
Navigator Dom Maklerski®
Value delivered.

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst w 2017 r.

Warszawa, styczeń 2018

Podsumowanie

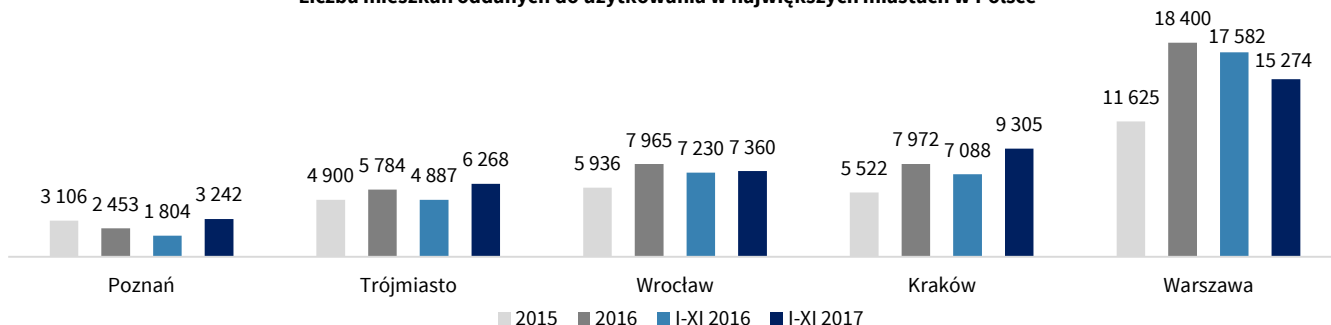
- Ubiegły rok był okresem kontynuacji bardzo dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym. Utrzymywanie się niskich stóp procentowych oraz niewielki wzrost cen mieszkań w największych miastach pozwalają na kontynuację **optymizmu deweloperów, widocznego w znaczącym wzroście udzielonych pozwoleń na budowę nowych mieszkań** w okresie styczeń-listopad (+25,6% r/r).
- Mimo dobrej sytuacji makroekonomicznej w najbliższej przyszłości dużego znaczenia mogą nabrać ryzyka takie jak **wzrost stóp procentowych** bądź **programy rządowe (Mieszkanie+)**.
- Bardzo dobra koniunktura spowodowała **nasilenie konkurencji na rynku gruntów**, zaś spadające bezrobocie i rosnące płace doprowadziły do **wzrostu kosztów budowy nowych inwestycji**. Czynniki te mogą w najbliższych latach doprowadzić do **istotnego wzrostu cen mieszkań**.
- Analizowani deweloperzy po raz kolejny pobili własne rekordy sprzedażowe – w 2017 r. czternaście podmiotów **sprzedało o 24,2% więcej lokali niż w 2016 r.** Co więcej, **prawie wszyscy deweloperzy zrealizowali podane do wiadomości publicznej bardzo ambitne plany sprzedażowe**, w niektórych przypadkach przekraczając je o ponad 10%. Znaczny wzrosty kontraktacji powinien przełożyć się na **istotny wzrost przychodów analizowanych spółek w 2018 i 2019 r.**
- W 2017 r. analizowane podmioty przekazały o **7,4% więcej mieszkań niż rok wcześniej**, z czego ponad 45% mieszkań zostało przekazanych dopiero w 4Q 2017 r. Wyższa liczba przekazanych lokali **pozwała oczekiwać wzrostu przychodów za 2017 r. wiodących deweloperów z Catalyst.**
- 3Q 2017 r. był okresem **nieznacznego spadku zadłużenia finansowego deweloperów**, głównie za sprawą **niższego niż w 1H 2017 r. salda kredytów i innych zobowiązań finansowych**. Deweloperzy w dalszym ciągu utrzymują **bardzo wysokie saldo środków pieniężnych** (prawie 2 mld zł na koniec 3Q 2017 r), co pozwala im szybko reagować na okazje inwestycyjne na rynku gruntów. Pomimo spadku salda zobowiązań finansowych w 3Q 2017 r. **zadłużenie z tytułu obligacji wzrosło.**
- Najbardziej zadłużonymi spółkami na koniec 3Q 2017 r. były **Murapol, Robyg** oraz **Polnord**. Spółką, która zanotowała największy wzrost wartości zadłużenia netto w 3Q 2017 r. był natomiast **Dom Development (+168,6 mln zł q/q).**
- W dalszym stopniu spada udział kredytów bankowych i innych zobowiązań finansowych w strukturze zadłużenia deweloperów **na rzecz obligacji** – na koniec 3Q 2017 r. udział finansowania obligacyjnego w strukturze zadłużenia finansowego analizowanych deweloperów mieszkaniowych wynosił około **68,1%.**
- Bardzo dobra koniunktura w branży mieszkaniowej sprawiła, że w 2017 r. deweloperzy wyemitowali obligacje o wartości ponad **1,3 mld zł**, o **32,9%** wyższej niż w 2016 r. Z wyłączeniem Robyga **wszyscy analizowani deweloperzy dokonali w 2017 r. co najmniej jednej emisji obligacji korporacyjnych.** Najwięcej środków pozyskali Atal, Lokum Deweloper oraz Murapol.
- W ubiegłym roku wykupione zostały obligacje o łącznej wartości **632 mln zł**, z czego **124,8 mln zł** stanowiły wykupy przedterminowe. Obligacje o największej wartości w 2017 r. wykupiły Dom Development, Lokum Deweloper oraz Polnord. W 2018 r. przypada termin wykupu obligacji o wartości **prawie 600 mln zł.** Według naszych prognoz deweloperzy będą chcieli **zrefinansować te obligacje przez nowe emisje.**
- Naszą analizą objętych zostało **15 deweloperów mieszkaniowych**, posiadających obligacje wprowadzone na Catalyst o łącznym **outstandingu** przekraczającym **15 mln zł**, tj.: Archicom SA, Atal SA, Developres Sp. z o. o., Dom Development SA, i2 Development SA, J.W. Construction SA, LC Corp SA, Lokum Deweloper SA, Marvipol Development SA, Murapol SA, Polnord SA, Robyg SA, Ronson Europe NV, Vantage Development SA oraz Victoria Dom SA.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Wyjątkowo udany rok na rynku mieszkaniowym i duży optymizm deweloperów w największych miastach

Rok 2017 było okresem **bardzo dobrej koniunktury na rynku deweloperskim**, co potwierdzają opublikowane dane statystyczne za okres styczeń-listopad 2017. Według danych GUS w tym okresie deweloperzy oddali do użytkowania **79 153 mieszkania**, co jest wynikiem o **12,8% wyższym niż w analogicznym okresie 2016 r.** Co ciekawe, choć w analizowanym okresie w większości największych miast w Polsce oddano do użytkowania więcej mieszkań, niż w ubiegłym roku, to w Warszawie wybudowano w tym czasie o 2,3 tys. mieszkań mniej niż w tym samym okresie 2016 r. (-13,1% r/r). W pozostałych największych miastach odnotowano wzrosty, w szczególności w Poznaniu, gdzie liczba mieszkań oddanych do użytkowania wzrosła r/r o 79,7%, Krakowie (+31,3%) i Trójmieście (+28,3% r/r), zaś we Wrocławiu wybudowano o 1,8% więcej mieszkań niż przed rokiem.

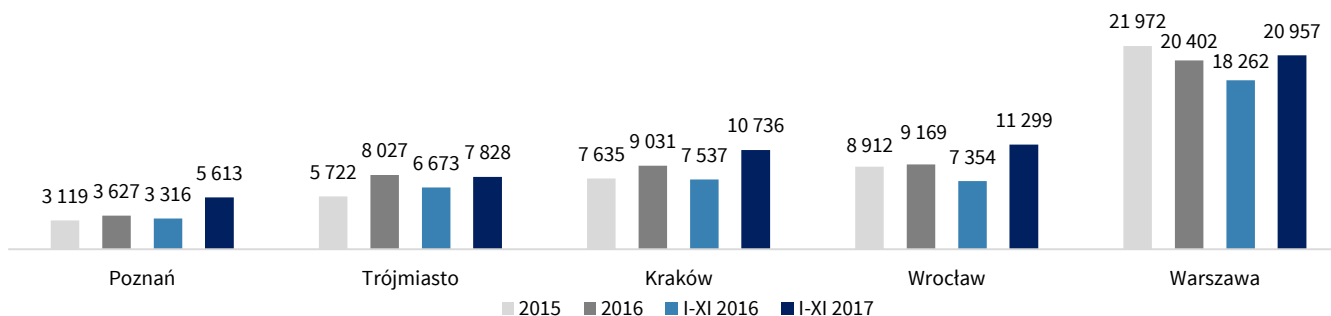
Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w największych miastach w Polsce



Źródło: GUS

W okresie styczeń-listopad 2017 r. nastąpił istotny wzrost liczby mieszkań, dla których wydano pozwolenia na budowę – w przypadku deweloperów mieszkaniowych liczba ta wyniosła 118.085 mieszkań, co oznacza wzrost o 25,6% w stosunku do analogicznego okresu 2017 r. Optymizm deweloperów widać również w największych miastach – dla przykładu w Poznaniu liczba wydanych pozwoleń na budowę wzrosła aż o 69,3%, zaś we Wrocławiu i Krakowie o odpowiednio 49,5% i 42,4%. W porównaniu do innych miast w Warszawie liczba wydanych pozwoleń na budowę rosta wolniej (+14,8%).

