r.

**Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w okresie 2013-2016**



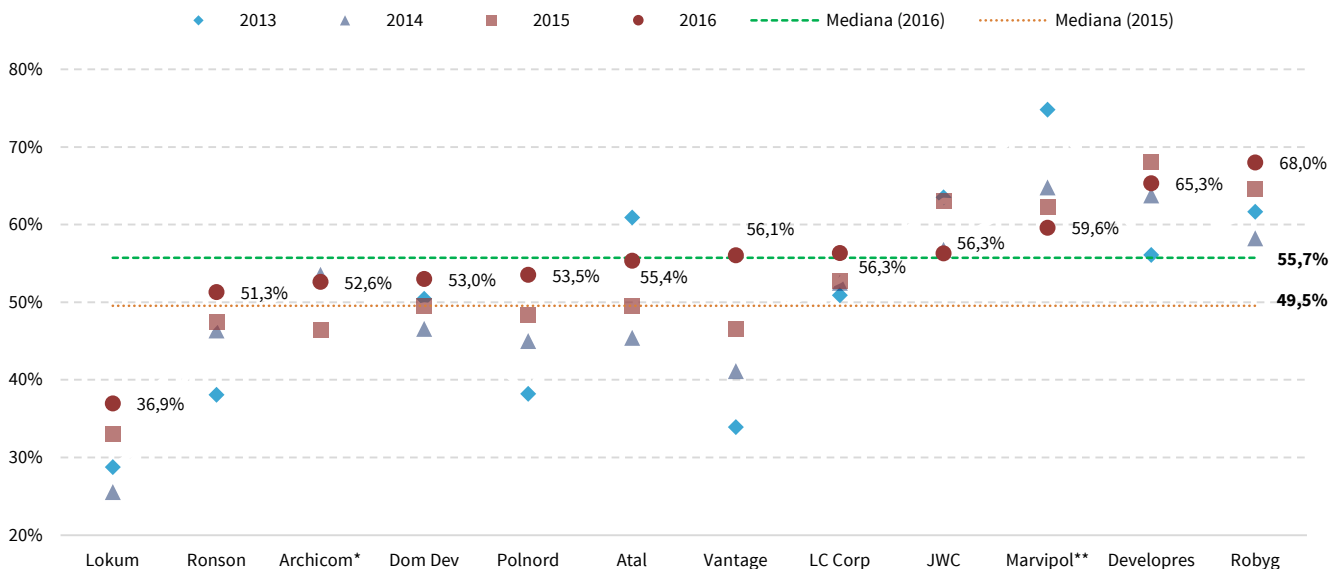
\* Dane na koniec 3Q 2016 r.

\*\* Wyodrębniony segment deweloperski

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Inaczej sytuacja wyglądała w przypadku wskaźnika ogólnego zadłużenia, który w liczniku bierze pod uwagę m. in. wpłacone zaliczki na lokale. Tylko Marvipol, Archicom oraz J.W. Construction ograniczyły zadłużenie mierzone jako stosunek zobowiązań całkowitych do pasywów w ostatnim roku, co przełożyło się na wzrost mediany tego wskaźnika dla wszystkich deweloperów z 49,5% w 2015 r. do 55,7% w 2016 r. Najmniej zadłużoną Spółką okazał się Lokum Deweloper ze wskaźnikiem ogólnego zadłużenia na poziomie 36,9%.

**Wskaźnik ogólnego zadłużenia dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w okresie 2013-2016**



\* Dane na koniec 3Q 2016 r.

\*\* Wyodrębniony segment deweloperski

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.



# Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

## ■ Sprzyjające otoczenie makroekonomiczno-polityczne

Przez ostatnie lata koniunktura na rynku mieszkaniowym wspierana była przede wszystkim przez czynniki makroekonomiczno-polityczne takie jak m. in. środowisko niskich stóp procentowych (zachęcające do zaciągania kredytów hipotecznych oraz realizacji stóp zwrotu z najmu, które są wyższe niż na lokatach bankowych – coraz więcej zakupów mieszkań na wynajem za gotówkę), stabilny wzrost gospodarczy, dalszy realny wzrost wynagrodzeń (zwiększający zdolność kredytową), stosunkowo stabilne ceny mieszkań i gruntów, czy dofinansowanie z programu „Mieszkanie dla Młodych”.

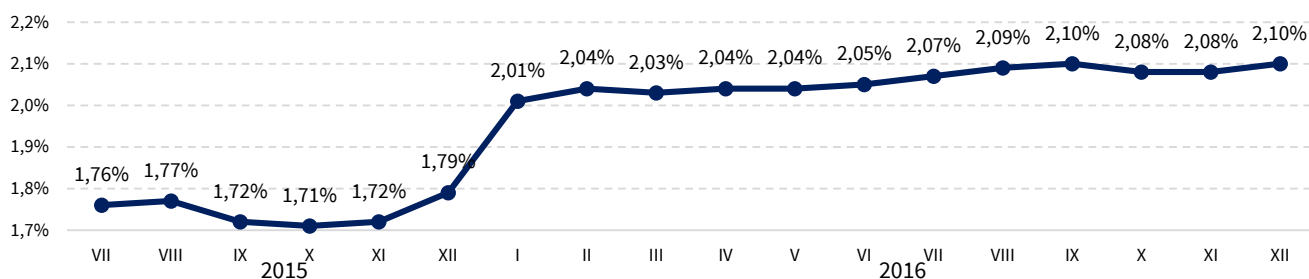
Poza czynnikami oddziałującymi na rynek w ostatnich okresach, pozytywny wpływ na sytuację deweloperów w najbliższych kilku latach może mieć rządowy program „500+”, który może ułatwić niektórym rodzinom decyzję o zakupie mieszkania. Inny program obecnej ekipy rządzącej, „Mieszkanie+”, z uwagi na jego harmonogram nie będzie stanowić zagrożenia dla deweloperów w najbliższym okresie, gdyż pierwsze znaczące inwestycje programu oddane zostaną najwcześniej w 2019 r. Z punktu widzenia analizowanych deweloperów, **wpływ obu programów oceniamy raczej neutralnie, gdyż nie zmienia on istotnie sytuacji ich klientów**, niemniej może wpłynąć na globalny rynek mieszkaniowy.

Najistotniejszym ryzykiem dotyczącym rynku mieszkaniowego jest **ryzyko stóp procentowych** – ewentualna ich podwyżka zarówno ograniczyłaby popyt na nowe mieszkania, z racji na wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych oraz ograniczenie atrakcyjności zakupów inwestycyjnych, jak i istotnie zwiększyłaby koszty finansowania spółek deweloperskich. Obecny prezes NBP Adam Glapiński zapowiada jednak, że nie przewiduje podwyżek stóp procentowych w 2017 r., nie wyklucza również utrzymania ich stałego poziomu również w 2018 r.

Czynników ryzyka należy upatrywać również po stronie banków, które obciążone podatkiem przeliczyły część kosztów na klientów poprzez **podwyższenie marż kredytów hipotecznych** (wzrost o ponad 20 p.b. w pierwszych miesiącach ubiegłego roku). Nie wpłynęło to jednak znacząco na sprzedaż deweloperów w 2016 r., zaś po początkowej wyższej poziomie marż ustabilizował się. Przy większych obciążeniach banków (np. przy niekorzystnym rozwiązaniu problemu kredytów frankowych) może również dojść do **ograniczenia akcji kredytowej** w zakresie kredytów hipotecznych kosztem kredytów konsumenckich o wyższej marżowości.

Mimo wszystko wydaje się jednak, iż następne dwa lata powinny okazać się **dość udane dla deweloperów mieszkaniowych**, a materializacja powyższych zagrożeń wraz z ryzykiem dotyczącym dalszego wzrostu gospodarczego może negatywnie wpłynąć na ich pozycję dopiero w późniejszych okresach.

Średnia marża kredytu hipotecznego w okresie lipiec 2015 r. - grudzień 2016 r.

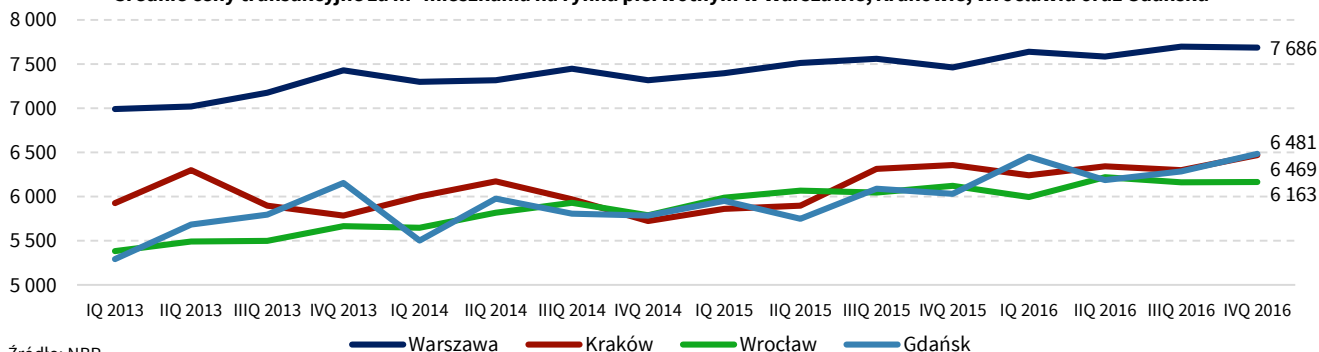


Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON-SARFIN 1/2017.

## ■ Umiarkowanie rosnące ceny transakcyjne

Ceny transakcyjne metra kwadratowego mieszkania na rynku pierwotnym w Warszawie, Krakowie, Wrocławiu oraz Gdańsku wzrosły w porównaniu do wartości wykazywanych rok i dwa lata wcześniej. Spośród analizowanych miast na przestrzeni ostatniego roku najbardziej wzrosły ceny w Gdańsku (7,5%), czyli prawie 700 zł (11,5%) więcej niż na koniec 2014 r. Symboliczny wzrost cen transakcyjnych odnotowano we Wrocławiu, gdzie za metr kwadratowy mieszkania w czwartym kwartale 2016 r. trzeba było płacić o 0,7% więcej niż rok wcześniej. Umiarkowane tempo wzrostu odnotowano w Warszawie (3,3%) i w Krakowie, gdzie średnia cena wzrosła o 1,8% i wyniosła 6.469 zł.

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



Źródło: NBP

<b>Nieruchomości:</b>	<b>mieszaniowe, biurowe</b>
<b>Rynki:</b>	<b>Wrocław, Kraków</b>
<b>Generalny wykonawca:</b>	<b>tak</b>
<b>GPW:</b>	<b>od 2016</b>
<b>Outstanding obligacji:</b>	<b>122,8 mln zł</b>

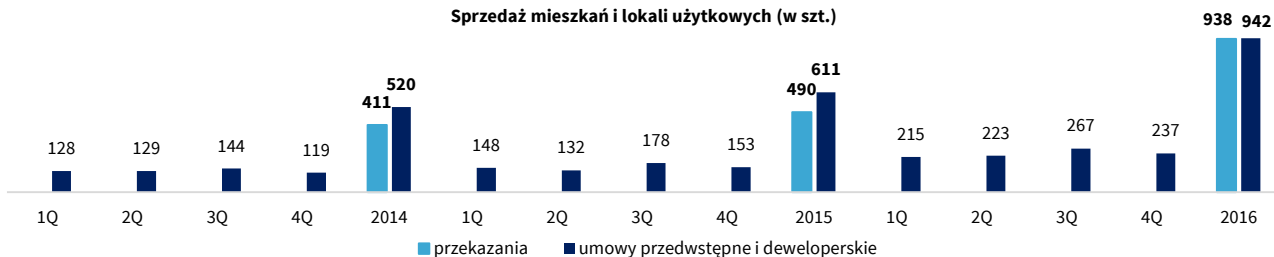
Archicom to spółka działająca głównie jako deweloper mieszkaniowy realizujący projekty we **Wrocławiu** oraz **Krakowie**. Spółka uzyskuje również w niewielkim zakresie przychody z najmu powierzchni komercyjnych. Archicom pełni funkcję generalnego wykonawcy dla swoich inwestycji. Spółka notowana jest na rynku regulowanym GPW od marca 2016 r.

## Działalność operacyjna

- W 2016 r. Archicom przekazał **938 mieszkań (+91,4% r/r)**. Spółka zanotowała również wzrost w przypadku umów deweloperskich i przedwstępnych – w całym roku 2016 sprzedała 942 lokali (+54,2%). Na koniec 2016 r. deweloper posiadał w ofercie do sprzedaży **1.419 mieszkań**. Spółka planuje w bieżącym roku sprzedać w formie umów deweloperskich i przedwstępnych ponad 1.000 mieszkań. Archicom chce również przekazać klientom około **890 lokali** w 2017 r.
- Spółka może pochwalić się również wzrostem liczby mieszkań wprowadzonych do oferty, których liczba na koniec 2015 r. oraz 2016 r. wynosiła odpowiednio **966** oraz **1.345 lokali**. Cel zarządu na bieżący rok zakłada wprowadzanie do oferty ponad **1.500 mieszkań**.
- W 2016 r. deweloper zakupił **5 gruntów** pod inwestycje mieszkaniowe (łącna kwota zakupu to ponad **105 mln zł**, umożliwiającą wybudowanie **2.680 lokali**) oraz **1 działkę pod zabudowę komercyjną**, na zakup której przeznaczył **33,1 mln zł**. Wartym odnotowania jest zakup stosunkowo małej działki na rynku krakowskim za **5,7 mln zł**, gdzie deweloper zamierza rozpoczęcie działalności.
- Spółka posiada bank ziemi, umożliwiającą realizację **12 inwestycji** na całkowitą liczbę **4.173 lokali**. 11 z nich zostanie uruchomionych na rodzimym rynku wrocławskim oraz 1 w Krakowie.
- Deweloper obecny jest również w segmencie nieruchomości komercyjnych. Do tej pory zrealizował 6 biurowców o łącznej powierzchni **57.000 m<sup>2</sup>**, z czego 3 projekty zostały sprzedane. Kluczową inwestycją jest kompleks **West Forum**, gdzie Archicom przedłużył umowy najmu na blisko **10.000 GLA**. Spółka planuje w II połowie roku rozpocząć budowę kompleksu biurowego we Wrocławiu o powierzchni **24.000 GLA**.

