

---

**Navigator** Dom Maklerski®  
Value delivered.

---

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 4Q 2020 r.

---

Warszawa, styczeń 2021 r.

---

## Szanowni Państwo,

Ubiegły rok był niezwykle trudnym czasem dla całej gospodarki. Panująca pandemia postawiła przed wszystkimi branżami liczne wyzwania, z którymi musieli zmierzyć się przedsiębiorcy. Wiele sektorów do dnia dzisiejszego boryka się z bezpośrednimi i pośrednimi reperkusjami COVID-19, co sprawia, że liczne gałęzie gospodarki do dziś nie powróciły do efektywności działania sprzed pandemii. Uważamy, że na tle całego rynku sektor deweloperów mieszkaniowych poradził sobie z trudami 2020 r. bardzo dobrze.

W 4Q 2020 r. analizowane przez nas podmioty sprzedały 4 982 lokale wobec 4 719 przed rokiem, co wskazuje na poprawę dynamiki kontraktacji o 3,7%. W całym 2020 r. deweloperzy znaleźli nabywców na 15 879 jednostek (-7,3% r/r), co w zestawieniu z gwałtownym załamaniem gospodarki z marca 2020 r. jest odczytem lepszym niż się spodziewaliśmy.

Istotnym wyzwaniem ubiegłego roku było niewątpliwie przededefiniowanie modeli biznesowych, które będą oparte na sprzedaży mieszkań z użyciem komunikacji online oraz przy zachowaniu reżimu sanitarnego. Jeszcze w marcu 2020 r. efektywność oferowania mieszkań z ograniczeniem bezpośredniego kontaktu ze sprzedawcą mogła stawiać sporo znaków zapytania. Dzisiaj możemy jednak stwierdzić, że deweloperzy zdali egzamin.

4Q 2020 r. był kolejnym kwartałem, w którym obserwowaliśmy silny popyt na lokale mieszkalne, który był reprezentowany zarówno przez kupujących jednostki na własne potrzeby, jak i inwestorów. Duże zainteresowanie lokalami w 3Q 2020 r. tłumaczyliśmy po części przesunięciem decyzji o zakupie lokalu z 2Q na 3Q ubiegłego roku. Efekt ten był już w naszej ocenie mniej widoczny w ostatnim kwartale 2020 r., w którym istotniejsze okazały się inne czynniki.

Pierwszym z nich jest niewątpliwie rekordowo niskie środowisko stóp procentowych, które co do zasady skłania społeczeństwo do konsumpcji czy też inwestowania kosztem gromadzenia oszczędności na depozytach bankowych. Lokowanie kapitału w rynek nieruchomości jest jednym z najczęściej wybieranych przez nasze społeczeństwo rozwiązań, co wiąże się z postrzeganiem lokali jako produktów bardziej zrozumiałych dla kupujących i mniej narażonych na wahania cenowe względem np. udziałowych papierów wartościowych, co na sam koniec dla wielu nabywców oznacza poczucie relatywnego bezpieczeństwa ochrony kapitału. Niskie stopy procentowe przekładają się także

na niższe koszty kredytów hipotecznych, których dostępność w 4Q 2020 r. wyglądała znacznie lepiej niż miało to miejsce w pierwszej połowie ubiegłego roku. Model pracy oparty o pełen bądź częściowy home – office zmienił po części preferencje nabywców, dla których obecne mieszkanie było zbyt małe, aby wygospodarować w nim miejsce do pracy, co również determinowało rozglądanie się za nowym lokum.

Kolejny kwartał z rządu nie doświadczyliśmy spodziewanego przez wielu komentatorów rynku spadku cen lokali, co było w 4Q 2020 r. czynnikiem wspierającym szybkość podejmowania przez konsumentów decyzji o zakupie mieszkania. Uważamy, że największymi wyzwaniami dla deweloperów w najbliższym czasie będą cały czas mało sprawnie działające urzędy, a co za tym idzie długie okresy oczekiwania na wszelkiego rodzaju pozwolenia, w tym decyzje środowiskowe, warunki zabudowy, czy finalnie pozwolenia na budowę, których wydana w ubiegłym roku ilość stawia wiele do życzenia. Kwestie administracyjne będą w kolejnych okresach wpływały naszym zdaniem na niższą niż w ubiegłych latach liczbę realizowanych inwestycji, tym samym mniejszą dostępność mieszkań dla potencjalnych kupujących.

Trudnym dla deweloperów zadaniem na najbliższe okresy będzie również budowanie atrakcyjnego banku ziemi, bowiem widzimy, że z kwartału na kwartał radykalnie spada dostępność działek, zaś właściciele ciekawie zlokalizowanych gruntów mają w wielu przypadkach mocno wygórowane oczekiwania cenowe, często na skutek stawianego pytania, czy wymiana ziemi na gotówkę jest przy obecnej makroekonomii dobrym rozwiązaniem. Drogie grunty, mniejsza liczba prowadzonych inwestycji stanowią dla nas istotne argumenty, aby nie spodziewać się w najbliższym czasie istotnych redukcji w cennikach deweloperów.

W 2020 r. ujęte w naszym zestawieniu spółki przekazały swoim klientom klucze od 15 335 lokali w porównaniu z 16 507 rok wcześniej (-7,1% r/r). Sądzymy, że spadek jest relatywnie niewielki, a problemy z podpisywaniem umów notarialnych z pierwszej połowy 2020 r. były w ostatnim kwartale roku znacznie mniej dostrzegalne.

W całym 2020 r. analizowani przez nas deweloperzy pozyskali poprzez emisję obligacji korporacyjnych łącznie 889,2 mln zł, z czego 331,1 mln zł przypadło na ostatni kwartał ubiegłego roku. Oznacza to, że łączna wartość uplasowanych w 2020 r. obligacji była o 8,4% niższa niż w 2019 r., w którym ujęte w naszym zestawieniu podmioty pozyskały finansowanie obligacyjne w kwocie 970,7 mln zł. W ubiegłym roku deweloperzy spłacili papiery dłużne o łącznej wartości 1 014,9 mln zł, co oznacza, że outstanding obligacji w 2020 r. stopniół o 125,7 mln zł.

Na ten moment wydawać się może, że ostatni raz w naszym raporcie analizujemy dane Vantage Development, Polnord oraz i2 Development, bowiem nie zakładamy, aby w najbliższym czasie spółki były obecne na rynku Catalyst. Spodziewamy się jednocześnie, że rynek obligacji korporacyjnych będzie cały czas istotnym źródłem finansowania wielu deweloperów, w szczególności tych największych i najbardziej jakościowych, którzy w ostatnich latach sumiennie pracowali na swoją renomę wśród inwestorów.

Na koniec warto jeszcze podkreślić, że zdecydowana większość deweloperów pomimo panującej pandemii terminowo realizowała swoje budowy. Spodziewam się, że w 2021 r. będziemy świadkami dalszego mocnego popytu na rynku mieszkaniowym.



Mateusz Mucha

Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A.

## Poprawa w liczbie wydanych pozwoleń w ostatnich miesiącach

W okresie 11 miesięcy ubiegłego roku urzędy wydały pozwolenia na budowę 241,3 tys. mieszkań w skali kraju, co jest liczbą o 2,8% niższą niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Pomimo niskiej liczby wydanych pozwoleń, odczyt ulega systematycznej poprawie z miesiąca na miesiąc, po zapaści jaka miała miejsce podczas pierwszego „lockdown’u” w miesiącach kwiecień-maj, po którym liczba pozwoleń była niższa o 10,8% r/r w skali kraju. Podobnie też jak w poprzedniej edycji raportu, tak tym razem również przypominamy, że liczby te wyglądają zupełnie inaczej, jeśli analizować tylko 6 największych miast. W tym ujęciu spadek po listopadzie sięga -22,4% r/r i podobnie jak w danych dla całego kraju ulega systematycznej poprawie z miesiąca na miesiąc, z dynamiki -34,8% r/r po maju. W miesiącach wrzesień-listopad wydawano średnio ok. 5,9 tys. pozwoleń miesięcznie, a więc o ok. 1,3 tys. więcej niż w miesiącach czerwiec-sierpień oraz o ok. 2,4 tys. więcej niż w miesiącach marzec-maj. Mimo, że odczyty uległy poprawie, to wciąż zbyt mało by nadrobić niedobór powstały w pierwszych miesiącach od wybuchu pandemii. Szczególnie dobrym miesiącem był październik, w którym wydano pozwolenia na budowę 7,7 tys. lokali. Listopad z wynikiem 4,7 tys. okazał się już gorszy, co można łączyć z ograniczeniami wprowadzonymi przez rząd z powodu drugiej fali zachorowań na COVID-19. W tej kategorii, po 11 miesiącach tylko Kraków może pochwalić się dodatnią dynamiką r/r. W dalszej kolejności jest Trójmiasto, z wydanymi pozwoleńiami na budowę ok. 9,3 tys. lokali (-6,6% r/r). Dla tego miasta dalej jest to ujemna dynamika, lecz w dalszym ciągu wynik jest porównywalny z latami 2017-2019. W przypadku pozostałych miast spadki przekraczają 20% r/r. Samorząd największego rynku w kraju, czyli Warszawy, wydał pozwolenia na budowę ok. 13 tys. lokali (-35% r/r), co oznacza, że stolica odnotowała największy procentowy spadek w tej kategorii r/r.. Dane miesięczne w przypadku Warszawy nie napawają optymizmem. W listopadzie, wydano w stolicy pozwolenia na budowę 553 lokali i są to poziomy obserwowane w kwietniu i maju 2020 r. – jedne z najgorszych odczytów w poprzedniej dekadzie.

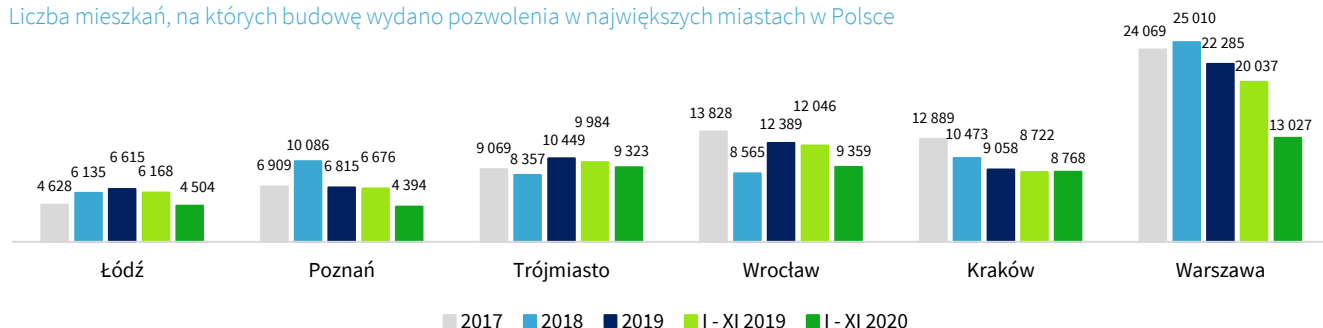
Nieco gorzej, podobnie jak w poprzedniej edycji raportu, prezentują się dane o liczbie mieszkań, których budowę

rozpoczęto. W skali kraju, po listopadzie wynik wyniósł 206,7 tys. (-6,6% r/r) i tak jak w przypadku pozwoleń na budowę odnotowywana jest systematyczna comiesięczna poprawa od maja, kiedy wynik wynosił -15,8% r/r. W przypadku 6 największych miast spadek po listopadzie wyniósł 26,5% r/r wobec -39,7% r/r po maju. Również w przypadku tych danych widoczny jest powrót do formy, lecz zbyt niskie odczyty w miesiącach marzec-sierpień powodują, że dodatnie dynamiki r/r możliwe są dopiero za kilka miesięcy. W miesiącach wrzesień-listopad w 6 największych miastach rozpoczęto budowę 17,1 tys. lokali (-4% r/r), w miesiącach czerwiec-sierpień 11,4 tys. lokali (-31% r/r), a w miesiącach marzec-maj 8,1 tys. lokali (-46,9% r/r).

W poprzedniej edycji raportu porównywaliśmy liczbę lokali, których budowę rozpoczęto z liczbą lokali, na które wydano pozwolenia na budowę, ze szczególnym uwzględnieniem Warszawy oraz Krakowa. O ile sytuacja w Krakowie uległa poprawie, o tyle nie można tego powiedzieć o Warszawie. W okresie styczeń-listopad 2020 r. w stolicy rozpoczęto budowę 14,3 tys. lokali, a wydano pozwolenia na 13 tys., co oznacza, że zapas lokali, których budowę mogą rozpocząć deweloperzy uległ uszczupleniu. W skali 6 miast, do końca listopada nadwyżka lokali, na które wydano pozwolenia na budowę ponad liczbę lokali, których budowę rozpoczęto wyniosła 5,8 tys. jednostek. Miastami, w których sytuacja dla deweloperów jest bardziej komfortowa są: Trójmiasto oraz Wrocław (nadwyżka kolejno 2,2 tys. i 2,9 tys.).

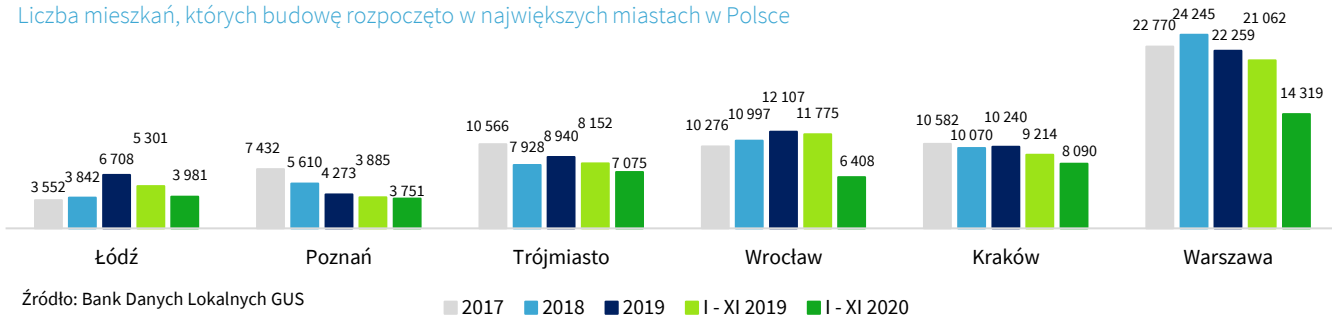
Kategoria danych dotyczących lokali oddanych do użytkowania wygląda najlepiej, co nie powinno dziwić, gdyż w znacznym stopniu jest to efekt sprzedaży, która miała miejsce przed Covid'em, a ewentualne opóźnienia łatwo jest nadrobić. W okresie styczeń-listopad 2020 r. w skali kraju oddano do użytkowania 196,4 tys. lokali (+6% r/r), a w 6 analizowanych przez nas miastach 57,1 tys. (-1,1% r/r). W danych miesięcznych nie jest widoczny wpływ drugiej fali zachorowań, choć deweloperzy narzekają na przeciągające się procedury administracyjne związane z odbiorami.

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

### Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

# Otoczenie makroekonomiczne

## Szybkie zawężenie spread'ów

W poprzedniej edycji raportu spodziewaliśmy się stabilizacji cen mieszkań na rynku pierwotnym w perspektywie najbliższych 2-3 kwartałów. Wskazywaliśmy także, że spadki cen występowały raczej w ramach okresowych promocji, choć też nie w przypadku wszystkich deweloperów. Ceny w 3Q 2020 r. odbiły kwartał do kwartału, ale w różnym stopniu.

W 3Q 2020 r. ceny wzrosły średnio o 3,3% q/q (wobec -1,0% q/q w 2Q 2020 r.). Kwartalnie, największe zwwyżki dotyczyły Warszawy, Łodzi oraz Gdańska. W tych miastach ceny wzrosły kolejno o 7,9%, 5,4% oraz 3,3% q/q. Porównując ceny transakcyjne na rynku pierwotnym w 3Q 2020 r. z cenami w 1Q 2020 r. widoczny jest wzrost średnio o +2,2%, przy medianie +2,9%. Wspomniana sytuacja dotyczy wszystkich 6 miast poza Wrocławiem, w którym ceny były o -2,9% niższe niż w 1Q 2020 r.. Można powiedzieć, że po okazjonalnych spadkach cen nie ma już śladu.

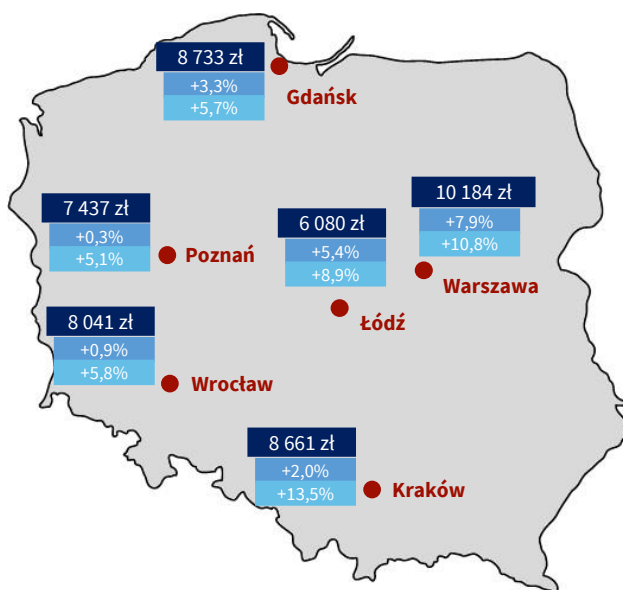
W ujęciu rok do roku ponownie najwyższa dynamika wzrostu cen dotyczyła Krakowa (+13,5% r/r), następnie Warszawy (+10,8% r/r), gdzie ceny transakcyjne przekroczyły 10 tys. zł za mkw.. Przytaczane przez nas dane dotyczą rynku pierwotnego. Poziom przekraczający 10 tys. PLN za mkw. na rynku pierwotnym w Warszawie został w 3Q 2020 r. zanotowany pierwszy raz w historii. Kolejne miasta bez wyjątku zanotowały silne jednocyfrowe wzrosty cen lokali mieszkalnych w ujęciu r/r. Najmniejszy wzrost cen dotyczył Poznania, w którym ceny wzrosły o +5,1% r/r. W poprzedniej edycji raportu wskazywaliśmy na istotny wzrost w 2Q 2020 r. różnicy pomiędzy cenami ofertowymi, a cenami transakcyjnymi na poszczególnych rynkach. W niektórych miastach różnica osiągnęła wartości dwucyfrowe, np. w Warszawie (11,9%), a uśredniony wskaźnik dla 6 miast sięgnął 8,6% (+2,4 p.p. q/q i +4,4 p.p. r/r). W 3Q 2020 r. sytuacja w znacznym stopniu uległa normalizacji, a we wszystkich analizowanych miastach różnica spadła do wartości jednocyfrowych. Uśredniony wskaźnik w 3Q 2020 r. spadł do 5,9% (-2,7 p.p. q/q i +0,9 p.p. r/r), przy najwyższej różnicy zanotowanej w Krakowie (6,6%), najniższej w Łodzi (4,9%). Najsilniejszy spadek wskaźnika dotyczył Warszawy (5,1% wobec 11,9% kwartał wcześniej). Jedynym miastem, w którym wskaźnik w 3Q 2020 r. wzrósł był Poznań (do 5,9% wobec 4,3%).

Porównanie dynamiki wzrostu cen transakcyjnych z dynamiką cen ofertowych sugeruje, że klienci zaakceptowali wzrost cen. Ceny transakcyjne w 3Q 2020 r. urosły w analizowanych przez nas miastach średnio o **+8,3%** r/r (wobec wzrostu o +6,7% r/r w 2Q 2020 r.), a ceny ofertowe o **+9,4%** r/r i +11,9% r/r w analogicznych kwartałach. Dynamika wzrostu cen ofertowych przewyższa dynamikę cen transakcyjnych od 3Q 2019 r. w ujęciu r/r. Różnica zaczęła się zmniejszać w 2Q 2020 r., a w 3Q 2020 r. nastąpiła kontynuacja tego procesu. W ujęciu kwartał do kwartału średnie ceny ofertowe wzrosły w 3Q 2020 r. o **+0,2%** q/q wobec wzrostu

o +1,5% q/q kwartał wcześniej. Tymczasem, średnie ceny transakcyjne wzrosły w 3Q 2020 r. o **+3,3%** q/q i spadły o 1,0% q/q w 2Q 2020 r.. Najwyższy wzrost cen ofertowych w 3Q 2020 r. w ujęciu kwartalnym dotyczył Łodzi (+3,4% q/q). W Warszawie ceny wzrosły o +0,2% q/q w 3Q 2020 r. i o +1,0% q/q w 2Q 2020 r.. W Gdańsku oraz w Krakowie zanotowano w 3Q 2020 r. spadki cen ofertowych, kolejno o -1,7% q/q i o -2,8% q/q. Warto dodać, że powyższe procesy mają miejsce przy 26,5% spadku r/r liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto (styczeń-listopad 2020 r.).

