
Navigator Dom Maklerski®
Value delivered.

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 3Q 2019 r.

Warszawa, październik 2019 r.

Podsumowanie

Sytuacja makroekonomiczna i prawna

Wzrost liczby wydanych pozwoleń na budowę. Największe ożywienie we Wrocławiu.

Niewielki wzrost liczby mieszkań oddanych do użytkowania.

Dalsze podwyżki cen mieszkań.

Polska gospodarka kolejny kwartał z rządu odnotowuje zadowalający wzrost.

Spadek dynamiki wzrostu wynagrodzeń ze względu na inflację.

Więcej

str. 4 - 7

Rynek gruntów

Malejąca podaż atrakcyjnych działek.

Utrzymujące się wysokie ceny.

Mała liczba zaraportowanych transakcji na rynku gruntów.

Więcej

str. 8 - 10

Zmiany legislacyjne

Zmiany w przepisach i ich wpływ na budownictwo wielorodzinne.

Więcej

str. 11 - 12

kochański
i partnerzy

Sprzedaż w 3Q 2019 r.

Kolejny dobry kwartał w wykonaniu deweloperów.

4 806 Łączna liczba sprzedanych mieszkań

+4,7% Zmiana względem 3Q 2018 r.

937 Najwyższy odczyt wśród deweloperów

64 Najniższy odczyt wśród deweloperów

Więcej

str. 13- 14, 16

Przekazania w 3Q 2019 r.

Niska liczba przekazanych mieszkań w 3Q 2019 r. Spodziewana kumulacja wydań lokali w ostatnim kwartale roku.

3 300 Łączna liczba przekazanych mieszkań

-32,8% Zmiana względem 3Q 2019 r.

839 Najwyższy odczyt wśród deweloperów

27 Najniższy odczyt wśród deweloperów

Więcej

str. 15 - 16

Dług finansowy na koniec 2Q 2019 r.

Wzrost poziomu zadłużenia odsetkowego o 392 mln PLN względem stanu z grudnia 2018 r.

Spadek udziału obligacji korporacyjnych w strukturze finansowania dłużnego.

4,9 mld PLN Łączna wartość zadłużenia finansowego

71,1% Udział zadłużenia obligacyjnego

3,3 mld PLN Łączny poziom długu netto

0,48x Mediana wskaźnika dług netto / kapitał własny

0,60x Mediana wskaźnika ogólnego zadłużenia

Więcej

str. 17 - 19

Finansowanie obligacyjne w 1-3Q 2019 r.

Niska aktywność deweloperów w zakresie emisji obligacji.

730,7 mln PLN Łączna wartość przeprowadzonych emisji

13 Liczba przeprowadzonych emisji¹

103,0 mln PLN Wartość największej emisji

609,9 mln PLN Łączna wartość wykupów obligacji

3,5 mld PLN Wartość emisji do wykupu w okresie 4Q 2019 - 2023

Więcej

str. 20 - 21

Informacje dotyczące spółek

Więcej

str. 22 - 29

Szanowni Państwo,

Mamy przyjemność przedstawić Państwu kolejną edycję naszego kwartalnego raportu poświęconego sytuacji największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst.

W 3Q 2019 r. ujęci w naszym opracowaniu deweloperzy sprzedali 4 806 mieszkań w porównaniu z 4 590 lokalami sprzedanymi w analogicznym okresie roku poprzedniego, co oznacza wzrost o 4,7%. Zestawiając ze sobą dane podsumowujące pierwsze trzy kwartały roku, okazuje się, że w 1-3Q 2019 r. analizowane podmioty osiągnęły wolumen kontraktacji lokali na poziomie 13 977 wobec 14 774 w 1-3Q 2018 r. (- 5,4% r/r). Spadek w danych skumulowanych jest efektem słabego pod względem sprzedaży 1Q 2019 r., w którym większość deweloperów miała istotne problemy z uzupełnianiem oferty. Warto też mieć na uwadze, że ze względu na przyjętą metodykę nie uwzględniamy w raporcie wszystkich deweloperów z rynku akcyjnego GPW publikujących dane sprzedażowe. Uwzględniając kontraktację firm nieujętych w raporcie okazuje się, że sprzedaż w roku bieżącym jest bardzo podobna do tej w roku poprzednim.

Wynik sprzedażowy deweloperów oceniamy dobrze. Kontraktacja utrzymuje się na wysokim poziomie pomimo istotnego wzrostu cen mieszkań. Taka sytuacja nie dziwi biorąc pod uwagę solidne fundamenty wpływające na popyt. W świetnej kondycji jest rynek pracy, z historycznie niskim bezrobociem oraz wysokim wzrostem wynagrodzeń. Zestawiając średnią płacę z przeciętnymi cenami mieszkań okazuje się, że siła nabywczą zatrudnionych utrzymuje się na podobnym poziomie od 5 lat, pomimo 28% średniego nominalnego wzrostu cen lokali w największych aglomeracjach Polski. Popyt wspierają dodatkowo niskie stopy procentowe i silna gospodarka.

Wśród zagrożeń od strony makroekonomicznej podstawowym jest spowolnienie wzrostu PKB. Polska gospodarka pozostaje wewnętrznie bardzo silna. Wyraźne ochłodzenie widać jednak za granicą, a to przekłada się na sytuację w kraju. Ryzykiem dla rynku kredytów hipotecznych, a pośrednio również rynku mieszkaniowego jest natomiast wyrok TSUE w sprawie kredytów frankowych. Istnieje obawa czy banki, posiadające duży udział takich kredytów w aktywach nie będą zmuszone do przejściowego wstrzymywania akcji kredytowej lub zaostrzenia warunków.



Mateusz Mucha
Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A.

Największą bolączką deweloperów na przestrzeni ostatniego roku były przeciągające się procedury uzyskiwania pozwoleń na budowę. Efekt był szczególnie widoczny na przełomie roku – bezpośrednio przed oraz po wyborach samorządowych. Oceniamy, że gdyby te problemy nie miały miejsca sprzedaż byłaby istotnie wyższa. Dziś urzędy pracują już sprawniej, jednak efekt obniżonej oferty mocno wpłynął na wyniki sprzedażowe analizowanych spółek w 1-3Q 2019 r.

Na wysokim poziomie utrzymują się ceny gruntów. Problem jest szczególnie istotny na największym polskim rynku mieszkaniowym, w Warszawie, gdzie ceny są bardzo wysokie, a podaż atrakcyjnych działek mocno ograniczona. W związku z tym dotychczas skupieni na stolicy Dom Development czy też Robyg rozszerzają działalność w innych aglomeracjach Polski. Pozyskiwanie atrakcyjnych gruntów będzie z pewnością głównym problemem deweloperów w dłuższej perspektywie.

W niniejszym raporcie nie ujęto danych dotyczących cen mieszkań w 3Q 2019 r., ponieważ nie są jeszcze dostępne. Z rynku dochodzą jednak informacje o spowolnieniu ich wzrostu. Równocześnie jednak na wysokim poziomie stabilizują się koszty budowy. W efekcie marże deweloperów powinny utrzymywać się na dobrym poziomie, w związku z czym firmy będą cały czas zmotywowane do uruchamiania nowych projektów. W dłuższej perspektywie zagrożeniem mogącym wpłynąć na istotny wzrost kosztów wykonawstwa jest zapowiadany wzrost płacy minimalnej. W przypadku realizowania przez rządzących obietnic wyborczych możemy spodziewać się dalszego wzrostu kosztów wykonawstwa, a co za tym idzie również dalszego istotnego wzrostu cen mieszkań.

W pierwszych 3 kwartałach 2019 r. deweloperzy emitowali mniej obligacji niż w latach poprzednich. Po części tłumaczyć to można gorszymi warunkami dla emitentów ze względu na pogorszony sentyment do rynku obligacji. Istotne jest jednak również to, że środki uzyskiwane z emisji służą deweloperom przede wszystkim do zakupu gruntów. W efekcie wysokich cen i niskiej podaży gruntów niektórzy deweloperzy relatywnie wolno uzupełniają bank ziemi lub wchodzą na nowe, tańsze rynki i po prostu nie potrzebują nowego finansowania. Rekordowa sprzedaż notowana w 2017 r. wpływa również na bieżące solidne przepływy z działalności operacyjnej analizowanych firm, w związku z czym mogą one finansować zakupy gruntów ze środków własnych. Do tego dochodzą wspomniane wcześniej opóźnienia administracyjne w wydawaniu pozwoleń, w związku z czym niektórym deweloperom opóźniły się harmonogramy i nie mają w tym momencie potrzeby uzupełniania gruntów.

Na podstawie danych finansowych deweloperów opublikowanych na koniec 2Q 2019 r. stwierdzamy, że branża znajduje się w stabilnej kondycji finansowej, co nie dotyczy jednak wszystkich firm. W naszej ocenie przyszłość Polnordu w dużej mierze zależy od tego, czy spółce uda się przeprowadzić planowaną emisję akcji. Uważamy, że nietatwa jest również sytuacja i2 Development, którego struktura zapadalności długu nie jest szczególnie komfortowa.

Zapraszam do lektury raportu,

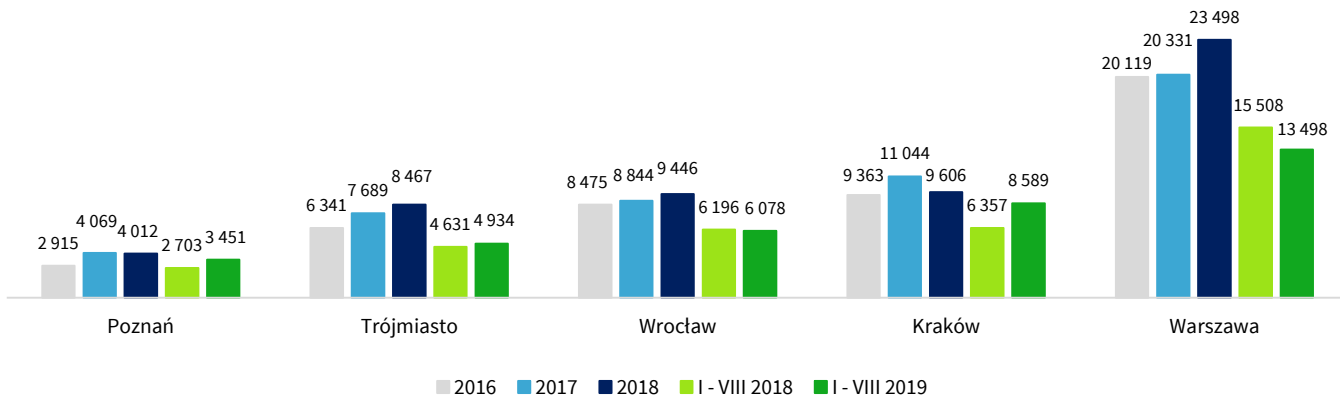
Otoczenie makroekonomiczne

Dalszy wzrost liczby wydanych pozwoleń na budowę w okresie czerwiec - sierpień

W pierwszych 3 kwartałach bieżącego roku liczba wydanych pozwoleń na budowę była bardzo zbliżona do liczby pozwoleń w analogicznym okresie roku poprzedniego (-0,22% r/r). Liczba pozwoleń wyraźnie spadła w Krakowie (-26,27% r/r), Poznaniu (-20,27% r/r) oraz w Warszawie (-14,78% r/r), co skompensował wzrost liczby pozwoleń w Trójmieście (+25,66% r/r) oraz przede wszystkim we Wrocławiu, w którym do końca sierpnia wydano już więcej pozwoleń na budowę nowych mieszkań niż w całym 2018 r. (wzrost o 84,48% r/r). W całym kraju liczba wydanych pozwoleń wzrosła nieznacznie tj. o 1,58% r/r.

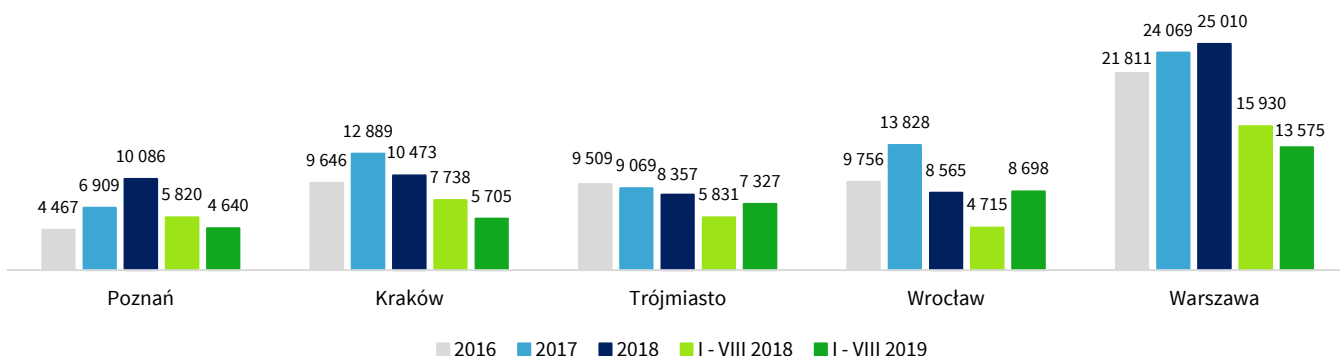
W poprzednich raportach opisywaliśmy zjawisko spadku liczby pozwoleń na budowę w 4Q 2018 r. oraz 1Q 2019 r. z uwagi na wybory samorządowe, które miały miejsce w końcówce 2018 roku. W efekcie w 1Q 2019 r. wydano wyraźnie mniej pozwoleń niż w 1Q 2018 r. (-28,81% r/r). W kwietniu i maju widać było wyraźną odwilż w urzędach – w tych miesiącach w analizowanych miastach wydano 40,05% więcej pozwoleń w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. W miesiącach czerwiec – sierpień mieliśmy do czynienia z dalszym wzrostem liczby wydanych pozwoleń. W tych miesiącach wydano ich o 8,89% więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Jedynym miastem, w którym liczba nowo wydanych pozwoleń na budowę spadła był Poznań (-21,81% w miesiącach czerwiec-sierpień 2019 w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego). Największy wzrost zanotowano w Warszawie, w której w tych 3 miesiącach wydano prawie 29% więcej pozwoleń r/r. Stolica wyraźnie odrabia więc straty z pierwszego kwartału roku.

Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

W okresie styczeń – sierpień 2019 r. w analizowanych miastach liczba mieszkań oddanych do użytkowania wyniosła 36,5 tys. i była wyższa o 3,26% r/r. Wzrosty w liczbie mieszkań oddanych do użytkowania notują Kraków (+35,11% r/r), Poznań (+27,67%) oraz Trójmiasto (+6,54% r/r). Liczba mieszkań oddanych spadła natomiast we Wrocławiu (-1,90% r/r) oraz Warszawie (-12,96% r/r). W całym kraju liczba oddanych do użytkowania mieszkań wzrosła o 10,35% r/r. Tradycyjnie ze względu na harmonogramy procesów budowlanych należy spodziewać się największej liczby oddanych mieszkań w ostatnim kwartale roku.

Powierzchnia mieszkań oddawanych w pierwszych ośmiu miesiącach roku wynosiła przeciętnie 59,61 mkw. Największe lokale oddawane były w Poznaniu oraz Trójmieście (odpowiednio 62,91 mkw. i 62,39 mkw.), a najmniejsze w Krakowie i Wrocławiu (odpowiednio 55,25 mkw. i 57,05 mkw.). W stolicy nowe mieszkania miały przeciętnie 60,46 mkw.

Warto również wspomnieć o liczbie mieszkań, których budowę rozpoczęto. W okresie od początku roku do sierpnia 2019 r. w analizowanych miastach rozpoczęto budowę 37,4 tys. mieszkań, co jest wynikiem gorszym o 7,81% w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. W okresie czerwiec-sierpień 2019 r. rozpoczęto budowy 22,6 tys. mieszkań, co oznacza spadek o 11,74% r/r. Malejąca liczba budów rozpoczętych w 2019 r. jest naturalną konsekwencją niskiej liczby wydanych pozwoleń na budowę w 4Q 2018 i 1Q 2019 roku.

Wzrost cen mieszkań w 2Q najszybszy we Wrocławiu i w Krakowie

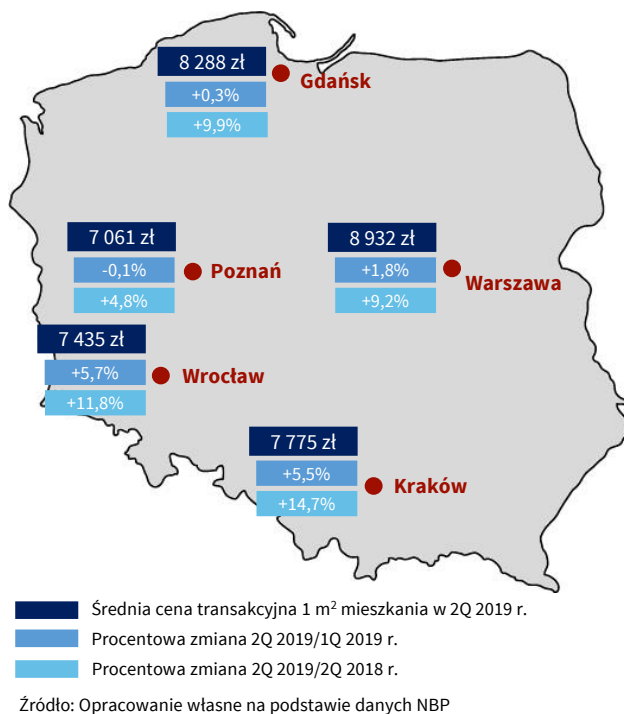
W 2Q 2019 r. mieliśmy do czynienia z dalszym wzrostem cen mieszkań na analizowanych największych rynkach mieszkaniowych w Polsce. Średnio ceny mieszkań w analizowanych miastach wzrosły w 2Q 2019 r. o 2,57% q/q. Dla porównania w 1Q 2019 r. ceny wzrosły średnio o 2,40% q/q, a w analogicznym okresie roku poprzedniego tj. w 2Q 2018 r. o 2,55% q/q. W ostatnich 3 latach średni kwartalny wzrost cen mieszkań wynosił natomiast 1,60%. Nie można więc powiedzieć, żeby wzrost cen w 2Q spowolnił, co wieszczyło wielu komentatorów. Z rynku dochodzą jednak informacje, że w 3Q dla którego NBP nie opublikował jeszcze danych wzrost cen wyhamował.

W 2Q ceny mieszkań najostre wzrosły we Wrocławiu (+5,7% q/q) i w Krakowie (+5,5%). W obu tych miastach również na przestrzeni ostatniego roku ceny rosły najszybciej. Rekordzistą jest tu Kraków, w którym ceny wzrosły o 14,7%. W obu miastach obserwujemy pewnego rodzaju korektę i wyrównanie do wzrostów w innych miastach Polski z poprzednich okresów. W roku poprzednim tj. w okresie 2Q 2017 – 2Q 2018 ceny we Wrocławiu i Krakowie rosły bowiem najwolniej, a wzrosty cen wyniosły odpowiednio 5,3% oraz 3,0% podczas gdy w Poznaniu, Gdańsku i Warszawie ceny rosły średnio o 10,0%.

Wyraźne odreagowanie wcześniejszych wzrostów widać w Gdańsku, który we wcześniejszych kilku kwartałach odnotowywał najwyższe wzrosty cen mieszkań. Na koniec 2Q 2019 r. różnica pomiędzy cenami ofertowymi, a transakcyjnymi największa była właśnie w Gdańsku i wyniosła 8,2%. Oznacza to, iż sprzedający wywierali dalszą dużą presję na wzrost cen, której kupujący jeszcze nie akceptowali.

Jedynym miastem, w którym w 2Q zanotowano nieznaczny spadek cen transakcyjnych jest Poznań (-0,1% q/q). Jest to również rynek, na którym spośród analizowanych rynków mieszkaniowych ceny rosły najwolniej na przestrzeni ostatniego roku (+4,8% r/r). Jedynie w stolicy Wielkopolski odnotowano

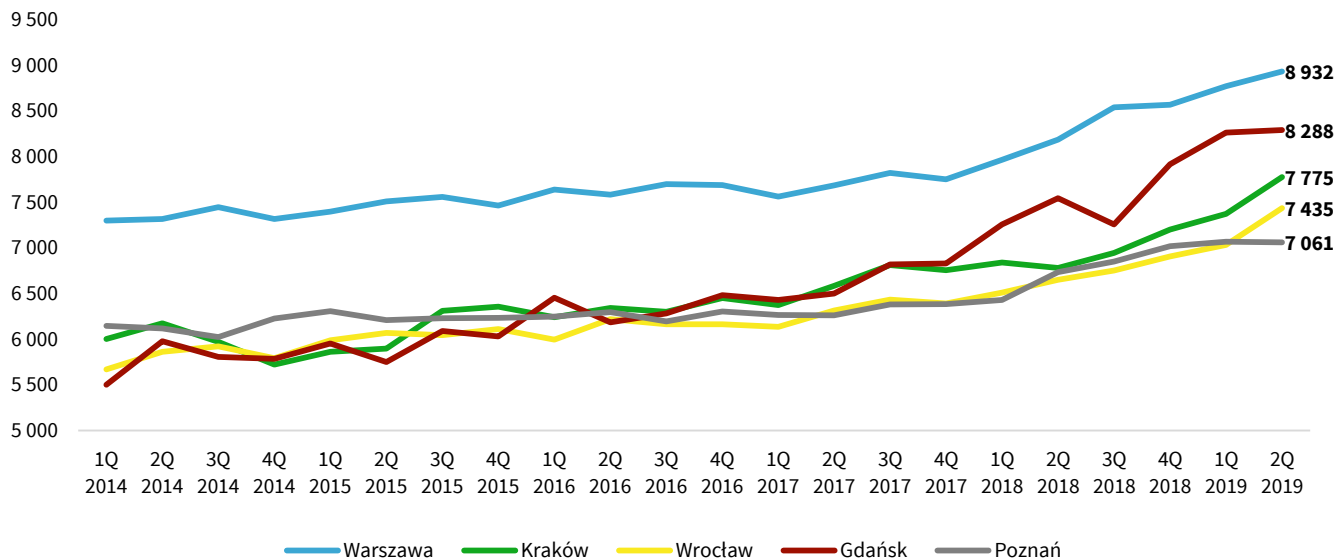
Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkań w największych miastach



w 2Q 2019 r. również spadek cen ofertowych, które różniły się od późniejszych cen transakcyjnych niewiele bo o 2,3%. Presja na wzrost cen jest więc w Poznaniu relatywnie nieduża i oczekujemy, że ceny będą stabilne również w 2 połowie 2019 r.

Na pozostałych rynkach różnice pomiędzy cenami ofertowymi i transakcyjnymi wyniosły: 6,9% w Warszawie, 2,6% we Wrocławiu i 2,4% w Krakowie.

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



Źródło: NBP

Otoczenie makroekonomiczne

Łagodne spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego

Polska gospodarka zanotowała w 2Q 2018 r. wzrost PKB w wysokości 4,5% r/r. Wzrost gospodarczy lekko zwalnia (dla porównania w poprzednim kwartale wzrost wyniósł 4,7%, a w analogicznym okresie tj. 2Q 2018 r. wynosił 5,3%), jednak tempo wzrostu gospodarki jest nadal bardzo dobre. Głównym źródłem spowolnienia jest niższy eksport wynikający ze spowolnienia u partnerów handlowych. Konsumpcja i inwestycje krajowe pozostają silne. Wg. ministra finansów wzrost w całym 2019 r. powinien wynieść ok. 4,5% co jest spójne z projekcją NBP, która zakłada również spadek dynamiki wzrostu do 4,0% w 2020 r. i 3,5% w 2021 r.

