
Navigator Dom Maklerski®
Value delivered.

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 4Q 2019 r.

Warszawa, styczeń 2020 r.

Podsumowanie

Sytuacja makroekonomiczna i prawna

Dalszy wzrost liczby wydanych pozwoleń na budowę.

Istotny wzrost liczby mieszkań oddanych do użytkowania.

Dalsze podwyżki cen mieszkań.

Zaskakująco wysoka inflacja.

Rekordowa wartość udzielonych kredytów hipotecznych

Więcej

str. 4 - 7

Rynek gruntów

Malejąca podaż atrakcyjnych działek.

Utrzymujące się wysokie ceny.

Develia i Archicom najaktywniejsze na rynku gruntów w 4Q 2019 r.

Więcej

str. 8 - 10

Komentarz prawny

Reaktywacja prac nad projektem ustawy o polskich REITach

Więcej

str. 11 - 12

kochański
i partnerzy

Sprzedaż w 2019 r.

Dobry rok w wykonaniu deweloperów.

19 353	Łączna liczba sprzedanych mieszkań
+0,2%	Zmiana względem 2018 r.
3 661	Najwyższy odczyt wśród deweloperów
268	Najniższy odczyt wśród deweloperów

Więcej

str. 13- 14, 16

Przekazania w 2019 r.

Kumulacja przekazania w 4Q 2019 r. Spadek poziomu rozpoznania w 2019 r. względem roku ubiegłego.

17 438	Łączna liczba przekazanych mieszkań
-8,9%	Zmiana względem 2018 r.
3 482	Najwyższy odczyt wśród deweloperów
352	Najniższy odczyt wśród deweloperów

Więcej

str. 15 - 16

Dług finansowy na koniec 3Q 2019 r.

Wzrost poziomu długu finansowego o 485 mln PLN względem stanu z końca grudnia 2018 r.

Spadek udziału obligacji korporacyjnych w strukturze finansowania dłużnego.

5,0 mld PLN	Łączna wartość zadłużenia finansowego
69,5%	Udział zadłużenia obligacyjnego
3,4 mld PLN	Łączny poziom długu netto
0,34x	Mediana wskaźnika dług netto / kapitał własny
0,59x	Mediana wskaźnika ogólnego zadłużenia

Więcej

str. 17 - 19

Finansowanie obligacyjne w 2019 r.

Mała liczba przeprowadzonych emisji w 2019 r.

970,7 mln PLN	Łączna wartość przeprowadzonych emisji
18	Liczba przeprowadzonych emisji
103,0 mln PLN	Wartość największej emisji
812,3 mln PLN	Łączna wartość wykupów obligacji
3,5 mld PLN	Wartość emisji do wykupu w latach 2020 - 2024

Więcej

str. 20 - 21

Informacje dotyczące spółek

Więcej

str. 22 - 29

Szanowni Państwo,

W 2019 r. ujęci w naszym opracowaniu deweloperzy sprzedali niemal tyle samo lokali co w 2018 r. (19 353 lokali w 2019 r. w porównaniu do 19 311 w 2018 r.). Na wynik sprzedażowy ubiegłego roku pozytywny wpływ miał zwłaszcza 4Q 2019 r., w którym analizowane firmy zdołały sprzedać 5 399 lokali wobec 4 534 jednostek w 4Q 2018 r., co oznacza 19,1% wzrost r/r. Wynik zarówno 4Q, jak i całego roku uważamy za dobry. W końcu głosy o tym, że rynek spowolni pojawiają się od 2-3 lat, a branża cały czas utrzymuje wysoką sprzedaż i to pomimo istotnego wzrostu cen mieszkań.

Dobry wynik sprzedażowy w 4Q 2019 r. w stosunku do 4Q 2018 r. był w naszej ocenie spowodowany głównie kwestiami formalnymi tj. liczbą wydawanych pozwoleń na budowę. Z reguły deweloperzy wprowadzają bowiem do sprzedaży inwestycje po uzyskaniu niezbędnych decyzji administracyjnych, w związku z czym ilość nowych pozwoleń wpływa bezpośrednio na ofertę mieszkań do sprzedaży. W okresie porównawczym tj. 4Q 2018 r. mieliśmy do czynienia z wyborami samorządowymi, w związku z czym urzędy działały mniej sprawnie, co przeciągnęło się również na 1H 2019 r. Druga połowa 2019 r. przyniosła w tej kwestii poprawę, co pozytywnie przełożyło się na wynik sprzedażowy w 4Q 2019 r. Gdyby podaż nie była ograniczona, na skutek skurczonej oferty, to wynik sprzedażowy analizowanych deweloperów mógłby być w 2019 r. wyraźnie lepszy. Wzrost liczby wydawanych pozwoleń powinien przełożyć się również na wzrost oferty w 2020 r., w związku z czym spodziewamy się dobrych wyników sprzedażowych w nadchodzącym roku.

Póki co, wzrost cen mieszkań, jak i popyt na nie się nie zmniejsza. Nieco niepokojące są dane o rosnącej inflacji, co w dłuższym okresie może skutkować koniecznością podniesienia stóp procentowych. RPP póki co jednak uspokaja i spodziewa się spadku inflacji w drugiej połowie roku, w związku z czym nie widzi dziś potrzeby podnoszenia stóp. Podwyższona inflacja może natomiast przełożyć się również pozytywnie na popyt inwestycyjny na mieszkania ze względu na relatywne zmniejszenie atrakcyjności lokowania kapitału w lokaty bankowe, które realnie przynoszą dziś stratę. Tym samym rośnie atrakcyjność lokowania kapitału w mieszkania na wynajem, które dodatkowo w ujęciu realnym powinny co najmniej utrzymać swoją wartość w długim okresie.



Mateusz Mucha
Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A.