Obecnie spodziewamy się stabilizacji/lekkiego wzrostu cen. Dynamika cen ofertowych pokazała pewną stałość, lecz brakuje czynników, które fundamentalnie mogłyby oddziaływać in minus. Od strony kosztowej raczej nie pomaga wzrost płacy minimalnej, ani wzrost cen działek budowlanych oraz ich niska podaż i ograniczenia administracyjne. Ponadto, stale utrzymuje się w Polsce ujemna realna stopa. Prawie zerowe nominalne stopy procentowe prowadzą do nieatrakcyjności lokat, a to wspiera względną opłacalność najmu. Kolejnym czynnikiem jest perspektywa rozwoju rynku najmu instytucjonalnego oraz preferencje inwestycyjne Polaków, stawiających lokale mieszkalne wysoko w hierarchii inwestycyjnej.

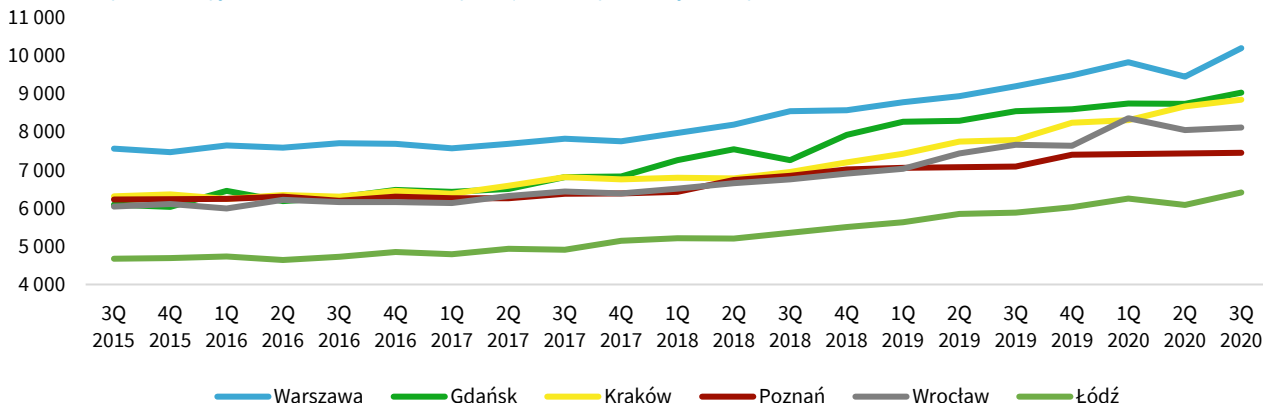
## Średnie ceny transakcyjne za m<sup>2</sup> mieszkań w największych miastach



- Średnia cena transakcyjna 1 m<sup>2</sup> mieszkania w 3Q 2020 r.
- Procentowa zmiana 3Q 2020/2Q 2020 r.
- Procentowa zmiana 3Q 2020/3Q 2019 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

## Średnie ceny transakcyjne za m<sup>2</sup> mieszkania na rynku pierwotnym w największych miastach w Polsce



Źródło: NBP

# Otoczenie makroekonomiczne

## Kolejny kwartał wzrostu marż kredytów hipotecyjnych

Zgodnie z przewidywaniami, w 3Q 2020 r. nastąpiło odbicie wzrostu PKB po spadku jaki zanotowano w 2Q 2020 r.. Dynamika kwartalna wzrostu gospodarczego ukształtowała się w 3Q 2020 r. na poziomie +7,9% q/q wobec -9,0% q/q kwartał wcześniej. W ujęciu rocznym w dalszym ciągu dynamika jest ujemna (-1,5% r/r wobec -8,4% r/r kwartał wcześniej). Projekcja NBP z listopada ubiegłego roku wskazuje na ponowny spadek dynamiki PKB w 4Q 2020 r. do -6,5% r/r, co należy wiązać przede wszystkim ze zwiększoną skalą ograniczeń w życiu gospodarczym spowodowanych pogorszeniem sytuacji epidemicznej kraju. Tym samym, powrót gospodarki do stanu sprzed pandemii potrwa dłużej. Listopadowa projekcja przewiduje, że dynamika PKB w całym 2020 roku będzie ujemna (-3,5% r/r), by następnie zanotować wzrost w 2021 roku o +3,1% r/r, który ma ulec przyspieszeniu w 2022 roku do +5,7% r/r. W projekcji lipcowej NBP przewidywał kolejno: -5,4% r/r w 2020 roku, +4,9% r/r w 2021 roku i +3,7% r/r w 2022 roku. Finalnie, poziom PKB powinien powrócić do poziomu z 4Q 2019 roku najwcześniej pod koniec 2021 roku.

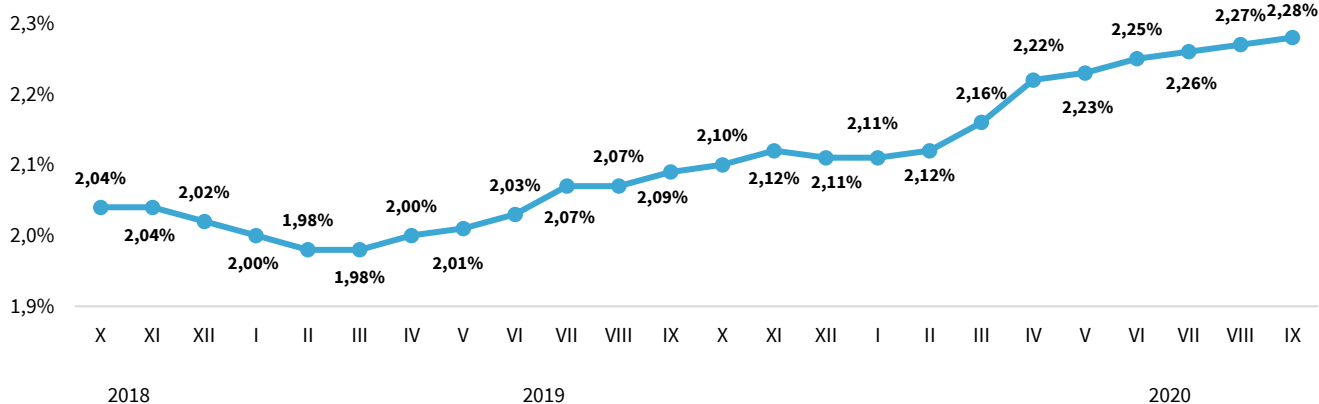
Inflacja w grudniu wg. GUS wyniosła +2,4% r/r wobec odczytu na poziomie +3,0% w listopadzie. Wskazywanym powodem spadku dynamiki inflacji jest wysoka baza porównawcza, gdyż w porównywalnym miesiącu roku ubiegłego była sytuacja niemal dokładnie odwrotna – ceny w grudniu 2019 roku wzrosły o +3,4% r/r wobec wzrostu o +2,6% w listopadzie 2019 rok. Projekcja listopadowa NBP wskazuje obecnie, że inflacja w 2020 r. będzie dodatnia w wysokości +3,4% r/r (wobec +3,3% wg. projekcji

lipcowej), w 2021 roku +2,6% r/r (wobec +1,5% r/r) i +2,7% r/r w 2022 roku (wobec +2,1% r/r). Tym samym NBP oczekuje, że inflacja utrzyma się w przedziale inflacyjnym przez najbliższe 2 lata. Istotnym komponentem inflacji ma pozostać inflacja bazowa, przy niskiej inflacji cen żywności. Przewidywany jest też wzrost cen energii od początku 2021 roku, z powodu cen uprawnień do emisji CO2 oraz hurtowych cen energii na TGE. Warto zwrócić uwagę, że rewizja projekcji inflacji „w górę” (o 0,9 p.p. w 2021 roku) nastąpiła przy rewizji projekcji PKB „w dół” (o 1,8 p.p. w 2021).

W 3Q 2020 r. średnie marże kredytów hipotecyjnych odnotowały wzrost do poziomu 2,28% wobec 2,25% na koniec 1H 2020 r. i 2,09% na koniec 3Q 2019 r.. Wzrost marż był przez nas antycypowany, o czym pisaliśmy w poprzedniej edycji raportu i wynika z pogorszenia perspektyw sektora bankowego, co z kolei przejawia się niskimi wskaźnikami rentowności.

W 3Q 2020 r. zgodnie z raportem AMRON wartość nowo udzielonych kredytów hipotecyjnych wyniosła 14,1 mld zł, co oznacza wzrost o 5,0% q/q. Wolumen ukształtował się na poziomie 48,8 tys. kredytów (+8,0% q/q). Takie dane oznaczają spadek średniej wartości kredytu, która zmniejszyła się do 289,9 tys. zł (-2,79% q/q), co może być wynikiem wzrostu średniego wkładu własnego lub zmiany struktury sprzedawanych w tym okresie mieszkań (więcej lokali o mniejszej wartości).

## Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w okresie 2018 – 2020



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON SARFIN 3/2020

## Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecyjnych w okresie 2015 – 3Q 2020

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2015	39,320	6,78%	181 325	4,16%	216,8	2,52%
2016	39,496	0,45%	178 409	-1,61%	221,4	2,09%
2017	44,574	12,86%	190 634	6,85%	233,8	5,62%
2018	53,852	20,81%	212 596	11,52%	253,3	8,33%
2019	62,629	16,30%	225 073	5,87%	278,3	9,85%
1Q 2020	16,623	5,78%	56 453	1,82%	294,5	3,89%
2Q 2020	13,472	-18,96%	45 179	-19,97%	298,2	1,27%
3Q 2020	14,141	4,97%	48 782	7,97%	289,9	-2,79%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 3/2020.

# Otoczenie makroekonomiczne

## Wzrost zatrudnienia i możliwe pogorszenie sytuacji na rynku pracy w kolejnych miesiącach

Drugi kwartał z rzędu rynek pracy okazał się dość silny. Stopa bezrobocia wg. danych GUS wyniosła na koniec 2020 r. 6,2% (+0,1 p.p. m/m i +1,0 p.p. r/r). Przypomnijmy, początkowy wzrost stopy bezrobocia na skutek wybuchu pandemii COVID-19 zatrzymał się w czerwcu ubiegłego roku na poziomie 6,1%, co łączyliśmy z efektem działania „tarcz antykrzysowych”. Do listopada stopa bezrobocia utrzymywała się na tym samym poziomie.

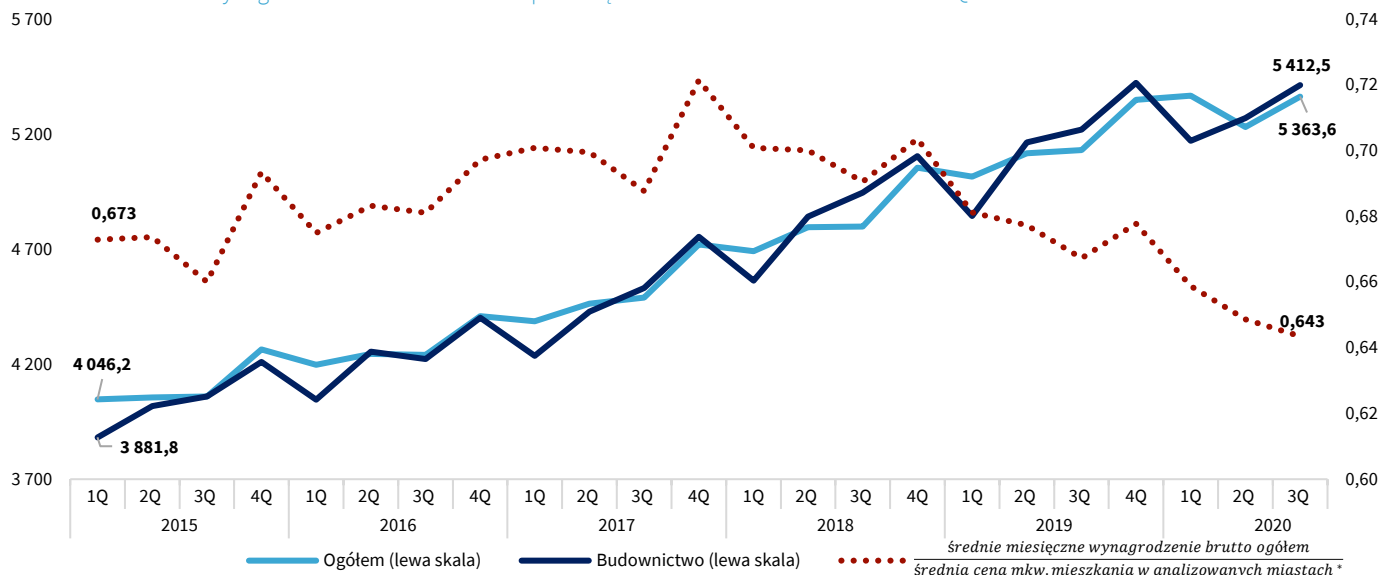
Wzrost stopy bezrobocia w grudniu może być wynikiem kolejnego „lockdown’u” – ograniczenia w życiu gospodarczym wprowadzane były od października i na chwilę obecną wydaje się, że szersze poluzowanie ograniczeń możliwe jest najwcześniej na przełomie pierwszego i drugiego kwartału br.. Obecne ograniczenia obowiązują minimum do końca stycznia. Przypomnijmy, ograniczenia dotyczą działalności galerii handlowych, sektora rekreacyjnego, HoReCa oraz fitness. Zdejmowanie obstrzeżeń będzie jednak zależne od tempa szczyptień na COVID-19.

Stopa bezrobocia jest jednak na lepszym poziomie niż założone w prognozach sprzed kilku miesięcy, kiedy część rynku zakładała, że na koniec 2020 r. może wzrosnąć do 7%.

Dane listopadowe średniego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw z ostatnich 12 miesięcy pokazały odczyt na poziomie delikatnie poniżej 6,7 mln osób, co oznacza wzrost względem analogicznego okresu roku ubiegłego o ok. 5,5 tys. zatrudnionych. Kwartał wcześniej ten odczyt wskazywał na wzrost o ok. 62 tys. zatrudnionych r/r. Dane miesięczne wskazują na poprawę sytuacji w miesiącach wrzesień-listopad 2020 r. (przyrosty zatrudnienia średnio o 12,7 tys. miesięcznie).

Średnie wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w 3Q 2020 r. wyniosło 5 364 zł, co oznacza wzrost o +2,55% q/q oraz +4,54% r/r. Kwartał wcześniej analogiczne dynamiki wynosiły: -2,56% q/q oraz +2,23% r/r. Kolejny kwartał z rzędu zanotowany został spadek relacji średnie wynagrodzenie vs średnia cena mkw. w sześciu największych miastach. W 3Q 2020 jedna średnia pensja umożliwiała zakup 0,643 mkw. (-0,79% q/q i -3,55% r/r). Trend spadku tego wskaźnika trwa już 11 kwartałów i obecne poziomy odczytów są najgorsze przynajmniej od 2014 roku. Przy mizernych perspektywach spadku cen mieszkań stawia to nabywców w gorszej sytuacji.

## Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2015 – 3Q 2020



W ostatnich latach doszło w Polsce do dynamicznego rozwoju prywatnego rynku najmu, co wymusiło na ustawodawcy odpowiednie działania legislacyjne. Poza inwestorami indywidualnymi na rynku pojawili się inwestorzy instytucjonalni, a ich aktywność – w szczególności pojawienie się inwestycji realizowanych w formule B4R (Built-for-rent) – należy wiązać z wykształceniem się rynku najmu instytucjonalnego. Termin ten odnosi się więc zarówno do części sektora PRS w zakresie, w którym uczestniczą w nim inwestorzy instytucjonalni, jak również jest to nazwa nowego podtypu umowy najmu, który ze względu na zakreślone ograniczenia podmiotowe po stronie wynajmującego stanowi formułę dedykowaną właśnie PRS.

## Umowa najmu instytucjonalnego

Najem instytucjonalny jako podtyp umowy najmu lokalu, został wprowadzony na mocy art. 119 pkt 4 Ustawy z dnia 20 lipca 2017 r. o Krajowym Zasobie Nieruchomości (Dz.U.2017, poz.1529 ze zm.). Wynajmującym w stosunku najmu instytucjonalnego może być wyłącznie osoba fizyczna, osoba prawna lub jednostka organizacyjna niebędąca osobą prawną, prowadząca działalność gospodarczą w zakresie wynajmowania lokali (PKD 68.20.Z). **Przepisy o najmie instytucjonalnym wzmocniają znacząco pozycję wynajmującego**, a jako najdalej idące narzędzie udostępnione oddającemu lokal w najem instytucjonalny należy wskazać możliwość korzystania z uproszczonych zasad eksmisji najemcy po zakończeniu obowiązywania umowy. **Rozwiązania przyjęte na gruncie najmu instytucjonalnego są dla wynajmującego dalece bardziej elastyczne nawet niż te dostępne w preferowanych dotychczas przez wielu wynajmujących umowach najmu okazjonalnego.**

Przy zawieraniu umowy najmu instytucjonalnego nie jest wymagane bowiem wskazywanie przez najemcę ani lokalu zastępczego, w którym będzie on mógł zamieszkać w razie konieczności opuszczenia lokalu zajmowanego na podstawie umowy najmu instytucjonalnego, ani też przedkładanie przez najemcę oświadczenia właściciela lokalu zastępczego o możliwości zamieszkania w nim po poddaniu się egzekucji o skutku równoważnym z eksmisją. Ponadto, umowa najmu instytucjonalnego zawierana jest na czas oznaczony, ale jego górna granica nie została określona. Ustawodawca w przypadku najmu instytucjonalnego wyłączył zasadę, że najem zawarty na czas dłuższy niż 10 lat poczytuje się, po upływie tego terminu, za zawarty na czas nieoznaczony.

Kolejnym, korzystnym rozwiązaniem dla wynajmującego w ramach najmu instytucjonalnego jest umożliwienie mu potrącenia z kaucji zaległości z tytułu najmu (lub jej części), bez konieczności wypowiedziania najemcy samej umowy najmu jak ma to miejsce w przypadku klasycznego najmu lokalu. Ustawodawca nie formułuje w przepisie art. 19f ust. 7 Ustawy o ochronie praw lokatorów dodatkowych wymogów, które musi spełnić wynajmujący, by dokonać potrącenia. Tak więc najemca może potrącić zaległy czynsz z kaucji bez żadnego wcześniejszego notyfikowania najemcy, natomiast najemcę będzie obciążał w takim wypadku obowiązek uzupełnienia kaucji pod rygorem aktualizacji skutków przewidzianych na gruncie konkretnej umowy. Co do maksymalnej wysokości kaucji, wynajmujący może zażądać od najemcy maksymalnie sześciokrotności umówionego czynszu najmu, co może znaleźć zastosowanie w szczególności w przypadku mieszkań o podwyższonym standardzie oddawanym w wieloletni najem.

## Otoczenie podatkowe

Dla rozwoju rynku najmu instytucjonalnego istotne znaczenie ma również sposób regulacji podatkowych obejmujących ten obszar działalności.

Puntem wyjściowym dla omówienia otoczenia podatkowego, w którym funkcjonuje w polskiej jurysdykcji sektor najmu instytucjonalnego jest wskazanie, iż **w praktyce inwestycje w tym obszarze dokonywane są głównie przez zagraniczne lub krajowe fundusze inwestycyjne**. Wiąże się to z jednej strony z koniecznością ponoszenia dużych nakładów związanych z dokonywanymi dotychczas inwestycjami, co koreluje z wyspecjalizowanym charakterem tych podmiotów, z drugiej zaś z brakiem faktycznego podwójnego opodatkowania zysków, z czym mielibyśmy do czynienia w przypadku spółki kapitałowej (na poziomie dochodu spółki, jak również dywidendy wypłacanej akcjonariuszom / udziałowcom).

Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. Nr 21, poz. 86 ze zm. - „CIT”) wskazuje w art. 6 ust. 1 pkt 10), że zwolnieniu podmiotowemu podlegają fundusze inwestycyjne otwarte (z wyłączeniami). Na podstawie art. 6 ust. 1 pkt 10a) CIT zwolnieniu podmiotowemu podlegają również zagraniczne fundusze inwestycyjne (instytucje wspólnego inwestowania), przy czym, aby korzystać ze zwolnienia podmioty zagraniczne muszą spełnić dodatkowe kryteria wskazujące, że w istocie warunki ich funkcjonowania odpowiadają charakterystyce polskiego FIO korzystającego ze zwolnienia. Na skutek nowelizacji CIT, którą wprowadzono 1 stycznia 2017 r., ze zwolnienia podmiotowego wypadły natomiast wszelkie zamknięte fundusze inwestycyjne, zaś w takiej formie prawnej (lub tożsamej w przypadku podmiotów zagranicznych) działa znaczący odsetek podmiotów inwestujących na krajowym rynku najmu instytucjonalnego. FIzy korzystają natomiast z przewidzianego w art. 17 ust. 1 pkt 57 CIT szerokiego zwolnienia przedmiotowego dla tych funduszy.