Najnowszy, wstępny wrześniowy odczyt inflacji wyniósł 2,6% r/r. Wynik był niższy od oczekiwań ekonomistów na poziomie 2,8% r/r. Po raz pierwszy od 7 miesięcy mieliśmy więc do czynienia ze spadkiem dynamiki wzrostu inflacji (sierpniowy odczyt to 2,9% r/r). Wśród ekonomistów słychać jednak obawy o przyśpieszenie inflacji ze względu na istotny wzrost cen energii elektrycznej. Mimo to większość komentujących nie spodziewa się wzrostu stóp procentowych co najmniej do końca 2022 r.

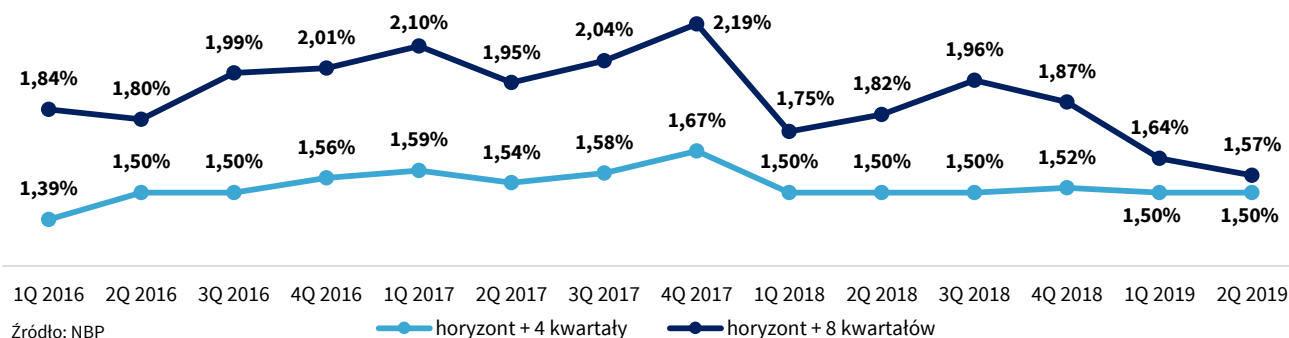
Na wrześniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. W ocenie Rady inflacja po przejściowym wzroście, z jakim będziemy mieli do czynienia w 1Q 2020 r., w horyzoncie kształtowania polityki pieniężnej będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego w wysokości 2,5%.

Średnia marża kredytu hipotecznego wzrosła z 1,98% na koniec 1Q 2019 r. do 2,03% na koniec 2Q 2019 r. Mamy więc do czynienia z sytuacją odwrócenia spadkowego trendu, choć marża pozostaje jednak na poziomie relatywnie niskim.

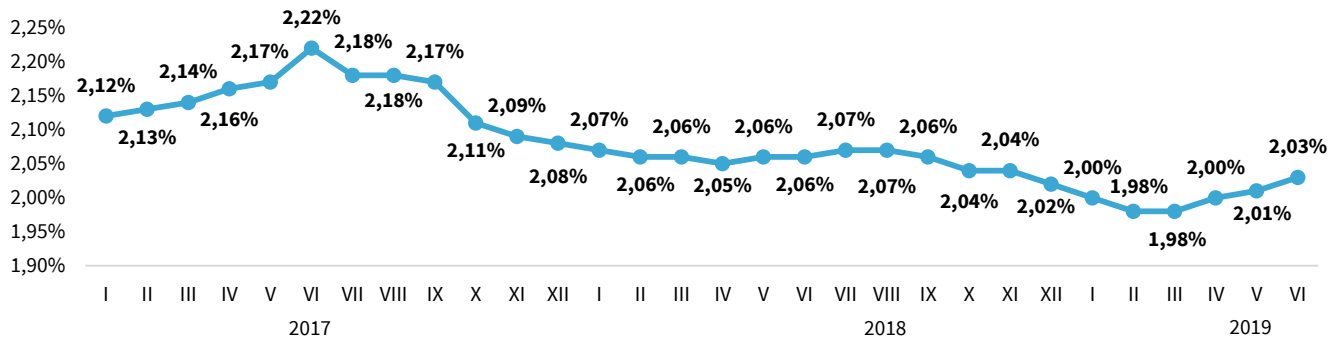
Liczba udzielonych kredytów hipotecznych wzrosła w 2Q 2019 r. w stosunku do końca 1Q 2019 r. o 17,24%, a łączna wartość kredytów hipotecznych udzielonych wzrosła o 20,95%.

Istotnym zagrożeniem dla rynku kredytów hipotecznych jest wyrok TSUE w sprawie kredytów frankowych. Istnieje obawa, czy banki, których problem dotyczy nie będą zmuszone do wstrzymywania akcji kredytowej

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



Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w okresie 2016 – 2Q 2019



Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w okresie 2014 - 2Q 2019

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2014	36,824	0,96%	174 087	-1,57%	211,5	2,57%
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%
1Q 2019	13,596	-	50 600	-	268,7	-
2Q 2019	16,444	20,95%	59 321	17,24%	277,2	3,17%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 2/2019.

Otoczenie makroekonomiczne

Spadek dynamiki wzrostu płacy realnej

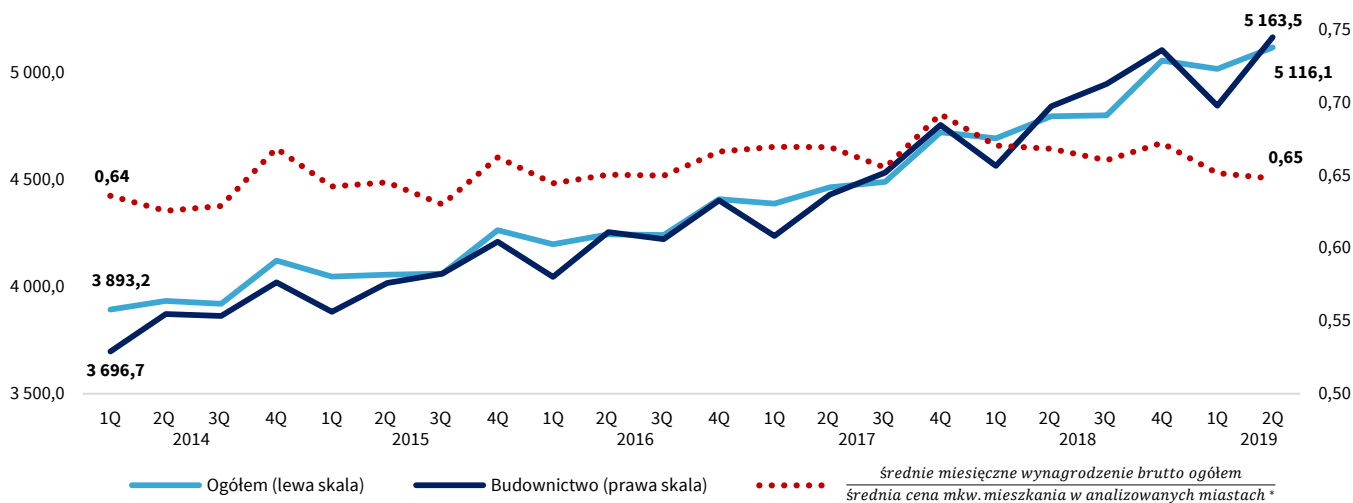
Wg danych GUS szacowana stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w sierpniu 5,2%, co oznacza, że bezrobocie spadło na przestrzeni ostatniego roku o 0,6 p.p. Stopa bezrobocia maleje regularnie od stycznia 2013 r., w którym wynosiła aż 14,2%. Warto również zauważyć, że na przestrzeni ostatnich 28 lat wskaźnik bezrobocia w żadnym momencie nie zanotował tak niskiego odczytu. Wg. danych Eurostatu stopa bezrobocia wyniosła w sierpniu 3,3%, przy średniej unijnej w wysokości 7,4%. Niższe odczyty odnotowano jedynie w Czechach oraz Niemczech (odpowiednio 2,0% oraz 3,1%).

Spadkowi bezrobocia towarzyszy istotny wzrost płac nominalnych. W samym 2Q 2019 r. nastąpił relatywnie duży wzrost wynagrodzeń, szczególnie w branży budowlanej (+6,59% q/q), co jest jednak naturalnym zjawiskiem sezonowym. W ujęciu rok do roku średnie wynagrodzenie brutto ogółem wzrosło nominalnie o 6,70%, jednak trzeba mieć na uwadze, że ze względu na przyśpieszającą inflację realne płace rosną wyraźnie wolniej. Nominalna dynamika wzrostu wynagrodzeń nieznacznie zwalnia (6,90% r/r w 1Q 2019, oraz 7,45% w analogicznym okresie 2Q 2017 – 2Q 2018), choć nadal pozostaje na bardzo wysokim poziomie. Przy wzroście cen mieszkań

niekorzystnie przekłada się to na siłę nabywczą zakupu nowych lokali przez gospodarstwa domowe. Na koniec 2Q 2019 r. za przeciętne wynagrodzenie można było zakupić średnio 0,648 mkw. (-3,03 % r/r) mieszkania w największych aglomeracjach polski (analizowanych na str. 5). Warto jednak zauważyć, że pomimo dużego wzrostu cen mieszkań siła nabywcza zatrudnionych pozostaje relatywnie wysoka i na przestrzeni ostatnich lat wskaźnik waha się w wąskim przedziale 0,63-0,69. Dla porównania w roku 2010 wynosił średnio zaledwie 0,528 mkw. za jedną średnią pensję brutto.

W samym sektorze budowlanym wynagrodzenie brutto wzrosło w 2Q 2019 r. o 6,65% r/r. Dynamika wzrostu wynagrodzeń w branży budowlanej zwalnia więc, ponieważ w analogicznym okresie roku poprzedniego podwyżka płac wyniosła 9,32% r/r. Wzrost wynagrodzeń w branży budowlanej kolejny kwartał z rządu był niższy niż wzrost wynagrodzeń ogółem w sektorze przedsiębiorstw. Zatrudnienie w sektorze budowlanym wyniosło w sierpniu 2019 r. ponad 460 tys. osób, co oznacza wzrost o 4,61% r/r. Wzrost zatrudnienia w budownictwie pozostaje wyraźnie szybszy niż w sektorze przedsiębiorstw ogółem (+2,73 r/r).

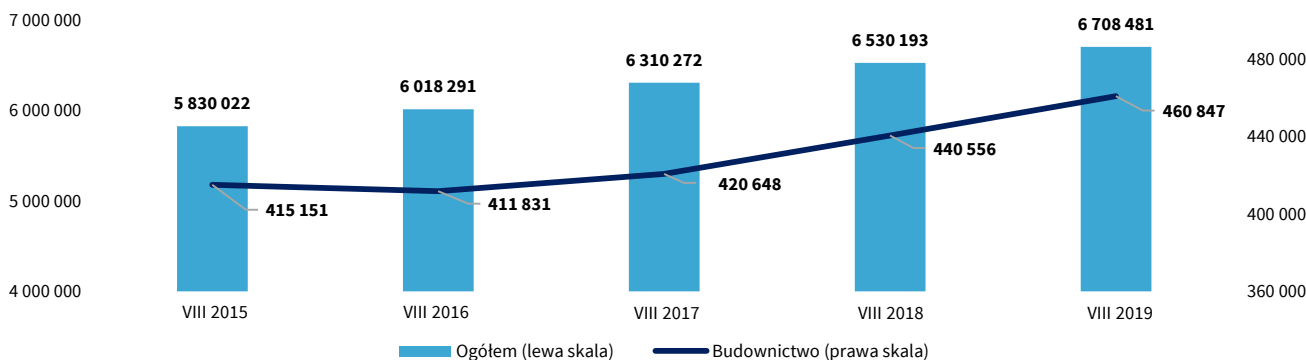
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2014 – 2Q 2019



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

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie VIII 2015 – VIII 2019



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Niewielka liczba zaraportowanych transakcji na rynku gruntów w 2019 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. Według danych REAS 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 odchylić się od danych rzeczywistych. Uważamy, że mimo wszystko zestawienie jest przydatnym źródłem informacji, stąd publikujemy poniższe dane.

W pierwszych 3 kwartałach 2019 r. odnotowaliśmy łącznie 7 raportów bieżących dotyczących zakupów gruntów, dla których podane były cena zakupu gruntu oraz szacunki co do jego zabudowy. Z tego 4 raporty opublikowane zostały przez Archicom, a po jednym opublikowały Lokum Deweloper, J.W. Construction i Ronson. Spośród 7 transakcji, dla których szczegółowe raporty były publikowane, 5 zrealizowanych było na rynku wrocławskim, a 2 na warszawskim. Największą z odnotowanych transakcji był zakup gruntu przez Archicom, który za ponad 40 mln PLN kupił od Agencji Mienia Wojskowego działkę na wrocławskiej Kępie Mieszczańskiej. Na nieruchomości deweloper planuje inwestycję mieszkaniową na 370 lokali. Szczegóły dotyczące zabudowy działki zakupionej na Mokotowie w 4Q 2018 r. za 54,3 mln PLN podał Marvipol. Deweloper planuje na niej budowę 452 lokali, a średnia cena gruntu wyniosła 2 184 PLN/PUM.

Wśród transakcji, dla których nie podano szczegółowych, wydzielonych informacji co do zabudowy warto wspomnieć o zakupach dokonanych w 2019 r. przez Robyg, Atal i Dom Development. W bieżącym roku Robyg zakupił 3 działki za łączną cenę 140 mln PLN o potencjale budowy 3 130 lokali. Największa z działek (10,3 ha) zakupiona została na nowym dla Robyg rynku tj. w Poznaniu. Grunt w dzielnicy Ostrów Tumski umożliwi wybudowanie ok. 1 400 lokali. Druga bardzo duża (8,0 ha) działka umożliwiająca budowę 1 600 lokali zakupiona została przez Robyg we Wrocławiu. O zakupach gruntów w Łodzi, Poznaniu, Warszawie i Trójmieście informował Atal. Zakupione

grunty, pozwalające na budowę projektów o łącznej powierzchni 142 tys. mkw., kosztowały dewelopera 76 mln PLN co oznacza, że średnia cena zakupu PUM wyniosła jedynie 537 PLN/mkw. Ciekawą transakcją w 1H 2019 r., dla której nie podano jednak ceny, był zakup przez Eurostyl z Grupy Dom Development 7 ha działki pod budowę 1 200 lokali w Gdańsku, w bezpośrednim sąsiedztwie Europejskiego Centrum Solidarności. O zakupach działek we Wrocławiu oraz Warszawie informowała również Develia

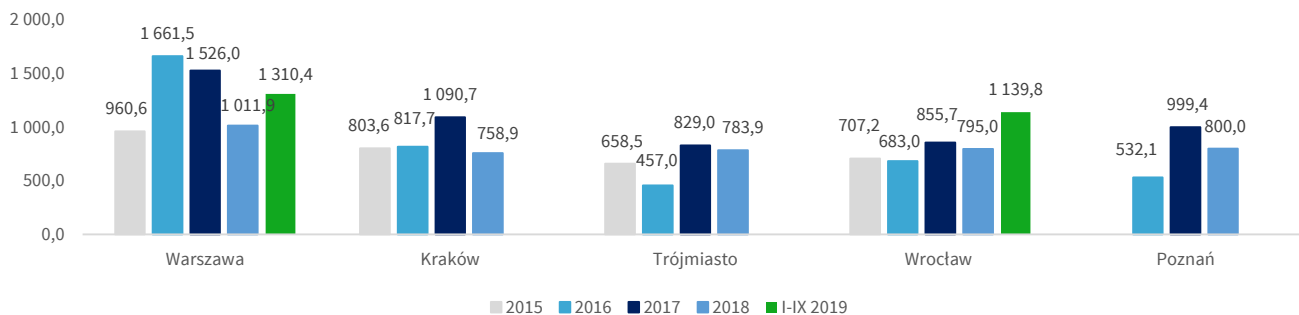
Zaraportowane średnie ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach¹

	2015	2016	2017	2018	I-IX 2019
Kraków	803,6	817,7	1 090,7	758,9	
Archicom		797,2	776,5		
Develia (dawniej LCC)				758,9	
Lokum Deweloper	803,6	1 071,0			
Murapol		631,1	1 153,2		
Poznań	532,1	999,4	800,0		
Archicom				800,0	
Murapol		459,4	999,4		
Ronson		575,8			
Warszawa	960,6	1 661,5	1 526,0	1 011,9	1 310,4
Dom Development		3 236,4	2 486,3		
Develia (dawniej LCC)	1 195,1				
J.W.Construction					1 016,5
Marvipol				2 295,5	
Murapol		2 177,1	1 541,3	814,0	
Robyg	880,8	853,3	853,1	828,3	
Ronson				931,8	1 737,1
Wrocław	707,2	683,0	855,7	795,0	1 139,8
Archicom	660,2	646,0	947,3	884,2	1 409,7
i2 Development	673,4	954,3	942,3	712,7	
LC Corp				761,3	
Lokum Deweloper		756,9			727,3
Murapol		672,7	716,2	631,9	
Vantage	909,1		767,7	1 115,4	
Trójmiasto	658,5	457,0	829,0	783,9	
Archicom			927,3	757,6	
J.W.Construction			621,2		
JHM Development				695,3	
Marvipol			916,7		
Murapol		628,6	963,7		
Robyg	658,5	434,8		845,5	
Średnia	834,6	827,9	1 135,7	907,7	1 179,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

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

Zaraportowane ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach¹



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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

Rynek gruntów

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2015 – 14.10.2019 we Wrocławiu oraz w Warszawie

Deweloper	Data	Dzielnica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM ¹	Cena netto/PUM ¹
WROCŁAW						
2015						
Vantage	2Q 2015	Krzyki	14 500 000	290	15 950	909
Archicom	1H 2015	Śródmieście	5 100 000	124	6 820	748
Archicom	1H 2015	Śródmieście	14 000 000	251	13 805	1 014
Archicom	1H 2015	Krzyki	9 600 000	387	21 285	451
Archicom	1H 2015	Krzyki	6 000 000	190	10 450	574
Archicom	1H 2015	Psie Pole	3 500 000	100	5 500	636
i2 Development	3Q 2015	Krzyki	10 000 000	270	14 850	673
SUMA			62 700 000	1 612	88 660	707
2016						
Archicom	1Q 2016	Psie Pole	11 850 000	550	30 250	392
i2 Development	2Q 2016	Fabryczna	9 700 000	185	10 165	954
Lokum Deweloper	2Q 2016	Śródmieście	13 400 000	283	13 200	1 015
Archicom	1H 2016	Psie Pole	18 000 000	525	28 875	623
Archicom	1H 2016	Krzyki	19 000 000	550	30 250	628
Archicom	1H 2016	Śródmieście	36 300 000	1 000	55 000	660
Archicom	1H 2016	Krzyki	26 600 000	520	28 600	930
Lokum Deweloper	3Q 2016	Krzyki	25 200 000	739	37 800	667
Murapol	4Q 2016	Krzyki	8 222 550	304	12 223	673
SUMA			168 272 550	4 656	246 363	683
2017						
i2 Development	2Q 2017	Śródmieście	1 118 000	50	2 750	407
Murapol	2Q 2017	Krzyki	6 400 000	280	11 272	568
Murapol	2Q 2017	Stare Miasto	4 500 000	106	4 905	917
Archicom	3Q 2017	Fabryczna	27 500 000	700	38 500	714
Archicom	3Q 2017	Krzyki	47 530 000	740	40 700	1 168
i2 Development	3Q 2017	Krzyki	16 050 000	500	20 000	803
Murapol	3Q 2017	Krzyki	7 723 577	350	14 400	536
Murapol	3Q 2017	Krzyki	23 300 000	715	26 846	868
i2 Development	4Q 2017	Fabryczna	25 000 000	400	22 000	1 136
Murapol	4Q 2017	Krzyki	13 000 000	426	19 261	675
Vantage	4Q 2017	Krzyki	3 800 000	90	4 950	768
SUMA			175 921 577	4 357	205 584	856
2018						
Archicom	1Q 2018	Fabryczna	3 333 000	90	4 950	673
Archicom	1Q 2018	Psie Pole	18 550 000	360	19 800	937
i2 Development	2Q 2018	Fabryczna	6 900 000	280	15 400	448
i2 Development	2Q 2018	Krzyki	12 700 000	220	12 100	1 050
Murapol	2Q 2018	Krzyki	8 100 000	350	14 800	547
Murapol	3Q 2018	Krzyki	6 000 000	280	11 800	508
Vantage	3Q 2018	Fabryczna	18 000 000	254	13 970	1 288
Vantage	4Q 2018	Ilwiny	2 000 000	72	3 960	505
LC Corp	4Q 2018	Oltaszyn	8 500 000	203	11 165	761
Murapol	4Q 2018	Krzyki	6 500 000	120	6 000	1 083
SUMA			90 583 000	2 229	113 945	795
2019						
Archicom	1Q 2019	bd	2 700 000	75	4 125	655
Lokum Deweloper	2Q 2019	Zakrzów	20 000 000	500	27 500	727
Archicom	2Q 2019	Kępa Mieszczańska	40 474 319	390	21 450	1 887
Archicom	2Q 2019	Krzyki	13 000 000	240	13 200	985
Archicom	3Q 2019	bd	3 250 000	62	3 410	953
SUMA			79 424 319	1 267	69 685	1 140
WARSZAWA						
2015						
Robyg	2Q 2015	Bemowo	72 600 000	1 600	88 000	825
Robyg	3Q 2015	Ursus	30 500 000	980	53 900	566
LC Corp	3Q 2015	Wola	76 250 000	1 160	63 800	1 195
Robyg	4Q 2015	Wilanów	52 200 000	650	35 750	1 460
Robyg	4Q 2015	Praga Południe	9 900 000	180	9 900	1 000
SUMA			241 450 000	4 570	251 350	961
2016						
Robyg	1Q 2016	Praga Południe	16 000 000	260	14 300	1 119
Robyg	2Q 2016	Mokotów	13 599 810	300	16 500	824
Robyg	2Q 2016	Wola	46 000 000	800	44 000	1 045
Robyg	2Q 2016	Ursynów	7 000 000	400	22 000	318
Dom Development	2Q 2016	Mokotów	133 500 000	750	41 250	3 236
Murapol	3Q 2016	Służewiec	56 000 000	488	25 722	2 177
SUMA			272 099 810	2 998	163 772	1 661
2017						
Robyg	1Q 2017	Białołęka	25 800 000	700	38 500	670
Murapol	1Q 2017	Ursus	11 000 000	291	11 000	1 000
Murapol	1Q 2017	Wola	15 100 000	166	7 930	1 904
Robyg	2Q 2017	Wilanów	17 700 000	250	13 750	1 287
Robyg	2Q 2017	Włochy	48 000 000	1 000	55 000	873
Murapol	3Q 2017	Ursus	45 773 800	569	31 400	1 458
Dom Development	3Q 2017	Żoliborz	184 606 000	1 350	74 250	2 486
Murapol	4Q 2017	Praga Południe	16 283 224	144	6 868	2 371
SUMA			364 263 024	4 470	238 698	1 526
2018						
Ronson	1Q 2018	Ursus	82 000 000	1 600	88 000	932
Murapol	1Q 2018	Ursus	30 000 000	766	33 100	906
Murapol	1Q 2018	Białołęka	16 000 000	504	23 411	683
Robyg	1Q 2018	Ursus	82 000 000	1 800	99 000	828
Marvipol	3Q 2018	Praga Północ	10 800 000	70	3 500	3 086
Marvipol	4Q 2018	Mokotów	54 300 000	452	24 500	2 184
SUMA			275 100 000	5 192	271 511	1 012
2019						
J.W.Construction	1Q 2019	Białołęka	12 695 000	227	12 500	1 015,6
Ronson	1Q 2019	Wilanów	15 000 000	157	8 635	1 737
SUMA			27 695 000	384	21 135	1 310

