
Navigator Dom Maklerski®
Value delivered.

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 2Q 2020 r.

Warszawa, lipiec 2020 r.

Wstęp

Szanowni Państwo,

Pojawienie się COVID-19 przyczyniło się do przedefiniowania strategii biznesowych wielu branż, w tym również sektora deweloperskiego. Ujęci w naszym zestawieniu deweloperzy odczuli istotnie skutki załamania gospodarczego, jednak jesteśmy zdania, że analizowane przez nas podmioty dobrze poradziły sobie z tym trudnym dla całej gospodarki czasem. Koronawirus nadszarpnął kondycją branży deweloperskiej, jednak nie na tyle, abyśmy mogli pisać o załamaniu na rynku nieruchomości, o którym co pewien czas dyskutuje się w mediach. Serdecznie zapraszamy do lektury najnowszej edycji naszego raportu.

W 2Q 2020 r. analizowane przez nas podmioty sprzedały 2 722 lokali wobec 4 173 jednostek w analogicznym okresie ubiegłego roku, a więc o 34,8% mniej r/r. Powodem niskiego poziomu kontraktacji była pandemia COVID-19 i związane z nią ograniczenia w życiu gospodarczym (tzw. lockdown). W marcu doszło do załamania sprzedaży. Wygasł zarówno popyt ze strony kupujących mieszkania na własne potrzeby (głównie z powodu niepewności o przyszłą sytuację ekonomiczną), jak i inwestorów, którzy przyjęli postawę obserwatorów liczących na spadek cen.

Warto wspomnieć, że dzisiejsza sytuacja ekonomiczna wielu potencjalnych kupujących jest już znacznie bardziej klarowna. Dodatkowo obserwujemy w ostatnim czasie luzowanie polityki kredytowej banków, które ponownie otwierają się na rynek nieruchomości. Można spodziewać się zatem, że popyt na mieszkania powoli wraca wśród kupujących lokale na własne potrzeby. Z kolei środowisko rekordowo niskich stóp procentowych może determinować powrót na rynek inwestorów. Podtrzymujemy również nasz pogląd, że w przyszłości coraz większe znaczenie może mieć model biznesowy polegający na kierowaniu oferty do inwestorów instytucjonalnych poprzez sprzedaż całych projektów do funduszy inwestycyjnych, które przeznaczałyby następnie zakupione lokale na wynajem do klientów detalicznych.

W 2Q 2020 r. branża musiała zmierzyć się trudnościami w zakresie dostępu do kapitału. Niska sprzedaż determinowała ograniczenie możliwości finansowania się wpłatami klientów. Banki również w tym trudnym dla gospodarki czasie niechętnie finansowały projekty deweloperskie. Rynek obligacji korporacyjnych był w 2Q bieżącego roku praktycznie zamrożony. Począwszy od 2Q 2020 r. do 15 lipca 2020 r. analizowani przez nas deweloperzy pozyskali



Mateusz Mucha

Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A.

zaledwie 67,1 mln zł, a narastająco od początku stycznia jedynie 237,1 mln zł. W bieżącym roku sektor dokonał wykupów obligacji o wartości 503,2 mln zł, co oznacza, że w analizowanym okresie obligacyjny outstanding sektora spadł o 266,1 mln zł. W naszej ocenie w 2Q 2020 r. doszło do bardzo mocnego skurczenia rynku obligacji, który stał się jeszcze bardziej wymagający dla emitentów.

Spodziewamy się, że druga część bieżącego roku może być lepsza dla rynku długu korporacyjnego. W maju i czerwcu 2020 r. aktywa funduszy inwestujących w obligacje przedsiębiorstw odnotowywały wzrosty odpowiednio o 0,5 mld zł i 1,1 mld zł, co pozwala z ostrożnym optymizmem spoglądać na przyszłe napływy do funduszy. Wiele będzie zależeć również od tego jak gospodarka, w tym rynek kapitałowy zareaguje na potencjalny powrót koronawirusa. Spodziewamy się, jednak że część deweloperów powróci do planów emisyjnych na jesieni 2020 r.

W ostatnim czasie deweloperzy poczynili szereg działań dążących do jak najefektywniejszego zarządzania swoim majątkiem. Pojawienie się COVID-19 sprawiło, że sektor niechętnie rozbudowywał swój bank ziemi, ograniczając tym samym znacząco wyptywy gotówki. Branża zdecydowała się również na wzmocnienie bilansu poprzez wstrzymanie decyzji w zakresie wypłaty dywidendy. Z dystrybucji środków do akcjonariuszy zrezygnowały nawet spółki z wieloletnią historią dzielenia się zyskiem. Odpowiedzią deweloperów na cały czas niższy niż przed COVID-19 popyt na lokale mieszkalne jest ograniczenie liczby wprowadzanych do realizacji inwestycji. Mniejsza liczba prowadzonych jednocześnie projektów determinuje mniejsze zaangażowanie kapitałowe sektora i umożliwia deweloperom utrzymanie cen poprzez sterowaniem podażą.

Do tej pory nie doszło do spodziewanych przez wielu spadków cen nieruchomości. Jest to dla nas potwierdzeniem, że sektor pomimo utrudnionego dostępu do kapitału znajduje się w dobrej kondycji. Uważamy, że ostatnie bardzo dobre lata branży pozwoliły na zbudowanie wystarczającej poduszki płynnościowej, aby sprawnie przejść przez ten trudny dla całej gospodarki okres. Naszym zdaniem wymagającym zadaniem wydaje się wskazanie czynników, które w dalszym horyzoncie czasowym miałyby determinować redukcję cenników deweloperów.

Na rynku cały czas obserwujemy deficyt nowych mieszkań, który będzie w przyszłych okresach stymulowany zmniejszeniem podaży nowych lokali na skutek ograniczenia liczby prowadzonych projektów. Nie zakładamy znacznych spadków cen działek. Bierzemy pod uwagę redukcję kosztów generalnego wykonawstwa, która była widoczna już w bieżącym roku., jednak nie spodziewamy się, aby spadek cen wykonawstwa determinował znaczące obniżki cen transakcyjnych, bowiem jesteśmy zdania, że branża jeszcze większą niż dotychczas uwagę będzie poświęcać obecnie obronie marży, nawet kosztem spadku wolumenu kontraktacji.

Uważamy, że deweloperzy w zdecydowanej większości nie będą mieć problemów z obsługą bieżącego zadłużenia. Sądzymy jednak, że spłata długu będzie musiała odbyć się w znacznej części przy wykorzystaniu własnych środków. Według stanu na dzień 15 lipca 2020 r. łączny outstanding obligacji sektora reprezentowanego przez ujęte w naszym raporcie podmioty wynosił niespełna 3,2 mld zł.

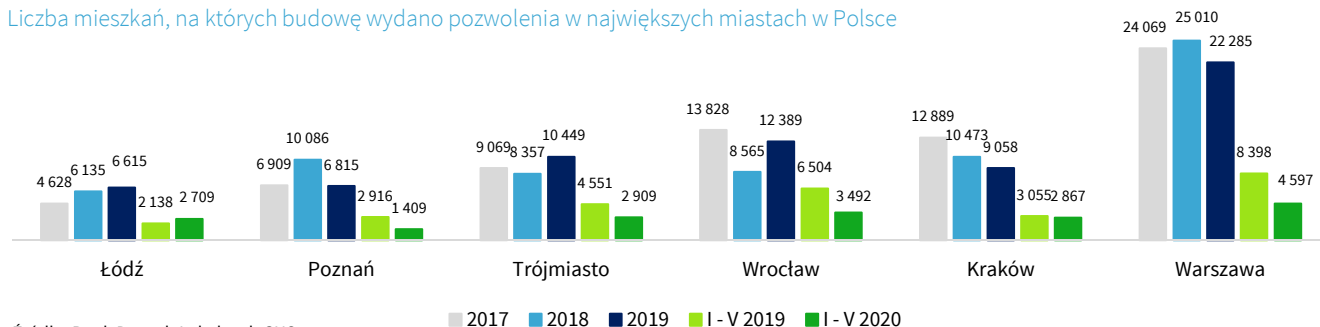
Otoczenie makroekonomiczne

Słabe odczyty dot. nowych inwestycji mieszkaniowych

Zgodnie z naszymi przewidywaniami, wpływ epidemii zaczyna być widoczny w danych dot. rynku mieszkaniowego, przede wszystkim w liczbie rozpoczynanych budów, a więc w jednej z kluczowych dla deweloperów kategorii pod kątem perspektywy przyszłych przepływów. W skali całego kraju, w okresie styczeń-maj 2020 r. rozpoczęto budowę 81,2 tys. mieszkań (-15,8% r/r), a liczba rozpoczętych budów w sześciu największych miastach wyniosła 51,1 tys. (-38,7% r/r). Jest to więc spadek znacznie głębszy. Spowolnienie wystąpiło bez wyjątku w każdym mieście, przy czym miesięczne odczyty w 1Q 2020 r. nie spadały poniżej 3,3 tys. lokali, a w marcu liczba wyniosła nawet 4,5 tys., natomiast w kwietniu już tylko 2,2 tys. lokali, a w maju ledwo 1,4 tys.. Powyższe wyniki są zgodne z tym co komunikowali deweloperzy zaraz po rozpoczęciu pandemii. Początkowy „szok” związany z potencjalnymi perturbacjami gospodarczymi na skutek epidemii spowodował niepewność u wszystkich uczestników rynku, a więc banków, deweloperów, klientów oraz problemy po stronie urzędów. Banki usztywniły politykę kredytową w kwestii kredytów hipotecznych np. żądając wyższych wkładów własnych, a także nierzadko zaczęły wymagać od deweloperów wyższych poziomów przedsprzedaży lokali, uzależniając od tego finansowanie. Również deweloperzy, w obliczu dużej niepewności przyjęli postawę wyczekującą wstrzymując nowe inwestycje, a niektórzy uzależnili rozpoczęcie budów wyższym poziomem przedsprzedaży, dostosowując się w ten sposób do zmienionego otoczenia gospodarczego.

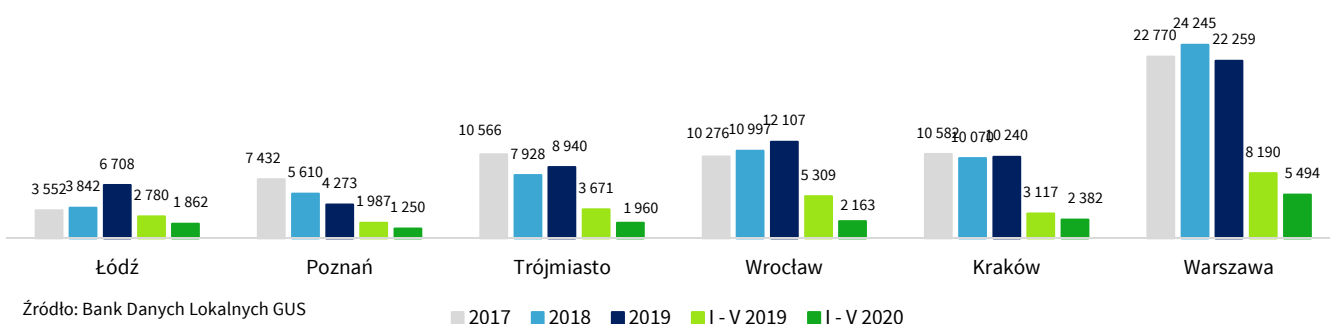
O ile w liczbie pozwoleń na budowę także zanotowano dwucyfrowy spadek, o tyle epidemia może nie być jedynym czynnikiem, który wpłynął na taki a nie inny wynik w przypadku tej kategorii – deweloperzy od dłuższego czasu zgłaszają problemy z dostępnością działek oraz długą procedurą uzyskania pozwoleń na budowę. Ponadto, odczyty były gorsze r/r jeszcze przed epidemią. W okresie styczeń – maj 2020 r. dla sześciu największych miast wydano niecałe 18 tys. pozwoleń na budowę (-34,8% r/r), przy czym spadek dotyczy pięciu miast, w szczególności Warszawy oraz Poznania. Jedynym miastem z wyższą liczbą pozwoleń była Łódź. W skali całego kraju odczyt w pięciu pierwszych miesiącach br. wyniósł 90,5 tys. (-10,7% r/r).

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Podsumowując, lockdown tylko częściowo może tłumaczyć gorsze odczyty w tej kategorii, na co wskazuje wyjątkowo słaba liczba pozwoleń wydanych w kwietniu (ok. 2,7 tys. dla sześciu największych miast vs średnia z ostatnich 24 miesięcy na poziomie 5,2 tys.), lecz wpływ ten nie był równomierny – były miasta, w których liczba wydawanych pozwoleń utrzymywała się na stabilnym poziomie.

Najmniej, przynajmniej na ten moment, wpływ Covid-19 widoczny jest w liczbie oddanych do użytkowania mieszkań. W okresie styczeń – maj 2020 r. odczyt w całym kraju wyniósł 79,8 tys. (-0,3% r/r), natomiast na analizowanych przez nas sześciu największych rynkach mieszkaniowych 22,7 tys. (-9,6% r/r). Zagregowane dane miesięczne dla sześciu największych miast pokazują spadki w tej kategorii w okresie styczeń – marzec i odbicie w kwietniu oraz maju. Analizując jednak dane miesięczne każdego z miast z osobna, lockdown nie wydaje się najtrafniejszym wytłumaczeniem gorszego odczytu w pierwszych pięciu miesiącach br. O ile faktycznie całkowita liczba oddanych mieszkań z sześciu miast łącznie była najniższa w marcu, po czym odczyty w następnych miesiącach rosły, o tyle np. w przypadku Warszawy wahania nie odbiegały od średnich historycznych, a w Trójmieście oraz we Wrocławiu tendencja była wzrostowa miesiąc w miesiąc. Jeśli więc lockdown wpłynął na tempo oddawania do użytkowania lokali, to dane sugerują, że był to raczej wpływ nierównomierny, podobnie do tego zaobserwowanego w przypadku liczby wydawanych pozwoleń. Wyższe liczby mogły wynikać także z skumulowania kończących inwestycji w analizowanych miesiącach.

W ostatnich tygodniach dochodzą z rynku sygnały o poprawie nastrojów w kwestii kontraktacji, lecz nie są to jeszcze poziomy z początku roku. Tak czy owak, spowolnienie jest widoczne, a tempo ożywienia jest naszym zdaniem uzależnione od czasu jaki musi upłynąć by gospodarka wróciła do takich poziomów, jakie osiągała jeszcze w lutym. Wspierającym rynek czynnikiem może być obniżka stóp procentowych z ostatnich miesięcy z uwagi na względną optymalność inwestycji w nieruchomości względem pozostałych klas aktywów.

Otoczenie makroekonomiczne

Dalszy wzrost cen, najmocniej we Wrocławiu

W 1Q 2020 r., tak jak się spodziewaliśmy, ceny mieszkań ponownie wzrosły. Nie spodziewamy się istotnego spadku cen mieszkań w najbliższych kwartałach z uwagi na znaczny stopień wyprzedania oferty deweloperów oraz mniejszej liczby nowych inwestycji. W ramach niższych cen, występują jedynie czasowe promocje.

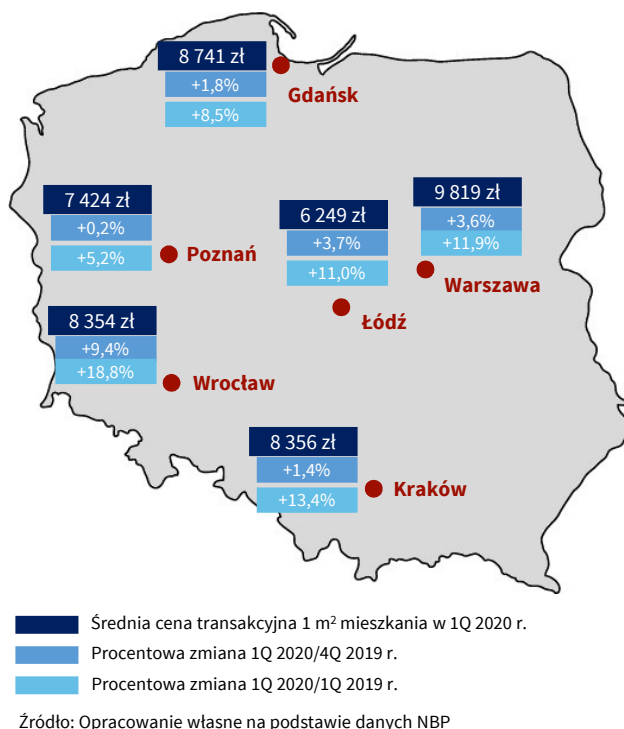
To jak ceny mieszkań kształtować się będą w kolejnych kwartałach jest naszym zdaniem zależne od sytuacji wystąpienia drugiej fali Covid-19 oraz przyszłej podaży lokali na rynku pierwotnym. Oferta deweloperów, szczególnie przewidziana do przekazania w 2020 r. była w momencie wybuchu epidemii bardzo mocno wyprzedana, a średni czas sprzedaży mieszkania na rynku pierwotnym w sześciu największych miastach wynosił mniej niż 3 kwartały wg. raportu NBP, w związku z czym większość deweloperów nie jest zmuszona do wyprzedawania zapasów po obniżonych cenach. Jedyne na co mogą liczyć nabywcy to działania doraźne w postaci okresowych promocji oraz niższe ceny w przypadku deweloperów posiadających słabsze bilanse. Oferta z pewnością będzie skromniejsza w przypadku nowych lokali, co deweloperzy już komunikują i poza rentownością nowych projektów, ma także związek z ostrożniejszym podejściem do finansowania inwestycji lub opóźnieniami w wydawaniu pozwoleń na budowę. Od strony popytowej, trzykrotna obniżka stopy procentowej (do 0,1% z 1,5%) jest istotnym wsparciem pod kątem zdolności kredytowej, lecz z drugiej strony banki mocno zaostrzyły kryteria udzielania kredytów. Przede wszystkim podniosły wymagania w kwestii minimalnego wkładu własnego, co zapewne związane jest z chęcią posiadania niższego wskaźnika LTV hipotek, ale także może prowadzić do wykluczenia części klientów z rynku. Oba czynniki finalnie prowadzą do zmniejszenia zdolności kredytowej kredytobiorców o kilka % względem wartości osiągniętych w 2H 2019 r., choć w ostatnim czasie pojawiają się głosy, że banki mogą poluzować pewne ograniczenia w polityce udzielania kredytów hipotecznych.

W 1Q 2020 r. na wszystkich analizowanych przez nas rynkach zanotowano wzrost cen. Najmocniej ceny wzrosły we Wrocławiu, +9,4% Q/Q i +18,8% r/r, i jest to zdecydowane przyspieszenie względem poprzednich okresów. O ile dwucyfrową dynamikę rynek ten notuje czwarty kwartał z rzędu, o tyle w poprzednich trzech kwartałach odczyt był bliższy wartości jednocyfrowej. Najmniej ceny wzrosły w Poznaniu, +0,2% Q/Q i +5,2% r/r oraz w

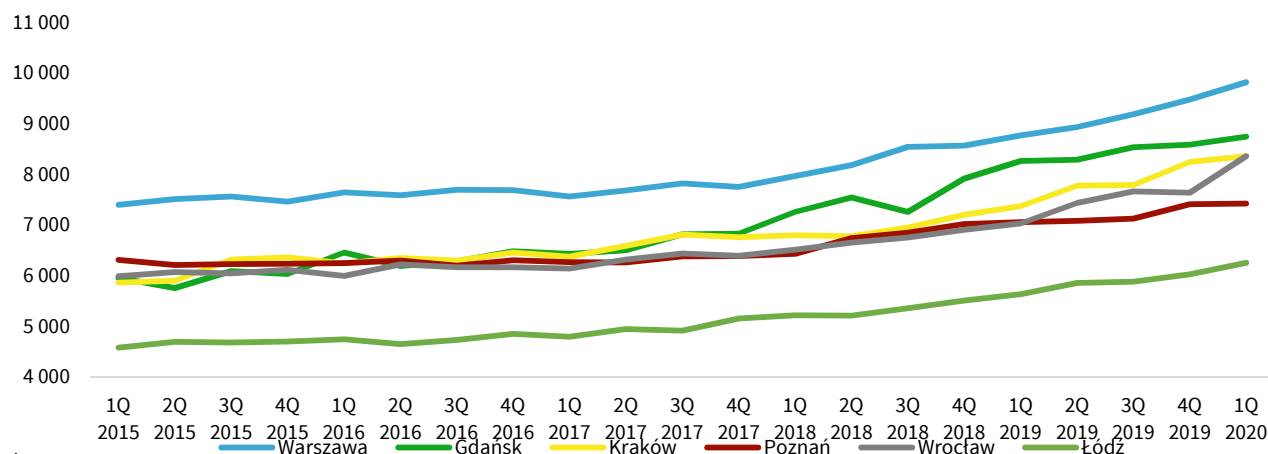
Gdańsku. Oba miasta były rynkami, na których dynamika wzrostu cen malała/utrzymywała się na stabilnym jednocyfrowym poziomie, co zapewne wynika z wysokiej bazy porównawczej. W reszcie miast ceny lokali rosły szybciej niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Ceny transakcyjne na rynku warszawskim z rynku pierwotnego sięgają już prawie 10 tys. zł/mkw. – wzrost o 3,6% Q/Q i o 11,9% r/r. Analogiczne odczyty rok wcześniej wyniosły +2,4% Q/Q i +10,1% r/r.