Bank Ziemi na koniec 2016 r.	Liczba projektów	Liczba lokali
Wrocław	11	4 086
Kraków	1	87
<b>Razem</b>	<b>12</b>	<b>4 173</b>

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



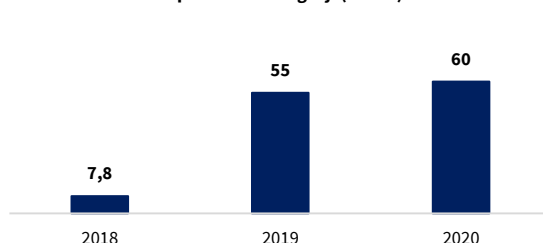
## Finanse

- Zdecydowana większość przychodów spółki stanowi działalność deweloperska. Archicom zanotował po trzech kwartałach 2016 r. znaczny wzrost przychodów powyższego segmentu, tj. o ponad **41,5% r/r**.
- Spółka odnotowała niską marżę segmentu deweloperskiego na poziomie EBIT. Spadek wyniósł **9,7 p.p. r/r**. Należy jednakże zaznaczyć, że na koniec 3Q 2016 r. deweloper przekazał około 340 mieszkań, natomiast w całym roku miało miejsce **940 przekazania**. Biorąc to pod uwagę, wyniki całego 2016 r. będą istotnie lepsze, a przychody mogą przekroczyć 300 mln zł.
- Spółka odnotowała zysk netto na poziomie 24,4 mln zł po 3Q 2016 r. i jego spadek r/r o **20%**. Warto odnotować, że na lepszy wynik za 3Q 2015 r. miało wpływ sprzedaż biurowca **West Forum 1B**, która poprawiła wynik netto o **11,4 mln zł**.
- W 2016 r. Archicom wypłacił inwestorom dywidendę w wysokości **21,4 mln zł**, co stanowiło ponad 50% skonsolidowanego zysku netto za 2015 r. Zarząd zasygnalizował, że wysokość dywidendy za rok 2016 może utrzymać na podobnym poziomie.
- Należy przypomnieć, że w zeszłym roku spółka przeznaczyła na zakup gruntów ponad 140 mln zł. Inwestycje te były finansowane w głównej mierze poprzez pozyskanie środków z emisji akcji w marcu 2016 r. gdzie spółka pozyskała **72,2 mln zł**. W czerwcu 2016 r. deweloper wyemitował obligacje serii **M1** o wartości **55 mln zł**. Na koniec 3Q 2016 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów w wysokości **54,6 mln zł**. Należy zaznaczyć, że większość kredytów zostało przeznaczonych na inwestycje w segmencie komercyjnym, głównie na realizację budynku **Liskego 7** oraz **West Forum I A**. W marcu 2016 r. spółka wyemitowała obligacje serii **M2**, pozyskując kolejne **60 mln zł**.
- W 2016 r. Archicom wyraźnie zwiększył swoją skalę działania, a dynamika rozwoju może zostać utrzymana w następnych latach. Biorąc pod uwagę, że większość długu zapada po roku 2019, sytuacja finansowa spółki jest komfortowa.

w mln zł	2014	3Q 2015	2015	3Q 2016
Przychody	128,7	86,9	156,6	123,1
Zysk brutto ze sprzedaży	43,8	28,0	48,2	36,0
Marża brutto ze sprzedaży	34,0%	32,2%	30,8%	29,2%
Przychody segmentu dewelop.	115,2	79,7	147,1	112,8
EBIT segmentu dewelop.	20,8	16,5	26,4	12,4
Marża EBIT	18,1%	20,7%	17,9%	11,0%
Zysk netto	37,9	30,5	42,8	24,4
Marża netto	29,4%	35,1%	27,3%	19,8%
Kapitał własny	245,0		290,4	362,1
Kredyty	143,4		56,1	54,6
Obligacje	11,0		16,4	65,6
Gotówka	27,3		35,6	96,5
Dług netto	127,1		36,9	23,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,5%		46,4%	52,6%
Dług netto/KW	51,9%		12,7%	6,5%

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
b.d.	7,8	W6M+3,5%	06/2018
M1	55,0	W6M+2,8%	07/2019
M2	60,0	W6M+2,35%	03/2020

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

<b>Nieruchomości:</b>	<b>mieszaniowe, biurowe, magazynowe</b>
<b>Rynki:</b>	<b>Wrocław, Katowice, Kraków, Łódź, Warszawa, Gdańsk, Poznań</b>
<b>Generalny wykonawca:</b>	<b>tak</b>
<b>GPW:</b>	<b>od 2015</b>
<b>Outstanding obligacji:</b>	<b>256 mln zł</b>

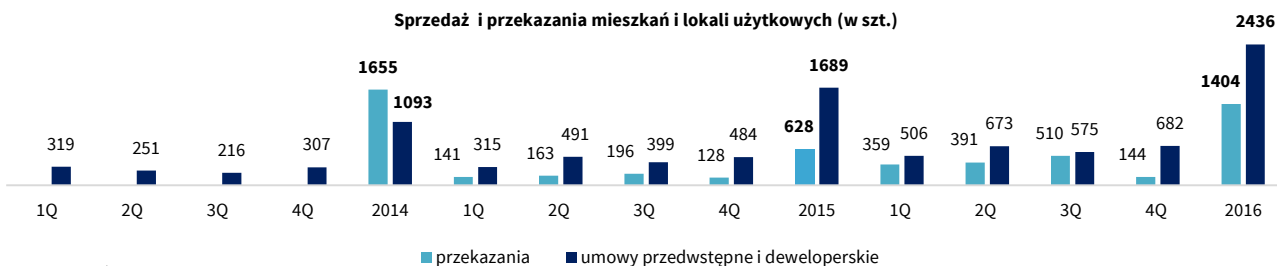
Grupa Atal specjalizuje się w realizacji osiedli mieszkaniowych, pojedynczych budynków wielorodzinnych oraz domów jednorodzinnych zlokalizowanych w obrębie największych miast w Polsce. Spółka uzyskuje również w niewielkim zakresie przychody z najmu powierzchni. Atal pełni funkcję generalnego wykonawcy dla swoich inwestycji. Spółka notowana jest na rynku regulowanym GPW od czerwca 2015 r.

## Działalność operacyjna

- W 2016 r. Atal przekazał **1.404 mieszkań (+123,6% r/r)**. Deweloper może się również pochwalić większą liczbą podpisanych umów przedwstępnych i deweloperskich, które w 2016 r. osiągnęły poziom **2.436 umów (+44,2% r/r)**. Na koniec ubiegłego roku Atal miał w ofercie **2.407 lokali**, z czego 353 były oferowane w ramach ukończonych projektów. W 2017 r. spółka zakłada wzrost sprzedaży oraz liczby przekazania mieszkań.
- Atal posiada **szeroki pipeline**, który obejmuje **34 inwestycji** o łącznej planowanej PUM na poziomie **442,9 tys. m<sup>2</sup>**. Spółka szacuje, że dzięki tym projektom przekaze do użytkowania ponad **7.850 lokali** w następnych latach. Ostatni rok był okresem w którym Atal dalej poszerzył swój bank ziemi kupując siedem gruntów w pięciu miastach za kwotę netto **93,3 mln zł**. Deweloper nabył między innymi dwa grunty w Warszawie oraz Łodzi, na których łączny PUM wynosi ponad **122 tys. m<sup>2</sup>**. W 2017 r. spółka planuje zakupić kolejne grunty i wydać na ten cel około **100-150 mln zł**.
- Deweloper uzyskuje również przychody z tytułu **najmu lokali magazynowych i biurowych w trzech lokalizacjach** - dwóch we Wrocławiu (13,6 tys. m<sup>2</sup> oraz 12,7 tys. m<sup>2</sup>) i jednej w Katowicach (3,0 tys. m<sup>2</sup>). Nieruchomości inwestycyjne były wycenione w bilansie spółki na **83,1 mln zł** na koniec 2016 r., natomiast wynik operacyjny segmentu wyniósł 5,2 mln zł, co implikowało stopę kapitalizacji na poziomie 6,3%.

Bank Ziemi	Liczba projektów	Liczba lokali	PUM (tys. m <sup>2</sup> )
Wrocław	5	992	58,0
Katowice	1	144	7,5
Gdańsk	5	1 275	67,7
Warszawa	8	1 550	82,7
Łódź	4	1 306	72,0
Kraków	11	2 587	155,0
<b>Razem</b>	<b>34</b>	<b>7 854</b>	<b>442,9</b>

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



## Finanse

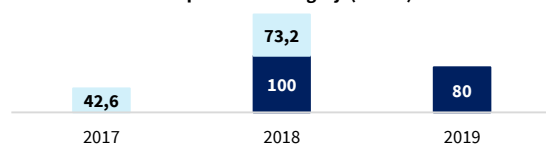
- Spółka zanotowała w ubiegłym roku przychody z segmentu mieszkaniowego wyższe o ponad **129%** niż w 2015 r. Jest to jednak spowodowane niską bazą.
- Atal może się pochwalić wysokimi i stabilnymi marżami brutto ze sprzedaży, która nieznacznie spadła r/r o **0,7 p.p.** Spółka zanotowała jednak wyraźny spadek marży netto, tj. o ponad 5 p.p. w 2016 r. w porównaniu do roku 2014. Wysoki poziom marż związany jest z działalnością spółki jako generalnego wykonawcy oraz silnym reżimem kosztowym. Spółka obniżyła wskaźniki kosztów ogólnego zarządu oraz kosztów sprzedaży do przychodów do rekordowo niskich poziomów, które wyniosły odpowiednio **2,4%** oraz **2,3%** w 2016 r.
- Zgodnie z nową polityką dywidendy, z uwzględnieniem warunków emisji wyemitowanych obligacji, Zarząd zarekomendował wypłatę dywidendy za 2016 r. w wysokości **65,0 mln zł**, co stanowi blisko **70% skonsolidowanego zysku netto za rok ubiegły**.
- W 2016 r. Atal w znaczący sposób zmienił swoją strukturę finansowania, finansując swoje inwestycje w większości **obligacjami**. W ostatnim roku spółka wyraźnie zwiększyła zadłużenie - dług netto wzrósł o blisko **64% r/r**. Na koniec 2016 r. Spółka raportowała zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji na poziomie **256 mln zł** oraz zadłużenia z tytułu kredytów - **252,3 mln zł**. Atal w 2016 r. wyemitował obligacje o łącznej wartości ponad **140 mln zł** Warto odnotować, że 9 serii obligacji o wartości ponad 115 mln zł. zostało objętych przez głównego akcjonariusza spółki oraz inne podmioty z nim powiązane. Pod koniec marca b.r. spółka wyemitowała obligacje serii AB o wartości 40 mln zł.
- Sytuacja finansowa** Grupy Atal wygląda pozytywnie - wysokie marże na tle konkurencji, szeroki bank ziemi i dywersyfikacja geograficzna wyróżnia spółkę na tle pozostałych deweloperów. Wysoka przedsprzedaż w 2016 r. w stosunku do przekazanych lokali pozwala zakładać, iż w kolejnych latach Atal może znacząco poprawić wyniki.

w mln zł	2013	2014	2015	2016
Przychody	234,3	576,8	226,8	506,8
Zysk brutto ze sprzedaży	52,6	186,2	62,8	136,9
Marża brutto ze sprzedaży	22,4%	32,3%	27,7%	27,0%
Przychody segmentu dewelop.	223,0	565,0	215,8	495,9
EBIT segmentu dewelop.	36,4	162,2	35,7	109,9
Marża EBIT	16,3%	28,7%	16,5%	22,2%
Zysk netto	34,4	136,5	47,4	93,1
Marża netto	14,7%	23,7%	20,9%	18,4%
Kapitał własny	266,8	429,3	611,6	675,6
Kredyty	192,2	174,5	237,2	252,8
Obligacje	39,1	66,9	89,9	256,0
Gotówka	76,8	73,9	129,6	187,5
Dług netto	154,5	167,5	197,5	323,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	60,9%	45,4%	49,4%	55,4%
Dług netto/KW	57,9%	39,0%	32,3%	47,7%

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
H, I, K, L	42,2	4,0%	10-12/2017
O	40,0	W6M+2%	05/2018
R, S, T, U	38,2	b.d.	07-10/2018
W	60,0	W6M+1,9%	12/2018
Z	35,0	3,5%	12/2018
AB	40,0	W6M+1,9%	03/2019
P	40,0	W6M+2,4%	05/2019

Obligacje objęte w całości przez Zbigniewa Juroska oraz podmioty powiązane

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Developres

<b>Nieruchomości:</b>	<b>Mieszaniowe, biurowe</b>
<b>Rynki:</b>	<b>Rzeszów</b>
<b>Generalny wykonawca:</b>	<b>Tak (spółka powiązana)</b>
<b>GPW:</b>	<b>Nie</b>
<b>Outstanding obligacji:</b>	<b>50,0 mln zł</b>

Developres to największy deweloper mieszkaniowy działający w Rzeszowie, obecny na rynku od 2006 r. W 2015 spółka rozpoczęła działalność na rynku nieruchomości komercyjnych (biurowiec SkyRes). DevelopRes pełni funkcję generalnego wykonawcy swoich inwestycji (za pośrednictwem spółki powiązanej). Od maja 2015 r. obligacje spółki notowane są na Catalyst