Rynek gruntów

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2015 – 14.10.2019 w Trójmieście, Krakowie oraz Poznaniu

Deweloper	Data	Dzielnica/Ulica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM ¹	Cena netto/PUM ¹
TRÓJMIASTO						
2015						
Robyg	1Q 2015	Wrzeszcz	12 500 000	300	16 500	758
Robyg	2Q 2015	Zaspa	12 900 000	530	29 150	443
Robyg	3Q 2015	Wrzeszcz	44 500 000	1 100	60 500	736
	SUMA		69 900 000	1 930	106 150	659
2016						
Robyg	2Q 2016	Letnica	53 390 960	2 500	137 500	388
Murapol	3Q 2016	Jasień	6 254 000	230	8 500	736
Murapol	3Q 2016	Osowa	11 661 600	404	20 000	583
Robyg	4Q 2016	Śródmieście	42 255 000	1 500	82 500	512
	SUMA		113 561 560	4 634	248 500	457
2017						
Murapol	1Q 2017	Wrzeszcz	11 900 000	158	8 670	1 373
Murapol	1Q 2017	Oksywie, Gdynia	25 750 000	627	30 400	847
J.W.Construction	2Q 2017	Letnica	20 500 000	530	33 000	621
Marvipol	3Q 2017	Zaspa	11 000 000	350	12 000	917
Archicom	4Q 2017	Chylonia, Gdynia	5 100 000	100	5 500	927
	SUMA		74 250 000	1 765	89 570	829
2018						
Archicom	1Q 2018	Oksywie, Gdynia	2 500 000	60	3 300	758
Robyg	1Q 2018	Wrzeszcz	18 600 000	400	22 000	845
JHM Development	4Q 2018	Łostowice	8 084 000	260	14 300	695
	SUMA		29 184 000	720	39 600	784
KRAKÓW						
2015						
Lokum Deweloper	3Q 2015	Podgórze	44 200 000	964	55 000	804
	SUMA		44 200 000	964	55 000	804
2016						
Lokum Deweloper	1Q 2016	Podgórze	33 200 000	576	31 000	1 071
Archicom	1H 2016	Podgórze	5 700 000	130	7 150	797
Murapol	4Q 2016	Podgórze	26 067 200	813	41 302	631
	SUMA		64 967 200	1 519	79 452	818
2017						
Archicom	1Q 2017	Podgórze	3 630 000	85	4 675	776
Murapol	3Q 2017	Krowdrza	27 100 000	530	23 500	1 153
	SUMA		30 730 000	615	28 175	1 091
2018						
LC Corp	4Q 2018	Czyżyny	48 000 000	1 150	63 250	759
	SUMA		48 000 000	1 150	63 250	759
POZNAŃ						
2016						
Ronson	3Q 2016	Grunwald	9 500 000	300	16 500	576
Murapol	4Q 2016	Nowe Miasto	4 550 000	189	9 904	459
	SUMA		14 050 000	489	26 404	532
2017						
Murapol	1Q 2017	Nowe Miasto	36 000 000	711	35 000	1 029
Murapol	4Q 2017	Nowe Miasto	14 250 000	352	15 281	933
	SUMA		50 250 000	1 063	50 281	999
2018						
Archicom	4Q 2018	Śródka	8 800 000	200	11 000	800
	SUMA		8 800 000	200	11 000	800

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

Wartość PUM podana przez spółkę

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitentów

W ostatnim i bieżącym roku kalendarzowym zostały wprowadzone, lub są planowane, zmiany w przepisach dotyczących formalnego procesu inwestycyjnego, ze szczególnym wpływem na inwestycje mieszkaniowe wielorodzinne. Nowelizacje lub zupełnie nowe akty prawne mają na celu przede wszystkim uproszczenie procedury formalnej, co w zamierzeniu ma pozwolić na przyspieszenie uzyskania odpowiednich decyzji administracyjnych i przyspieszenie rozpoczęcia właściwego procesu inwestycyjnego, czyli budowy.

Zmiany w ustawie o udostępnianiu informacji o środowisku i jego ochronie, udziale społeczeństwa w ochronie środowiska oraz o ocenach oddziaływania na środowisko

We wrześniu bieżącego roku została zmieniona ustawa o udostępnianiu informacji o środowisku i jego ochronie, udziale społeczeństwa w ochronie środowiska oraz o ocenach oddziaływania na środowisko (Dz. U z 2018 Nr 1999 poz. 1227 ze zm.). Wprowadzone w ustawie zmiany rewolucjonizują postępowanie o wydanie decyzji o środowiskowych uwarunkowaniach. Do tej pory największym problemem w uzyskaniu decyzji środowiskowych była duża liczba stron postępowania, co przekładało się notorycznie na przewlekłość postępowania. Wychodząc naprzeciw temu problemowi, nowelizacja zawęża definicję oddziaływania przedsięwzięcia do obszaru, na którym będzie realizowane przedsięwzięcie, znajdującego się w odległości 100 m od granic terenu, na którym znajdować ma się przedsięwzięcie. Dzięki tak zmienionej definicji znacząco zmniejszy się liczba stron postępowania, a tym samym zostanie przyspieszone wydanie samej decyzji.

Kolejną istotną zmianą jest umożliwienie zastosowania trybu z art. 49 Kodeksu postępowania administracyjnego o publicznym obwieszczeniu, już w sytuacji, gdy liczba stron postępowania przekroczy 10, a nie jak to było dotychczas - 20 osób. Dla przypomnienia, tryb ten pozwala na zawiadomienie stron o decyzjach i innych czynnościach organu w formie publicznego obwieszczenia lub w innej formie publicznego ogłoszenia zwyczajowo przyjętego w danej miejscowości lub przez udostępnienie pisma w Biuletynie Informacji Publicznej, a także na stronie podmiotowej właściwego organu administracji publicznej. Przy dużych inwestycjach mieszkaniowych, planowanych na dużym terenie, zastosowanie tego trybu ma niebagatelne znaczenie, gdyż szybkie uzyskanie decyzji o środowiskowych uwarunkowaniach pozwala (w przypadku obowiązywania planu zagospodarowania przestrzennego) na złożenie już w kolejnym etapie wniosku o pozwolenie na budowę.

Przedmiotową zmianę prawa należy ocenić pozytywnie z punktu widzenia inwestorów, gdyż z pewnością pozwali na wyeliminowanie ryzyka przewlekłości postępowania lub odmowy wydania decyzji z uwagi na aktywny sprzeciw innych stron postępowania.

Specustawa mieszkaniowa - czyli ustawa o ułatwieniach w przygotowaniu i realizacji inwestycji mieszkaniowych oraz inwestycji towarzyszących

Już ponad rok temu, tj. 22 sierpnia 2018 r. weszła w życie ustawa o ułatwieniach w przygotowaniu i realizacji inwestycji mieszkaniowych oraz inwestycji towarzyszących (Dz.U.:2018 poz. 1496 ze zm.) czyli tak zwana *specustawa mieszkaniowa*. Jej głównym celem było przyspieszenie procesów inwestycyjnych poprzez umożliwienie, w pewnych przypadkach, pomijania

przepisów Kodeksu postępowania administracyjnego, dotyczących sposobu załatwiania spraw przez organ. Ustawa zezwala na budowę inwestycji mieszkaniowej, tj. inwestycji, w wyniku której ma powstać nie mniej niż 25 lokali mieszkalnych, niezależnie od obowiązywania miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego, pod warunkiem, że jednocześnie dla danego obszaru zostało przyjęte studium uwarunkowań i kierunków zagospodarowania przestrzennego gminy, a inwestycja taka nie jest z nim sprzeczna. Możliwe stały się zatem sytuacje kiedy na danym obszarze obowiązują miejscowy plan zagospodarowania przestrzennego przewidujący zabudowę innego typu (np. mieszkaniową jednorodziną lub brak zabudowy), ale studium uwarunkowań i kierunków pozwala na inwestycje innego typu, np. inwestycje mieszkaniowe wielorodzinne. Wówczas to studium ma znaczenie decydujące o tym jakiego rodzaju inwestycja może powstać na danym terenie. Niewątpliwą zaletą takiego rozwiązania miał być fakt, że studium uwarunkowań i kierunków jest łatwiej zmodyfikować niż zmienić miejscowy plan zagospodarowania przestrzennego. Powyższy warunek niesprzeczności ze studium nie dotyczy jednak terenów, które w przeszłości były wykorzystywane jako tereny kolejowe, wojskowe, produkcyjne lub usług pocztowych, a obecnie funkcje te nie są realizowane. Tereny tego typu były pierwotnie lokalizowane poza centrami miast, jednakże obecnie, w wyniku ich rozwoju, znajdują się w bardzo dobrej lokalizacji z dostępem do infrastruktury. Są to również działki atrakcyjne dla inwestorów z uwagi na ich rozmiar oraz brak w znaczącej części zagospodarowania/ zabudowania.

Oprócz powyższych zmian nowelizacja wprowadziła także rozwiązania, które wydają się niekorzystne z punktu widzenia inwestora. Jednym z nich było powierzenie radzie gminy wyłącznego prawa, w formie uchwały podejmowanej zwykłą większością głosów, do ustalenia lokalizacji inwestycji (dopiero na podstawie tej uchwały inwestor może otrzymać decyzję o pozwoleniu na budowę). Jednocześnie ustawa uzależniła wydanie takiej uchwały od spełnienia dwóch subiektywnych kryteriów, to jest: (i) kryterium stanu zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych na terenie gmin oraz (ii) kryterium potrzeby i możliwości rozwoju gminy, wynikające z obowiązujących ustaleń studium. Co więcej, od momentu złożenia przez inwestora wniosku o ustalenie lokalizacji inwestycji, rada gminy ma aż 60 dni na podjęcie takiej uchwały (z możliwością przedłużenia o kolejne 30 dni), co wydają się być terminem znacznie za długim.

Z dostępnych na datę Raportu informacji wynika, że uchwały o ustaleniu lokalizacji inwestycji mieszkaniowej są podejmowane jak na razie niemal wyłącznie w miastach małych lub o średniej wielkości. Istotnym czynnikiem powodującym ten stan rzeczy może być fakt, że w dużych miastach rady gminy są bardziej liczne i znalezienie wspólnego konsensusu jest trudniejsze.

Po około roku obowiązywania ustawy, pomimo wiązanych z nią nadziejami, wydaje się, że ustawa nie zrewolucjonizowała procesu inwestycyjnego dla zabudowy mieszkaniowej wielorodzinnej. Można raczej się przychylić do stwierdzenia, że jej oddziaływanie w skali kraju jest niewielkie. Jednakże na jej ocenę należałoby jeszcze poczekać zważywszy, że zgodnie z prasowymi doniesieniami, należy spodziewać się nowelizacji ustawy.

Ustawa ma obowiązywać do 31 grudnia 2028 r.

Projekt wprowadzenia ustawy o minimalnej odległości dla planowanego przedsięwzięcia sektora rolnictwa, którego funkcjonowanie może wiązać się z ryzykiem powstawania uciążliwości zapachowej

Obecnie w komisji prawniczej trwają prace nad ustawą, której celem jest ograniczenie uciążliwości zapachów pochodzących z budynków gospodarskich dla nieruchomości sąsiadujących. Ustawa w proponowanym brzmieniu wprowadza postanowienia dotyczące obowiązkowej odległości zakładów przeznaczonych na chów lub hodowlę zwierząt od innych zabudowań mających funkcję mieszkalną. Przyjęte odległości wydają się być jednak zbyt małe i istnieje ryzyko, że jeśli ustawa zostanie przyjęta w tej formie to możliwe będzie lokalizowanie takich zakładów w odległości, która nie uchroni sąsiadującej inwestycji mieszkaniowej od ich uciążliwości. Może to, co oczywiste, spowodować spadek wartości inwestycji w miejscach, gdzie takie zakłady będą usytuowane lub taka lokalizacja jest planowana. Resort środowiska odpowiedzialny za jej przygotowanie nie precyzuje jednak daty, kiedy projekt ustawy mógłby trafić do laski marszałkowskiej.

Zmiany w ustawie o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym

Zgodnie z informacjami uzyskanymi w Ministerstwie Inwestycji i Rozwoju, resort prowadzi prace nad znowelizowaniem ustawy o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym. Projekt jest obecnie na bardzo wczesnym etapie w uzgodnieniach wewnątrzresortowych i ma być wysłany do konsultacji międzyresortowych najwcześniej w lutym 2020 roku. Pożądane jest, aby główne zmiany dotyczyły trybu uzyskania decyzji o warunkach zabudowy, który w obecnym stanie prawnym jest bardzo czasochłonny, a inwestor może czekać na wydanie decyzji o warunkach zabudowy nawet kilka lat. Kwestia ta jest o tyle istotna, że wiele obszarów (szczególnie w miastach) nie jest wciąż objętych planem zagospodarowania przestrzennego, a przez to - do przeprowadzenia inwestycji niezbędne jest uzyskanie decyzji o warunkach zabudowy. Pozostaje zatem mieć nadzieję, że nowelizacja zmieni obecny stan rzeczy.

Propozycja wprowadzenia Deweloperskiego Funduszu Gwarancyjnego

Obecnie w procesie legislacyjnym, o czym była już mowa w Raporcie 1Q 2019 r., znajduje się projekt nowelizacji ustawy o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego. Autorem nowelizacji jest Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów. Projekt nowelizacji ustawy ma zostać przyjęty przez Radę Ministrów w IV kwartale 2019 r. Dla przypomnienia, nowelizacja proponuje wprowadzenie Deweloperskiego Funduszu Gwarancyjnego (dalej: „DFG”) jako środka ochrony nabywcy lokalu lub domu mieszkalnego oraz jako formy eliminacji ryzyka utraty przez nabywców nieruchomości - środków finansowych, wpłaconych na mieszkaniowe rachunki powiernicze. Ochrona ma mieć szczególne znaczenie w przypadku ogłoszenia upadłości dewelopera, gdyż obecnie obowiązujące przepisy dopuszczają ryzyko wystąpienia sytuacji, w której nabywca nieruchomości traci zarówno wpłacone środki finansowe, jak i samą nieruchomość. DFG będzie zatem nową formą zabezpieczenia, obok wprowadzonych już mieszkaniowych rachunków powierniczych. Deweloper na mocy znowelizowanej ustawy będzie zobowiązany do wnoszenia składek do DFG. Sama

wysokość składki ma być ustalana w drodze rozporządzenia, a jej wysokość będzie uzależniona od sposobu finansowania inwestycji oraz od jej ceny dla nabywcy.

Podkreślić należy, że powyżej opisane składki będą z pewnością zwiększać koszty inwestycji. Powstaje zatem pytanie - czy koszty społeczne związane z ryzykiem utraty środków finansowych wpłaconych na zakup mieszkania są na tyle wysokie, aby w randze ustawy wprowadzać dodatkowe zabezpieczenie, które z pewnością doprowadzi do wzrostu cen mieszkań i domów jednorodzinnych?

Reasumując opisane powyższej zmiany można podzielić na dwie kategorie. Pierwsza - to uproszczenie procedur, a tym samym odformalizowanie procesu inwestycyjnego. Te zmiany należy ocenić pozytywnie dając jednak sobie czas do wydania ostatecznej oceny po ich zafunkcjonowaniu w praktyce. Druga kategoria - to nowe regulacje, które mają uporządkować proces inwestycyjny, wprowadzać sztywne zabezpieczenia. Do tej kategorii należy zaliczyć wprowadzenie Deweloperskiego Funduszu Gwarancyjnego oraz ustawy regulującej kwestie związane z wydzieleniem zapachów. Ocena tych zmian również nie jest jednoznaczna i z ostateczną weryfikacją należy poczekać do wprowadzenia nowych przepisów oraz ich zaistnienia w rzeczywistości prawnej. Jednakże już na etapie legislacyjnym nasuwają się wątpliwości - czy tego typu regulacje będą korzystne dla potencjalnych inwestorów i nie będą wpływać niekorzystnie na sam proces inwestycyjny?

Sprzedaż lokali

Kolejny dobry kwartał w wykonaniu deweloperów. Popyt wciąż sprzyja

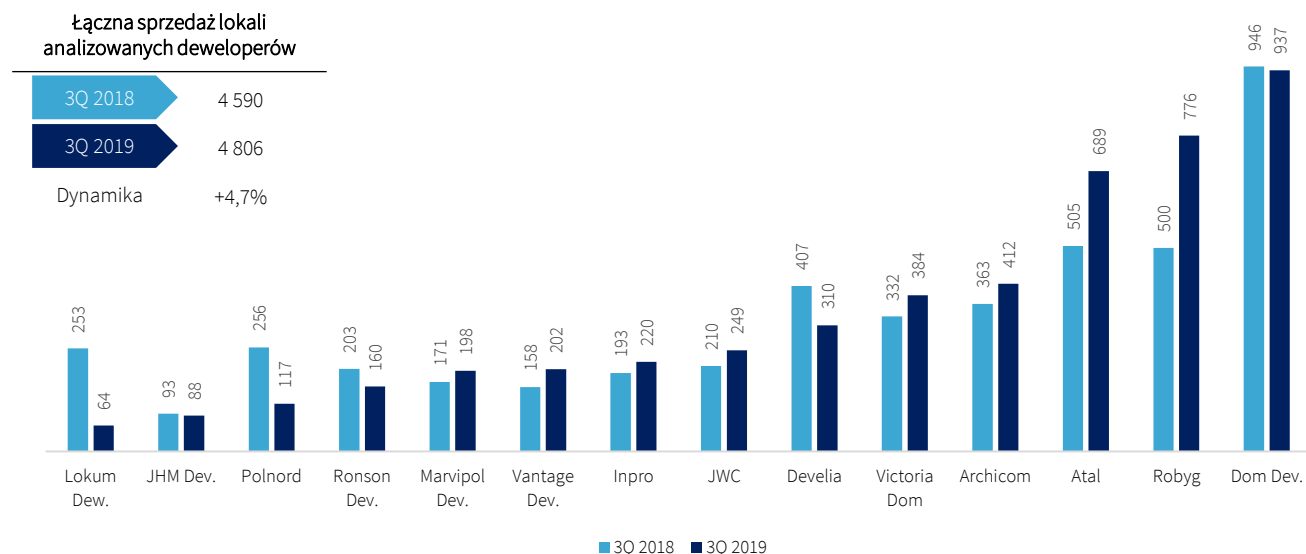
W 3Q bieżącego roku ujęte w niniejszym opracowaniu podmioty^{1,2} sprzedały **4 806 mieszkań** w porównaniu z 4 590 w analogicznym okresie roku poprzedniego, co oznacza **4,7% wzrost q/q**. Zestawiając ze sobą dane podsumowujące pierwsze trzy kwartały roku, okazuje się, że w 1-3Q 2019 r. deweloperzy osiągnęli wolumen kontraktacji lokali na poziomie **13 977** wobec 14 774 w 1-3Q 2018 r., co oznacza **5,4% spadek r/r**.

5,4% spadek jest konsekwencją słabego pod względem sprzedaży 1Q 2019 r., w którym deweloperzy mieli znaczące problemy z uzupełnianiem oferty na skutek problemów związanych z otrzymywaniem decyzji administracyjnych, do czego istotnie przyczynił się okres wyborów samorządowych, podczas którego urzędy działały mniej sprawnie. Szersze przedstawienie sytuacji zostało szczegółowo opisane w poprzednich edycjach naszego raportu.

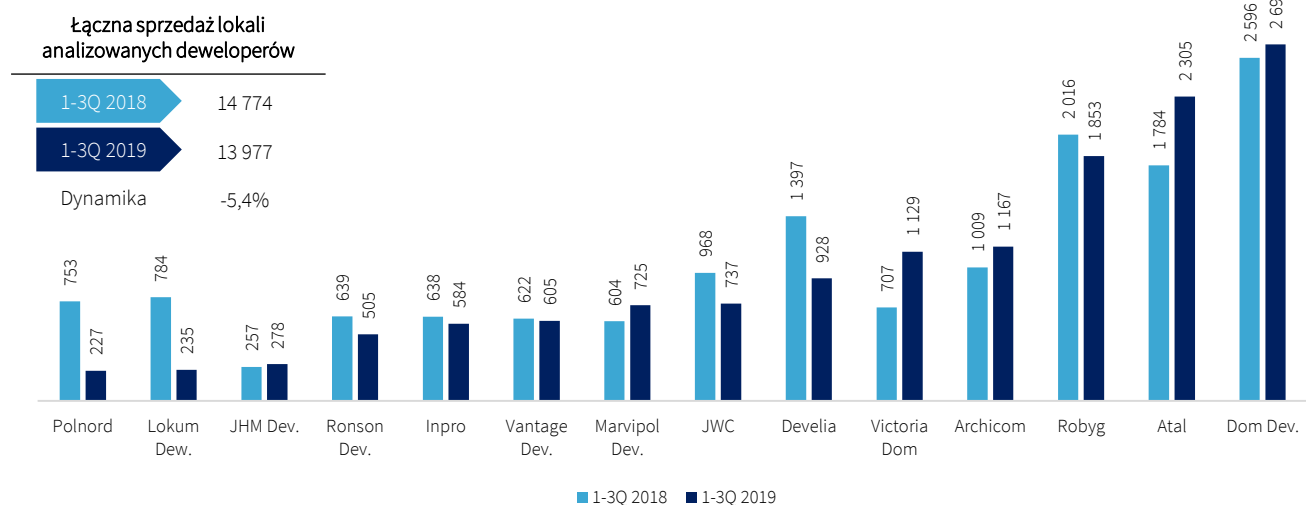
Sumując dane za 2Q i 3Q 2019 r. okazuje się, że w tych dwóch kwartałach deweloperzy sprzedali **9 505 mieszkań** wobec 9 190 w analogicznych kwartałach poprzedniego roku, co oznacza **3,4% wzrost r/r**.

W naszej ocenie ostatnie dane sprzedażowe są potwierdzeniem stawianych przez nas też w poprzednich edycjach raportu, że popyt na lokale mieszkalne utrzymuje się wciąż na zadowalającym poziomie. Sprzyjające otoczenie makroekonomiczne kolejny kwartał z rzędu wspiera koniunkturę rynku mieszkaniowego. W naszej ocenie zaraportowane dane sprzedażowe mogłyby być jeszcze wyższe, jednak coraz większa liczba deweloperów mimo mocno rozgrzanego rynku świadomie zwalnia tempo sprzedaży, chcąc jak najlepiej zarządzać swoją ofertą w celu maksymalizowania marż na realizowanych projektach.

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2018 r. oraz 3Q 2019 r. ^{1,2,3}



Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1-3Q 2018 r. oraz 1-3Q 2019 r. ^{1,2,4}



¹Z wyłączeniem i2 Development, które do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowało poziomu sprzedaży oraz rozpoznai w 3Q 2019 r.

²Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy.

³Dane dla Robyg za 3Q 2019 r. stanowią szacunek powstały na podstawie komunikatu Grupy.

⁴Sprzedaż zaraportowana przez Polnord w 2Q 2019 r. jest wartością brutto, która nie uwzględnia anulacji umów

Dom Development wraca na fotel lidera

W 3Q 2019 r. najwięcej mieszkań sprzedał **Dom Development** (946 lokali) odnotowując tym samym powrót na pozycję lidera, którą w drugim kwartale bieżącego roku piastował **Atal**. Grupa **Dom Development** w 3Q 2019 r. zakontraktowała 588 mieszkań na terenie Warszawy wobec 706 lokali w analogicznym okresie roku poprzedniego. W okresie lipiec – wrzesień 2019 r. deweloper znalazł także nabywców na 219 lokali w Trójmieście w porównaniu do 180 mieszkań rok wcześniej. W naszej ocenie udział trójmiejskich projektów w sprzedaży dewelopera będzie w kolejnych okresach coraz wyższy. Z każdym kolejnym kwartałem umacniamy się w przekonaniu, że akwizycja **Euro Styl** była bardzo dobrym posunięciem. Podobny model biznesowy obu spółek pozwolił **Dom Development** szybko osiągnąć zakładane synergije. Spodziewamy się, że deweloper kolejny rok z rzędu zdoła osiągnąć sprzedaż na poziomie ok. 3 600 lokali.

W 1-3Q 2019 r. **Atal** znalazł nabywców na 2 305 lokali, co wobec pierwotnego tegorocznego celu sprzedażowego na poziomie ok. 2 500 mieszkań jest niewątpliwie bardzo dobrym wynikiem. Duże zainteresowanie projektami dewelopera wśród kupujących przełożyło się na podwyższenie oczekiwań odnośnie wolumenu sprzedaży w 2019 r. Według ostatnich doniesień prasowych **Atal** jest mocno przekonany, że zdoła w tym roku przekroczyć poziom sprzedaży 3 000 lokali, co będzie stanowić rekordowy odczyt w historii dewelopera. Uważamy, że działalność **Atal** jest najlepiej zdywersyfikowana pod względem geograficznym wśród analizowanych w raporcie podmiotów. Po pierwszych dziewięciu miesiącach struktura sprzedaży 2 305 lokali prezentowała się następująco: Warszawa (21,5%), Łódź (17,4%), Kraków (15,7%), Wrocław (15,6%), Katowice (12,6%), Poznań (11,6%), Trójmiasto (5,6%). Tym samym nie spodziewamy się, aby deweloper rozszerzał swoją działalność o nowe miasta Polski. Dodatkowo, w ostatnim czasie **Atal** poinformował o wejściu na rynek niemiecki.

Pierwsze trzy kwartały bieżącego roku okazały się bardzo udane dla **Victoria Dom**, która nie zwalniając tempa co kwartał raportuje sprzedaż przekraczającą poziom 350 mieszkań. W 1-3Q 2019 r. deweloper znalazł nabywców na 1 129 lokali, co

oznacza wzrost o 59,7% r/r. Jesteśmy zdania, że realizacja tegorocznego celu sprzedażowego (1 500 mieszkań) może zostać zrealizowana nawet z lekką nawiązką. Uważamy, że deweloper posiada stabilne fundamenty, aby na stałe zagościć w gronie liderów sprzedających na terenie Warszawy.

Wśród deweloperów, którzy w 2019 r. zdecydowali się zrewidować swoje cele sprzedażowe z początku roku znajdują się: **Grupa Lokum Deweloper, Develia, Robyg, J.W. Construction** oraz **Polnord**.

Uważamy, że pomimo niskich odczytów sprzedażowych po 1-3Q 2019 r. **Grupa Lokum Deweloper** zdoła osiągnąć sprzedaż na poziomie 400 lokali. W ostatnim czasie podmiot posiadał spore problemy z uzupełnieniem oferty, jednak zintensyfikowane prace związane z uzyskiwaniem niezbędnych decyzji administracyjnych przyczyniły się do wprowadzenia do sprzedaży w 3Q 2019 r. inwestycji **Lokum Monte**, zaś na 4Q bieżącego roku przypada wprowadzenie do oferty projektu **Lokum Vena** oraz krakowskiego projektu **Lokum Salsa**, dla którego Grupa posiada już pozwolenie na budowę. Problemy natury administracyjnej odczuwa wciąż **Develia**, która w tym roku odnotowuje istotne przesunięcia harmonogramu inwestycji przekładające się na spadek dynamiki sprzedaży. Trudności z uzupełnieniem oferty widoczne są również w **Grupie Robyg**, która drugi rok z rzędu aktualizuje swój cel sprzedażowy.

Zaraportowane przez **i2 Development** dane sprzedażowe podsumowujące 1H bieżącego roku oraz relatywnie wolne tempo realizacji niektórych projektów nie napawają w naszej ocenie optymizmem. Dodatkowo, uważamy, że 1-3Q 2019 r. pod względem sprzedaży nie był udany dla **Polnord** oraz **J.W. Constuction**.

Naszym zdaniem nic nie wskazuje, aby problemy z realizacją tegorocznego celu sprzedażowego miał **Archicom** oraz **Marvipol Development**. Założenia dotyczące wolumenu kontrakcji postawione sobie przez **Vantage Development** w naszej ocenie również powinny zostać w tym roku zrealizowane.

Cele sprzedażowe analizowanych deweloperów (liczba lokali)

Deweloper	Bazowy cel sprzedażowy na 2019 r.	Zaktualizowany cel sprzedażowy na 2019 r.	Realizacja celu sprzedażowego ^{1,2}
Archicom	1300 - 1600		89,8%
Atal	2 500	3 000	76,8%
Dom Development	ok. 3 600		75,0%
J.W. Construction	ok. 1 500	ok. 1 000	73,7%
Develia	ok. 2 000	ok. 1700	54,6%
Lokum Deweloper	800	400	58,8%
Marvipol Development	Dwucyfrowy (%) wzrost r/r.		78,1%
Polnord	ok. 570 (ważona udziałem Polnord)	500 (ważona udziałem Polnord)	45,4%
Robyg	ok. 2 700	2 300	80,6%
Ronson Development	800		63,1%
Vantage Development	ok. 900		67,2%
Victoria Dom	ok. 1 500		75,3%

¹Uwzględniając dolny przedział publikowanego celu sprzedażowego

²Uwzględniając aktualny cel sprzedażowy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Przekazania lokali

Niski poziom przekazania w 3Q 2019 r. Kumulacja rozpoznań przypada na ostatni kwartał roku

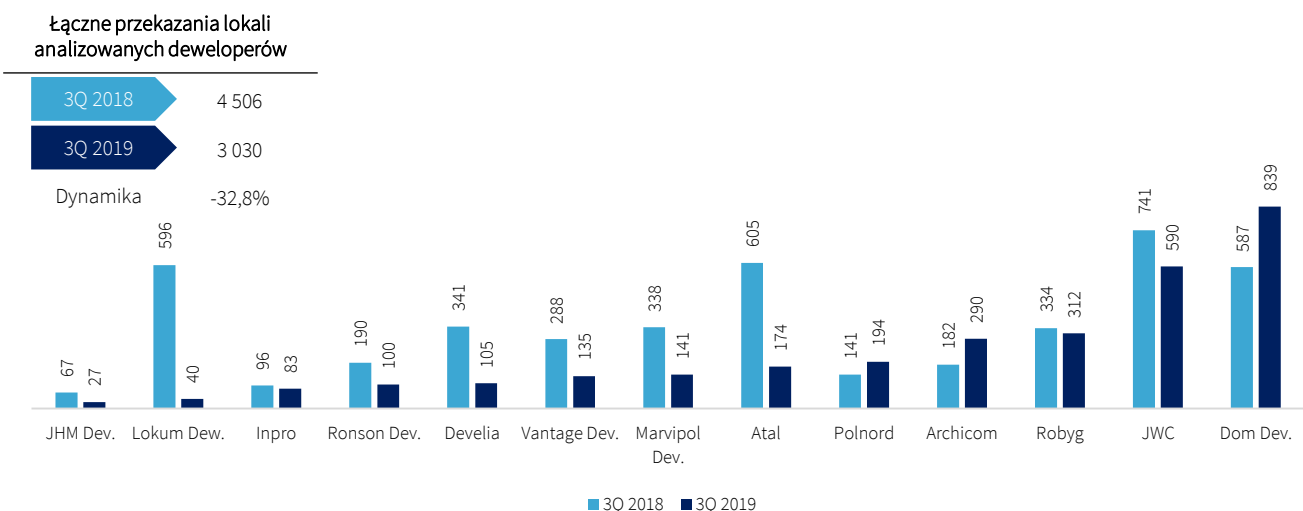
W 3Q 2019 r. ujęci w naszym raporcie deweloperzy przekazali klientom klucze od **3 030 lokali**, co oznacza spadek względem analogicznego okresu roku poprzedniego o 32,8%. Sumując ze sobą wolumeny przekazania w trzech pierwszych kwartałach bieżącego roku otrzymujemy poziom **11 446 mieszkań** w stosunku do 12 721 rok wcześniej. Zaraportowane odczyty rozpoznań są pochodną harmonogramu realizacji inwestycji, z których wynika, że znaczna część wydań lokali przypada na ostatni kwartał bieżącego roku.

W 1-3Q 2019 r. najwięcej mieszkań przekazał klientom **Dom Development** (2 494 lokali). Należy podkreślić, że Grupa bez opóźnień realizuje swoje wszystkie inwestycje. Uważamy, że deweloper zdola w ostatnim kwartale rozpoznać w wyniku ponad 1 tys. mieszkań i tym samym wydać w bieżącym roku swoim klientom klucze do ok. 3 500 lokali.

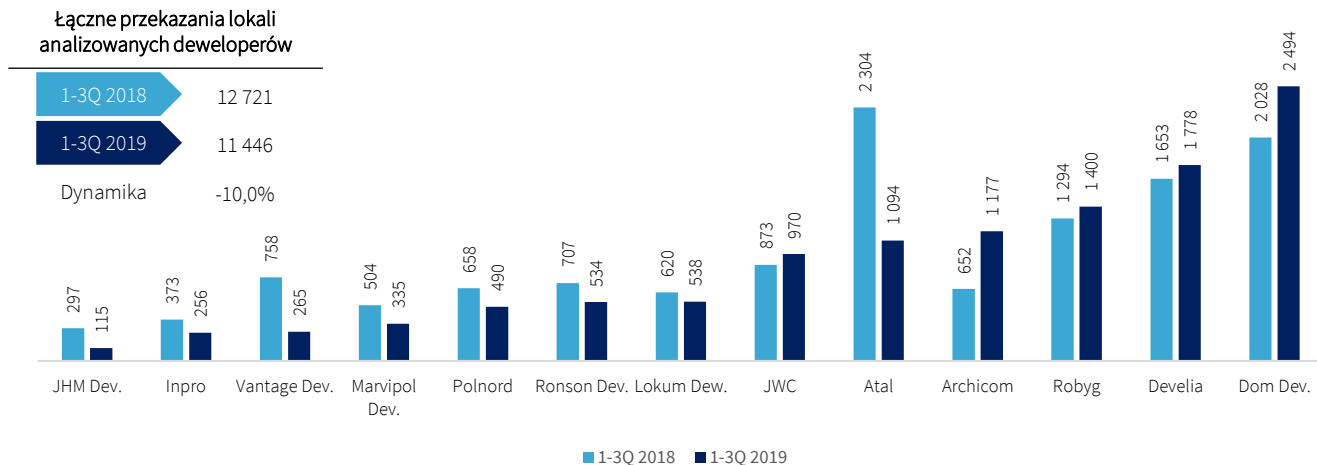
Drugie miejsce pod względem liczby przekazania mieszkań w 1-3Q 2019 r. odnotowała **Develia**, która rozpoznała w tym czasie 1 778 lokali, z czego aż 1 163 w pierwszym kwartale bieżącego roku. Uważamy, że z powodu problemów z wprowadzaniem nowych inwestycji do oferty, bazy harmonogram przyszłych przekazania dewelopera został w ostatnim czasie istotnie zmodyfikowany.

Ostatnie miejsce na podium w zakresie liczby wydanych kluczy po pierwszych trzech kwartałach 2019 r. osiągnął **Robyg** – ok. 1400 lokali. Harmonogram prowadzonych projektów wskazuje, że w tym roku deweloper rozpozna zgodnie z planem 2 800 – 3 000 mieszkań, co oznacza, że większa część tegorocznych przekazania będzie mieć miejsce w ostatnim kwartale roku ok.

Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2018 r. oraz 3Q 2019¹



Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1-3Q 2018 r. oraz 1-3Q 2019¹



¹ Bez uwzględnienia i2 Development, Robyg oraz Victoria Dom ze względu na brak danych porównywalnych

Sprzedaż i przekazania lokali - podsumowanie

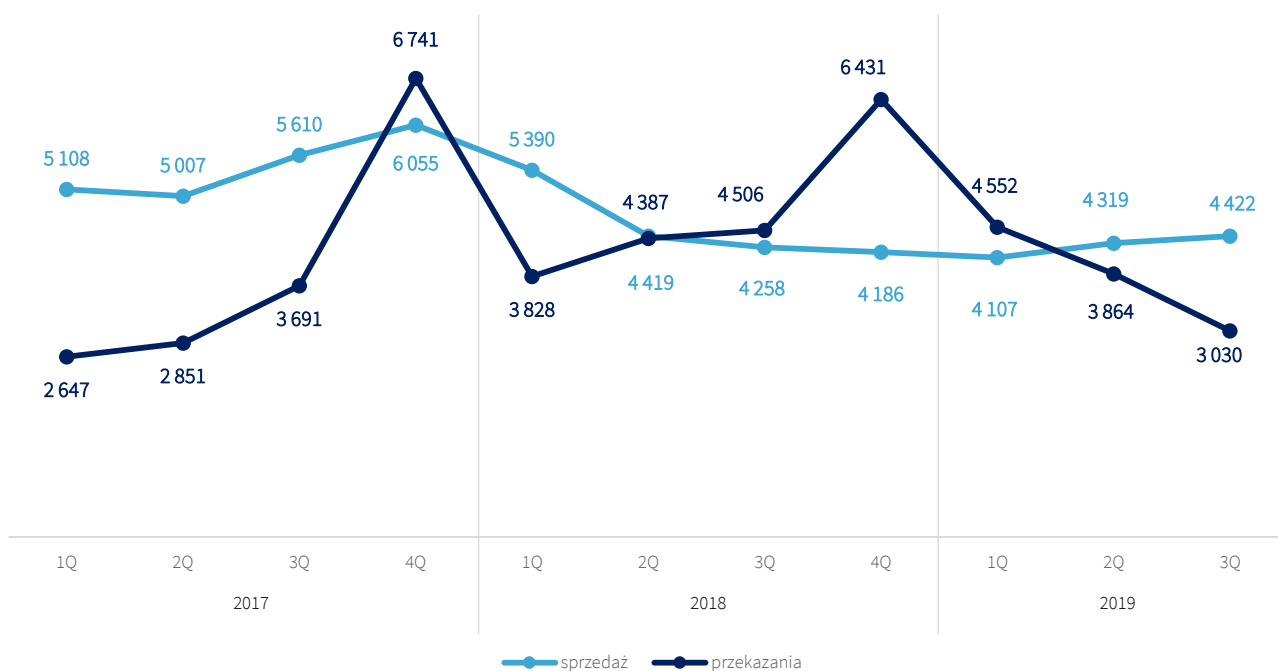
Tegoroczny plan poziomu rozpoznania powinien zrealizować również **Archicom** (cel: 1 500 – 1 600), który po pierwszy trzech kwartałach 2019 r. wydał 1 177 mieszkań, z czego aż 730 lokali zostało rozpoznanych w rekordowym w historii dewelopera 2Q 2019 r. Bazując na harmonogramie projektów Archicom należałoby się jednak spodziewać, że łączny poziom tegorocznych wydań będzie bliższy dolnej granicy celu przekazania.

W bieżącym roku **Atal** planuje przekazać swoim klientom klucze od 2 500 lokali. W okresie styczeń – wrzesień deweloper rozpoznął w wyniku 1 094 lokale, co wskazuje, że kumulacja wydań również przypadnie na ostatni kwartał roku. Zarząd

zaznacza jednak, że realizacja postawionego sobie celu jest zależna od procedur administracyjnych. Należy zwrócić uwagę, że deweloper posiada bardzo wysoki potencjał przekazania na kolejne lata: 2020 r. – 3 265 lokali, 2021 r. – 3 833 lokali.

W ostatnim kwartale roku powinniśmy spodziewać się wysokiego poziomu przekazania ze strony **Grupy Inpro** (w 4Q 2019 r. planowane jest oddanie 5 projektów), **JHM Development**, **Vantage Development** oraz **Marvipol Development**.

Łączna kwartalna sprzedaż oraz liczba przekazania w okresie 2017 – 3Q 2019 r.^{1,2}



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

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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

Mniejszy udział obligacji korporacyjnych w strukturze finansowania deweloperów

Na koniec 1H 2019 r. obligacje korporacyjne stanowiły 71,1% zadłużenia finansowego deweloperów mieszkaniowych, którzy zostali ujęci w niniejszym raporcie. Oznacza to spadek zaangażowania obligacji w stosunku do danych z grudnia 2018 r. oraz odczytu podsumowującego 1H 2018 r. odpowiednio o 3,2 p.p. i 4,1 p.p. (zaznaczamy jednak, że część deweloperów nie wydzieliła zobowiązań finansowych powstałych na skutek zastosowania MSSF 16, co może zniekształcać zaprezentowane wyniki za 1H 2019 r.).

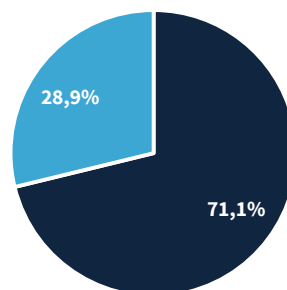
Warto jednak pamiętać, że środki uzyskiwane z emisji obligacji służą deweloperom przede wszystkim do zakupu nowych gruntów. Tych natomiast jest w dużych miastach coraz mniej (szczególnie w Warszawie), a ceny pozostają wciąż mocno wygórowane, w związku z czym niektórzy deweloperzy relatywnie wolno uzupełniają bank ziemi lub wchodzą na nowe, tańsze rynki, co wiąże się z brakiem zapotrzebowania na nowe finansowanie. Dodatkowo, wysoki poziom środków pieniężnych zgromadzonych z nadwyżek z projektów zrealizowanych w ubiegłych latach umożliwia wielu deweloperom zakup nowych działek przy wykorzystaniu własnych zasobów gotówkowych. Deweloperzy będący już właścicielami gruntu są w stanie sfinansować przedsięwzięcie przy wykorzystaniu środków klientów oraz finansowania bankowego, które w ostatnim czasie zwiększa swój udział w strukturze źródeł finansowania.

Na koniec czerwca 2019 r. ujęci w raporcie deweloperzy wykazali dług netto na poziomie blisko 3,3 mld PLN, co oznacza wzrost odczytu w stosunku do grudnia 2018 r. o ponad 372 mln PLN (+12,9% r/r). W pierwszej połowie roku analizowane przez nas podmioty zwiększyły poziom zadłużenia odsetkowego o 392 mln PLN, odnotowując jednocześnie wzrost poziomu środków pieniężnych o 20 mln PLN.

Podtrzymujemy naszą opinię z poprzedniej edycji raportu i dalej uważamy, że zadłużenie sektora znajduje się wciąż na bezpiecznym poziomie. Jesteśmy zdania, że zdecydowana większość deweloperów posiada zdolność do zwiększenia udziału finansowania dłużnego. Uważamy, że struktura zapadalności długu przeważającej ilości ujętych w raporcie spółek jest bardzo dobrze skorelowana z przyszłymi przepływami operacyjnymi z realizowanych projektów.

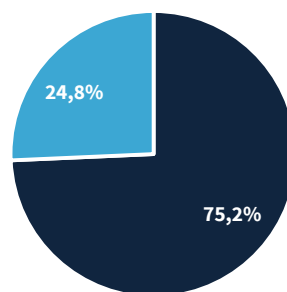
Jesteśmy zdania, że mediana wskaźników zadłużenia sektora deweloperskiego na koniec 1H 2019 r. (dług netto / kapitał własny = 0,48x oraz zobowiązania / suma bilansowa = 0,60x) nie znajdowały się na szczególnie wysokich poziomach.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.06.2019 r.



■ Obligacje ■ Kredyty i inne zobowiązania finansowe

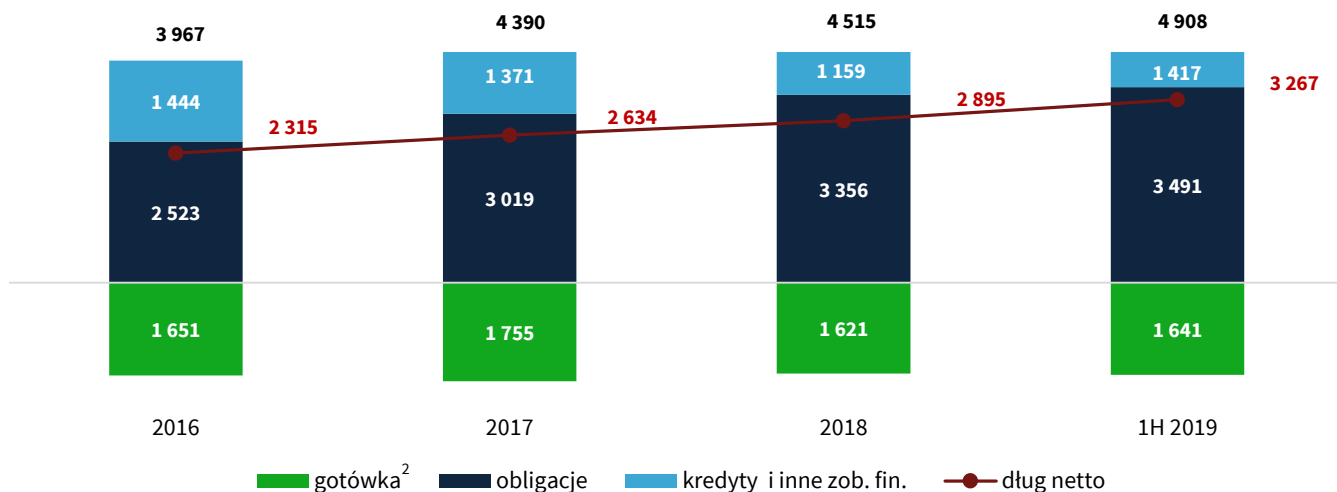
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.06.2018 r.



■ Obligacje ■ Kredyty i inne zobowiązania finansowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan gotówki, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2016 – 1H 2019 (w mln zł) ¹



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

² Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

2Q 2019 r. pod znakiem wzrostu poziomu długu finansowego netto analizowanych deweloperów

Kolejny kwartał z rzędu deweloperem o najniższym długu netto pozostała **Grupa Lokum Deweloper**, która na koniec 2Q odnotowała odczyt w wysokości 31,4 mln PLN wobec -16,1 mln PLN kwartał wcześniej. Należy zaznaczyć, że wzrost jest związany ze spadkiem poziomu środków pieniężnych (-48,7 mln PLN q/q). Jednak biorąc pod uwagę przedterminowy wykup obligacji serii D (75,0 mln PLN), wypłatę dywidendy (36,0 mln PLN) oraz zakup nowych gruntów (31,6 mln PLN) należy uznać, że sytuacja gotówkowa Grupy jest stabilna.