Wsparciem dla rynku mieszkaniowego w 2020 r. cały czas będzie bardzo dobra sytuacja na rynku pracy. Pytaniem na najbliższy rok pozostaje nie to czy, a o ile wzrosną średnie płace, szczególnie biorąc pod uwagę, iż płaca minimalna wzrosła z 2 250 PLN w 2019 r. do 2 600 PLN w 2020 r., a zgodnie z zapowiedziami rządu ma istotnie rosnąć przez kolejne 3 lata. Wzrost kosztów pracy w dłuższym okresie przełoży się z pewnością również na koszty wykonawstwa. Wzrost zarobków w branży budowlanej był jednak w ostatnim okresie tak duży, że dziś płace w budowlance rosną wolniej od płac ogółem i jest szansa, że taki stan utrzyma się na dłużej. Zagrożeniem dla kosztów wykonawstwa jest również spadek liczby pracowników budowlanych z Ukrainy po otwarciu niemieckich granic.

Końcówka 2019 r. przyniosła wśród deweloperów ciekawe przetarasowania właścicielskie. W trakcie przejmowania mającego problemy Polnordu jest węgierska Cordia, natomiast Vantage Development przejęty został przez niemiecki TAG Immobilien. W przypadku Polnordu w ostatnich dniach na rynek trafiła informacja o pozwie o stwierdzenie nieważności uchwały od obecnie największego akcjonariusza. Jeśli okazałoby się, że do transakcji jednak nie dojdzie, to dla rynku byłby to spory cios, gdyż spółka będzie miała prawdopodobnie problemy z regulowaniem swoich zobowiązań. Interesująca jest również druga z transakcji, gdyż TAG Immobilien jest podmiotem wyspecjalizowanym w długoterminowym wynajmie mieszkań. Zapowiedział już budowę lub zakup 8-10 tys. mieszkań na wynajem w Polsce. Jest to kolejna już inicjatywa w zakresie wynajmu instytucjonalnego na polskim rynku mieszkaniowym, co pokazuje, że rynek mogą czekać w najbliższych latach spore zmiany strukturalne. Co ciekawe, również Rząd zapowiedział powrót do prac nad przepisami dotyczącymi REITów, a więc pewnością warto przyglądać się tej części rynku w 2020 r.

Warto również zwrócić uwagę, że w 2019 r. mieliśmy wiele przetarasowań na poziomie Zarządów. Istotne zmiany miały miejsce w Develii, Archicomie, Ronsonie oraz Marvipolu.

W ostatnim kwartale ubiegłego roku 5 spółek spośród ujętych w raporcie przeprowadziło emisje obligacji, pozyskując łącznie kwotę 240,0 mln PLN. W całym 2019 r. analizowani w raporcie deweloperzy uplasowali 18 serii obligacji o łącznej wartości 970,7 mln PLN, a więc ich wartość była niższa niż w poprzednich latach (2018 r. - 1 115,4 mln zł, 2017 - 1 134,3 mln zł). Większość przeprowadzonych emisji miała charakter refinansujący.

W 4Q 2019 r. emitenci wykupili obligacje o łącznej wartości 202,4 mln PLN. Tym samym skumulowana wartość wykupów dokonanych w ubiegłym roku wyniosła 812,3 mln PLN. Wyłączając emisje obejmowane przez podmioty powiązane, okazuje się, że w 2019 r. wartość wykupów obligacji przekroczyła wartość nowo pozyskanych środków, co jest sytuacją wyjątkową.

Sytuacja na rynku obligacji wygląda dziś dobrze choć cały czas odbiega od tej sprzed afery GetBack. Jeśli nie będziemy mieli w nadchodzącym roku do czynienia z negatywnymi niespodziankami to warunki dla emitentów powinny się poprawiać. Od roku widzimy bowiem regularne napływy do funduszy inwestujących w obligacje korporacyjne i na dziś nie spodziewamy się, aby ten trend miał się zatrzymać. Plany emisji w pierwszym kwartale zapowiedziały już zresztą Dom Development, Archicom oraz Marvipol.

Zapraszam do lektury raportu,

Otoczenie makroekonomiczne

Rosnąca liczba pozwoleń, rozpoczętych budów oraz oddawanych mieszkań

Liczba wydawanych pozwoleń na budowę nowych mieszkań, będąca jedną z największych bolączek deweloperów w ostatnim roku, systematycznie rośnie z okresu na okres. W najnowszych danych tj. w okresie wrzesień – listopad 2019 r. w całym kraju wydano o 13,45% więcej, a w największych pięciu miastach o 10,72% więcej pozwoleń niż w analogicznym okresie 2018 r. W okresie styczeń-listopad 2019 r. w całej Polsce urzędy wydały 248,4 tys. pozwoleń na budowę nowych mieszkań w porównaniu do 237,7 tys. pozwoleń wydanych w okresie styczeń-listopad 2018 r. (+4,47% r/r), natomiast na analizowanych pięciu największych polskich rynkach mieszkaniowych w tym samym czasie wydano łącznie 57,5 tys. pozwoleń w porównaniu do 55,9 tys. w analogicznym okresie 2018 r. (+2,88%). Wzrost liczby wydawanych pozwoleń nie był jednak regułą i kształtował się różnie w zależności od rynku. Wśród analizowanych największych rynków wzrosty wystąpiły jedynie we Wrocławiu (+69,35% r/r) oraz Trójmieście (+37,4% r/r), spadki odnotowały natomiast Kraków (-8,67% r/r), Warszawa (-11,74%) oraz Poznań (-27,62%). Warto przy tym zauważyć, że we Wrocławiu, dla którego nastąpił duży wzrost mieliśmy do czynienia z niską bazą porównawczą, gdyż w 2018 r. samorząd wydał wyjątkowo mało nowych pozwoleń.