**Z podatku dochodowego zwolnione są dochody (przychody) funduszy inwestycyjnych zamkniętych z wyłączeniem niepodlegających zwolnieniu dochodów (przychodów) wskazanych wprost w treści przepisu. Wśród tych wymieniono jednak dochody z nieruchomości podlegające normowaniu art. 24 b ust. 1 CIT, który przewiduje (dodatkový) podatek dochodowy od przychodu ze środka trwałego będącego budynkiem.** Przedmiotem opodatkowania jest w nim przychód stanowiący wartość początkową położonego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej środka trwałego będącego budynkiem, który: (a) stanowi własność albo współwłasność podatnika, a także (b) został oddany w całości lub w części do użytkowania na podstawie umowy najmu, dzierżawy lub innej umowy o podobnym charakterze. Budynek jest więc objęty podatkiem, kiedy spełniona jest przesłanka oddania do użytkowania, a podstawy opodatkowania nie ustala się w przypadku, gdy ustalony na pierwszy dzień każdego miesiąca, łączny udział oddanej do użytkowania powierzchni użytkowej budynku nie przekracza 5% całkowitej powierzchni użytkowej tego budynku.

**Podstawą opodatkowania jest - ustalana na pierwszy dzień każdego miesiąca, wynikająca z ewidencji środków trwałych i wartości niematerialnych i prawnych prowadzonej przez podatnika - wartość początkowa budynku stanowiącego własność lub współwłasność podatnika, który został oddany w całości albo w części do użytkowania (najmu).** Co istotne, podstawą opodatkowania stanowi suma podstaw opodatkowania z poszczególnych budynków podatnika (czyli suma wartości początkowych poszczególnych budynków) pomniejszona o kwotę 10 000 000 zł. Zatem nawet jeśli wartość początkowa żadnego z budynków będących własnością danego podatnika nie przekracza tej wartości, ale suma tych wartości początkowych ją przewyższa, u podatnika tego powstanie podstawa opodatkowana dodatkowym podatkiem majątkowym od budynków. **Stawka dodatkowego podatku majątkowego od budynków wynosi 0,035% podstawy opodatkowania.**

Kwota obliczonego za dany miesiąc dodatkowego podatku majątkowego od budynków podlega odliczeniu od miesięcznej zaliczki na podatek dochodowy od osób prawnych.

Ustawodawca wprowadził ponadto mechanizm zwrotu podatku. W przypadku braku możliwości dokonania odliczenia ze względu na wysokość dochodów danego podatnika i wysokości należnego za dany rok podatku dochodowego od osób prawnych, kwota nieodliczonego dodatkowego podatku majątkowego od budynków podlega zwrotowi na wniosek podatnika, jeżeli organ podatkowy nie stwierdzi nieprawidłowości wysokości zobowiązania podatkowego lub straty w podatku dochodowym od osób prawnych obliczonych zgodnie z art. 19 CIT.

Istotne znaczenie ma tu więc ocena fiskusa dokonywana w zakresie rynkowości poniesionych przez podatnika kosztów (i uzyskanych przychodów), tym niemniej możliwość zwrotu przedmiotowego podatku ma kluczowe znaczenie dla planowania podatkowego w zakresie struktur obejmujących FIZY inwestujące w rynek najmu instytucjonalnego.

Modelowo natomiast wykorzystanie FIZu jako wehikułu do inwestycji w rynek najmu instytucjonalnego skutkuje co prawda formalnym dwukrotnym opodatkowaniem, jednakże mając na uwadze podstawę opodatkowania dochodu z najmu na poziomie FIZu, a także możliwość zwrotu podatku, jest to rozwiązanie dużo bardziej zachęcające niż w przypadku prowadzenia takiej działalności przez spółkę kapitałową.

W przypadku prowadzenia działalności w formie spółki kapitałowej (sp. z o.o. i s.a.) będziemy mieć bowiem do czynienia z koniecznością ponoszenia ciężaru podatku dochodowego od przychodów z najmu (19%), dodatkowego podatku dochodowego od budynku (scharakteryzowanego powyżej) oraz w końcu 19 % opodatkowania dywidendy udziałowców / akcjonariuszy. Warto przypomnieć, że od nowego roku podatnikami CIT są również spółki komandytowe, co znacząco wpływa na ocenę konkurencyjności podatkowej przy wykorzystywaniu ich do działalności w zakresie najmu instytucjonalnego.

## Prace legislacyjne nad krajowymi REITami

Równoległe z wprowadzeniem podtypu umowy najmu instytucjonalnego rozpoczęła się dyskusja o wdrożeniu do polskiego systemu prawnego nowej kategorii podmiotów opartych na koncepcji tzw. Real Estate Investment Trust (REIT). Podstawową cechą wspólną REIT funkcjonujących dziś w kilkudziesięciu jurysdykcjach jest zastosowanie podmiotowego zwolnienia z CIT albo też zastosowanie stawki znacznie obniżonej, jak również innych zachęt w zakresie obowiązków publicznoprawnych.

Co istotne, status REITu w przypadku przeważającej części tych jurysdykcji nie przysługuje wyłącznie wyspecjalizowanym podmiotom takim jak FIZY, a spółkom, które inwestują na rynku nieruchomości.

W rządowym projekcie ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości (druk nr 2855), tę nową kategorię podmiotów zdefiniowano jako Firmy Inwestujące w Najem Nieruchomości, a więc z których przeważającym przedmiotem działalności jest najem nieruchomości mieszkalnych położonych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Przy spełnieniu pewnych dodatkowych kryteriów (m. in. 50 milionów złotych kapitału zakładowego, akcje notowane na rynku regulowanym oraz wpis na listę podmiotów prowadzących taką działalność) miałyby one podlegać bowiem stawce podatku dochodowego w wysokości 8,5 % od dochodów

uzyskanych bezpośrednio lub pośrednio z najmu nieruchomości mieszkalnych.

W kontekście obecnego stanu prawnego wskazać należy, iż wprowadzenie takiej kategorii podmiotów pozwoliłoby na obniżenie progu wejścia w rynek najmu instytucjonalnego oraz zwiększyłoby efektywność podatkową mniejszych inwestycji.

## Wprowadzenie kategorii spółki nieruchomościowej

Podczas, gdy nie widać na razie realnej perspektywy wprowadzenia polskich REITów, na gruncie CIT pojawiła się nowa kategoria „spółki nieruchomościowej”, czemu towarzyszy nałożenie na nią przez ustawodawcę pakietu obowiązków. Definicja spółki nieruchomościowej przewidziana w art. 4a pkt 35 CIT powoduje objęcie nią podmiotów, w których co najmniej 50% wartości rynkowej aktywów stanowią nieruchomości położone na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub prawa do takich nieruchomości, przy czym progiem istotności jest tu ich wartość bilansowa 10 milionów złotych.

Co istotne, spółka nieruchomościowa na gruncie CIT nie oznacza wyłącznie podmiotu utworzonego i/lub mającego siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, a wszelkie podmioty inwestujące na krajowym rynku nieruchomości spełniające wskazane przesłanki. Spółka nieruchomościowa, której akcje (udziały, ogół praw i obowiązków, tytuły uczestnictwa lub prawa o podobnym charakterze) są zbywane, jest obowiązana wpłacić na rachunek właściwego US, jako płatnik, zaliczkę na podatek od dochodu z tego tytułu w wysokości 19%, jeżeli:

- stroną dokonującą zbycia takiego jest podmiot niebędący rezydentem podatkowym RP, a także
- przedmiotem transakcji zbycia są udziały (akcje) dające co najmniej 5% praw głosu / 5% prawa do udziału w zysku / 5% ogólnej liczby tytułów uczestnictwa lub praw o podobnym charakterze, w spółce nieruchomościowej.

Wprowadzenie tej kategorii podmiotów oraz nałożenie na nich obowiązków płatnika motywowane jest harmonizacją rozwiązań służących zapobieganiu erozji podstawy opodatkowania. Istotne znaczenie dla jej wprowadzenia z pewnością miała więc obserwacja, że **niejednokrotnie transakcje skutkujące przeniesieniem własności (lub znaczącej części) nad podmiotem, którego działalność polega na nabywaniu nieruchomości w Polsce pozostawało poza domeną polskiego fiskusa.**

Ustawodawca zidentyfikował je natomiast jako **podlegających ograniczonemu obowiązkowi podatkowemu**. W uzasadnieniu sejmowym nowelizacji CIT wskazano na trudność w egzekwowaniu takiego obowiązku, czemu zaradzić ma:

- ciążący na spółkach nieruchomościowych obowiązek zbierania informacji o transakcjach,
- obowiązek ustanowienia przedstawiciela podatkowego pod groźbą kary do 1 mln złotych (w przypadku braku siedziby lub zarządu w Polsce), a także
- zasada, że w przypadku problemów z uzyskaniem środków finansowych od zbywcy na pokrycie podatku z tytułu przeprowadzonej transakcji, spółka nieruchomościowa będzie zobowiązana do pokrycia takiego kosztu ze środków własnych.



## Dobry rok w wykonaniu deweloperów pomimo panującej pandemii

W 4Q 2020 r. ujęte w naszym zestawieniu podmioty zaraportowały sprzedaż na poziomie **4 892 lokali**, co w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku wskazuje na 3,7% wzrost wolumenu zawartych umów. W całym 2020 r. deweloperzy znaleźli nabywców na **15 879 jednostek** wobec 17 130 przed rokiem (-7,3% r/r).

Opublikowane przez deweloperów mieszkaniowych poziomy osiągniętej w 4Q 2020 r. kontrakcji są dla nas potwierdzeniem, że branża dobrze poradziła sobie z bardzo trudnym dla całej gospodarki okresem pandemii COVID-19. Reprezentanci sektora udowodnili, że potrafią w szybki sposób dostosować się do nowych realiów rynkowych oraz przededefiniować swoje modele biznesowe, w których kluczowa okazała się umiejętność sprzedaży mieszkań z użyciem komunikacji online oraz przy zachowaniu reżimu sanitarnego. Jeszcze w marcu 2020 r. efektywność oferowania mieszkań z ograniczeniem bezpośredniego kontaktu ze sprzedawcą mogła stawić sporo znaków zapytania. Dzisiaj możemy jednak stwierdzić, że deweloperzy zdali egzamin.

Ostatni kwartał ubiegłego roku był kontynuacją silnego popytu, który obserwowaliśmy również w 3Q 2020 r. Duże zainteresowanie zakupem lokali w 3Q 2020 było naszym zdaniem w dużej mierze pochodną przesunięcia decyzji o zakupie lokalu z 2Q 2020 r., w którym niepewność w zakresie najbliższej przyszłości spowodowała panikę wielu uczestników rynku. Przypominamy, że w pierwszych miesiącach panującej pandemii duża część społeczeństwa obawiała się o swoją sytuację ekonomiczną, co determinowało odroczenie zakupów i przesunięcie ich w czasie. Omawiany efekt przesunięcia sprzedaży z kwartału na kwartał był już raczej mniej widoczny w 4Q bieżącego roku, w którym popyt wynikał w naszej ocenie z kilku innych czynników.

## Rekordowo niskie stopy procentowe

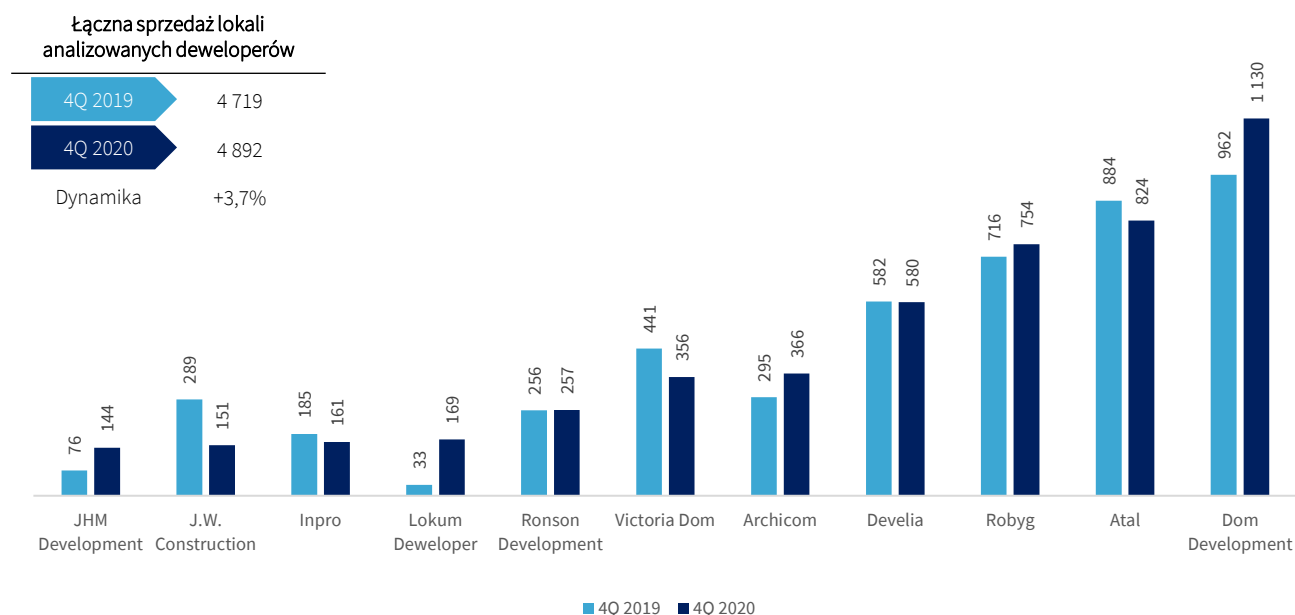
Pierwszy z nich jest środowisko rekordowo niskich nominalnych stop procentowych, które przy wysokiej inflacji oznaczają ujemne realne stopy procentowe, co przejawia się w niemal zerowym oprocentowaniu lokat bankowych. Wydawać się może, że coraz większa część społeczeństwa staje się świadoma, że lokaty przynoszą obecnie straty, co determinuje poszukiwanie innych źródeł lokowania kapitału, które umożliwią chociaż przechowanie wartości nabywczey pieniądza w czasie. Potwierdzeniem tego zjawiska jest napływ nowych środków do funduszy inwestycyjnych, rosnąca liczba otwieranych rachunków maklerskich czy też omawiane właśnie zakupy na rynku nieruchomości. Niskie stopy procentowane przekładają się również na rekordowo niskie koszty kredytów hipotecznych, które po początkowym zamrożeniu przez banki były z miesiąca na miesiąc coraz bardziej dostępne dla kupujących. Obecnie obserwujemy mniej restrykcyjne wymagania banków względem chociażby oczekiwanego wkładu własnego, co sprawia że akcja kredytowa w kolejnych okresach powinna pozostać na fali wzrostowej, co dodatkowo będzie wspierać popyt wśród klientów posilujących się finansowaniem bankowym.

## Co z cenami?

Czynnikiem wspierającym szybkość podejmowania przez konsumentów decyzji inwestycyjnych o zakupie mieszkania są również ograniczenia podażowe powstałe na skutek cały czas wydłużającego się procesu administracyjnego oraz coraz bardziej ograniczonej dostępności gruntów, co jest jednym z głównych czynników rosnących cen mieszkań.

Obecnie na rynku widzimy coraz mniej czynników, które determinowałyby redukcję cenników, co w połączeniu z takim pieniądzem wspiera szybkość podejmowania decyzji w szczególności przez klientów reprezentujących popyt inwestycyjny.

## Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2019 r. oraz 4Q 2020 r.<sup>1,2</sup>



<sup>1</sup>Z wyłączeniem Marvipo Development. Deweloper do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowało poziomu sprzedaży w 4Q 2020 r.

<sup>2</sup>W przypadku Grupy Robyg wykorzystano poziom umów rezerwacyjnych netto.

## Potencjał rynku PRS

O dobrej sytuacji sektora deweloperów mieszkaniowych świadczy również coraz bardziej widoczne zainteresowanie branżą wśród inwestorów profesjonalnych.

Dostrzegamy istotny potencjał rozwoju rynku instytucjonalnego (PRS), który kreowany jest głównie przez zagraniczne podmioty oferując im atrakcyjne stopy zwrotu osiągnięte na rynku najmu w Polsce. Widocznym, wieloletnim trendem jest migracja społeczeństwa do większych miast w celu poprawy jakości życia, a wyłącznie dużymi miastami zainteresowani są inwestorzy PRS.

Warto podkreślić, że szersze pojawienie się PRS będzie stanowiło pewnego rodzaju konkurencję dla Kowalskich, bowiem część oferty deweloperów zostanie zarezerwowana dla funduszy inwestycyjnych, co dodatkowo po pewnym czasie może widocznie wpłynąć na mniejszą dostępność lokali dla klientów detalicznych i wzrost cen, który dodatkowo zmniejszy możliwości finansowe konsumentów w zakresie nabycia lokalu na własność.

## REITy

Kolejnym czynnikiem mogą dodatkowo wesprzeć rynek nieruchomości, w tym po części poprawić sytuację deweloperów jest co jakiś czas powracający temat polskich REITów. Uregulowanie otoczenia prawno-podatkowego REITów otworzyłoby furtkę do realizacji licznych okazji rynkowych dla deweloperów, a samym Kowalskim stworzyłoby kolejny obszar do alokowania nadwyżek finansowych, który nie wymaga alokowania przez nich tak znaczących środków jak ma to miejsce w przypadku nabycia całego mieszkania i ponoszenia ryzyka inwestycyjnego jednego lokalu.

## Rezultaty poszczególnych deweloperów

Zarówno w samym 4Q 2020 r., jak i w całym ubiegłym roku najwyższym poziomem kontraktacji kolejny rok z rzędu może pochwalić się **Dom Development**, który w 2020 r. zdołał sprzedać 3 756 lokali wobec 3 661 w 2019 r. (+2,6% r/r) i 3 602 w 2018 r.

(+4,3% r/r). Na drugim miejscu podium znalazł się **Atal**, który w 2020 r. sprzedał 2 896 lokali, czyli o 8,9% mniej niż przed rokiem. Deweloper komentuje, że obniżenie kontraktacji jest zgodne z prognozami Spółki. Trzecie miejsce w 2020 r. zostało zarezerwowane dla **Grupy Robyg**, która podpisała 2 567 umów deweloperskich oraz 2 155 umów rezerwacyjnych netto (-16,1% r/r). Warto podkreślić ambitne plany dewelopera na bieżący rok, w którym Grupa będzie dążyła do osiągnięcia sprzedaży na poziomie 3 000 lokali w związku ze spodziewanym przez Zarząd wzrostem popytu na mieszkania w 2021 r. Największą poprawę sprzedaży w ujęciu procentowym wykazała w 2020 r. **Grupa Lokum Deweloper**, która w ubiegłym roku zakontraktowała 463 mieszkania w porównaniu z 268 jednostkami przed rokiem (+72,8% r/r).

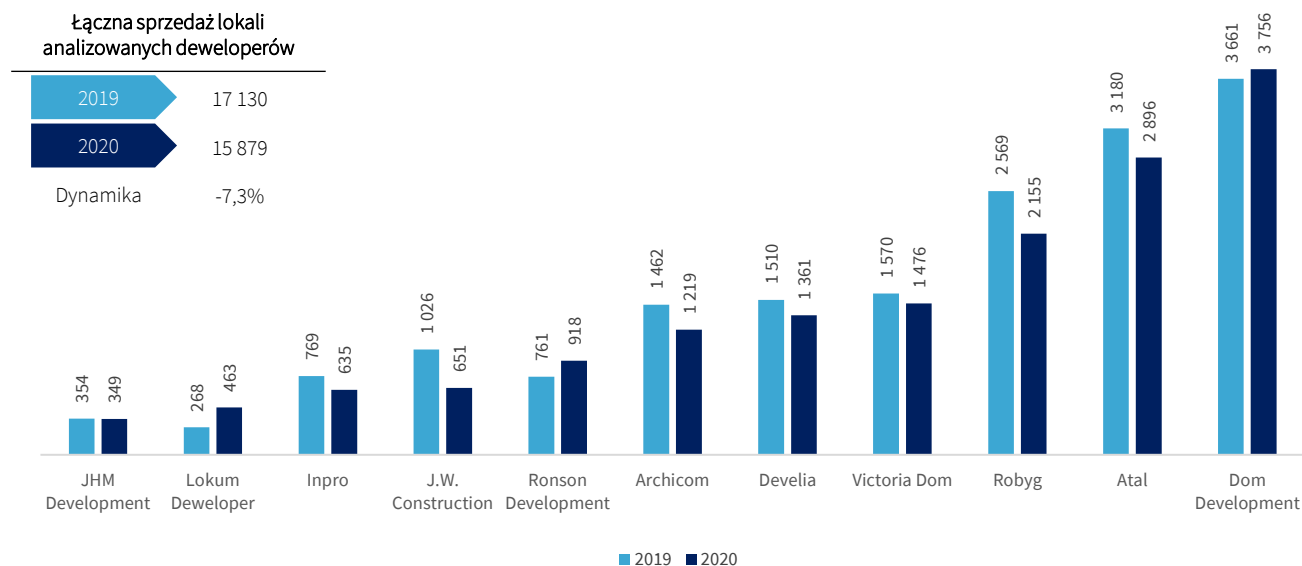
Uważamy, że ze sprzedaży osiągniętej w 2020 r. powinien być również zadowolony **Ronson Development** 918 lokali (+20,6% r/r) oraz **Victoria Dom**, która pomimo spadku dynamiki kontraktacji względem 2019 r. (-6,0%) kolejny rok z rzędu pokazuje, że jest znaczącym graczem w szczególności na rynku warszawskim.