Nie zmieniła się również pozycja **Atal**, który ponownie wykazał najwyższą wartość długu odsetkowego netto osiągając na koniec 2Q 2019 r. poziom 614,1 mln PLN, co oznacza wzrost o 47,4 mln PLN q/q. Porównując dane na koniec czerwca 2019 r. ze stanem z końca ubiegłego roku okazuje się, że w pierwszej połowie 2019 r. deweloper zwiększył poziom długu finansowego o 223,1 mln PLN, w tym 205,1 mln PLN z tytułu emisji obligacji. Warto odnotować, że znacząca część emitowanego przez Atal długu jest regularnie obejmowana przez podmioty powiązane z głównym akcjonariuszem dewelopera. Widoczny wzrost zadłużenia oraz spadek kapitału własnego za sprawą wypłaty dywidendy (182,9 mln PLN) w 2Q 2019 r. sprawiły, że deweloper kolejny kwartał z rzędu odnotowuje wzrost wskaźników zadłużenia, które na koniec czerwca 2019 r. znajdowały się na wysokich poziomach. Spodziewamy się jednak, że na koniec roku na skutek wysokiego poziomu rozpoznania lokali w wyniku finansowym wskaźniki dewelopera będą znacznie niższe.

Najwyższy wartościowo wzrost zadłużenia finansowego netto na koniec 2Q 2019 r. w stosunku do kwartału poprzedniego odnotowała działalność deweloperska **Develia** (+110,3 mln PLN). Wzrost odczytu jest związany ze znaczącym spadkiem salda środków pieniężnych przypisanych do segmentu (-102,6 mln PLN). Jednak należy odnotować, że poziom środków

pieniężnych w całej Grupie wzrósł o 5,4 mln PLN. Dodatkowo, spodziewamy się, że na skutek sprzedaży budynków komercyjnych w 2H 2019 r. deweloper uwolni środki pieniężne, co pozytywnie przełoży się na spadek zadłużenia finansowego, jak i na widoczne zasilenie kasy dewelopera.

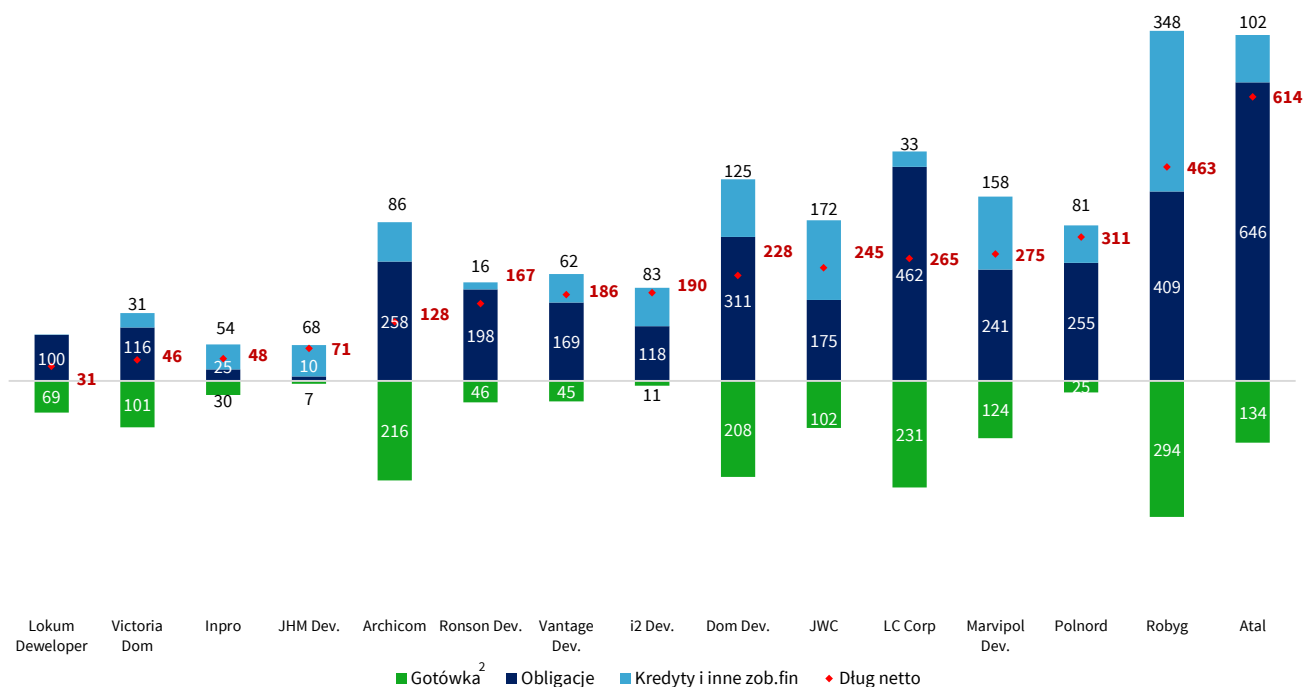
Poziom długu wzrósł zauważalnie również u **Dom Development** (+104,8 mln PLN) osiągając na koniec 2Q 2019 r. poziom 227,9 mln PLN. Tak wysoki stopień zadłużenia (DN / KW = 0,24x) był u dewelopera dawno nie widziany, co i tak nadal czyni go jednym z najniższych w branży. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach wskaźniki mierzące poziom zadłużenia Grupy nie powinny wzrastać.

Wśród analizowanych w raporcie deweloperów spadek długu finansowego netto w 2Q 2019 r. w stosunku do poprzedniego kwartału odnotowały jedynie dwa podmioty: **i2 Development** (-7,1 mln PLN) oraz **Grupa Inpro** (-1,6 mln PLN). Zgodnie z przyjętą w raporcie metodyką Inpro kolejny kwartał z rzędu jest jednym z najmniej zadłużonych w raporcie spółek w odniesieniu do poziomu posiadanego kapitału własnego.

Inaczej sprawa wygląda w przypadku **i2 Development**, które w naszej ocenie posiada wciąż obciążony bilans. Dodatkowo, deweloper co kwartał znajduje się blisko złamania emisyjnych kowenantów w zakresie odczytu wskaźnika dług netto / kapitał własny, który zgodnie z warunkami emisji nie może przekroczyć 0,7x. Utrzymanie wskaźnika poniżej tego progu zarówno w 2018 r. jak i na koniec czerwca 2019 r. Grupa osiągnęła dzięki wykazywaniu istotnych zdarzeń jednorazowych.

Metodyka wyliczenia długu netto oraz wskaźników zadłużenia została przedstawiona na 30 stronie niniejszego opracowania.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 1H 2019 r. (w mln zł)¹



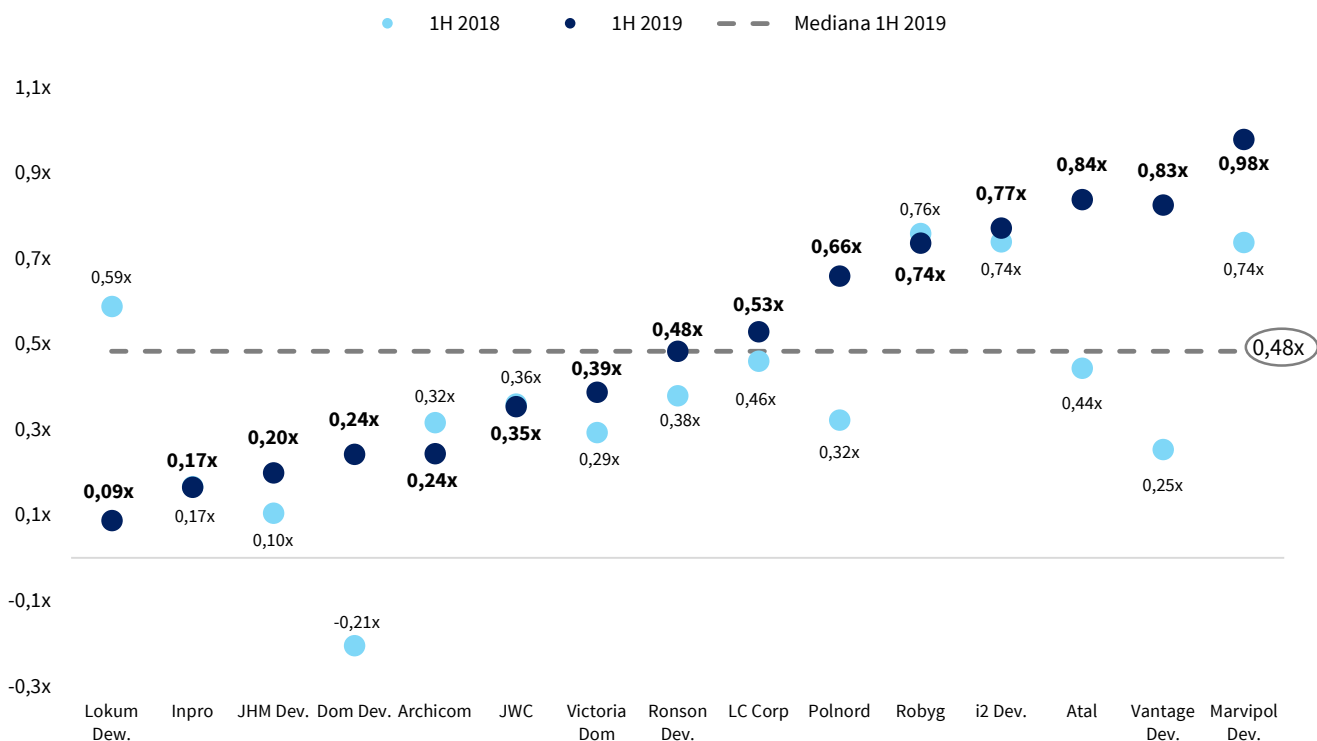
¹ W przypadku LC Corp, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.

² Środki pieniężne i ich ekwiwalenty z wyłączeniem środków o ograniczonej możliwości dysponowania

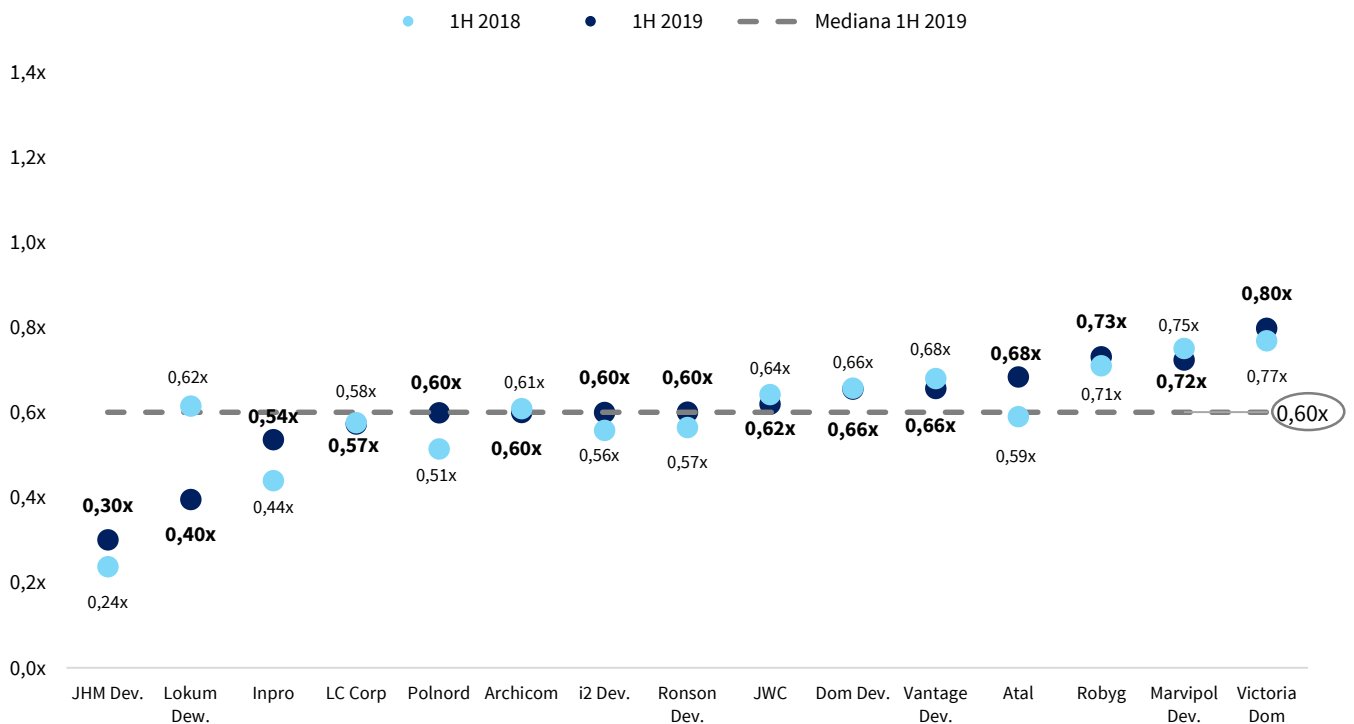
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza wskaźników zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1H 2018 r. oraz 1H 2019 r. ¹



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1H 2018 r. oraz 1H 2019 r. ¹



¹ W przypadku Marvipol oraz Vantage Development wydzielone segmenty mieszkaniowe.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Niska aktywność branży na rynku długu korporacyjnego w 1-3Q 2019 r.

Po pierwszych trzech kwartałach 2019 r. ujęte w raporcie podmioty przeprowadziły jedynie 13 emisji obligacji, z czego 4 z nich zostały objęte przez podmioty powiązane. Łączna wartość pozyskanego w 1-3Q bieżącego roku przez analizowanych deweloperów kapitału dłużnego wyniosła **730,7 mln PLN**, z czego aż 624,1 mln PLN przypadło na pierwszą połowę roku.

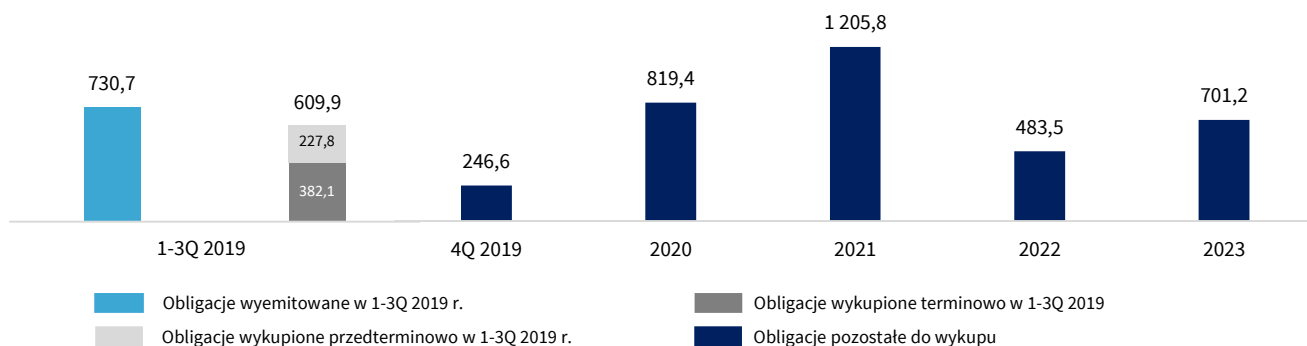
Spadek aktywności można częściowo tłumaczyć bardziej wymagającym dla emitentów rynkiem, na co składają się wyższe oczekiwania inwestorów związane z przesileniem podmiotów reprezentujących sektor deweloperki w portfelach funduszy oraz gorszym sentymentem rynku obligacji w stosunku do lat poprzednich. Dodatkowo, tak jak wcześniej adresowaliśmy, środki pozyskane w ramach emisji są w większości przeznaczone przez deweloperów na rozbudowę banku ziemi, zaś w naszej ocenie większość ujętych w raporcie deweloperów posiada stabilny bank gruntów, zapewniający kilkuletnią produkcję, co nie determinuje zakupu nowych nieruchomości w obliczu

wysokich cen działek oraz deficytu atrakcyjnych lokalizacji.

W 1-3Q 2019 r. analizowany przez nas deweloperzy dokonali wykupów o łącznej wartości **609,9 mln PLN**, z czego 227,8 mln PLN obligacji zostało wykupione przed terminem ich zapadalności. W ostatnim kwartale roku ujęte przez nas w raporcie podmioty są zobowiązane do wykupu 246,6 mln PLN, zaś w 1Q 2020 r. kolejnych 206,7 mln PLN. Na koniec czerwca 2019 r. łączny outstanding z tytułu wyemitowanych obligacji wyniósł **3,46 mld PLN**.

Jesteśmy zdania, że w kolejnych kwartałach nie dojdzie do wzmożonej aktywności w zakresie plasowania nowych ofert. Uważamy, że nowe emisje będą raczej refinansować zapadający dług z możliwością nieznaczącego podwyższenia wartości nowych ofert w celu pozyskania dodatkowych środków, co powinno skutkować utrzymaniem outstandingu branży na stabilnym oraz bezpiecznym poziomie.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2H 2019 – 2023 (w mln zł) według stanu na dzień 30.09.2019 r.



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

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2019 r.

Deweloper	Data emisji	Uplaszowana wartość emisji (mln PLN)	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Ronson	styczeń 2019	32,3	4,0 ²	WIBOR 6M + 3,50%	Tak
Atal	kwiecień 2019	100,0	2,0	WIBOR 6M + 1,90%	Nie
Vantage Dev.	kwiecień 2019	45,4	3,5	WIBOR 6M + 4,70%	Nie
Develia	maj 2019	60,0	4,0	WIBOR 3M + 3,80%	Nie
Archicom	czerwiec 2019	60,0	4,0	WIBOR 6M + 3,30%	Nie
Marvipol	czerwiec 2019	60,0	3,5 ²	WIBRO 6M + 4,25%	Nie
Victoria Dom	czerwiec 2019	19,4	3,0	WIBRO 6M + 5,00%	Nie
Victora Dom	sierpień 2019	6,6	3,0	WIBRO 6M + 5,00%	Nie
Atal	wrzesień 2019	100,0	2,0	WIBOR 6M + 1,90%	Nie
Suma		483,7			
Atal ¹	styczeń 2019	40,0	2,0	3,20%	Nie
	maj 2019	58,0	2,0	3,20%	Nie
	czerwiec 2019	46,0	4,0	WIBOR 6M + 1,90%	Nie
	czerwiec 2019	103,0	4,0	WIBOR 6M + 1,90%	Nie
Suma		730,7			

¹emisje objęte przez podmioty powiązane

²okresowa amortyzacja

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

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

W 1-3Q 2019 r. najwięcej kapitału poprzez emisje obligacji pozyskał **Atal**, który przeprowadził 6 ofert opiewających łącznie na kwotę 447,0 mln PLN, z czego 4 serie o łącznej wartości nominalnej 247,0 mln PLN zostały objęte przez podmioty powiązane z deweloperem. Instrumenty Atal cieszą się nieustającym zainteresowaniem inwestorów, o czym może świadczyć każdorazowa pełna subskrypcja oferty mimo utrzymującego się oprocentowania, które dla ostatnich serii wynosi WIBOR 6M + 1,90%. Atal posiada najwyższy outstanding, który na koniec września 2019 r. wynosił 741,2 mln PLN. Jesteśmy zdania, że deweloper dzięki spodziewanym wysokim poziomom rozpoznania w kolejnych latach oraz silnemu wsparciu kapitałowemu głównego akcjonariusza nie będzie mieć problemów z bieżącą obsługą / refinansowaniem zapadających w przyszłości serii obligacji.

W 3Q bieżącego roku jedynym poza Atal deweloperem, który zdecydował się na emisję obligacji była **Victoria Dom**, która w sierpniu 2019 r. przydzieliła obligacje serii L w kwocie 6,6 mln PLN w ramach oferty do 15,0 mln PLN. Miesięczna subskrypcja zakończyła się udziałem w ofercie 38 inwestorów, którzy za objęcie blisko 3-letniego długu mogą liczyć na oprocentowanie w wysokości WIBOR 6M + 5,00%. Deweloper zatem drugi raz z rzędu nie zdołał w tym roku przydzielić pełnej oferty. Przypominamy, że w czerwcu w ramach oferty do 50,0 mln PLN Spółka pozyskała 19,4 mln PLN, które zostało częściowo przeznaczone na umorzenie obligacji serii G w kwocie 6,4 mln PLN. Dodatkowo, na dzień 9 grudnia zaplanowano przedterminowy wykup zasymilowanych serii G oraz H o bazowym terminie zapadalności przypadającym na czerwiec 2019 r. w kwocie 8,3 mln PLN.

W naszej ocenie 4Q 2019 r. będzie bardzo wymagający dla **Polnord**, który w ostatnim kwartale 2019 r. jest zobowiązany do wykupu obligacji o łącznej kwocie 107,2 mln PLN. W poprzedniej edycji raportu adresowaliśmy, że naszym zdaniem obsługa zadłużenia przepływami z podstawowej działalności operacyjnej spółki będzie mało prawdopodobna. W sierpniu deweloper podjął projekt uchwały w sprawie podniesienia kapitału poprzez przeprowadzenie SPO do kwoty 150,0 mln PLN. Uważamy, że wypłacalność Polnord w najbliższych okresach jest zależna od

decyzji stron trzecich, bowiem nie spodziewamy się, aby wyniki finansowe za 2H 2019 r. były wysoce zadowalające.

W 4Q 2019 r. zapadają również obligacje w kwocie 42,3 mln PLN, które zostały wyemitowane przez **J.W. Construction**. W naszej opinii deweloper będzie dążyć do refinansowania długu. Uważamy, że nawet jeżeli działania okażą się nieskuteczne, to deweloper posiada silną pozycję gotówkową umożliwiającą spłatę zadłużenia przy wykorzystaniu środków własnych.

Na początku października swoje obligacje terminowo wykupił **Atal** (80,0 mln PLN) oraz **i2 Development** (8,9 mln PLN). Spodziewamy się, że w przypadku drugiego z deweloperów przełomowy z perspektywy dalszej działalności może okazać się 1Q 2020 r., w którym podmiot będzie zobowiązany do wykupu obligacji o łącznej wartości 45,0 mln PLN. W naszej ocenie istnieją przesłanki ku temu, aby twierdzić, że spłata zadłużenia za pomocą przepływów wygenerowanych z działalności operacyjnej dewelopera może być niewystarczająca. Spodziewamy się, że i2 Development będzie dążyć do częściowego bądź całościowego refinansowania obligacji, co także może okazać się trudnym zadaniem. Naszym zdaniem ostatnie słabe wyniki sprzedażowe nie są prognostykiem zadowalających odczytów finansowych w kolejnych okresach. Dodatkowo, aktywność i2 Development w zakresie wprowadzania nowych lokali do oferty również w naszej ocenie była niska.

Na pierwszy kwartał przyszłego roku przypadają również wykupy obligacji wyemitowanych przez **Ronson** (10,0 mln PLN) oraz **Atal** (22,0 mln PLN). Naszym zdaniem oba podmioty terminowo wywiążą się ze swoich zobowiązań. Można również przypuszczać, że w przypadku Atal dojdzie do refinansowania zadłużenia przy wykorzystaniu kapitału pochodzących od podmiotów powiązanych.