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

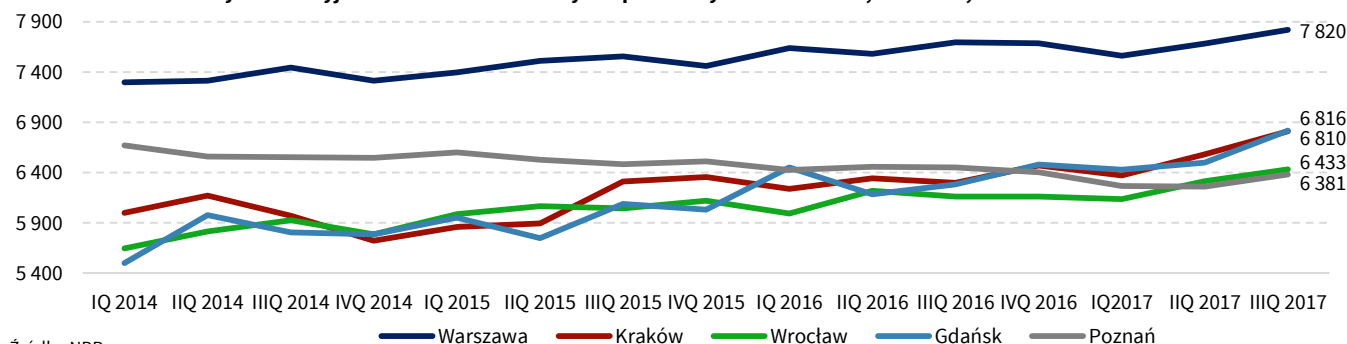


Źródło: GUS

■ Znaczne wzrosty cen transakcyjnych w Krakowie i Gdańsku przy relatywnie stabilnych cenach w Warszawie

W trzecim kwartale 2017 r. ceny transakcyjne metra kwadratowego mieszkania na rynku pierwotnym na rynkach największych miast w Polsce w dalszym ciągu rosną. W ujęciu kwartalnym bardzo wyraźnie wzrosły ceny w Gdańsku – aż o 4,9% – i Krakowie, o 3,9%. Również w ujęciu rocznym to na rynkach gdańskim i krakowskim ceny rosły najszybciej – w porównaniu do 3Q 2016 r. ceny transakcyjne w tych miastach wzrosły o 8,5% i 8,1%. Sporą dynamiką wzrostu cen wykazał się również rynek wrocławski – ceny w tym miesiącu wzrosły o 1,9% q/q oraz o 4,4% r/r. Umiarkowany wzrost jest obserwowany na rynku warszawskim, w trzecim kwartale 2017 r. wyniósł 1,8% r/r.

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



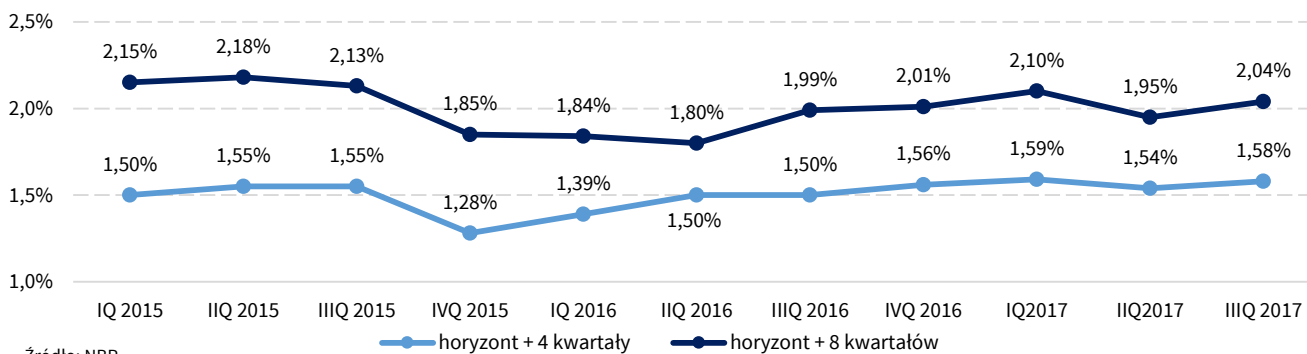
Źródło: NBP

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Stabilne otoczenie makroekonomiczne i rosnąca konkurencja na rynku gruntów

W 2017 r. polska gospodarka znajdowała się w stanie bardzo dobrej koniunktury. Tempo wzrostu PKB znacznie przyspieszyło, co więcej istotnie przyspieszył nominalny wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, zaś stopa bezrobocia osiąga historycznie najniższe poziomy. Pomimo rosnącej inflacji nie doszło jeszcze do materializacji jednego z najważniejszych ryzyk makroekonomicznych z perspektywy rynku deweloperskiego, jakim jest ryzyko wzrostu stóp procentowych. Prezes NBP Adam Glapiński zapowiada, że nie spodziewa się zmiany stóp procentowych do końca 2018 r., co więcej część członków RPP wskazuje, że utrzymanie obecnych poziomów możliwe jest również w 2019 r. Mimo tych zapowiedzi analitycy największych instytucji finansowych w Polsce ankietowani przez NBP spodziewają się podniesienia stóp do końca III kwartału 2019 r.

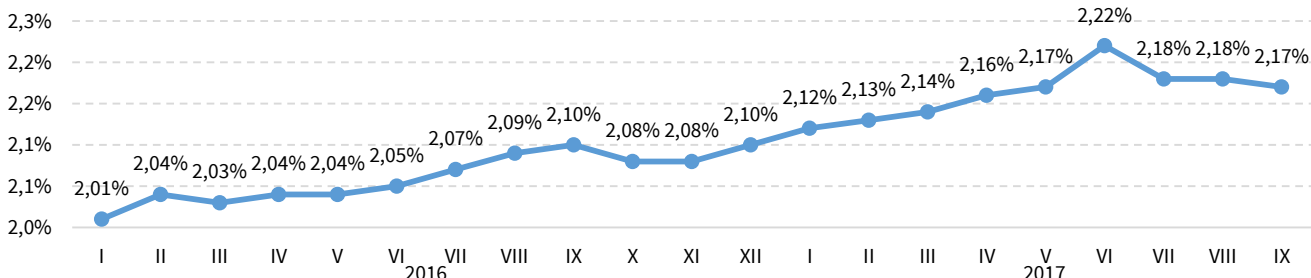
Konsensus rynkowy odnośnie wartości stopy referencyjnej NBP w horyzoncie następnych 4 i 8 kwartałów



Źródło: NBP

W trzecim kwartale 2017 r. nieznacznie spadła średnia marża kredytu hipotecznego, co może wskazywać na zatrzymanie trendu wzrostowego, zapoczątkowanego w 2015 r. w konsekwencji wprowadzenia podatku od aktywów bankowych. Stabilizacja bądź spadek średniej marży kredytu hipotecznego jest zjawiskiem pozytywnym z punktu widzenia popytu na nowe mieszkania finansowane kredytem hipotecznym.

Średnia marża kredytu hipotecznego w okresie styczeń 2016 r. – wrzesień 2017 r.



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON-SARFIN 3/2017.

W 2018 r. kończy się rządowy program dopłat do kredytów mieszkaniowych Mieszkanie dla Młodych (MDM). W ramach MDM w latach 2014-2018 dofinansowano łącznie zakup 68,7 tys. mieszkań nabywanych na rynku pierwotnym kwotą 1,8 mld zł. Choć liczba dofinansowanych umów kredytowych wskazuje na dużą skalę programu, to jego wpływ na popyt na nowe mieszkania był ograniczony. Wynikało to ze stosunkowo niskiej kwoty dopłat, wynoszącej od 10 do 35% średniej wartości odtworzeniowej mieszkania wybudowanego w danej gminie (średnio 26,4 tys. zł dla mieszkań z rynku pierwotnego), oraz restrykcyjnych limitów cenowych, ograniczających możliwości dofinansowywania zakupu mieszkań w dużych miastach.

Bieżący rok będzie również rokiem decydującym dla sukcesu rządowego programu budowy mieszkań na wynajem Mieszkanie+. Zarząd BGK Nieruchomości zapowiada, że w I. poł. 2018 r. zostaną oddane do użytkowania pierwsze inwestycje, ponadto wystartuje również duża część projektów, na których realizację umowy podpisano w 2017 r. Choć większość mieszkań wybudowanych w ramach programu Mieszkanie+ powstanie w mniejszych miastach, w których obecność analizowanych deweloperów jest bardzo ograniczona, to zapowiadana jest także budowa mieszkań w największych miastach w Polsce – przykładem jest zapowiadana inwestycja na warszawskim Ursynowie, w ramach której planowana jest budowa 3 tys. mieszkań do końca 2021 r. Jeśli program Mieszkanie+ osiągnie istotną skalę w dużych miastach, to tanie mieszkania na wynajem mogą stać się istotną konkurencją dla lokali nabywanych na rynku pierwotnym. Z drugiej strony w dużej mierze program skierowany będzie dla osób, które mają ograniczoną zdolność kredytową i z tego powodu nie stanowią grupy docelowej analizowanych spółek.