Średnie ceny mieszkań dla sześciu największych miast wzrosły o 3,4% Q/Q oraz o 11% r/r. Są to nieco wyższe odczyty niż te z 1Q 2019 r., w którym to okresie zanotowano średni wzrost o 2,3% Q/Q oraz wzrost o 9,7% r/r.

Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkań w największych miastach



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



Otoczenie makroekonomiczne

Wzrost wymagań i marż dla kredytów hipotecznych

Polska gospodarka zanotowała w 1Q 2020 r. wzrost PKB w wysokości 2% w porównaniu do 3,1% w 4Q 2019 r. W ostatnich latach stabilny wzrost gospodarczy był pewnikiem, a analizy makroekonomiczne skupiały się raczej na tym, czy w kolejnym roku wzrost wyniesie 3%, 4% czy też 5%. To już jednak przeszłość.

Na skutek wybuchu pandemii Covid-19 prognozy na 2020 r. zakładają recesję zarówno w Polsce jak i globalnej gospodarce. Najnowsze prognozy instytucji międzynarodowych oraz BGK zakładają spadek polskiego PKB w 2020 r. średnio o -4,6% oraz wzrost o +4,2% w 2021 r.. Stan polskiej gospodarki wróciłby więc na początku 2022 r. do poziomu z końca 2019 r. Na tle pozostałych gospodarek UE prognozowana skala recesji w Polsce jest i tak mniejsza. Skala załamania w całej UE według prognozy KE ma wynieść -8,3% w 2020 r. Odbicie w 2021 r. prognozowane jest natomiast na poziomie +5,8%. Najnowsza prognoza KE opiera się na założeniu, że nie wystąpi druga fala zarażeń Covid-19, a także, że środki ograniczające rozprzestrzenianie się Covid-19 będą stopniowo zniesione i ew. druga fala infekcji nie spowoduje nowych ogólnych ograniczeń. W prognozie KE zaznaczono jednak, że ryzyko związane z prognozami nadal jest poważne, z bilansem ryzyk zwróconym w stronę czynników negatywnych.

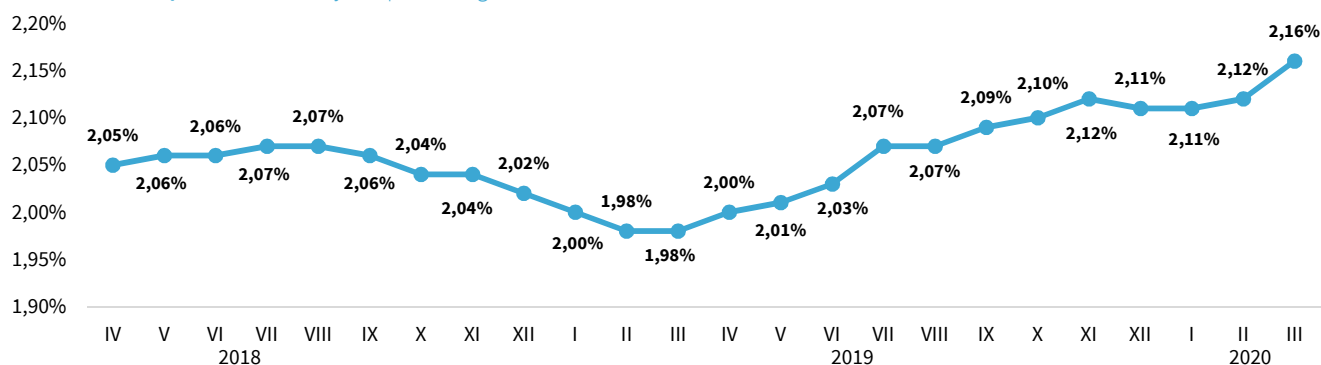
W Polsce w samym 1Q 2020 r., którego skutki epidemii jeszcze właściwie nie dotknęły, wzrost wyniósł 2% r/r. W 2Q 2020 r. spodziewany jest już jednak bardzo duży, nawet 2-cyfrowy spadek PKB w ujęciu rok do roku.

RPP w odpowiedzi na kryzys trzykrotnie obniżyła stopę referencyjną do poziomu 0,1%. Obniżone stopy będą istotnym wsparciem dla popytu na nowe mieszkania, zarówno dzięki zmniejszeniu kosztu kredytu jak i względnemu wzrostowi opłacalności inwestycji w mieszkania na wynajem. Ze względu na osłabienie wzrostu i spadki cen ropy naftowej RPP nie obawia się wzrostu inflacji.

Marże kredytów hipotecznych w pierwszych miesiącach roku rosły, dochodząc do średniej marży w wysokości 2,16% na koniec 1Q 2020 r. W odpowiedzi na obniżenie stóp procentowych, kryzys, potencjalne pogorszenie zdolności kredytowej gospodarstw domowych banki znacząco zaostrzyły kryteria oraz warunki udzielania kredytów hipotecznych. Znacząco wzrosły zarówno marże, wymagane wkłady własne (do nawet 30-40%), jak i oczekiwania odnośnie źródeł dochodu. Dla przykładu niektóre banki akceptujące do tej pory klientów prowadzących działalność gospodarczą, przynajmniej tymczasowo zawiesiły przyjmowanie od nich wniosków.

W 1Q 2020 r. wartość udzielonych kredytów hipotecznych była o 23% wyższa od wartości z 1Q 2019 r. i gdyby nie Covid-19 byłby to po prostu kolejny dobry kwartał. Sytuacja gwałtownie zmieniła się w połowie marca, ale nie zagroziło to jeszcze danym za 1Q 2020. Analizując jednak dane za okres styczeń-maj, gwałtowne spadki w marcu oraz kwietnia wartości udzielonych kredytów hipotecznych są już widoczne. We wspomnianym okresie sprzedaż nowych kredytów hipotecznych wyniosła 26,9 mld zł, ale dynamika już tylko +3,8% r/r. O ile wartość kredytów udzielonych w styczniu-marcu była cały czas wysoka to w kwietniu i maju banki i SKOK-i przesłały do BIK zapytania o kredyty mieszkaniowe na kwotę niższą o kolejno -27,6% i -24,2% r/r. Warto przy tym zaznaczyć, że jeszcze w lutym sytuacja była dokładnie odwrotna bo odnotowano w nim +27,6% wzrost zapytań w ujęciu r/r. Naszym zdaniem duży spadek ilości zapytań wcale nie musi oznaczać aż takiej różnicy w popycie na kredyty. W kwietniu wnioski składały bowiem osoby, które zakup mieszkania rozpoczęły w poprzednich miesiącach (tu również występuje przesunięcie o którym pisaliśmy wcześniej). Ogromny spadek zapytań do BIK może być natomiast efektem odrzucania dużej ilości klientów jeszcze przed weryfikacją w BIK, rezygnacji samych klientów na skutek podwyższonych kryteriów, jak również po prostu mniejszej aktywności klientów i banków ze względu na ograniczenia w przemieszczaniu się oraz niepewność.

Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w okresie 2018 – 2020



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON SARFIN 1/2020

Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w okresie 2015 – 1Q 2020

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2015	39,320	6,78%	181 325	4,16%	216,8	2,52%
2016	39,496	0,45%	178 409	-1,61%	221,4	2,09%
2017	44,574	12,86%	190 634	6,85%	233,8	5,62%
2018	53,852	20,81%	212 596	11,52%	253,3	8,33%
2019	62,629	16,30%	225 073	5,87%	278,3	9,85%
4Q 2019	15,715	-6,87%	55 445	-7,14%	283,4	0,29%
1Q 2020	16,623	5,78%	56 453	1,82%	294,5	3,89%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 1/2020.

Otoczenie makroekonomiczne

W najbliższych miesiącach prawdopodobny wzrost bezrobocia

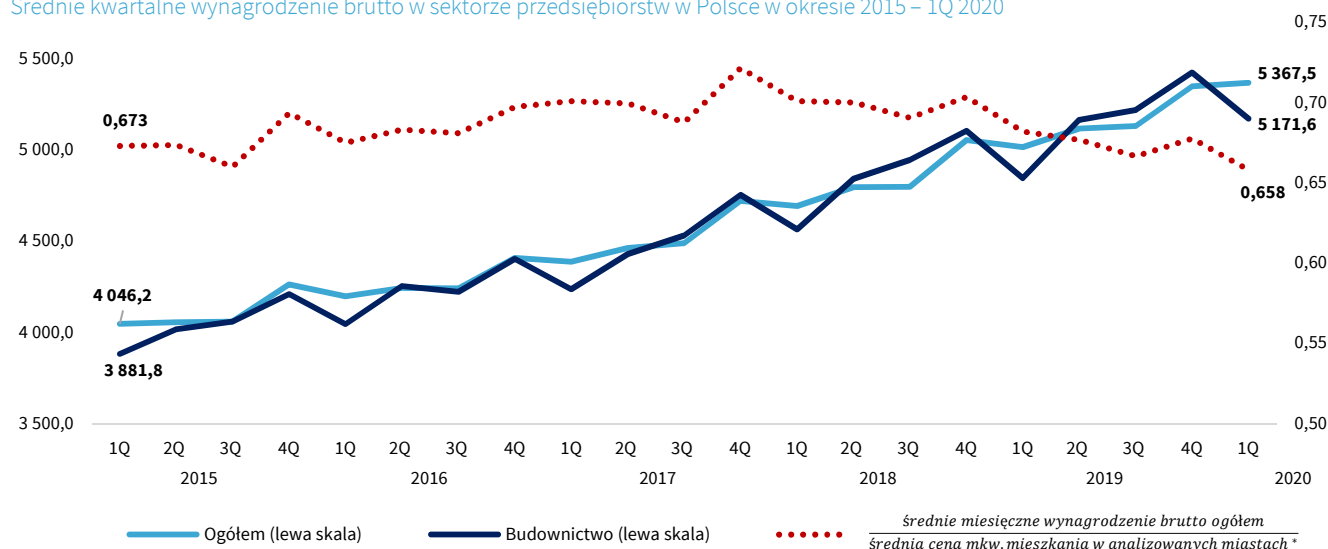
Wg danych GUS szacowana stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w maju 2020 r. 6,0%. Średnie płace w sektorze przedsiębiorstw ogółem wyniosły na koniec 1Q 2020 r. 5 367 zł (wzrost o 7,02% r/r.).

Kryzys związany z pandemią Covid-19 z pewnością znacząco odbije się na rynku pracy, a jego wpływ może być rozłożony w czasie. Programy antykryzysowe wprowadzone przez rząd ograniczają szok na rynku pracy, ale z drugiej strony mogą być też czynnikiem odkładającym w czasie proces redukcji etatów. Ponadto sama kwota zasiłku dla bezrobotnych jest stosunkowo niska, co może nie skłaniać do rejestracji w urzędach. Według Komisji Europejskiej bezrobocie wzrosło w Polsce do 7,5%, a sytuacja znacznie się poprawiać dopiero w 2021 r. Taki wzrost bezrobocia byłby jednak i tak stosunkowo niski w porównaniu do prognoz dla gospodarek zagranicznych. Według KE bezrobocie w Grecji i Hiszpanii może sięgnąć nawet okolic niecałych 20%. Programy w ramach tarczy antykryzysowej w Polsce zachęcają przedsiębiorstwa do redukcji etatów do czterech piątych co również z pewnością znacząco wpłynie na dochody gospodarstw domowych.

Kosztom ochrony miejsc pracy poprzez pomoc publiczną dla przedsiębiorstw będzie znaczący deficyt i wzrost długu publicznego. Na szczęście Polska na tle innych krajów jest stosunkowo nisko zadłużona, a dobra koniunktura ostatnich lat pozwoliła na obniżenie poziomu długu w stosunku do PKB.

Zatrudnienie w sektorze budownictwa rośnie regularnie w ostatnich latach i wg. danych do kwietnia br., nie spadło r/r. Sektor okazał się relatywnie odporny na ograniczenia wprowadzone w związku z koronawirusem dzięki czemu prace na zdecydowanej większości budów przebiegają bez większych zakłóceń. Firmy informowały co prawda o zmniejszeniu załóg o 10-20% w efekcie powrotów do domu dużej ilości pracowników zza wschodniej granicy, jak również ze względu na konieczność opieki nad dziećmi przez część pracowników ze względu na zamknięcie szkół i przedszkoli. Pewne opóźnienia w realizacji budów nie są więc wykluczone jednak sektor „trzyma się” znacznie lepiej niż inne branże na rynku, co potwierdzają dane za pierwsze miesiące trwania epidemii.

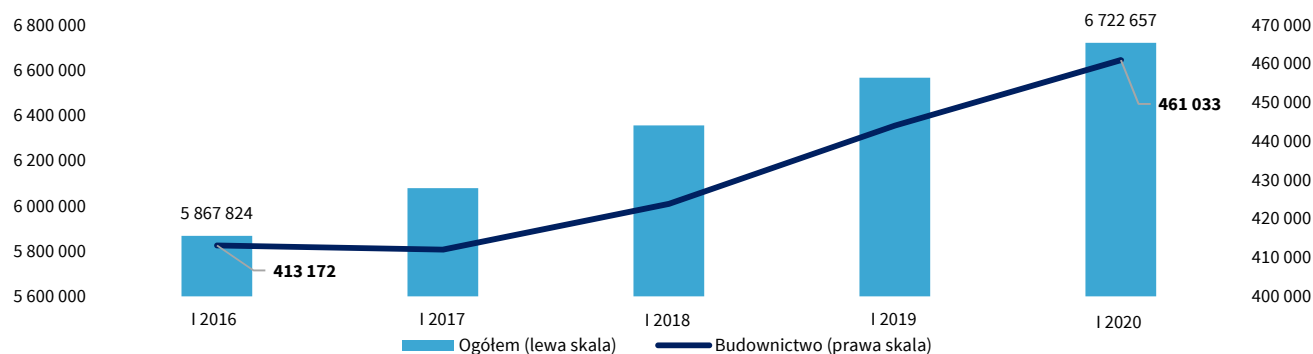
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2015 – 1Q 2020



* - średnia arytmetyczna cen transakcyjnych w Warszawie, Gdańsku, Krakowie, Poznaniu, Wrocławiu i Łodzi

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie I 2016 – I 2020



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rynek gruntów

Niska aktywność deweloperów na rynku gruntów w 2020 r.

Poniższe dane oraz wnioski opracowane zostały przez DM Navigator na podstawie publikowanych przez deweloperów raportów bieżących, sprawozdań i prezentacji. Uwzględniono jedynie transakcje, dla których podano informacje na temat ceny zakupu gruntów oraz szacunków co do zabudowy danej działki (PUM). W przypadku braku podanej powierzchni użytkowej posłużyliśmy się liczbą podanych w raporcie mieszkań, a następnie tę wartość przemnożyliśmy przez 55 mkw. W przybliżeniu jest to średnia transakcyjna powierzchnia mieszkania w największych miastach w Polsce. Pragniemy podkreślić, że zestawienie nie jest kompletną bazą co do zakupów gruntów przez deweloperów z Catalyst, ponieważ niektóre firmy w ogóle nie raportują o tego typu zdarzeniach, a inne nie podają w komunikatach szacunków co do zabudowy. Należy mieć więc na uwadze, że z powodu relatywnie małej próby zaobserwowane średnie ceny mogą istotnie odchyłać się od danych rzeczywistych. Uważamy, że mimo wszystko zestawienie jest przydatnym źródłem informacji, stąd publikujemy poniższe dane.

W 2020 r. odnotowaliśmy do tej pory 6 transakcji zakupów gruntów, dla których deweloperzy podali cenę oraz szacunki odnośnie zabudowy.

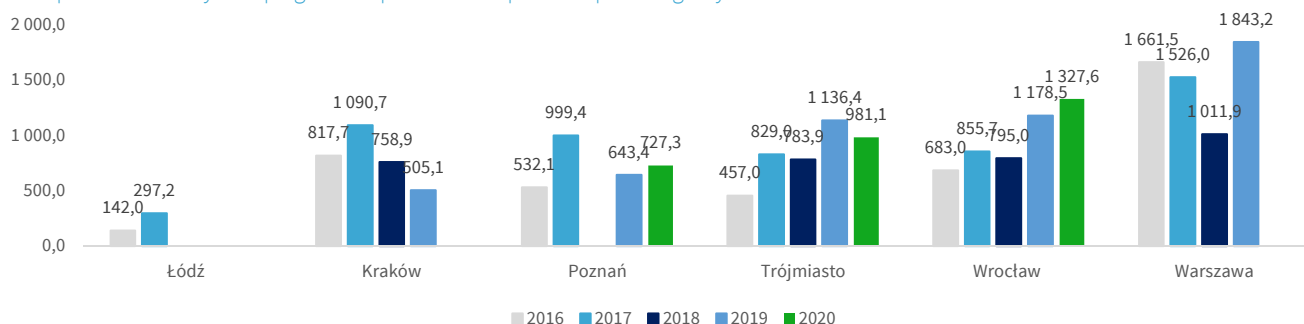
Największą transakcją o wartości 42 mln zł dokonał w styczniu Lokum Deweloper. Na działce o powierzchni 1,2 ha deweloper planuje budowę ok 500 lokali. O zakupie gruntu w stolicy Dolnego Śląska poinformowała w lutym również Develia. Za działkę o powierzchni 2,4 ha, na której planowana jest budowa ok. 440 lokali spółka zapłaciła 29,5 mln zł.

Na początku kwietnia o zakupie niewielkiej działki w Poznaniu poinformował Ronson. Na zakupionym gruncie wybudowane zostanie ok. 80 lokali. Cena działki wyniosła 3 mln zł. Deweloper wykonał także opcję zakupu udziałów w projekcie Nova Królikarnia (9,9 mln zł).

Aktywnym deweloperem był także Robyg, który poinformował o zakupie 3 działek w 1 kwartale 2020 r. jednak deweloper nie podał cen ich zakupu. Chodzi o 3,3 ha grunt oraz 0,9 ha działkę w Gdańsku (pod budowę łącznie ok. 440 lokali) oraz 1,3 ha działkę w Ursusie w Warszawie (ok. 370 mieszkań). W 2Q 2020 r. zakupy robił Marvipol, który nabył 3 działki.

O zakupach gruntów w Poznaniu i Wrocławiu w 1 półroczu 2020 r. za łączną kwotę ponad 45 mln zł informował również Vantage Development. W sumie deweloper zawarł 3 transakcje + ma wygrane przetargi na zakup 2 działek. Szacunki dotyczące zabudowy podał tylko w przypadku jednej kupionej działki (220 lokali).

Zaraportowane ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach¹



¹Relacja ceny transakcyjnej gruntu do możliwej do uzyskania Powierzchni Użytkowej Mieszkania (PUM).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

Zaraportowane średnie ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach¹

	2016	2017	2018	2019	2020
Kraków	817,7	1 090,7	758,9	505,1	
Archicom	797,2	776,5			
Develia (dawniej LCC)			758,9	505,1	
Lokum Deweloper	1 071,0				
Murapol	631,1	1 153,2			
Poznań	532,1	999,4	800,0	643,4	727,3
Archicom			800,0	643,4	
Murapol	459,4	999,4			
Ronson	575,8				681,8
Vantage					743,8
Warszawa	1 661,5	1 526,0	1 011,9	1 843,2	
Dom Development	3 236,4	2 486,3			
Develia (dawniej LCC)				1 988,4	
J.W.Construction				1 016,5	
Marvipol			2 295,5		
Murapol	2 177,1	1 541,3	814,0		
Robyg	853,3	853,1	828,3		
Ronson			931,8	1 737,1	
Wrocław	683,0	855,7	795,0	1 178,5	1 327,6
Archicom	646,0	947,3	884,2	1 392,1	
i2 Development	954,3	942,3	712,7		
Develia (dawniej LCC)			761,3		1 219,0
Lokum Deweloper	756,9			962,6	960,0
Murapol	672,7	716,2	631,9		
Vantage		767,7	1 115,4	854,5	
Trójmiasto	457,0	829,0	783,9	1 136,4	981,1
Archicom		927,3	757,6		
Develia (dawniej LCC)				1 136,4	981,1
J.W.Construction		621,2			
JHM Development			695,3		
Marvipol		916,7			
Murapol	628,6	963,7			
Robyg	434,8		845,5		
Łódź	142,0	297,2	297,2		
Murapol	440,7	142,0	482,8		
Archicom			272,7		
Średnia	745,8	1 103,0	910,1	1 237,6	1 169,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

¹Średnia ważona możliwą do uzyskania Powierzchnią Użytkową Mieszkania (PUM).