Na dzień dzisiejszy uważamy, że zdecydowana większość ujętych w naszym raporcie deweloperów ma dobrze dopasowaną strukturę zapadalności długu do prognozowanych przepływów z prowadzonych projektów deweloperskich.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 4Q 2019 r. – 2023 r. (w mln zł)

Deweloper	Emisje		Wykupy		Wykupy					Suma do wykupu
	1H 2019	3Q 2019	1H 2019	3Q 2019	4Q 2019	2020	2021	2022	2023	
Atal	347,0	100,0	140,7	0,0	80,0 ¹	144,2	368,0	0,0	149,0	741,2 ²
Develia	60,0	0,0	50,0	0,0	0,0	99,0	140,0	161,0	60,0	460,0
Robyg	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,3	0,0	360,0	405,3
Dom Development	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	110,0	50,0	50,0	310,0
Polnord	0,0	0,0	0,0	29,6	107,2	43,2	76,8	0,0	0,0	227,2
Marvipol	60,0	0,0	101,1	28,9	0,0	84,2	69,8	58,0	0,0	212,1
Archicom	60,0	0,0	12,6	48,7	0,0	60,0	22,9	68,3	59,6	210,8
Ronson	32,3	0,0	40,0	10,0	0,0	35,0	74,8	54,8	22,6	187,3
J.W. Construction	0,0	0,0	28,0	0,0	42,3	128,8	0,0	0,0	0,0	171,1
Vantage Development	45,4	0,0	20,0	0,0	0,0	45,0	80,0	45,4	0,0	170,4
Victoria Dom	19,4	6,6	6,4	0,3	8,3	20,0	46,1	46,0	0,0	120,4
i2 Development	0,0	0,0	6,5	9,7	8,9 ³	60,1	39,0	0,0	0,0	107,9
Lokum Deweloper	0,0	0,0	75,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
Inpro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	25,0
JHM Development	0,0	0,0	0,9	1,6	0,0	0,0	8,0	0,0	0,0	8,0
Razem	624,1	106,6	481,1	128,8	246,6	819,4	1 205,8	483,5	701,2	3 456,6

¹Obligacje zostały terminowo wykupione w dniu 2 października 2019 r.

²W tym 321,2 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane

³Obligacje zostały terminowo wykupione w dniu 7 października 2019 r.

ARCHICOM

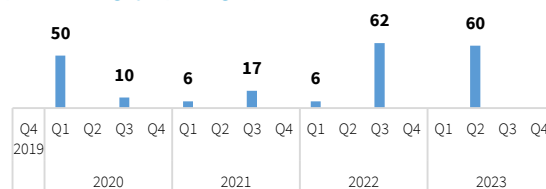
- W 1-3Q 2019 r. Archicom osiągnął sprzedaż w wysokości 1 167 lokali, czyli o 15,7% więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego (1 009 lokali). Tym samym Grupa jest na dobrej drodze do zrealizowania rocznego celu sprzedażowego w wysokości minimum 1300 mieszkań (na koniec 3Q cel był zrealizowany w 89,8%). Sprzedaż w samym 3Q 2019 r. wyniosła 412 lokali (+13,5% r/r).
- W 1-3Q 2019 r. Archicom zawarł 1 177 umów notarialnych przeniesienia własności i sprzedaży, co oznacza wzrost o 80,5% w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego (652 lokali). W samym 3Q 2019 r. Grupa podpisała umowy na 290 lokali. Celem Zarządu na bieżący rok jest przekazanie co najmniej 1500 lokali i jego realizacja nie wydaje się zagrożona. Marża brutto w segmencie mieszkaniowym kształtowała się na bardzo solidnym poziomie 29,0% (+2,9 p.p. r/r). Grupa spodziewa się utrzymania marży w kolejnych kwartałach na poziomie 28-29%.
- 29 lipca 2019 r. Grupa podpisała umowę JV z Zakładami Chemicznymi „Organika” S.A. Wspólne przedsięwzięcie dotyczy realizacji inwestycji mieszkaniowej w Łodzi na około 1 100 mieszkań. Przewidywany udział w zysku Grupy to 59%. Tym samym Archicom dużo mocniej zaznaczy swoją obecność w Łodzi. Na koniec sierpnia Grupa miała w tym mieście 122 lokale w ofercie oraz grunty pozwalające na budowę 342 mieszkań. Grupa poinformowała również o zakupach 4 nowych gruntów we Wrocławiu pod budowę ponad 750 mieszkań. Łączny koszt ich zakupu wyniósł niecałe 60 mln PLN.
- W sierpniu za ponad 80 mln PLN Archicom sprzedał budynek West Forum 1A wraz z gruntami pod kolejne etapy kompleksu. Kredyt przypisany do inwestycji wynosił niecałe 9 mln EUR, w związku z czym transakcja uwolniła około 41 mln PLN środków pieniężnych. Równocześnie zaktualizowano do wartości godziwej wycenę biurowca City Forum One. Zdarzenia wygenerowały łącznie 15,7 mln PLN zysku brutto i 12,4 mln PLN na poziomie netto.
- W lipcu 2019 r. Grupa wypłaciła dywidendę za 2018 r. w kwocie 29,5 mln PLN, tj. 1,15 na akcję. 6 listopada Archicom wypłaci również zaliczkę na poczet dywidendy za 2019 r. w kwocie 16,43 mln PLN tj. 64 groszy na akcję.

w mln PLN	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	270,2	324,7	476,5	148,3	291,9
Zysk brutto ze sprzedaży	72,9	88,1	128,2	38,7	84,8
Marża brutto ze sprzedaży	27,0%	27,1%	26,9%	26,1%	29,0%
EBIT	45,6	70,2	88,3	18,9	61,7
Marża EBIT	16,9%	21,6%	18,5%	12,7%	21,1%
Zysk netto	38,5	57,3	61,4	14,2	49,0
Marża netto	14,2%	17,7%	12,9%	9,6%	16,8%
Kapitał własny	374,7	473,7	491,0	448,6	523,6
Zadłużenie finansowe	115,8	196,2	266,7	221,4	343,2*
Kredyty i inne	53,2	43,0	53,4	63,1	85,6
Obligacje	62,7	153,2	213,4	158,3	257,6
% obligacji w zadłużeniu	54,1%	78,1%	80,0%	71,5%	75,1%
Gotówka	23,1	80,2	106,3	79,4	215,5
Dług netto	92,8	116,0	160,5	142,0	127,7*
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	47,6%	54,1%	58,1%	60,9%	60,0%*
Dług netto/KW	24,8%	24,5%	32,7%	31,7%	24,4%*

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)



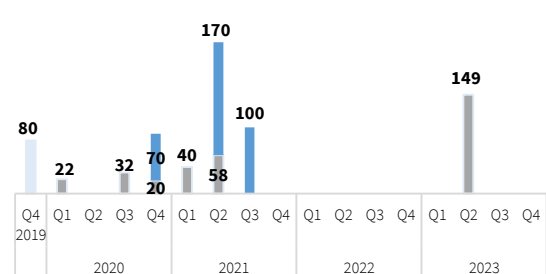
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ATAL

- W 1-3Q 2019 r. sprzedaż Atal wyniosła 2 305 mieszkań i była wyższa od sprzedaży w analogicznym okresie 2018 r. o 29,2%. W samym 3Q 2019 r. sprzedaż wyniosła 689 lokali (+36,4% r/r). Wyższa sprzedaż nie dziwi biorąc pod uwagę istotnie wyższą ofertę - na koniec 1H 2019 r. w ofercie było 4 601 lokali (w tym jedynie 250 ukończonych), co oznacza wzrost oferty w porównaniu do 1H 2018 r. o 59,5%. Grupa podwyższyła cel sprzedażowy z pierwotnych 2 500 lokali do 3 000 mieszkań (realizacja na koniec 3Q: 76,8%).
- W 1-3Q 2019 r. Grupa przekazała łącznie 1 094 lokale (-52,5 r/r), a w samym 2Q 2019 r. przekazanych zostało tylko 174 lokale. Niska ilość przekazanych wyników z harmonogramów w bieżącym roku. W 4Q deweloper planuje zakończenie realizacji 1 392 tys. lokali, z których wg stanu na koniec czerwca 82% miało już nabywców. Potencjał przekazanych na 2020 r. wynosi 3 265 lokali (po 1Q 2019 r. Grupa zapowiadała potencjał na 2020 r. w wysokości 3 713 mieszkań, jednak niektóre inwestycje zostały przesunięte), a na 2021 r. 3 833 lokale.
- W 1H 2019 r. Atal dokonał zakupów działek w Poznaniu, Łodzi, Warszawie oraz Trójmieście o łącznej wartości 76 mln PLN. Pozwalają one na realizację projektów o łącznej PUM ok. 142 tys. mkw. Średnia cena zakupu działki do PUM wyniosła 537 PLN/mkw., co jest wartością bardzo niską. W całym 2019 r. Grupa planowała wydać na zakupy nowych gruntów od 100 do 200 mln PLN. Na koniec 1H 2019 r. projekty w realizacji oraz planowane opiewały łącznie na 20,4 tys. mieszkań o ponad 1 155 tys. mkw PUM.
- Po wieloletnich analizach rynków ościennych Grupa postanowiła o wyjściu na rynek niemiecki. Spółka ATAL Development GmbH, w której 51% należy do głównego akcjonariusza Grupy, a 49% do ATAL S.A. podpisała w sierpniu umowę nabycia gruntu posiadającego pozwolenie na budowę pod wieloetapową inwestycję w Dreźnie za 44,25 mln EUR. Sprzedaż 1 etapu budowanego przez Grupę ruszy na początku listopada, a przekazania planowane są na jesień 2021 r. Na działce deweloper planuje wybudować jeszcze 2 etapy. Planowana marża wynosi ok. 20%, a realizacją projektu zajmie się ATAL Construction.
- We wrześniu 2019 r. Grupa wyemitowała 2-letnie niezabezpieczone obligacje serii AU o wartości 100 mln PLN oraz oprocentowaniu w wysokości WIBOR 6M powiększonym o marżę w wysokości 1,90%. Emisja częściowo posłużyła refinansowaniu zapadającej serii AF o wartości 80 mln PLN.

w mln PLN	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	506,8	865,8	1 055,0	638,0	350,6
Zysk brutto ze sprzedaży	136,9	247,6	283,5	180,0	91,6
Marża brutto ze sprzedaży	27,0%	28,6%	26,9%	28,2%	26,1%
Przychody segmentu dewelop.	495,9	855,6	1 046,9	634,3	347,2
EBIT segmentu dewelop.	109,9	216,3	255,6	163,9	74,6
Marża EBIT	22,2%	25,3%	24,4%	25,8%	21,5%
Zysk netto	89,4	171,2	200,7	131,0	59,5
Marża netto	17,6%	19,8%	19,0%	20,5%	17,0%
Kapitał własny	675,6	788,3	857,3	781,9	732,6
Zadłużenie finansowe	511,1	479,9	524,8	504,8	748,0
Kredyty i inne	254,2	91,8	84,4	103,3	102,4
Obligacje	256,8	388,2	440,5	401,5	645,5
% obligacji w zadłużeniu	50,3%	80,9%	83,9%	79,5%	86,3%
Gotówka	88,6	129,9	29,2	157,8	133,8
Dług netto	422,5	350,0	495,6	347,0	614,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	55,4%	56,0%	54,2%	59,1%	68,4%
Dług netto/KW	62,5%	44,4%	57,8%	44,4%	83,8%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Emisje objęte przez podmioty powiązane = ok. 321 mln PLN
2 października 2019 r. odbył się wykup serii AF o wartości 80,0 mln PLN

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

DEVELIA

- Na początku września LC Corp S.A. zmienił nazwę na Develia S.A. Zmianę nazwy Zarząd tłumaczył chęcią odświeżenia wizerunku oraz oddzielenia tożsamości korporacyjnej od jej byłego większościowego akcjonariusza.
- W 1-3Q 2019 r. Develia sprzedała 928 lokali w porównaniu do 1 397 sprzedanych mieszkań w analogicznym okresie roku ubiegłego (spadek o 33,6%). W samym 3Q 2019 r. deweloper sprzedał 310 lokali (-23,8% r/r). Niższą sprzedaż Zarząd tłumaczy przedłużającymi się procedurami administracyjnymi z czego wynikają przesunięcia we wprowadzeniu inwestycji do sprzedaży. Grupa przyznaje, że realizacja pierwotnego celu sprzedażowego na poziomie 2 000 umów jest raczej nieosiągalna. Na koniec czerwca oferta wynosiła 1 363 lokale. Develia planowała wprowadzić do sprzedaży w 2H 2019 r. łącznie kolejne 1 873 mieszkania.
- W 1-3Q 2019 r. Develia przekazała 1 778 lokali (+7,6% r/r), z których większość miała miejsce w 1Q. W samym w 3Q 2019 r. Spółka przekazała 105 lokali. Marża brutto na bardzo dobrym poziomie 33,5% spadła nieznacznie w porównaniu do analogicznego okresu 2018 r. (-0,9 p.p.).
- Od początku roku do połowy września spółka nabyła/wygrała przetargi na nowe grunty we Wrocławiu oraz Warszawie umożliwiające budowę łącznie 442 mieszkań, jak również zawarła umowy przedwstępne zakupu działek, w tych samych miastach, umożliwiających budowę kolejnych 1039 mieszkań. Grupa analizuje zakup kolejnych gruntów w Gdańsku, Krakowie, Wrocławiu i Warszawie które umożliwiłyby budowę łącznie 7 749 lokali.
- Pod koniec września Develia poinformowała o podpisaniu przedwstępnej umowy sprzedaży budynku Wola Center za kwotę 101,9 mln EUR. Spółka oczekuje że umowa przyrzeczona zawarta zostanie do końca 2019 r. Na koniec czerwca 2019 r. kredyt przypisany do inwestycji wynosił 194,6 mln PLN. W lipcu natomiast Grupa sprzedała budynki Retro Office House we Wrocławiu oraz Silesia Star w Katowicach za łączną cenę 113,2 mln EUR, dla których łączna wartość kredytów wynosiła na koniec czerwca 188,1 mln PLN. W wyniku transakcji Grupa uwolni więc łącznie ok. 550 mln PLN.

- 30 sierpnia 2019 r. Grupa wypłaciła dywidendę w wysokości 120,84 mln PLN, co daje 0,27 PLN na akcję. Dywidenda objęła cały zysk jednostki dominującej z roku 2018 jak również 2,18 mln PLN pochodzące z kapitału zapasowego.

DOM DEVELOPMENT

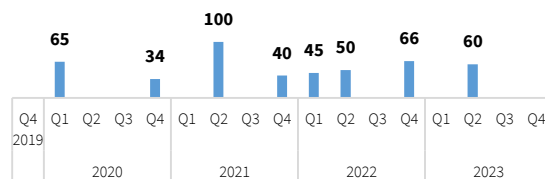
- W 3Q 2019 r. Grupa Dom Development sprzedała 937 mieszkań (-1,0% r/r). Aby utrzymać ubiegłoroczny wolumen kontraktacji mieszkań (3 602 lokale), a tym samym zrealizować plan sprzedaży na 2019 r. Grupa w 4Q powinna znaleźć nabywców na ponad 900 lokali. Biorąc pod uwagę harmonogram inwestycji Grupy, naszym zadaniem zadanie jest wykonalne.
- W trzecim kwartale bieżącego roku deweloper przekazał 839 lokali. Przypominamy, że Grupa podtrzymuje cel tegorocznych przekazania na poziomie 3 500. Po trzech kwartatach Grupa bez opóźnień przekazała klucze od 2 494 lokali (+23,0% r/r) a zatem realizacja założeń na 2019 r. będzie wiązać się z rozpoznaniem w wyniku w ostatnim kwartale roku ponad 1 000 mieszkań. Uważamy, że kolejny rok z rzędu Grupa zdoła zrealizować swoje plany.
- Na koniec czerwca 2019 r. Grupa posiadała w banku ziemi grunty (działki kupione i kontrolowane) o potencjale budowy ponad 12,0 tys. lokali wobec 12,6 tys. mieszkań na koniec 1Q bieżącego roku. Oznacza to, że posiadane przez Grupę Dom Development na dzień 30 czerwca 2019 r. działki zabezpieczają niespełna 3,5 roczny okres produkcji.
- Wyniki finansowe osiągnięte w 1H 2019 r. były znacznie lepsze od oczekiwań analityków. Grupa w pierwszej połowie bieżącego roku osiągnęła przychody w wysokości 766,8 mln PLN (+20% r/r), osiągając przy tym marżę brutto na sprzedaży na poziomie 29,3% (+1,3% r/r). Zarząd dewelopera spodziewa się, że wynik na koniec 2019 r. będzie nie gorszy niż ubiegłoroczny. Zaznaczając jednocześnie, że projekty rozpoznawane w przychodach drugiej połowy roku będą charakteryzować się niższą rentownością niż inwestycje z 1H 2019 r. Spodziewamy się, że w kolejnych latach będziemy obserwować coraz większy udział w wynikach Grupy inwestycji realizowanych na terenie Trójmiasta.
- Pomimo istotnego wzrostu długu netto spowodowanego w znacznej mierze wypłatą dywidendy w wysokości 22,6 9 mln PLN, deweloper wciąż utrzymuje bezpieczny poziom zadłużenia, który jest jednym z najniższych w branży.
- Deweloper posiada bardzo komfortową strukturę zapadalności długu. Dodatkowo, Grupa na koniec 1H 2019 r. posiadała dostępne linie kredytowe w wysokości 125,0 mln PLN.

w mln PLN	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	547,0	706,2	796,7	487,7	631,7
Przychody	401,9	562,5	649,0	416,0	554,8
Zysk brutto ze sprzedaży	104,3	162,0	201,2	144,1	186,0
Marża brutto ze sprz.	25,9%	28,8%	31,0%	34,6%	33,5%
Zysk netto	113,1	80,2	160,4	147,1	125,4
Marża netto	20,7%	11,4%	20,1%	30,2%	19,9%
Kapitał własny	1 396,2	1 448,4	1 497,8	1 488,1	1 496,1
Zadłużenie finansowe	1092,0	1081,7	1214,5	1160,1	1290,6*
Zadłużenie finansowe	394,5	444,9	485,5	490,6	495,5
Kredyty i inne	88,0	88,2	33,2	88,2	33,2
Obligacje	306,5	356,7	452,3	402,4	462,3
% obligacji w zadłużeniu	77,7%	80,2%	93,2%	82,0%	93,3%
Gotówka	158,9	163,3	259,9	205,8	230,5
Dług netto	235,6	281,6	225,7	284,8	265,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,3%	56,1%	58,1%	57,6%	57,3%
Dług netto/KW	52,8%	50,9%	49,9%	46,0%	52,9%*

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

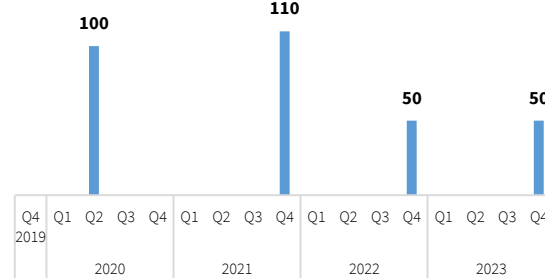
Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	1153,0	1404,7	1653,9	639,2	766,8
Zysk brutto ze sprzedaży	271,1	385,7	455,1	178,9	224,3
Marża brutto ze sprz.	23,5%	27,5%	27,5%	28,0%	29,3%
Zysk netto	125,8	190,8	227,0	76,3	115,3
Marża netto	10,9%	13,6%	13,7%	11,9%	15,0%
Kapitał własny	929,5	1002,3	1046,5	894,3	939,4
Zadłużenie finansowe	383,9	396,4	396,2	295,8	435,7
Kredyty i inne	0,0	85,0	85,0	35,0	124,5
Obligacje	383,9	311,4	311,2	260,8	311,2
% obligacji w zadłużeniu	100,0%	78,6%	78,5%	88,2%	71,4%
Gotówka	414,3	279,7	282,5	479,4	207,8
Dług netto	-30,4	116,7	113,7	-183,6	227,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,0%	58,1%	58,8%	65,7%	65,5%
Dług netto/KW	-3,3%	11,6%	10,9%	-20,5%	24,3%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

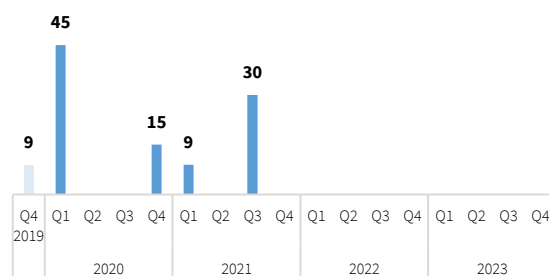
i2 DEVELOPMENT

- Do dnia publikacji niniejszego raportu i2 Development nie opublikował informacji dotyczącej wolumenu sprzedaży w 3Q 2019 r. W 1H 2019 r. deweloper zakontraktował zaledwie 32 mieszkania w stosunku do 252 sprzedanych lokali w analogicznym okresie 2018 r. (-87,3% r/r). W samym 2Q 2019 r. i2 Development sprzedało 14 lokali. Jest to wynik bardzo niski, szczególnie biorąc pod uwagę, że na koniec 1Q i 2Q 2019 r. w ofercie Grupy było odpowiednio 316 i 300 lokali, a oferta rozproszona była na kilkunastu projektach. Niemniej Grupa tłumaczy słabą sprzedaż, właśnie niską ofertą oraz rozwiązaniami umów. Rozwiązania miały miejsce na kilku projektach.
- W trakcie budowy jest 14 inwestycji. Na 5 z nich prace postępują jednak bardzo powoli i w 1H 2019 r. posunęły się o zaledwie parę procent. W 2H 2019 r. do sprzedaży powinny wejść dwa projekty, na które Grupa ma już pozwolenia na budowę tj. Ogrody Grabiszyńskie II (196 mieszkań, pozwolenie uzyskane w kwietniu br.) oraz Żegiestowska I (172 mieszkania i 429 lokali usługowych).
- Na wynik z działalności operacyjnej w 1H 2019 r. bardzo duży wpływ miała reklasyfikacja części lokali usługowych z zapasów do inwestycji w nieruchomości. Grupa zamierza zatrzymać lokale w celu uzyskiwania korzyści z najmu i wzrostu ich wartości. W związku z powyższym, wyceniono lokale w wartości godziwej, dzięki czemu odnotowano wzrost ich wartości bilansowej o 21,3 mln PLN. W przypadku braku dokonania reklasyfikacji Grupa prawdopodobnie złamałaby kowenant obligacji/ kapitał własny w wysokości 0,7. Liczony zgodnie z metodyką przyjętą w warunkach emisji obligacji wskaźnik po wynikach za 1H 2019 r. wyniósł 0,66.
- Na wynik 1H 2019 r. wpływ miały również zawiązane rezerwy. W związku z podpisaną w 2018 roku umową pomiędzy i2 Development, a podmiotem powiązanym M.A. Fundusze dotyczącą przeniesienia pożytków z tytułu uczestnictwa w spółce celowej realizującej inwestycję budowlaną utworzono rezerwę na koszty związane z realizacją umowy w wysokości 18,4 mln PLN. M.A. Fundusze w dalszym ciągu nie spłaciły swojego zobowiązania wobec Grupy w kwocie 33 mln PLN. Gdyby w zeszłym roku Grupa nie dokonała transakcji kowenant obligacji również zostałaby prawdopodobnie złamana.