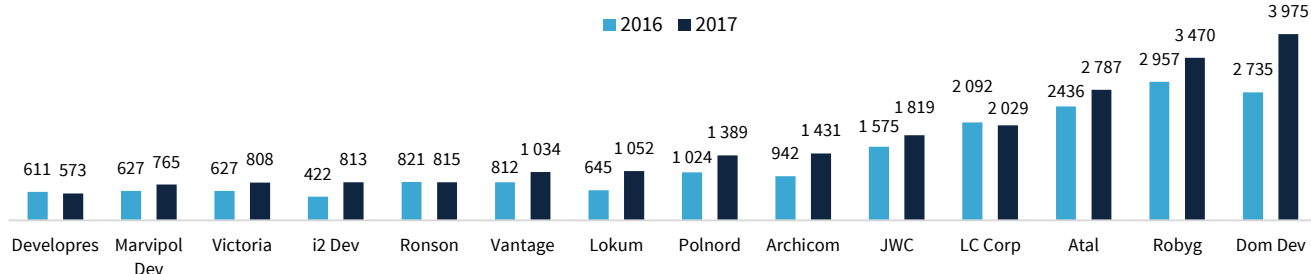
Ożywienie na rynku deweloperskim przełożyło się na znaczny wzrost cen gruntów w największych miastach. Wg Coliers International w ostatnim roku ceny gruntów w najlepszych lokalizacjach wzrosły w Warszawie nawet o 80%, zaś w pozostałych miastach o 40-50%. Choć najwięksi deweloperzy posiadają rozbudowane banki ziemi nabytej w korzystnych cenach we wcześniejszych latach, to wysokie ceny i duża konkurencja mogą utrudnić rozwój oferty w najbliższych latach. W 2017 r. istotnie wzrosły również koszty budowy inwestycji deweloperskich - niska stopa bezrobocia oraz wzrost płac wymuszają na generalnych wykonawcach podniesienie cen świadczonych usług. Niektórzy deweloperzy wskazują, że w 2017 r. koszty generalnego wykonawstwa wzrosły nawet o 10%. Kontynuacja wzrostu cen realizacji inwestycji może przełożyć się na marże osiągane na projektach zakończonych po 2019 r. oraz wymusić na deweloperach podniesienie cen w inwestycjach wprowadzanych do oferty, co negatywnie odbije się na wolumenie sprzedaży.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Deweloperzy biją kolejne rekordy sprzedaży i realizują ambitne plany na 2017 r.

Podobnie jak rok wcześniej, w 2017 roku deweloperzy z rynku Catalyst bili kolejne rekordy sprzedaży – analizowane podmioty sprzedały w formie umów deweloperskich i przedwstępnych 22 760 lokali w porównaniu do 18 326 lokali w 2016 r. (+24,2% r/r). Zdecydowana większość spółek poprawiła sprzedaż, zaś największe wzrosty zanotowały: i2 Development (+92,7% r/r), Lokum Deweloper (+63,1% r/r), oraz Archicom (+51,9% r/r). Tylko w trzech przypadkach deweloperom nie udało się osiągnąć wyższej sprzedaży niż w 2016 r. Bardzo dobre wyniki sprzedażowe pozwalają oczekiwać znacznego wzrostu liczby lokali przekazanych przez analizowane spółki w 2018 i 2019 r., co przełoży się na istotny wzrost przychodów ze sprzedaży wiodących deweloperów.

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2016-2017¹

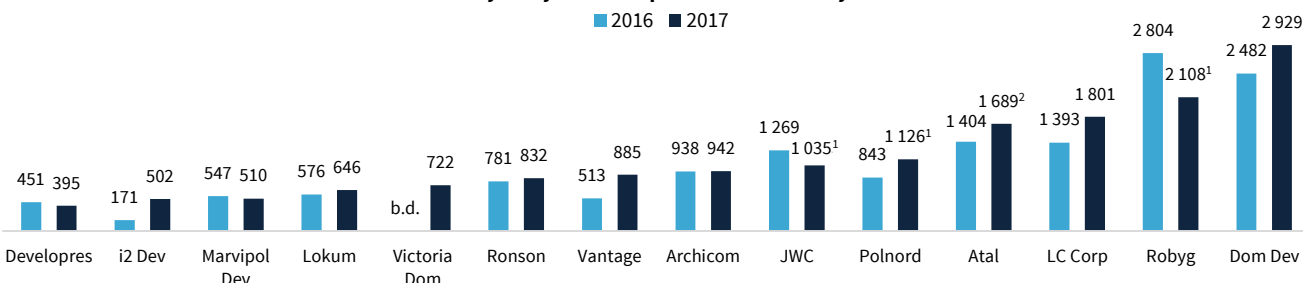


¹ Bez uwzględnienia Murapolu ze względu na brak danych porównywalnych za 2017 r.

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

W ubiegłym roku analizowani deweloperzy przekazali 13 711 lokali przy 12 768 lokalach w analogicznym okresie 2016 r. (+7,4% r/r). Czterech z dwunastu deweloperów, którzy opublikowali porównywalne dane, zanotowało spadek liczby przekazanych lokali w porównaniu z 2016 r. Największym tempem wzrostu liczby przekazanych mieszkań w 2017 r. charakteryzowały się i2 Development (+193,6% r/r), Vantage (+72,5% r/r) oraz Polnord (+33,6% r/r). Zgodnie z zapowiedziami aż 9 deweloperów przekazało w 4Q 2017 r. ponad 40% wszystkich lokali planowanych do rozpoznania w wyniku 2017 r.

Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2016-2017



¹ Dane szacunkowe.

² Dane za 1-3Q 2017 r.

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

Rekordowe wyniki sprzedażowe przełożyły się na realizację bardzo ambitnych celów sprzedażowych, podanych do publicznej wiadomości na początku 2017 r. Prawie wszystkim spółkom udało się osiągnąć zakładany poziom sprzedaży, zaś trzech deweloperzy przekroczyli cel o ponad 10%. Dwie spółki, Victoria Dom oraz Archicom, w 2017 r. dokonały rewizji założeń sprzedażowych, podnosząc cele z 700 do 800 sprzedanych lokali w przypadku Victorii oraz z 1.200 do 1.450 w przypadku Archicomu. Obu podmiotom udało się osiągnąć sprzedaż zbliżoną do zakładanej. Bardzo interesujący jest również przypadek Lokum Deweloper – na początku 2017 r. spółka przyjęła za cel zwiększenie sprzedaży aż o 55% r/r, co udało się zrealizować z nawiązką (cel został przekroczony o 5,2%).

Deweloper	Sprzedaż 2016 r.	Cel sprzedażowy na 2017 r.	Sprzedaż 2017	Stopień realizacji celu
Archicom	942	1 450 ¹	1 431	98,7%
Victoria Dom	627	800 ¹	808	101,0%
Ronson	821	800	815	101,9%
Atal	2 436	2 700 - 2 900	2 787	103,2% ²
Robyg	2 957	3 300	3 470	105,2%
Lokum	645	1 000	1 052	105,2%
Marvipol Dev	627	700	765	109,3%
Vantage	812	900	1 034	114,9%
JWC	1 575	1 500 – 1 700	1 819	121,3% ²
Dom Dev	2 735	3 000	3 975 (3 394 ³)	132,5% (113,1% ³)

¹ Cel sprzedażowy podniesiony w stosunku do pierwotnych założeń na 2017 r.

² Stopień realizacji jako stosunek sprzedaży do dolnych widełek celu sprzedażowego

³ Z wyłączeniem mieszkań sprzedanych przez Euro Styl

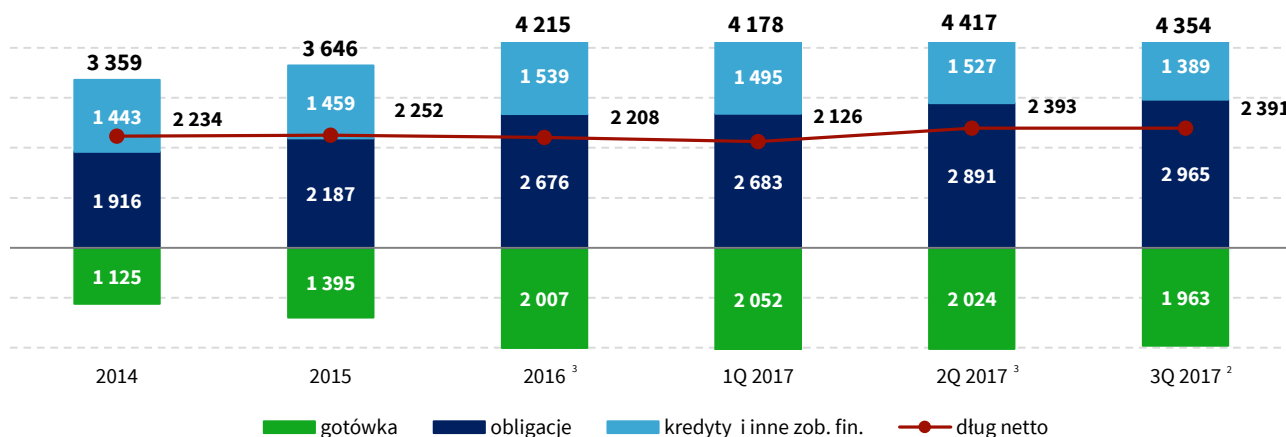
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Stabilny poziom długu netto i rosnący udział obligacji w strukturze zadłużenia finansowego deweloperów

Całkowite zadłużenie analizowanych deweloperów spadło o **-1,4%** q/q i na koniec trzeciego kwartału 2017 r. wyniosło **4,35 mld zł**. W dalszym ciągu rośnie zadłużenie deweloperów z tytułu obligacji (**+2,6% q/q**) i wyniosło na koniec 3Q 2017 r. **2,97 mld zł**. Wraz ze spadkiem salda kredytów i innych zobowiązań finansowych o **9,0%** utrwalona została **przewaga obligacji korporacyjnych w strukturze finansowania deweloperów mieszkaniowych**, których udział na koniec trzeciego kwartału 2017 r. wyniósł **68,1%**, wobec **65,4%** na koniec drugiego kwartału 2017 r. oraz **63,5%** na koniec 2016 r. Powyższa tendencja utrzymuje się m.in. za sprawą bardzo dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym, która wymusza na deweloperach stały rozwój oferty. W przeciwieństwie do kredytów **obligacje korporacyjne umożliwiają finansowanie rozbudowy banku ziemi oraz wczesnych etapów inwestycji**, co pozwala deweloperom dotrzymać kroku wysokiemu popytowi. W analizowanym okresie wzrosło zadłużenie z tytułu obligacji i nieznacznie zmalało saldo środków pieniężnych, co wskazuje na duże zapotrzebowanie na gotówkę dynamicznie rozwijających się deweloperów. Z uwagi na spadek salda kredytów dług netto analizowanych deweloperów utrzymał się na podobnym poziomie jak w 2Q 2017 r. i wyniósł **2,39 mld zł**.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2014-3Q 2017 (w mln zł)¹