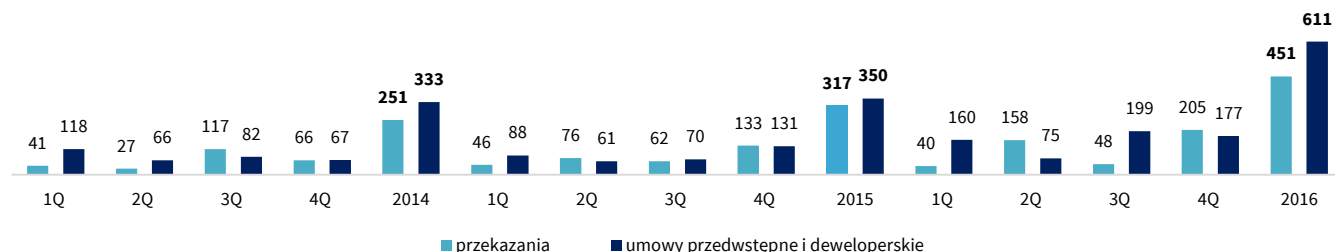
## Działalność operacyjna

- W 2016 r. Developres przekazał **451 mieszkań (+42,7 % r/r)**, co było najwyższym wynikiem w historii działalności spółki. Kontraktacja w ubiegłym roku również osiągnęła rekordowy poziom – **611 lokali**, co jest wynikiem o **74,6%** lepszym niż w 2015 r.
- Obecnie rzeszowski deweloper realizuje kolejne etapy swoich sztandarowych inwestycji – Osiedla Zawiszy i Osiedla SkyRes, w ramach których w ciągu najbliższych dwóch lat powstanie **ponad 620 lokali**.
- Obecnie posiadany bank ziemi spółki pozwala na realizację (szacunkowo) prawie **1.300 lokali**, z czego około 900 (50.000 m<sup>2</sup> PUM) zostanie zrealizowane w ramach Osiedla nad Wisłokiem. Przedstawione szacunki nie wyczerpują jednak wszystkich możliwości inwestycyjnych Developres – rozpoczęcie przez spółkę współpracy z Mayland Real Estate umożliwi realizację nawet **1.800 lokali** w ramach joint-venture (projekt Bella Dolina).
- Developres obecnie prowadzi komercjalizację swojego pierwszego projektu komercyjnego – biurowca SkyRes. Jest to pierwszy w Rzeszowie budynek biurowy klasy A o łącznej GLA wynoszącej prawie **20.000 m<sup>2</sup>**.

Bank ziemi*	Lokalizacja	Liczba lokali
Osiedle nad Wisłokiem	Rzeszów	~900
Os. Urocz. Nowe Miasto	Rzeszów	240
Bella Dolina	Rzeszów	~150
<b>Razem</b>		<b>1 290</b>

\* Wg szacunków DM Navigator

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



## Finanse

- W ostatnich latach Developres **dynamicznie zwiększał skalę działalności**, co obrazują przychody spółki – w latach 2013-2016 rosły one średnio o **33,9% rocznie**.
- Pomimo pewnego pogorszenia rentowności w 2016 r. wciąż utrzymuje się ona na wysokim poziomie – marża brutto ze sprzedaży wyniosła **24,1%**.
- W wyniku zmniejszenia salda kredytów i pożyczek oraz zwiększenia wartości posiadanych środków pieniężnych w 2016 r. Developres **poprawił wskaźniki zadłużenia** – dług netto/kapitał własny spadł do wartości 71,9%, co było wartością o 28,2 p.p. niższą niż rok wcześniej
- Z racji na trwającą komercjalizację biurowca SkyRes i wakacje czynszowe w ubiegłym roku spółka nie rozpoznawała istotnych przychodów z segmentu komercyjnego. **Zakończenie komercjalizacji projektu SkyRes powinno mieć istotny wpływ na przyszłą sytuację finansową rzeszowskiego dewelopera** – obecnie inwestycja jest wykazywana w bilansie w koszcie wytworzenia (~60 mln zł), zaś aktualna wartość biurowca SkyRes według operatu szacunkowego wynosi **80,4 mln zł**. Ewentualna sprzedaż bądź refinansowanie projektu pozwolą na uwolnienie znacznej ilości środków pieniężnych.
- W lutym br. Developres poinformował o uplasowaniu **obligacji serii C o wartości nominalnej 35 mln zł**. Środki z emisji przeznaczone zostały w większości na przedterminowy wykup obligacji serii B o wartości nominalnej 25 mln zł, co oznacza zwiększenia outstandingu obligacji o 10 mln zł.
- Pomimo zwiększenia zadłużenia na początku 2017 r. **sytuację finansową Developres można uznać za stabilną** – zadłużenie spółki utrzymywane jest na bezpiecznym poziomie, zapewniającym zaspokojenie bieżących potrzeb kapitałowych dewelopera. **Posiadany bank ziemi pozwala na utrzymanie skali działalności** w najbliższych latach, a środki pozyskane w ramach ostatniej emisji obligacji pozwalają na jego dalszą rozbudowę. Zakończenie projektu biurowego pozwoli na uwolnienie znacznej ilości środków pieniężnych, co dodatkowo poprawi płynność finansową spółki.

w mln zł	2013	2014	2015	2016
Przychody	44,6	58,2	77,1	107,2
Zysk brutto ze sprz.	10,5	18,8	24,9	25,8
Marża brutto ze sprz.	23,6%	32,4%	32,3%	24,1%
Zysk ze sprzedaży	6,3	12,9	16,9	13,9
Marża zys. ze sprz.	14,2%	22,1%	21,9%	13,0%
Zysk netto	4,7	10,1	13,3	9,7
Marża netto	10,6%	17,3%	17,2%	9,1%
Kapitał własny	35,1	45,2	58,4	68,2
Kredyty	13,3	20,2	22,0	19,3
Obligacje	0,0	0,0	41,0	41,0
Gotówka	1,5	5,3	5,4	12,7
Dług netto	12,0	15,7	58,5	49,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,1%	63,8%	68,1%	65,3%
Dług netto/KW	34,2%	34,8%	100,1%	71,9%

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
A	15,0	W6M+5,00%	3/2018
C	35,0	W6M+marża	5/2019

## Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Dom Development

Nieruchomości:	mieszaniowe
Rynki:	Warszawa, Wrocław
Generalny wykonawca:	nie
GPW:	od 2006
Outstanding obligacji:	260,0 mln zł

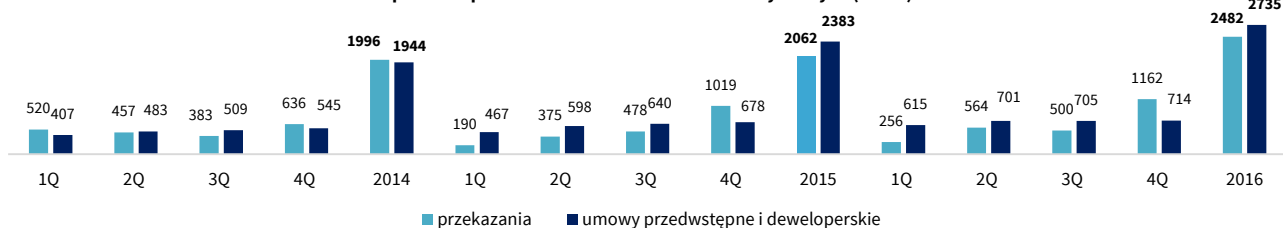
Dom Development funkcjonuje na rynku mieszkaniowym od 1996 r. Spółka działa na rynku warszawskim, a od 2011 r. obecna jest także we Wrocławiu. Dom Development należy do największych deweloperów działających na naszym rynku, oferując mieszkania z różnych segmentów cenowych. Dom Development nie jest generalnym wykonawcą swoich inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od października 2006 r.

## Działalność operacyjna

- W 2016 r. Dom Development przekazał **2.482 lokale (+20,4% r/r)**. Sprzedaż mieszkań w ramach **umów przedwstępnych i deweloperskich osiągnęła rekordowy poziom 2.735 mieszkań w 2016 r. (+14,8% r/r)**. W ostatnich latach Grupa zajmowała miejsce w pierwszej trójce pod względem liczby sprzedanych mieszkań na polskim rynku, a cel zarządu na bieżący rok zakłada przynajmniej utrzymanie ubiegłorocznego poziomu sprzedaży. Oferta mieszkaniowa na koniec 2016 r. obejmowała **2.506 lokali w siedemnastu inwestycjach**, z czego 402 lokale stanowiły projekty zakończone.
- Według stanu na koniec 2016 r., w realizacji znajduje się **3.543 lokali**. Dom Development chcąc utrzymać obecną dynamikę sprzedaży powinien myśleć o uzupełnianiu banku ziemi – na koniec 2016 r. w przygotowaniu było **trzydzieści projektów** o łącznej planowanej liczbie lokali na poziomie **6.450 sztuk**. Obecny bank ziemi składa się tylko z gruntów usytuowanych w Warszawie.
- Deweloper zamierza wyraźniej zaznaczyć swoją obecność na rynku wrocławskim i planuje w 2017 r. zakup 2-3 gruntów na tamtejszym rynku. Dodatkowo, spółka ma wyłączność negocjacyjną w sprawie zakupu segmentu mieszkaniowego GK Eurostyl, która posiada silną pozycję na rynku trójmiejskim. Bank ziemi tej spółki na koniec 2016 r. pozwalał na wybudowanie blisko **1.800 lokali**.

Bank Ziemi	Liczba lokali
Premium	361
Przy Parku	46
Marina Mokotów	731
Bukowińska III	190
Cybernetyki	633
Sobieskiego	153
Regaty	217
Palladium	566
Kowalczyka	792
Moderna	184
Amsterdam	514
Wilno	1556
Forma (Motorowa)	507
<b>Razem</b>	<b>6 450</b>

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



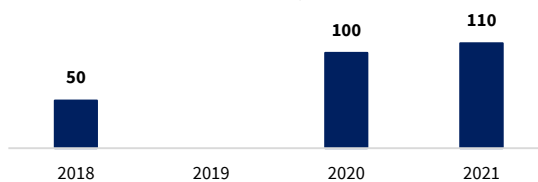
## Finanse

- W 2016 r. spółka osiągnęła 1.153 mln zł przychodów ze sprzedaży (+27,3% r/r), **poprawiając swoje marże zysku ze sprzedaży oraz netto** odpowiednio o 0,9 p.p. oraz 1,5 p.p., co jest najlepszym wynikiem od kilku lat.
- Dzięki stabilnym wynikom Spółka chętnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami - od 2006 r. Deweloper wypłaca dywidendy, a od 2012 r. przeznaczają na jej wypłatę 100% zysku netto. W tym roku polityka dywidendowa nie uległa zmianie, a zarząd rekomenduje wypłatę dywidendy w wysokości ponad **125 mln zł**.
- Dom Development wykazuje się dużą dyscypliną kosztową, wyraźnie poprawiając wskaźniki kosztów sprzedaży oraz kosztów ogólnego zarządu w stosunku do przychodów. Wysokość tych wskaźników w 2016 r. wyniosła odpowiednio **4,1%** oraz **5,2%**.
- Deweloper w dużej mierze finansuje swoje inwestycje **obligacjami** - na koniec 2016 r. Spółka raportowała zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji w wysokości **380,0 mln zł**. Dom Development wyemitował w listopadzie 2016 r. obligacje o wartości **110 mln zł**, natomiast w lutym b.r. wykupił jedną serię obligacji o wartości **120 mln zł**. Spółka w ciągu ostatnich czterech lat **całkowicie zredukował zadłużenie z tytułu kredytów**. Spółka wyraźnie polepszyła również swoją pozycję gotówkową, raportując **437,1 mln zł środków pieniężnych na koniec 2016 r.**
- Sytuacja finansowa** Dom Development nie budzi zastrzeżeń – spółka zmniejszyła w ostatnich latach swoje zadłużenie oraz generowała dodatnie wyniki na działalności przy rosnących marżach. Deweloper planuje w 2017 r. przekazać ponad **2.600 lokali**, z których na koniec 2016 r. sprzedał blisko 1.300. Warty odnotowania jest, iż spółka na koniec 2016 r. posiadała więcej środków pieniężnych od zadłużenia finansowego. Najbliższy wykup obligacji (50 mln zł) przypada na marzec 2018 r. Biorąc pod uwagę potencjalny zakup Eurostyl, rozwój na rynku wrocławskim oraz wypłatę dywidendy, spółka może myśleć o kolejnych emisjach obligacji.

w mln zł	2013	2014	2015	2016
Przychody	676,4	784,3	904,2	1153,0
Zysk brutto ze sprzedaży	157,1	152,0	203,9	271,1
Marża brutto ze sprz.	23,2%	19,4%	22,6%	23,5%
Zysk ze sprzedaży	74,6	64,8	109,2	156,6
Marża zysku ze sprz.	11,0%	8,3%	12,1%	13,6%
Zysk netto	54,5	55,9	80,8	125,8
Marża netto	8,1%	7,1%	8,9%	10,9%
Kredyty	174	124	100	0
Obligacje	270	270	270	380
Gotówka	327,5	352,8	225,3	437,1
Dług netto	120,3	44,9	148,1	-53,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	50,5%	46,6%	49,6%	53,0%
Dług netto/KW	14,0%	5,2%	16,8%	-5,7%

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
DOMDE4260318	50	W6M+2,65%	03/2018
DOMDE5120620	100	W6M+1,9%	06/2020
DOMDE6151121	110	W6M+1,75%	11/2021

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# J.W. Construction

Nieruchomości:	mieszkaniowe, hotelowe
Rynki:	Warszawa, Gdynia, Katowice, Łódź, Poznań, Szczecin
Generalny wykonawca:	tak (większość)
GPW:	od 2007
Outstanding obligacji:	175,7 mln zł

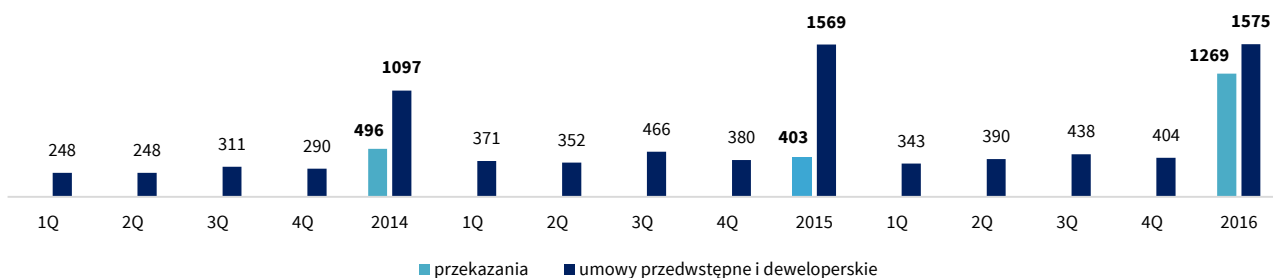
J.W. Construction (JWC) to spółka działająca głównie jako deweloper mieszkaniowy realizujący projekty w Warszawie, Łodzi, Gdyni, Katowicach, Poznaniu. Dodatkowo spółka prowadzi inwestycje związane z apartotelami, hotelami. J.W. Construction jest generalnym wykonawcą większości własnych inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od czerwca 2007 r.