w mln PLN	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	93,5	78,8	95,5	61,2	19,9
Przychody	147,0	52,2	75,8	52,4	10,2
EBIT	72,7	14,7	-5,7	4,0	18,3
Marża EBIT	49,5%	28,2%	-7,6%	7,6%	178,1%
Zysk netto	6,0	10,8	29,0	2,2	-1,8
Marża netto	6,4%	13,7%	30,3%	3,6%	-9,3%
Kapitał własny	237,3	230,5	248,6	221,8	246,7
Zadłużenie finansowe	84,9	154,9	217,9	182,2	201,0
Kredyty i inne	74,8	89,0	92,9	86,1	82,6
Obligacje	10,1	65,9	125,0	96,1	118,4
% obligacji w zadłużeniu	11,9%	42,6%	57,4%	52,7%	58,9%
Gotówka	4,1	1,4	15,7	18,2	10,6
Dług netto	80,7	153,5	202,2	164,0	190,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	35,6%	50,3%	56,7%	55,8%	60,0%
Dług netto/KW	34,0%	66,6%	81,4%	74,0%	77,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



7 października 2019 r. odbył się wykup serii D o wartości 8,9 mln PLN

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

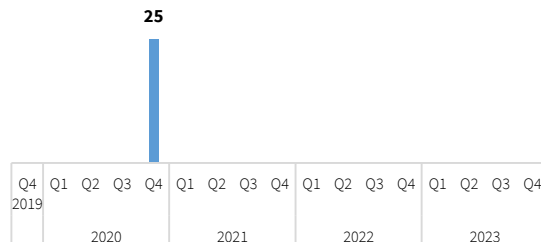
INPRO

- W 1-3Q 2019 r. Grupa Inpro sprzedała 584 mieszkania, co oznacza spadek sprzedaży w porównaniu do analogicznego okresu 2018 r. o 8,5% r/r. W samym 3Q Grupa sprzedała 220 mieszkań (spadek o 14,0% r/r). W całym 2019 r. Grupa planuje wprowadzić do sprzedaży jeszcze 992 nowe mieszkania i domy w Trójmieście i okolicach.
- W 1-3Q 2019 r. Grupa Inpro przekazała 256 lokali (-31,4% r/r) co oznacza spadek przekazania o 117 mieszkań. Większość przekazanych będzie miała jednak miejsce w 4 kwartale roku, kiedy to deweloper planuje oddać lokale z 5 prowadzonych projektów. Marża brutto na sprzedaży w segmencie deweloperskim w 1H 2019 r. wyniosła 24,9%, co oznacza spadek o 3,5 p.p. r/r.
- Grupa zamierza nadal rozwijać segment deweloperski, jednak nie planuje wychodzenia poza rynek Trójmiasta i okolic (Pruszcz Gdański, Rumia), na którym od wielu lat prowadzi działalność. Inpro rozważa jednak zwiększenie zaangażowania w realizację projektów komercyjnych.
- Przychody z działalności deweloperskiej stanowiły w 1H 2019 r. 67% przychodów ogółem. Drugim najważniejszym segmentem dla Grupy była produkcja prefabrykatów betonowych, w którym Grupa kontynuuje rozbudowę zakładu produkcyjnego. Segment ten wyraźnie rośnie i w 1H 2019 r. przychody z tej działalności osiągnęły 16,3 mln PLN (+39,14% r/r) i stanowiły 18% sprzedaży Grupy. Zysk netto przypisany do segmentu wyniósł 2,7 mln PLN (+33,78% r/r).
- W segmencie hotelowym w sierpniu br. Inpro podpisała umowę dzierżawy własności Grupy – czterogwiazdkowego hotelu w Jastarni „Dom Zdrojowy”. Okres trwania umowy to 10 lat. Wartość czynszu w skali roku nie powinna przekraczać 5% kapitałów własnych emitenta czyli kwoty 14,5 mln PLN. Dzięki podpisanej umowie oraz dzierżawie hotelu w Mikołajkach (umowa podpisana w 2018 r.) zniwelowana zostanie sezonowość sektora hotelowego. Tym samym Grupa zupełnie odeszła również od prowadzenia działalności hotelowej na rzecz wynajmu i zarządzania nieruchomościami własnymi.
- 30 sierpnia 2019 r. miała miejsce wypłata 10,01 mln PLN dywidendy (24% zysku netto na poziomie skonsolidowanym w 2018 r.), tj. 0,25 PLN na akcję. Zgodnie z kovenantami zawartymi w warunkach emisji serii B Inpro może wypłacać dywidendę stanowiącą do 50% wyniku netto Grupy.

w mln PLN	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	204,6	202,9	259,0	106,5	83,1
Przychody	172,2	155,1	220,1	85,5	60,7
Zysk brutto ze sprzedaży	52,2	54,3	66,3	24,2	15,1
Marża brutto	30,3%	35,0%	30,1%	28,4%	24,9%
Zysk netto	29,6	27,1	35,3	13,5	4,7
Marża netto	17,2%	17,5%	16,0%	2,2%	7,7%
Zysk netto	29,3	30,3	40,9	12,1	6,1
Marża netto	14,3%	14,9%	15,8%	87,1%	7,3%
Kapitał własny	245,6	265,4	295,7	266,9	290,5
Zadłużenie finansowe	49,5	68,8	85,8	58,1	78,5
Kredyty i inne	49,5	68,8	60,9	58,1	53,6
Obligacje	0,0	0,0	24,8	0,0	25,0
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	0,0%	28,9%	24,8%	31,8%
Gotówka	17,5	13,8	29,4	13,4	30,4
Dług netto	32,0	55,0	56,4	203,7	48,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	31,4%	37,6%	45,6%	44,0%	53,7%
Dług netto/KW	13,0%	20,7%	19,1%	16,7%	16,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

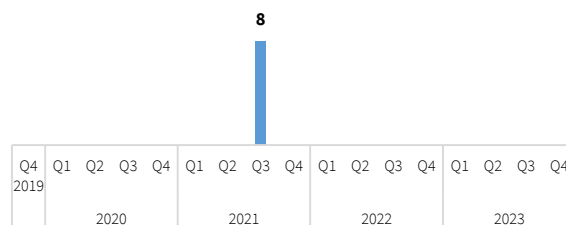
JHM DEVELOPMENT

- W 3Q 2018 r. JHM Development sprzedał 88 lokali (-5,4% r/r) oraz przekazał 27 mieszkań wobec 67 jednostek w analogicznym okresie roku poprzedniego.
- Po pierwszych dwóch kwartałach bieżącego roku JHM Development odnotował 23,7 mln PLN przychodów z działalności deweloperskiej wobec 58,2 mln w analogicznym okresie roku poprzedniego. Niski poziom rozpoznanych lokali w 1H 2019 r. przełożył się na spadek sprzedaży, a co za tym idzie niski odczyt wyniku netto. Należy jednak podkreślić, że przekazane w 1H 2019 r. lokale cechowały się wysoką rentownością brutto na sprzedaży na poziomie 26,6% (+9,5 p.p. r/r).
- Na koniec 2Q 2019 r. deweloper posiadał 249 umów przedwstępnych oraz deweloperskich, które nie zostały jeszcze rozpoznane w przychodach. Dodatkowo, JHM Development posiadał 827 lokali w ofercie, z czego 176 mieszkań stanowiły lokale gotowe. Deweloper spodziewa się poprawy przychodów w drugiej połowie roku, w której zgodnie z planami mają zostać oddane do użytkowania trzy inwestycje: Apartamenty Reymonta (Skierniewice - 212 lokali), III etap Osiedla Królewskiego (Rumia - 74 lokale) oraz III etapu osiedla Diamentowego (Konin - 122 lokale).
- Zgodnie z przyjętą strategią rozwoju, deweloper zamierza rozszerzać swoją działalność o nowe lokalizacje geograficzne, kładąc w szczególności nacisk na duże aglomeracje miejskie. W związku z czym JHM Development w latach 2019-2021 zamierza realizować inwestycje m.in. w Bydgoszczy (423 lokale), Łodzi (243 lokale) oraz Gdańsku (300 lokali).
- Deweloper na koniec 2Q 2019 r. wykazał 77,4 mln PLN (+14,2 mln PLN q/q) długu finansowego poprzez zwiększenie finansowania bankowego o 15,1 mln PLN q/q. W drugim oraz trzecim kwartale roku deweloper dokonał częściowego przedterminowego wykupu obligacji serii B w ramach okresowej amortyzacji obligacji odpowiednio o 0,9 mln PLN oraz 1,6 mln PLN.
- Na koniec czerwca 2019 r. deweloper wykazał widoczny wzrost wskaźników zadłużenia, które w odniesieniu do wysokiego kapitału własnego wciąż pozostają na bardzo niskich poziomach.
- W 1H 2019 r. JHM Development odnotował ujemne przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej (- 6,0 mln PLN) w porównaniu do 8,2 mln PLN w 1H 2018 r., co jest wynikiem harmonogramu realizacji inwestycji dewelopera.

w mln zł	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	78,8	137,9	143,2	80,5	47,0
Przychody	40,7	95,8	97,8	58,2	23,7
Zysk brutto ze sprzedaży	7,3	16,5	18,8	10,0	6,3
Marża brutto	17,8%	17,2%	19,2%	17,1%	26,6%
Zysk netto	2,3	6,5	10,1	5,7	2,3
Marża netto	5,7%	6,8%	10,4%	9,9%	9,8%
Zysk netto	14,4	16,8	17,4	8,6	5,8
Marża netto	18,3%	12,2%	12,2%	10,7%	12,3%
Kapitał własny	317,0	333,8	349,2	340,3	354,9
Zadłużenie finansowe	68,4	55,2	65,8	54,8	77,4
Kredyty i inne	68,4	55,2	55,2	54,8	67,8
Obligacje	0,0	0,0	10,6	0,0	9,6
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	0,0%	16,1%	0,0%	12,4%
Gotówka	8,7	11,7	7,7	19,1	6,7
Dług netto	59,7	43,5	58,2	35,7	70,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	25,0%	26,5%	26,4%	23,7%	30,1%
Dług netto/KW	18,8%	13,0%	16,7%	10,5%	19,9%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Zgodnie z warunkami emisji obligacji serii B, deweloper w sierpniu 2019 r. w ramach okresowej amortyzacji obligacji dokonał częściowego przedterminowego wykupu obligacji o wartości nominalnej równej 1,6 mln PLN

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

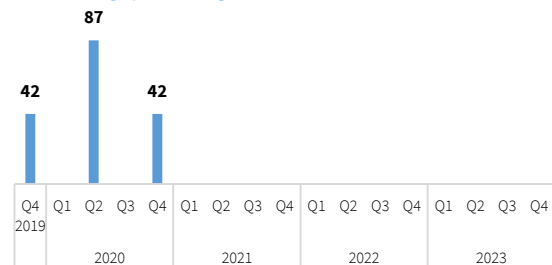
J.W. CONSTRUCTION

- W 3Q 2019 r. J.W. Construction sprzedał 249 lokali, tym samym od początku roku deweloper zdołał zakontraktować 737 mieszkań. Zgodnie z informacjami PAP, deweloper zakłada, że sprzeda w 2019 r. ok. 1 000 lokali, co oznacza, że pierwotny cel kontraktacji ok. 1 500 lokali zgodnie z naszymi przewidywaniami z ostatniej edycji raportu nie zostanie zrealizowany. Deweloper informuje jednak, że w kolejnych latach zamierza sprzedawać wcześniej wspomniane 1,5 tys. mieszkań, co w naszej ocenie będzie zadaniem wymagającym.
- Deweloper tłumaczy, że spadek sprzedaży jest spowodowany wolniejszym tempem kontraktacji flagowej inwestycji Błiska Wola etap D (części mieszkaniowo-komercyjnej) w związku z wysokimi cenami (tempo sprzedaży jest jednak wyższe niż tempo zaawansowania budowy, na koniec czerwca 2019 sprzedano 24% lokali, zaś zaawansowanie robót wyniosło jedynie 11%) oraz problemem z prowadzeniem do oferty inwestycji w Pruszkowie (PUM = 19,7 tys. mkw., 446 lokali) oraz Gdańsku (PUM = 32,6 tys. mkw., 638 lokali), których budowa ma rozpocząć się na początku 2020 r.
- W 3Q 2019 r. deweloper rozpoznał w wyniku 590 lokali. W sierpniu deweloper informował, że potencjał przekazania w 2H 2019 r. wynosi ok 1.1 tys. mieszkań, a rentowność brutto na sprzedaży może osiągnąć poziom przekraczający 25%. Oznacza to, że w ostatnim kwartale roku J.W. Construction przekaze klientom klucze od ok. ok. 500 lokali.
- W 2Q 2019 r. deweloper nie informował o nabyciu nowych działek, przypominamy, że w 1Q bieżącego roku J.W. Construction na rozbudowę banku ziemi przeznaczył 26 mln PLN. Grupa informuje także, że ma zabezpieczoną ofertę na ponad 4 lata.
- Deweloper kolejny kwartał z rzędu utrzymuje niski poziom długu netto, który w odniesieniu do pokaźnego kapitału własnego wyniósł 0,35x. Spodziewamy się, że podmiot będzie w najbliższym czasie dążyć do refinansowania obligacji (wszystkie serie zapadają do końca 2020 r.). W naszej ocenie, w przypadku problemów z rolowaniem zapadających serii, dewelopera posiada zdolność do spłaty długu przy wykorzystaniu środków własnych.
- Przypominamy, że deweloper kontynuuje program skupu akcji własnych.

w mln zł	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	490,7	404,2	404,1	87,5	170,0
Przychody	495,1	337,7	319,5	60,9	123,7
Zysk brutto ze sprzedaży	121,3	87,9	71,1	-5,4	25,8
Marża brutto ze sprzedaży	24,5%	26,0%	22,2%	-8,9%	20,8%
Zysk ze sprzed. (dew.)	69,7	50,0	30,0	-26,9	3,9
Marża zysku ze sprz.	14,1%	14,8%	9,4%	-44,1%	3,2%
Zysk netto	22,6	24,8	27,8	-25,7	-1,1
Marża netto	4,6%	7,4%	8,7%	-42,1%	-0,9%
Zysk netto	25,0	25,9	16,5	-21,4	1,4
Marża netto	5,1%	6,4%	4,1%	-24,5%	0,8%
Kapitał własny	653,2	678,2	693,7	656,7	691,6
Zadłużenie finansowe	329,8	427,4	351,8	389,8	346,8
Kredyty i inne	202,2	207,5	147,0	177,0	172,3
Obligacje	127,5	219,9	204,7	212,8	174,6
% obligacji w zadłużeniu	38,7%	51,4%	58,2%	54,6%	50,3%
Gotówka	88,3	174,3	122,5	153,3	102,1
Dług netto	241,5	253,1	229,3	236,5	244,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,6%	59,9%	61,4%	64,2%	61,9%
Dług netto/KW	37,0%	37,3%	33,1%	36,0%	35,4%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

LOKUM DEWELOPER

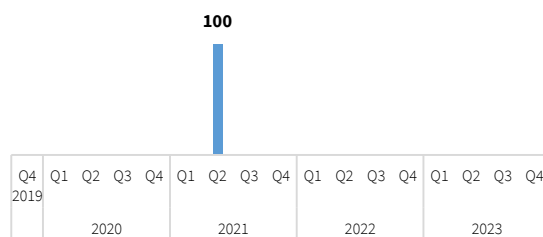
- W 3Q 2019 r. Grupa Lokum Deweloper odnotowała sprzedaż 64 lokali. Oznacza to, że po trzech pierwszych kwartałach roku deweloper osiągnął wolumen kontraktacji na poziomie 235 mieszkań. Uważamy, że tegoroczny (zrewidowany) cel sprzedażowy na poziomie 400 lokali zostanie zrealizowany.
- W 3Q bieżącego roku Grupa wprowadziła do sprzedaży osiedle Lokum Monte (152 lokale) w związku z czym na koniec września 2019 r. w ofercie dewelopera znajdowało się 261 lokali. Grupa w 4Q 2019 r. wprowadzi do sprzedaży projekt Lokum Vena II (89 lokali powstałych w wyniku renowacji kompleksu szpitalnego, które zostaną przekazane klientom prawdopodobnie w 1Q 2020 r.) oraz lokale w ramach krakowskiego projektu Lokum Salsa, dla którego deweloper posiada już pozwolenie na budowę.
- W 3Q 2019 r. Grupa rozpoznała w wyniku 40 mieszkań. Po publikacji wyników finansowych za 1H 2019 r. deweloper spodziewał się, że w bieżącym roku przekaże klientom ok. 750-800 lokali. Aby zrealizować swoje założenia, Grupa w ostatnim kwartale roku będzie musiała rozpoznać ok. 210 – 260 mieszkań.
- W 2Q br. deweloper zakupił 1,8 ha ziemi pod rozbudowę inwestycji Lokum di Trevi (600 lokali) za kwotę 11,6 mln PLN oraz nabył za 20,0 mln PLN 2,8 ha gruntu przy ul. Stoczniovej, gdzie powstanie projekt opiewający na 500 mieszkań. Mimo wyraźnego wzrostu cen działek, deweloper wciąż utrzymuje bardzo niski wskaźnik ceny zakupu gruntu przypadającej na jeden lokal, który na koniec czerwca 2019 r. wyniósł 30 tys. PLN / lokal. Atrakcyjnie nabyty bank ziemi stanowi bardzo solidny fundament do osiągnięcia wysokich marż, które będą mogły wyróżniać się na tle branży w przyszłych okresach.
- Wskaźnik DN/KW Grupy na koniec 1H 2019 r. wyniósł zaledwie 0,09x. Deweloper terminowo obsługuje bieżące zadłużenie oraz posiada silny bilans, umożliwiając zaciąganie nowych zobowiązań finansowych. Wskaźniki płynności dewelopera również znajdują się na bezpiecznych poziomach.

MARVIPOL DEVELOPMENT

- W 3Q 2019 r. Marvipol sprzedał 198 lokali (+15,8,0% r/r). Tegorocznym celem Grupy Marvipol jest osiągnięcie dwucyfrowego w ujęciu procentowym wzrostu sprzedaży. Oznacza to, że deweloper zamierza sprzedać co najmniej 928 lokali, co w naszej ocenie jest zadaniem wykonalnym.
- Uważamy, że na pochwałę zasługuje dobra dynamika sprzedaży inwestycji W Apartments. Analizując dane po 2Q 2019 r. stwierdzamy natomiast, że bardzo wysokie ceny lokali z gdańskiego projektu Dwie Motławy przyczyniły się do niskiego poziomu kontraktacji. Spodziewamy się, że w kolejnych kwartałach tempo sprzedaży ulegnie poprawie na skutek obniżki cen, co z kolei doprowadzi do spadku rentowności projektu, która wciąż powinna pozostać na zadowalającym dla dewelopera poziomie.
- Na uwagę zasługuje podwyższenie oczekiwań Zarządu odnośnie udziału w tegorocznej sprzedaży mieszkań o cenie jednostkowej ponad 350 tys. PLN do poziomu 92% wobec oczekiwanych na koniec 1Q 2019 r. 88% w stosunku do 78% osiągniętych w 2018 r. Symulacja sprzedaży Grupy na 2019 r. wskazuje, że mieszkania o wartości przekraczającej 750 tys. PLN będą stanowiły 32% (+7 p.p. r/r) udział w strukturze sprzedaży Marvipol.
- W 3Q br. deweloper przekazał 141 lokali. Celem Marvipol na 2019 r. jest utrzymania poziomu przekazań na poziomie sprzed roku (755 lokali). Oznacza to, że w 4Q deweloper powinien rozpoznać w wyniku 420 lokali. Na koniec 2Q 2019 r. Grupa miała zawartych 589 umów sprzedaży mieszkań, które mogą zostać sfinalizowane i wykazane w wynikach dewelopera jeszcze w 2019 r.
- W sierpniu 2019 r. spółka zależna Marvipol sfinalizowała zakup gruntu przy ul. Bokserskiej w Warszawie za 54,3 mln PLN o PU 24,5 tys. mkw. (2,2 tys. PLN / PU mkw). Działka umożliwi realizację projektu opiewającego na ok. 450 lokali.
- W 1H 2019 r. Marvipol sprzedał 3 projekty magazynowe wykazując tym samym 14,3 mln PLN zysku netto. Dodatkowo, na początku października deweloper poinformował o przedwstępnej umowie sprzedaży udziałów w spółce realizującej projekt Panattoni Park Warsaw VII za kwotę 3,1 mln EUR. Harmonogram inwestycji dewelopera pozwala przypuszczać, że projekty magazynowe zostaną wyprzedane do 1Q 2020 r.
- W 2Q 2019 r. deweloper odnotował wzrost długu netto o 115,0 mln PLN q/q. Uważamy, że Marvipol posiada wysoki poziom zadłużenia, jednak struktura jego zapadalności jest dobrze skorelowana z harmonogramem prowadzonych inwestycji. W 3Q br. Marvipol wykupił obligacje serii S o wartości 28,9 mln PLN.

w mln zł	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	189,3	221,2	322,4	13,5	193,2
Zysk brutto ze sprz.	60,4	88,2	115,2	4,5	71,0
Marża brutto ze sprz.	31,9%	39,9%	35,7%	33,4%	36,8%
Zysk ze sprz.	44,8	67,8	96,6	-5,3	62,3
Marża zysku ze sprz.	23,7%	30,6%	29,9%	-39,4%	32,2%
Zysk netto	46,9	76,6	73,0	-7,6	48,9
Marża netto	24,8%	34,6%	22,6%	-56,0%	25,3%
Kapitał własny	243,0	297,3	349,6	269,0	359,9
Zadłużenie finansowe	101,2	174,8	175,3	189,3	100,0
Kredyty i inne	0,2	0,7	0,5	15,1	0,4
Obligacje	101,0	174,1	174,7	174,2	99,5
% obligacji w zadłużeniu	99,8%	99,6%	99,7%	92,0%	99,6%
Gotówka	56,0	135,0	140,5	31,1	68,6
Dług netto	45,2	39,8	34,8	158,2	31,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	37,0%	47,9%	51,9%	61,5%	39,6%
Dług netto/KW	18,6%	13,4%	9,9%	58,8%	8,7%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

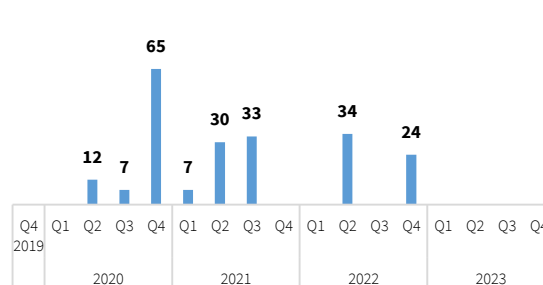


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł ¹	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	219,4	185,7	266,1	70,8	64,0
Zysk brutto ze sprzedaży	35,7	38,1	62,1	17,8	18,4
Marża brutto ze sprz.	16,3%	20,5%	23,3%	25,1%	28,8%
Zysk netto	31,0	23,0	27,3	6,5	2,4
Marża netto	14,1%	12,4%	10,3%	9,1%	3,7%
Kapitał własny	347,2	219,5	178,8	202,2	280,5
Zadłużenie finansowe	173,9	316,6	341,5	350,4	398,4
Kredyty i inne	32,5	68,8	57,3	66,8	157,6
Obligacje	141,4	247,7	284,2	283,6	240,8
% obligacji w zadłużeniu	81,3%	78,3%	83,2%	80,9%	60,4%
Gotówka	170,9	191,2	105,3	201,1	123,9
Dług netto	3,0	125,4	236,2	149,3	274,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,9%	70,0%	75,7%	75,1%	72,3%
Dług netto/KW	0,9%	57,1%	132,1%	73,8%	97,9%