¹ W przypadku LC Corp oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe

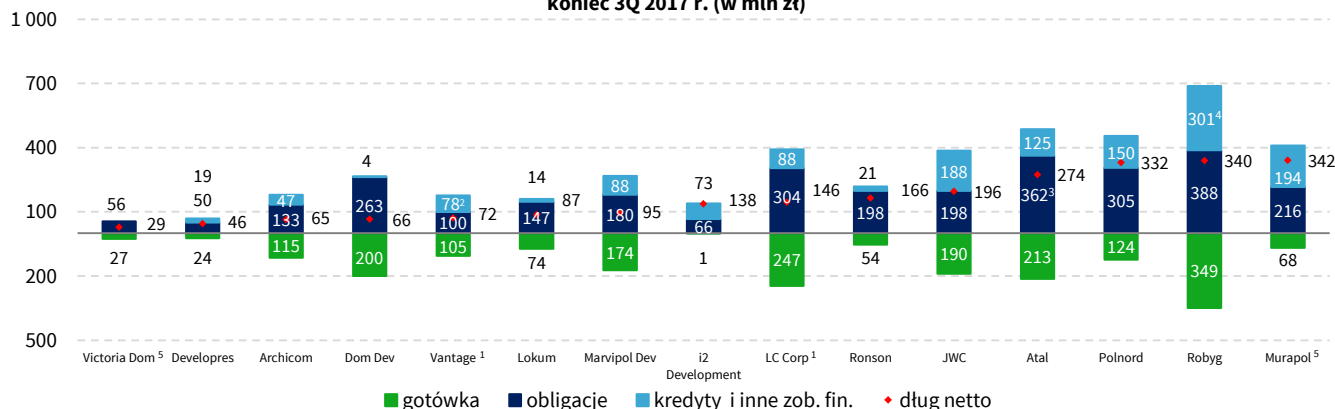
² Wobec braku informacji o wartości zadłużenia na koniec 3Q 2017 r. w przypadku Murapolu i Victoria Dom wykorzystano dane na koniec 2Q 2017 r.

³ Uwzględniające dane pro-forma Murapolu

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Nieznaczny spadek zadłużenia netto widoczny jest również w danych dotyczących poszczególnych spółek – **8 z 15 analizowanych deweloperów obniżyło poziom zadłużenia netto w 3Q 2017 r. w stosunku do 2Q 2017 r.** Spółką, której zadłużenie netto wzrosło najbardziej w 3Q 2017 r. był Dom Development (**+168,6 mln zł q/q**). Związane to było przede wszystkim z nabyciem trójmiejskiego dewelopera Eurostyl oraz dalszą rozbudową banku ziemi. Mimo tak istotnego wzrostu poziomu zadłużenia Dom Development dalej pozostaje jednym z najmniej zadłużonych deweloperów w zestawieniu. Redukcja zadłużenia netto Atalu w 3Q 2017 r. o **79,3 mln zł** oraz Polnordu o **10,7 mln zł** przy wzroście długu netto Robyga spowodowały przetasowania w zestawieniu najbardziej zadłużonych deweloperów. Po 3Q 2017 r. Atal i Polnord nie były już najbardziej zadłużonymi deweloperami mieszkaniowymi notowanymi na Catalyst, zaś Robyg pomimo prawie 350 mln zł gotówki stał się drugą najsilniej zadłużoną spółką w zestawieniu. Podobnie jak w 1H 2017 r. podtrzymany został trend zwiększania udziału obligacji korporacyjnych w strukturze zadłużenia deweloperów mieszkaniowych – **już u 14 z 15 emitentów wartość zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji przewyższa wartość zadłużenia z tytułu zaciągniętych kredytów i innych zobowiązań finansowych.**

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 3Q 2017 r. (w mln zł)



¹ Zadłużenie oraz środki pieniężne przypisane do segmentu mieszkaniowego

² 37,9 mln zł stanowią leasingi finansowe

³ Obligacje oraz inne zobowiązania finansowe

⁴ 57,9 mln zł stanowią leasingi finansowe

⁵ Ze względu na brak danych na koniec 3Q 2017 r. wykorzystano dane na koniec 2Q 2017 r.

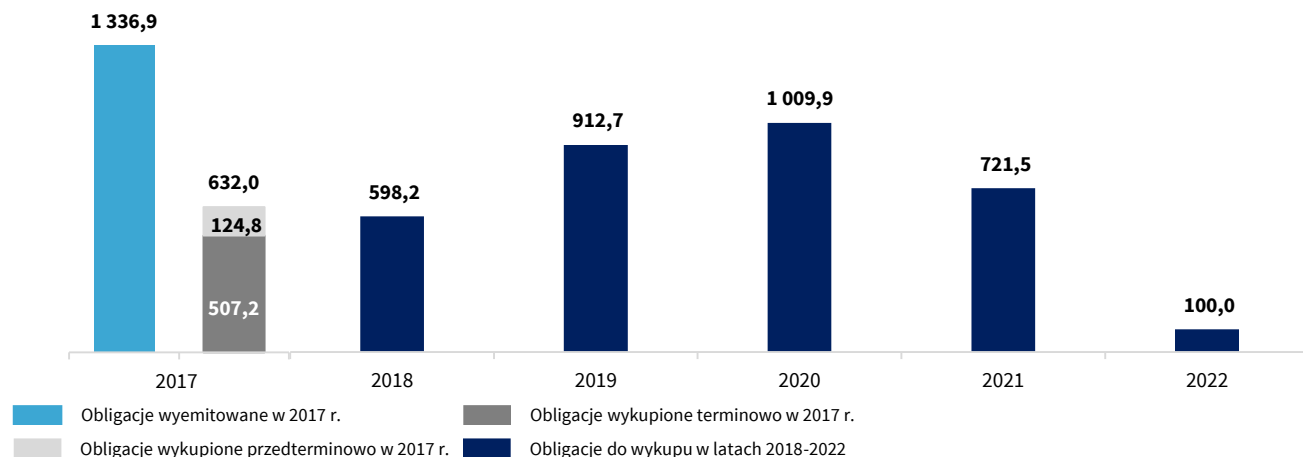
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

Rekordowo wysoka aktywność deweloperów mieszkaniowych na rynku obligacji

W czwartym kwartale 2017 r. analizowani deweloperzy wyemitowali obligacje o wartości aż **535,3 mln zł**, zaś w całym 2017 r. wartość ta osiągnęła poziom ponad **1,3 mld zł**, co porównaniu do 2016 r. **oznacza wzrost o 32,9%**. Co istotne, wartość emisji w tym okresie była ponad dwukrotnie wyższa niż wartość wykupów. W 2017 r. badane podmioty wykupiły papiery dłużne o wartości **632 mln zł**, z czego **131,8 mln zł** stanowiły wykupy przedterminowe. W 2018 r. deweloperzy są zobowiązani wykupić obligacje o wartości **598,2 mln zł**, z kolei na lata 2019-2020 przypadają rekordowe wartości wykupów, co jest wynikiem wyjątkowo wysokiej aktywności deweloperów mieszkaniowych na rynku obligacji w ubiegłych dwóch latach. Wartość obligacji do wykupu w tym okresie przekracza **1,9 mld zł**.

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



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

Deweloperzy mieszkaniowi notowani na Catalyst byli w 2017 r. bardzo aktywni na rynku długu – aż **14 z 15** analizowanych podmiotów **wyemitowało w tym czasie obligacje korporacyjne**. Najaktywniejszym emitentem był **Murapol**, który wyemitował **7 serii** obligacji o łącznej wartości ponad **167,6 mln zł** (w tym 3 serie o wartości **109 mln zł**, wyemitowane przez spółki zależne – Abadon Real Estate oraz Aoram sp. z o.o.). Pomimo mniejszej liczby uplasowanych serii to **Atal** był deweloperem, który wyemitował obligacje o największej łącznej wartości nominalnej (6 serii obligacji o łącznej wartości **200,3 mln zł**, z czego 80,3 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane z głównym akcjonariuszem spółki). Interesującym emitentem jest **Lokum Deweloper**, który choć w 2017 r. wyemitował tylko 2 serie obligacji, to były to emisje o bardzo wysokich wartościach nominalnych – **seria E** o wartości **100 mln zł**, wyemitowana w grudniu ubiegłego roku, była serią o największej wartości nominalnej w 2017 r.

Za sprawą dużej emisji z października według stanu na koniec 2017 r. największy outstanding obligacji posiadał **Atal** (blisko **400 mln zł** – należy jednak pamiętać, że blisko **120 mln zł** stanowią obligacje objęte przez podmioty powiązane) oraz **Robyg**, lider z końca 3Q 2017 r. – **384,9 mln zł**. Z uwagi na emisje uplasowane pod koniec ubiegłego roku w 4Q 2017r. istotnie wzrósł outstanding obligacji **Vantage Development** (+67,8 mln zł), **Marvipol Development** (+53 mln zł) oraz **LC Corp** (+50 mln zł).