## Działalność operacyjna

- W 2016 r. J.W. Construction przekazał **1.269 mieszkań (+214,9% r/r)**. Spółka zanotowała również symboliczny wzrost w przypadku umów deweloperskich i przedwstępnych – w całym 2016 r. sprzedała 1.575 lokali (+0,5% r/r). Na koniec 2016 r. deweloper posiadał w ofercie do sprzedaży kolejne **1.777 lokali**.
- W kolejnych latach deweloper na bazie posiadanego banku ziemi planuje uruchomienie realizacji **2.853 lokali** w ramach 13 projektów o łącznym PUM **155 tys. m<sup>2</sup>**. J.W. Construction zamierza skupiać swoje projekty w Warszawie oraz będzie dopełniał ofertę mniejszymi inwestycjami w takich miastach jak Katowice i Szczecin. Warto również wspomnieć, że spółka dodatkowo ma w przygotowaniu ponad **42 tys. m<sup>2</sup> powierzchni apartotelowo-komercyjnej**.
- Ważnym elementem przychodów dewelopera są wpływy z **segmentu hotelarskiego**, które w 2016 i 2015 r. wyniosły odpowiednio 44,5 mln zł. oraz 34,9 mln zł., przy czym segment ten w obu latach generował straty na poziomie wyniku netto.
- W marcu b.r. Józef Wojciechowski nabył w wezwaniu **17,4 mln akcji** J.W. Construction, zwiększając swój udział w akcjonariacie do blisko **85,6%**.

Bank Ziemi	Liczba projektów	Liczba lokali	PUM (tys. m <sup>2</sup> )
Warszawa	11	2 028	114,8
Katowice	1	346	18,2
Szczecin	1	479	22,0
<b>Razem</b>	<b>13</b>	<b>2 853</b>	<b>155,0</b>

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



## Finanse

- Zdecydowana większość przychodów spółki stanowi działalność deweloperska. J.W. Construction zanotował w 2016 r. znaczny wzrost przychodów powyższego segmentu, tj. o ponad **245%** w stosunku do 2015 r. Spółka w ubiegłym roku przekazała **866 lokali** więcej niż w 2015 r.
- J.W. Construction w 2016 r. wyraźnie poprawił rentowności z **działalności deweloperskiej** na poziomie **marży brutto ze sprzedaży** oraz **marży zysku ze sprzedaży**, odpowiednio o **3,3 p.p.** i **14,7 p.p.** względem 2015 r. Wynika to w głównej mierze z dyscypliny kosztowej poprzez poprawę wskaźników kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu do przychodów. Powyższe wskaźniki na koniec 2016 r. wyniosły odpowiednio **6,7%** oraz **2,2%**.
- Deweloper finansował swoje inwestycje do tej pory w dużej części **kredytami** – na koniec 2016 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie **192,3 mln zł** (z wyłączeniem kredytów preferencyjnych dla TBS Marki sp. z o.o. zobowiązania wynoszą **93 mln zł**) oraz zadłużenie z tytułu wemitowanych obligacji – **127,5 mln zł**.
- Pod koniec stycznia 2016 r. deweloper wykupił część obligacji za kwotę 138,5 mln zł, natomiast w grudniu 2016 r. spółka spłaciła kolejne 48 mln zł. Obie transakcje wyraźnie poprawiły wskaźniki zadłużenia, a dług netto zmalał r/r o prawie **100 mln zł**.
- Ubiegły rok był dla J.W. Construction **bardzo dobry pod względem raportowanych wyników**. Spółka znacząco zwiększyła przychody, poprawiła również rentowności w kluczowym dla niej segmencie deweloperskim. Spółka planuje również uruchomienie realizacji blisko 2.900 w bieżącym roku, co będzie miało przełożenie na wyniki w następnych latach. Deweloper również znacząco ograniczył zadłużenie netto, które na koniec 2016 stanowiło **37%** kapitałów własnych. Spółka posiada relatywnie mały bank ziemi. Biorąc również pod uwagę niski poziom gotówki, spółka może potrzebować finansowania zewnętrznego.

w mln zł	2013	2014	2015	2016
Przychody	327,5	212,8	202,2	490,7
Działalność deweloperska	261,8	150,3	144,1	495,1
Zysk brutto ze sprzedaży	67,2	27,0	30,6	121,3
Marża brutto ze sprzedaży	25,7%	18,0%	21,2%	24,5%
Zysk ze sprzed. (dew.)*	27,7	-3,6	1,3	77,2
Marża zysku ze sprz.*	10,6%	-2,4%	0,9%	15,6%
Zysk netto	11,4	8,3	5,7	25,0
Marża netto	3,48%	3,90%	2,82%	5,09%
Kapitał własny	513,4	627,2	626,6	653,2
Kredyty	332,5	264,6	201,6	192,3
Obligacje	299,8	247	314,2	127,5
Gotówka	15,8	41,3	188,4	88,3
Dług netto	648,9	484,9	334,5	241,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	63,5%	56,8%	63,1%	56,6%
Dług netto/KW	126,4%	77,3%	53,4%	37,0%

\* nie uwzględnia aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
JWC1217	72,0	W6M+3,5%	12/2017
JWX0116	51,5	W3M+marża	01/2018

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

<b>Nieruchomości:</b>	<b>mieszaniowe, biurowe, handlowe</b>
<b>Rynki:</b>	<b>Wrocław, Warszawa, Gdańsk, Kraków, Łódź, Katowice</b>
<b>Generalny wykonawca:</b>	<b>nie</b>
<b>GPW:</b>	<b>od 2007</b>
<b>Outstanding obligacji:</b>	<b>305,0 mln zł</b>

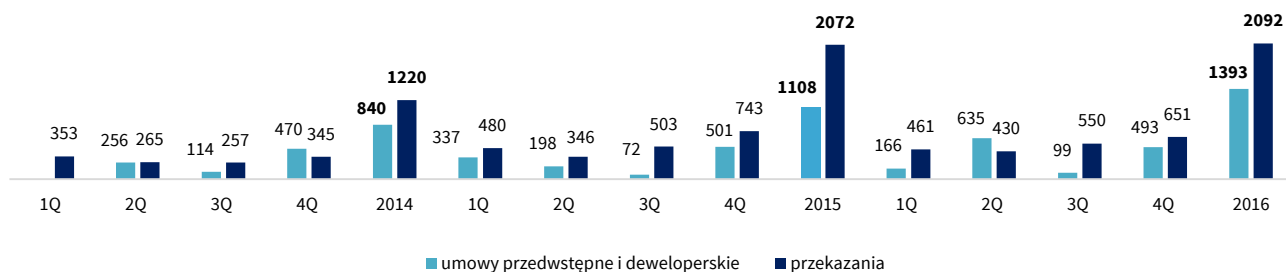
LC Corp prowadzi działalność deweloperską na terenie Warszawy, Wrocławia, Krakowa, Gdańska oraz Łodzi. Spółka operuje w segmencie mieszkań popularnych oraz o podwyższonym standardzie, jak również w segmencie biurowym i handlowym. LC Corp nie jest generalnym wykonawcą swoich inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od czerwca 2007 r.

## Działalność operacyjna

- W 2016 r. LC Corp przekazał **1.393 lokali (+25,7% r/r)**. Sprzedaż mieszkań (po uwzględnieniu rezygnacji i bez umów rezerwacyjnych) **osiągnęła rekordowy poziom 2.092 mieszkań w 2016 r. (+9,7% r/r)**, których najwięcej deweloper sprzedał w Warszawie (885 lokali) oraz we Wrocławiu (447 mieszkań). Oferta mieszkaniowa spółki na koniec 2016 r. obejmowała **1.881 mieszkań i lokali użytkowych**. Spółka planuje wprowadzenie w 2017 r. 1.817 lokali do swojej oferty.
- W bieżącym roku deweloper planuje rozpoczęcie **budowy 1.887 lokali o łącznym PUM na poziomie 97,2 tys. m<sup>2</sup>**. LC Corp zamierza nadal realizować swoje projekty na najbardziej chłonnych rynkach: warszawskim, wrocławskim, krakowskim i gdańskim.
- Ważnym elementem działalności dewelopera jest segment biurowy oraz handlowy, w którym to spółka zrealizowała do tej pory pięć inwestycji (Arkady Wrocławskie, Sky Tower, Wola Center, Silesia Star (A i B)) o łącznym GLA na poziomie 152,1 tys. m<sup>2</sup>. Nieruchomości inwestycyjne były wycenione w bilansie spółki na **1.810 mln zł** na koniec 2016 r., natomiast wynik operacyjny segmentu wyniósł 103,1 mln zł.

	Projekty planowane (2017)	Liczba projektów	Liczba lokali	PUM (tys. m <sup>2</sup> )
Warszawa		4	720	37,9
Kraków		2	459	22,2
Gdańsk		2	477	23,9
Wrocław		1	231	13,2
<b>Razem</b>		<b>9</b>	<b>1 887</b>	<b>97,2</b>

## Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



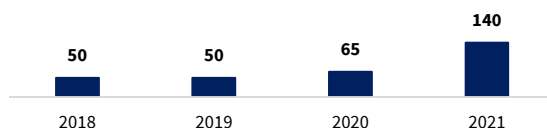
## Finanse

- LC Corp kolejny rok z rzędu odnotowuje wyraźny wzrost przychodów, napędzany przez segment mieszkaniowy. Przychody powyższego segmentu wzrosły o **26,3% r/r**. Działalność deweloperska jest odpowiedzialna za blisko **73,5%** całkowitych przychodów spółki.
- Deweloper odnotowuje podobne poziomy marży brutto ze sprzedaży, obserwowany jest jednak spadek rentowności netto o **3,5 p.p. r/r**. Wpływ na to miały m. in. **przeszacowania gruntów** w Łodzi i Katowicach, które obniżyły skonsolidowany wynik finansowy o ok. **24 mln zł**. Dodatkowym czynnikiem są również wyższe koszty finansowe, które wyniosły **56,5 mln zł**, głównie za sprawą ujemnych różnic kursowych (25,4 mln zł).
- Wskaźniki kosztów sprzedaży oraz kosztów ogólnego zarządu do przychodów wynosiły odpowiednio **2,5%** oraz **5,1%** na koniec 2016 r. Należy jednak pamiętać, że wynik częściowo jest zniekształcony ze względu na duży udział segmentu usług najmu w całkowitych przychodach, który jednak nie wpływa na wysokość kosztów sprzedaży.
- W marcu 2017 r. zarząd zarekomendował **wypłatę dywidendy w kwocie 31,3 mln zł**, co stanowi 27,7% zysku netto za poprzedni rok obrotowy.
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w segmencie komercyjnym w dużej części kredytami. Na koniec 2016 r. spółka przypisała do tego segmentu ponad **697 mln zł** (łącznie zobowiązania kredytowe to 776,2 mln zł). Segment deweloperski finansowany jest natomiast obligacjami oraz częściowo kredytami, a całkowite zadłużenie segmentu wynosiło **394,6 mln zł** na koniec 2016 r.
- W 2016 r. spółka wyemitowała 4 serie obligacji o łącznej wartości **140 mln zł**, jednakże wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wzrósł nieznacznie, o **1,9 p.p. r/r**.
- LC Corp od 2013 r. **utrzymuje stabilne poziomy zadłużenia netto** na poziomie około 0,5x kapitałów własnych. Dodatkowo Spółka generuje wysokie marże w segmencie mieszkaniowym. Spółka posiadała wysoki stan gotówki na koniec 2016 r., którą będzie pewnie chciała przeznaczyć na uzupełnienie banku ziemi.

w mln zł	2013	2014	2015	2016
Przychody	209,2	358,8	449,9	547,0
Segment mieszkaniowy	159,1	242,5	318,2	401,9
Zysk brutto ze sprzedaży	34,8	51,6	83,0	104,3
Marża brutto ze sprz.	21,9%	21,3%	26,1%	26,0%
Zysk netto	73,6	76,3	108,9	113,1
Marża netto	35,2%	21,3%	24,2%	20,7%
Kapitał własny	1184,8	1255,2	1364,6	1396,2
Kredyty	594	748,7	761,1	776,2
Obligacje	205,2	165	165,5	306,5
Gotówka	190,3	286,4	242,1	354,9
Dług netto	608,9	627,3	684,5	727,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	50,9%	52,5%	52,8%	56,3%
Dług netto/KW	51,4%	50,0%	50,2%	52,1%