O słabym 4Q 2020 r. oraz całym 2020 r. można mówić w przypadku **J.W. Construction**, który w ubiegłym roku odnotował spadek sprzedaży względem 2019 r. o 36,5%, osiągając kontraktację na poziomie 651 jednostek wobec 1 026 przed rokiem.

## Podsumowanie

Podsumowując uważamy, że 2020 r. był rokiem trudnym, jednak dobrym dla branży deweloperów mieszkaniowych. Co więcej, sądzimy że sektor był jedną z gałęzi gospodarki, która najefektywniej poradziła sobie z wyzwaniami związanymi z COVID-19. Warto podkreślić, że zdecydowana większość deweloperów pomimo pandemii terminowo realizowała swoje budowy, poszerzała portfolio zrealizowanych projektów oraz kolejny rok z sukcesem komercjalizowała swoje inwestycje. Spodziewam się, że w 2021 r. będziemy świadkami mocnego popytu na rynku mieszkaniowym.

## Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2019 r. oraz 2020 r. <sup>1,2</sup>



<sup>1</sup>Z wyłączeniem Marvipol Development. Deweloper do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowało poziomu sprzedaży w 2020 r.

<sup>2</sup>W przypadku Grupy Robyg wykorzystano poziom umów rezerwacyjnych netto.

# Przekazania lokali

## Niższa liczba przekazania niż przed rokiem

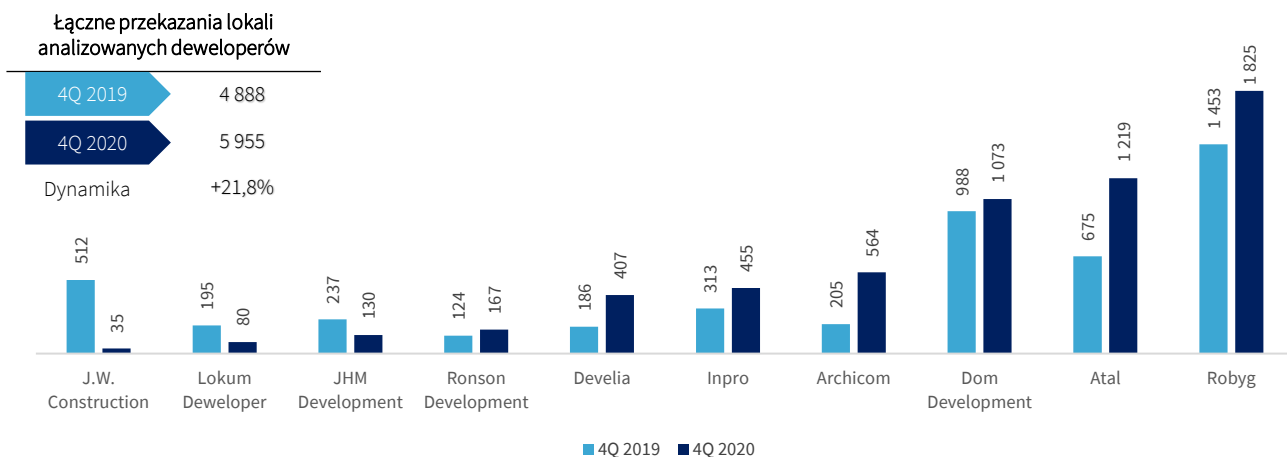
W 4Q 2020 r. ujęte w naszym opracowaniu spółki przekazały swoim klientom klucze od **5 955 lokali** w porównaniu z 4 888 przed rokiem, co wskazuje na 21,8% wzrost w ujęciu rok do roku. Co do zasady ostatni kwartał roku jest dla deweloperów kluczowy pod względem liczby przekazania. Efekt ten był w ubiegłym roku bardziej widoczny ze względu na panującą pandemię, która w poprzednich kwartałach nie zachęcała klientów do wizyt u notariusza.

W całym 2020 r. deweloperzy wydali **15 335 mieszkań** wobec 16 507 przed rokiem, czyli o 7,1% mniej. Uważamy, że spadek jest relatywnie mały, a problemy z zawieraniem umów przenoszenia własności z 1H 2020 r. były w drugiej połowie roku znacznie mniej dostrzegalne. Obecnie widzimy większą skłonność wśród społeczeństwa do wizyt w urzędach, w tym u notariuszy niż miało to miejsce w pierwszych miesiącach pandemii.

W 2020 r. najwięcej rozpoznań wykazał **Dom Development**, który przekazał 3 006 lokali wobec 3 482 przed rokiem (-13,7%). Tuż za

plecami lidera znalazł się **Atal**, który wydał swoim klientom 3 002 jednostki, co w porównaniu z wolumenem rozpoznań osiągniętym w 2019 r. (1 769 lokali) oznacza imponujący 69,7% wzrost. Atal w samym 4Q ubiegłego roku rozpozna w wyniku finansowym 1 219 lokali. Więcej przekazania udało się zrealizować jedynie **Grupie Robyg**, która w ostatnim kwartale 2020 r. wydała 1 825 mieszkań (+25,6% r/r), a w całym 2020 r. rozpozna w wyniku finansowym 2 700 lokali. Najniższy poziom rozpoznań w czwartym kwartale 2020 r. wykazał **J.W. Construction**, który przekazał swoim klientom zaledwie 35 lokali w porównaniu z 512 przed rokiem, co wskazuje na 93,2% spadek w ujęciu rok do roku. W całym 2020 r. deweloper rozpozna w wyniku zaledwie 189 jednostek, co wobec wyniku sprzed roku (1 485 lokali) oznacza 87,3% spadek. Uważamy, że 2020 r. nie był zbyt udany dla J.W. Construction. Równie duży spadek dynamiki przekazania w 2020 r. względem poprzedniego roku wykazała **Grupa Lokum Deweloper** (391 lokali w 2020 r., spadek o 46,7% r/r) oraz (1 153 lokale w 2020 r., spadek o 41,3% r/r).

### Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2019 r. oraz 4Q 2020 r. <sup>1,2</sup>

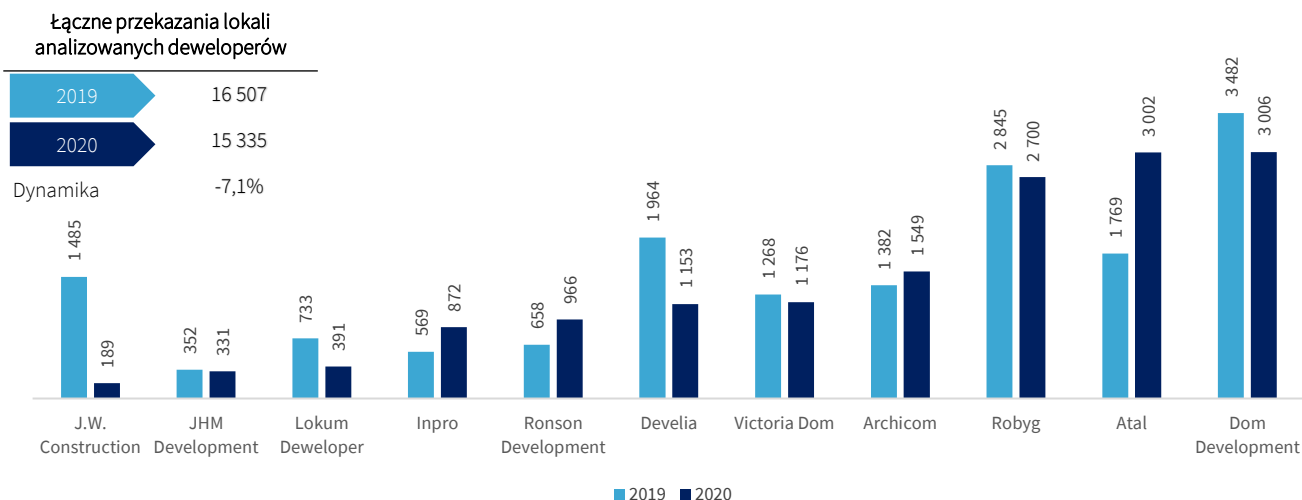


<sup>1</sup>Z wyłączeniem Marvipoł Development. Deweloper do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowało poziomu przekazania 4Q w 2020 r.

<sup>2</sup>Z wyłączeniem Victoria Dom. Deweloper nie opublikował historycznego poziomu przekazania za 4Q 2019 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

### Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2019 r. oraz 2020 r. <sup>1</sup>



<sup>1</sup>Z wyłączeniem Marvipoł Development. Deweloper do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowało poziomu przekazania w 2020 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Spadek zadłużenia w 3Q 2020 r.

Zaznaczamy, że część podmiotów nie wydziela zobowiązań finansowych powstałych na skutek MSSF 16 (głównie ujęcie zobowiązań z tytułu użytkowania wieczystego jako leasing). Z tego względu nasze wyliczenie nie uwzględnia tej kwestii. Część podmiotów usunęliśmy z tej analizy z uwagi na wyjście z rynku Catalyst (i2 Development, Vantage Development, Polnord).

Zgodnie z naszymi przewidywaniami, udział długu obligacyjnego w strukturze zadłużenia analizowanych przez nas deweloperów wzrósł w 3Q 2020 r. do 71,5% wobec 61,9% kwartał wcześniej (+9,6 p.p. q/q), a więc do poziomów obserwowanych w latach 2018-2019.

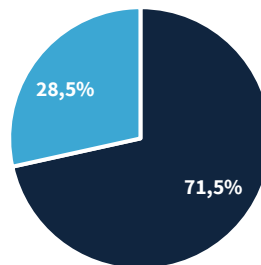
Czynnikiem, który miał największy wpływ na zmianę struktury zadłużenia analizowanych podmiotów była redukcja zobowiązań kredytowych do poziomu 1 242 mln zł wobec 1 817 kwartał wcześniej (-574 mln zł) oraz wobec 1 182 mln zł na koniec 2019 roku (+60 mln zł). To w znacznym stopniu efekt spadku niepewności w 3Q 2020 r. na skutek powrotu kontraktacji lokali do poziomów niemal przedcovidowych (w 4Q 2020 r. nastąpiła dalsza poprawa), co pozwoliło wesprzeć strumienie pieniężne deweloperów tytułem wpłat na lokale. Przypomnijmy, zawirowania wywołane pandemią COVID-19 zmieniły także wektory wydatkowe deweloperów. W wielu przypadkach, jeśli dany deweloper dysponował dużym bankiem ziemi, nierzadko wstrzymywał się z decyzją o zakupie, gdyż zwyczajnie nie potrzebował dalej go rozbudowywać, stawiając wyżej płynność w niepewnych czasach. Powyższe jest też widoczne po podwyższonych stanach środków pieniężnych w 1-2Q 2020 r.. Ponadto, ograniczono lub przesunięto terminy wypłat dywidend. Tych ostatnich wypłacono w 3Q 2020 r. ok. 253 mln zł.

W 3Q 2020 r. zaczął odradzać się także rynek pierwotny obligacji korporacyjnych. W efekcie, nieznacznie wzrósł outstanding obligacji, który na koniec września sięgnął kwoty 3 124 mln zł wobec 2 957 mln zł kwartał wcześniej (+167 mln zł) i 3 067 mln zł na koniec 2019 roku (+86 mln zł). Należy pamiętać, że choć zmiana nominalna nie jest znacząca, to deweloperzy w 3Q 2020 r. wykupili blisko 190 mln zł obligacji.

Całkowite zadłużenie finansowe spadło do 4 366 mln zł wobec 4

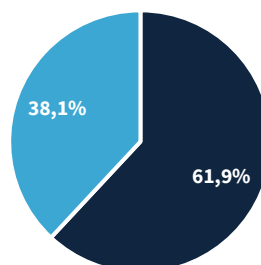
774 mln zł kwartał wcześniej (-408 mln zł) i wzrosło wobec 4 220 mln zł na koniec 2019 r. (+146 mln zł). Dług netto obniżył się nieznacznie, do poziomu 2 588 na koniec września wobec 2 661 na koniec czerwca (-73 mln zł) i wobec 2 714 na koniec 2019 roku (-126 mln zł). Spodziewamy się, że dług netto w najbliższych kwartałach będzie spadał w umiarkowanym tempie.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.09.2020 r. <sup>3</sup>



■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

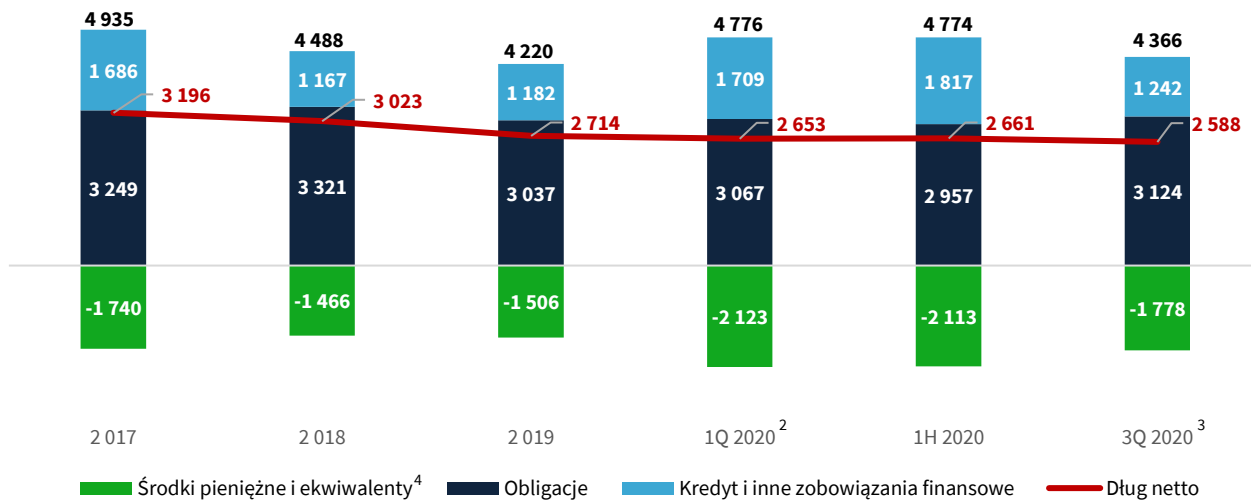
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.06.2020 r.



■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan środków pieniężnych, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2017 – 3Q 2020 (w mln zł) <sup>1</sup>



<sup>1</sup> W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe.

<sup>2</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 1Q 2020 r. wykorzystano dane na koniec 4Q 2019 r.

<sup>3</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 3Q 2020 r. wykorzystano dane na koniec 1H 2020 r.

<sup>4</sup> Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów. Nie uwzględniono i2 Development, Vantage Development oraz Polnord, których obligacje nie są notowane na Catalyst.

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Dług pod kontrolą

Mimo rekordowych ilości zachorowań na COVID-19 przez większą część ostatniego kwartału ubiegłego roku i wprowadzonych z tego powodu ograniczeń w życiu społeczno-gospodarczym, nie dostrzegliśmy by analizowane przez nas podmioty podjęły znaczące decyzje w kwestii strony pasywnej bilansu.

Tym razem, nie było perturbacji podobnych do tych jakie miały miejsce wiosną. Społeczeństwo było już raczej przyzwyczajone do realiów epidemicznych, choć te były bez wątpienia trudne. Przykładem może być Archicom, który nie zmienił swoich planów w zakresie dywidendy i finalnie wypłacił ją w listopadzie. W rezultacie, jak 3Q 2020 r. był okresem względnego spokoju pod kątem sytuacji epidemicznej, wzrostu kontraktacji lokali po słabym 2Q 2020 r. oraz lekką redukcją zadłużenia, tak spodziewamy się, że ostatni kwartał ubiegłego roku pokaże podtrzymanie tych trendów. Powodów takiej sytuacji upatrujemy w tym, że czwarty kwartał jest sezonowo dobry pod kątem przekazania i taka sytuacja miała miejsce także w 2020 roku, w utrzymującej się dosyć niskiej aktywności podmiotów na rynku gruntów (choć z wyjątkami jeśli deweloper nie dysponował wystarczającym bankiem ziemi) oraz w dalszym ciągu mniejszej ofercie niż przed rokiem – o ile podmioty rozpoczynają sporo projektów na przełomie 3 i 4Q 2020 r. o tyle w przypadku większości spółek nie były to wprowadzenia wystarczające by poziomy ofert nie były niższe r/r, co finalnie prowadzi jednak do mniejszych potrzeb gotówkowych deweloperów w celu pokrywania kosztów budów.

Najwyższy poziom długu netto na koniec 3Q 2020 r. zanotował Atal, w którym dług netto sięgnął 871 mln zł (+14,4 mln zł q/q). Poziom zadłużenia tej spółki pozostaje najwyższy w branży, lecz przypominamy, że 322 mln zł długu finansowego dewelopera (na koniec 3Q 2020 r.) pochodzi od podmiotu powiązanego z głównym akcjonariuszem. Ponadto, wysoka liczba przekazania w 4Q 2020 r. oraz spodziewane przez dewelopera wpływy od nabywców powinny być dla spółki w najbliższych kwartałach satysfakcjonujące. Z tego względu, a także dzięki zadeklarowanemu przez głównego akcjonariusza chęci objęcia

w razie potrzeby kolejnego długu spółki, jesteśmy spokojni o zdolność Atalu do obsługi obligacji, mimo przypadających na kwiecień terminu zapadalności 170 mln zł obligacji będących w posiadaniu podmiotów niepowiązanych.

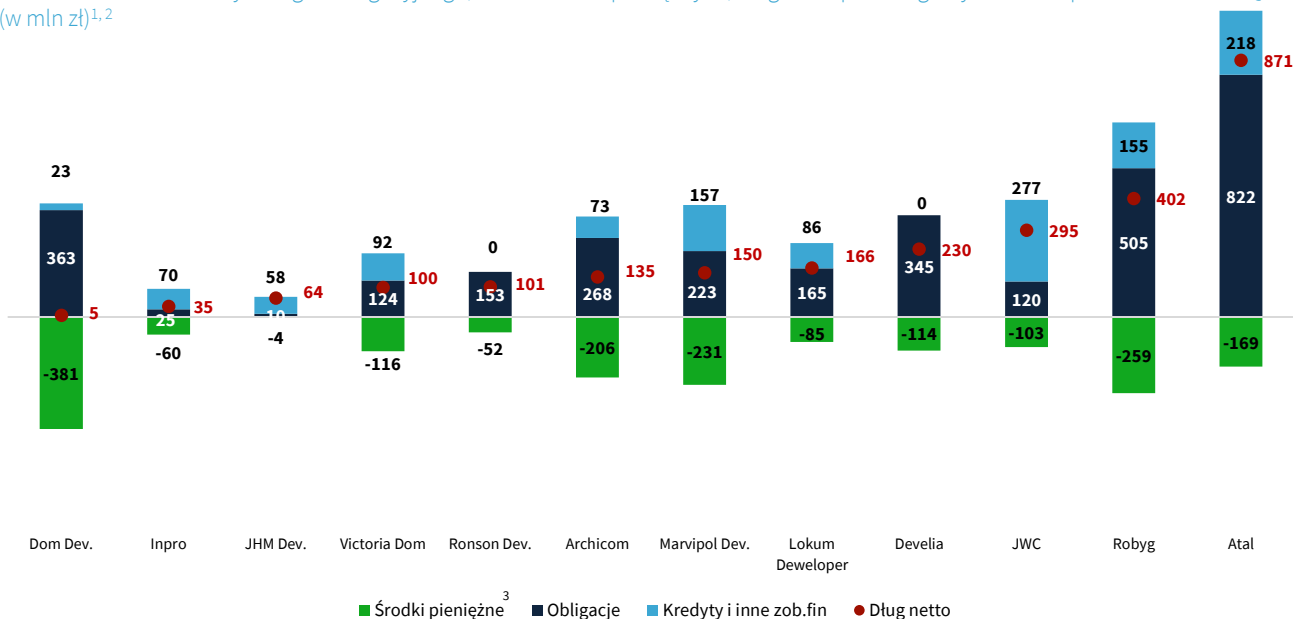
Tradycyjnie najsilniejszy w naszej ocenie bilans wykazywał Dom Development, który zanotował nieznaczny w stosunku do skali działalności przyrost długu netto do poziomu +5 mln zł na koniec 3Q 2020 r. (+11,3 mln zł q/q). W tym czasie, deweloper wypłacił 239,6 mln zł dywidendy, przedpłacił 208 mln zł kredytów oraz zwiększył zadłużenie z tyt. obligacji o 102 mln zł. Emitent niezmiennie pozostaje podmiotem z dużymi możliwościami finansowymi, a wyniki sprzedaży jednoznacznie wskazują, że przeszedł przez COVID-19 „suchą stopą”.