Rynek gruntów

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2016 – 2020 we Wrocławiu oraz w Warszawie

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

Rynek gruntów

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

2017							
Robyg	1Q 2017	Warszawa	Białołęka	25 800 000	700	38 500	670
Murapol	1Q 2017	Warszawa	Ursus	11 000 000	291	11 000	1 000
Murapol	1Q 2017	Warszawa	Wola	15 100 000	166	7 930	1 904
Robyg	2Q 2017	Warszawa	Wilanów	17 700 000	250	13 750	1 287
Robyg	2Q 2017	Warszawa	Włochy	48 000 000	1 000	55 000	873
Murapol	3Q 2017	Warszawa	Ursus	45 773 800	569	31 400	1 458
Dom Development	3Q 2017	Warszawa	Żoliborz	184 606 000	1 350	74 250	2 486
Murapol	4Q 2017	Warszawa	Praga Południe	16 283 224	144	6 868	2 371
SUMA				364 263 024	4 470	238 698	1 526
2018							
Ronson	1Q 2018	Warszawa	Ursus	82 000 000	1 600	88 000	932
Murapol	1Q 2018	Warszawa	Ursus	30 000 000	766	33 100	906
Murapol	1Q 2018	Warszawa	Białołęka	16 000 000	504	23 411	683
Robyg	1Q 2018	Warszawa	Ursus	82 000 000	1 800	99 000	828
Marvipol	3Q 2018	Warszawa	Praga Północ	10 800 000	70	3 500	3 086
Marvipol	4Q 2018	2018	Mokotów	54 300 000	452	24 860	2 184
SUMA				275 100 000	5 192	271 871	1 012
2019							
J.W.Construction	1Q 2019	2019	Białołęka	12 695 000	227	12 500	1 016
Ronson	1Q 2019		Wilanów	15 000 000	157	8 635	1 737
Develia	4Q 2019		Praga Południe	133 000 000,0	1 260	69 300	1 919
Develia	4Q 2019		Praga Północ	21 200 000,0	150	8 250	2 570
SUMA				181 895 000	1 794	98 685	1 843
TRÓJMIASTO							
2015							
Robyg	1Q 2015	Gdańsk	Wrzeszcz	12 500 000	300	16 500	758
Robyg	2Q 2015	Gdańsk	Zaspa	12 900 000	530	29 150	443
Robyg	3Q 2015	Gdańsk	Wrzeszcz	44 500 000	1 100	60 500	736
SUMA				69 900 000	1 930	106 150	659
2016							
Robyg	2Q 2016	Gdańsk	Letnica	53 390 960	2 500	137 500	388
Murapol	3Q 2016	Gdańsk	Jasień	6 254 000	230	8 500	736
Murapol	3Q 2016	Gdańsk	Osowa	11 661 600	404	20 000	583
Robyg	4Q 2016	Gdańsk	Śródmieście	42 255 000	1 500	82 500	512
SUMA				113 561 560	4 634	248 500	457
2017							
Murapol	1Q 2017	Gdańsk	Wrzeszcz	11 900 000	158	8 670	1 373
Murapol	1Q 2017	Gdańsk	Oksywie, Gdynia	25 750 000	627	30 400	847
J.W.Construction	2Q 2017	Gdańsk	Letnica	20 500 000	530	33 000	621
Marvipol	3Q 2017	Gdańsk	Zaspa	11 000 000	350	12 000	917
Archicom	4Q 2017	Gdynia	Chylonia, Gdynia	5 100 000	100	5 500	927
SUMA				74 250 000	1 765	89 570	829
2018							
Archicom	1Q 2018	Gdynia	Oksywie, Gdynia	2 500 000	60	3 300	758
Robyg	1Q 2018	Gdańsk	Wrzeszcz	18 600 000	400	22 000	845
JHM Development	4Q 2018	2 018,0	Łostowice	9 943 320	260	14 300	695,3
SUMA				31 043 320	720	39 600	784
2019							
Develia	4Q 2019		Letnica	10 000 000,0	160	8 800	1 136
SUMA				10 000 000	160	8 800	1 136
2020							
Develia	3Q 2020		Chelm	8 525 874,6	158	8 690	981,1
SUMA				8 525 875	158	8 690	981,1

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

Wartość PUM podana przez spółkę

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitentów

Rynek gruntów

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

KRAKÓW							
2015							
Lokum Deweloper	3Q 2015		Podgórze	44 200 000	964	55 000	804
	SUMA			44 200 000	964	55 000	804
2016							
Lokum Deweloper	1Q 2016		Podgórze	33 200 000	576	31 000	1 071
Archicom	1H 2016	Kraków	Podgórze	5 700 000	130	7 150	797
Murapol	4Q 2016	Kraków	Podgórze	26 067 200	813	41 302	631
	SUMA			64 967 200	1 519	79 452	818
2017							
Archicom	1Q 2017	Kraków	Podgórze	3 630 000	85	4 675	776
Murapol	3Q 2017	Kraków	Krowodrza	27 100 000	530	23 500	1 153
	SUMA			30 730 000	615	28 175	1 091
2018							
Develia	4Q 2018	2 018,0	Czyżyny	48 000 000	1 150	63 250	759
	SUMA			48 000 000	1 150	63 250	759
2019							
Develia	4Q 2019		Bieżanów-Prokocim	2 500 000,0	90	4 950	505
	SUMA			2 500 000	90	4 950	505
POZNAŃ							
2016							
Ronson	3Q 2016	Poznań	Grunwald	9 500 000	300	16 500	576
Murapol	4Q 2016	Poznań	Nowe Miasto	4 550 000	189	9 904	459
	SUMA			14 050 000	489	26 404	532
2017							
Murapol	1Q 2017	Poznań	Nowe Miasto	36 000 000	711	35 000	1 029
Murapol	4Q 2017	Poznań	Nowe Miasto	14 250 000	352	15 281	933
	SUMA			50 250 000	1 063	50 281	999
2019							
Archicom	4Q 2019		Grundwald	46 000 000,0	1 300	71 500	643,4
	SUMA			46 000 000	1 300	71 500	643
2020							
Ronson	2Q 2020	2020	Grundwald	3 000 000,0	80	4 400	681,8
Vantage	1Q 2020	2020	bd.	9 000 000,0	220	12 100	743,8
	SUMA			12 000 000	300	16 500	727,3
ŁÓDŹ							
2015							
Murapol	2Q 2015	2015	Widzew	4 030 000,0	199	9 145	441
	SUMA			4 030 000	199	9 145	440,7
2016							
Murapol	3Q 2016	2016	Polesie	9 500 000,0	2 100	92 000	103
Murapol	4Q 2016	2017	Widzew	5 270 000,0	279	12 000	439
	SUMA			14 770 000	2 379	104 000	142,0
2017							
Murapol	3Q 2017	2017	Polesie	1 400 000,0	68	2 900	482,8
Archicom	4Q 2017	2017	Złotno	6 000 000,0	400	22 000	272,7
	SUMA			7 400 000	468	24 900	297,2

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

Wartość PUM podana przez spółkę

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitentów

Sprzedaż lokali

Kwartał w cieniu COVID-19

W drugim kwartale 2020 r. ujęci w naszym opracowaniu deweloperzy odnotowali sprzedaż na poziomie 2 722 lokali w porównaniu z 4 173 mieszkaniami w analogicznym okresie ubiegłego roku. Oznacza to, że w drugim kwartale 2020 r. analizowane przez nas podmioty zanotowały spadek sprzedaży o 34,8% w ujęciu rok do roku.

Tak znaczące zmniejszenie kontraktacji było efektem ograniczeń wprowadzonych w związku z panującą na świecie pandemią koronawirusa SARS-CoV-2. Przypomnijmy, iż w ramach stosowania się do zalecanych norm sanitarnych wiele przedsiębiorstw przeszło na zdalny tryb pracy a przez okres kilku tygodni zamknięte były m.in. galerie handlowe, punkty usługowe czy lokale gastronomiczne. Pierwsze tygodnie drugiego kwartału upłynęły pod dyktando informacji dotyczących ilości nowych przypadków zakażenia SARS-CoV-2 oraz nadziei na wdrożenie kolejnych etapów tzw. „odmrażania gospodarki” czyli stopniowego znoszenia nałożonych przez rząd ograniczeń. Miało to drastyczny wpływ na popyt na mieszkania. Deweloperzy byli zmuszeni do zamknięcia biur sprzedaży i zmiany całego modelu komunikacji z klientami. Pojawiły się możliwości m.in. zdalnego podpisania umów rezerwacyjnych czy też video chatów z przedstawicielami biur sprzedaży. W drugiej połowie kwartału, wraz z powolnym luzowaniem ograniczeń, deweloperzy mogli wrócić do bardziej tradycyjnego modelu współpracy z klientami. Trzeba jednak nadmienić, iż sytuacja nie wróciła nadal do stanu z początku roku. Nadal obowiązują restrykcje w ilości klientów mogących odwiedzić biura sprzedaży a część biur pracuje w systemie rotacyjnym.

Sytuacja epidemiologiczna odcisnęła też mocne piętno na stronie popytowej. Szok spowodowany nagłym zatrzymaniem części sektorów gospodarki, zagrożenie skokowym wzrostem bezrobocia, cięcia płac czy wymiaru czasu pracy oraz wzrastająca niepewność dotycząca przyszłości mocno ograniczyły chęci zakupowe gospodarstw domowych. Odpowiedzią banków na pogorszenie się sytuacji niektórych potencjalnych kredytobiorców było zaostrzenie kryteriów kredytowych, co automatycznie przełożyło się na spadek popytu na mieszkania a także na zrywania zawartych już umów rezerwacyjnych. Obniżki stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej mają też wpływ na dochodowość sektora bankowego. W poszukiwaniu utraconej rentowności banki rozpoczęły podwyżki marż kredytowych, co również oddziałuje negatywnie na popyt na mieszkania.

W obliczu niepewności związanej z rozwojem pandemii podtrzymujemy nasz pogląd zawarty z poprzednim raporcie, iż jednym ze sposobów na rozwój może być zmiana modelu biznesowego części spółek i skierowanie swojej oferty do inwestorów instytucjonalnych.

W takim przypadku deweloperzy sprzedawaliby całe projekty do funduszy inwestycyjnych, które przeznaczałyby kupione w ramach projektu lokale na wynajem do klientów detalicznych. Taki model biznesowy jest już w Polsce obecny, choć na niewielką skalę. COVID-19 może determinować przyspieszenie rozwoju rynku PRS (Private Rental Sector).

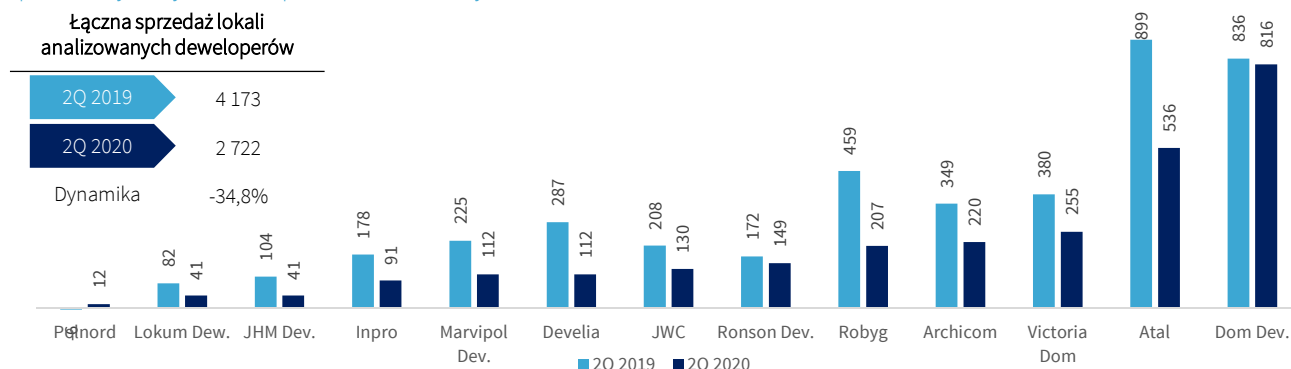
Wśród 13 spółek objętych analizą w 2Q 2020 r. 12 podmiotów odnotowało spadek wolumenu kontraktacji w porównaniu z 2Q 2019 r. W drugim kwartale bieżącego roku najwięcej lokali wśród analizowanych przez nas deweloperów sprzedał **Dom Development**: 816 (-2,4% r/r). Jest to też jedyny deweloper, któremu udało się uniknąć dwucyfrowego spadku wolumenu sprzedaży. Na drugim miejscu uplasował się **Atal**, który znalazł nabywców na 536 mieszkań (-40,4% r/r). Kolejny raz na szczególne wyróżnienia zasługuje Victoria Dom, która drugi kwartał z rzędu zameldowała się na podium naszego zestawienia, dzięki zrealizowaniu sprzedaży na poziomie 255 mieszkań, co oznacza spadek o 32,9% względem 2Q 2019 r.

W 2Q 2020 r. ranking sprzedażowy zamyka **Polnord**, który sprzedał w tym czasie 12 mieszkań, choć jest to jedyny deweloper, który odnotował dodatnią dynamikę sprzedaży (+300% r/r). Ponad 50% spadek sprzedaży r/r zanotowały: **Lokum Deweloper**: 41 lokali (-50% r/r), **Marvipol Development**: 112 mieszkań (-50,2% r/r), **JHM Development**: 41 lokali (-60,6% r/r) a także **Develia**: 112 lokali (-61% r/r).

W ujęciu półrocznym spadek sprzedaży wyniósł 19,1% (z 8 748 do 7 077 lokali). Ponownie dwa czołowe miejsca na podium zajęły: **Dom Development**: 1 631 lokali (-7,4% r/r) oraz **Atal**: 1 287 mieszkań (-20,4% r/r). Warto odnotować, iż trzy firmy zdołały wygenerować dodatnią dynamikę sprzedaży: Victoria Dom – 848 lokali (+13,8% r/r), **Ronson Development** – 427 lokali (+23,4% r/r) oraz **Polnord** - 99 lokali (+11,2% r/r). Z kolei największy procentowy spadek kontraktacji odnotował **Marvipol Development**: 224 mieszkania (-57,5% r/r).

Zważywszy na trudny do przewidzenia rozwój wypadków związanych z panującą pandemią COVID-19 praktycznie wszyscy deweloperzy wstrzymali się z publikacją tegorocznych celów sprzedażowych. Pozostaje mieć nadzieję, iż okres tzw. „lockdown” nie powtórzy się w przyszłości a wypracowane mechanizmy działania w warunkach pandemii pozwolą na złagodzenie negatywnego wpływu epidemii na wyniki sprzedaży. Widzimy też możliwość powrotu kapitału inwestycyjnego na rynek pierwotny. Ujemne realne stopy procentowe oraz historycznie niskie oprocentowania depozytów powinny zachęcić część inwestorów posiadających pewne zasoby gotówki do zwrócenia uwagi na rynek mieszkaniowy.

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2Q 2019 r. oraz 2Q 2020 r. ^{1,2}



¹Z wyłączeniem i2 Development, które do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowało poziomu sprzedaży w 2Q 2020 r.

²Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Przekazania lokali

Niższa liczba przekazania w 2Q 2020 r.

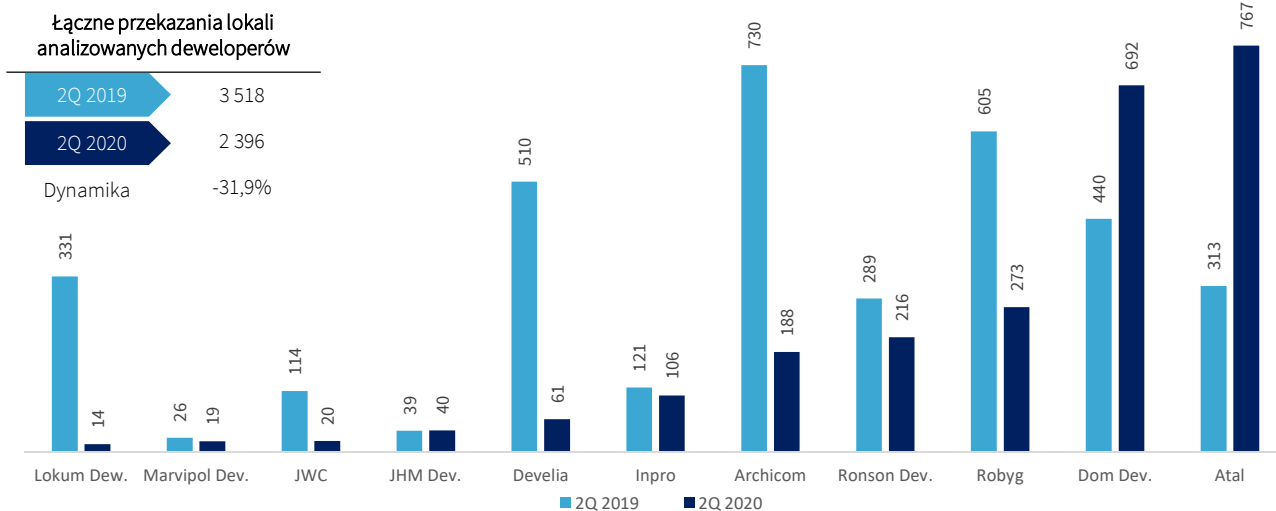
W 2Q 2020 r. analizowane przez nas podmioty przekazały zaledwie **2 396** mieszkań w porównaniu z 3 518 lokalami w analogicznym okresie roku poprzedniego, co oznacza spadek o 31,9%.

Dane wyraźnie pokazują, iż komunikowane przez sektor deweloperski po pierwszym kwartale ograniczenie ilości podpisywanych aktów notarialnych oraz spadek liczby odbieranych już ukończonych mieszkań rozlało się na drugi kwartał. Oczwistym powodem była pandemia koronawirusa. Część nabywców wołała odłożyć odbiór swojego nowego M w oczekiwaniu na spadek liczby nowych zakażeń i złagodzenie obostrzeń. Ważnym czynnikiem były też ograniczenia w działaniu administracji publicznej, co skutkowało wydłużeniem czasu oczekiwania na decyzję o pozwoleniu na użytkowanie. W związku z powolną normalizacją sytuacji epidemiologicznej w Polsce spodziewamy się powolnego wzrostu przekazania w kolejnych kwartałach.

W 2Q 2020 r. najwięcej lokali przekazał **Atal**, który wydał 767 mieszkań, o 145,0% więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Na drugim miejscu podium uplasował się **Dom Development**, który przekazał swoim klientom 692 lokale (+57,3% r/r). Podium w 2Q bieżącego roku zamknął **Robyg** z poziomem 277 wydań (-54,9% r/r). Znaczący spadek liczby przekazania w 2Q 2020 r. odnotował **Lokum Deweloper** (-95,8% r/r), **Develia** (-88,0% r/r) oraz **J.W. Construction** (-82,5% r/r).