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

## Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Lokum Deweloper

<b>Nieruchomości:</b>	mieszaniowe
<b>Rynki:</b>	Wrocław, Kraków (od 2016)
<b>Generalny wykonawca:</b>	tak
<b>GPW:</b>	od 2015
<b>Outstanding obligacji:</b>	100,0 mln zł

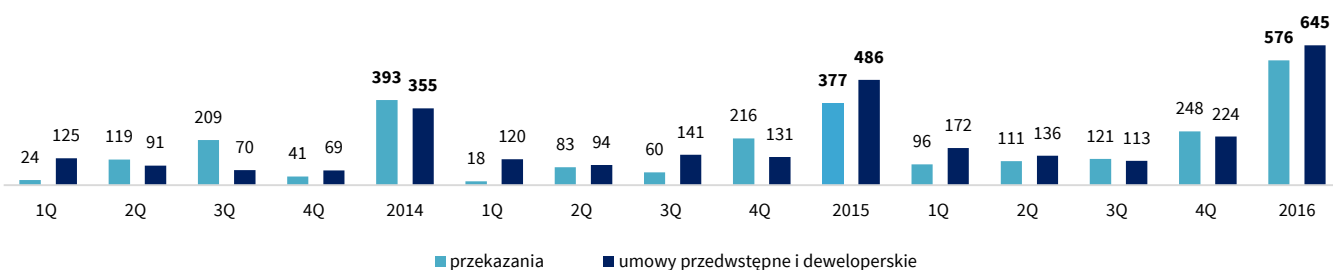
Lokum Deweloper to deweloper mieszkaniowy działający we Wrocławiu i Krakowie (od 3 kw. 2016 r.), operujący głównie w segmencie mieszkań o podwyższonym standardzie. Lokum pełni funkcję generalnego wykonawcy swoich inwestycji. Od grudnia 2014 r. obligacje Spółki notowane są na Catalyst, a od grudnia 2015 r. akcje znajdują się w obrocie na rynku regulowanym na GPW.

## Działalność operacyjna

- W 2016 r. Spółka przekazała **645 mieszkań (+32,7% r/r)**. Oferta dewelopera na koniec 2016 r. wyniosła **803 lokale**, głównie w inwestycjach będących w realizacji. W całym 2017 r. Lokum Deweloper planuje wprowadzić do oferty łącznie **1.279 mieszkań** we Wrocławiu i w Krakowie, co przełoży się na znaczne rozszerzenie liczby oferowanych lokali.
- W 2017 r. Deweloper planuje rozpocząć realizację inwestycji na łącznie **1.662 lokale – 918 lokali we Wrocławiu oraz 744 lokale w Krakowie**.
- Lokum ocenia swój potencjał do rozpoznania mieszkań w wyniku w bieżącym roku na **679 lokali** (inwestycje Lokum Da Vinci, Lokum di Trevi V, Lokum Victoria). W przypadku zrealizowania tegorocznego potencjału przełoży się to na wzrost przekazania o **17,9% r/r**.
- Lokum Deweloper dysponuje **bankiem ziemi**, który pozwoli na realizację ok. **4.333 lokali mieszkalnych**, z czego **2.771 lokali we Wrocławiu oraz 1.562 lokale w Krakowie**.
- Wysoki poziom oferty na koniec 2016 r. przekłada się na ambitny cel sprzedażowy – w 2017 r. wrocławski deweloper planuje osiągnąć sprzedaż na poziomie **1.000 lokali**, co oznaczałoby **nawet 55% wzrost** w stosunku do poziomu z 2016 r.

Bank ziemi	Lokalizacja	Liczba lokali
Tęczowa	Wrocław	550
Międzyzleska/Gazowa	Wrocław	736
Międzyzleska	Wrocław	352
Poniatowskiego	Wrocław	283
Gnieźnieńska	Wrocław	850
Kobierzyńska	Kraków	576
Sławka	Kraków	986
<b>Razem</b>		<b>4 333</b>

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



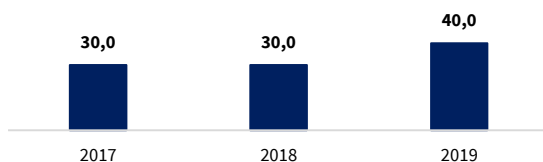
## Finanse

- Ostatni rok był okresem zwiększania skali działalności Lokum. W 2016 r. spółka zanotowała **wzrost przychodów na poziomie 46,5% r/r**, co przekłada się na średnioroczny wzrost przychodów na poziomie **23,5%** w okresie ostatnich trzech lat.
- Lokum utrzymuje **wysoką rentowność** na wszystkich poziomach wyniku finansowego – marża brutto na sprzedaży w 2016 r. kształtowała się na poziomie **31,9%**, co jest najlepszym wynikiem spośród analizowanych deweloperów.
- Spółka od 2011 r. wypłaca dywidendę**. Z zysku za 2015 r. było to 11,2 mln zł, natomiast z zysku za 2016 r. Zarząd rekomenduje wypłatę **14 mln zł**. Kowenant obligacji serii A ogranicza poziom dywidendy do 30% zysku netto za poprzedni rok.
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w dużej części **kapitałem własnym (243 mln PLN)** – na koniec 2016 r. spółka raportowała brak zadłużenia z tytułu kredytów (pomimo dostępnych limitów na około 95 mln PLN) zaś zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji wyniosło **100,0 mln zł**. **Sytuacja finansowa** Lokum jest stabilna – spółka wykazuje **niski poziom zadłużenia**, przy rosnącej skali działalności.
- W wyniku intensywnej inwestycji – zakupu działek w Krakowie i we Wrocławiu o łącznej wartości prawie **129 mln zł** – na koniec 2016 r. stan środków pieniężnych spółki był niższy niż rok wcześniej. Wysoki stan środków pieniężnych w 2015 r. związany był m.in. z debiutem spółki na GPW w grudniu 2015 r.
- W marcu br. Lokum Deweloper poinformował o ustanowieniu **programu emisji obligacji o wartości do 100 mln zł**. Środki z emisji obligacji w ramach programu przeznaczone zostaną na refinansowanie zobowiązań finansowych, realizację projektów deweloperskich oraz finansowanie zakupu gruntów pod nowe projekty deweloperskie.

w mln zł	2013	2014	2015	2016
Przychody	100,5	126,7	129,2	189,3
Zysk brutto ze sprz	27,1	32,1	45,3	60,4
Marża brutto ze sprz.	27,0%	25,3%	35,1%	31,9%
Zysk ze sprzedaży	23,0	25,2	34,8	44,8
Marża zys. ze sprz.	22,9%	19,9%	26,9%	23,7%
Zysk netto	22,4	26,0	37,5	46,9
Marża netto	22,3%	20,5%	29,0%	24,8%
Kapitał własny	123,5	148,4	210	243,0
Kredyty	12,3	0,0	8,3	0,0
Obligacje	9,3	30,2	60,1	101,0
Gotówka	13,8	31,1	98,5	56,0
Dług netto	8,0	-0,5	-29,9	45,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	28,8%	25,6%	33,1%	36,9%
Dług netto/KW	6,6%	-0,3%	-14,2%	18,6%

Seria	Wartość emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
A	30,0	W6M+3,80%	10/2017
B	30,0	W6M+4,00%	12/2018
C	40,0	W6M+3,60%	7/2019

## Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta



<b>Nieruchomości:</b>	<b>Mieszaniowe, logistyczne</b>
<b>Rynki:</b>	<b>Warszawa</b>
<b>Generalny wykonawca:</b>	<b>nie</b>
<b>GPW:</b>	<b>od 2008</b>
<b>Outstanding obligacji:</b>	<b>141,4 mln zł</b>

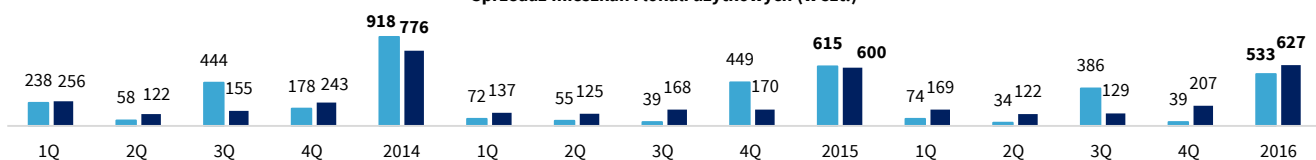
Marvipol prowadzi działalność w dwóch obszarach biznesowych – działalność motoryzacyjną w zakresie importu, sprzedaży aut z segmentu premium oraz działalność deweloperską w segmencie mieszkaniowym oraz od 2015 r. parków logistycznych (wspólnie z Grupą Panattoni). W 2016 r. po sprzedaży Prosta Tower, spółka wygasła segment najmu. Marvipol nie jest Generalnym Wykonawcą swoich inwestycji. Spółka notowana jest na rynku regulowanym GPW od czerwca 2008 r.

## Działalność operacyjna

- W 2016 r. Marvipol przekazał **533 mieszkań (-13,3% r/r)** przy 627 umowach deweloperskich podpisanych (+4,5%). Inwestycją, która była najbardziej widoczną w przychodach z 2016 r. był projekt Central Park Ursynów – spółka przekazała około 400 lokali z tej inwestycji. W 2017 r. spółka zamierza sprzedać około **700 lokali**, a od 2018 r. powyżej **1.000 lokali**
- Na bank ziemi na koniec 2016 r. składają się grunty o całkowitej możliwej liczbie 1.630 lokali. Na początku marca 2017 r. spółka zakupiła działkę na warszawskiej Woli (ul. Grzybowska) przeznaczając **60,6 mln zł**, na której powstanie apartamentowiec o całkowitym **PUM 23 tys. m<sup>2</sup>**.
- W drugiej połowie 2016 r. spółka poinformowała o uzgodnieniu i podpisaniu planu podziału spółki na dwa podmioty – deweloperski **Marvipol Development** (będzie wydzielony do osobnego podmiotu) oraz motoryzacyjny **British Automotive Holding**. Zarząd Marvipolu liczy, że podział grupy uda się sfinalizować w **II połowie b.r.** Oba podmioty mają być notowane na GPW.
- W grudniu 2016 r. spółka poinformowała o podpisaniu umowy sprzedaży biurowca **Prosta Tower** o powierzchni **6.084 m<sup>2</sup>** w Warszawie za **26,8 mln euro**. W wyniku transakcji spółka uwolniła po spłacie kredytów **49 mln zł** środków pieniężnych, które chce przeznaczyć na inwestycje magazynowo-logistyczne.
- Na początku marca 2017 r. Marvipol podpisał list intencyjny z **Panattoni Development Europe** dot. wspólnej realizacji projektu budowy obiektu magazynowo-logistycznego w okolicy Krakowa. Dodatkowo, spółka spodziewa się sprzedaży 2 ukończonych projektów logistycznych **do końca I półrocza 2017 r.** Deweloper zamierza rozwijać się w tym segmencie, w który do tej pory zainwestował ponad **80 mln zł**.
- Marvipol jest aktywny akwizycyjnie. Po niesfinalizowanej próbie przejęcia mLocum w grudniu 2016 r., spółka przystąpiła do negocjacji w sprawie zakupu 33% akcji Soho Development (wyłączność negocjacyjną do **30 kwietnia 2017 r.**) Według ceny akcji na koniec marca 2017 r., **pakiet wyceniany jest na około 60 mln zł**. W 2016 r. Soho **sprzedał 261 lokali** i posiada projekty w przygotowaniu o całkowitym **PUM 26 tys. m<sup>2</sup>**

Bank ziemi na koniec 2016 r.	Liczba lokali	PUM (tys. m <sup>2</sup> )
<b>Warszawa</b>	<b>1 630</b>	<b>b.d.</b>

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



## Finanse

■ przekazania ■ umowy przedwstępne i deweloperskie

- Należy przypomnieć, że Marvipol jest w procesie podziału swoich dwóch głównych segmentów biznesowych. W raporcie rocznym za 2016 r. spółka zaprezentowała dane finansowe podmiotu wydzielanego (działalność deweloperska), na którą składa się sprzedaż mieszkań oraz projekty logistyczne. Dane tego segmentu pokazywane są metodą praw własności, co nie pokazuje pełnego obrazu tej działalności.
- W 2016 r. spółka zanotowała spadek przychodów segmentu deweloperskiego o **7,9% r/r**. Wyższe marże segmentu deweloperskiego są spowodowane zdarzeniami jednorazowymi, do których należy zaliczyć zysk ze sprzedaży biurowca **Prosta Tower** w wysokości **6,3 mln zł** oraz dużo wyższe pozostałe przychody operacyjne, które były wyższe o **16 mln zł**. W 2016 r. Marvipol wypłacił dywidendę w wysokości **4,6 mln zł**, co stanowiło **16,6% skonsolidowanego zysku netto spółki za rok 2015**. Zgodnie z ogłoszoną w listopadzie 2016 r. nową polityką dywidendową, spółka zakłada wypłatę **40% zysku netto** wygenerowanego przez segment motoryzacyjny w 2016 r, czyli około **18,7 mln zł**.
- Część deweloperska Marvipolu finansuje swoje inwestycje w zdecydowanej części **obligacjami**. Na koniec 2016 r. segment deweloperski zaraportował zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie **31,9 mln zł** oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – **141,4 mln zł**. Warto zaznaczyć, że całość długu obligacyjnego przypisana jest do segmentu deweloperskiego.
- Spółka wyraźnie ograniczyła w ostatnich latach zadłużenie i na koniec 2016 r. **wykazywała więcej gotówki niż zobowiązań finansowych** zarówno w segmencie deweloperskim jak i motoryzacyjnym, głównie za sprawą wpływu środków pieniężnych ze sprzedaży **Prosta Tower**, przy czym należy pamiętać, że nie uwzględnia to zobowiązań projektów logistycznych. Spółka powinna zatem wykorzystać nadwyżki gotówkowe na uzupełnienie swojego banku ziemi, który chce skokowo powiększyć poprzez akwizycje innych podmiotów.