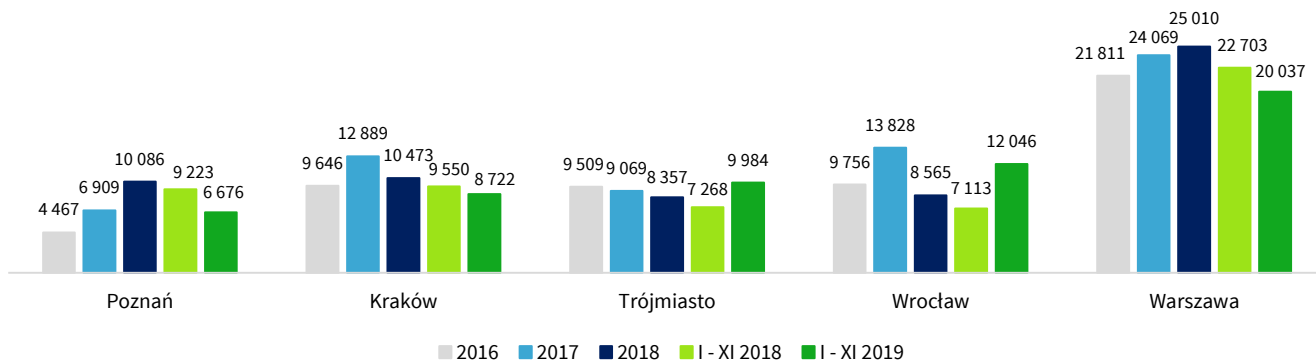
W okresie styczeń – listopad 2019 r. w całym kraju liczba mieszkań oddanych do użytkowania wyniosła 184,3 tys. (+11,63% r/r) natomiast na analizowanych największych rynkach mieszkaniowych 53,9 tys. (+9,05%). Wzrosty w liczbie mieszkań oddanych do użytkowania odnotowały Kraków (+35,96% r/r), Poznań (+19,70%) oraz Wrocław (+12,68% r/r). Liczba oddanych

mieszkań spadła natomiast w Trójmieście (-8,07% r/r) oraz w Warszawie (-12,68% r/r). Na wzrost liczby oddanych mieszkań w tym okresie szczególny wpływ miała dobra końcówka roku. W miesiącach wrzesień – listopad 2019 r. na największych 5 rynkach mieszkaniowych oddano bowiem 23,68% więcej mieszkań niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, a w całym kraju wzrost ten wyniósł 14,63%.

Powierzchnia mieszkań oddawanych do użytkowania regularnie maleje, co jest efektem dużych wzrostów cen za mkw. W okresie styczeń – listopad 2019 r. na największych polskich rynkach oddawano mieszkania o średnim metrażu 59,05 mkw. przy czym w analogicznym okresie roku ubiegłego wartość ta wynosiła 59,29 mkw. Dla porównania w całym 2017 r. oddawano mieszkania o średnim metrażu 60,21 mkw., a w 2016 r. o metrażu wynoszącym przeciętnie 60,65 mkw. Niezmiennie wśród analizowanych miast, rynkiem na którym oddaje się największe mieszkania jest Poznań (średnio 62,19 mkw), natomiast najmniejsze oddaje się w Krakowie (średnio 55,27 mkw.).

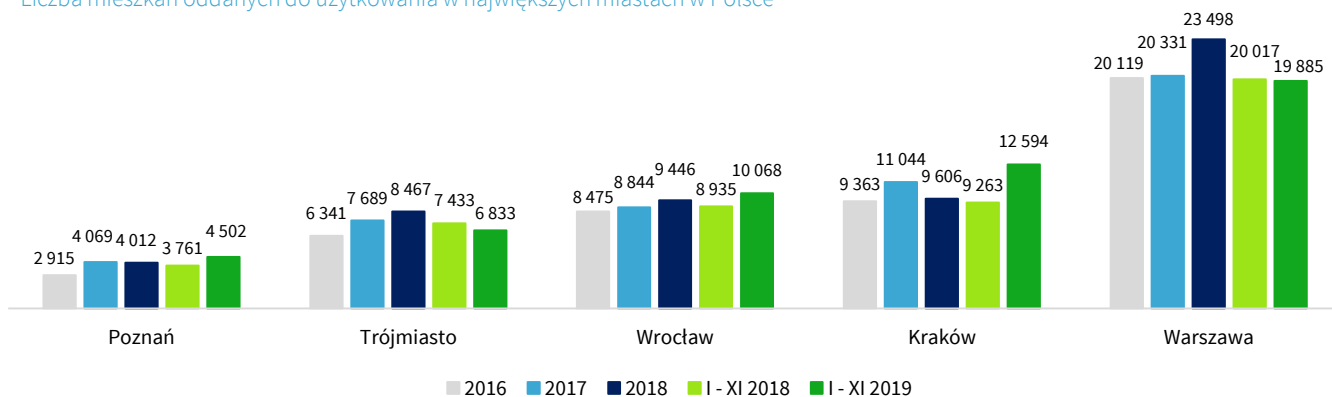
W okresie styczeń-listopad 2019 r. w analizowanych miastach rozpoczęto budowę 54,1 tys. mieszkań, co jest wynikiem gorszym o 2,27% w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. W miesiącach wrzesień-listopad 2019 r. widać jednak wyraźne ożywienie, co jest naturalną konsekwencją wyższej liczby wydawanych pozwoleń. W tym okresie rozpoczęto budowę 12,88% większej ilości mieszkań niż w analogicznym okresie roku ubiegłego.