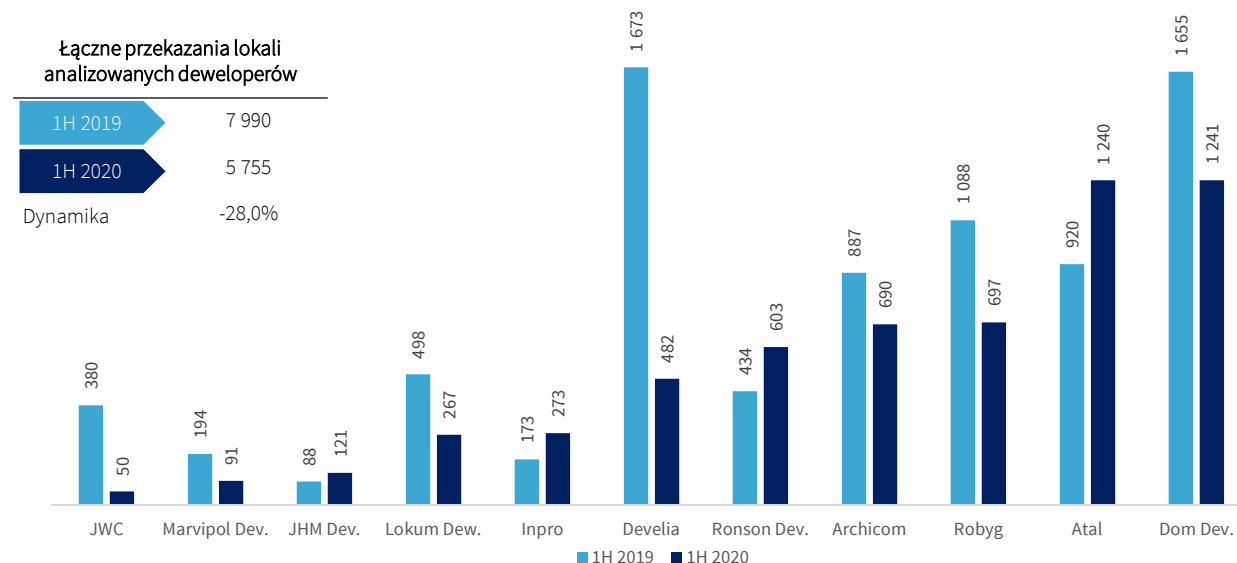
W ujęciu półrocznym liczba przekazania spadła z 7 990 do 5 755 lokali (-28,0% r/r). Podobnie jak w przypadku danych kwartalnych najwięcej lokali odebrali klienci: **Dom Development** - 1241 (-25% r/r) oraz **Atal** - 1240 (+34,8% r/r). Dodanie dynamiki wydań odnotowały także: **JHM Development** (+37,5% r/r), **Inpro** (+57,5% r/r) oraz **Ronson Development** (+38,9% r/r). Największy spadek odnotował natomiast **J.W. Construction** (-86,8% r/r).

Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2Q 2019 r. oraz 2Q 2020 r. ¹



¹Z wyłączeniem i2 Development Dom oraz Polnordu, które w momencie publikacji raportu nie podały danych dotyczących przekazania
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1H 2019 r. oraz 1H 2020 r. ¹



¹Z wyłączeniem i2 Development Dom oraz Polnordu, które w momencie publikacji raportu nie podały danych dotyczących przekazania
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

Wysoka pozycja gotówkowa sektora na koniec 1Q 2020 r.

Adresujemy, że ze względu na brak publikacji sprawozdań finansowych za 1Q 2020 r. do czasu publikacji niniejszego raportu, w analizie zaprezentowanej na 14 i 15 stronie niniejszego raportu nie uwzględniono danych Polnord, Robyg oraz Victoria Dom. Dodatkowo zaznaczamy, że część podmiotów nie wydzieliła zobowiązań finansowych powstających na skutek MSSF 16 (głównie ujęcie zobowiązań z tytułu użytkowania wieczystego jako leasing).

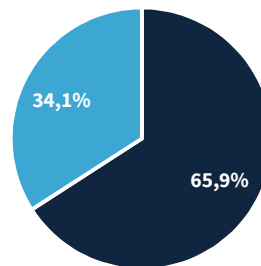
Na koniec marca 2020 r. obligacje stanowiły 65,9% długu finansowego analizowanych przez nas deweloperów, co oznacza istotny spadek względem danych na koniec ubiegłego roku, bowiem na dzień 31 grudnia 2020 r. obligacje były odpowiedzialne za 72,2% zobowiązań odsetkowych branży.

Na koniec pierwszego kwartału bieżącego roku deweloperzy wykazali w swoich sprawozdaniach finansowych dług z tytułu wyemitowanych obligacji na poziomie 2 637 mln zł w porównaniu z 2 676 mln zł kwartał wcześniej (-39 mln zł q/q). W analizowanym okresie istotnie wzrosły pozostałe kategorie długu finansowego (przede wszystkim kredyty bankowe), które łącznie na dzień 31 marca 2020 r. wyniosły 1 366 mln zł względem 1 028 mln zł na koniec grudnia ubiegłego roku (+337 mln zł).

Na koniec 1Q 2020 r. łączne zadłużenie finansowe analizowanych podmiotów osiągnęło wartość 4 003 mln zł, co oznacza wzrost wobec poprzedniego kwartału o 298 mln zł. Ze względu na istotne wzmocnienie pozycji gotówkowej deweloperów, którzy w 1Q 2020 r. zwiększyli saldo środków pieniężnych o 717 mln zł (q/q), sektor odnotował spadek długu netto, który został zredukowany względem stanu z końca 2019 r. o 418 mln zł.

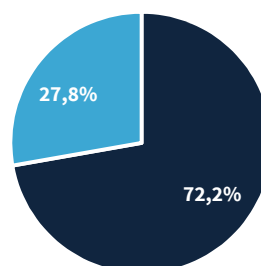
Podtrzymujemy naszą opinię z poprzedniej edycji raportu, że branża finansowa znajduje się w dobrej sytuacji finansowej. Jesteśmy zdania, że zdecydowana większość reprezentantów sektora posiada silne bilanse oraz wysoki poziom zabezpieczonych środków, który sprawia, że nie identyfikujemy potencjalnych problemów z płynnością finansową branży.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.03.2020 r.¹



■ Obligacje ■ Kredyty i inne zobowiązania finansowe

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2019 r.¹

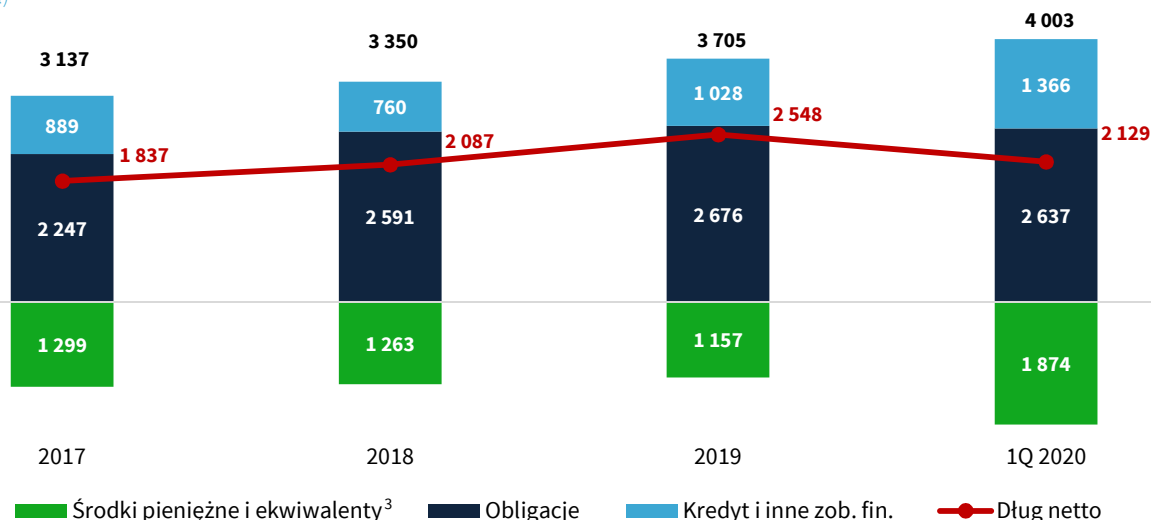


■ Obligacje ■ Kredyty i inne zobowiązania finansowe

¹Ze względu na brak publikacji sprawozdań finansowych za 1Q 2020 r. do czasu publikacji niniejszego raportu w zestawieniu nie uwzględniono: Polnord, Robyg oraz Victoria Dom.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan środków pieniężnych, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2017 – 1Q 2020 (w mln zł)^{1,2}



¹ W przypadku Develia, Manípol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.

² Ze względu na brak publikacji sprawozdań finansowych za 1Q 2020 r. do czasu publikacji niniejszego raportu w zestawieniu nie uwzględniono: Polnord, Robyg oraz Victoria Dom.

³ Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

Ograniczone wydatki inwestycyjne kosztem budowania zasobów pieniężnych

Pojawienie się COVID-19 wymusiło na deweloperach szybkie przededefiniowanie strategii swojego rozwoju. W marcu 2020 r. doszło do gwałtownego wyhamowania sprzedaży mieszkań, tym samym branża musiała zmierzyć się z redukcją wpłat od nowych klientów, którzy stanowią istotne źródło finansowania inwestycji. Spadek liczby nowych umów powodował również u części reprezentantów sektora problemy z uruchomieniem finansowania bankowego, bowiem środki bankowe w znacznej większości przypadków mogą zostać pociągnięte dopiero w momencie osiągnięcia ustalonego z bankiem poziomu przedsprzedaży. W pierwszych miesiącach po wystąpieniu COVID-19 pozyskanie finansowania z rynku obligacji było mało prawdopodobne, zatem deweloperzy byli zobowiązani do prowadzenia działalności przy wykorzystaniu własnych środków.

Wiele osób spodziewało się zatem, że deweloperzy w odpowiedzi na trudności z dostępem do kapitału będą dokonywać redukcji swoich cenników. Dziś już wiemy, że oczekiwane przez wielu potencjalnych nabywców zjawisko spadku cen nie nastąpiło. Jest to dla nas mocnym potwierdzeniem, że branża znajduje się w dobrej kondycji finansowej. Uważamy, że ostatnie bardzo dobre lata branży pozwoliły na zbudowanie wystarczającej poduszki płynnościowej, aby dość sprawnie przejść przez ten trudny dla całej gospodarki okres. COVID-19 nadszarpał kondycję branży, jednak nie na tyle, abyśmy mogli pisać o kryzysie na rynku nieruchomości, o którym co pewien czas dyskutuje się w mediach.

Deweloperzy zdając sobie sprawę, że obecnie znacznie trudniej jest im pozyskiwać kapitał ze względu na:

- i) bardziej restrykcyjne podejście banków w zakresie wymagania wyższego poziomu wkładu własnego oraz poziomu osiągniętej przedsprzedaży
- ii) mocno skurczony rynek obligacji
- iii) niższy poziom wpłat klientów na skutek spadku popytu

w związku z czym poczynili szereg działań dążących do jak najefektywniejszego zarządzania swoim majątkiem.

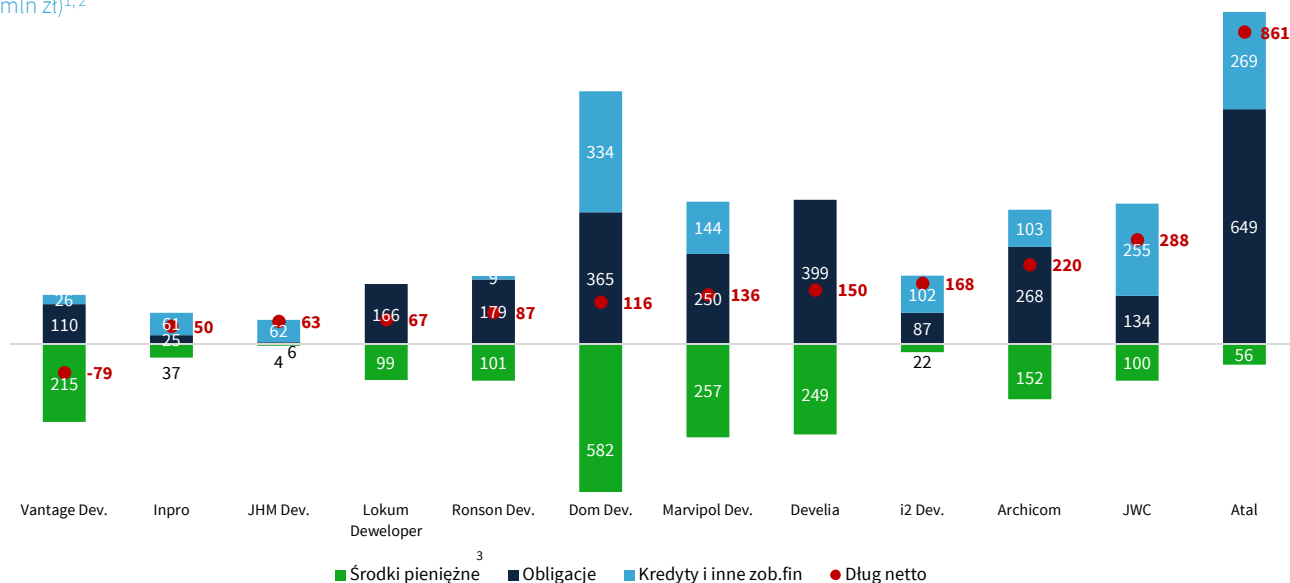
W ostatnim czasie deweloperzy raczej **niechętnie nabywali nowe działki**. W naszej ocenie jest to związane z faktem, że znakomita większość reprezentantów sektora posiada bogate banki ziemi, które zabezpieczają kilkuletnią produkcję. Brak nowych zakupów gruntów jest również poniekąd determinowany trudnym rynkiem obligacji, który był do tej pory zamrożony.

Odpowiedzią deweloperów na cały czas niższy niż przed COVID-19 popyt na lokale mieszkalne jest **ograniczenie liczby wprowadzanych do realizacji inwestycji**. Mniejsza liczba prowadzonych jednocześnie projektów determinuje mniejsze zaangażowanie kapitałowe sektora i umożliwia deweloperom utrzymanie cen poprzez sterowanie podażą. Jesteśmy zdania, że branża jeszcze większą niż dotychczas uwagę poświęca obecnie obronie marży, nawet kosztem spadku wolumenu kontraktacji.

Kolejnym działaniem, które podjęli w ostatnim czasie deweloperzy była **rezygnacja z wypłaty dywidendy**. Z podziału zysku między akcjonariuszy zrezygnowały nawet spółki, które posiadały wieloletnią historię dystrybucji środków do właścicieli. Dobrym tego przykładem może być Atal, który jednorazowo zdecydował o zmianie polityki dywidendy. Pomimo bardzo pokaźnych zasobów gotówkowych z decyzją wypłaty zysku wstrzymał się również Dom Development.

Uważamy, że deweloperzy w zdecydowanej większości nie będą mieć problemów z obsługą bieżącego zadłużenia. Wysokie zasoby gotówki oraz powracający powoli popyt sprawiają, że nie obawiamy się o kondycję płynnościową sektora. Pierwsza połowa bieżącego roku była bardzo wymagająca dla branży, która naszym zdaniem dobrze poradziła sobie z trudnościami, które były następstwem pojawienia się COVID-19.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 1Q 2020 r. (w mln zł)^{1,2}



¹ W przypadku Develia, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.

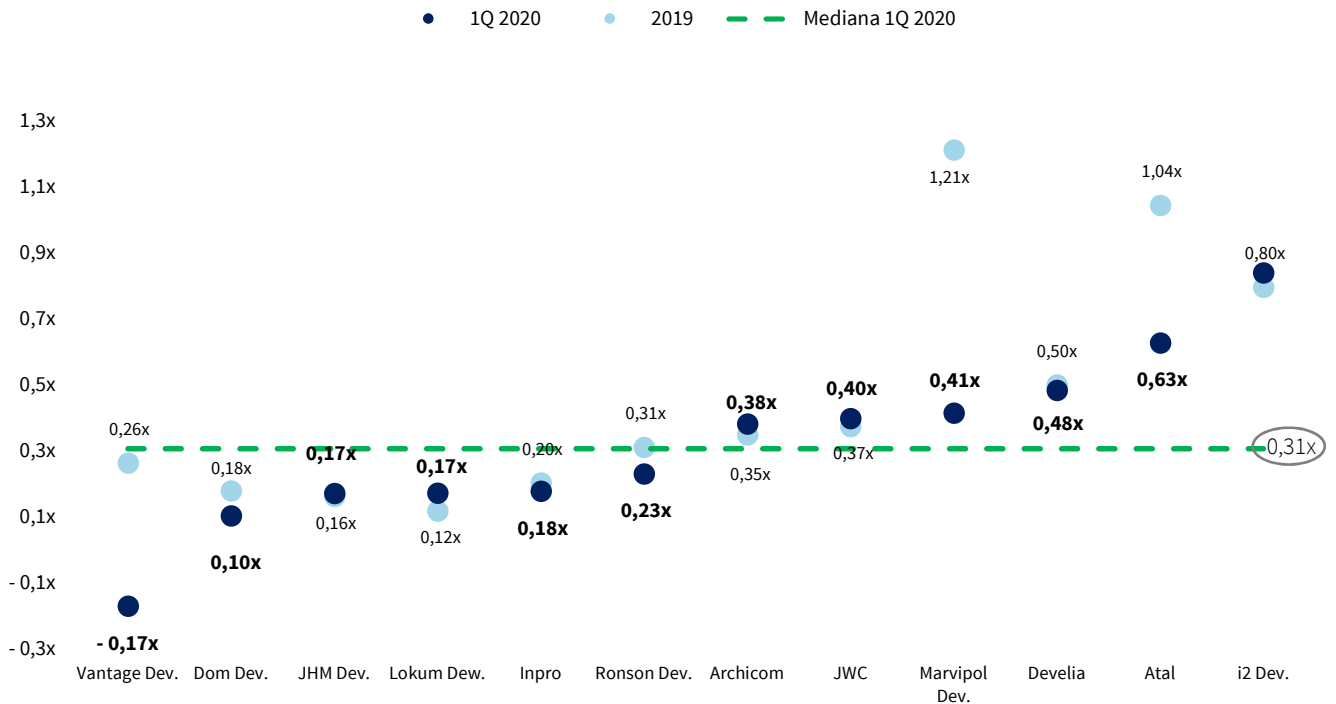
² Ze względu na brak publikacji sprawozdań finansowych za 1Q 2020 r. do czasu publikacji niniejszego raportu w zestawieniu nie uwzględniono: Polnord, Robyg oraz Victoria Dom.

³ Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

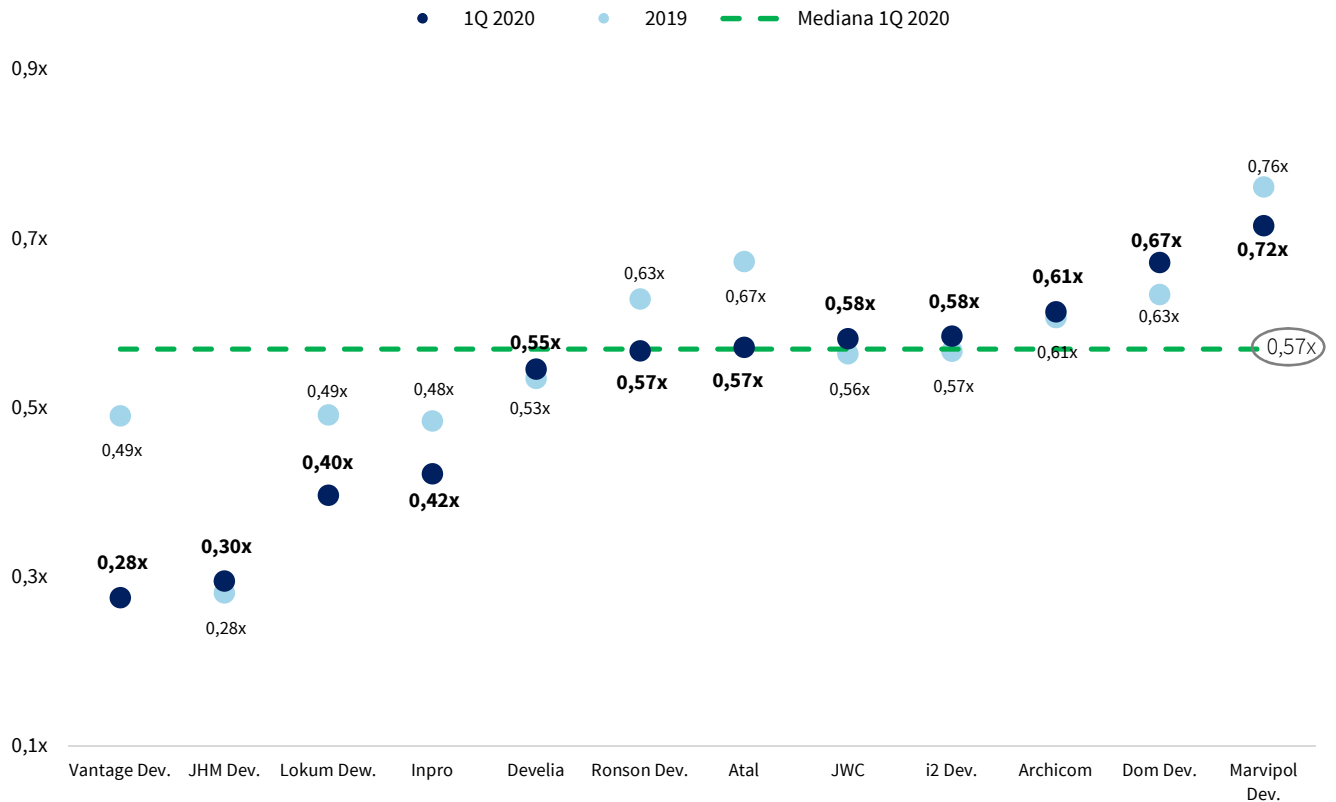
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza wskaźników zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2018 r. oraz 2019 r. ^{1,2}



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2018 r. oraz 2019 r. ^{1,2}



¹ W przypadku Marvipol oraz Vantage Development wydzielone segmenty mieszkaniowe.