w mln zł	2013	2014	2015	2015	2016	2016
Przychody	494,3	738,5	686,4		653,9	
Działalność deweloperska	210,5	398,5		275,1		253,2
EBIT segm. dewelop.	25,8	42,5		13,1		47,4
Marża EBIT segm. dew.	12,3%	10,7%		4,8%		18,7%
Zysk netto	13,6	46,2	27,7	2,4	69,0	22,3
Marża netto	2,8%	6,3%	4,0%	0,9%	9,2%	8,8%
Kapitał własny	247,8	292,9	326,1		390,5	
Kredyty	152,7	122,8	93,9		108,8	31,9
Obligacje	197,3	154,3	158,5		141,4	141,4
Gotówka	33,7	83,6	155,4		297,8	192,6
Dług netto	316,3	193,5	97,0		-46,8	-18,9
Wsk. ogólnego zadł	74,8%	64,8%	62,2%		59,6%	
Dług netto/KW	128,8%	67,0%	30,2%		-12,0%	

Wydzielony segment deweloperski

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
O	20,7	W3M+marża	08/2017
P	6,0	W3M+marża	08/2017
S	60,0	W6M+3,6%	09/2019
R	40,0	W6M+marża	01/2020

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Murapol

Nieruchomości:	mieszaniowe
Rynki:	B-B, Gdańsk, K-ce, Kraków, Poznań, Siewierz, Toruń, Tychy, W-wa, Wrocław
Generalny wykonawca:	tak
GPW:	nie
Outstanding obligacji:	137,5 mln zł

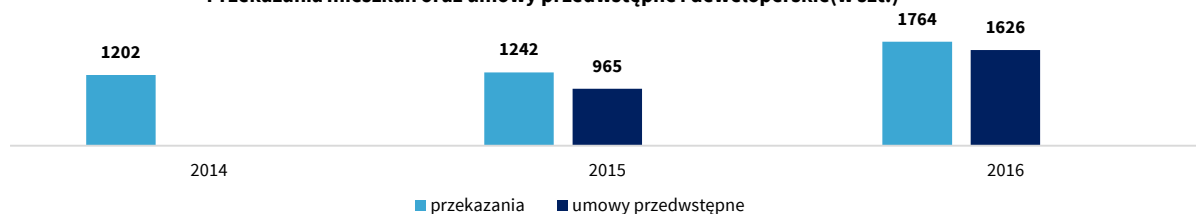
Murapol prowadzi działalność inwestycyjną w obszarze deweloperskim. Spółka operuje w segmencie mieszkań popularnych, zlokalizowanych w kilkunastu miastach w Polsce. Murapol poprzez spółkę zależną pełni funkcję generalnego wykonawcy swoich inwestycji. Debiut obligacji Spółki na rynku Catalyst miał miejsce w 2010 r.

## Działalność operacyjna

- W 2016 r. Murapol przekazał **1.764 (+42,0%) lokali**. Wartości wskazywane przez Zarząd w o liczbie sprzedanych **2.700 lokali netto** w 2016 r. to suma przekazania (1764 szt.), umów przedwstępnych (nieskonwertowanych na akty notarialne – 244 szt.) oraz rezerwacyjnych (692 szt.).
- W portfelu projektów wdrażanych obecnie i planowanych do realizacji na lata 2017-2019 znajdują się przedsięwzięcia obejmujące **19.596 lokali mieszkaniowych i usługowych**. Spółka planuje skupić swoje inwestycje przede wszystkim w aglomeracji warszawskiej oraz krakowskiej, gdzie planuje zrealizować blisko **60% wszystkich lokali z posiadanego banku ziemi**.
- Warto odnotować, że Murapol rozszerzył również zasięg swojej działalności o rynki zagraniczne. W czerwcu 2016 r. spółka zakupiła za **1,45 mln EUR** grunt w Berlinie, gdzie budowa ma się rozpocząć w II kwartale b.r. Dodatkowo, w marcu 2017 r. deweloper podpisał przedwstępną umowę zakupu dwóch działek w Edynburgu. Spółka w przyszłości planuje realizację kolejnych inwestycji na Wyspach Brytyjskich.

Projekty do uruchomienia w latach 2017-2019	Liczba lokali	PUM (tys. m2)
Warszawa	7047	292,2
Kraków/Wieliczka	4619	207,1
Łódź	2327	101,1
Wrocław	1187	50,3
Gdynia	1119	49,9
Bydgoszcz	740	30,3
Katowice	678	30,2
Poznań	565	26,4
Tychy	547	23,7
Toruń	488	20,1
Siewierz	133	6,4
Berlin	126	6,6
Edynburg	20	2,0
<b>Razem</b>	<b>19 596</b>	<b>846</b>

## Przekazania mieszkań oraz umowy przedwstępne i deweloperskie (w szt.)



## Finanse

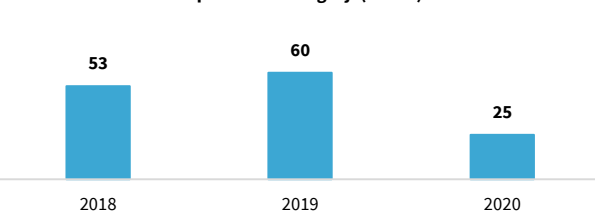
- Murapol charakteryzuje się specyficzną strukturą organizacyjną. Od 2013 r. grupa się reorganizuje, przeobrażając się w jednostkę inwestycyjną, która przenosi projekty w toku do struktur nie podlegających konsolidacji (FIZ). W 2016 r. spółka przejęła Abadon Real Estate, do której przenoszone są wszystkie podmioty, zajmujące się generalnym wykonawstwem.
- Zmiana poziomu przychodów segmentu mieszkaniowego wynika z dokonaniem w 2016 r. reklasyfikacji spółek operacyjnych. W wyniku tego procesu niektóre spółki operacyjne po II kwartale 2016 r. **przestały być konsolidowane w ramach grupy Murapol**. Dodatkowo nieuwzględniane są przychody generowane w SPV, których udziały lub akcje znajdują się w posiadaniu funduszy inwestycyjnych zamkniętych, które powstały we współpracy między innymi z Altus TFI oraz Trigon TFI. W wyniku powyższych zdarzeń, przychody ze sprzedaży usług spadły r/r o **52,9%**, z drugiej jednak strony aktywa finansowe wzrosły o ponad **105%** do 411,5 mln zł. Na powyższą wartość składają się udziały w SPV (Locomotive Management Limited oraz Abadon Real Estate o wartościach odpowiednio **76,5 mln zł** oraz **108,2 mln zł**) oraz certyfikaty inwestycyjne Polski Deweloperski FIZ o wartości **121,4 mln zł**.
- Spółka wykazuje rentowność aktywnych projektów deweloperskich, z podziałem na regiony działalności. Średnia rentowność netto ze sprzedaży wynosiła **26% w 2016 r.**
- Murapol finansuje swoją działalność w dużej części **kredytami** – na koniec 2016 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie **137,8 mln zł** oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – **109,0 mln zł**. Spółka chce w następnych latach wydłużać zapadalność finansowania dłużnego.
- Ze względu na strukturę grupy Murapol oraz na wyodrębnienie części aktywów w strukturach funduszy inwestycyjnych, nie jesteśmy w stanie w pełni ocenić wyników z działalności deweloperskiej oraz zestawień ich z wynikami spółek konkurencyjnych, chociażby ze względu na brak informacji o zadłużeniu na poziomie spółek projektowych.
- Warto odnotować, że **spółka w 2017 r. wyemitowała dwie serie obligacji, pozyskując 25 mln zł**, natomiast najbliższy wykup przypada na rok 2018, co przy obecnym poziomie gotówki pozwala jej na spokojne funkcjonowanie.

w mln zł	2013	2014	2015	2016
Przychody	170,0	232,8	372,1	236,6
Generalne wykonawstwo	76,8	94,1	208,4	98,1
Zyski z inwestycji	40,3	39,7	72,1	124,4
Aktywa finansowe*	60,5	95,9	200,6	411,5
Kapitał własny	181,3	212,7	232,5	324
Kredyty	65,8	72,9	54,1	137,8
Obligacje	68,8	75,4	90,6	112,5
Gotówka	7,7	1,6	13,3	10,7
Dług netto	127,1	148,1	147,9	240,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	54,2%	56,5%	56,2%	49,2%
Dług netto/KW	70,1%	69,6%	63,6%	74,2%

\* Wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
P	30	W3M+4,6%	04/2018
R	22,5	W3M+4,6%	10/2018
S	45	6,0%	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

## Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Polnord

<b>Nieruchomości:</b>	<b>mieszaniowe, biurowe</b>
<b>Rynki:</b>	<b>Trójmiasto, Warszawa, Łódź, Szczecin, Wrocław, Olsztyn</b>
<b>Generalny wykonawca:</b>	<b>tak (częściowo)</b>
<b>GPW:</b>	<b>od 1998</b>
<b>Outstanding obligacji:</b>	<b>297,5 mln zł</b>

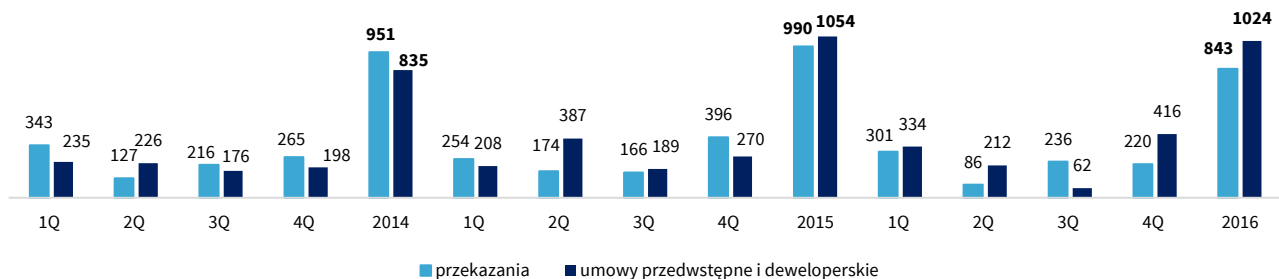
Polnord jest spółką deweloperską realizującą projekty mieszkaniowe oraz komercyjne przede wszystkim na rynkach - warszawskim, trójmiejskim, łódzkim, szczecińskim, olsztyńskim i wrocławskim. Spółka część projektów realizuje w formule joint venture (Martinsa Fadesa, Waryński). Polnord jest w części generalnym wykonawcą swoich inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od grudnia 1998 r.

## Działalność operacyjna

- W 2016 r. Polnord przekazał **843 mieszkań (-14,8% r/r)** przy 1.024 umowach deweloperskich podpisanych (-2,8% r/r). Oferta Polnordu na koniec 2016 r. zamknęła się na poziomie **908 lokali**, z czego 45 lokali dotyczyło projektów oddanych do użytkowania.
- W 2017 r. Deweloper planuje rozpocząć dziesięć projektów o łącznym PUM **78,3 tys. m<sup>2</sup>** oraz łącznej liczbie **1.550 lokali**. Największym zainteresowaniem dewelopera cieszą się Warszawa i Trójmiasto, gdzie spółka zamierza zrealizować ponad 84,3% planowanej PUM.
- Polnord realizował w przeszłości również inwestycje komercyjne, w ramach których powstał kompleks biurowy „Wilanów Office Park” – obecnie spółka wynajmuje dwa budynki biurowe o łącznej powierzchni **17,3 tys. m<sup>2</sup>**. Na koniec 2016 r. Spółka wyceniła biurowce na kwotę **107,4 mln zł**. Zysk brutto segmentu w 2016 r. wyniósł 4,2 mln zł.