Dosyć istotnie bank ziemi rozbudowywały: Ronson oraz Marvipol. W obu przypadkach to był raczej powód braku spadku długu netto (niewielkie przyrost q/q). W przypadku Lokum Deweloper wzrost długu netto wyniósł +25 mln zł q/q – ten podmiot mocno rozruszał sprzedaż w 2H 2020 r., lecz to jeszcze za wcześnie by wpłaty na lokale zahamowały trend przyrostu długu netto. Sądymy, że w przypadku kolejnych kwartałów dobrej sprzedaży wpłaty zaczną przeważać.

W przypadku pozostałych podmiotów zmiany są nieznaczne lub zgodne z trendem redukcji długu.

Tak jak w ostatnich edycjach raportu pisaliśmy, że wydarzenia z wiosny ubiegłego roku to zbyt mało by istotnie zachwiać standingiem analizowanych podmiotów oraz, że deweloperzy będą ostrożniej podchodzić do zwiększania poziomu oferty, tak w tej edycji podtrzymujemy to stanowisko. W naszej opinii dopiero w nadchodzących kwartałach zobaczymy prawdziwy poziom aktywności firm deweloperskich, a ten zależny będzie od tempa powrotu gospodarki do aktywności sprzed Covid'u, kondycji konsumenta, a także dostępności gruntów i szybkości procedowania decyzji administracyjnych.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 3Q 2020 r. (w mln zł)<sup>1,2</sup>



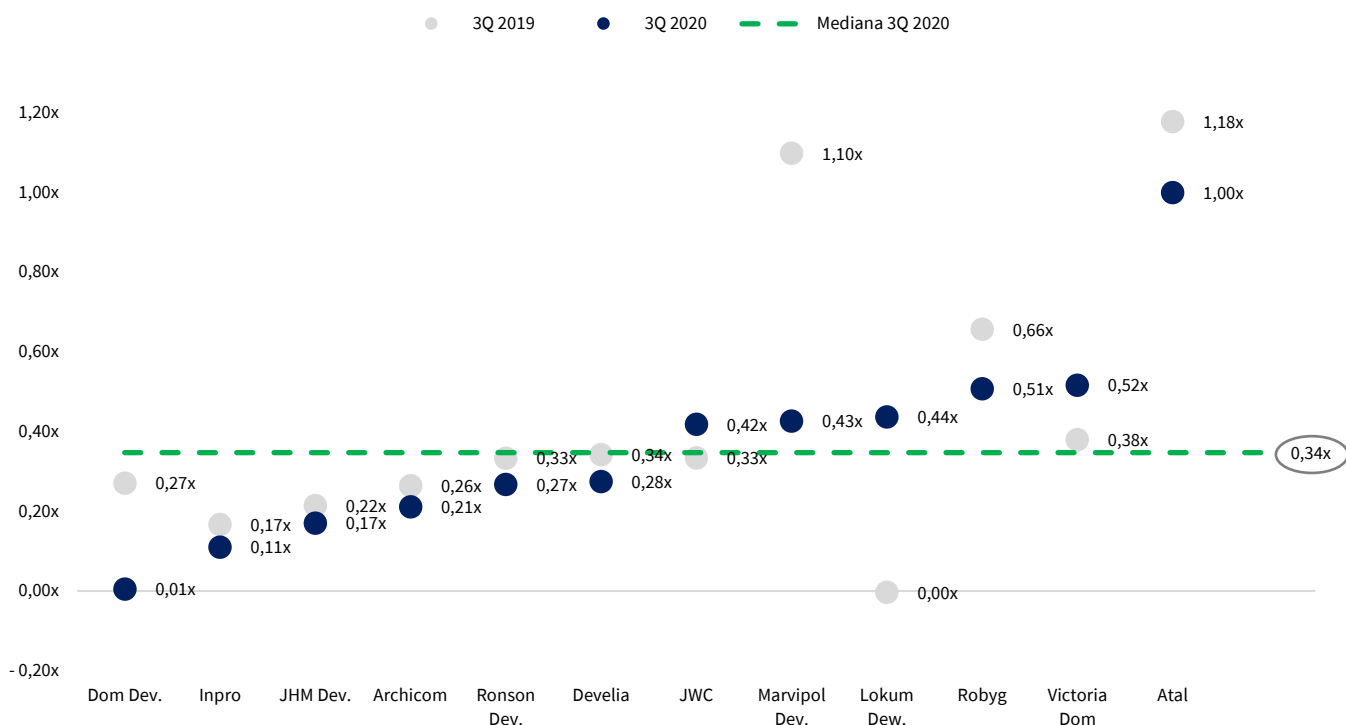
<sup>1</sup> W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe.

<sup>2</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 3Q 2020 r. wykorzystano dane na koniec 1H 2020 r.

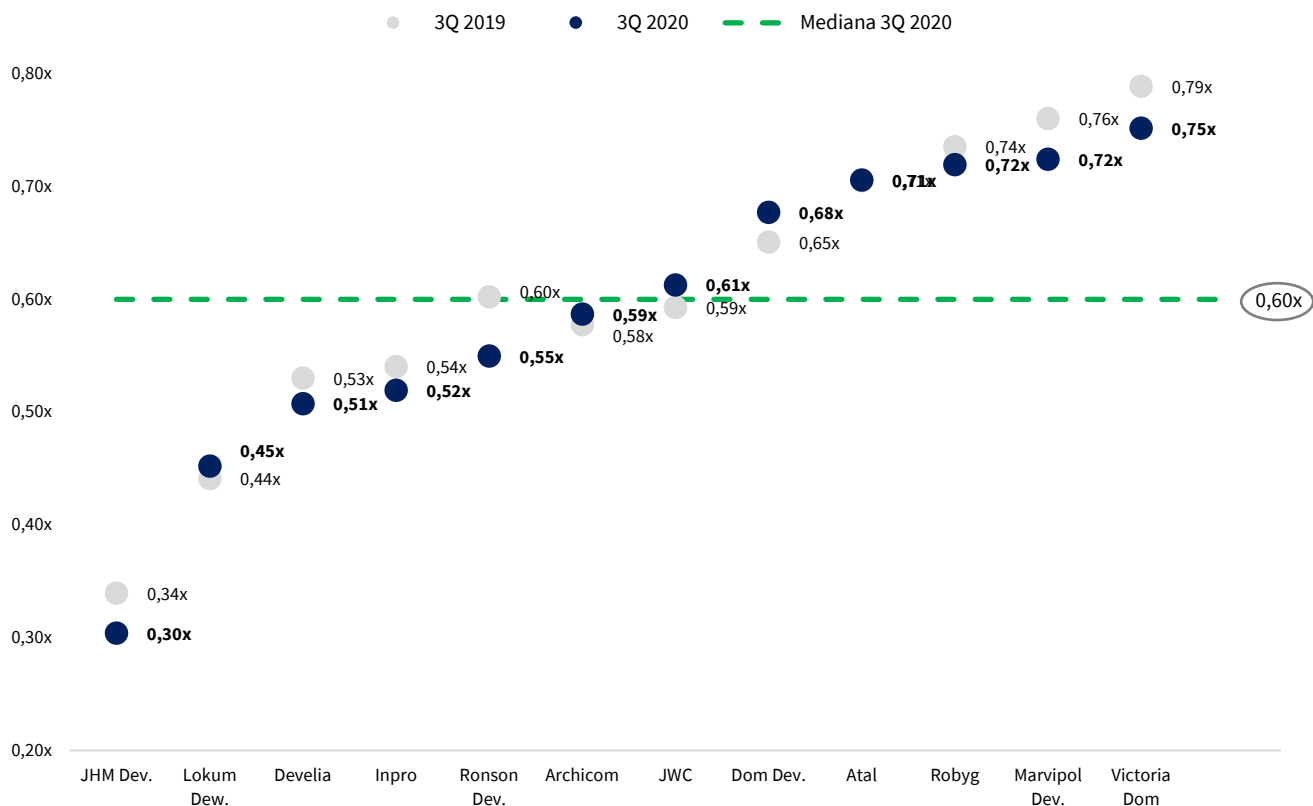
<sup>3</sup> Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

# Analiza wskaźników zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2019 r. oraz 3Q 2020 r. <sup>1,2</sup>



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2019 r. oraz 3Q 2020 r. <sup>1,2</sup>



<sup>1</sup> W przypadku Marvipol oraz Vantage Development wydzielone segmenty mieszkaniowe.

<sup>2</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 3Q 2020 r. oraz za 3Q 2019 r. wykorzystano dane na koniec 1H 2020 r. oraz na koniec 1H 2019 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

## Spadek outstandingu obligacji w 2020 r.

W 2020 r. analizowani przez nas deweloperzy<sup>1</sup> pozyskali poprzez emisje obligacji korporacyjnych łącznie 889,2 mln zł, z czego 331,1 mln zł przypadło na ostatni kwartał ubiegłego roku. Oznacza to, że łączna wartość uplasowanych w 2020 r. obligacji była o 8,4% niższa niż w 2019 r., w którym ujęte w naszym zestawieniu podmioty pozyskały finansowanie obligacyjne w kwocie 970,7 mln zł.

Warto podkreślić, że wartość przeprowadzonych w 2020 r. emisji została mocno wypaczona przez statystyki 2Q 2020 r. Przypominamy, że na skutek pandemii i marcowego załamania gospodarczego deweloperzy w 2Q 2020 r. poprzez emisje obligacji pozyskali zaledwie 67,1 mln zł.

Sam 4Q 2020 r. pod względem emisji przeprowadzanych przez deweloperów mieszkaniowych był zgodny z naszymi oczekiwaniami. W poprzedniej edycji naszego raportu wskazywaliśmy, że na fali udanych emisji z września i października 2020 r. spodziewamy się kolejnych ofert. I tak się faktycznie stało, na co w naszej ocenie składały się między innymi następujące czynniki:

- Wzrost aktywności inwestorów detalicznych na rynku kapitałowym, którzy na skutek rekordowo niskich stóp procentowych poszukują alternatyw względem depozytów bankowych
- Napływy nowych środków do funduszy od inwestorów, którzy preferują powierzenie kapitału w zarządzanie
- Atrakcyjne oprocentowanie obligacji deweloperów względem emitentów z innych branż
- Dobra kondycja finansowa większości reprezentantów sektora.

Podtrzymujemy naszą opinie, że w bieżącym roku deweloperzy w dalszym ciągu będą starali się zainteresować swoimi ofertami obligacyjnymi nie tylko fundusze inwestycyjne, lecz również inwestorów indywidualnych, którzy coraz świadomiej wycofują kapitał z lokat bankowych, zdając sobie sprawę z faktu, że dzisiejsza ekonomia nie sprzyja tradycyjnemu modelowi oszczędzania.

W ubiegłym roku deweloperzy spłacili papiery dłużne o łącznej wartości 1 014,9 mln zł, co oznacza, że outstanding obligacji w 2020 r. stopniał o 125,7 mln zł. Wydawać się może, że dla

wąskiego grona deweloperów finansowanie dalszego rozwoju przy wykorzystaniu kapitału pozyskiwanego w drodze emisji obligacji przestało być atrakcyjne względem pozostałych dostępnych opcji. Tym samym ostatni raz w naszym raporcie prezentujemy dane dotyczące Vantage Development, które w 2020 r. w pełni wykupiło wszystkie serie obligacji. W bieżącym roku podobny scenariusz zrealizuje Polnord, który ostatnimi czasy -podobnie jak i2 Development- zniknął z rynku Catalyst. Spodziewamy się, że wyżej wymienione spółki są ostatni raz przedmiotem naszych analiz.

Rynek obligacji stał się bardziej wymagający dla emitentów, którzy muszą zmierzyć się z oczekiwaniami inwestorów, którzy żądają m.in. wyższych marż niż przed rokiem.

W bieżącym roku analizowani przez nas deweloperzy są zobowiązani do wykupów obligacji o łącznej wartości 1 110,2 zł. Mając na uwadze wcześniej wymienione czynniki (i – iv), w tym przede wszystkim obserwowane w ostatnich miesiącach napływy środków do funduszy dłużnych spodziewamy się, że znaczną część tego zadłużenia uda się ujętym w naszym zestawieniu podmiotom zrefinansować. W kolejnych latach deweloperzy są zobowiązani do spłaty obligacji w kwocie:

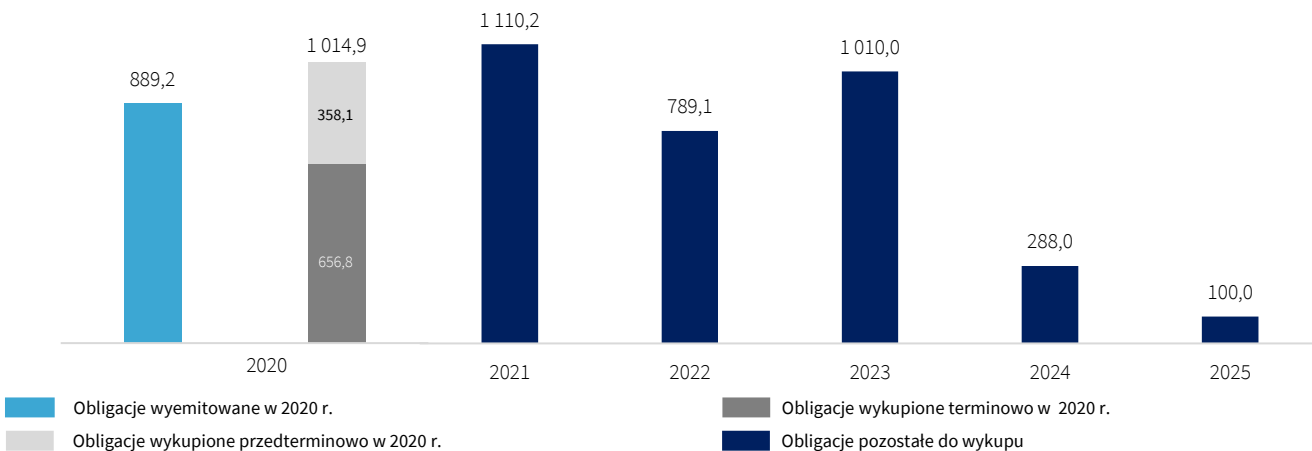
- 789,1 mln zł w 2022 r.
- 1 010,0 mln zł w 2023 r.
- 288,0 mln zł w 2024 r.
- oraz 100,0 mln zł w 2025 r.

co oznacza, że na koniec 2020 r. łączy outstanding obligacyjny analizowanych przez nas deweloperów wyniósł blisko 3,3 mld zł.

Spodziewamy się, że rynek obligacji korporacyjnych będzie cały czas istotnym źródłem finansowania wielu deweloperów, w szczególności tych najbardziej jakościowych, którzy w ostatnich latach sumiennie pracowali na swoją renomę wśród inwestorów. Nie spodziewamy się, aby w kolejnych okresach rozszerzało się grono analizowanych przez nas podmiotów, bowiem w naszej ocenie ostatnie statystyki napływające z rynku Catalyst nie wskazują, aby rynek ten cieszył się dużym zainteresowaniem wśród emitentów. Ponadto sytuacji nie pomagają sami inwestorzy, którzy znacznie przychylniej spoglądają na już znane rynkowi kapitałowemu spółki, a na nowe podmioty spoglądają czasem z nieuzasadnionym dystansem.

<sup>1</sup>W tej części raportu uwzględniono również dane Vantage Development, i2 Development oraz Polnord

## Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2021 – 2025 (w mln zł) według stanu na dzień 31.12.2020 r.



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

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

## Potencjał do rozwoju rynku private debt

Odpowiedzią na nienajlepsze dane płynące z rynku Catalyst oraz na portfele funduszy inwestycyjnych (które konsekwentnie budowanie są w oparciu o obligacje znanych i dużych podmiotów) jest w naszej ocenie rozwijający się rynek private debt. Zainteresowanie tym segmentem obserwujemy w szczególności wśród mniejszych deweloperów, których profil działalności nie wpisuje się w politykę dużych towarzystw funduszy inwestycyjnych między innymi ze względu na:

- i) Skalę prowadzonej działalności
- ii) Brak statusu spółki publicznej
- iii) Mniej transparentną strukturę grupy kapitałowej
- iv) Brak skonsolidowanych sprawozdań finansowych

Dostrzegamy wiele przesłanek, które mogą wskazywać na dalszy rozwój segmentu private debt w kolejnych latach. Warto zaznaczyć, że polski rynek prywatnego długu jest relatywnie mało rozwinięty względem innych krajów zachodnim.

## Obligacje korporacyjne w 4Q 2020 r.

W 4Q 2020 r. analizowane przez nas podmioty<sup>1</sup> dokonały 6 emisji obligacji o łącznej wartości 331,1 mln zł. Najwięcej kapitału poprzez emisje papierów dłużnych pozyskał w ostatnim kwartale ubiegłego roku **Ronson**, który w październiku 2020 r. uplasował rekordowe 100,0 mln zł wobec planowanych 55,0 mln zł

Od dnia publikacji poprzedniej edycji raportu na rynek trafiły w 2020 r. jeszcze dwie emisje:

- i) W październiku w ramach oferty do 50,0 mln zł (istniała możliwość podwyższenia do 60,0 mln zł) **Victoria Dom** poprzez emisję 3-letnich obligacji serii P pozyskała 43,1 mln zł, co stanowi rekordową wartość uplasowanych papierów w historii Spółki. Oprocentowanie obligacji miało sięgać WIBOR 6M powiększone o 5,00 - 6,00%. Podczas budowania księgi popytu ustalono, że finalna marża wyniosła 6,00%.
- ii) W listopadzie poprzez 3,5 – letnie obligacje serii AC **Marvicol Development** pozyskał 78,0 mln zł. Papiery zostały uplasowane w ramach wartego 200 mln zł programu, który został zatwierdzony przez Spółkę w październiku ubiegłego roku.

<sup>1</sup>W tej części raportu uwzględniono również dane Vantage Development, i2 Development oraz Polnord

W 4Q 2020 r. najwięcej kapitału na realizację wykupów przeznaczył wcześniej już wspomniany **Vantage Development** (170,4 mln zł), który spłacił wszystkie serie obligacji i tym samym pożegnał się z rynkiem Catalyst. W zakresie tegorocznych wykupów spodziewamy się, że znaczna część deweloperów zdoła bez większych problemów spłacić, czy też częściowo zrefinansować swoje zadłużenie. Jesteśmy spokojni o tegoroczną sytuację największych reprezentantów sektora, w tym **Dom Development**, **Robyg** czy też pomimo wysokiego outstandingu **Atal**. Wśród mniejszych spółek, w tym m.in. **Inpro** czy też **Ronson** również nie dostrzegamy istotnych alertów.