¹ Wydzielony segment deweloperski

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

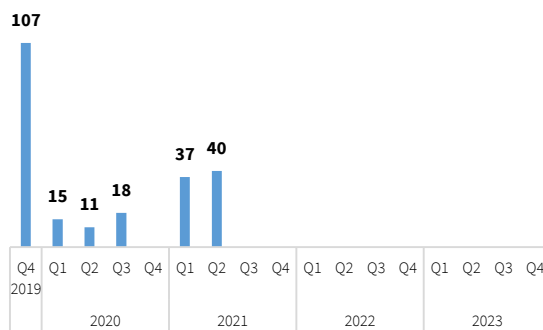
POLNORD

- W 3Q 2019 r. deweloper sprzedał 117 mieszkań (-54,3% r/r). Według ostatnich doniesień, celem Polnord jest zakontraktowanie 500 lokali, co oznacza, że deweloper obniżył target sprzedażowy o 70 mieszkań. W 3Q bieżącego roku Polnord przekazał 194 lokali.
- Spółka znajduje się obecnie w trudnej sytuacji finansowej, czego najlepszym potwierdzeniem jest opinia audytora do sprawozdania po 1H 2019 r., który stwierdza, że dalsza kontynuacja działalności Spółki jest niepewna, bowiem jest zależna od decyzji stron trzecich. Dodatkowo, ostatnie wyniki finansowe dewelopera ponownie są mocno zniekształcone poprzez istotny wpływ zdarzeń jednorazowych.
- Podtrzymujemy zatem naszą opinię, że struktura pasywów Polnord jest mało komfortowa. Uważamy, że terminy zapadalności zobowiązań Spółki są słabo skorelowana z przepływami operacyjnymi dewelopera. We wrześniu 2019 r. deweloper wykupił przedterminowo część obligacji serii NS4 (9,6 mln PLN). Uważamy, że istnieje prawdopodobieństwo, że Spółka nie zdoła terminowo obsłużyć zobowiązań o terminie wykupu przypadającym na grudzień 2019 r., w którym deweloper będzie zobowiązany do wykupu obligacji o wartości 107,2 mln PLN oraz do obsługi linii kredytowej na kwotę 30,0 mln PLN.
- W sierpniu deweloper opublikował projekt uchwały w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego Spółki do kwoty 150,0 mln PLN poprzez emisję do 75 mln nowych sztuk akcji serii T w ramach oferty prywatnej, co wiązałoby się ze znaczącym rozwodnieniem akcjonariatu, bowiem obecna liczba wszystkich akcji Polnord wynosi 32,7 mln sztuk. Środki pozyskane z emisji miałyby posłużyć spłacie części zadłużenia dewelopera.
- Na początku października 2019 r. Polnord poinformował o podpisaniu listu intencyjnego z Waryński Grupa Holdingowa oraz PFR Nieruchomości w sprawie współpracy przy realizacji programu Mieszkanie Plus. Spółka szacuje, że wspólne przedsięwzięcie umożliwi osiągnięcie gotowości operacyjnej wybudowania nie mniej niż 1 000 mieszkań w przeciągu 2 lat.
- Deweloper wciąż nie opublikował strategii rozwoju Grupy na lata 2019-2023+. Zmodyfikowana strategia ma zostać zaprezentowana do końca 2019 r.

w mln zł	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	176,7	293,6	307,6	143,1	63,5
Przychody	163,6	275,0	291,3	137,0	57,9
Zysk brutto ze sprzedaży	50,4	34,4	33,9	8,1	13,2
Marża brutto	30,8%	12,5%	11,6%	5,9%	22,8%
Zysk netto	-16,9	3,3	-86,2	-23,9	-48,0
Marża netto	-9,6%	1,1%	-28,0%	-16,7%	-75,5%
Kapitał własny	705,6	592,8	519,2	653,9	471,3
Zadłużenie finansowe	487,7	418,3	330,7	305,0	336,0
Kredyty i inne	156,8	131,9	76,3	31,2	80,9
Obligacje	330,8	286,4	254,4	273,8	255,1
% obligacji w zadłużeniu	67,8%	68,5%	76,9%	89,8%	75,9%
Leasing wg MSSF 16	143,5	80,9	43,5	94,1	25,1
Gotówka	344,1	337,4	287,2	211,0	310,9
Dług netto	53,5%	56,3%	55,4%	51,5%	59,9%
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	48,8%	56,9%	55,3%	32,3%	66,0%
Dług netto/KW	176,7	293,6	307,6	143,1	63,5

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



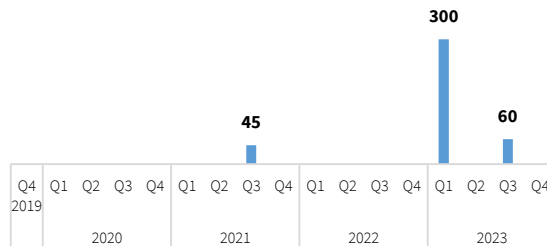
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ROBYG

- Sprzedaż dewelopera wyniosła w 1-3Q 2019 r. 1 853 mieszkania w stosunku do 2 016 lokali w 1-3Q 2018 r., co oznacza spadek sprzedaży o 8,1%. W samym 3Q Spółka sprzedała 776 lokali (+55,2% r/r). Niższa niż przed rokiem sprzedaż w 1-3Q była skutkiem ograniczonej oferty wynikającej trudności w uruchamianiu nowych inwestycji ze względu na brak niezbędnych pozwoleń. Deweloper zrewidował cel sprzedażowy z 2 700 mieszkań do 2 300 sprzedanych lokali w 2019 r.
- W 1-3Q 2019 r. Grupa przekazała ok. 1 400 lokali, w porównaniu do 1 294 wydanych w analogicznym okresie 2018 r. Podobnie jak w roku poprzednim największej liczby rozpoznaj Robygu spodziewa się w 4Q 2019 r. Plan przekazał w roku bieżącym na co najmniej 2 800 lokali został utrzymany. W 2020 r. deweloper planuje ukończyć ponad 3 tys. lokali, a w 2021 r. ponad 4,0 tys.
- Marża brutto ze sprzedaży wyniosła w 1H 2019 r. 22,4% co w porównaniu do wyników Grupy w poprzednich okresach jest wynikiem wyraźnie niższym. Zgodnie z zapowiedziami Zarządu należy spodziewać się poprawy marży w 2H 2019 r. Koszty sprzedaży oraz ogólnego zarządu nieznacznie spadły w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Warto również zauważyć, że spadek zysków obciążał w dużej mierze partnerów w JV, ponieważ zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej w istocie nieznacznie wzrósł.
- W 1H 2019 r. Grupa podpisała umowy zakupu 3 nowych gruntów, których łączna cena wyniosła ok. 140 mln zł. Szczególnie ciekawym zakupem jest bardzo duża i atrakcyjna działka w Poznaniu w dzielnicy Ostrów Tumski o powierzchni 10,3 ha na której powstanie około 1 400 lokali. Będzie to pierwsza inwestycja Grupy w Stolicy Wielkopolski. Dwie pozostałe działki to duża 8,0 ha działka we Wrocławiu (ok. 1 600 lokali) oraz 0,5 ha grunt w Gdańsku Zaspie (ok. 130 lokali).
- W 1H 2019 r. mBank udzielił Robygu kredytu rewolwingowego o wartości 100 mln PLN, który nie jest zabezpieczony hipotecznie. Grupa posiada bardzo komfortową strukturę zapadalności zadłużenia – żaden z kredytów, ani emisji obligacji nie musi być spłacony w przeciągu najbliższych 2 lat.

w mln zł	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	517,1	737,9	1034,5	420,1	420,7
Zysk brutto ze sprz.	116,1	195,2	266,8	124,2	94,1
Marża brutto ze sprz.	22,5%	26,5%	25,8%	29,6%	22,4%
EBIT	122,9	173,8	224,0	85,2	62,8
Marża EBIT	23,8%	23,6%	21,7%	20,3%	14,9%
Zysk netto	104,0	135,5	181,5	65,0	49,4
Marża netto	20,1%	18,4%	17,5%	15,5%	11,8%
Kapitał własny	561,1	694,8	705,0	606,5	627,9
Zadłużenie finansowe	819,8	726,7	721,9	647,6	756,8
Kredyty i inne	423,1	338,7	313,1	233,0	347,8
Obligacje	396,7	388,0	408,8	414,6	409,0
% obligacji w zadłużeniu	48,4%	53,4%	56,6%	64,0%	54,0%
Gotówka	298,7	350,9	285,8	187,1	294,2
Dług netto	521,1	375,8	436,1	460,5	462,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	68,0%	65,1%	69,5%	71,0%	73,1%
Dług netto/KW	92,9%	54,1%	61,9%	75,9%	73,7%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

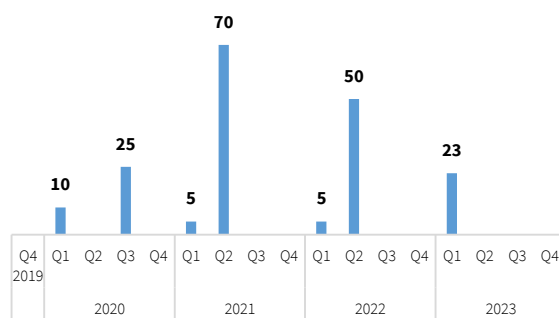
RONSON

- W 1-3Q 2019 r. Ronson sprzedał 505 mieszkań w stosunku do 639 mieszkań w analogicznym okresie roku poprzedniego, co oznacza spadek w sprzedaży o 21,0%. W samym 3 kwartale Spółka sprzedała 160 mieszkań (-21,2% r/r). Na koniec 3Q 2019 r. 88 lokali objętych było umowami rezerwacyjnymi, z których większość powinna zostać skonwertowana na sprzedaż w 4Q. Cel sprzedażowy na 2019 r. w wysokości 800 mieszkań na koniec 3Q 2019 r. był zrealizowany w 63,1% w związku z czym oceniamy, że jego realizacja będzie wymagająca.
- W 3Q 2019 r. prawdopodobnie po raz pierwszy odnotowano sprzedaż z I etapu w projekcie Ursus Centralny (przedsprzedaż na koniec 2Q wynosiła 70 lokali). W październiku do przedsprzedaży powinien trafić 2 z planowanych 10 etapów. Ursus Centralny jest największym projektem w historii Grupy. W ramach całej inwestycji docelowo powstanie ok. 1 600 mieszkań.
- W 1-3Q 2019 r. Grupa przekazała 534 mieszkania w stosunku do 707 mieszkań przekazanych w analogicznym okresie roku poprzedniego (-24,5% r/r). Istotną część przekazanych lokali dotyczy realizowanego w JV projektu City Link, w którym Grupa posiada 50% udziału (na koniec 2Q: 143 przekazane mieszkania). W samym 3 kwartale Ronson przekazał 100 lokali (-47,5% r/r). Cel przekazania na 2019 r. jest taki sam jak cel sprzedażowy i wynosi 800 mieszkań. Marża zysku brutto ze sprzedaży z inwestycji mieszkaniowych wyniosła w 1H 2019r. 16,8% (+0,6 p.p. r/r), a więc była na podobnym poziomie co w analogicznym okresie roku poprzedniego.
- Spółka działa na 4 rynkach: w Warszawie, Szczecinie, Wrocławiu i Poznaniu. Na koniec czerwca Grupa miała w ofercie 897 lokali (w tym 105 mieszkań gotowych). W realizacji było natomiast 1 445 lokali, w tym 870 mieszkań w Warszawie oraz 575 w pozostałych miastach. Bank ziemi pozwalał na wybudowanie 4 461 lokali (72,5% w Warszawie). Celem spółki jest posiadać ofertę na 1 000 mieszkań, dzięki czemu będzie mogła realizować sprzedaż na poziomie 800-900 mieszkań rocznie. Zarząd nie wyklucza, że taką ofertę Grupa będzie miała już na koniec 2019 r.
- Na początku września z funkcji Prezesa Ronson zrezygnował Nir Netzer, jako przyczynę podając nowe plany zawodowe. Dotychczasową funkcję będzie pełnił do końca listopada.
- W dniu 25 czerwca Spółka wypłaciła dywidendę w wysokości 9,82 mln PLN tj. 0,06 PLN na akcję. Do dnia 30 września Ronson skupił również 501,5 tys. akcji własnych, które nabywane są od marca 2019 r.

w mln PLN	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	484,8	231,7	294,1	170,2	143,0
Przychody	307,6	224,4	291,8	170,2	134,8
Zysk brutto ze sprz.	59,4	31,9	43,4	27,6	22,7
Marża zysku ze sprz.	19,3%	14,2%	14,9%	16,2%	16,8%
Zysk brutto ze sprz.	118,7	38,1	45,7	27,6	24,5
Marża brutto ze sprz.	24,5%	16,4%	15,5%	16,2%	17,1%
Zysk netto	65,1	11,3	15,1	11,8	12,2
Kapitał własny	361,9	342,0	343,5	353,8	345,5
Zadłużenie finansowe	226,1	211,2	243,2	220,1	213,2
Kredyty i inne	3,5	13,9	37,7	0,0	15,5
Obligacje	222,6	197,3	205,5	220,1	197,7
% obligacji w zadłużeniu	98,5%	93,4%	84,5%	100,0%	92,7%
Gotówka	65,9	50,8	68,5	85,8	46,3
Dług netto	160,2	160,5	174,7	134,3	166,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	51,3%	51,5%	57,3%	56,5%	60,1%
Dług netto/KW	44,3%	46,9%	50,9%	38,0%	48,3%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

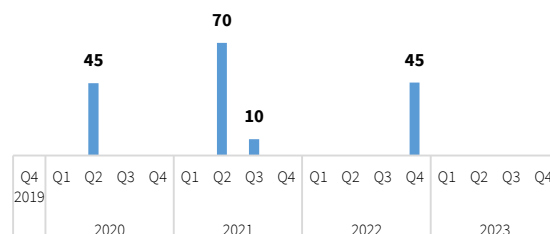
VANTAGE DEVELOPMENT

- W 3Q 2019 r. deweloper znalazł nabywców na 202 lokale, co oznacza, że sprzedaż po pierwszych trzech kwartałach roku wyniosła 605 mieszkań. Vantage Development, aby zrealizować tegoroczny cel sprzedażowy (900 lokali) będzie musiał w 4Q br. zakontraktować niespełna 300 mieszkań.
- W trzecim kwartale br. deweloper przekazał klientom 135 lokali, tym samym narastająco w okresie trzech kwartałów 2019 r. Vantage Development rozpoznał 265 mieszkań (-65% r/r). Przypominamy, że tegoroczny plan dewelopera zakłada realizację 800 przekazania. Wykonanie celu wiązałoby się z rozpoznaniem przez Vantage Development w 4Q 2019 r. 535 lokali.
- Na koniec 2Q 2019 r. deweloper posiadał bank ziemi umożliwiający realizację ok. 2,2 tys. lokali oraz działki zabezpieczone pod budowę ok. 1,4 tys. mieszkań.
- Oferta Vantage Development na koniec czerwca 2019 r. opiewała na 869 mieszkań w stosunku do 984 lokali na koniec 1Q br.
- W 2Q 2109 r. Deweloper w segmencie mieszkaniowym odnotował wzrost poziomu kapitału własnego w stosunku do poprzedniego kwartału o 51,7 mln PLN w większości (38,0 mln PLN) poprzez wzrost kapitału przypadającego udziałowcom niesprawnym kontroli w związku z umowami dotyczącymi inwestycji Port Popowice (nabycie ok. 4,4 ha gruntu).
- Zgodnie z tym, co adresowaliśmy w poprzedniej edycji raportu, większość tegorocznych rozpoznani lokali w wyniku nastąpi w ostatnim kwartale roku, co tłumaczy znaczący spadek przychodów w 1H 2019 r. w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.
- Na koniec czerwca 2019 r. deweloper posiadał 696 sprzedanych, a jeszcze nie przekazanych lokali z projektów, których większość zakończy się w drugiej połowie bieżącego roku.
- Deweloper kolejny kwartał z rzędu utrzymuje wysoki poziom długu netto, jednak w naszej ocenie Vantage Development posiada bezpieczną strukturę zapadalności zadłużenia odsetkowego, która jest dostosowana do realizowanych przez dewelopera projektów.

w mln zł ¹	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	117,8	274,9	467,7	175,9	64,3
Zysk brutto ze sprz.	20,8	49,5	107,0	38,9	15,2
Marża brutto ze sprz.	17,7%	18,0%	22,9%	22,1%	23,7%
Zysk ze sprz.	10,5	33,3	91,2	31,0	7,1
Marża zysku ze sprz.	8,9%	12,1%	19,5%	17,7%	11,0%
Zysk netto	7,6	27,5	73,7	24,4	5,4
Marża netto	6,4%	10,0%	15,8%	13,9%	8,3%
Zadłużenie finansowe	184,3	210,5	195,9	166,5	230,8
Kredyty i inne	36,5	77,3	52,0	23,1	61,7
Obligacje	147,8	133,2	143,9	143,3	169,1
% obligacji w zadłużeniu	80,2%	63,3%	73,5%	86,1%	73,3%
Gotówka	88,2	68,1	95,7	119,2	44,5
Dług netto	96,1	142,4	100,2	47,3	186,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,0%	65,1%	64,5%	68,0%	65,7%
Dług netto/KW	59,6%	69,9%	56,9%	25,3%	82,5%

¹ Wyniki segmentu mieszkaniowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



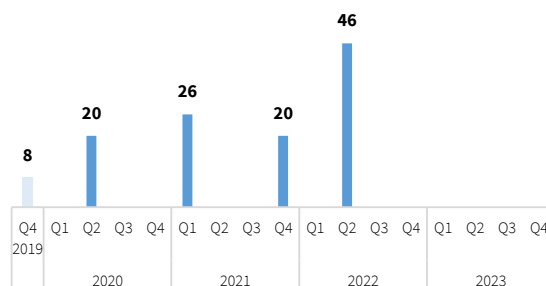
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Victoria Dom

- W pierwszych trzech miesiące 2019 r. Victoria Dom zakontraktowała 1 129 lokali wobec 707 lokali w analogicznym okresie roku poprzedniego, co oznacza imponujący 59,7% wzrost skali prowadzonej działalności. Deweloper w okresie styczeń – wrzesień 2019 r. zakontraktował więcej lokali niż w całym 2018 r. Realizacja tegorocznego celu sprzedażowego na poziomie 1 500 mieszkań wydaje się niezagrażona.
- Pomimo regularnego bicia nowych rekordów sprzedażowych, deweloper informuje, że posiada wciąż imponujący bank ziemi umożliwiający budowę niespełna 10 tys. lokali na terenie Warszawy. Liczba posiadanych przez Victoria Dom gruntów stanowi solidne podstawy do osiągnięcia wysokich poziomów kontraktacji w kolejnych okresach.
- Victoria Dom odnotowała w 1H 2019 r. stratę netto w wysokości 9,9 mln PLN, co jest wynikiem harmonogramu realizowanych przez dewelopera projektów. W konsekwencji wysokiej dynamiki sprzedaży w ubiegłych latach, według doniesień prasowych Spółka zamierza osiągnąć w bieżącym roku wynik netto na poziomie 90,0 mln PLN. Realizacja ambitnych planów dalszego rozwoju i wzrostu liczby sprzedawanych mieszkań, może determinować również wysokie wyniki finansowe dewelopera w kolejnych latach.
- W lipcu Victoria Dom pozyskała 6,6 mln PLN w ramach trzyletniej emisji obligacji serii L oprocentowanej według stawki WIBOR 6M + 5,0%. Celem emisji było pozyskanie do 15,0 mln PLN na refinansowanie obligacji serii G (3,6 mln PLN z 10,0 mln PLN – pod koniec czerwca deweloper umorzył 6,4 mln PLN, które zostało częściowo zrefinansowane ze środków pozyskanych w ramach czerwcowej emisji serii L) oraz H (5,0 mln PLN), a także finansowanie kapitału obrotowego.
- Pomimo rozpędzonej sprzedaży dewelopera, Victoria Dom drugi raz z rzędu nie zdołała uplasować pełnej oferty (z serii K pozyskano 19,4 mln PLN wobec 50,0 mln oferowanych, zaś z serii L pozyskano 6,6 mln PLN wobec 15,0 mln PLN oferowanych). Serie obligacji L oraz K posiadają marże ponad WIBOR 6M w wysokości 5,0% z kolei serie G oraz H (papiery zostały zasymilowane) są oprocentowane stawką WIBOR 3M + 4,8%. Przedterminowy wykup serii G oraz H wyznaczono na 9 grudnia 2019 r., co będzie wiązać się z opłatą premii dla obligatariuszy za przedterminową spłatę w wysokości 0,25% (pierwotnie obligacje zapadały w czerwcu 2021 r.).

w mln zł	2016	2017	2018	1H 2018	1H 2019
Przychody	166,0	219,1	237,5	11,4	14,3
Zysk brutto ze sprzedaży	46,2	72,2	79,1	3,6	4,5
Marża brutto ze sprz.	27,8%	33,0%	33,3%	31,7%	31,6%
Zysk netto	26,5	38,1	45,0	-3,5	-9,9
Marża netto	16,0%	17,4%	18,9%	-30,2%	-69,2%
Kapitał własny	77,5	107,2	141,6	93,4	118,2
Zadłużenie finansowe	35,8	107,9	112,1	102,2	146,5
Kredyty i inne	0,7	10,9	9,9	1,2	30,9
Obligacje	35,1	97,1	102,2	101,1	115,6
% obligacji w zadłużeniu	98,0%	89,9%	91,2%	98,9%	78,9%
Gotówka	24,8	24,3	28,2	74,8	100,7
Dług netto	11,1	83,6	83,9	27,4	45,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	63,0%	66,5%	66,2%	76,9%	79,8%
Dług netto/KW	14,3%	78,0%	59,2%	29,4%	38,7%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



z dniem 9 grudnia 2019 roku, Emitent dokona przedterminowego całościowego wykupu wszystkich nie umorzonych ani nie pozostających własnością Emitenta na ten dzień obligacji serii G i H..

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 wynikającego oparte są na osobistych opiniach osób sporządzających niniejszy materiał i mają one charakter wyłącznie pogładowy.

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

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

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

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

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

Dane kontaktowe

Mateusz Mucha

Dyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: +48 537 837 098

Mail: mateusz.mucha@dmnavigator.pl

Seweryn Żołyniak

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: seweryn.zolyniak@dmnavigator.pl

Igor Więckowski

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: igor.wieckowski@dmnavigator.pl

Navigator Capital Group[®]

Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: +48 22 630 83 33

mail: biuro@navigatorcapital.pl

www.navigatorcapital.pl

Autorzy slajdów 11-12: Zmiany w przepisach i ich wpływ na budownictwo wielorodzinne

Joanna Kośmider

Starszy Prawnik

Mail: j.kosmider@kochanski.pl

Daniel Kozłowski

Starszy Prawnik

Mail: d.kozlowski@kochanski.pl

kochański
i partnerzy Business Law Firm

Plac Piłsudskiego 1

00-078 Warszawa

Tel.: +48 22 326 96 00

mail: biuro@kochanski.pl

www.kochanski.pl