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Wzrost cen mieszkań najszybszy w Gdańsku oraz Wrocławiu

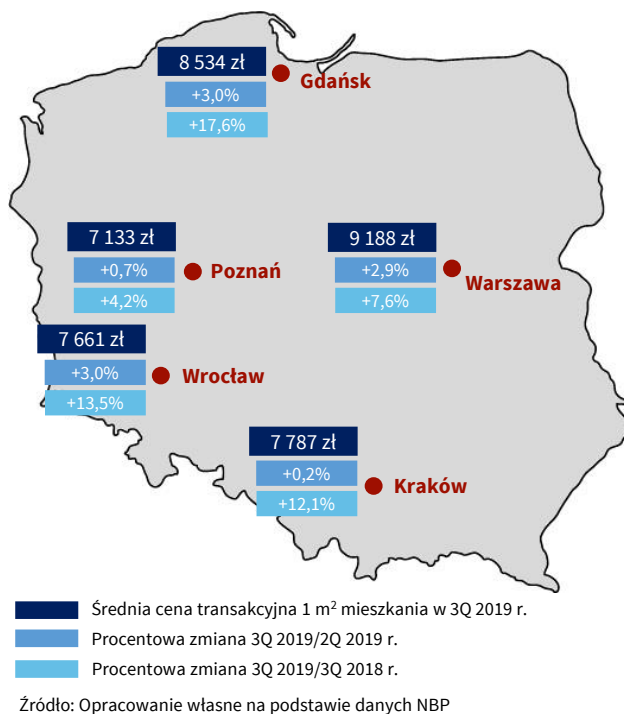
W 3Q 2019 r. mieliśmy do czynienia z dalszym wzrostem cen mieszkań na największych rynkach mieszkaniowych w Polsce. Średnio ceny mieszkań w analizowanych miastach wzrosły w 3Q 2019 r. o 1,95% q/q oraz 11,00% r/r. Dla porównania w 3Q 2018 r. ceny wzrosły średnio o 1,23% q/q. W najnowszych danych nie widać więc wieszczonych od dawna przez wielu komentatorów spadków lub stabilizacji cen mieszkań.

3Q 2019 r. przyniósł bardzo wysoki, bo aż 3,0% wzrost cen w Gdańsku oraz Wrocławiu. Niewiele wolniej, bo o 2,9% urosły ceny mieszkań w stolicy. Umiarkowanie tj. o 0,7% wzrosły ceny w Poznaniu. W stolicy wielkopolskiej już od 3 kwartałów widać spowolnienie podwyżek cen poniżej 1% na kwartał. Najwolniej w 3Q 2019 r. rosły ceny mieszkań w Krakowie co jest jednak odrealizowaniem 5,5% zwiększenia cen w kwartale poprzednim.

W 12-miesięcznym okresie 3Q 2018 – 3Q 2019 r. ceny mieszkań najistotniej, bo aż 17,6% wzrosły w Gdańsku. Wzrost jest imponujący, choć należy wziąć pod uwagę, że okres porównawczy to 3Q 2018 r., w którym odnotowano istotną korektę cen w dół (widoczna wyraźnie na wykresie poniżej), która została szybko zniwelowana dalszymi wzrostami w kolejnych kwartałach. Jeśli wygładzilibyśmy dane o tę korektę to podwyżka cen i tak wynosiłaby jednak powyżej 10%.

W ostatnich 12 miesiącach ceny bardzo istotnie wzrosły również we Wrocławiu (+13,5% r/r) oraz Krakowie (+12,1% r/r). Tu warto jednak zauważyć, że w roku poprzednim (3Q 2017 - 3Q 2018 r.) w tych dwóch miastach wzrost był najwolniejszy, równy odpowiednio 4,9% i 2,0%, przy czym na pozostałych analizowanych rynkach (Warszawa, Gdańsk, Poznań) ceny rosły w tym samym okresie średnio o 7,7%. Można więc powiedzieć, że ceny we Wrocławiu i Krakowie w ostatnich 12 miesiącach nadganiały podwyżki, które miały miejsce w pozostałych największych miastach w poprzednich kwartałach.

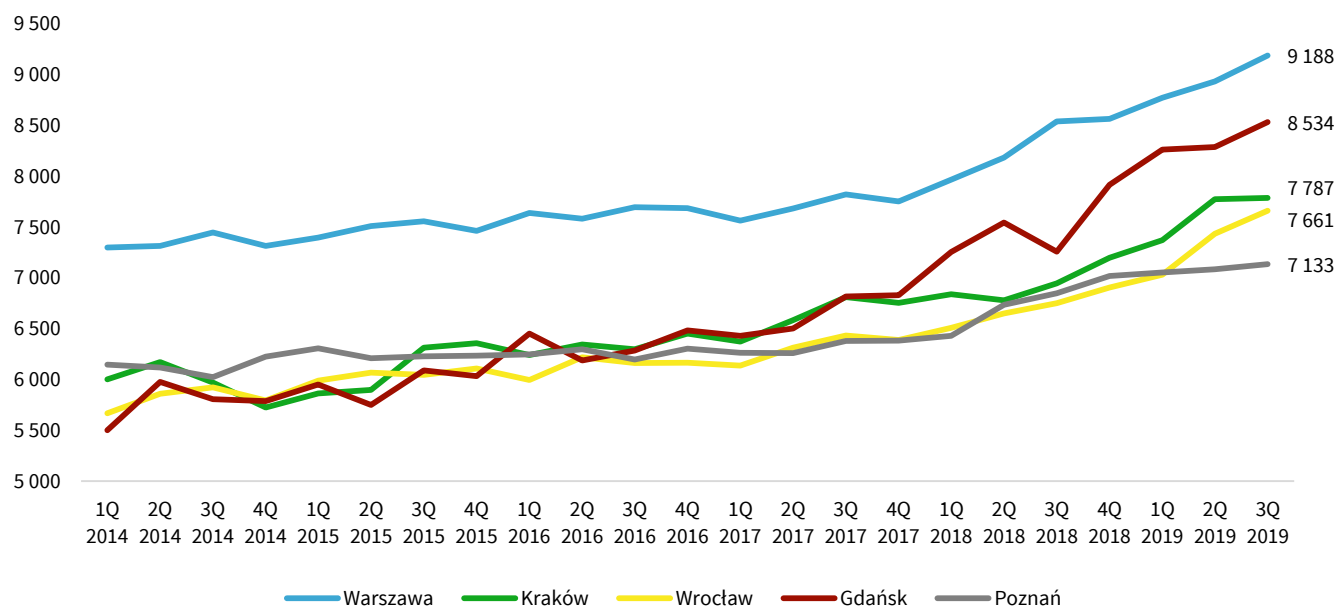
Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkań w największych miastach



W 3Q różnica pomiędzy cenami ofertowymi a transakcyjnymi najistotniejsza była w Gdańsku (9,9%) oraz Warszawie (7,5%). Sprzedający wywierają więc na tych dwóch rynkach najsilniejszą presję na wzrost cen, których kupujący jeszcze nie zaakceptowali.