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

Deweloper	Emisje		Wykupy						Suma do wykupu
	4Q 2017	2017	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Atal	80,0	200,3 ¹	52,0	159,2	240,3	0,0	0,0	0,0	399,5 ²
Robyg	0,0	0,0	4,0	98,9	166,0	20,0	100,0	0,0	384,9
LC Corp	50,0	50,0	12,0	50,0	50,0	65,0	140,0	50,0	355,0
Dom Development	50,0	50,0	120,0	50,0	0,0	100,0	110,0	50,0	310,0
Polnord	0,0	43,2	88,5	107,5	136,8	43,2	0,0	0,0	287,5
Murapol	5,3	167,6	0,0	52,5	60,0	162,3	5,3	0,0	280,1 ³
Marvipol	66,0	146,1	26,7	0,0	60,0	106,0	80,1	0,0	246,1 ⁵
J.W. Construction	94,0	164,0	72,0	0,0	0,0	215,5	0,0	0,0	215,5
Ronson Europe N.V.	0,0	70,0	83,5	42,2	50,0	35,0	70,0	0,0	197,2
Lokum Deweloper	100,0	175,0	100,0	0,0	0,0	75,0	100,0	0,0	175,0
Vantage Development ⁴	70,0	70,0	48,3	0,0	24,0	73,3	70,0	0,0	167,3
Archicom	0,0	69,6	0,0	8,0	55,6	64,6	5,0	0,0	133,2
Victoria Dom	20,0	41,1	0,0	15,0	0,0	20,0	41,1 ⁶	0,0	76,1
i2 Development	0,0	55,0	0,0	0,0	35,0	30,0	0,0	0,0	65,0
Develpres	0,0	35,0	25,0	15,0	35,0	0,0	0,0	0,0	50,0
SUMA	535,3	1 336,9	632,0	598,2	912,7	1 009,9	721,5	100,0	3 342,3

¹ 80,3 mln zł objęte przez podmioty powiązane

² w tym 139,5 mln zł do podmiotów powiązanych

³ W tym 109 mln zł wyemitowane przez Abadon Real Estate oraz Aoram sp. z o.o.

⁴ Obligacje przypisane do segmentu deweloperskiego

⁵ 12,7 mln zł objęte przez podmioty powiązane

⁶ Z uwagi na brak informacji o dacie wykupu obligacji serii I przyjęto, że tenor serii wynosi 4 lata jak w przypadku innych obligacji wyemitowanych przez Victoria Dom

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Najważniejsze informacje ze spółek

ARCHICOM

- W 2017 r. Archicom osiągnął **rekordowo wysokie wyniki sprzedażowe – 1 429 lokali sprzedanych**, co oznacza 51,7% wzrost sprzedaży w stosunku do 2016 r. Tym samym spółka w prawie 99% zrealizowała podwyższony po nabyciu mLocum cel sprzedażowy na poziomie 1 450 lokali.
- Po przejściu mLocum Grupa Archicom kontynuuje rozwój na nowych rynkach – w listopadzie mLocum nabyło za **5,1 mln zł netto** grunt w Gdyni pod budowę **100 lokali** i szacowanej średniej cenie za 1 m² PUM na poziomie 927 zł (zakładając średnią powierzchnię 1 lokalu na poziomie 55 m²), zaś w grudniu za **6 mln zł netto** zakupiona została działka w Łodzi pod budowę **400 mieszkań** (szacunkowa cena 1 m² PUM wg powyższych założeń to 280 zł).
- W 3Q 2017 r. emitent wykazał **18,9 mln zł** zysku z tytułu okazynego przejęcia pakietu 79,99% akcji mLocum S.A.
- Na początku 2018 r. Archicom poinformował, że oferta grupy wynosi **1,9 tys. lokali**, zaś posiadany bank ziemi umożliwi realizację kolejnych **5,9 tys. mieszkań** we Wrocławiu, Krakowie, Poznaniu, Łodzi i Trójmieście.
- 3 stycznia br. mLocum zmieniło nazwę na **Archicom Polska**.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań	611	942	366	235	391	992
Przekazania mieszkań	490	938	167	173	156	496
Przychody	147,1	270,2	49,9	66,9	55,5	172,3
Zysk brutto ze sprzedaży	45,5	72,9	10,9	21,7	21,6	54,2
Marża brutto	30,9%	27,0%	21,8%	32,4%	38,6%	31,4%
Zysk netto	28,3	38,5	3,4	11,5	30,3	45,2
Marża netto	19,2%	14,2%	6,8%	17,2%	54,1%	26,2%
Zadłużenie finansowe	72,5	115,8	168,8	204,1	179,7	
Obligacje	16,4	62,7	122,9	122,9	133,1	
% Obligacji w zadłużeniu	22,6%	54,1%	72,8%	60,2%	74%	
Kredyty i inne	56,1	53,2	45,8	81,2	45,5	
Gotówka	35,6	72,8	139,5	149,4	114,5	
Dług netto	36,9	43,0	29,3	54,7	65,2	

Wydzielony segment mieszkaniowy

ATAL

- W 2017 r. Atalowi udało się zrealizować przyjęty na początku roku cel sprzedażowy, sprzedając **2 787 lokali**, tym samym poprawiając rekord z 2016 r. o **14,5%**.
- W listopadzie Atal wprowadził do oferty kolejny etap inwestycji Nowe Miasto Różanka przy ul. Obornickiej we Wrocławiu, zakładający budowę **250 mieszkań**.
- Wg szacunków zarządu spółka dysponuje gruntami pozwalającymi zbudować jeszcze około **12 tys. lokali**. W 2018r. Atal ma regularnie uzupełniać swoją ofertę i utrzymać sprzedaż na poziomie zbliżonym do minionego roku, tj. **około 2,7-2,9 tys. lokali**.
- 9 stycznia 2018 r. Atal dokonał przedterminowego wykupu obligacji serii Z, objętych przez Zbigniewa Juroska o wartości **35 mln zł**. Tym samym, wartość obligacji w posiadaniu głównego akcjonariusza wynosi obecnie 104,5 mln zł.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań	1 689	2 436	672	687	682	2 041
Przekazania mieszkań	628	1 404	501	579	609	1 689
Przychody	215,8	495,9	196,1	218,0	225,1	639,2
Zysk brutto ze sprzedaży	62,8	136,9	57,0	69,7	61,6	188,3
Marża brutto	29,1%	27,6%	29,1%	32,0%	27,4%	29,5%
Zysk netto	47,4	93,1	41,0	52,5	44,6	138,1
Marża netto	22,0%	18,8%	20,9%	24,1%	19,8%	21,6%
Zadłużenie finansowe	327,1	509,7	540,2	598,8	486,8	
Obligacje	89,9	256,9	305,5	345,4	362,1	
% Obligacji w zadłużeniu	27,5%	50,4%	56,6%	57,7%	74,4%	
Kredyty i inne	237,2	252,8	234,6	253,4	124,7	
Gotówka	129,6	187,5	262,3	245,6	212,8	
Dług netto	197,5	322,2	277,9	353,3	274	

DEVELOPRES

- Developres w ubiegłym roku sprzedał **573 lokale (-6,2% r/r)**, z czego 120 lokali w 4Q 2017 r. Niższa sprzedaż w 2017 r. jest efektem **bardzo wysokiej sprzedaży w 2016 r.** oraz niewystarczająco szybkiego tempa uzupełniania oferty.
- W 2017 r. spółka przekazała klientom **395 lokali**, w porównaniu do **451 lokali** w 2016 r. (**-12,4% r/r**). Potencjał przekazania spółki na 2018 r. jest bardzo wysoki – wynosi ok. **640 lokali**, z czego ok. 80 lokali w inwestycjach zakończonych
- 3 stycznia 2018 r. Developres otrzymał pozwolenie na budowę I etapu Osiedla Bella Dolina – dwóch budynków mieszkalnych o łącznej liczbie **154 lokali**. Docelowo w ramach Osiedla Bella Dolina, realizowanego w formule joint venture we współpracy z Mayland Real Estate, planowane jest wybudowanie ponad **1.800 lokali** mieszkalnych w 22 budynkach. Udział Developres we wspólnym przedsięwzięciu wynosi około 67%.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań	350	611	223	94	136	453
Przekazania mieszkań	317	451	100	55	138	293
Przychody	77,1	107,2	23,1	13,3	29,7	66,1
Zysk brutto ze sprzedaży	24,9	25,8	6,2	3,5	6,5	16,2
Marża brutto	32,3%	24,1%	26,8%	26,3%	21,9%	24,5%
Zysk netto	13,5	9,7	1,6	-0,7	2,4	3,3
Marża netto	17,5%	9,0%	6,9%	-5,3%	8,1%	5%
Zadłużenie finansowe	63,9	61,7	66,7	68,4	69,3	
Obligacje	41,0	41,0	50,0	51,4	50	
% Obligacji w zadłużeniu	64,2%	66,5%	74,9%	75,2%	72,2%	
Kredyty i inne	22,9	20,7	16,7	17,0	18,5	
Gotówka	5,4	12,7	18,3	19,9	23,7	
Dług netto	58,5	49,0	48,4	48,5	45,6	