² W zestawieniu za 2019 r. wykorzystano jednostkowe sprawozdanie finansowe Victoria Dom ze względu na fakt, iż publikacja skonsolidowanego rocznego raportu spółki odbędzie się po dniu publikacji niniejszego raportu

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Zamrożony rynek obligacji korporacyjnych na skutek COVID-19

Od początku bieżącego roku do 15 lipca 2020 r. analizowani w naszym raporcie deweloperzy pozyskali w drodze emisji obligacji zaledwie **237,1 mln zł**, z czego 170,0 mln zł przypadło na pierwszy kwartał, zaś 60,1 mln zł na drugi kwartał.

2Q 2020 r. był niewątpliwie bardzo słaby okresem dla całego rynku kapitałowego, w tym segmentu obligacji korporacyjnych. Na skutek pojawienia się w naszym kraju COVID-19 doszło do gwałtownej paniki gospodarczej, która istotnie wpłynęła na krajowy rynek papierów wartościowych.

Szczególnie dotkliwym dla rynku obligacji miesiącem był marzec 2020 r., w którym byliśmy świadkami ogromnych umorzeń w funduszach inwestujących w dług przedsiębiorstw, których aktywa stopniały o 13,2 mld zł¹, co stanowiło blisko 25% spadek ich wartości w ujęciu m/m. Aktywa opisywanych funduszy malały

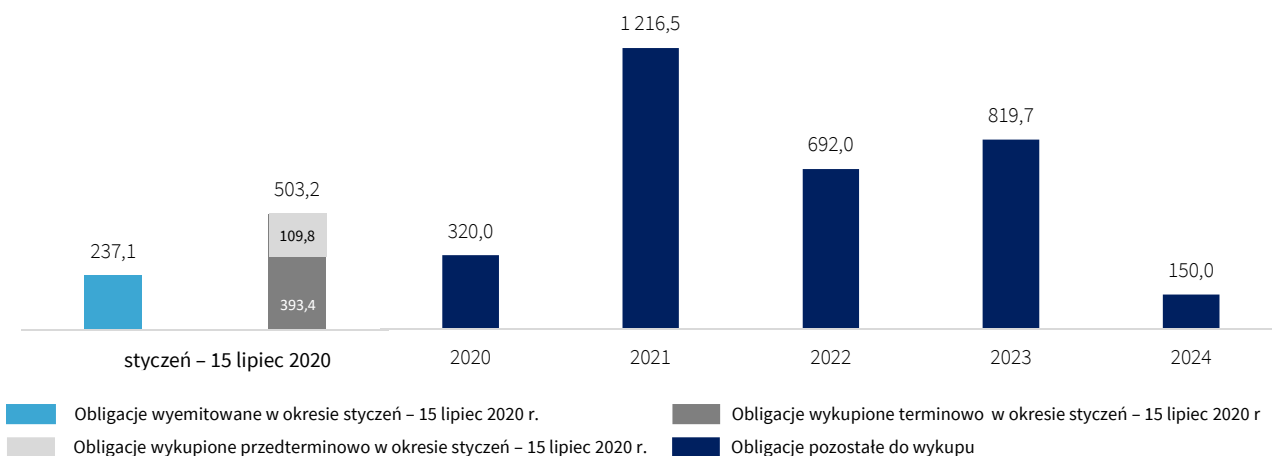
również w kolejnym miesiącu, jednak skala kwietniowych spadków była już zdecydowanie mniejsza (-1,8 mld zł¹).

Pozyskanie kapitału w drodze emisji obligacji korporacyjnych przy tak negatywnym sentymencie rynkowym było wysoce mało prawdopodobne, zatem reprezentaci sektora nie próbowali w tym czasie „wychodzić na rynek”.

W naszej ocenie w 2Q 2020 r. doszło do bardzo mocnego skurczenia rynku, który stał się jeszcze bardziej wymagający dla emitentów. W związku z pojawieniem się COVID-19 deweloperzy musieli na pewien czas zapomnieć o finansowaniu się obligacjami, które stanowią bardzo istotne źródło finansowania zakupów związanych z rozbudową banku ziemi. W 2Q 2020 r. równie trudno było pozyskać środki na zrefinansowanie zapadającego zadłużenia.

¹Źródło: DM Navigator – DCM Index

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie maj 2020 – 2024 (w mln zł) według stanu na dzień 15.07.2020 r.



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

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2020 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln zł)	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Archicom	luty 2020	90,0	2,0	WIBOR 3M + 2,45%	Nie
Marvipol	luty 2020	27,0	3,0 ¹	WIBOR 6M + marża	Nie
i2 Development	marzec 2020	20,0	1,5	WIBOR 3M + marża	Tak
Marvipol	marzec 2020	7,3	3,0	WIBOR 6M + marża	Nie
Marvipol	marzec 2020	2,7	3,0	WIBOR 6M + marża	Nie
Archicom	marzec 2020	23,0	0,2	obligacje zerokuponowe	b/d
Victoria Dom	maj 2020	10,5	3,0	7,00%	Nie
Archicom	czerwiec 2020	23,0	0,3	obligacje zerokuponowe	b/d
Archicom	czerwiec 2020	4,8	2,3	WIBOR 6M + marża	Tak
Archicom	czerwiec 2020	5,4	2,5	WIBOR 6M + marża	Tak
Archicom	czerwiec 2020	8,8	2,3	WIBOR 6M + marża	Tak
Archicom	czerwiec 2020	7,5	2,5	WIBOR 6M + marża	Tak
JHM Development	lipiec 2020	7,0	3,5	WIBOR 3M + marża	Nie
Suma		237,1			

¹okresowa amortyzacja – 30% wartości emisji zostanie wykupione 2 lata po przydziale, pozostałe 70% 3 lata po przydziale

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

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Tym sposobem deweloperzy musieli w znakomitej większości odłożyć plany związane z rozbudową banku ziemi, a zapadający dług spłacać przy wykorzystaniu własnych środków wygenerowanych z przepływów z podstawowej działalności operacyjnej.

Od początku bieżącego roku do 15 lipca 2020 r. analizowani w naszym raporcie deweloperzy przeprowadzili wykupy obligacji o łącznej wartości **503,2 mln zł**, z czego 109,8 mln zł stanowiły wykupy przedterminowe. Oznacza to, że w analizowanym okresie obligacyjny outstanding sektora spadł o **266,1 mln zł**.

W bieżącym roku ujęte w opracowaniu podmioty są zobowiązane do wykupu obligacji w kwocie **320,0 mln zł**. Jesteśmy zdania, że zrefinansowanie zadłużenia zapadającego jeszcze w tym roku będzie bardzo trudnym zadaniem. Warto zwrócić również uwagę, że rokiem pełnym wyzwań może okazać się dla wielu deweloperów 2021 r., w którym branża będzie musiała wykupić papiery o łącznej wartości przekraczającej **1,2 mld zł**. Według stanu na dzień 15 lipca 2020 r. łączny outstanding sektora reprezentowanego przez ujęte w naszym raporcie podmioty wynosił niespełna **3,2 mld zł**.

Spodziewamy się, że druga część bieżącego roku może być lepsza dla rynku obligacji korporacyjnych. W maju i czerwcu 2020 r. aktywa funduszy inwestujących w dług przedsiębiorstw odnotowywały wzrosty odpowiednio o 0,5 mld zł¹ i 1,1 mld zł¹, co pozwala z ostrożnym optymizmem spoglądać na przyszłe napływy do funduszy. Wiele będzie zależeć również od tego jak gospodarka, w tym rynek kapitałowy zareaguje na potencjalny powrót koronawirusa. Spodziewamy się, jednak że część deweloperów powróci do panów emisyjnych na jesieni 2020 r.

Począwszy od 2Q 2020 r. zaledwie 3 deweloperów przeprowadziło emisję obligacji. Najwięcej kapitału pozyskał w ten sposób **Archicom**, który w czerwcu poza 3-miesięcznymi obligacjami serii K4/2020 (23,0 mln zł) uplasował 4 serie obligacji (A1/2020, A2/2020, A3/2020, A4/2020) o łącznej wartości nominalnej 26,6 mln PLN – papiery zostały zabezpieczone hipoteką umowną łączną do kwoty 39,8 mln zł ustanowioną na nieruchomościach należących do dewelopera.

W 2Q 2020 r. **Victoria Dom** pozyskała 10,5 mln zł w ramach emisji niezabezpieczonych obligacji serii N. Trzyletnie papiery, oprocentowano na 7,0% w skali roku. Cała oferta opiewała na 20,0 mln zł, także deweloper kolejny raz nie zdołał uzyskać pełnej

subskrypcji. Do 17 lipca 2020 r. trwa publiczna oferta obligacji Spółki serii O. Deweloper planuje poprzez tę serię pozyskać do 11,0 mln zł, oferując inwestorom stałe oprocentowanie w wysokości 6,65%, co oznacza spadek kuponu względem serii N o 0,35%.

Ostatnim z deweloperów, który po 1Q 2020 r. pozyskał kapitał w drodze emisji obligacji był **JHM Development**, który w ramach emisji serii C uplasował niezabezpieczone papiery o wartości nominalnej 7,0 mln zł.

Największego po 1Q 2020 r. wykupu dokonał w czerwcu bieżącego roku Dom Development (100,0 mln zł). Przypominamy, że w 1Q 2020 r. deweloper musiał porzucić swoje plany w zakresie uplasowania 50,0 mln zł, które miałyby częściowo zrefinansować wykup.

W bieżącym roku najwięcej środków na spłatę obligacji będzie musiał przeznaczyć **Atal** (90 mln zł, z czego 20,0 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane), w przypadku którego nie zakładamy problemów z obsługą zadłużenia.

W drugiej połowie roku istotne wykupu czekają również **Marvitol Development** oraz **Develia**. Zakładamy, że oba podmioty będą starać się zrefinansować zadłużenie, co w naszej ocenie będzie zadaniem wymagającym. Oba podmioty posiadają silną pozycję gotówką, co będzie stanowić istotny atut w przypadku ewentualnego braku zainteresowania nowymi emisjami spółek wśród inwestorów.

Uważamy, że warto zwrócić uwagę na wzmożone działania **J.W. Construction** w zakresie zmiany warunków emisji aktywnych serii obligacji, które miały miejsce w 2Q 2020 r. Deweloper z sukcesem zdołał przekonać obligatariuszy do rozłożenia spłaty zobowiązań na raty oraz do przesunięcia terminu zapadalności obligacji kosztem istotnego podniesienia marży (z 3% do 5%) oraz ustalenia dodatkowego zabezpieczenia. Zwracamy uwagę, że J.W. Construction posiada spore zaangażowanie w sektorze hotelowym, który bardzo istotnie ucierpiał w wyniku COVID-19.

Jesteśmy zdania, że warto przyglądać się dalszym posunięciom dewelopera, który od dłuższego czasu bardziej skłania się ku finansowaniu bankowemu. Z zainteresowaniem będziemy kolejny kwartał z rządu przyglądać się również **i2 Development**, które w grudniu 2020 r. będzie zobowiązane do wykupu obligacji serii F o wartości nominalnej 8,6 mln zł.

¹Źródło: DM Navigator – DCM Index

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie maj 2020 – 2024 (w mln zł) według stanu na dzień 15.07.2020 r.

Deweloper	Emisje			Wykupy			Wykupy					Suma do wykupu
	1Q 2020	2Q 2020	01-15.07 2020	1Q 2020	2Q 2020	01-15.07 2020	2020	2021	2022	2023	2024	
Atal	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	32,2	90,0	368,0	0,0	149,0	0,0	607,0 ¹
Robyg	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,3	0,0	360,0	100,0	505,3
Develia	0,0	0,0	0,0	65,0	0,0	0,0	34,0	140,0	161,0	60,0	0,0	395,0
Archicom	113,0	49,6	0,0	49,5	23,0	0,0	28,0	22,7	184,8	59,7	0,0	295,1
Dom Development	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	110,0	50,0	50,0	50,0	260,0
Marvitol Development	37,0	0,0	0,0	0,0	12,0	0,0	72,2	69,8	69,1	25,9	0,0	237,1
Ronson	0,0	0,0	0,0	10,0	0,0	0,0	25,0	74,8	54,8	22,6	0,0	177,3
Lokum Developer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	65,0	0,0	165,0
Polnord	0,0	0,0	0,0	44,7	10,5	0,0	48,0	76,8	0,0	0,0	0,0	124,8
J.W. Construction	0,0	0,0	0,0	0,0	11,9	0,0	14,1	30,4	72,4	0,0	0,0	116,9
Victoria Dom	0,0	10,5	0,0	0,0	30,0	0,0	0,0	26,1	56,0	20,5	0,0	102,6
Vantage Development	0,0	0,0	0,0	60,3	10,0	0,0	0,0	56,2	43,9	0,0	0,0	100,1
i2 Development	20,0	0,0	0,0	30,5	11,5	0,0	8,6	66,5	0,0	0,0	0,0	75,1
Inpro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	0,0	25,0
JHM Development	0,0	0,0	7,0	1,3	0,7	0,0	0,0	5,0	0,0	7,0	0,0	12,0
Razem	170,0	60,1	7,0	261,4	209,6	32,2	320,0	1 216,5	692,0	819,7	150,0	3 198,2

¹ W tym 267 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane

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

Informacje ze spółek

ARCHICOM

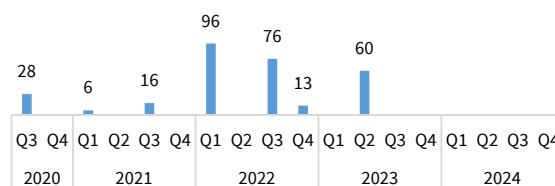
- W 1H 2020 r. Archicom odnotował wolumen sprzedanych mieszkań na poziomie 513 lokali wobec 755 mieszkań w analogicznym okresie ubiegłego roku (-32,1% r/r). Deweloper planuje w bieżącym roku sprzedać 1 500 – 1700 lokali, jednak zastrzegając, że ze względu na COVID-19 można oczekiwać rewizji celów w 2Q 2020 r. Ta jednak do dnia dzisiejszego nie nastąpiła.
- W drugim kwartale 2020 r. Archicom rozpozna w wyniku 188 lokale wobec 730 względem 2Q 2019 r. (-74,3% r/r). Przekazania w ujęciu półrocznym również wyglądają słabiej, 690 vs 887 rok wcześniej (-22,2% r/r). Archicom zamierza w bieżącym roku przekazać 1 400-1 600 mieszkań. Spółka podtrzymała plan przekazania.
- W 2Q 2020 r. nie było nowych informacji dot. przebiegu procesu przeglądu opcji strategicznych. Na chwilę obecną proces nie uległ zakończeniu. Spółka poinformowała, że pandemia Covid-19 nie spowodowała zatrzymania procesu.
- Archicom zbył w maju budynek City One położony we Wrocławiu za cenę 33,8 mln euro. Wartość transakcji niewiele różni się od kwoty podanej w raporcie dot. umowy przedwstępnej (33,8 mln euro vs 34 mln euro). Jednocześnie Spółka spłaciła kredyt finansującym ten budynek w kwocie 12,8 mln euro.
- Zgodnie z uchwałą ZWZA z maju i wcześniejszymi rekomendacjami, zdecydowano o utworzeniu kapitału rezerwowego w kwocie 44,6 mln zł (pomniejszone o zaliczkę na poczet dywidendy w kwocie 16,4 mln zł) z zysku za 2019 rok, z przeznaczeniem na wypłatę dywidendy w przyszłości.
- W ostatnich dniach czerwca deweloper pozyskał 26,5 mln zł w ramach emisji obligacji czterech serii obligacji: A1/2020 (4,8 mln zł), A2/2020 (5,4 mln zł), A3/2020 (7,5 mln zł), A4/2020 (8,8 mln zł). Tenory: A1 i A3 2 lata i 3 miesiące, A2 i A4 2,5 roku. Zabezpieczeniem jest hipoteka umowna łączna do kwoty 39,8 mln zł. Oprocentowanie WIBOR6m + marża, której wysokość nie została ujawniona.
- Dług brutto na koniec 1Q 2020 r. wyniósł 371,6 mln zł (+27,5% r/r). Spółka akumulowała jednak gotówkę szybciej niż dług, tak więc dług netto przyrósł wolniej, o 16,7% r/r, do 219,8 mln zł.

w mln zł	2017	2018	2019	1Q 2019	1Q 2020
Przychody	324,7	476,5	500,5	55,2	184,8
Zysk brutto ze sprzedaży	88,1	128,2	151,1	15,0	52,4
Marża brutto ze sprzedaży	27,1%	26,9%	30,2%	27,2%	28,3%
EBIT	70,2	88,3	100,3	3,8	39,7
Marża EBIT	21,6%	18,5%	20,0%	6,8%	21,5%
Zysk netto	57,3	61,4	89,2	2,7	28,8
Marża netto	17,7%	12,9%	17,8%	4,9%	15,6%
Kapitał własny	473,7	491,0	543,4	494,1	575,5
Zadłużenie finansowe	196,2	266,7	282,2	291,4	371,6
Kredyty i inne	43,0	53,4	76,0	79,6	103,1
Obligacje	153,2	213,4	206,2	211,8	268,5
% obligacji w zadłużeniu	78,1%	80,0%	73,1%	72,7%	72,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	80,2	106,3	92,7	103,1	151,8
Dług netto	116,0	160,5	189,5	188,4	219,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	54,1%	58,1%	60,7%	61,3%	60,4%
Dług netto/KW	24,5%	32,7%	34,9%	38,1%	38,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

* - zgodnie ze zmienionym MSSF 16 począwszy od 1Q 2019 r. prawo wieczystego użytkowania gruntu oraz umowy najmu zwiększają zobowiązania z tytułu leasingu. Grupa nie wydzieliła tego typu zobowiązań w związku z czym w całości począwszy od 1Q 2019 r. zwiększyły one zobowiązania finansowe

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

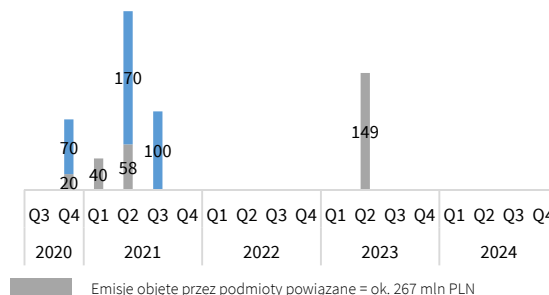
ATAL

- W 1H 2020 r. Atal sprzedał 1287 lokale (-20,4% r/r) w porównaniu do 1616 w 1H 2019 r. Na początku marca tj. jeszcze przed wybuchem pandemii Grupa ogłosiła, że planuje sprzedać w 2020 r. 3,2-3,5 tys. mieszkań. Spółka poinformowała, że weryfikacja założeń dot. sprzedaży nastąpi po zakończeniu epidemii. Sprzedaż w kolejnych miesiącach 2Q 2020 wynosiła: w kwietniu 141 lokali, w maju 200, w czerwcu 281. Spółka poinformowała, że należy spodziewać się słabszej sprzedaży w branży o ok. 20-25% niż gdyby nie było epidemii.
- W 1H 2020 r. Grupa przekazała i uzna w przychodach 1240 lokali (+34,8% r/r) w porównaniu do 920 lokali przekazanych w 1H 2019 r. W samym 2Q 2020 r. Atal przekazał 767 lokali vs 313 w 2Q 2020 r. Jeszcze w marcu Grupa informowała, że planuje w 2020 r. zakończyć i oddać do użytkowania 3 804 lokale. Przy okazji informacji dot. przekazania w 2Q 2020 r. spółka poinformowała, że w 2H 2020 r. potencjał przekazania wynosi ok. 2 tys. lokali, a więc w całym 2020 roku może rozpoznać w wynikach ok. 3240 lokali. Atal zaznacza jednak, że ostateczny wynik w dużym stopniu zależeć będzie od organów administracyjnych, gdyż czas uzyskiwania pozwolenia na użytkowanie przez sytuację epidemiczną istotnie się wydłużył. Wysoki potencjał przekazania w 2020 r. wynika m.in. z przesunięcia inwestycji, które miały być oddane w roku 2019 na rok bieżący.
- Kontraktacja lokali wg. stanu na koniec 1Q 2020 r. wyniosła 2501 z 3804 wszystkich możliwych do przekazania w 2020 r., czyli 66%. Kontraktacja na 2021 rok 1516 z 3282, czyli 46%.
- W 1Q 2020 r. Atal zanotował istotny spadek przychodów i zysku co w dużej mierze wynikało z przekazania mniejszej ilości lokali vs rok wcześniej. Rentowność również była słabsza: marża brutto wyniosła w 1Q 2020 r. 20,39% (-7,8 p.p. r/r), a marża zysku netto 12,04% (-7,6 p.p.). Należy przy tym jednak pamiętać, że dzięki utrzymywanej dyscyplinie kosztowej marża zysku netto pozostaje na atrakcyjnym poziomie.
- Grupa poinformowała, że realizuje i rozpoczyna projekty zgodnie z wcześniej przyjętym planem na ten rok. W 2Q 2020 Atal wprowadził do oferty 682 lokale, z czego we Wrocławiu 232, w Krakowie 248, w Gdańsku 202.
- Spółka nie emitowała w 2Q 2020 nowych obligacji.