Na pozostałych rynkach różnice pomiędzy cenami ofertowymi i transakcyjnymi wyniosły: 3,3% w Poznaniu, 3,1% we Wrocławiu i 2,9% w Krakowie.

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



Źródło: NBP

Otoczenie makroekonomiczne

Łagodne spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego i niepokojące dane o inflacji

Polska gospodarka zanotowała w 3Q 2019 r. wzrost PKB w wysokości 3,9% w porównaniu do 3Q 2018 r. Rozwój gospodarczy zwalnia (dla porównania w okresie 3Q 2017 r. – 3Q 2018 r. wzrost wyniósł 5,2%), jednak tempo wzrostu gospodarki jest nadal dobre. Bieżąca projekcja wzrostu PKB opracowywana przez NBP zakłada wzrost gospodarczy w wysokości 3,6% w 2020 r. i 3,3% w 2021 r. Hamowanie gospodarki jest więc spokojne i powinniśmy mówić raczej o normalizacji tempa rozwoju, które cały czas na tle pozostałych państw UE powinno być dobre.

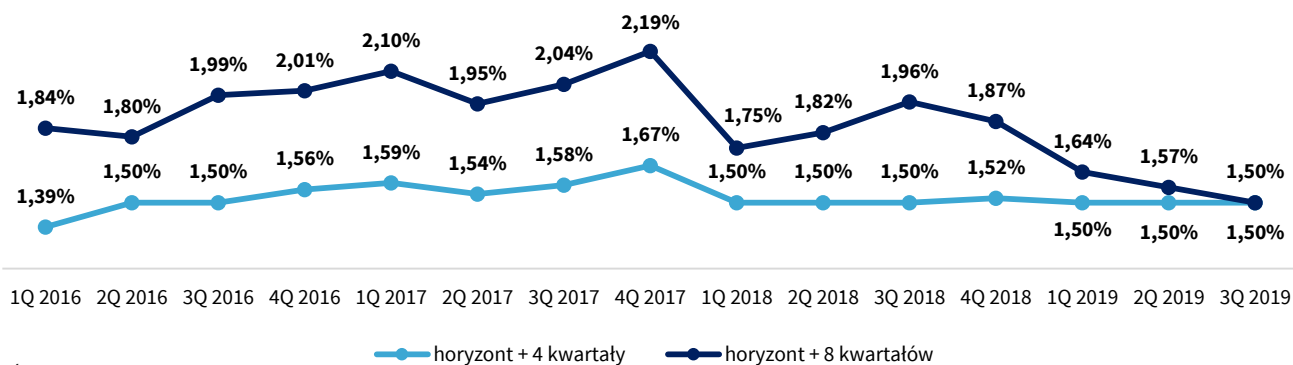
Najnowszy, tj. grudniowy odczyt inflacji wyniósł bardzo wysokie 3,4% r/r, w porównaniu do 2,6% r/r w listopadzie. Ekonomiści spodziewali się wzrostu inflacji jednak nie aż tak wysokiego. Większość analityków zakłada szczyt inflacji dopiero w najbliższych miesiącach, w których może ona wynieść nawet powyżej 4,0% r/r. Mimo to Prezes NBP tonuje oczekiwania inflacyjne i nie podziela zdania, iż inflacja może wzrosnąć i utrwalić się na poziomie powyżej 4,0%. Szef NBP dodał, że Rada Polityki Pieniężnej przewiduje przejściowy wzrost inflacji w 1-2Q

2020 r. i obniżenie się inflacji w drugiej jego połowie. Stopy procentowe zdaniem Prof. Glapińskiego pozostaną na obecnym poziomie do końca jego kadencji (2022 r.).

Średnia marża kredytu hipotecznego wzrosła z 2,03% na koniec 2Q 2019 r. do 2,09% na koniec 3Q 2019 r. Wartość udzielonych kredytów hipotecznych wyniosła w 3Q 2019 r. 16,9 mld PLN co oznacza wzrost o 2,61% w ujęciu kwartał do kwartału. Wartość kredytów udzielonych w 1-3Q 2019 r. wynosi już łącznie prawie 47 mld zł, w związku z czym już przebiła wartość kredytów udzielonych w całym 2017 r. na co kluczowy wpływ miało zwiększenie średniej wartości kredyt, który w 3Q był średnio 11,6% wyższy niż kredyt zaciągany w 2018 r.

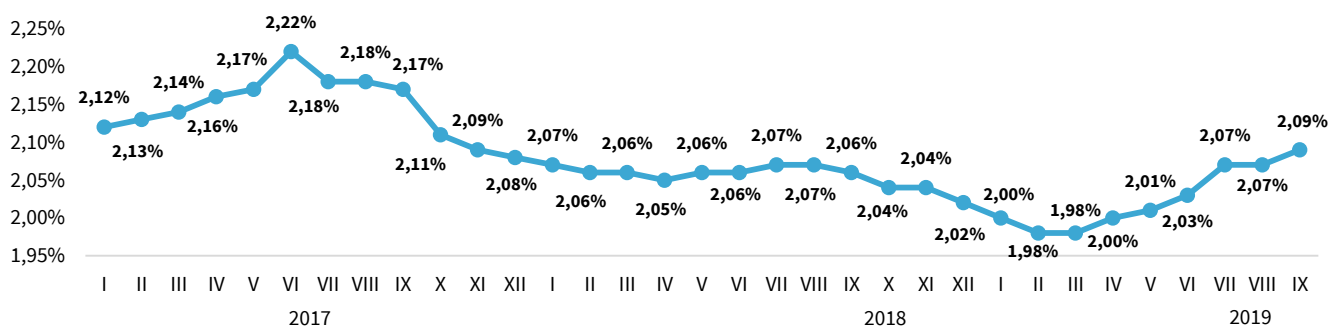
W grudniu Sąd Okręgowy w Gdańsku wystąpił nowe pytania do TSUE w sprawie kredytów frankowych dotyczące aneksów do umów kredytowych. Oczekiwanie na decyzję prawdopodobnie zawiesi sprawy dużej części frankowiczów, co częściowo oddała w czasie ryzyko dla sektora bankowego. W ostatnim sporze na odpowiedź TSUE czekano 1,5 roku.