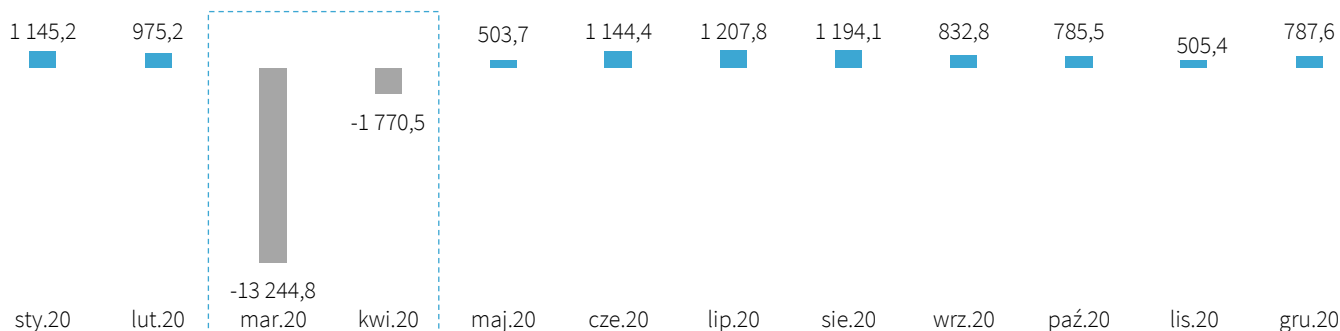
Uważamy, że warto spoglądać w stronę **J.W. Construction** który ostatnie spłaty obligacji realizował ze środków pozyskanych ze sprzedaży nieruchomości. Spółka posiada mało komfortową strukturę zapadalności długu, która wiąże się między innymi z okresową amortyzacją obligacji, co wpływa na częstotliwość obciążania przepływów pieniężnych dewelopera. Ponadto ostatnia seria obligacji zapada w 4Q 2022 r. także horyzont wymagalności zadłużenia jest relatywnie krótki. W bieżącym roku deweloper poinformował o prowadzeniu analiz w zakresie przedterminowego wykupu serii JWC0522 i JW10522 o łącznej wartości blisko 43 mln zł. J.W. Construction długie latał nie był aktywny na rynku obligacji. Nie spodziewamy się, aby w najbliższym czasie miało się to zmienić. Uważamy, że wspomniany wykup będzie potencjalnie sfinansowany zatem przy wykorzystaniu środków własnych (w tym wygenerowanych ze sprzedaży aktywów) bądź finansowania bankowego. Z uwagą będziemy śledzić również poczynania **i2 Development**, które w 2021 r. będzie musiało wykupić obligacje o łącznej wartości 43,0 mln zł. Spodziewamy się, że deweloper będzie dążyć do rozłożenia części płatności na kolejne lata.

## Aktywa funduszy aktywnych na rynku długu

Poniższy wykres prezentuje aktywa funduszy inwestycyjnych aktywnych na rynku obligacji korporacyjnych, które po załamaniu rynku z marca 2020 r. i odpływach z kwietnia 2020 r. konsekwentnie z miesiąca na miesiąc się odbudowują.

W okresie maj – grudzień 2020 r. aktywa ujętych w naszym zestawieniu funduszy wzrosły łącznie o blisko 7,0 mld zł. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach do funduszy będą płynęły kolejne środki, co pozwala z umiarkowanym optymizmem spoglądać na polski rynek kapitałowy.

## Zmiana aktywów funduszy aktywnych na rynku obligacji korporacyjnych (mln zł)





# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2020 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln zł)	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Archicom	lut.20	90,0	2	WIBOR 3M + 2,45%	Nie
Marvipol	lut.20	27,0	3 <sup>1</sup>	WIBOR 6M + marża	Nie
i2 Development	mar.20	20,0	1,5	WIBOR 3M + marża	Tak
Marvipol	mar.20	7,3	3 <sup>1</sup>	WIBOR 6M + marża	Nie
Marvipol	mar.20	2,7	3 <sup>1</sup>	WIBOR 6M + marża	Nie
Archicom	mar.20	23,0	0,2	obligacje zerokuponowe	b/d
<b>1Q 2020</b>		<b>170,0</b>			
Victoria Dom	maj.20	10,5	3	7,00%	Nie
Archicom	cze.20	23,0	0,3	obligacje zerokuponowe	b/d
Archicom	cze.20	4,8	2,3	WIBOR 6M + marża	Tak
Archicom	cze.20	5,4	2,5	WIBOR 6M + marża	Tak
Archicom	cze.20	8,8	2,3	WIBOR 6M + marża	Tak
Archicom	cze.20	7,5	2,5	WIBOR 6M + marża	Tak
JHM Development	cze.20	7,0	3,5	WIBOR 3M + marża	Nie
<b>2Q 2020</b>		<b>67,1</b>			
Victoria Dom	lip.20	11,0	3	6,65%	Nie
i2 Development	sie.20	10,0	3	6,00%	Tak
Atal	wrz.20	150,0	2	WIBOR 6M + 2,60%	Nie
Atal	wrz.20	50,0	2	WIBOR 6M + 2,60%	Nie
Dom Development	wrz.20	100,0	5	WIBOR 6M + 1,75%	Nie
<b>3Q 2020</b>		<b>321,0</b>			
JHM Development	paź.20	5,1	3,3	WIBOR 3M + marża	Nie
Develia	paź.20	70,0	3	WIBOR 3M + 3,30%	Nie
Ronson	paź.20	100,0	3,5 <sup>1</sup>	WIBOR 6M + 4,30%	Nie
Lokum Deweloper	paź.20	35,0	3	WIBOR 6M + 4,50%	Nie
Victoria Dom	paź. 2020	43,1	3	WIBOR 6M + 6,00%	Nie
Marvipol	lis. 2020	78,8	3,5	WIBOR 6M + marża	Nie
<b>4Q 2020</b>		<b>331,1</b>			
<b>Suma</b>		<b>889,2</b>			

<sup>1</sup>okresowa amortyzacja

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

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2021 – 2025 (w mln zł) według stanu na dzień 31.12.2020 r.

Deweloper	Emisje w 2020 r.			Wykupy w 2020 r.			Wykupy w okresie 2021 - 2025					Suma do wykupu	
	1-3Q 2020	4Q 2020	2020	1-3Q 2020	4Q 2020	2020	2021	2022	2023	2024	2025		
Atal	200,0	0,0	200,0	25,5	96,7	122,2	368,0 <sup>1</sup>	200,0	149,0	0,0	0,0	0,0	717,0 <sup>2</sup>
Robyg	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,3	0,0	360,0	100,0	0,0	0,0	505,3
Develia	0,0	70,0	70,0	111,0	34,0	145,0	140,0	115,0	130,0	0,0	0,0	0,0	385,0
Dom Development	100,0	0,0	100,0	100,0	0,0	100,0	110,0	50,0	50,0	50,0	100,0	0,0	360,0
Archicom	162,6	0,0	162,6	100,6	0,0	100,6	22,5	175,2	68,8	0,0	0,0	0,0	266,6
Ronson Europe N.V.	0,0	100,0	100,0	35,0	22,1	57,1	52,7	54,8	62,6	60,0	0,0	0,0	230,2
Marvipol	37,0	78,0	115,0	24,0	78,5	102,5	51,6	69,1	25,9	78,0	0,0	0,0	224,6
Lokum Developer	0,0	35,0	35,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	200,0
Victoria Dom	21,5	43,1	64,6	20,0	0,0	20,0	26,1	56,0	41,5	0,0	0,0	0,0	123,6
Polnord	0,0	0,0	0,0	80,7	0,0	80,7	99,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	99,3
J.W. Construction	0,0	0,0	0,0	11,9	22,7	34,6	25,4	68,9	0,0	0,0	0,0	0,0	94,3
i2 Development	30,0	0,0	30,0	67,3	9,0	76,3	43,0	0,0	10,0	0,0	0,0	0,0	53,0
Inpro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0
JHM Development	7,0	5,1	12,1	3,9	1,7	5,6	1,4	0,0	12,1	0,0	0,0	0,0	13,5
Vantage Development	0,0	0,0	0,0	70,3	100,1	170,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Razem</b>	<b>558,1</b>	<b>331,1</b>	<b>889,2</b>	<b>650,2</b>	<b>386,8</b>	<b>1 037,0</b>	<b>1 110,2</b>	<b>789,1</b>	<b>1 010,0</b>	<b>288,0</b>	<b>100,0</b>	<b>0,0</b>	<b>3 297,2</b>

<sup>1</sup> W styczniu 2021 r. Spółka zrealizowała wykup obligacji serii AO o łącznej wartości nominalnej równej 40,0 mln PLN. Seria AO była objęta przez podmioty powiązane.

<sup>2</sup> W tym 247,0 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane

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

# Informacje ze spółek

## ARCHICOM

- Archicom zakończył rok kontraktacją na poziomie 1 219 lokali wobec 1 462 lokali rok wcześniej (-16,6% r/r). W samym 4Q 2020 r. Grupa zakontraktowała 366 lokali i był to najlepszy kwartał w całym roku, co pozwoliło też ukształtować wynik roczny powyżej górnej granicy prognozy Zarządu. Przypomnijmy, ta po rewizji wynosiła 1 000 – 1 200 lokali w całym roku.
- Liczba przekazania w 4Q 2020 r. wyniosła 564 lokale wobec 205 rok wcześniej. W całym roku daje to liczbę 1 549 lokali wobec 1 382 rok wcześniej (+12,1% r/r). Wynik mieści się w prognozie zarządu (1 400 – 1 600) lokali.
- Oferta Archicomu wg. stanu na koniec września wyniosła 1 448 lokali wobec 2 151 rok wcześniej (-32,7% r/r). Należy jednak zaznaczyć, że na początku października Grupa uzupełniła ofertę o 549 lokali. Sprzedaż 366 lokali w 4Q 2020 r. oraz założenie braku dalszego uzupełniania oferty w ciągu kwartału oznacza, że Grupa na koniec roku dysponowała ofertą na poziomie ok. 1 630 lokali, a więc o 16% mniejszą niż średnia z lat 2018-2019. To w przypadku Archicomu jedyny widoczny efekt pandemii COVID-19, który w kolejnych kwartałach powinien być odbudowywany.
- W 4Q 2020 r. deweloper poczynił inwestycje w grunty na kwotę 52,5 mln zł, na co składają się trzy pozycje: przejęcie spółki BDH Development za 7 mln zł (spółka operująca w Łodzi), zakup gruntu we Wrocławiu o powierzchni 6,57ha za 33,8 mln zł (grunt przy ulicy Radomirzyckiej na ok. 540 lokali), wygrany przetarg na grunt we Wrocławiu o powierzchni 0,22ha za 11,7 mln zł (grunt w obrębie Stare Miasto na ok. 80 lokali).
- Przychody segmentu deweloperskiego w 3Q 2020 r. wyniosły 122,1 mln zł, narastająco YTD 388,9 mln zł wobec 416,9 mln zł rok wcześniej (-6,7% r/r). Z kolei marża brutto ze sprzedaży w okresie 1-3Q 2020 r. wyniosła 29,3% wobec 30,8% w okresie 1-3Q 2019 r. (-1,5 p.p. r/r).
- Dług netto na koniec 3Q 2020 r. wyniósł 135,5 mln zł wobec 173,8 mln zł kwartał wcześniej oraz wobec 139,7 mln zł rok wcześniej. Wskaźnik dług netto do kapitału własnego 21,2% (-7 p.p. q/q oraz -5,3 p.p. r/r).
- W dniu 27 listopada 2020 r., Spółka wypłaciła dywidendę w kwocie 64,9 mln PLN, co daje 2,53 zł/akcję.

## ATAL

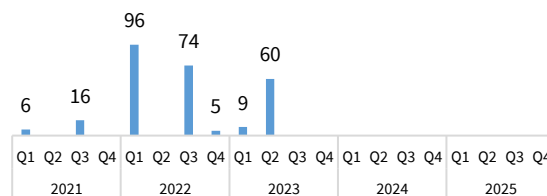
- W 4Q 2020 r. Atal zrealizował sprzedaż na poziomie 824 lokali wobec 785 kwartał wcześniej (+5,0% q/q) oraz wobec 884 rok wcześniej (-6,8% r/r). W całym roku kontraktacja sięgnęła 2 896 lokali w porównaniu do 3 180 rok wcześniej (-8,9% r/r). Cel sprzedażowy Spółki wynosił 2 800 lokali w całym roku, a więc został zrealizowany.
- Pod kątem przekazania, Grupa zamknęła rok liczbą 3 002 lokali, które uzna w wynikach wobec 1 769 w 2019 roku (+69,7% r/r). W samym 4Q 2020 r. Atal przekazał 1 219 lokali. Według prezentacji wynikowej za 3Q 2020 r. potencjał przekazania wynosił 3 647 lokali w 2020 r. przy kontraktacji na poziomie 80%. Lokale, których deweloper nie zdążył wydać w 2020 r. zostaną w większej części rozpoznane w wynikach 2021 roku.
- Liczba lokali, które wprowadzono do sprzedaży w okresie 1-3Q 2020 r. wyniosła 2 056 oraz 402 w 4Q 2020 r.. Liczba lokali, których zakończono budowę w tym czasie wyniosła 1 851 jednostek.
- Oferta dewelopera na koniec minionego roku wynosiła 4 083 lokali (+5,0% wobec średniej z lat 2018-2019), wobec 4 447 na koniec 3Q 2020 (-8,2% q/q) i wobec 4 442 na koniec 2019 roku (-8,1% r/r). W kolejnych kwartałach, zgodnie z zapowiedziami emitenta o chęci utrzymania skali działalności, Atal powinien zwiększyć ofertę.
- Podobnie jak w 2Q 2020 r., tak i w 3Q 2020 r. aktywność Atalu na rynku gruntów można opisać jako znikomą. Deweloper wydatkował 4,1 mln zł na grunt w Łodzi. Skumulowana suma wydatków na grunty w okresie 1-3Q 2020 r. wyniosła 37,5 mln zł wobec 89,2 mln zł w analogicznym okresie roku ubiegłego (-58% r/r). Deweloper może sobie jednak na to pozwolić, gdyż jego bank ziemi zapewnia mu produkcję na okres kilku lat.
- Marża brutto ze sprzedaży w okresie 1-3Q 2020 r. wyniosła 19,7% wobec 18,3% w 1H 2020 r. (+1,3 p.p. q/q) oraz wobec 27,3% rok wcześniej (-7,7 p.p. r/r). Słabsza r/r marża to efekt oddawania mniej rentownych projektów w 1H 2020 r., co wynikało z szybko rosnących kosztów budowy w latach 2018-2019. W 3Q 2020 r. nastąpiła już poprawa, która była sygnalizowana przez Zarząd oraz powinna być kontynuowana w kolejnych kwartałach.
- Dług netto do kapitału własnego wyniósł 100% wobec 102% kwartał wcześniej (-2 p.p. q/q) i 117,9% rok wcześniej (-17,9 p.p. r/r). Ok. 30% zadłużenia finansowego emitenta pochodzi od akcjonariusza dominującego.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2019	3Q 2020
Przychody	324,7	476,5	500,5	416,9	388,9
Zysk brutto ze sprzedaży	88,1	128,2	151,1	128,5	114,1
Marża brutto ze sprzedaży	27,1%	26,9%	30,2%	30,8%	29,3%
EBIT	70,2	88,3	100,3	92,8	75,8
Marża EBIT	21,6%	18,5%	20,0%	22,3%	19,5%
Zysk netto	57,3	61,4	89,2	73,0	51,2
Marża netto	17,7%	12,9%	17,8%	17,5%	13,2%
Kapitał własny	473,7	491,0	543,4	527,7	638,4
Zadłużenie finansowe	196,2	266,7	282,2	255,9	341,1
Kredyty i inne	43,0	53,4	76,0	50,9	73,2
Obligacje	153,2	213,4	206,2	204,9	268,0
% obligacji w zadłużeniu	78,1%	80,0%	73,1%	80,1%	78,6%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	80,2	106,3	92,7	116,1	205,7
Dług netto	116,0	160,5	189,5	139,7	135,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	54,1%	58,1%	60,7%	57,8%	58,7%
Dług netto/KW	24,5%	32,7%	34,9%	26,5%	21,2%

### Wydzielony segment mieszkaniowy

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

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

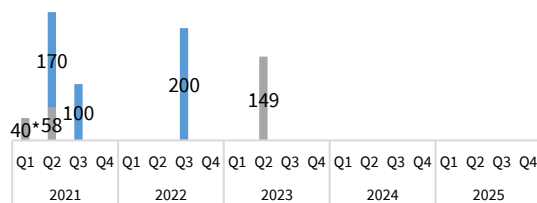


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2019	3Q 2020
Przychody	865,8	1 055,0	720,2	418,7	671,1
Zysk brutto ze sprzedaży	247,6	283,5	170,7	114,4	132,0
Marża brutto ze sprzedaży	28,6%	26,9%	23,7%	27,3%	19,7%
Przychody segmentu dewelop.	855,6	1 046,9	713,4	413,6	665,9
EBIT segmentu dewelop.	216,3	255,6	142,6	88,4	104,2
Marża EBIT	25,3%	24,4%	20,0%	21,4%	15,7%
Zysk netto	179,7	206,6	115,7	70,4	82,4
Marża netto	20,8%	19,6%	16,1%	16,8%	12,3%
Kapitał własny	788,3	857,3	788,8	743,5	871,1
Zadłużenie finansowe	479,9	524,8	837,9	1 030,2	1 040,2
Kredyty i inne	91,8	84,4	190,3	279,4	218,3
Obligacje	388,2	440,5	647,7	750,8	821,9
% obligacji w zadłużeniu	80,9%	83,9%	77,3%	72,9%	79,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	129,9	29,2	14,2	153,8	169,0
Dług netto	350,0	495,6	823,7	876,4	871,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,0%	54,2%	67,6%	70,5%	70,6%
Dług netto/KW	44,4%	57,8%	104,4%	117,9%	100,0%

<sup>1</sup>bez uwzględnienia leasingu finansowego

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



■ Emisje objęte przez podmioty powiązane = 247 mln zł

\* W styczniu 2021 r. Spółka zrealizowała wykup obligacji serii AO (40,0 mln zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

## DEVELIA

- W 2020 r. Develia sprzedała 1 361 lokali w porównaniu z 1 510 przed rokiem (-9,9% r/r). Osiągnięta kontrakcja jest zgodna z ostatnimi oczekiwaniami Zarządu, który zakładał po 3Q 2020 r. wolumen rocznej sprzedaży na poziomie ok. 1 300 jednostek.
- W samym 4Q 2020 r. deweloper znalazł nabywców na 580 lokali (-0,3% r/r), co sprawia, że ostatni kwartał odpowiadał za ponad 40% rocznej sprzedaży. Poziom kontrakcji osiągniętej w 1-3Q 2020 r. należy uznać za niezadowolającą. W związku z problemami z otrzymywaniem niezbędnych decyzji administracyjnych Develia nie była w stanie odbudowywać oferty.
- W 3Q 2020 r. deweloper otrzymał długo wyczekiwane pozwolenia na budowę, które zgodnie z informacjami Zarządu umożliwią realizację ponad 1,8 tys. lokali, co po części tłumaczy dobry sprzedażowo 4Q 2020r. oraz daje podstawy do uzupełniania oferty i oczekiwania dobrych wyników w kolejnych okresach. Na koniec 3Q 2020 r. deweloper posiadał w ofercie 1 641 lokali. Zarząd informuje, że celem jest utrzymywanie oferty na poziomie ok. 1 500 jednostek.
- W 2020 r. Develia przekazała swoim klientom klucze od 1 153 lokali wobec 1 964 przed rokiem (-41,3% r/r). W 4Q 2020 r. deweloper wydał 407 jednostek i tym samym zdołał zrealizować prognozy Zarządu.
- Celem Zarządu na 2020 r. było utrzymanie marży brutto na poziomie powyżej 30%. Omawiana rentowność po 1-3Q 2020 r. wynosiła zadowalające 30,7%. Spodziewamy się, że w wynikach rocznych marża będzie w okolicach oczekiwanych 30%. Biorąc pod uwagę harmonogram przekazań na 2021 r. zakładamy, że w bieżącym roku zyskowność brutto będzie jednak już niższa od ubiegłorocznej i tym samym spadnie poniżej 30%.
- W październiku 2020 r. Develia podpisała umowę kredytową na kwotę 34,2 mln EUR, które zostaną przeznaczone na spłatę bieżącego zadłużenia bankowego oraz na finansowanie/refinansowanie kosztów związanych z budową biurowca Wola Retro.
- W grudniu 2020 r. na prezesa Zarządu Develia powołany został Pan Andrzej Ośliżło. Warto zaznaczyć, że to kolejna w niewielkim odstępie czasowym zmiana kluczowych menedżerów.
- W 2021 r. Develia będzie musiała zmierzyć się ze znaczącymi wykupami obligacji, bowiem w maju zapada seria o wartości 100,0 mln zł, z kolei w październiku dwie serie o łącznej wartości 40,0 mln zł.