Projekty planowane (2017)	Liczba projektów	Liczba lokali	PUM (tys. m <sup>2</sup> )
Warszawa	4	636	30,8
Olsztyn	1	87	6,0
Trójmiasto	3	722	35,2
Wrocław	2	105	6,3
<b>Razem</b>	<b>10</b>	<b>1 550</b>	<b>78,3</b>

## Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)\*



\* Dane nieważone udziałem Polnord w przypadku sprzedaży oraz ważne w przypadku przekazania

## Finanse

- W 2016 r. spółka osiągnęła 163,6 mln zł przychodów z działalności deweloperskiej (-27,1% r/r), która odpowiadała za 92,5% całkowitych przychodów Polnordu. Deweloper **wyraźnie poprawił marżę zysku brutto oraz netto**, która nadal była ujemna. Spółka odnotowała wyraźny wzrost zysku brutto do poziomu **50,4 mln zł**.
- Polnord zakończył poprzedni rok **stratą netto na poziomie 16,9 mln zł**. Na wynikach ciążyły zdarzenia jednorazowe, takie jak zobowiązania z tytułu zaległego VAT w wysokości **15,5 mln zł**, a także odpisy aktualizujące aktywa w Rosji (**10,6 mln zł**), gdzie spółka postanowiła zlikwidować swoje przedstawicielstwo i ograniczyć działalność na tamtejszym rynku.
- Spółka charakteryzuje się wysokimi wskaźnikami kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu do przychodów wyniosły odpowiednio **3,8%** oraz **14,3%**, co oznacza wzrost r/r o **0,8 p.p.** oraz **5,8 p.p.**. Należy jednak zwrócić uwagę, że wyższe koszty zarządu wynikają z jednorazowej wypłaty odpraw dla poprzedniego zarządu.
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w dużej części **obligacjami** – na koniec 2016 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów na poziomie **156,6 mln zł** (101,8 mln zł dotyczyło kredytów segmentu komercyjnego) oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – **330,9 mln zł**. Warto wspomnieć, że w lutym b.r. spółka wykupiła obligację serii NS1 o wartości 50 mln zł oraz wyemitowała nowe papiery, pozyskując 14,7 mln zł.
- Wyniki Polnordu** w ostatnim roku były lepsze niż w 2015 r. na poziomie brutto działalności deweloperskiej. Spółka cały czas jest w procesie restrukturyzacji wewnętrznej, a Zarząd jest zdeterminowany w swoich działaniach, co skutkowało optymalizacją struktury zadłużenia ( pomimo zwiększenia zadłużenia finansowego, dług netto zmalał o blisko 40 mln zł, w wyniku lepszej pozycji gotówkowej, co przywróciło wskaźnik długu netto do kapitałów własnych poniżej 50%). Zakładamy, że w sytuacji kiedy spółce nie uda się sprzedać nieruchomości wspomnianych w strategii, deweloper będzie chciał refinansować obligacje.

w mln zł	2013	2014	2015	2016
Przychody	241,8	183,2	250,6	176,8
Segment deweloperski	223,1	164,5	222,4	163,6
Zysk brutto ze sprzedaży (dewel.)	26,5	24,9	-34,4	50,4
Marża brutto (dewel.)	11,9%	15,1%	-15,5%	30,8%
Zysk netto	4,8	18,1	-136,4	-16,9
Marża netto	2,0%	9,9%	-54,4%	-9,6%
Kapitał własny	1370,1	863,0	727,0	705,6
Kredyty	278,9	148,5	161,5	156,6
Obligacje	313,9	359,7	275,5	330,9
Gotówka	55,8	80,4	53,7	143,5
Dług netto	537	427,8	383,3	344,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	38,2%	45,0%	48,2%	53,5%
Dług netto/KW	39,2%	49,6%	52,7%	48,8%

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
b/d	20,0	W6M + marża	06/2017
b/d	18,5	W6M + marża	12/2017
NS3	10,5	W6M+4,05%	01/2018
NS2	27,0	W3M+4,07%	02/2018
M1	50,0	W3M+3,5%	06/2018
MB2	20,0	W6M+3,5%	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

## Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Robyg

<b>Nieruchomości:</b>	<b>mieszaniowe</b>
<b>Rynki:</b>	<b>Warszawa, Gdańsk, Wrocław (2017)</b>
<b>Generalny wykonawca:</b>	<b>tak (częściowo)</b>
<b>GPW:</b>	<b>od 2010</b>
<b>Outstanding obligacji:</b>	<b>388,9 mln zł</b>

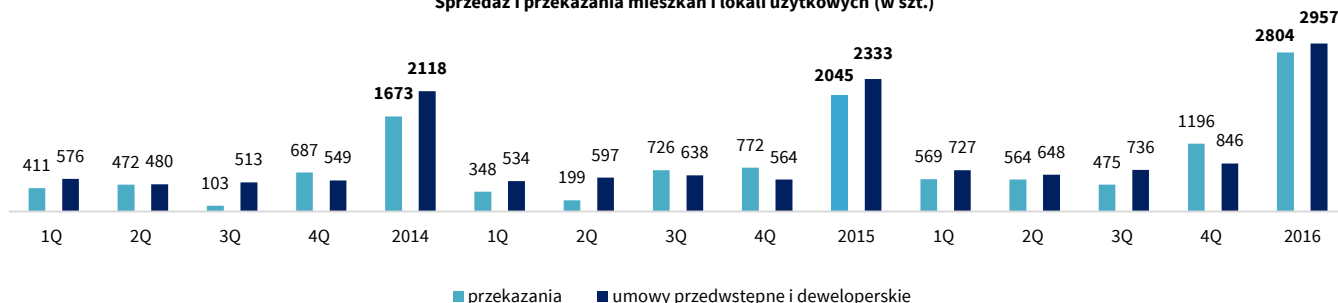
Grupa Robyg prowadzi działalność deweloperską koncentrując się na realizacji projektów w segmencie budownictwa mieszkaniowego (mieszkania popularne oraz apartamenty) w dwóch dużych aglomeracjach – warszawskiej oraz gdańskiej, a już wkrótce również we Wrocławiu. Część projektów Grupa realizuje w formule joint venture (NCRE, Wildetio). Robyg jest w części generalnym wykonawcą swoich inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od listopada 2010 r.

## Działalność operacyjna

- W 2015 r. Robyg przekazał **2.804 mieszkań (+37,1% r/r)**. Na koniec 2016 r. w ofercie pozostawało 2.240 lokali, z czego 80 lokali było ukończonych.
- Na szczególną uwagę zasługuje **wysoka kontraktacja** – w 2016 r. deweloper sprzedał **2.957 lokali (+26,7% r/r)**. W bieżącym roku Grupa planuje sprzedaż na poziomie ponad 3.300 lokali (+11,6% r/r).
- W poprzednim roku Robyg wydał na bank ziemi **230,2 mln zł** w porównaniu do 163,9 mln zł w 2015 r. (+40,5% r/r). W 2017 r. Robyg planuje wprowadzenie do sprzedaży projektów o łącznej **liczbie 4,56 lokali**, z czego budowa 3.167 lokali zostanie rozpoczęta w 2017 r.
- Na koniec 2015 r. Spółka posiadała grunty w trzech miastach – Warszawie (5.520 lokali), Gdańsku (5.620 lokali) oraz we Wrocławiu (ok. 300 lokali). Raportowany bank ziemi pozwala spółce na zrealizowanie **11.440 lokali** w przyszłości. Robyg planuje wejście na rynek wrocławski w 2017 r. z 2-3 inwestycjami w ofercie.
- Zarząd Robyg prognozuje, że w **2017 r. zostanie przekazane około 2.500 mieszkań**, z czego 1.460 zostanie rozpoznane w odniesieniu do projektów prowadzonych przez grupę Robyg, a pozostała część w ramach Joint Venture. W efekcie prognozowany zysk netto za 2017 r. ma kształtować się na poziomie **90 mln zł**.

Bank ziemi	Planowana liczba lokali
Warszawa	5 520
Gdańsk	5 620
Wrocław	300
<b>Razem</b>	<b>11 440</b>

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



## Finanse

- W ostatnich latach Robyg systematycznie zwiększał skalę działalności. W 2016 r. przychody spółki (z uwzględnieniem przychodów z joint venture) wzrosły o 24,4%. Jednocześnie deweloper istotnie poprawił marżę brutto ze sprzedaży i utrzymał rentowność netto na poziomie zbliżonym do wartości z 2015 r.
- Robyg od 2010 r. dzieli się zyskami ze swoimi akcjonariuszami, a w latach 2016-2017 **planuje wypłatę dywidendy na poziomie od 65% do 80% skonsolidowanego zysku netto**. Dywidenda za 2016 r., zatwierdzona przez Radę Nadzorczą spółki wyniesie **71,0 mln zł**, czyli 66% ubiegłorocznego zysku netto.
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w dużej części **obligacjami** – na koniec 2016 r. spółka raportowała zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek na poziomie **362,0 mln zł** oraz zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji – **396,7 mln zł**. Na rynku Catalyst notowanych jest obecnie osiem serii obligacji Grupy Robyg – ich marże zawierają się w przedziale od 2,30 do 4,00% ponad WIBOR.
- W 2016 r. deweloper dokonał wykupów obligacji o łącznej wartości **105,1 mln zł**, z czego 21,1 mln zł stanowiły przedterminowo wykupione obligacje serii K2 (15 mln zł) oraz serii K1 (6,1 mln zł). Pomimo wykupów outstanding obligacji spółki uległ zwiększeniu, z racji na emisje obligacji serii R i S o łącznej wartości nominalnej **120 mln zł**.
- Sytuację finansową Grupy Robyg** można określić jako dobrą, czego odzwierciedleniem są **rosnące przychody i rentowności**. Wysoka kontraktacja pozwala zakładać, że w najbliższych latach wyniki finansowe spółki będą kształtować się na zbliżonych, lub wyższych poziomach. Pewnemu pogorszeniu uległy wskaźniki zadłużenia spółki, w szczególności dług netto/kapitał własny. Mimo to utrzymują się one na **bezpiecznych poziomach**, a istotną część zadłużenia (129,9 mln zł) stanowią pożyczki od podmiotów powiązanych (po ich wyłączeniu wskaźnik dług netto/kapitał własny kształtuje się na poziomie 64,6%). Ponadto w ciągu ostatnich lat Grupa Robyg zbudowała **szeroki bank ziemi**, zabezpieczający potrzeby inwestycyjne dewelopera na najbliższych kilka lat.

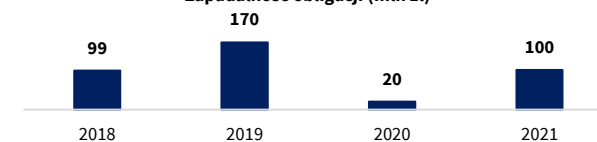
w mln zł	2013	2014	2015	2016
Przychody*	485,9	529,0	615,4	765,6
Zysk brutto ze sprz.*	90,5	112,4	121,9	196,2
Marża brutto ze sprz.	18,6%	21,2%	19,8%	25,6%
EBIT	56,4	60,5	59,0	122,9
Marża EBIT	11,6%	11,4%	9,6%	16,1%
Zysk netto	28,8	46,5	81,6	104,0
Marża netto	5,9%	8,8%	13,3%	13,6%
Kapitał własny	453,2	476,8	524,2	561,1
Kredyty	183,5	101,1	169,1	362,0
Obligacje	243,9	289,4	373,2	396,7
Gotówka	222,9	243,7	376,6	382,4
Dług netto	205,4	149,0	226,7	436,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	61,7%	58,2%	64,5%	68,0%
Dług netto/KW	45,3%	31,2%	43,2%	77,8%

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

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
K1	45*	W6M+4,0%	02/2018
L	60	W6M+3,0%	10/2018
M	20	W6M+2,8%	02/2019
N	60	W6M+2,8%	06/2019
R	20	W6M+2,78%	05/2020
O	30	W6M + 2,3%	08/2019
P	60	W6M + 2,8%	10/2019
S	100	W6M+2,9%	07/2021

\* Aktualny outstanding serii K1 wynosi 38,9 mln PLN w wyniku wykupu obligacji o wartości nominalnej 6,13 mln PLN w lutym 2017 r.

## Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Ronson Europe N.V.

<b>Nieruchomości:</b>	mieszaniowe
<b>Rynki:</b>	Warszawa, Poznań, Wrocław, Szczecin
<b>Generalny wykonawca:</b>	nie
<b>GPW:</b>	od 2007
<b>Outstanding obligacji:</b>	223 mln zł

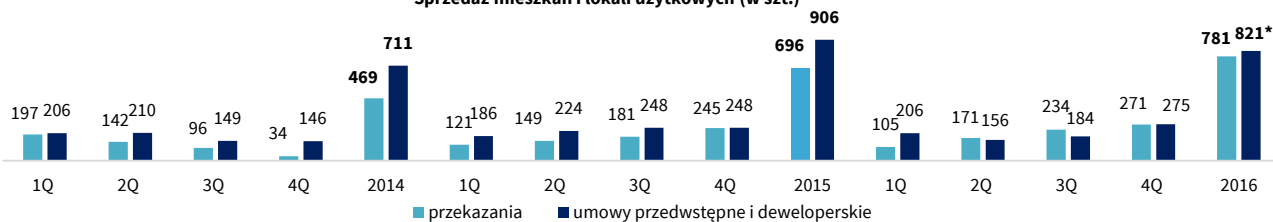
Ronson jest obecny w Polsce od 2000 r. Deweloper jest zarejestrowany w Holandii, działa na rynku warszawskim, poznańskim, wrocławskim oraz szczecińskim oferując mieszkania z segmentu średniego. Ronson nie jest generalnym wykonawcą swoich inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od listopada 2007 r.

## Działalność operacyjna

- W 2016 r. Ronson przekazał **781 mieszkań (+12,2% r/r)**. Sprzedaż mieszkań w ramach umów przedwstępnych i deweloperskich osiągnęła poziom **821 lokali (-9,4% r/r)**. Na koniec 2016 r. Ronson prowadził siedem projektów, które wraz z lokalami z jedenastu zakończonych inwestycji składały się na całkowitą ofertę na poziomie **930 lokali**, w tym 198 lokali w inwestycjach zakończonych. Spółka planuje w bieżącym roku utrzymanie przedsprzedaży na zbliżonym poziomie do 2016 r. tj. około 800 lokali oraz przekazać około 1.000 mieszkań w 2017 r.
- W 2016 r. Ronson zakupił grunty za ponad **68 mln zł**. Obecnie posiadany bank ziemi pozwala spółce na zrealizowanie projektów deweloperskich o łącznym planowanym PUM w wysokości **285,9 tys. m<sup>2</sup>**. Deweloper ponadto szacuje potencjalną możliwą do uzyskania liczbę lokali ze swojego banku ziemi na **4.509 lokali**. Spółka zamierza w tym roku przeznaczyć na zakup gruntów w Warszawie około **30-50 mln**.
- Pod koniec 2016 r. akcjonariusze spółki wyrazili zgodę na zawarcie transakcji odkupienia akcji własnych należących do Global City Holdings w celu ich umorzenia. W efekcie, udział największego akcjonariusza, **Luzon Group** wzrósł z 40% do około **66%**. Rozliczenie ceny nabycia akcji własnych nastąpiło poprzez sprzedaż na rzecz Global City Holdings projektu **Nova Królikarnia** za ponad **175 mln zł**. Dało to spółce zastrzyk gotówki w wysokości **24,4 mln zł** (dodatkowe **10 mln zł** do zapłaty w b.r.), który zamierza przeznaczyć na zakup nowych gruntów oraz wypłatę dywidendy.