w mln zł	2017	2018	2019	1Q 2019	1Q 2020
Przychody	865,8	1 055,0	720,2	234,5	185,8
Zysk brutto ze sprzedaży	247,6	283,5	170,7	66,1	37,9
Marża brutto ze sprzedaży	28,6%	26,9%	23,7%	28,2%	20,4%
Przychody segmentu dewelop.	855,6	1 046,9	713,4	232,7	183,8
EBIT segmentu dewelop.	216,3	255,6	142,6	58,4	28,2
Marża EBIT	25,3%	24,4%	20,0%	25,1%	15,4%
Zysk netto	179,7	206,6	115,7	45,3	22,4
Marża netto	20,8%	19,6%	16,1%	19,3%	12,0%
Kapitał własny	788,3	857,3	788,8	903,3	811,2
Zadłużenie finansowe	479,9	524,8	837,9	593,4	917,8
Kredyty i inne	91,8	84,4	190,3	159,5	269,0 ¹
Obligacje	388,2	440,5	647,7	433,9	648,7
% obligacji w zadłużeniu	80,9%	83,9%	77,3%	73,1%	70,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	129,9	29,2	14,2	26,6	56,4
Dług netto	350,0	495,6	823,7	566,8	861,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,0%	54,2%	67,3%	57,2%	68,6%
Dług netto/KW	44,4%	57,8%	104,4%	62,7%	106,2%

¹bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

DEVELIA

- W 1H 2020 r. Develia sprzedała 423 mieszkania w porównaniu z 618 przed rokiem, co oznacza 31,6% spadek r/r, z czego w 2Q 2020 r. 112 lokali (-61,0% r/r). Spółka informowała, że o ile klienci wracają na rynek, o tyle w dalszym ciągu wstrzymują się z zakupem mieszkania. Sprzedaż w kolejnych miesiącach 2Q 2020 r. kształtowała się następująco: -7 lokali w marcu, 40 mieszkań w maju, 79 mieszkań w czerwcu. Pod koniec stycznia deweloper informował, że zamierza w tym roku zakontraktować 2 000 – 2 200 lokali. Develia do dnia publikacji niniejszego raportu nie zrewidowała celu sprzedażowego, jednak jasne jest, że skutki pandemii będą mieć niekorzystny wpływ na poziom i dynamikę sprzedaży. Pozytywnym aspektem jest wysoka liczba umów rezerwacyjnych, która na koniec 2Q 2020 r. wyniosła 315 lokali, a więc najwięcej od przynajmniej 2017 roku.
- W pierwszej połowie bieżącego roku deweloper przekazał swoim klientom klucze od 482 mieszkań wobec 1 673 przed rokiem (-71,2% r/r), z czego w 2Q 2020 r. 61 lokali wobec 510 rok wcześniej (-88,0% r/r). W styczniu Develia informowała, że planuje w bieżącym roku wydać 1 000 – 1 100 lokali, zaś łącznie w latach 2020-2021 rozpoznać 2 900 – 3 100 mieszkań. Oznacza to, że wyniki 2020 r. będą gorsze od danych osiągniętych w 2019 r., co jest wynikiem słabej oferty Develii w latach 2018-2019 (deweloper posiadał znaczne problemy z otrzymaniem niezbędnych decyzji administracyjnych). Aktualnie, harmonogram przekazania na br. idzie lepiej niż spółka początkowo planowała.
- W 2019 r. deweloper na rozbudowę banku ziemi przeznaczył ok. 200 mln zł, w 1H 2020 r. ok. 42 mln zł. Powierzchnia działek zakupionych w 1H 2020 r. wynosi ok. 4,4 ha.
- Zgodnie z przekazem Zarządu celem dewelopera jest utrzymanie marży brutto w 2020 r. na poziomie ok. 30%. Zarząd spodziewa się, że w kolejnych okresach rentowność brutto spadnie do poziomu ok. 25%.
- Do dnia dzisiejszego Develia nie opublikowała jeszcze rekomendacji zarządu w przedmiocie podziału zysku netto osiągniętego w 2019 r.
- Na przestrzeni czterech ostatnich kwartałów Develia mocno się oddłużyła. Dług brutto na koniec 1Q 2020 r. wynosił 850,1 mln zł vs 1 268,3 mln zł rok wcześniej (-33,0% r/r). Dług netto spadł do 364,7 mln zł w stosunku do 775,1 mln zł rok wcześniej (-52,9% r/r).

DOM DEVELOPMENT

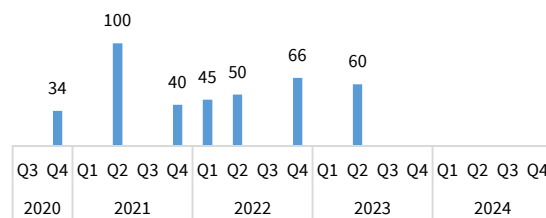
- W 2Q 2020 r. Grupa Dom Development znalazła nabywców na 816 lokali wobec 836 jednostek w analogicznym okresie ubiegłego roku, co oznacza zaledwie 2,4% spadek sprzedaży w ujęciu r/r. Tym samym w 1H 2020 r. deweloper zakontraktował 1 631 lokali w porównaniu z 1 762 przed rokiem (-7,4%).
- Deweloper w swoim raporcie bieżącym poinformował, że maj i czerwiec bieżącego roku był okresem widocznego odbudowania popytu, głównie na rynku warszawskim. W tym czasie Grupa rozpoczęła sprzedaż dwóch etapów Osiedla Głębocka i osiedla Żoliborz Artystyczny oraz wprowadziła do oferty inwestycję Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód i Osiedle Stacja Grochów. Oznacza to, że oferta wzrosła łącznie o 731 jednostek.
- W 2Q 2020 r. Grupa przekazała swoim klientom 692 lokale (+57,3% r/r), co było zgodne z planami dewelopera.
- Zarząd Spółki informuje, że z ostrożnym optymizmem spogląda w przyszłość. Deweloper deklaruje, że jest gotowy do wykorzystania pojawiających się na rynku okazji inwestycyjnych. Możemy jedynie spekulować, że Grupa może mieć na myśli akwizycje gruntów, jednak nie wykluczalibyśmy również potencjalnych procesów prowadzących do przejścia podmiotu z branży.
- W czerwcu 2020 r. Dom Development terminowo wykupił serię obligacji o wartości 100,0 mln zł. Uważamy, że deweloper posiada bardzo komfortową strukturę zapadalności długu, bowiem przyszłe płatności są mocno rozłożone w czasie, a ponadto dobrze skorelowane z harmonogramem planowanych przekazania. Przypominamy, że w 1Q 2020 r. deweloper musiał porzucić swoje plany w zakresie uplasowania kolejnej serii obligacji. Spodziewamy się, że na jesień 2020 r. Grupa powróci do planów emisyjnych.
- Warto odnotować, że w 1Q 2020 r. istotnie wzrosło zadłużenie Grupy z tytułu kredytów (+248,4 mln zł q/q). Uważamy, że pociągnięcie środków zostało spowodowane chęcią zabezpieczenia funduszy na realizację inwestycji w razie pojawienia się możliwych problemów związanych z COVID-19.
- W 1Q 2020 r. Grupa osiągnęła marżę brutto na sprzedaży na poziomie 29,5% względem 27,4% przed rokiem. Przypominamy, że spodziewana średnia wartość sprzedanego w bieżącym roku lokalu będzie oscylować na poziomie ok. 600 tys. zł w porównaniu z 563 tys. zł w 2019 r.

w mln zł	2017	2018	2019	1Q 2019	1Q 2020
Przychody	706,2	796,7	819,3	420,7	180,1
Przychody	562,5	649,0	678,3	385,1	156,5
Zysk brutto ze sprzedaży	162,0	201,2	225,3	138,6	58,8
Marża brutto ze sprz.	28,8%	31,0%	33,2%	36,0%	37,6%
Zysk netto	80,2	160,4	117,4	108,9	65,4
Marża netto	11,4%	20,1%	14,3%	25,9%	36,3%
Kapitał własny	1 448,4	1 497,8	1 492,1	1 603,6	1 566,8
Zadłużenie finansowe	1081,7	1214,5	1087,7	1268,3	850,1
Zadłużenie finansowe	444,9	485,5	462,7	487,8	399,0
Kredyty i inne	88,2	33,2	0,0	33,2	0,0
Obligacje	356,7	452,3	462,7	454,6	399,0
% obligacji w zadłużeniu	80,2%	93,2%	100,0%	93,2%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	163,3	259,9	242,7	333,1	249,2
Dług netto	281,6	225,7	220,0	154,7	149,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,1%	58,1%	53,5%	54,6%	48,6%
Dług netto/KW	51,7%	50,0%	50,1%	48,3%	23,3%

Wydzielony segment mieszkaniowy

* - zgodnie ze zmienionym MSSF 16 począwszy od 1Q 2019 r. prawo wieczystego użytkowania gruntu oraz umowy najmu zwiększają zobowiązania z tytułu leasingu. Grupa nie wydzieliła tego typu zobowiązań w związku z czym w całości począwszy od 1Q 2019 r. zwiększyły one zobowiązania finansowe

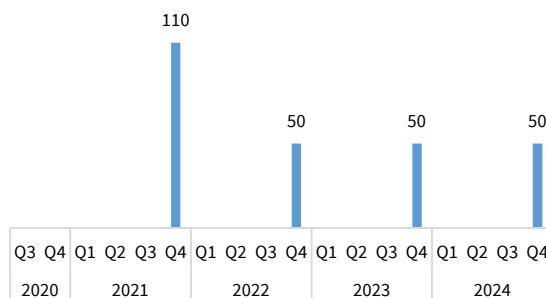
Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2017	2018	2019	1Q 2019	1Q 2020
Przychody	1404,7	1653,9	1661,7	528,2	314,1
Zysk brutto ze sprzedaży	385,7	455,1	500,1	145,0	92,7
Marża brutto ze sprz.	27,5%	27,5%	30,1%	27,4%	29,5%
Zysk netto	190,8	227,0	256,0	84,3	38,5
Marża netto	13,6%	13,7%	15,4%	16,0%	12,3%
Kapitał własny	1002,3	1046,5	1084,2	1134,5	1128,0
Zadłużenie finansowe	396,4	396,2	446,8	449,0	698,5
Kredyty i inne	85,0	85,0	85,5	135,0	333,9
Obligacje	311,4	311,2	361,3	314,0	364,6
% obligacji w zadłużeniu	78,6%	78,5%	80,9%	69,9%	52,2%
Gotówka	279,7	282,5	253,3	325,9	582,2
Dług netto	116,7	113,7	193,5	123,1	116,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	58,8%	63,4%	57,9%	67,2%
Dług netto/KW	11,6%	10,9%	17,8%	10,9%	10,3%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółtek

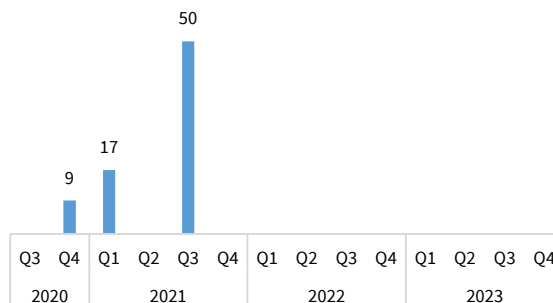
i2 DEVELOPMENT

- W 1Q 2020 r. deweloper sprzedał 96 mieszkań w stosunku do 18 sprzedanych lokali w 1Q 2019 r. Deweloper nie podał jeszcze danych za 1H 2020 r.
- W 1Q 2020 r. rozpoznano w przychodach 164 lokale w porównaniu do 163 lokali rozpoznanych w 1Q 2019 r. Najwięcej przekazanych miało miejsce w przypadku inwestycji „Awicenny” (etap II i III) – oba etapy uzyskały pozwolenie na użytkowanie w lutym 2020 r., a wg. stanu na koniec 1Q 2020 roku, rozpoznano 153 z 268 lokali w tej inwestycji.
- W lutym deweloper nabył grunt o powierzchni 0,58 ha za 7,66 mln zł. Przedmiotowy grunt znajduje się przy ul. Grabiszyńskiej we Wrocławiu oraz graniczy z jedną z nieruchomości Emitenta. Na obu nieruchomościach planowana jest realizacja inwestycji na ok. 280 lokali.
- Oferta na koniec 1Q 2020 wynosiła 568 lokali w stosunku do 316 lokali w analogicznym okresie roku ubiegłego.
- Marża brutto ze sprzedaży na działalności deweloperskiej wyniosła w 1Q 2020 r. 23,2%.
- Zysk netto w 1Q 2020 r. wyniósł 24,4 mln zł. Istotną częścią wspomnianej kwoty jest przychód finansowy w wysokości 16,6 mln zł (zysk ze zbycia inwestycji).
- Całość jednostkowego zysku za 2019 rok, w kwocie 5,6 mln zł, zgodnie z uchwałą ZWZA została przekazana na kapitał zapasowy.
- Dług netto na koniec 1Q 2020 r. wynosił 167,8 mln zł, z czego zadłużenie z tytułu obligacji 86,9 mln zł. W marcu 2020 r. doszło do emisji nowej serii J o wartości 20 mln zł z terminem wykupu w sierpniu 2021 r. Jednak w czerwcu, na skutek nieziszczenia się jednego z Warunków Emisji Obligacji, Spółka poinformowała o konieczności rozliczenia części obligacji tej serii, o wartości 3 mln zł. W 1H 2020 r. doszło również do serii przedterminowych skupów i umorzeń oraz wykupów obligacji serii C, E oraz I (łącznie ok. 40,3 mln zł). Jak podała Grupa w sprawozdaniu za 1Q 2020 r. na dzień 15 maja 2020 r. zobowiązania z tytułu obligacji wynosiły na ten dzień łącznie 72,6 mln zł. Dodatkowo zarząd w dniu 7 maja podjął uchwałę o dokonaniu skupu własnych obligacji serii F do kwoty 8,6 mln zł. Do dnia dzisiejszego nabyto obligacje o wartości ok. 0,6 mln zł.

w mln zł	2017	2018	2019	1Q 2019	1Q 2020
Przychody	78,8	95,5	139,8	7,0	60,6
Przychody	52,2	75,8	120,0	3,0	55,7
EBIT	14,7	-5,7	40,9	-1,2	11,4
Marża EBIT	28,2%	-7,6%	34,1%	-42,1%	20,5%
Zysk netto	10,8	29,0	-4,2	-3,8	24,4
Marża netto	13,7%	30,3%	-3,0%	-54,6%	40,4%
Kapitał własny	230,5	248,6	241,5	244,7	249,0
Zadłużenie finansowe	154,9	217,9	195,4	209,0	189,4
Kredyty i inne	89,0	92,9	95,5	83,9	102,5
Obligacje	65,9	125,0	99,8	125,1	86,9
% obligacji w zadłużeniu	42,6%	57,4%	51,1%	59,9%	45,9%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1,4	15,7	3,1	3,5	21,5
Dług netto	153,5	202,2	192,3	205,5	167,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	50,3%	56,7%	56,7%	58,4%	55,1%
Dług netto/KW	66,6%	81,4%	79,6%	84,0%	67,4%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



*7 maja Spółka nabyła obligacje serii I w kwocie 2,5 mln PLN celem umorzenia. W 1Q 2021 zapada zatem seria F (9,0 mln PLN) oraz seria I (5,0 mln PLN)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

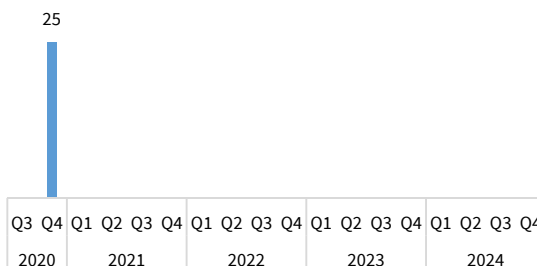
INPRO

- W 1H 2020 r. Grupa Inpro sprzedała 281 lokali, czyli o 22,8% mniej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku (364 mieszkań). W samym 2Q 2020 r. sprzedaż wyniosła 91 lokali w porównaniu do 178 lokali w 2Q 2019 r. Deweloper nie opublikował tegorocznego celu kontraktacji.
- Wg. spółki zainteresowanie mieszkaniami wróciło do poziomu sprzed epidemii. Ponadto, zakłada spadek cen mieszkań w krótkim okresie (bez podania wysokości spadku), lecz w perspektywie powyżej roku spodziewa się wzrostu o kilka procent r/r.
- W pierwszej połowie bieżącego roku deweloper przekazał swoim klientom 273 lokale w porównaniu z 173 jednostkami rok wcześniej. W samym 2Q 2020 r. Grupa przekazała 106 lokali wobec 121 rok wcześniej. W całym 2020 Grupa zamierza oddać do użytkowania ok. 900 mieszkań i domów, a przekazać nabywcom ok. 600-700 mieszkań.
- Oferta, wg informacji z czerwca wynosi ok. 650 lokali, a bank ziemi umożliwia realizację ok. 3500 lokali.
- W minionym kwartale Grupa nie informowała o wprowadzeniu do oferty nowych projektów.
- W 2Q 2020 r. deweloper poinformował o pozyskaniu łącznie 45 mln zł finansowania bankowego, z czego: kredyt obrotowy do kwoty 20,0 mln zł w Millennium (pierwszy etap osiedla mieszkaniowego Ostoja w Rumi), kredyt obrotowy do kwoty 10 mln zł z konsorcjum SGB Bank i BS w Tczewie (finansowanie i refinansowanie kosztów budowy biurowca w Gdańsku przy ul. Jesiennej), kredyt obrotowy do kwoty 15 mln zł (finansowanie majątku obrotowego i działalności bieżącej).
- W dniu 25.06.2020 ZWZA podjęto uchwałę o wypłacie ok. 6 mln zł w formie dywidendy, tj. 0,15 zł/akcję. Dzień dywidendy 3.08.2020, dzień wypłaty 17.08.2020.

w mln zł	2017	2018	2019	1Q 2019	1Q 2020
Przychody	202,9	259,0	270,5	28,0	77,8
Przychody	155,1	220,1	225,6	17,1	73,5
Zysk brutto ze sprzedaży	54,3	66,3	70,4	4,6	15,0
Marża brutto	35,0%	30,1%	31,2%	26,8%	20,5%
Zysk netto	27,1	35,3	36,1	-1,2	7,5
Marża netto	17,5%	16,0%	16,0%	-7,0%	10,1%
Zysk netto	30,3	40,9	43,5	0,5	9,0
Marża netto	14,9%	15,8%	16,1%	1,6%	11,6%
Kapitał własny	265,4	295,7	308,7	279,5	317,8
Zadłużenie finansowe	68,8	85,8	82,7	87,9	86,7
Kredyty i inne	68,8	60,9	57,7	62,7	61,5
Obligacje	0,0	24,8	25,0	25,2	25,2
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	28,9%	30,2%	28,7%	29,1%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	13,8	29,4	19,9	38,3	36,6
Dług netto	55,0	56,4	62,8	49,7	50,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	37,6%	45,6%	48,4%	42,2%	46,5%
Dług netto/KW	20,7%	19,1%	20,3%	17,8%	15,8%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

JHM DEVELOPMENT

- W 2Q 2020 r. JHM Development znalazł nabywców na 41 lokali względem 104 jednostek sprzedanych w analogicznym okresie roku poprzedniego (-60,6% r/r). Oznacza to, że w 1H bieżącego roku deweloper zakontraktował 121 mieszkań w porównaniu z 190 przed rokiem (-36,3% r/r). Przypominamy, że Spółka nie opublikowała tegorocznego celu sprzedażowego.
- W pierwszej połowie bieżącego roku JHM Development rozpoznał w przychodach 121 lokali, w tym 40 przekazania miało miejsce w 2Q 2020 r. wobec 39 jednostek w 2Q 2019 r.
- W 1Q 2020 r. JHM Development zrealizował marżę brutto z działalności w segmencie mieszkaniowym na poziomie 21,6%, co oznacza istotny spadek rentowności w porównaniu z 1Q 2019 r. (-5,9 p.p.). Spodziewamy się, że ze względu na COVID-19 marżowość w drugim kwartale bieżącego roku również będzie na poziomie niższym niż przed rokiem.
- Na koniec marca 2020 r. w ofercie dewelopera znajdowało się 751 lokali, w tym 222 stanowiły lokale już gotowe.
- 30 czerwca 2020 r. deweloper poinformował o przydziale obligacji serii C o łącznej wartości nominalnej równej 7,0 mln zł, o terminie wykupu przypadającym na dzień 30 grudnia 2023 r. Oprocentowanie obligacji jest zmienne, oparte o WIBOR 3M powiększone o marżę, która do tej pory nie została podana, jednak JHM Development zamierza ubiegać się o wprowadzenie obligacji na Catalyst, co będzie wiązało się z upublicznieniem marży.
- W przeciwieństwie do serii B, nowe obligacje nie są zabezpieczone. JHM Development informuje, że środki pozyskane w ramach serii C zostaną przeznaczone na realizację projektów deweloperskich, w tym zakup nowych gruntów. Pozyskany kapitał może zostać również wykorzystany na spłatę obligacji serii B. Można spodziewać się zatem, że w najbliższym czasie dojdzie do całościowego przedterminowego wykupu starszej serii obligacji.
- W naszej ocenie JHM Development posiada bezpieczną strukturę finansowania, która powinna umożliwić Spółce realizację w przyszłości kolejnych serii obligacji.