## DOM DEVELOPMENT

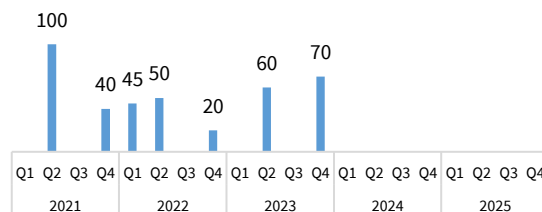
- W 4Q 2020 Grupa sprzedała 1 130 lokali, co w porównaniu z 962 jednostkami zakontraktowanymi w analogicznym okresie poprzedniego roku oznacza 17,5% wzrost. W całym 2020 r. deweloper znalazł nabywców na 3 756 lokali (+2,6% r/r), co stanowi dla Grupy najwyższy odczyt w przeciągu ostatnich 3 lat.
- W 2020 r. Dom Development przekazał 3 006 lokali i tym samym zrealizował swój cel w zakresie wydań.
- Biorąc pod uwagę wyniki finansowe osiągnięte w 1-3Q 2020 r. oraz przekazanie w 4Q 2020 r. 1 073 lokali można spodziewać się, że ubiegły rok deweloper zakończy przychodami w okolicach 1,8 mld zł. Harmonogram wydanych w ostatnim kwartale ubiegłego roku projektów pozwala ponadto przypuszczać, że osiągnięta w 2020 r. marża brutto przekroczyła 30%.
- W 3Q 2020 r. deweloper rozpoczął budowę 1 780 lokali. Zarząd Grupy informował, że plany na 4Q zakładały kolejne 1,2 tys. jednostek, co w naszej ocenie potwierdza wysoki popyt na produkty Grupy.
- W ostatnich kwartałach widoczny jest rosnący udział projektów realizowanych w Trójmieście, które odgrywa coraz istotniejszą rolę w działalności dewelopera. Zarząd Grupy komunikował, że deweloper przygląda się również innym miastom, w tym analizuje potencjał Krakowa.
- Na koniec 3Q 2020 r. deweloper posiadał w budowie 5 115 lokali wobec 4 507 kwartał wcześniej (+13,5% q/q). Warto odnotować, że wszystkie inwestycje realizowane są przy wykorzystaniu własnego generalnego wykonawstwa, co może stwarzać Grupie potencjał do redukcji kosztów budowy.
- Kondycję finansową Grupy należy uznać za wysoce zadowalającą. Deweloper posiada komfortową strukturę zapadalności długu, znaczące zasoby wolnych środków pieniężnych oraz wysoki poziom dostępnych linii kredytowych.
- Uważamy, że największym wyzwaniem dla dewelopera będzie w najbliższym czasie coraz trudniejszy rynek gruntów (szczególnie w Warszawie), bowiem znacząca skala prowadzonej działalności wiąże się również z dużymi potrzebami nabywania nowych działek, których z roku na rok w rozsądnej cenie jest na rynku coraz mniej.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2019	3Q 2020
Przychody	706,2	796,7	819,3	714,2	318,5
Przychody	562,5	649,0	678,3	605,4	252,6
Zysk brutto ze sprzedaży	162,0	201,2	225,3	201,6	77,6
Marża brutto ze sprz.	28,8%	31,0%	33,2%	33,3%	30,7%
Zysk netto	80,2	160,4	117,4	158,6	23,0
Marża netto	11,4%	20,1%	14,3%	22,2%	7,2%
Kapitał własny	1 448,4	1 497,8	1 492,1	1 528,8	1 479,6
Zadłużenie finansowe	1081,7	1214,5	1087,7	1145,7	787,7
Zadłużenie finansowe	444,9	485,5	462,7	496,5	344,9
Kredyty i inne	88,2	33,2	0,0	32,5	0,0
Obligacje	356,7	452,3	462,7	464,0	344,9
% obligacji w zadłużeniu	80,2%	93,2%	100,0%	93,5%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	163,3	259,9	242,7	242,2	114,5
Dług netto	281,6	225,7	220,0	254,3	230,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,1%	58,1%	53,5%	53,0%	50,7%
Dług netto/KW	51,7%	50,0%	50,1%	34,2%	27,5%

### 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

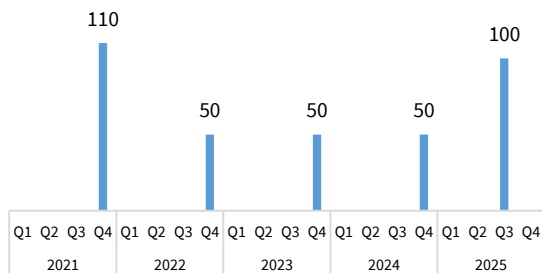
### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2019	3Q 2020
Przychody	1404,7	1653,9	1661,7	1154,5	1135,4
Zysk brutto ze sprzedaży	385,7	455,1	500,1	334,1	355,6
Marża brutto ze sprz.	27,5%	27,5%	30,1%	28,9%	31,3%
Zysk netto	190,8	227,0	256,0	170,3	175,2
Marża netto	13,6%	13,7%	15,4%	14,8%	15,4%
Kapitał własny	1002,3	1046,5	1084,2	994,9	1026,9
Zadłużenie finansowe	396,4	396,2	446,3	404,2	385,9
Kredyty i inne	85,0	85,0	85,0	90,1	23,0
Obligacje	311,4	311,2	361,3	314,1	362,9
% obligacji w zadłużeniu	78,6%	78,5%	81,0%	77,7%	94,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	279,7	282,5	253,3	134,7	380,6
Dług netto	116,7	113,7	193,0	269,6	5,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	58,8%	63,4%	65,1%	67,7%
Dług netto/KW	11,6%	10,9%	17,8%	27,1%	0,5%

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

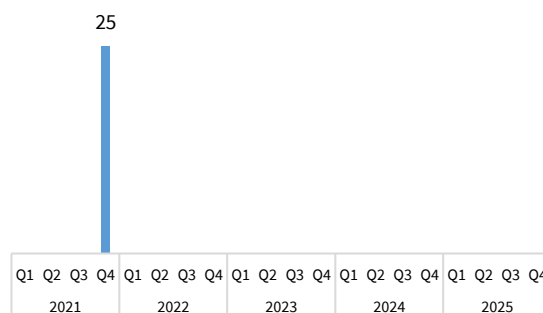
## INPRO

- W 4Q 2020 r. Grupa Inpro sprzedała 161 lokali, co stanowi wynik o 13,0% niższy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. W całym 2020 r. deweloper osiągnął kontrakcję na poziomie 635 jednostek wobec 769 przed rokiem, co wskazuje na 17,4% spadek sprzedaży.
- Grupa przekazała w 2020 r. 872 lokale wobec 569 rok wcześniej, co oznacza 53,3% wzrost. W samym 4Q ubiegłego roku deweloper wydał swoim klientom 455 jednostek wobec 313 w analogicznym okresie 2019 r. (+45,4%). W ostatnim kwartale 2020 r. deweloper wydawał lokale w ramach inwestycji: Osiedla Nowa Niepotomicka II, Osiedla Harmonia Oliwska etap IV oraz Osiedla Debiut etap III.
- Zarówno odczyt przekazania za sam 4Q 2020, jak i za cały 2020 r. stanowią najwyższe poziomy osiągnięte w historii Grupy, co pozwala z optymizmem spoglądać na wyniki segmentu mieszkaniowego dewelopera.
- Wzrostowi skali przychodów w 2020 r. powinien towarzyszyć jednak spadek rentowności. W 1-3Q 2020 r. Grupa Inpro osiągnęła marżę brutto w segmencie mieszkaniowym na poziomie 20,6% w porównaniu z 26,1% w analogicznym okresie roku poprzedniego. Spodziewamy się, że marża w ostatnim kwartale 2020 r. roku bliższa była wynikom ubiegłorocznym niż tym widzianym w 2019 r.
- Według tegorocznych informacji medialnych na początku 2021 r. Grupa posiadała w ofercie blisko 700 mieszkań, domów oraz lokali użytkowych.
- Przypominamy, że Inpro jest również właścicielem hoteli w Mikołajkach oraz Jastarni, które zostały wydzierżawione do zewnętrznych operatorów. Spodziewamy się, że tegoroczne wyniki tego segmentu ze względu na negatywny wpływ COVID-19 na cały sektor hotelarski, a tym samym wysoce prawdopodobne obniżki czynszów dla dzierżawcy będą zdecydowanie słabsze niż w 2019 r.
- W październiku 2021 r. Grupa będzie zobowiązana do wykupu obligacji serii B w kwocie 25,0 mln zł. Uważamy, że Grupa posiada potencjał do spłaty obligacji przy wykorzystaniu środków własnych. Saldo środków pieniężnych na koniec 3Q 2020 r. wynosiło 59,7 mln zł. Sądzymy jednak, że efektywniejsze może okazać się refinansowanie zadłużenia, co ze względu na dobrą jakość emitenta również wydaje się prawdopodobnym scenariuszem.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2019	3Q 2020
Przychody	202,9	259,0	270,5	131,4	184,4
Przychody	155,1	220,1	225,6	95,3	169,8
Zysk brutto ze sprzedaży	54,3	66,3	70,4	24,9	35,0
Marża brutto	35,0%	30,1%	31,2%	26,1%	20,6%
Zysk netto	27,1	35,3	36,1	8,0	17,0
Marża netto	17,5%	16,0%	16,0%	8,4%	10,0%
Zysk netto	30,3	40,9	43,5	12,8	18,1
Marża netto	14,9%	15,8%	16,1%	9,7%	9,8%
Kapitał własny	265,4	295,7	308,7	275,3	318,6
Zadłużenie finansowe	68,8	85,8	82,7	74,2	95,0
Kredyty i inne	68,8	60,9	57,7	48,8	69,6
Obligacje	0,0	24,8	25,0	25,4	25,4
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	28,9%	30,2%	34,2%	26,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	13,8	29,4	19,9	27,9	59,7
Dług netto	55,0	56,4	62,8	46,3	35,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	37,6%	45,6%	48,4%	54,0%	51,9%
Dług netto/KW	20,7%	19,1%	20,3%	16,8%	11,1%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

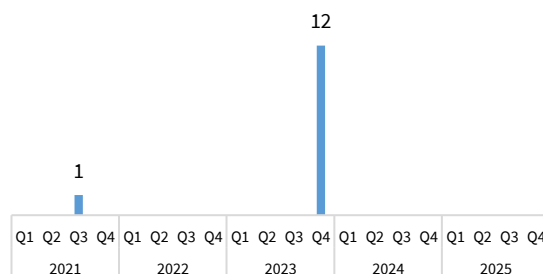
## JHM DEVELOPMENT

- W 4Q 2020 r. JHM Development znalazł nabywców na 144 lokali, co stanowi wynik o 89,5% lepszy względem kontrakcji zanotowanej w ostatnim kwartale 2019 r., w którym deweloper sprzedał 76 jednostek. W całym 2020 r. podmiot odnotował kontrakcję w wysokości 349 lokali w porównaniu z 354 rok wcześniej, co wskazuje na niewielki spadek w wysokości 1,4%.
- W 2020 r. deweloper przekazał swoim klientom 331 lokali (-6,0% r/r), w tym 130 w ostatnim kwartale ubiegłego roku, co w porównaniu z 237 jednostkami wydanymi w 4Q 2019 r. oznacza 45,1% spadek.
- W 1-3Q 2020 r. deweloper osiągnął w segmencie mieszkaniowym marżę brutto w wysokości 23,2% wobec 26,5% rok wcześniej (-3,3 p.p. r/r). W skonsolidowanym sprawozdaniu rocznym JHM Development spodziewamy się relatywnie słabych wyników spółki Marywiłska 44, która została istotnie dotknięta regulacjami wprowadzonymi w związku z pandemią COVID-19.
- Na koniec grudnia 2020 r. deweloper posiadał w budowie 9 inwestycji, z czego postęp prac budowlanych największej inwestycji Spółki – bydgoskiego projektu Aura Towers (ponad 13 tys. PUM) – wynosił 48% względem 30% kwartał wcześniej.
- Przypominamy, że w 2020 r. Spółka wyemitowała dwie serie obligacji – seria C (7,0 mln zł) oraz seria D (5,1 mln zł), które w listopadzie 2020 r. zostały zasymilowane, a w grudniu 2020 r. wprowadzone do obrotu na rynku Catalyst.
- Nowo pozyskane środki mogą zostać przeznaczone przez dewelopera na finansowanie projektów deweloperskich, finansowanie gruntów lub spłatę obligacji serii B.
- W bieżącym roku deweloper będzie zobligowany do wykupu obligacji serii B, których outstanding na moment sporządzania niniejszego raportu wynosi 1,4 mln zł, co stanowi niewielką część pierwotnej wartości serii, która wynosiła 10,5 mln zł. Biorąc pod uwagę obowiązek okresowej amortyzacji na skutek sprzedawanych przez dewelopera lokali można spodziewać się, że całość obligacji zostanie wykupiona przedterminowo.
- Uważamy, że JHM Development znajduje się w dobrej kondycji finansowej. Nasze postępowanie argumentujemy niską relacją długu finansowego do kapitałów własnych oraz komfortową strukturą zapadalności zadłużenia.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2019	3Q 2020
Przychody	137,9	143,2	139,4	67,2	88,9
Przychody	95,8	97,8	92,7	32,0	64,1
Zysk brutto ze sprzedaży	16,5	18,8	18,6	8,5	14,9
Marża brutto	17,2%	19,2%	20,1%	26,5%	23,2%
Zysk netto	6,5	10,1	8,7	2,9	6,3
Marża netto	6,8%	10,4%	9,4%	9,0%	9,8%
Zysk netto	16,8	17,4	17,9	9,7	7,2
Marża netto	12,2%	12,2%	12,9%	14,5%	8,2%
Kapitał własny	333,8	349,2	367,1	358,9	374,3
Zadłużenie finansowe	55,2	65,8	65,0	87,4	68,0
Kredyty i inne	55,2	55,2	57,9	79,4	57,8
Obligacje	0,0	10,6	7,0	8,0	10,2
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	16,1%	10,8%	9,2%	14,9%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	11,7	7,7	5,3	10,1	4,0
Dług netto	43,5	58,2	59,7	77,3	64,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	26,5%	26,4%	28,1%	34,0%	30,4%
Dług netto/KW	13,0%	16,7%	16,3%	21,5%	17,1%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

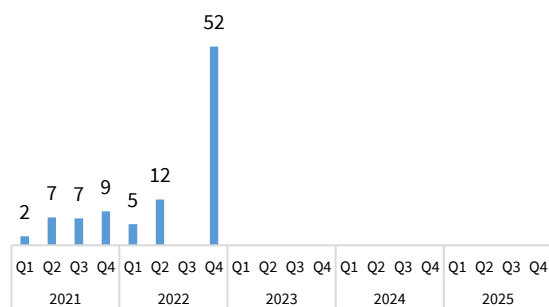
## J.W. CONSTRUCTION

- W 4Q 2020 r. J.W. Construction sprzedał 151 lokali, co w porównaniu z 289 jednostkami zakontraktowanymi w 4Q 2019 r. oznacza 47,8% spadek wolumenu. W całym 2020 r. deweloper znalazł nabywców na 651 lokali, co jest wynikiem niższym od ubiegłorocznego (1 026 jednostek) o 36,5%. Uważamy, że 2020 r. nie był udany dla dewelopera.
- Znacznie słabsze odczyty deweloper zanotował również w zakresie przekazań. W 2020 r. J.W. Construction wydał zaledwie 189 lokali (-87,3% r/r), w tym jedynie 35 (-93,2% r/r) w samym 4Q ubiegłego roku. Wolumen przekazań mocno odbiega od planów dewelopera, który jeszcze w sierpniu 2020 r. informował, że w całym 2020 r. zostanie przekazanych około 600 lokali.
- 2020 r. był niezwykle trudny dla całego sektora hotelarskiego, który odgrywa dość istotną rolę w działalności J.W. Construction. Przypominamy, że hotele, apartohotele i gastronomia odpowiadały w 2019 r. za 13,0% całkowitych przychodów dewelopera.
- W poprzednich edycjach raportu informowaliśmy o licznych działaniach, które deweloper podjął w celu reorganizacji zadłużenia z tytułu obligacji, w tym dążąc do wydłużania terminów płatności. W grudniu 2020 r. J.W. Construction sprzedał nieruchomości w Szczecinie za kwotę 28,3 mln zł netto, co umożliwiło deweloperowi częściową spłatę obligacji. Obsługa zadłużenia przy wykorzystaniu innej działalności niż operacyjna wskazuje w naszej ocenie na nienajlepsze zarządzanie przepływami pieniężnymi.
- Na początku 2021 r. deweloper poinformował rynek o możliwości wcześniejszego wykupu obligacji serii JWC0522 oraz JW10522 o łącznej wartości nominalnej równej 42,75 mln zł. Komunikat jest dla nas pewnego rodzaju zaskoczeniem. W naszej ocenie potencjalna spłata może zostać sfinansowana przy wykorzystaniu wpływów ze sprzedaży kolejnych aktywów dewelopera bądź poprzez refinansowanie zadłużenia długiem bankowym. Nie spodziewamy się bowiem, aby J.W. Construction emitował w najbliższym czasie nowe serie obligacji.
- Niski poziom ubiegłorocznych przekazań, znaczące wyzwania w sektorze hotelarskim oraz trzy kwartały 2020 r., w których deweloper odnotował stratę nie napawają optymizmem przed publikacją wyników rocznych.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2019	3Q 2020
Przychody	404,2	404,1	605,3	406,3	123,4
Przychody	337,7	319,5	500,2	324,6	75,3
Zysk brutto ze sprzedaży	87,9	71,1	129,1	84,9	14,3
Marża brutto ze sprzedaży	26,0%	22,2%	25,8%	26,1%	19,0%
Zysk ze sprzed. (dew.)	50,0	30,0	85,4	45,4	-15,9
Marża zysku ze sprz.	14,8%	9,4%	17,1%	14,0%	-21,1%
Zysk netto	24,8	27,8	60,5	31,9	-19,9
Marża netto	7,4%	8,7%	12,1%	9,8%	-26,4%
Zysk netto	25,9	16,5	63,4	37,6	-25,0
Marża netto	6,4%	4,1%	10,5%	9,3%	-20,2%
Kapitał własny	678,2	693,7	727,9	728,1	703,8
Zadłużenie finansowe	427,4	351,8	380,8	384,8	397,4
Kredyty i inne	207,5	147,0	248,0	209,4	277,2
Obligacje	219,9	204,7	132,8	175,4	120,2
% obligacji w zadłużeniu	51,4%	58,2%	34,9%	45,6%	30,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	174,3	122,5	108,5	141,1	102,6
Dług netto	253,1	229,3	272,3	243,7	294,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	59,9%	61,4%	56,4%	59,3%	61,3%
Dług netto/KW	37,3%	33,1%	37,4%	33,5%	41,9%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

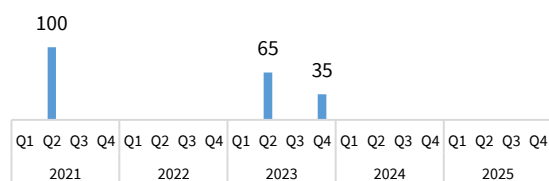
## LOKUM DEWELOPER

- W 4Q 2020 r. Grupa Lokum Deweloper znalazła nabywców na 169 lokali w porównaniu z 33 jednostkami w 4Q 2019 r. (+412,1% r/r). W całym 2020 r. deweloper sprzedał 463 lokale, co oznacza znacząco poprawę kontraktacji względem 2019 r., w którym Grupa sprzedała 268 jednostek (+72,8% r/r).
- Według stanu na koniec września 2020 r. oferta dewelopera wynosiła 1 107 lokali wobec 1 030 kwartał wcześniej (+7,5% q/q) i wobec 261 lokali rok wcześniej. Przypominamy, że skromna oferta była głównym powodem słabej kontraktacji w 2019 r., a mała liczba lokali w ofercie to efekt problemów z uzyskaniem niezbędnych decyzji administracyjnych, z którymi borykała się Grupa w poprzednich okresach.
- W 2020 r. deweloper przekazał swoim klientom klucze od 391 lokali (-46,7% r/r), w tym 80 przekazań miało miejsce w ostatnim kwartale ubiegłego roku (-59,0%). Poziom wydań jest zbliżony z prognozami Zarządu, który komunikował, że w 2020 r. rozpozna w wyniku ok. 400 jednostek. Znacznie lepszy pod kątem przekazań rysuje się 2021 r., w którym potencjał przekazań wynosi ok. 750 lokali.
- Na koniec 3Q 2020 r. Grupa Lokum Deweloper posiadała w przygotowaniu 10,4 tys. lokali ze średnią ceną nabycia gruntu przypadającą na 1 lokal w wysokości 32,6 tys. PLN, co w naszej ocenie oznacza sprawia, że deweloper posiada potencjał do generowania wysokich marż w kolejnych okresach. W okresie 1-3Q 2020 r. Grupa Lokum Deweloper osiągnęła marżę brutto na sprzedaży w wysokości 32,2%, co jest wynikiem jednym z najlepszych na rynku.
- W grudniu 2020 r. Grupa poinformowała o zawarciu umowy kredytowej na kwotę 22,5 mln zł z przeznaczeniem na finansowanie i refinansowanie nakładów związanych z realizacją I etapu wrocławskiej inwestycji Lokum Verde.
- W czerwcu 2021 r. deweloper będzie zobowiązany do wykupu obligacji serii E o wartości 100,0 mln zł. Uważamy, że Grupa Lokum Deweloper będzie starała się zrefinansować część zapadającego zadłużenia.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2019	3Q 2020
Przychody	221,2	322,4	285,9	210,9	135,0
Zysk brutto ze sprz.	88,2	115,2	99,0	76,3	43,5
Marża brutto ze sprz.	39,9%	35,7%	34,6%	36,2%	32,2%
Zysk ze sprz.	67,8	96,6	81,1	63,3	31,2
Marża zysku ze sprz.	30,6%	29,9%	28,4%	30,0%	23,1%
Zysk netto	76,6	73,0	62,2	47,6	21,7
Marża netto	34,6%	22,6%	21,8%	22,6%	16,1%
Kapitał własny	297,3	349,6	367,3	355,3	380,0
Zadłużenie finansowe	174,8	175,3	189,2	101,2	250,8
Kredyty i inne	0,7	0,5	24,8	0,3	85,8
Obligacje	174,1	174,7	164,4	100,9	165,0
% obligacji w zadłużeniu	99,6%	99,7%	86,9%	99,7%	65,8%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	135,0	140,5	121,3	102,2	84,6
Dług netto	39,8	34,8	67,9	-1,0	166,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	47,9%	51,9%	46,6%	44,1%	45,2%
Dług netto/KW	13,4%	9,9%	18,5%	-0,3%	43,7%