DOM DEVELOPMENT

- Sprzedaż Grupy Dom Development w 2017 r. wyniosła **3 975 lokali** (z uwzględnieniem **581 lokali** sprzedanych przez Euro Styl), co oznacza wzrost sprzedaży o **45,3% r/r**. Wylączając lokale sprzedane przez Euro Styl Dom Development **przekroczył cel sprzedażowy na 2017 r.**, przyjęty na poziomie 3 000 mieszkań, o **13,1%**. W 4Q 2017 r. Grupa po raz kolejny przekroczyła liczbę 1 000 lokali sprzedanych w ciągu jednego kwartału.
- Bardzo dobry pod względem przekazań 4Q 2017 r. (1.472 lokale rozpoznane w wyniku) pozwolił osiągnąć Dom Development liczbę **2 929 lokali** do rozpoznania w wyniku roku 2017 (**+18,0% r/r**).
- W połowie listopada ubiegłego roku Dom Development ogłosił **uruchomienie programu emisji obligacji** o łącznej wartości nominalnej nieprzekraczającej **400 mln zł**. Długość trwania programu to 10 lat.
- W grudniu 2017 r. Dom Development wyemitował niezabezpieczone **5 letnie obligacje** o wartości nominalnej **50 mln zł**.
- Zarząd Dom Development zapowiada **dalszy rozwój oferty Grupy w 2018 r. na rynku gdańskim i wrocławskim oraz rozbudowę banku ziemi w tych miastach**. W bieżącym roku Grupa planuje zwiększyć ofertę na rynku wrocławskim do 6 projektów, z obecnych 2.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań	2 383	2 735	806	1 039	1 081	2 926
Przekazania mieszkań	2 062	2 482	230	674	553	1 457
Przychody	904,2	1 153,0	113,0	322,5	245,2	680,7
Zysk brutto ze sprzedaży	203,9	271,1	26,0	90,4	67,6	184
Marża brutto	22,6%	23,5%	23,0%	28,0%	27,6%	27%
Zysk netto	80,8	125,8	-1,0	49,0	26	74
Marża netto	8,9%	10,9%	-0,9%	15,2%	10,6%	10,9%
Zadłużenie finansowe	373,4	383,9	262,6	261,3	266,3	
Obligacje	273,4	383,9	262,6	261,3	262,3	
% Obligacji w zadłużeniu	73,2%	100%	100%	100%	98,6%	
Kredyty i inne	100,0	0,0	0,0	0,0	3,7	
Gotówka	225,3	437,1	409,8	364,0	200,4	
Dług netto	148,1	-53,2	-147,2	-102,7	65,9	

Najważniejsze informacje ze spółek

i2 DEVELOPMENT

- Wyniki sprzedażowe i2 Development w 2017 r. były rekordowe – spółka sprzedała w ramach umów przedwstępnych, deweloperskich i rezerwacyjnych **813 lokali**, o **92,7%** więcej niż w 2016 r.
- W 4Q 2017 r. i2 Development przekazało klientom **417 lokali**, co wraz z lokalami przekazanymi w okresie 1-3Q 2017 r. przetożyto się na łącznie **502 lokale** przekazane klientom w 2017 r.
- Ze względu na niską liczbę lokali rozpoznanych w wyniku w okresie 1-3Q 2017 r. i2 Development odnotował stratę netto w wysokości 13,4 mln zł. Szacunki zarządu spółki wskazują, że przychody i2 Development za 2017 r. wyniosą ok. **76 mln zł**, zaś zysk netto ok. **14 mln zł**.
- W listopadzie i grudniu ubiegłego roku spółki zależne i2 Development dokonały sprzedaży działek o powierzchni **0,5 ha** położonych na Kępie Mieszczańskiej we Wrocławiu za **39,2 mln zł netto**.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań ¹	268	422	98	102	181	381
Przekazania mieszkań	b.d.	171	6	1	78	85
Przychody	84,6	93,5	17,1	22,3	25,8	65,2
EBIT	-9,0	10,2	-4,1	-5,5	-1,0	-10,6
Marża EBIT	-10,6%	10,9%	-19,9%	-24,7%	-3,9%	-16,3%
Zysk netto	16,8	6,0	-4,1	-7,6	-1,7	-13,4
Marża netto	19,9%	6,4%	-24,0%	-35,0%	-6,5%	-20,5%
Zadłużenie finansowe	96,8	84,6	123,6	149,7	138,9	
Obligacje	10,0	10,0	55,7	65,9	65,9	
% Obligacji w zadłużeniu	10,4%	11,8%	45,1%	44,0%	47,5%	
Kredyty i inne	86,8	74,6	67,9	83,7	72,3	
Gotówka	1,2	4,1	15,4	15,2	1,4	
Dług netto	95,6	80,5	108,1	134,4	137,5	

¹ Z wyłączeniem sprzedaży na rzecz podmiotów powiązanych

J.W. CONSTRUCTION

- W 2017 r. sprzedaż J.W. Construction wyniosła **1 819 lokali**, co jest wynikiem o **15,5%** lepszym niż w 2016 r. Tym samym spółka **przekroczyła cel sprzedażowy na 2017 r.**, wynoszący **1 500-1 700 lokali**.
- W ubiegłym roku J.W. Construction przekazało klientom około **1 035 lokali**, o **18,4%** mniej niż w 2016 r.
- W listopadzie spółka wyemitowała niezabezpieczone trzyletnie obligacje o wartości **94 mln zł**. Obligacje oprocentowane są wg stopy procentowej na poziomie WIBOR6M+3,0%.
- Deweloper wraz z MLP Group planuje budowę centrum logistycznego w Szczecinie o docelowej powierzchni **60 tys. m²** na należącej do J.W. Construction działce o powierzchni 20 ha. **Realizacja inwestycji umożliwi spółce wejście na rynek magazynowy**, który zarząd dewelopera uważa za bardzo perspektywiczny.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań	1 569	1 575	401	449	389	1 239
Przekazania mieszkań	403	1 269	145	145	225	515
Przychody	144,1	495,1	57,0	46,3	74,7	178
Zysk brutto ze sprzedaży	30,6	121,3	12,5	8,2	21,8	42,5
Marża brutto	21,2%	24,5%	21,9%	18,1%	29,2%	23,9%
Zysk netto	6,7	22,6	0,2	-6,2	5,2	-0,8
Marża netto	4,6%	4,6%	0,4%	-13,7%	6,9%	-0,5%
Zadłużenie finansowe	450,0	337,0	297,4	386,0	378,7	
Obligacje	314,2	127,5	128,3	197,6	197,6	
% Obligacji w zadłużeniu	60,1%	38,7%	37,5%	51,7%	52,2%	
Kredyty i inne	208,7	202,2	214,2	184,8	181,1	
Gotówka	188,4	88,3	99,0	160,9	189,8	
Dług netto	334,5	241,4	243,5	221,5	196,1	

Wydzielony segment mieszkaniowy

LOKUM DEWELOPER

- Lokum Deweloper w 2017 r. osiągnął **rekordową sprzedaż na poziomie 1 052 lokali**, czym poprawił ubiegłoroczny wynik o **63,1%**, o **ponad 5% przekraczając tym samym bardzo ambitny cel sprzedażowy na 2017 r.**, ustanowiony na poziomie 1.000 lokali. Rekordowa jest również liczba mieszkań, które spółka rozpozna w wyniku 2017 roku – **646**, co jest wartością o **12%** wyższą niż w 2016 r. i oznacza realizację potencjału przekazań na 2017 r. w **95,1%**. Celem spółki na 2018 r. jest **utrzymanie poziomu sprzedaży powyżej 1 000 lokali**.
- Zarząd Lokum Deweloper ocenia potencjał rozpoznanych lokali w wyniku 2018 r. na około **1 000 mieszkań (+54,8% r/r)**, z czego **63%** zostało już sprzedane w ramach umów przedwstępnych i rezerwacyjnych.
- W grudniu ubiegłego roku Lokum Deweloper **uplasował 3,5 letnie obligacje serii E o wartości nominalnej 100 mln zł** i rekordowo niskiej marży wynoszącej 3,1% ponad WIBOR 6M. Środki pozyskane w wyniku emisji zostały wykorzystane przez spółkę m.in. do przeprowadzenia **przedterminowego wykupu wyemitowanej w 2016 r. serii C o wartości nominalnej 40 mln zł**.
- W styczniu 2018 r. spółka zależna Lokum Deweloper nabyła prawo użytkowania wieczystego nieruchomości gruntowych położonych w dzielnicy Zabłocie w Krakowie za **25,0 mln zł netto**. Zakup sfinansowany został ze środków pozyskanych w ramach emisji obligacji serii E.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań	486	645	117	321	213	651
Przekazania mieszkań	377	576	15	9	165	189
Przychody	129,2	189,3	6,5	4,2	54,3	64,9
Zysk brutto ze sprzedaży	45,3	60,4	2,3	1,5	17,7	25,2
Marża brutto	35,1%	31,9%	-34,2%	36,1%	39,9%	38,9%
Zysk netto	37,5	46,9	-2,2	-5,1	14,5	7,2
Marża netto	29,0%	24,8%	-34,0%	-122,3%	26,9%	11,2%
Zadłużenie finansowe	68,7	101,3	109,8	165,2	160,4	
Obligacje	60,1	101,0	101,3	146,0	146,9	
% Obligacji w zadłużeniu	87,5%	99,7%	92,3%	88,4%	91,6%	
Kredyty i inne	8,6	0,3	8,5	19,2	13,5	
Gotówka	98,5	56,0	33,2	84,1	73,6	
Dług netto	-29,8	45,3	76,6	81,1	86,8	