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



Źródło: NBP

Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w okresie 2017 – 3Q 2019



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON SARFIN 3/2019

Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w okresie 2014 - 3Q 2019

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2014	36,824	0,96%	174 087	-1,57%	211,5	2,57%
2015	39,320	6,78%	181 325	4,16%	216,8	2,52%
2016	39,496	0,45%	178 409	-1,61%	221,4	2,09%
2017	44,574	12,86%	190 634	6,85%	233,8	5,62%
2018	53,852	20,81%	212 596	11,52%	253,3	8,33%
1Q 2019	13,596	-	50 600	-	268,7	-
2Q 2019	16,444	20,95%	59 321	17,24%	277,2	3,17%
3Q 2019	16,874	2,61%	59 707	0,65%	282,6	1,95%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 3/2019.

Spadek dynamiki wzrostu płacy realnej

Wg danych GUS szacowana stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w listopadzie 2019 r. 5,1%, co oznacza, że wskaźnik ten spadł przestrzeni ostatniego roku o 0,6 p.p. Stopa bezrobocia maleje regularnie od stycznia 2013 r., w którym wynosiła aż 14,2%. Październikowy odczyt ze względu na czynniki sezonowe był jeszcze niższy i wyniósł 5,0%.

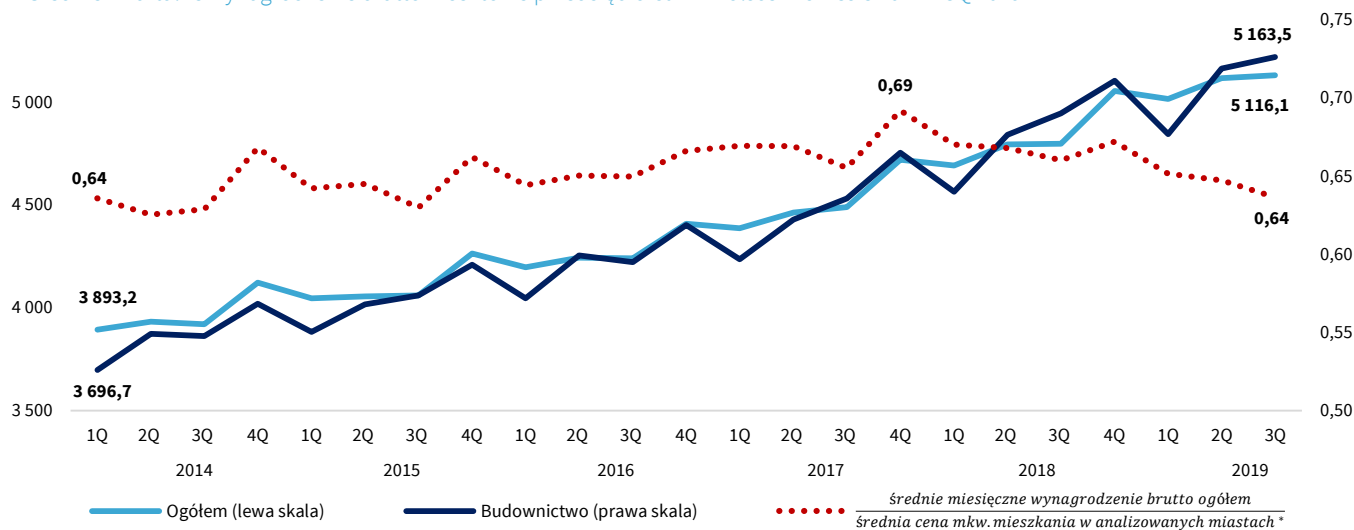
Spadkowi bezrobocia towarzyszy istotny wzrost płac nominalnych. W samym 3Q 2019 r. nastąpił relatywnie duży wzrost wynagrodzeń ogółem tj. o 6,93% r/r. Z najnowszych danych miesięcznych za październik i listopad wynika jednak, że dynamika wzrostu płac w ostatnim okresie zwolniła. Wzrost w ujęciu rok do roku wyniósł nominalnie 5,93% w październiku oraz 5,29% w listopadzie, przy czym inflacja wyniosła odpowiednio 2,5% oraz 2,6%.

W samej branży budowlanej wzrost zarobków wyraźnie zwolnił i wyniósł 5,54% r/r. Był więc wolniejszy zarówno od wzrostu wynagrodzeń ogółem, jak i od wzrostu wynagrodzeń w branży budowlanej w analogicznym okresie roku poprzedniego (w okresie 3Q 2017 - 3Q 2018 r. wzrost wyniósł 9,13% r/r).

Przeciętny wzrost cen mieszkań na przestrzeni ostatnich 7 kwartałów jest wyższy niż wzrost płac ogółem. Na koniec 4Q 2017 r. za jedną średnią płacę można było nabyć przeciętnie 0,69 mkw. mieszkania w największych polskich aglomeracjach, przy czym na koniec 3Q 2019 r. było to już 0,64 mkw. Nie należy jednak wyciągać pochopnych wniosków o barce na rynku mieszkaniowym, gdyż w latach 2007-2008 wskaźnik ten znajdował się regularnie poniżej wartości 0,50, osiągając minimum w 2Q 2007 r. na poziomie 0,40. Od tych poziomów polski rynek mieszkaniowy pozostaje bardzo daleki.