<sup>1</sup>bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

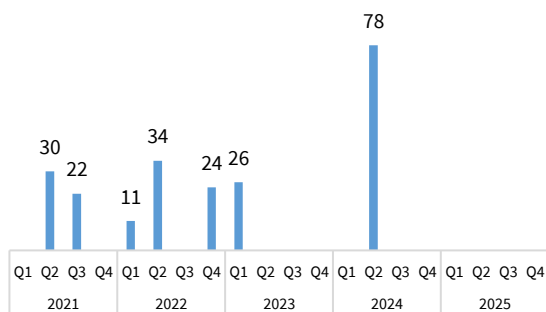
## MARVIPOL DEVELOPMENT

- Do dnia publikacji niniejszego raportu Marvipol nie opublikował danych w zakresie osiągniętej sprzedaży i zrealizowanych przekazania w 4Q 2020 r. Przypominamy zatem jedynie, że w 1-3Q 2020 r. deweloper znalazł nabywców na 384 lokali, wydając w tym samym czasie swoim klientom klucze od 348 jednostek. Podczas prezentacji w grudniu 2020 r. Zarząd informował, że deweloper ma potencjał przekazać w całym roku 800 lokali.
- Pod koniec października 2020 r. deweloper poinformował o asymilacji obligacji serii Z, AA oraz AB o łącznej wartości nominalnej równej 37,0 mln zł. W tym samym czasie Marvipol poinformował o nabyciu w celu umorzenia obligacji serii T o łącznej wartości nominalnej 13,3 mln zł. Z kolei w listopadzie 2020 r. deweloper zrealizował wykup obligacji serii U - 65,2 mln zł.
- W listopadzie 2020 r. deweloper poprzez emisję niezabezpieczonych obligacji serii AC pozyskał od inwestorów kwalifikowanych 78,0 mln zł, które całkowicie będzie zobowiązany wykupić w maju 2024 r. Należy odnotować, że obligacje będą podlegały okresowej amortyzacji. Seria AC będzie przedmiotem ubiegania się o wprowadzenie do obrotu na Catalyst, co dopiero wówczas umożliwi poznanie wysokości oprocentowania.
- W grudniu 2020 r. Marvipol zakomunikował zawarcie umowy nabycia gruntu na warszawskich Włochach o powierzchni 2,47 ha za kwotę 78,0 mln zł netto. Kwota transakcyjna jest zbieżna z wartością kapitału zebranego z emisji obligacji serii AC. Zaznaczamy jednak, że cel emisji obligacji nie został przez dewelopera wskazany.
- Duże zainteresowanie budzi inwestycja Rotunda Dynasy. W listopadzie 2020 r. deweloper poinformował o podpisaniu z Unibep umowy na generalne wykonawstwo na kwotę 52,3 mln zł. Przyjmując, że wartość zapasów Marvipol przypisana do inwestycji na koniec 3Q 2020 r. odzwierciedla wartość gruntu ok. 24 mln zł, co należy powiększyć dodatkowo o koszty wykończenia inwestycji oraz wszelkiego rodzaju koszty miękkie, pozwala nam spekulować, że ceny w inwestycji będą oscylować w przedziale 35-40 tys. zł za mkw.
- W grudniu 2020 r. deweloper poinformował o zawarciu umów kredytowych w segmencie magazynowym, w tym kredytu inwestycyjnego w kwocie 5,1 mln EUR oraz obrotowego odnawialnego kredytu VAT w kwocie 5,0 mln zł.
- Wysokie zasoby środków pieniężnych na koniec 3Q 2020 r. oraz spodziewane wpływy klientów w kolejnych okresach sprawiają, że nie obawiamy się o tegoroczną regulację zobowiązań finansowych dewelopera.

w mln zł <sup>1</sup>	2017	2018	2019	3Q 2019	3Q 2020
Przychody	185,7	266,1	290,8	119,5	168,5
Zysk brutto ze sprzedaży	38,1	62,1	67,0	30,9	47,2
Marża brutto ze sprz.	20,5%	23,3%	23,0%	25,8%	28,0%
Zysk netto	23,0	27,3	24,2	5,8	20,9
Marża netto	12,4%	10,3%	8,3%	4,9%	12,4%
Kapitał własny	219,5	178,8	233,0	241,1	350,3
Zadłużenie finansowe	316,6	341,5	380,3	364,4	380,1
Kredyty i inne	68,8	57,3	168,7	151,3	157,0
Obligacje	247,7	284,2	211,6	213,1	223,1
% obligacji w zadłużeniu	78,3%	83,2%	55,6%	58,5%	58,7%
Gotówka	191,2	105,3	97,7	99,4	230,6
Dług netto	125,4	236,2	282,6	264,9	149,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	70,0%	75,7%	76,1%	76,0%	72,4%
Dług netto/KW	57,1%	132,1%	121,3%	109,9%	42,7%

<sup>1</sup> Wydzielony segment deweloperski

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



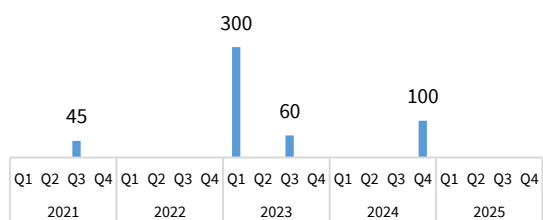
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## ROBYG

- W 2020 r. deweloper podpisał 2 567 umów deweloperskich. W ubiegłym roku Grupa zawarła 2 155 umów rezerwacyjnych netto w porównaniu z 2 569 rok wcześniej (-16,1% r/r). W samym 4Q 2020 r. deweloper zakontraktował 754 lokale w porównaniu z 716 przed rokiem (+5,3% r/r). Warto odnotować, że Grupa Robyng planuje w 2021 r. osiągnąć sprzedaż na poziomie ok. 3 000 lokali.
- W 2020 r. Grupa przekazała swoim klientom 2 700 lokali (-5,1% r/r), w tym 1 825 wydała przypadło na ostatni kwartał ubiegłego roku (+25,6% r/r).
- Na koniec 3Q 2020 r. Grupa Robyng posiadała ok. 4,2 tys. lokali w budowie oraz 2 091 jednostek w ofercie, z czego 4% stanowiły lokale ukończone. Biorąc pod uwagę dalsze plany rozwoju oraz obecną ofertę dewelopera można wysnuć wniosek, że jest ona relatywnie mała w zakresie rynku warszawskiego.
- Według stanu na koniec września 2020 r. deweloper posiadał łączne zasoby gruntów na 21 201 lokali (w tym 2 091 wcześniej wspomnianych lokali w ofercie). Największy udział w strukturze zasobów posiadała Warszawa (47%) oraz Gdańsk (31%). Jednym z celów Grupy na kolejne lata jest utrzymanie banku ziemi na porównywalnym poziomie.
- Deweloper informuje, że jego plany zakładają poszerzenie działalności we Wrocławiu i Poznaniu, w których na koniec 3Q 2020 r. Grupa Robyng posiadała zasoby działek odpowiednio na 2 155 i 2 100 lokali.
- Na koniec września 2020 r. Grupa Robyng posiadała potencjał powierzchni komercyjnej na poziomie 88 tys. mkw. powierzchni użytkowej względem 83 tys. mkw. kwartał wcześniej. 5 tys. mkw. wzrost jest związany z rynkiem poznańskim.
- W lipcu bieżącego roku deweloper będzie zobowiązany do wykupu obligacji serii S o wartości 45,3 mln zł. Biorąc pod uwagę silny bilans dewelopera poparty dobrą sytuacją gotówkową, nie zakładamy problemów ze spłatą bądź zrefinansowaniem zadłużenia. Kolejne wykupy przypadają dopiero na 2023 r., zatem deweloper posiada komfortową strukturę zapadalności długu.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2019	3Q 2020
Przychody	737,9	1034,5	1115,2	529,3	378,7
Zysk brutto ze sprz.	195,2	266,8	275,4	127,0	93,8
Marża brutto ze sprz.	26,5%	25,8%	24,7%	24,0%	24,8%
EBIT	173,8	224,0	239,4	80,7	47,9
Marża EBIT	23,6%	21,7%	21,5%	15,2%	12,6%
Zysk netto	135,5	181,5	202,1	63,5	33,4
Marża netto	18,4%	17,5%	18,1%	12,0%	8,8%
Kapitał własny	694,8	705,0	777,2	641,5	790,8
Zadłużenie finansowe	726,7	721,9	706,0	730,1	660,5
Kredyty i inne	338,7	313,1	197,1	324,8	155,2
Obligacje	388,0	408,8	508,9	405,3	505,3
% obligacji w zadłużeniu	53,4%	56,6%	72,1%	55,5%	76,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	350,9	285,8	374,0	308,5	259,0
Dług netto	375,8	436,1	331,9	421,6	401,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	65,1%	69,5%	67,7%	73,5%	71,9%
Dług netto/KW	54,1%	61,9%	42,7%	65,7%	50,8%

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

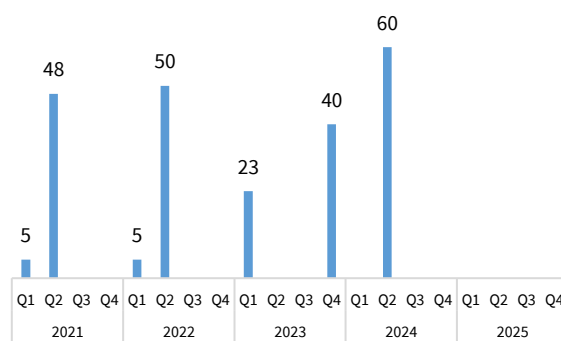
## RONSON

- W 4Q 2020 r. Ronson osiągnął sprzedaż na poziomie 257 lokali, co stanowi w zasadzie bliźniaczy odczyt względem analogicznego okresu 2019 r., w którym kontrakcja wyniosła 256 jednostek. W całym 2020 r. deweloper znalazł nabywców na 966 w porównaniu z 761 przed rokiem (+20,6% r/r).
- Warto odnotować, że osiągnięta w ubiegłym roku sprzedaż stanowi rekordowy wynik w historii dewelopera oraz oznacza, że Ronson pomimo COVID-19 zdołał zrealizować pierwotny plan sprzedażowy, który zakładał kontrakcję na poziomie ponad 950 lokali.
- W 2020 r. deweloper wydał 966 lokali (+46,8% r/r), w tym 167 w ostatnim kwartale ubiegłego roku w porównaniu z 124 w 4Q 2019 r. (+34,7% r/r). Ubiegłoroczny poziom przekazania jest zbliżony z prognozami Zarządu, który zakładał rozpoznanie w wyniku 950 jednostek.
- W październiku 2020 r. Ronson poinformował o zawarciu umowy nabycia działek na warszawskim Mokotowie przy ul. Gąsosińskiej za kwotę 11,3 mln zł (finalna cena będzie zależała od terminów otrzymania pozwoleń na rozbiórkę), które umożliwią deweloperowi budowę ok. 80 mieszkań. Ponadto w listopadzie Ronson zawarł przedwstępne umowy nabycia gruntu na Białoleże za kwotę 20,0 mln zł, na której zgodnie z szacunkami Spółki możliwa będzie realizacja projektu o łącznej powierzchni użytkowej ok. 20 tys. mkw.
- W grudniu deweloper za kwotę 13,5 mln zł nabył grunt na warszawskiej Woli przy ul. Studziennej. Zgodnie z warunkami zabudowy na działce będzie możliwa realizacja inwestycji o łącznej powierzchni PUM+PUU ok. 4,8 tys. mkw.
- W listopadzie 2020 r. deweloper zakomunikował zawarcie przedwstępnej umowy nabycia działki w Poznaniu w dzielnicy Grunwald za kwotę 5,0 mln zł netto, na której powstanie projekt mieszkaniowy o powierzchni użytkowej ok. 5 tys. mkw. Miesiąc później Ronson poinformował o zawarciu przedwstępnej umowy nabycia kolejnej działki w dzielnicy Grunwald za kwotę 26,0 mln zł netto (finalna cena będzie zależała od kursu EUR/PLN), na której będzie możliwa realizacja inwestycji o powierzchni użytkowej ok. 20 tys. mkw.
- Ubiegłoroczne działania dewelopera w zakresie rozbudowy banku ziemi oceniamy pozytywnie.
- Ubiegły rok nie był dla dewelopera rekordowy jedynie w zakresie osiągniętego poziomu sprzedaży. Przypominamy, że w 4Q 2020 r. Ronson z sukcesem przeprowadził emisję 3,5-letnich obligacji o wartości 100,0 mln zł.

w mln zł	2017	2018	2019	3Q 2019	3Q 2020
Przychody	231,7	294,1	232,6	179,0	321,9
Przychody	224,4	291,8	223,5	172,5	321,9
Zysk brutto ze sprz.	31,9	43,4	41,5	30,4	75,3
Marża zysku ze sprz	14,2%	14,9%	18,6%	17,6%	23,4%
Zysk brutto ze sprz.	38,1	45,7	44,3	30,6	75,3
Marża brutto ze sprz.	16,4%	15,5%	19,1%	17,1%	23,4%
Kapitał własny	342,0	343,5	350,5	346,4	377,8
Zadłużenie finansowe	211,2	243,2	200,8	194,4	153,4
Kredyty i inne	13,9	37,7	12,9	5,9	0,0
Obligacje	197,3	205,5	188,0	188,5	153,4
% obligacji w zadłużeniu	93,4%	84,5%	93,6%	97,0%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	50,8	68,5	91,8	78,7	52,0
Dług netto	160,5	174,7	109,1	115,8	101,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	51,5%	57,3%	62,8%	60,2%	55,0%
Dług netto/KW	46,9%	50,9%	31,1%	33,4%	26,8%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

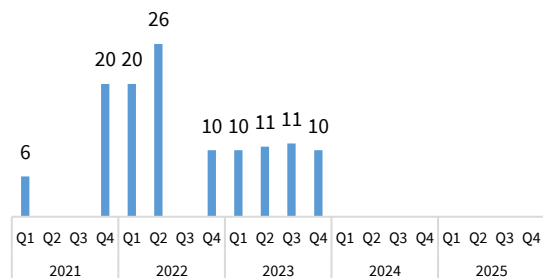
## Victoria Dom

- W 4Q 2020 r. Victoria Dom znalazła nabywców na 356 lokali w porównaniu z 441 jednostkami sprzedanymi w ostatnim kwartale 2019 r. (-19,3% r/r). W całym 2020 r. deweloper osiągnął kontrakcję na poziomie 1 476 mieszkań wobec 1 570 przed rokiem (-6,0%).
- W 2020 r. Victoria Dom przekazała swoim klientom klucze od 1 176 lokali, co w zestawieniu z poziomem wydań osiągniętym w 2019 r. (1 268 jednostek) wskazuje na 7,3% spadek wolumenu w ujęciu rok do roku.
- Zgodnie z komunikatami Zarządu deweloper zamierza kontynuować dynamiczny rozwój Spółki, który obserwujemy w ostatnich latach. Tym samym Victoria Dom planuje w 1Q 2021 r. powiększyć swoją ofertę o ok. 600 mieszkań, a w całym 2021 r. uzupełnić półki sprzedażowe ok. 2 100 lokali.
- Deweloper, który osiągał dynamiczny wzrost sprzedaży w oparciu o rynek warszawski w ostatnim czasie podjął decyzję o dywersyfikacji działalności. W 2020 r. Victoria Dom ruszyła z pierwszym etapem inwestycji w Krakowie na łącznie 700 lokali. Ponadto Spółka jest obecna w Niemczech.
- W grudniu 2020 r. Zarząd dewelopera stwierdził, że docelowo będzie działał również we Wrocławiu oraz w Trójmieście. Wejście na nowe rynki będzie determinowane znalezieniem atrakcyjnych gruntów umożliwiających długofalową działalność, bowiem deweloper nie jest zainteresowany jednorazową realizacją projektów.
- W ostatnich miesiącach powraca temat wprowadzenia akcji Spółki na giełdę papierów wartościowych. Zarząd dewelopera zastrzega jednak, że w średnioterminowym horyzoncie czasowym zakładany jest dalszy rozwój działalności w oparciu o emisję obligacji, zaś potencjalny debiut giełdowy może pojawić się w momencie wejścia dewelopera na nowy duży rynek bądź decyzji o zwiększeniu skali działalności w Niemczech.
- W październiku 2020 r. deweloper uplasował 3-letnie niezabezpieczone obligacje serii P o wartości 43,1 mln PLN, które zostały oprocentowane według stawki WIBOR 6M + 6,0%.

w mln zł	2017	2018	2019 <sup>1</sup>	1H 2019 <sup>1</sup>	1H 2020 <sup>1</sup>
Przychody	219,1	237,5	439,3	13,4	103,1
Zysk brutto ze sprzedaży	72,2	79,1	145,0	3,6	20,2
Marża brutto ze sprz.	33,0%	33,3%	33,0%	27,1%	19,6%
Zysk netto	38,1	45,0	87,9	-8,1	0,5
Marża netto	17,4%	18,9%	20,0%	-60,6%	0,5%
Kapitał własny	107,2	141,6	218,4	122,4	193,4
Zadłużenie finansowe	107,9	112,1	149,8	146,5	216,1
Kredyty i inne	10,9	9,9	28,1	30,9	92,4
Obligacje	97,1	102,2	121,7	115,6	123,7
% obligacji w zadłużeniu	89,9%	91,2%	81,3%	78,9%	57,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	24,3	28,2	84,2	99,9	116,1
Dług netto	83,6	83,9	65,6	46,6	100,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	66,5%	66,2%	64,5%	78,9%	75,2%
Dług netto/KW	78,0%	59,2%	30,0%	38,1%	51,7%

<sup>1</sup> Dane jednostkowe

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



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 =  $\frac{\text{zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji}}{\text{dług finansowy}}$

## Zastrzeżenia

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

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

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

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

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

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

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



---

## Dane kontaktowe

---

### Mateusz Mucha

Dyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: +48 537 837 098

Mail: [mateusz.mucha@dmnavigator.pl](mailto:mateusz.mucha@dmnavigator.pl)

### Igor Więckowski

Starszy Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: [igor.wieckowski@dmnavigator.pl](mailto:igor.wieckowski@dmnavigator.pl)

### Kamil Jędrej

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: [kamil.jedrej@dmnavigator.pl](mailto:kamil.jedrej@dmnavigator.pl)

## Navigator Capital Group<sup>®</sup>

---

Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: +48 22 630 83 33

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

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

---

Autorzy slajdów 7-8: Uwarunkowania prawno-podatkowe Private Rented Sector w Polsce

---

### dr Mateusz Mickiewicz

Radca prawny

Mail: [m.mickiewicz@mickiewiczlegal.com](mailto:m.mickiewicz@mickiewiczlegal.com)

### Jeremiasz Szombara

Aplikant radcowski

Mail: [j.szombara@mickiewiczlegal.com](mailto:j.szombara@mickiewiczlegal.com)



ul. Bonifraterska 17

00-203 Warszawa

[biuro@mickiewiczlegal.com](mailto:biuro@mickiewiczlegal.com)

[www.mickiewiczlegal.com](http://www.mickiewiczlegal.com)

---