LC CORP

- Sprzedaż mieszkań LC Corp w 2017 r. była o **3,0% niższa niż w 2016 r.** – w ubiegłym roku deweloper sprzedał **2 029 lokali** w porównaniu do 2 092 lokali rok wcześniej. W przychodach 2017 r. spółka rozpozna **1 801 lokali (+29,3% r/r)**.
- Na początku grudnia spółka poinformowała o nabyciu gruntu we Wrocławiu przy ul. Kamiennej o powierzchni **1,24 ha za 22 mln zł netto**. LC Corp planuje zrealizować na niej inwestycję obejmującą około 420 lokali mieszkalnych. Szacunkowa cena działki w przeliczeniu na 1 m² PUM, przy założeniu średniej wielkości lokalu mieszkalnego na poziomie 55 m², wyniosła 952 zł/m² PUM.
- W grudniu 2017 r. spółka dokonała emisji 4,5-letnich niezabezpieczonych obligacji o wartości **50 mln zł**.
- W grudniu 2017 r. LC Corp przyjął **politykę dywidendową opartą na wskaźniku dług netto/kapitały własne**. Wysokość wypłaty dywidendy została uzależniona od wartości tego wskaźnika i wahać się będzie **od 75% do 25% zysku netto za ubiegły rok**. Na koniec 3Q 2017 r. wartość wskaźnika DN/KW wyniosła 54,6%.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań	2 072	2 092	553	399	477	1 429
Przekazania mieszkań	1 108	1 393	503	344	668	1 515
Przychody	318,2	401,9	156,1	125,9	191,8	473,8
Zysk brutto ze sprzedaży	83,0	104,3	54,4	33,7	53,2	141,3
Marża brutto	26,1%	26,0%	34,8%	26,8%	27,7%	29,8%
Zysk netto	108,9	113,1	11,0	31,7	57,9	100,6
Marża netto	24,2%	20,7%	5,7%	25,2%	25,5%	17,3%
Zadłużenie finansowe	283,0	394,6	396,6	394,4	392,5	
Obligacje	165,5	306,5	308,9	306,8	304,3	
% Obligacji w zadłużeniu	58,5%	77,7%	77,9%	77,8%	77,5%	
Kredyty i inne	117,5	88,1	87,7	87,6	88,2	
Gotówka	105,7	158,9	203,2	205,9	246,9	
Dług netto	177,3	235,7	193,4	188,5	145,6	

Wydzielony segment mieszkaniowy

Najważniejsze informacje ze spółek

MARVIPOL DEVELOPMENT

- W 2017 r. Marvipol Development sprzedał **765 lokali (+22,0% r/r)**, przekraczając przyjęty na 2017 r. cel sprzedażowy o **9,3%**. Liczba lokali przekazanych w ubiegłym roku wyniosła **510 sztuk (-6,8% r/r)**.
- W listopadzie ubiegłego roku Marvipol Development wyemitował trzyletnie **obligacje serii U** o wartości nominalnej **66 mln zł**. W wyniku wysokiego popytu wartość emisji została podwyższona z pierwotnie planowanych 50 mln zł.
- Na początku grudnia 2017 r. Marvipol **zakończył proces podziału na część deweloperską i motoryzacyjną**. Działalność deweloperska wniesiona została do spółki **Marvipol Development S.A.**, która od 19 grudnia jest notowana na rynku głównym GPW.
- Pod koniec 4Q 2017 r. Marvipol Development wprowadził do sprzedaży flagową inwestycję **Unique Apartments** na warszawskiej Woli, obejmującą **550 apartamentów** o wysokim standardzie wykończenia w ramach trzech budynków.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań	600	627	180	184	208	572
Przekazania mieszkań	615	547	27	14	99	140
Przychody	269,8	225,6	15,4	11,3	34,3	61
EBIT	13,1	47,3	-2,7	6,0	2,7	6
Marża EBIT	4,9%	21,0%	-17,5%	53,1%	7,9%	9,8%
Zysk netto	2,4	40,1	3,9	8,0	0	11,9
Marża netto	0,9%	17,8%	25,3%	70,8%	0%	19,5%
Zadłużenie finansowe	254,0	173,9	224,3	207,7	268,2	
Obligacje	158,5	141,4	140,4	127,9	180,5	
% Obligacji w zadłużeniu	62,4%	81,3%	62,6%	61,6%	67,3%	
Kredyty i inne	95,5	32,5	83,9	79,8	86,9	
Gotówka	155,4	192,6	144,4	112,1	173,6	
Dług netto	98,6	-18,7	79,9	95,6	94,6	

Wydzielony segment deweloperski

MURAPOL

- Murapol w 2017 r. podpisał umowy sprzedaży **3 605 lokali (+18,5% r/r)**. Osiągnięty wynik był niższy od celu przyjętego na 2017 r., wynoszącego 4 000 lokali.
- W listopadzie 2017 r. Murapol dokonał emisji niezabezpieczonych obligacji **serii BB o wartości 5,3 mln zł** i terminie zapadalności ustalonym na marzec 2021 r.
- Murapol otrzymał decyzję o **otrzymaniu pozwolenia na budowę** projektu mieszkaniowego przy **Am Luckefeld w Berlinie**. Realizacja inwestycji ma zakończyć się połowie 2019 r. Inwestycja będzie się składać z 9 budynków, w których powstanie łącznie **126 mieszkań**.
- W listopadzie 2017 r. zapowiedziano **istotne zmiany w zarządzie Murapolu**. Z pozycji prezesa ustąpił związany ze spółką od 2009 r. **Michał Sapota**, zaś do zarządu weszła **Iwona Sroka**, która do września 2017 r. była prezesem Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Zmiany w zarządzie związane są z **planowanym IPO Murapolu**.
- Spółka **zwiększyła swój udział w akcjonariacie Polnordu do 9,87%**, nabywając 1,63 mln akcji za ponad **18 mln zł**. Zarząd nie wyklucza wzrostu zaangażowania w akcjonariat Polnordu w przyszłości.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	1H 2017 ¹
Sprzedaż mieszkań	965	1 626	b.d.	b.d.
Przekazania mieszkań	1 242	1 764	b.d.	b.d.
Przychody	372,0	486,9	b.d.	190,6
Zysk EBIT	88,8	123,4	b.d.	49,2
Marża EBIT	23,9%	26,3%	b.d.	25,8%
Zysk netto	67,4	120,7	b.d.	37,2
Marża netto	18,1%	24,8%	b.d.	19,5%
Zadłużenie finansowe	161,2	307,7	b.d.	409,6
Obligacje	90,6	112,5	b.d.	215,7
% Obligacji w zadłużeniu	56,2%	36,6%	b.d.	52,7%
Kredyty i inne	70,6	120,9	b.d.	193,9
Gotówka	13,3	106,9	b.d.	67,9
Dług netto	147,9	200,8	b.d.	341,7

¹ Na podstawie sprawozdań finansowych pro-forma, które konsolidują wszystkie spółki zależne Emitenta.

POLNORD

- Sprzedaż Polnord 2017 r. wyniosła **1 389 lokali (+35,6% r/r)**, co było największym poziomem rocznej sprzedaży w historii spółki. Wg szacunków zarządu w przychodach 2017 r. rozpoznane zostanie **1 126 lokali (+33,6% r/r)**.
- W listopadzie 2017 r. Polnord podpisał warunkową umowę nabycia działki budowlanej o pow. **12,5 tys. m²** zlokalizowanej we Warszawie w dzielnicy Rembertów. Spółka planuje wybudowanie tam 213 mieszkań i 228 miejsc postojowych.
- Według strategii Grupy Kapitałowej Polnord na lata 2016-2019 Spółka zamierza **powrócić do wypłacania dywidendy począwszy od 2018 r.** Natomiast w 2019 r. Polnord planuje osiągnąć sprzedaż na poziomie 1.500 mieszkań i 0,5 mld zł przychodu. Biorąc pod uwagę tegoroczne osiągnięcia Spółki, są to cele możliwe do osiągnięcia.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań	1 054	1 024	335	316	383	1 034
Przekazania mieszkań	990	843	109	247	201	557
Przychody	222,4	163,6	10,5	81,6	45,4	137,5
Zysk brutto ze sprzedaży	-34,4	50,4	1,8	15,9	10,2	27,9
Marża brutto	-15,5%	30,8%	17,1%	19,5%	22,4%	20,3%
Zysk netto	-140,5	-16,9	-5,5	b.d.	8,4	23
Marża netto	-56,1%	-9,6%	-42,6%	b.d.	18,4%	16,7%
Zadłużenie finansowe	437,0	487,7	479,7	444,8	455,2	
Obligacje	275,5	330,9	296,8	286,3	304,9	
% Obligacji w zadłużeniu	63,0%	67,8%	61,9%	64,4%	67%	
Kredyty i inne	161,5	156,6	182,8	158,5	150,1	
Gotówka	53,7	143,5	130,6	102,6	123,7	
Dług netto	383,3	344,2	349,1	342,2	331,5	

Wydzielony segment mieszkaniowy

ROBYG

- Grupa Robyg w ubiegłym roku osiągnęła rekordową sprzedaż na poziomie **3 470 lokali (+17,3% r/r)**. Tym samym Robyg **przekroczył cel sprzedażowy na 2017 r.**, przyjęty na poziomie **3 300 lokali**.
- Według szacunków zarządu Grupy Robyg liczba lokali planowanych do rozpoznania w przychodach 2017 r. wyniesie **2 108 lokali (-24,8% r/r)**.
- 1 grudnia 2017 r. należąca do funduszy inwestycyjnych Goldman Sachs International spółka Bricks Acquisitions Limited **ogłosiła wezwanie na 100% akcji Robyg S.A.** po cenie 3,55 zł za akcje, co implikuje wycenę transakcyjną kapitałów własnych spółki na poziomie **ponad 1 mld zł**. Termin zakończenia przyjmowania zapisów na akcje spółki to 2 lutego 2018 r. UOKiK wyraził zgodę na przeprowadzenie transakcji.
- 9 stycznia 2018 r. fundusze inwestycyjne kontrolujące łącznie 51,6% akcji spółki ogłosiły, że **cena podana w wezwaniu akcje Robyga nie odpowiada wartości godziwej spółki**.
- Pod koniec grudnia 2017 r. Robyg zapowiedział przeprowadzenie **przedterminowego wykupu obligacji serii M** o wartości nominalnej **20 mln zł** oraz **obligacji serii O** o wartości nominalnej **26 mln zł**.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań	2 333	2 957	937	756	1 009	2 702
Przekazania mieszkań	2 045	2 804	318	397	403	1 118
Przychody	480,4	517,1	69,5	145,1	135,3	349,9
Zysk brutto ze sprzedaży	77,0	116,1	13,2	36,9	39,9	90
Marża brutto	16,0%	22,5%	19,0%	25,4%	29,5%	25,7%
Zysk netto	81,6	104,0	1,1	34,5	17,8	53,4
Marża netto	17,0%	20,1%	1,6%	23,8%	13,2%	15,3%
Zadłużenie finansowe	603,3	819,0	699,9	694,7	688,8	
Obligacje	373,2	396,7	390,5	390,8	387,7	
% Obligacji w zadłużeniu	61,9%	48,4%	55,8%	56,3%	56,3%	
Kredyty i inne	230,1	422,3	309,4	303,9	301,1	
Gotówka	376,6	382,4	314,5	377,0	349	
Dług netto	226,7	436,6	385,3	317,7	339,8	