Bank Ziemi	Liczba projektów	Liczba lokali	PUM (tys. m <sup>2</sup> )
Poznań	3	497	29,6
Szczecin	3	814	64,1
Warszawa	5	2409	144,2
Wrocław	4	789	48,0
<b>Razem</b>	<b>15</b>	<b>4 509</b>	<b>285,9</b>

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



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

## Finanse

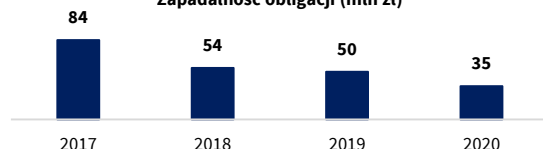
- W 2016 r. Ronson zanotował **wzrost przychodów (+10,0% r/r)** z podstawowej działalności deweloperskiej w stosunku do 2015 r. Należy jednak zaznaczyć, że całkowite przychody spółki wyniosły 484,8 mln zł, z czego **175,1 mln zł** stanowiła sprzedaż projektu Nova Królikarnia na rzecz Global City Holdings. Spółka w wyniku powyższej transakcji zanotowała **57,3 mln zł zysku brutto**, co przełożyło się na rekordowy zysk netto w wysokości ponad **65 mln zł**.
- Deweloper zanotował wzrost kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu r/r odpowiednio **5,7 mln zł** oraz **3,4 mln zł**. Wyższe koszty sprzedaży to efekt wprowadzenia do sprzedaży dwóch projektów (Nova Królikarnia oraz Miasto Moje). Wskaźniki kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu do przychodów za 2016 r. wyniosły **2,6%** oraz **7,2%**.
- Na początku marca 2017 r. akcjonariusze spółki zdecydowali o wypłacie zaliczkowej dywidendy za 2016 r. w wysokości **14,8 mln zł** (co stanowi **22,7%** zysku netto za ten okres), a jej wysokość jest zgodna z rekomendacją zarządu. Niewykluczone, że akcjonariusze zdecydują o dodatkowej wypłacie podczas najbliższego zgromadzenia akcjonariuszy.
- Deweloper finansuje swoje inwestycje w zdecydowanej większości **obligacjami**. Spółka niemal całkowicie zredukowała zadłużenie bankowe. Zadłużenie z tytułu obligacji wyniosło na koniec zeszłego roku **222,6 mln zł**. W 2016 r. wyemitowała 5 serii obligacji o wartości **55 mln zł**. Wskaźnik dług netto do kapitału własnych wzrósł r/r o **10,6 p.p.** Jest to spowodowane głównie obniżeniem kapitału własnego, w wyniku skupu akcji własnych.
- Ronson ma za sobą bardzo interesujący rok za sprawą zmian w akcjonariacie oraz sprzedaż dużego projektu deweloperskiego. **Posiadany bank ziemi pozwala spółce utrzymanie skali działalności** w najbliższych latach. Należy pamiętać również, że w połowie 2017 r. zapada seria C obligacji o wartości blisko 84 mln zł. Spółka w lutym b.r. zapowiedziała na ten rok kolejną emisję w wysokości do **50 mln zł**, przy czym zaznaczyła, że będzie chciała utrzymać obecny poziom zalewarowania w następnych kwartałach.

w mln zł	2013	2014	2015	2016
Przychody*	207,0	153,2	281,4	309,6
Zysk brutto ze sprz.*	42,6	11,9	51,2	61,4
Marża brutto ze sprz.*	20,6%	7,8%	18,2%	19,8%
Zysk ze sprzedaży*	19,9	-13,2	26,4	27,3
Marża zysku ze sprz.*	9,6%	-8,6%	9,4%	8,8%
Zysk netto	19,0	-15,2	19,0	65,1
Marża netto	9,2%	-9,9%	6,8%	21,0%
Kapitał własny	467,1	451,3	459,4	361,9
Kredyty	53,2	76,4	59,8	3,5
Obligacje	119,4	159,7	190,3	222,6
Gotówka	52,2	70,6	99,5	69,1
Dług netto	120,4	165,5	150,6	157,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	38,1%	46,4%	47,5%	51,3%
Dług netto/KW	25,8%	36,7%	32,8%	43,4%

\* Wynik nie uwzględniający sprzedaży projektu Nova Królikarnia

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
C	83,5	W6M+3,75%	06/2017
G, H	17	W6M+4,25%	01,02/2018
F, L	43	W6M+3,5%	05,12/2018
I	10	W6M+4,0%	01/2019
J, O	25,5	W6M+3,55%	04/2019
K, N	14,5	W6M+3,6%	06,09/2019
M	10	W6M+3,65%	02/2020
P	10	5,3%	08/2020
Q	15	W6M+3,5%	08/2020

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Vantage Development

<b>Nieruchomości:</b>	<b>mieszaniowe, biurowe, handlowe</b>
<b>Rynki:</b>	<b>Wrocław, Warszawa (od 2016)</b>
<b>Generalny wykonawca:</b>	<b>nie</b>
<b>GPW:</b>	<b>od 2012</b>
<b>Outstanding obligacji:</b>	<b>147,8 mln zł</b>

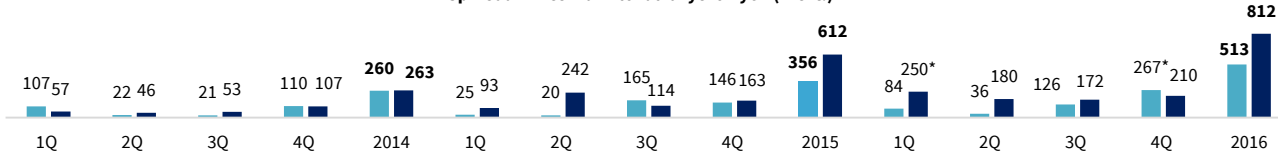
Vantage Development jest spółką deweloperską z Wrocławia operującą w segmencie mieszkaniowym, biurowym oraz handlowym. Spółka realizowała do tej pory inwestycje we Wrocławiu, Zielonej Górze oraz w Warszawie. Vantage nie jest generalnym wykonawcą swoich inwestycji. Spółka jest notowana na rynku regulowanym GPW od marca 2012 r.

## Działalność operacyjna

- W 2016 r. Spółka przekazała **513 mieszkań (+44,1% r/r)**. Sprzedaż mieszkań w ramach umów przedwstępnych i deweloperskich osiągnęła poziom **812 lokali (+32,7%)**. Oferta dewelopera na koniec 2016 r. wyniosła **617 lokali** w porównaniu z 376 lokalami na koniec 2015 r.
- W tym roku deweloper planuje rozpocząć realizację 6 projektów na ponad **1.100 lokali** oraz zamierza sprzedać w formie umów deweloperskich i przedwstępnych ponad **900 mieszkań**. Vantage chce również przekazać klientom w bieżącym roku około **800 lokali** realizowanych w ramach wrocławskich oraz warszawskich projektów.
- Spółka posiada bank ziemi, pozwalający na realizację około **95,2 tys. m<sup>2</sup> PUM** pod lokale mieszkalne oraz ok. 74,8 m<sup>2</sup> powierzchni biurowych. Deweloper w zeszłym roku przeznaczył na nabycie gruntów pod inwestycje ponad **73 mln zł**. Spółka zamierza również i w tym roku uzupełnić bank ziemi dla nowych projektów w Warszawie oraz we Wrocławiu, pozwalający na realizację kolejnych 800 lokali.
- W listopadzie 2016 r. spółka zależna Vantage Development zawarła ze spółką FSMnW Wrocław umowę sprzedaży budynku mieszkalnego we Wrocławiu za **43,2 mln zł – sprzedaż mieszkań została wykazana w 1Q 2016 r., natomiast przekazania w 4Q 2016 r. (133 lokale)**.
- Powierzchnia najmu oferowana przez Vantage Development w ramach portfela nieruchomości komercyjnych na koniec 2016 r. to **38,5 tys. m<sup>2</sup>**. Spółka wynajmuje obecnie 24,3 tys. m<sup>2</sup> powierzchni. Łączna wartość nieruchomości inwestycyjnych pracujących wyniosła na koniec 2016 r. **259,7 mln zł**, przy zysku brutto tego segmentu za 2016 r. w wysokości **7,3 mln zł**.
- Z końcem marca Fedha, spółka należąca pośrednio do największego akcjonariusza spółki, Grzegorza Dzika nabyła w wezwaniu **15,1 mln akcji Vantage Development, zwiększając udział w akcjonariacie do 73,4%**.

Projekty planowane do uruchomienia w 2017 r.	Lokalizacja	Liczba lokali
Promenady Wrocławskie VI, VIII, XI	Wrocław	508
Małopanewska I i II	Wrocław	286
Grabiszyńska	Wrocław	138
Vena Mokotów	Warszawa	186
<b>Razem</b>		<b>1 118</b>

Sprzedaż mieszkań i lokali użytkowych (w szt.)



\* Uwzględnia sprzedaż całego projektu do FSMnW Wrocław

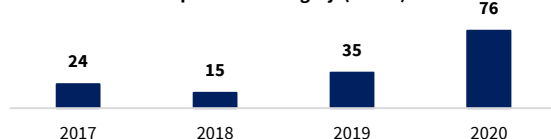
## Finanse

- Ostatnie trzy lata z uwagi większe projekty deweloperskie prowadzone we Wrocławiu i Warszawie przyczyniły się do znacznego **wzrostu przychodów** segmencie mieszkaniowym. Warto odnotować, że w ostatnich latach Vantage Development **utrzymywał stabilne marże brutto oraz ze sprzedaży**. Należy wspomnieć, że wpływ na poprawę rentowności netto dewelopera w 2016 r. miały przeliczenia nieruchomości inwestycyjnych w wysokości 19,3 mln zł.
- Vantage Development poprawił wskaźniki r/r kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu do przychodów w segmencie mieszkaniowym. Na koniec 2016 r. wyniosły odpowiednio **6,4%** oraz **2,3%** a skumulowany spadek wyniósł **2,2 p.p. r/r**.
- W czerwcu 2016 r. deweloper wypłacił w formie dywidendy **8,1 mln zł** części zysku za 2015 r. oraz niepodzielonego zysku z lat ubiegłych. Zarząd nie zarekomendował jeszcze wysokości dywidendy za 2016 r.
- Spółka w zdecydowanej większości finansuje działalność mieszkaniową przy użyciu obligacji, które stanowiły na koniec 2016 r. **80,1%** całkowitego zadłużenia finansowego segmentu. Zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji wyniosło na koniec 2016 r. **147,8 mln zł** i całość była przypisana do segmentu mieszkaniowego. Segment komercyjny posiadał większość zobowiązań w formie kredytów w wysokości **112,7 mln zł** na koniec 2016 r.
- W wyniku zeszłorocznych emisji 4 serii obligacji o wartości **85,5 mln zł** Vantage Development odnotował wzrost wskaźnika długu do kapitałów własnych o ponad **12 p.p.** do poziomu 66,5% na koniec 2016 r. W tym samym okresie deweloper przeznaczył również **24,8 mln zł** na wykup całościowy oraz częściowy 3 serii obligacji, co poprawiło strukturę zapadalności długu.
- Spółka zwiększa swoje przychody oraz utrzymuje marże na sprzedaży w segmencie deweloperskim, natomiast zadłużenie mierzone wskaźnikiem DN/KW jest jednym z wyższych wśród analizowanych deweloperów – należy jednak pamiętać, że duża jego część dotyczy segmentu komercyjnego.

w mln zł	2013	2014	2015	2016
Przychody	56,7	61,8	95,4	133,3
Segment mieszkaniowy	47,7	50,8	79,9	115,3
Zysk brutto (dew.)	4,4	8,4	16,3	23,4
Marża brutto ze sprz.	9,2%	16,6%	20,4%	20,3%
Zysk ze sprz.	2,3	5,3	9,5	13,2
Marża zysku ze sprz.	4,7%	10,4%	11,9%	11,4%
Zysk netto	4,7	10,0	12,0	25,3
Marża netto	8,3%	16,2%	12,6%	19,0%
Kapitał własny	316	323,4	337,4	354,7
Kredyty	60,2	83,2	95,1	149,2
Obligacje	41,1	66	105,4	147,8
Gotówka	51,6	35,2	59	101,2
Dług netto	49,7	114	183,1	236
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	33,9%	41,1%	46,6%	56,1%
Dług netto/KW	15,7%	48,4%	54,3%	66,5%

Seria	Wartość Emisji	Oprocentowanie	Data wykupu
F	23,5	W3M+4,3%	06/2017
G	5	b/d	02/2018
I	10	W6M+4,3%	05/2018
K	9,8	W3M+4,9%	09/2019
L	15	W3M+4,3%	09/2019
M	10	W3M+4,9%	09/2019
N	10,5	W3M+4,32%	01/2020
O	50	W3M+4,1%	06/2020
O1	15	W3M+4,1%	06/2020

Zapadalność obligacji (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# 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 jakiej banki udzielają sobie pożyczek – ustalana w każdy dzień roboczy
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia – stosunek całkowitych zobowiązań do wartości pasywów
- Wynik segmentu – EBIT pomniejszony o zyski z inwestycji
- W3M – stawka referencyjna WIBOR 3M
- W6M – stawka referencyjna WIBOR 6M

## Zastrzeżenie

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

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

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

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

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

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

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

**Navigator** Dom Maklerski®  
 Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: (22) 630 83 33

fax: (22) 630 83 30

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

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