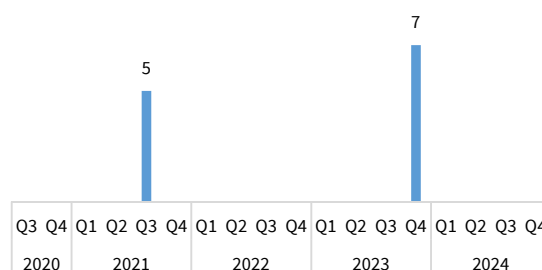
J.W. CONSTRUCTION

- W 2Q 2020 r. deweloper sprzedał 130 lokali wobec 208 rok wcześniej (-37,5% r/r) oraz rozpoznał w wyniku zaledwie 20 jednostek w porównaniu z 114 w analogicznym okresie roku poprzedniego (-82,5% r/r).
- W czerwcu 2020 r. deweloper poinformował o zawarciu dwóch umów kredytowych. Pierwsza z nich opiewa na kwotę 49,9 mln zł i ma zostać przeznaczona na finansowanie inwestycji Bliska Wola etap D. Finansowanie jest objęte gwarancją BGK w wysokości 39,9 mln zł (80% wysokości kredytu). Spłata kredytu nastąpi w 3 równych ratach (16,6 mln zł) - płatności będą miały miejsce w październiku, listopadzie i grudniu 2021 r.
- Drugi kredyt o wartości 33,0 mln zł ma zostać przeznaczony na finansowanie bieżącej działalności Spółki. Umowa również jest objęta gwarancją BGK (80% wysokości kredytu). Ostateczny termin spłaty kredytu ustalono na czerwiec 2022 r. Należy mieć na uwadze, że zgodnie z warunkami gwarancji BGK pozyskane w ramach kredytów środki nie będą mogły zostać przeznaczone przez dewelopera na regulowanie zobowiązań finansowych.
- Przypominamy, że w 2Q 2020 r. deweloper podjął szereg działań w celu reorganizacji zadłużenia obligacyjnego. Tym samym J.W. Construction rozłożyło na 7 rat spłatę serii JWC0522 (35,0 mln zł) oraz na 6 rat spłatę serii JWC10522 (42,3 mln zł). Przesunięcie terminu wykupu wymienionych serii oraz rozłożenie spłaty na transze warunkowało ustanowieniem zabezpieczenia w formie hipoteki oraz podniesieniem marży odsetkowej z 3% do 5%.
- Dodatkowo w maju 2020 r. deweloper przesunął termin wykupu obligacji serii JWX0115 (51,5 mln zł) z 24 kwietnia 2021 r. na 25 listopada 2022 r., co również skutkowało m.in. podniesieniem marży odsetkowej do 5%.
- W czerwcu spółka zależna dewelopera Wielkopole 12/21 (nie podlegająca konsolidacji) nabyła w transakcji pozagiełdowej obligacje serii JWC0522 o wartości 3,5 mln zł oraz 3,4 mln zł serii JW10522.
- Również w czerwcu 2020 r. J.W. Construction poinformował o podpisaniu warunkowej umowy przedwstępnej sprzedaży dwóch nieruchomości w Szczecinie za kwotę 27,8 mln zł netto. Warunkiem zawarcia umowy ostatecznej jest pozytywny wynik audytu nieruchomości w zakresie możliwości realizacji na sprzedawanych działkach projektu magazynowego. Umowa ostateczna ma zostać zawarta do 30 października 2020 r.

w mln zł	2017	2018	2019	1Q 2019	1Q 2020
Przychody	137,9	143,2	139,4	25,1	33,6
Przychody	95,8	97,8	92,7	13,6	23,6
Zysk brutto ze sprzedaży	16,5	18,8	18,6	3,7	5,1
Marża brutto	17,2%	19,2%	20,1%	27,5%	21,6%
Zysk netto	6,5	10,1	8,7	1,7	2,2
Marża netto	6,8%	10,4%	9,4%	12,7%	9,2%
Zysk netto	16,8	17,4	17,9	3,1	2,8
Marża netto	12,2%	12,2%	12,9%	12,5%	8,3%
Kapitał własny	333,8	349,2	367,1	352,3	369,8
Zadłużenie finansowe	55,2	65,8	65,0	63,2	67,6
Kredyty i inne	55,2	55,2	57,9	52,7	61,9
Obligacje	0,0	10,6	7,0	10,5	5,7
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	16,1%	10,8%	16,6%	8,4%
Gotówka	11,7	7,7	5,3	3,6	4,5
Dług netto	43,5	58,2	59,7	59,5	63,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	26,5%	26,4%	28,1%	26,9%	29,5%
Dług netto/KW	13,0%	16,7%	16,3%	16,9%	17,1%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)

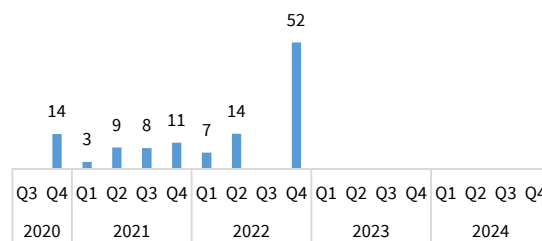


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2017	2018	2019	1Q 2019	1Q 2020
Przychody	404,2	404,1	605,3	101,3	45,6
Przychody	337,7	319,5	500,2	78,0	23,7
Zysk brutto ze sprzedaży	87,9	71,1	129,1	20,4	6,4
Marża brutto ze sprzedaży	26,0%	22,2%	25,8%	26,1%	26,8%
Zysk ze sprzed. (dew.)	50,0	30,0	85,4	9,5	-3,5
Marża zysku ze sprz.	14,8%	9,4%	17,1%	12,2%	-14,7%
Zysk netto	24,8	27,8	60,5	5,1	-5,5
Marża netto	7,4%	8,7%	12,1%	6,6%	-23,4%
Zysk netto	25,9	16,5	63,4	6,8	-4,6
Marża netto	6,4%	4,1%	10,5%	6,7%	-10,0%
Kapitał własny	678,2	693,7	727,9	701,1	725,0
Zadłużenie finansowe	427,4	351,8	380,8	363,2	388,4
Kredyty i inne	207,5	147,0	248,0	157,7	254,8
Obligacje	219,9	204,7	132,8	205,5	133,6
% obligacji w zadłużeniu	51,4%	58,2%	34,9%	56,6%	34,4%
Gotówka	174,3	122,5	108,5	121,1	100,1
Dług netto	253,1	229,3	272,3	242,1	288,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	59,9%	61,4%	56,4%	61,8%	58,1%
Dług netto/KW	37,3%	33,1%	37,4%	34,5%	39,8%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

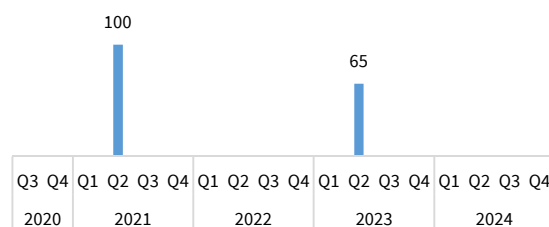
LOKUM DEWELOPER

- W 2Q 2020 r. Grupa Lokum Deweloper sprzedała 41 lokali w porównaniu z 82 jednostkami w analogicznym okresie poprzedniego roku (-50,0% r/r). Oznacza to, że w 1H bieżącego roku deweloper znalazł nabywców na 88 lokali. Harmonogram projektów Grupy wskazuje, że lepsza pod względem kontraktacji będzie druga połowa roku.
- W drugim kwartale 2020 r. deweloper rozpoznał w wyniku 14 lokali, tym samym w 1H 2020 r. przekazał swoim klientom łącznie 267 jednostek wobec 498 przed rokiem (-46,4% r/r). Potencjał tegorocznych rozpoznania Grupy na dzień 31 marca 2020 r. wynosił 525 lokali (519 we Wrocławiu oraz zaledwie 6 w Krakowie). Należy spodziewać się zatem, że tegoroczne wyniki finansowe Grupy Lokum Deweloper będą niższe od ubiegłorocznych.
- Na koniec 2Q 2020 r. oferta Grupy na rynku wrocławskim i krakowskim obejmowała 1 030 lokali. Na dzień 30 czerwca 2020 r. deweloper posiadał w realizacji 998 lokali.
- W maju 2020 r. deweloper poinformował o zawarciu dwóch umów kredytowych przez spółkę zależną z przeznaczeniem na finansowanie oraz refinansowanie nakładów związanych z realizacją I i II etapu Lokum Monte. Na realizację I etapu Grupa otrzymała finansowanie w kwocie 15,7 mln zł do grudnia 2023 r., zaś w przypadku II etapu kwota kredytu wynosi 23,0 mln zł, które deweloper będzie zobowiązany spłacić do czerwca 2022 r.
- Również w maju Rada Nadzorcza Spółki pozytywnie zaopiniowała wniosek Zarządu o przeznaczeniu zysku wypracowanego przez Spółkę w 2019 r. (39,5 mln zł) na kapitał zapasowy dewelopera. Naszym zdaniem niska sprzedaż w 2019 r. oraz spodziewana słaba kontraktacja w bieżącym roku mogą stanowić silne argumenty do odstąpienia dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami również w 2020 r.
- Podczas konferencji wynikowej Grupy Zarząd dewelopera zasygnalizował, że na koniec 2020 r. dług netto Grupy może oscylować wokół poziomu ok. 160 mln zł. Oznacza to znaczące zwiększenie zadłużenia, które jednak w zestawieniu z wysokim poziomem kapitału własnego Grupy pozostanie na wciąż bardzo bezpiecznych poziomach.

w mln zł	2017	2018	2019	1Q 2019	1Q 2020
Przychody	221,2	322,4	285,9	71,2	97,7
Zysk brutto ze sprz.	88,2	115,2	99,0	30,9	34,4
Marża brutto ze sprz.	39,9%	35,7%	34,6%	43,5%	35,1%
Zysk ze sprz.	67,8	96,6	81,1	26,5	29,6
Marża zysku ze sprz.	30,6%	29,9%	28,4%	37,2%	30,3%
Zysk netto	76,6	73,0	62,2	20,2	23,2
Marża netto	34,6%	22,6%	21,8%	28,4%	23,7%
Kapitał własny	297,3	349,6	367,3	367,2	390,5
Zadłużenie finansowe	174,8	175,3	164,4	101,2	166,2
Kredyty i inne	0,7	0,5	0,0 ¹	0,5	0,0 ¹
Obligacje	174,1	174,7	164,4	100,7	166,2
% obligacji w zadłużeniu	99,6%	99,7%	100,0%	99,5%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	135,0	140,5	121,3	117,2	98,8
Dług netto	39,8	34,8	43,1	-16,1	67,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	47,9%	51,9%	49,2%	46,0%	39,7%

¹bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

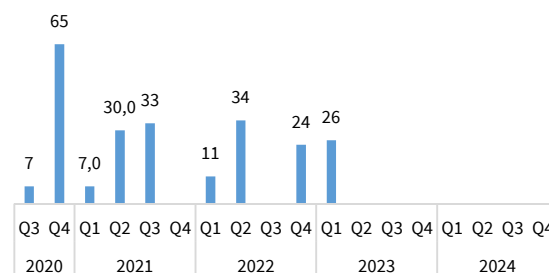
MARVIPOL DEVELOPMENT

- W 2Q 2020 r. Marvipol sprzedał 112 lokali w porównaniu z 225 w analogicznym okresie poprzedniego roku (-50,2% r/r). Oznacza to, że w 1H 2020 r. deweloper znalazł nabywców na 224 jednostki wobec 527 przed rokiem (-57,5% r/r).
- Zarząd dewelopera podczas konferencji wynikowej za 1Q 2020 r. poinformował, że w bieżącym roku Marvipol Development zamierza sprzedać ok. 700 lokali, dodając, że planowany wolumen kontraktacji ze względu na COVID-19 został zrewidowany względem pierwotnych założeń o ok. 40%.
- W drugim kwartale bieżącego roku deweloper przekazał swoim klientom klucze od zaledwie 19 lokali. Niski odczyt jest jednak zgodny z oczekiwaniami dewelopera, który w 1H 2020 r. rozpoznał w wyniku łącznie 91 jednostek (-53,1% r/r). Zgodnie z deklaracjami Zarządu, znacznie lepiej pod względem przekazania ma wyglądać druga połowa roku, bowiem Marvipol Development spodziewa się, że w bieżącym roku wyda swoim klientom podobną ilość lokali co w 2019 r., w którym przekazał 777 lokali.
- Deweloper posiada w naszej ocenie dość wymagającą strukturę zapadalności zobowiązań finansowych, bowiem w bieżącym roku Marvipol Development będzie zobowiązany do wykupu obligacji o łącznej wartości nominalnej równej 72,2 mln zł, zaś w 1H 2021 r. kolejnych 37,0 mln zł. Dodatkowo według stanu na dzień 31 marca 2020 r. w przyszłym roku zapadają również kredyty dewelopera na kwotę 109,9 mln zł.
- Marvipol Development komunikuje, że zamierza dalej pozyskiwać kapitał poprzez emisje obligacji korporacyjnych. Spodziewamy się zatem, że w obliczu zbliżających się wykupów, deweloper będzie dążyć do zrefinansowania zadłużenia, co naszym zdaniem może być jednak dość trudnym zadaniem.
- Sądymy jednak, że Marvipol Development nie powinien mieć problemów z obsługą zadłużenia przy wykorzystaniu własnych środków, bowiem saldo środków pieniężnych dewelopera na koniec 1Q 2020 r. wynosiło wysokie 256,9 mln zł (bez uwzględnienia środków o ograniczonej możliwości dysponowania). Zarząd dewelopera informuje, że Spółka musi odłożyć w czasie plany związane z wypłatą dywidendy.
- Marvipol Development podtrzymuje swoje stanowisko w zakresie potencjalnych akwizycji projektów deweloperskich, o czym informowaliśmy w poprzedniej edycji naszego raportu. Zarząd dewelopera informuje, że rozmowy w zakresie potencjalnych przejęć są w toku.

w mln zł	2017	2018	2019	1Q 2019	1Q 2020
Przychody	185,7	266,1	290,8	53,5	40,1
Zysk brutto ze sprzedaży	38,1	62,1	67,0	15,3	12,1
Marża brutto ze sprz.	20,5%	23,3%	23,0%	28,5%	30,2%
Zysk netto	23,0	27,3	24,2	6,6	4,5
Marża netto	12,4%	10,3%	8,3%	11,9%	11,3%
Kapitał własny	219,5	178,8	233,0	193,3	329,0
Zadłużenie finansowe	316,6	341,5	380,3	351,8	393,4
Kredyty i inne	68,8	57,3	168,7	80,0	143,7
Obligacje	247,7	284,2	211,6	271,8	249,7
% obligacji w zadłużeniu	78,3%	83,2%	55,6%	77,3%	63,5%
Gotówka	191,2	105,3	97,7	128,0	256,9
Dług netto	125,4	236,2	282,6	223,8	136,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	70,0%	75,7%	76,1%	76,2%	71,5%
Dług netto/KW	57,1%	132,1%	121,3%	115,8%	41,5%

¹Wydzielony segment deweloperski

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

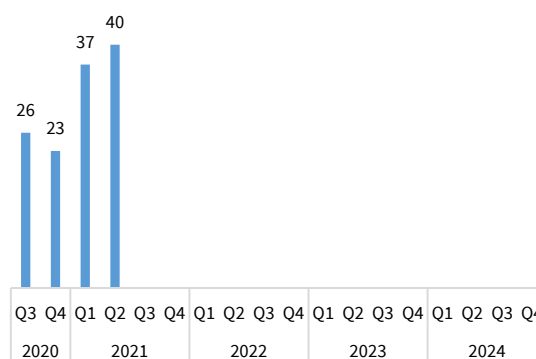
POLNORD

- W 1H 2020 r. Polnord sprzedał 99 lokali po uwzględnieniu 54 anulacji (dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy) wobec 89 jednostek w analogicznym okresie poprzedniego roku (+11,2% r/r). Dodatkowo deweloper informuje, że od przyszłego okresu nie będzie podawać w podobne formie danych dotyczących sprzedaży.
- Do dnia publikacji niniejszego raportu deweloper nie opublikował informacji dotyczącej wolumenu przekazanych w 2Q 2020 r. lokali.
- W pierwszym kwartale bieżącego roku Polnord przekazał 220 mieszkań w porównaniu z 64 lokalami w analogicznym okresie roku poprzedniego.
- Pod koniec czerwca 2020 r. Polnord poinformował o dokonaniu odpisu aktualizującego wartości nieruchomości na łączne kwotę 55,1 mln zł oraz o odwołaniu odpisu jednej z nieruchomości w kwocie 2,9 mln zł. Finalnie oznacza to obniżenie kapitałów własnych dewelopera o kwotę 52,2 mln zł. Zgodnie z doniesieniami prasowymi, wartość odpisów jest niższa niż przewidywano w Cordii przed transakcją.
- W lipcu doszło do zmian w Zarządzie oraz Radzie Nadzorczej Polnord. Zatrudnienie nowych menedżerów jest konsekwencją pojawienia się w akcjonariacie dewelopera węgierskiej Cordii, o czym szczegółowo informowaliśmy w poprzedniej edycji raportu.
- Polnord 29 czerwca 2020 r. otrzymał informację o ustaleniu kwoty odszkodowania za wygasłe prawo użytkowania wieczystego działek na Wilanowie przyjętych pod drogi publiczne. Tym samym kasa Spółki może zostać zasilona dwoma wpłatami z tytułu odszkodowania na kwotę 34,7 mln zł i 14,8 mln zł. Warto odnotować, że obie decyzje nie są jeszcze ostateczne, a zatem można złożyć od nich odwołanie.
- W 2Q 2020 r. deweloper dokonał terminowego wykupu dwóch serii obligacji: NS8 (5,2 mln zł) oraz NS9 (5,2 mln zł). Struktura zapadalności Polnord wciąż pozostaje wymagająca, jednak biorąc pod uwagę silnego inwestora w postaci Cordii nie spodziewamy się problemów ze spłatą zobowiązań.
- Pytaniem otwartym pozostaje dalsza obecność Polnord zarówno na giełdzie, jak i na rynku Catalyst. Nie wykluczamy scenariusza, w którym wraz z ostatnim wykupem obligacji, Spółka rozpocznie proces delistingu.

w mln PLN	2017	2018	2019
Przychody	293,6	307,6	147,5
Przychody	275,0	291,3	140,2
Zysk brutto ze sprzedaży	34,4	33,9	15,9
Marża brutto	12,5%	11,6%	11,3%
Zysk netto	3,3	-86,2	-138,1
Marża netto	1,1%	-28,0%	-93,6%
Kapitał własny	592,8	519,2	348,4
Zadłużenie finansowe	418,3	330,7	209,3
Kredyty i inne	131,9	76,3	30,2
Obligacje	286,4	254,4	179,1
% obligacji w zadłużeniu	68,5%	76,9%	85,6%
Srodki pieniężne	337,4	287,2	19,3
Dług netto	56,3%	55,4%	190,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,9%	55,3%	65,3%
Dług netto/KW	293,6	307,6	54,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