Najważniejsze informacje ze spółek

RONSON EUROPE

- Ronson Europe w ubiegłym roku sprzedał **815 lokali**, co było wynikiem nieznacznie gorszym niż w 2016 r. (-0,7% r/r). Oznacza to, że spółce **udało się zrealizować cel sprzedażowy na 2017 r.**, przyjęty na poziomie około 800 lokali.
- W 2017 r. Ronson przekazał klientom **832 lokale**, o **6,5%** więcej niż w 2016 r.
- Pomimo znacznego wzrostu liczby przekazanych lokali w 3Q 2017 r. Ronson zanotował zysk netto za okres 1-3Q 2017 r. na poziomie zaledwie **2 mln zł**, co związane było z relatywnie wysokimi kosztami stałymi.
- Plany sprzedażowe spółki na 2018 r. zakładają **co najmniej powtórzenie poziomu sprzedaży** z ubiegłego roku.
- Nowy Prezes Zarządu Ronson Europe zapowiedział, że przyjęty na 2018 r. cel utrzymania 1 000 lokali w ofercie „nie jest wygórowany” i spółka gotowa jest przeanalizować inne możliwości rozwoju niż tylko zakup gruntów, **nie wykluczając fuzji i przejęć**.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań	906	821	259	180	206	645
Przekazania mieszkań	696	781	299	72	121	402
Przychody	281,4	309,6	110,1	36,1	36,0	182,3
Zysk brutto ze sprzedaży	51,2	61,4	18,6	6,1	4,6	29,4
Marża brutto	18,2%	19,8%	16,9%	16,9%	12,8%	16,1%
Zysk netto	19,0	65,1	7,4	-2,8	-2,6	2,0
Marża netto	6,8%	13,4%	6,7%	-7,6%	-7,2%	1,1%
Zadłużenie finansowe	250,1	226,1	237,2	217,0	219,1	
Obligacje	190,3	222,6	224,6	196,8	198,3	
% Obligacji w zadłużeniu	76,1%	98,5%	94,7%	90,7%	90,5%	
Kredyty i inne	59,8	3,5	12,6	20,2	20,9	
Gotówka	99,5	69,1	79,3	38,8	53,6	
Dług netto	150,6	157,0	157,9	178,2	165,6	

VANTAGE DEVELOPMENT

- W 2017 r. Vantage Development sprzedał **1.034 lokale**, poprawiając wynik z 2016 r. o **27,3%**. Osiągnięty poziom sprzedaży pozwolił na **znaczące przekroczenie celu sprzedażowego na 2017 r., wynoszącego 900 lokali**.
- W listopadzie spółka wyemitowała 3,5-letnie niezabezpieczone obligacje o łącznej wartości **70 mln zł**.
- Spółka zależna Vantage Development zawarła przedwstępne warunkowe umowy kupna gruntów przy ul. Buforowej we Wrocławiu za **7,05 mln zł i 14 mln zł netto**. Nabyte nieruchomości pozwolą na realizację **450 mieszkań**, co pozwala szacować średnią cenę za 1 m² PUM na poziomie ok. 850 zł (zakładając średnią powierzchnię 1 lokalu na poziomie 55 m²).
- W grudniu 2017 r. Vantage zawarł ze spółką Rank Progress S.A. porozumienie joint venture dotyczące realizacji inwestycji deweloperskiej we Wrocławiu przy ul. Wejherowskiej i Białowieskiej o powierzchni **14 ha**.
- 2 stycznia br. Vantage Development wyemitował 3,5 letnie obligacje serii S o wartości nominalnej 10 mln zł. Obligacje oprocentowane są według stopy procentowej równej WIBOR 3M+4,0%.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań	612	812	253	219	257	729
Przekazania mieszkań	356	513	181	35	389	605
Przychody	81,5	117,5	48,6	12,1	126	186,7
Zysk brutto ze sprzedaży	18,6	23,4	13,5	-0,1	22,3	35,7
Marża brutto	22,8%	19,9%	27,8%	-1%	17,7%	19,1%
Zysk netto	7,7	11,0	7,6	-1,2	14,9	21,3
Marża netto	9,4%	9,4%	15,7%	-10%	11,8%	11,4%
Zadłużenie finansowe	109,0	184,3	183,7	163,1	177,2	
Obligacje	105,4	147,8	148,0	119,7	99,6	
% Obligacji w zadłużeniu	96,7%	80,2%	80,6%	73,4%	53,3%	
Kredyty i inne	3,6	36,5	35,7	43,4	77,6	
Gotówka	40,7	70,9	71,2	53,5	105,3	
Dług netto	68,3	113,4	112,5	109,6	71,9	

■ Wydzielony segment mieszkaniowy

VICTORIA DOM

- Ubiegły rok Victoria Dom zakończyła sprzedażą na poziomie **808 mieszkań**, czyli o 28,9% wyższym niż w 2016 r. Oznacza to osiągnięcie zakładanej przez zarząd spółki kontraktacji mieszkań w 2017 r. na poziomie **800 lokali**.
- Plany zarządu spółki na 2018 r. zakładają **wzrost sprzedaży do 1 000 lokali**.
- W 2017 r. Victoria Dom przekazała klientom **722 lokale**.
- W październiku spółka przeprowadziła prywatną emisję obligacji o wartości **20 mln zł**. Obligacje zostały objęte przez 2 inwestorów.
- Na koniec 2Q 2017 r Victoria Dom była jedyną, obok Dom Development, spółką która **nie finansowała się za pomocą kredytów**, podczas gdy wartość bilansowa obligacji wyemitowanych przez spółkę wyniosła na koniec tego okresu 56,1 mln zł.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017	1-3Q 2017
Sprzedaż mieszkań	493	627	261	149	410	581
Przekazania mieszkań	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Przychody	90,1	166,0	b.d.	b.d.	28,8	b.d.
Zysk brutto ze sprzedaży	24,7	46,2	b.d.	b.d.	9,4	b.d.
Marża brutto	27,4%	27,8%	b.d.	b.d.	32,7%	b.d.
Zysk netto	11,3	26,5	b.d.	b.d.	0,3	b.d.
Marża netto	12,6%	16,0%	b.d.	b.d.	1,1%	b.d.
Zadłużenie finansowe	24,4	35,8	b.d.	56,1	56,1	
Obligacje	23,4	35,1	b.d.	56,1	56,1	
% Obligacji w zadłużeniu	95,9%	98%	b.d.	100%	100%	
Kredyty i inne	1,0	0,7	b.d.	0,0	0	
Gotówka	21,3	24,3	b.d.	27,1	27,1	
Dług netto	3,1	11,5	b.d.	29,0	29,0	

Słownik pojęć

- CAGR – średnioroczna geometryczna stopa wzrostu
- Catalyst – rynek obligacyjny prowadzony przez GPW SA oraz Bondspot SA
- Dług netto – zadłużenie z tytułu kredytów, wyemitowanych obligacji oraz innych zobowiązań finansowych, pomniejszone o środki pieniężne
- Dług netto/Kapitał własny – stosunek zobowiązań z tytułu kredytów, wyemitowanych obligacji oraz innych zobowiązań finansowych do wartości kapitałów własnych (średnia z początku i końca roku)
- DPR – wskaźnik wypłaty dywidendy liczony jako stosunek dywidendy wypłaconej do zysku netto za dany rok
- EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
- FIZ – Fundusz Inwestycyjny Zamknięty
- KW – kapitał własny
- GLA – powierzchnia najmu brutto (włącznie z pomieszczeniami pomocniczymi, korytarzami, klatkami, toaletami)
- Outstanding – wartość obligacji pozostających do wykupu
- Przekazania – lokale, które zostały oddane do użytkowania nabywcom (przeniesienie własności)
- PUM – powierzchnia użytkowa mieszkalna
- REIT – *Real Estate Investment Trust*, notowany na giełdzie fundusz inwestycyjny inwestujący na rynku nieruchomości na wynajem
- Stopa kapitalizacji – stosunek zysku z najmu powierzchni do wartości wynajmowanego budynku
- Umowy przedwstępne i deweloperskie – umowy, które zobowiązują do zawarcia w przyszłości umowy przeniesienia własności lokalu
- WIBOR – Warsaw Interbank Offer Rate – stopa procentowa, po jakiej banki udzielają sobie pożyczek – ustalana w każdy dzień roboczy
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia – stosunek całkowitych zobowiązań do wartości pasywów
- Wynik segmentu – EBIT pomniejszony o zyski z inwestycji
- W3M – stawka referencyjna WIBOR 3M
- W6M – stawka referencyjna WIBOR 6M

Zastrzeżenie

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

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

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

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

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

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

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

Navigator Dom Maklerski®
 Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: (22) 630 83 33

fax: (22) 630 83 30

mail: obligacje@dmnavigator.pl

www.navigatorcapital.pl