W 2020 r. nastąpi istotny wzrost płacy minimalnej z 2 250 PLN w 2019 r. do 2 600 PLN, a propozycja partii rządzącej zakłada wzrost do 4 000 zł do 2023 r. Tak duży wzrost płacy minimalnej prawdopodobnie przełoży się na istotny wzrost zarobków ogółem w kolejnych latach. Z jednej strony spowoduje to wzrost kosztów wykonawstwa dla deweloperów, jednak z drugiej wzrośnie siła nabywcza i zdolność kredytowa gospodarstw domowych, co w długim okresie powinno przełożyć się zarówno na popyt na nowe mieszkania, jak i wzrost ich cen.

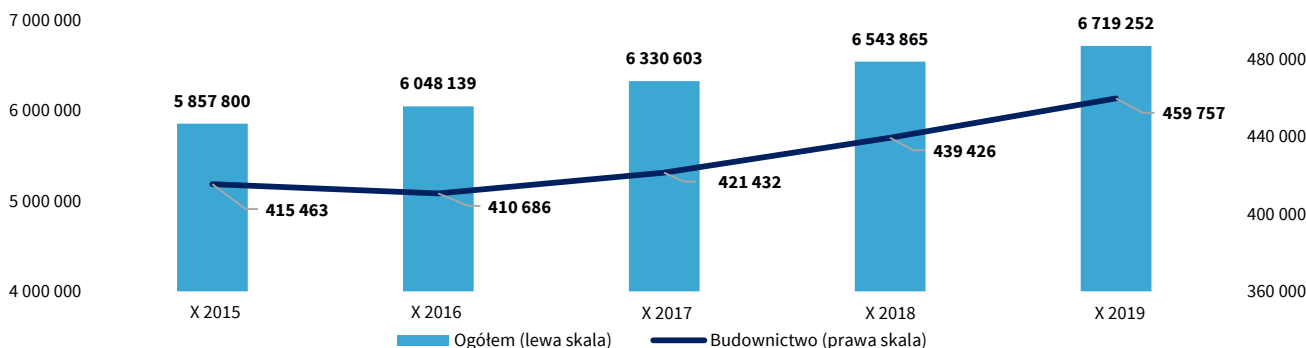
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2014 – 3Q 2019



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

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Wysoka aktywność Develii na rynku gruntów w 4Q 2019 r.

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

W 2019 r. odnotowaliśmy łącznie 16 transakcji zakupów gruntów, dla których deweloperzy podali cenę oraz szacunki odnośnie zabudowy, w tym najwięcej, bo aż 8 transakcji miało miejsce we Wrocławiu. W samym 4Q 2019 r. odnotowaliśmy łącznie 8 transakcji.

W ostatnim kwartale wysoką aktywnością na rynku gruntów wykazała się w szczególności Develia, która dokonała największej zaraportowanej transakcji roku kupując grunt o wielkości 7,65 ha na warszawskiej Pradze Południe za 133 mln zł (ok. 1900 zł/PUM). Spółka zamierza wybudować na nim ok. 1 260 mieszkań, których sprzedaż ma się rozpocząć w 1Q 2021 r. Spółka kupiła również grunt pod budowę 150 mieszkań na Pradze Północ za 21,2 mln zł, działkę pod budowę 160 mieszkań w Gdańskiej Letnicy za 10 mln zł oraz grunt pod budowę 90 mieszkań na krakowskim Bieżanowie-Prokocimiu za 2,5 mln zł. Tak wysoka aktywność Develii na rynku gruntów jest zapewne pochodną podpisania umów na sprzedaż 3 biurów co powinno uwolnić łącznie ok. 550 mln zł środków pieniężnych.

Bardzo duży grunt w poznańskiej dzielnicy Grunwald, zakupił Archicom. Na 8,6 ha działkę kupioną za 46 mln zł spółka planuje budowę ok. 1 300 lokali. Działkę w Poznaniu pod budowę 220 mieszkań za cenę 9 mln zł kupił również Vantage Development. Dwóch dużych transakcji dokonano również na rynku Wrocławskim. Lokum Deweloper za 25 mln zł nabył grunt o powierzchni 1,92 ha pod ok. 350 mieszkań w dzielnicy Sołtysowice. Dwa razy mniejszy grunt za cenę 23,8 mln zł na Wrocławskim Starym Mieście nabył Archicom. Planuje na nim

budowę ok. 320 mieszkań. Zakup nieruchomości został częściowo sfinansowany nowo wyemitowanymi obligacjami.

O zakupach nowych gruntów w 3 kwartale 2019 r. poinformował Atal. Za trzy grunty tj. działki we Wrocławiu Krzykach, Gdańsku Oruni oraz Gdyni Obłuzu pozwalających na wybudowanie łącznie 21,8 tys. mkw. PUM (ok. 400 mieszkań) deweloper zapłacił łącznie 13,2 mln zł co daje średnio 605 zł/PUM.