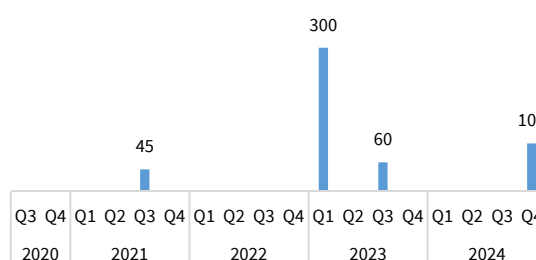
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ROBYG

- W 1H 2020 r. Grupa Robyng osiągnęła kontraktację na poziomie 795 lokali w porównaniu z 1077 jednostkami w 1H 2019 r. (-26,2% r/r), z czego w samym 2Q 2020 r. sprzedano 207 jednostek w porównaniu do 459 lokali w analogicznym okresie roku ubiegłego (-54,9% r/r). Grupa nie publikowała celu sprzedażowego na br. jednak poinformowała, że w samym 2Q 2020 r. najwyższa sprzedaż notowana była w czerwcu.
- W pierwszej połowie 2020 r. Robyng przekazał 697 lokali wobec 1088 jednostek w analogicznym okresie roku poprzedniego, co wskazuje na 35,9% spadek w ujęciu r/r. W samym 2Q 2020 r. uzna w przychodach 273 lokale w stosunku do 605 w 2Q 2019 r. (-54,9% r/r). Deweloper planuje w bieżącym roku przekazać swoim klientom ok. 3 000 mieszkań.
- Grupa poinformowała, że obecny stan oferty wynosi ponad 1 500 jednostek mieszkalnych, a w budowie ma obecnie ponad 5 000 lokali.
- Od stycznia 2019 r. do marca 2020 r. deweloper mocno rozbudował swój bank ziemi, przeznaczając w tym czasie na nabycie nowych gruntów ok. 359 mln PLN, w tym 165 mln PLN na działki na terenie Warszawy i Gdańska (potencjał budowy ok. 127,8 tys. mkw. powierzchni użytkowej) oraz 194 mln PLN na grunty we Wrocławiu i Poznaniu (potencjał budowy ok. 243,0 tys. mkw. powierzchni użytkowej). Po 1Q 2020 r. deweloper posiadał bank ziemi umożliwiający wybudowanie ok. 17,5 tys. lokali.
- Na początku maja 2020 r. Grupa Robyng poinformowała o sfinalizowaniu umowy nabycia Wrocławskiego Przedsiębiorstwa Budowlanego – podmiotu prowadzącego działalność deweloperską na terenie Wrocławia. Robyng informuje, że przejęcie zwiększy potencjał sprzedażowy Grupy we Wrocławiu o 800 lokali. Kwota transakcji nie została upubliczniona.
- Grupa Robyng posiada wysoce komfortową strukturę zapadalności obligacji. Należy zwrócić uwagę na bardzo mocną pozycję gotówkową dewelopera, co w połączeniu ze wsparciem strategicznego inwestora w postaci Bricks Acquisitions Limited (podmiot z grupy Goldman Sachs) sprawia, że Grupa powinna być spokojna o swoją sytuację płynnościową. Dodatkowo, ZWZA zdecydowało o przeznaczaniu całości zysku za 2019 rok w kwocie 131,3 mln PLN (jednostkowy) na kapitał zapasowy.

w mln PLN	2017	2018	2019
Przychody	737,9	1034,5	1115,2
Zysk brutto ze sprz.	195,2	266,8	275,4
Marża brutto ze sprz.	26,5%	25,8%	24,7%
EBIT	173,8	224,0	239,4
Marża EBIT	23,6%	21,7%	21,5%
Zysk netto	135,5	181,5	202,1
Marża netto	18,4%	17,5%	18,1%
Kapitał własny	694,8	705,0	777,2
Zadłużenie finansowe	726,7	721,9	706,0
Kredyty i inne	338,7	313,1	197,1
Obligacje	388,0	408,8	508,9
% obligacji w zadłużeniu	53,4%	56,6%	72,1%
Srodki pieniężne	350,9	285,8	374,0
Dług netto	375,8	436,1	331,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	65,1%	69,5%	65,5%
Dług netto/KW	54,1%	61,9%	42,7%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

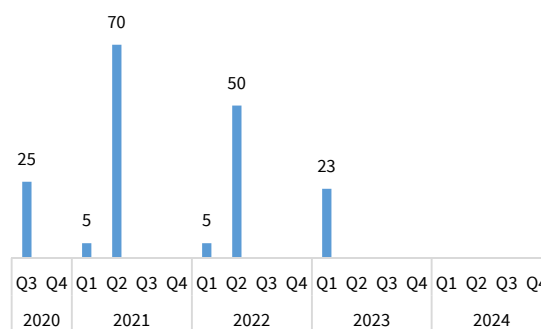
RONSON

- W 1H 2020 r. Ronson sprzedał 427 lokali w stosunku do 346 sprzedanych lokali w analogicznym okresie roku poprzedniego, a więc kontraktacja wzrosła w ujęciu r/r o 23,4%. Dostyc wysoki poziom sprzedaży jest efektem niskiej bazy roku poprzedniego (deweloper od kilku kwartałów odbudowuje ofertę). W samym 2Q 2020 r. spółka znalazła nabywców na 149 lokali w porównaniu do 173 lokali rok wcześniej (-13,9% r/r).
- Na początku roku Grupa planowała sprzedaż w br. na ponad 950 lokali. Pod koniec kwietnia Grupa poinformowała jednak, że w kwietniu zanotowała istotny spadek sprzedaży związany z pandemią Covid-19. Wraz z komunikatem nt. sprzedaży w 2Q 2020 r. Ronson poinformował, że wolumeny sprzedaży wróciły do poziomów nieodbiegających osiągniętych przed epidemią.
- W 1H 2020 r. Grupa przekazała 603 mieszkania (+38,9%) w stosunku do 434 lokali przekazanych w 1H 2019 r, w samym 2Q 2020 r. Ronson przekazał 216 lokali w stosunku do 289 rok wcześniej (-25,3% r/r). Plan przekazań na 2020 r. to 950 lokali. Deweloper poinformował, że wszystkie budowy realizowane są zgodnie z harmonogramem.
- ZWZA emitenta pod koniec czerwca podjęło uchwałę o wypłacie dywidendy z zysku za 2019 rok. Na początku czerwca zarząd rekomendował pozostawienie całości zysku w spółce. Kwota dywidendy wyniesie ok. 9,84 mln zł.
- Na chwilę obecną plany spółki obejmują rozpoczęcie budowy ponad 650 lokali w 2020 roku, z czego w 1Q 2020 r. rozpoczęto realizację projektu na 251 lokali. Spółka poinformowała także, że terminy nowych inwestycji będą dostosowywane do bieżących warunków rynkowych.
- Bank ziemi dewelopera na koniec 1Q 2020 r. pozwalał na wybudowanie 3,98 tys. lokali o 256 tys. mkw. PUM w Warszawie, Wrocławiu, Szczecinie i Poznaniu. Największą wagę w banku ziemi miała Warszawa (2 762 lokali) oraz Szczecin (714 lokali).
- Na początku kwietnia deweloper poinformował o zrealizowaniu ostatniej tj. trzeciej opcji kupna skutkującej nabyciem udziałów w spółce posiadającej nieruchomości w ramach projektu Nova Królikarnia. W dniu 9 kwietnia doszło do uiszczenia zapłaty z tytułu ostatniej raty drugiej z opcji kupna w wysokości 22 mln zł, jak również całość trzeciej opcji kupna w wysokości 9,9 mln zł. Na początku kwietnia deweloper nabył również za 3 mln zł (882 zł/PUM) grunt w Poznaniu pod budowę ok. 80 mieszkań.

w mln zł	2017	2018	2019	1Q 2019	1Q 2020
Przychody	231,7	294,1	232,6	66,0	167,2
Przychody	224,4	291,8	223,5	58,7	167,0
Zysk brutto ze sprz.	31,9	43,4	41,5	4,5	45,6
Marża zysku ze sprz.	14,2%	14,9%	18,6%	7,7%	27,3%
Zysk brutto ze sprz.	38,1	45,7	44,3	11,8	45,8
Marża brutto ze sprz.	16,4%	15,5%	19,1%	17,9%	27,4%
Kapitał własny	342,0	343,5	350,5	346,9	379,8
Zadłużenie finansowe	211,2	243,2	200,8	250,2	188,2
Kredyty i inne	13,9	37,7	12,9	21,4	9,4
Obligacje	197,3	205,5	188,0	228,9	178,8
% obligacji w zadłużeniu	93,4%	84,5%	93,6%	91,5%	95,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	50,8	68,5	91,8	107,2	100,7
Dług netto	160,5	174,7	109,1	143,0	87,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	51,5%	57,3%	62,8%	59,9%	56,7%
Dług netto/KW	46,9%	50,9%	31,1%	41,2%	23,0%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

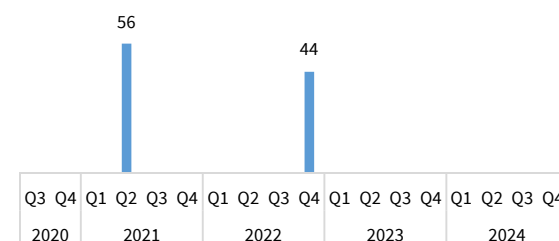
VANTAGE DEVELOPMENT

- Ze względu na utratę statusu spółki publicznej oraz zmianę podstawowego profilu działalności (ze sprzedaży na najem mieszkań), Zarząd Spółki zdecydował o zaprzestaniu publikacji informacji o wolumenie sprzedanych i przekazanych mieszkań w formie raportów bieżących.
- Przypominamy, że 13 stycznia 2020 r. 100% akcji Spółki znalazło się w posiadaniu TAG Beteiligungs- und Immobilienverwaltungs GmbH, który odsprzedał poprzednim właścicielom komercyjną część biznesu.
- Przypominamy również, że w efekcie zmiany właściciela Grupa zmieniła strategię. W poprzednich komunikatach deweloper informował, że zamierza m.in: i) sprzedawać rocznie ok. 500 lokali; ii) w ciągu 5 lat do oferty wprowadzić 10 000 lokali na wynajem w różnych miastach Polski.
- W maju 2020 r. Zarząd dewelopera opublikował prognozy wyników finansowych na 2020 r. zgodnie z którymi Grupa spodziewa się:
 - skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży na poziomie 360 – 380 mln zł
 - skonsolidowanego EBIT na poziomie 60 – 65 mln zł
 - zysku netto przypadającym akcjonariuszowi dominującemu na poziomie 40 – 45 mln zł
- 18 czerwca spółka zależna Grupy – Port Popowice – zawarła umowę kredytową. Pozyskane w ten sposób środki zostaną przeznaczone na finansowanie i refinansowanie kosztów realizacji inwestycji Port Popowice Etap II we Wrocławiu. Maksymalna łączna kwota udzielonego finansowania wynosi ok. 114,2 mln zł, z czego ok. 102,5 mln zł przypada na kredyt budowlany, ok. 11,7 mln na kredyt odnawialny na sfinansowanie podatku VAT.
- Deweloper posiada komfortową strukturę zapadalności długu, posiadając dwie aktywne serie obligacji o dość odległym terminie wykupu. Nie spodziewamy się, aby w najbliższym czasie Vantage Development dążyło do uplasowania nowej serii obligacji.

w mln zł ¹	2017	2018	2019	1Q 2019	1Q 2020
Przychody	274,9	467,7	361,8	10,8	52,4
Zysk brutto ze sprz.	49,5	107,0	80,0	1,6	11,3
Marża brutto ze sprz.	18,0%	22,9%	22,1%	14,8%	21,5%
Zysk ze sprz.	33,3	91,2	60,9	-2,1	5,5
Marża zysku ze sprz.	12,1%	19,5%	16,8%	-18,9%	10,6%
Zysk netto	27,5	73,7	49,5	-1,6	4,7
Marża netto	10,0%	15,8%	13,7%	-14,6%	9,0%
Zadłużenie finansowe	210,5	195,9	206,3	201,2	137,1
Kredyty i inne	77,3	52,0	35,9	55,9	25,8
Obligacje	133,2	143,9	169,7	145,0	110,5
% obligacji w zadłużeniu	63,3%	73,5%	82,2%	72,0%	80,6%
Gotówka	68,1	95,7	106,4	40,7	214,9
Dług netto	142,4	100,2	99,9	160,6	-77,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	65,1%	64,5%	49,1%	68,1%	27,5%
Dług netto/KW	69,9%	56,9%	26,3%	92,2%	-17,1%

¹ Wyniki segmentu mieszkaniowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

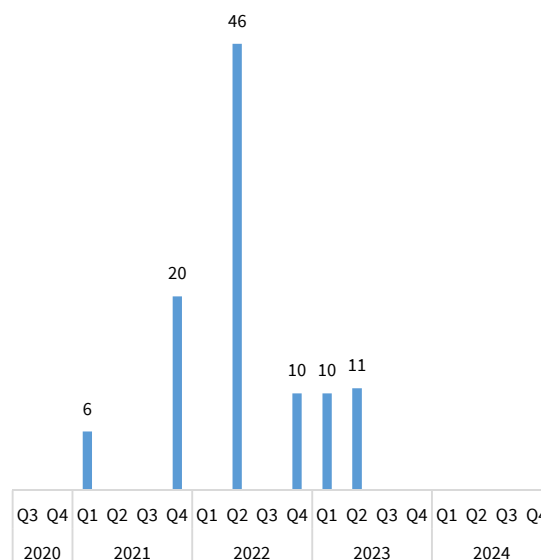
Victoria Dom

- Zgodnie z majowym komunikatem Zarząd spółki Victoria Dom podjął decyzję o nie publikowaniu raportu skonsolidowanego rocznego za 2019 rok ze względu na brak istotnych zdarzeń w Grupie Kapitałowej wpływających na wyniki finansowe. Dodatkowo deweloper nie publikuje sprawozdań finansowych za 1Q i 3Q roku.
- W 2Q 2020 r. Victoria Dom znalazła nabywców na 255 lokali w porównaniu z 380 jednostkami w analogicznym okresie roku poprzedniego (-32,9% r/r). Zarząd dewelopera komunikuje, że osiągnięta kontraktacja jest powyżej przyjętych przez Spółkę założeń zweryfikowanych w reakcji na rozwój pandemii COVID-19. W 1H 2020 r. deweloper sprzedał 848 jednostek wobec 745 lokali rok wcześniej (+13,8% r/r).
- Deweloper spodziewa się, że w przyszłym roku powróci do dynamicznego tempa zwiększania skali działalności, do którego przyzwyczaił nas w poprzednich kwartałach. Dodatkowo Victoria Dom informuje, że w 3 i 4Q planuje wprowadzenie kilku nowych inwestycji na terenie Warszawy (Ochota, Białołęka, Ursus). W bieżącym roku rozpocznie się również realizacja pierwszego projektu w Krakowie.
Z prezentacji emisyjnej dewelopera wynika, że Spółka na koniec maja 2020 r.:
 - prowadziła budowę lub sprzedaż lokali w 18 etapach w 8 lokalizacjach, liczących blisko 2 300 lokali
 - posiadała potencjał do uruchomienia i zakończenia budowy ponad 500 lokali w 2021 r. oraz ponad 2 550 w 2022 r.
 - realizowała 11 projektów deweloperskich do ukończenia w 2020 r. Szacowane przychody ze sprzedaży wszystkich mieszkań do ukończenia w 2020 r. wynosiły ponad 479 mln zł
 - realizowała 7 projektów deweloperskich do ukończenia w 2021 r. Szacowane przychody ze sprzedaży wszystkich mieszkań do ukończenia w 2021 r. wynosiły prawie 391 mln zł.
- W maju 2020 r. Victoria Dom pozyskała 10,5 mln zł w ramach emisji niezabezpieczonych obligacji serii N. Trzyletnie papiery, oprocentowane na 7,0% w skali roku spotkały się z zainteresowaniem 73 inwestorów. Cała oferta opiewała na 20,0 mln zł, także deweloper kolejny raz nie zdołał uzyskać pełnej subskrypcji.
- W czerwcu 2020 r. Spółka poinformowała o zmianie warunków emisji obligacji serii F (20,0 mln zł). W wyniku rozmów z inwestorami Victoria Dom dokonała przedterminowego częściowego wykupu na kwotę 10,0 mln zł, z kolei płatność pozostałych 10,0 mln zł została przesunięta z marca 2021 r. na marzec 2023 r.
- Do 17 lipca 2020 r. trwa publiczna oferta obligacji Spółki serii O. Deweloper planuje poprzez serię O pozyskać do 11,0 mln zł, oferując inwestorom stałe oprocentowanie w wysokości 6,65%, co oznacza spadek kuponu względem serii N o 0,35%. Termin wykupu obligacji przypadają będzie na 21 lipca 2023 r.

w mln PLN	2017	2018	2019 ¹
Przychody	219,1	237,5	439,3
Zysk brutto ze sprzedaży	72,2	79,1	145,0
Marża brutto ze sprz.	33,0%	33,3%	33,0%
Zysk netto	38,1	45,0	87,9
Marża netto	17,4%	18,9%	20,0%
Kapitał własny	107,2	141,6	218,4
Zadłużenie finansowe	107,9	112,1	149,8
Kredyty i inne	10,9	9,9	28,1
Obligacje	97,1	102,2	121,7
% obligacji w zadłużeniu	89,9%	91,2%	81,3%
Środki pieniężne	24,3	28,2	84,2
Dług netto	83,6	83,9	65,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	66,5%	66,2%	64,5%
Dług netto/KW	78,0%	59,2%	30,0%

¹ Dane jednostkowe

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Słownik pojęć

- Catalyst – rynek obligacyjny prowadzony przez GPW SA oraz Bondspot SA
- MIFID II (*Markets in Financial Instruments Directive*) – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady
- Outstanding – wartość obligacji pozostających do wykupu
- Przekazania – lokale, które zostały oddane do użytkowania nabywcom (przeniesienie własności)
- PUM – powierzchnia użytkowa mieszkalna
- Umowy przedwstępne i deweloperskie – umowy, które zobowiązują do zawarcia w przyszłości umowy przeniesienia własności lokalu
- Tenor – okres czasu liczony od dnia emisji obligacji do dnia, w którym emitent zobowiązany jest terminowo wykupić te obligacje
- Warunki emisji - dokument stanowiący warunki emisji obligacji w rozumieniu art. 5 Ustawy o Obligacjach
- WIBOR (Warsaw Interbank Offer Rate) – referencyjna wysokość oprocentowania kredytów na polskim rynku międzybankowym
- WIBOR 3M – Oznacza stopę procentową dla depozytów w PLN o długości 3 miesięcy
- WIBOR 6M – Oznacza stopę procentową dla depozytów w PLN o długości 6 miesięcy

Przyjęta w raporcie metodologia

- Naszą analizą objętych zostało 15 deweloperów mieszkaniowych, posiadających obligacje wprowadzone na Catalyst
- Dług finansowy = zobowiązania z tyt. kredytów + zobowiązania z tyt. wyemitowanych obligacji + inne zobowiązania finansowe (bez uwzględnienia zmian wynikających z MSSF 16, o ile było to możliwe)
- Dług netto = zobowiązania finansowe – środki pieniężne i ich ekwiwalenty (z wyłączeniem środków pieniężnych o ograniczonej możliwości dysponowania)
- $DN / KW = \frac{\text{dług netto}}{\text{kapitał własny}}$
- Marża brutto ze sprzedaży = $\frac{\text{zysk brutto ze sprzedaży}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- Marża EBIT = $\frac{\text{EBIT}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- Marża netto = $\frac{\text{zysk netto}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia = $\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem}}$
- % obligacji w zadłużeniu = $\frac{\text{zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji}}{\text{dług finansowy}}$

Zastrzeżenie

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

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

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

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

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

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

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

Dane kontaktowe

Mateusz Mucha

Dyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: +48 537 837 098

Mail: mateusz.mucha@dmnavigator.pl

Kamil Jędrej

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: kamil.jedrej@dmnavigator.pl

Igor Więckowski

Starszy Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: igor.wieckowski@dmnavigator.pl

Navigator Capital Group®
 Value delivered.

[ul. Twarda 18](#)

[00-105 Warszawa](#)

[Tel.: +48 22 630 83 33](#)

[mail: biuro@navigatorcapital.pl](mailto:biuro@navigatorcapital.pl)

www.navigatorcapital.pl