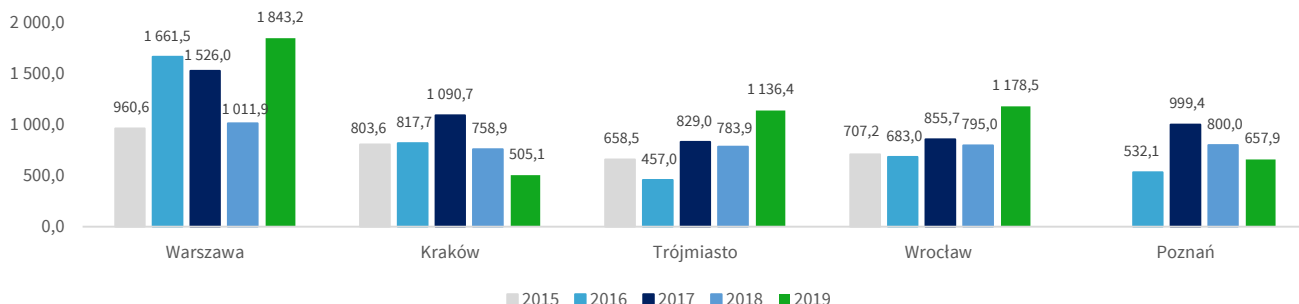
Zaraportowane średnie ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach¹

	2015	2016	2017	2018	2019
Kraków	803,6	817,7	1090,7	758,9	505,1
Archicom		797,2	776,5		
Develia (dawniej LCC)				758,9	505,1
Lokum Deweloper	803,6	1 071,0			
Murapol		631,1	1 153,2		
Poznań		532,1	999,4	800,0	657,9
Archicom				800,0	643,4
Murapol		459,4	999,4		
Ronson		575,8			
Vantage					743,8
Warszawa	960,6	1 661,5	1 526,0	1 011,9	1 843,2
Dom Development		3 236,4	2 486,3		
Develia (dawniej LCC)	1 195,1				1 988,4
J.W.Construction					1 016,5
Marvipol				2 295,5	
Murapol		2 177,1	1 541,3	814,0	
Robyg	880,8	853,3	853,1	828,3	
Ronson				931,8	1 737,1
Wrocław	707,2	683,0	855,7	795,0	1 178,5
Archicom	660,2	646,0	947,3	884,2	1 392,1
i2 Development	673,4	954,3	942,3	712,7	
Develia (dawniej LCC)				761,3	
Lokum Deweloper		756,9			962,6
Murapol		672,7	716,2	631,9	
Vantage	909,1		767,7	1 115,4	854,5
Trójmiasto	658,5	457,0	829,0	783,9	1 136,4
Archicom			927,3	757,6	
Develia (dawniej LCC)					1 136,4
J.W.Construction			621,2		
JHM Development				695,3	
Marvipol			916,7		
Murapol		628,6	963,7		
Robyg	658,5	434,8		845,5	
Średnia	834,6	827,9	1 135,7	907,7	1 237,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

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

Zaraportowane ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach¹



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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

Rynek gruntów

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2015 – 2019 we Wrocławiu oraz w Warszawie

Deweloper	Data	Dzielnica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM ¹	Cena netto/PUM ¹
WROCŁAW						
2015						
Vantage	2Q 2015	Krzyki	14 500 000	290	15 950	909
Archicom	1H 2015	Śródmieście	5 100 000	124	6 820	748
Archicom	1H 2015	Śródmieście	14 000 000	251	13 805	1 014
Archicom	1H 2015	Krzyki	9 600 000	387	21 285	451
Archicom	1H 2015	Krzyki	6 000 000	190	10 450	574
Archicom	1H 2015	Psie Pole	3 500 000	100	5 500	636
i2 Development	3Q 2015	Krzyki	10 000 000	270	14 850	673
SUMA			62 700 000	1 612	88 660	707
2016						
Archicom	1Q 2016	Psie Pole	11 850 000	550	30 250	392
i2 Development	2Q 2016	Fabryczna	9 700 000	185	10 165	954
Lokum Deweloper	2Q 2016	Śródmieście	13 400 000	283	13 200	1 015
Archicom	1H 2016	Psie Pole	18 000 000	525	28 875	623
Archicom	1H 2016	Krzyki	19 000 000	550	30 250	628
Archicom	1H 2016	Śródmieście	36 300 000	1 000	55 000	660
Archicom	1H 2016	Krzyki	26 600 000	520	28 600	930
Lokum Deweloper	3Q 2016	Krzyki	25 200 000	739	37 800	667
Murapol	4Q 2016	Krzyki	8 222 550	304	12 223	673
SUMA			168 272 550	4 656	246 363	683
2017						
i2 Development	2Q 2017	Śródmieście	1 118 000	50	2 750	407
Murapol	2Q 2017	Krzyki	6 400 000	280	11 272	568
Murapol	2Q 2017	Stare Miasto	4 500 000	106	4 905	917
Archicom	3Q 2017	Fabryczna	27 500 000	700	38 500	714
Archicom	3Q 2017	Krzyki	47 530 000	740	40 700	1 168
i2 Development	3Q 2017	Krzyki	16 050 000	500	20 000	803
Murapol	3Q 2017	Krzyki	7 723 577	350	14 400	536
Murapol	3Q 2017	Krzyki	23 300 000	715	26 846	868
i2 Development	4Q 2017	Fabryczna	25 000 000	400	22 000	1 136
Murapol	4Q 2017	Krzyki	13 000 000	426	19 261	675
Vantage	4Q 2017	Krzyki	3 800 000	90	4 950	768
SUMA			175 921 577	4 357	205 584	856
2018						
Archicom	1Q 2018	Fabryczna	3 333 000	90	4 950	673
Archicom	1Q 2018	Psie Pole	18 550 000	360	19 800	937
i2 Development	2Q 2018	Fabryczna	6 900 000	280	15 400	448
i2 Development	2Q 2018	Krzyki	12 700 000	220	12 100	1 050
Murapol	2Q 2018	Krzyki	8 100 000	350	14 800	547
Murapol	3Q 2018	Krzyki	6 000 000	280	11 800	508
Vantage	3Q 2018	Fabryczna	18 000 000	254	13 970	1 288
Vantage	4Q 2018	Iwiny	2 000 000	72	3 960	505
Develia (d. LC Corp)	4Q 2018	Ottaszyn	8 500 000	203	11 165	761
Murapol	4Q 2018	Krzyki	6 500 000	120	6 000	1 083
SUMA			90 583 000	2 229	113 945	795
2019						
Archicom	1Q 2019	bd	2 700 000	75	4 125	655
Vantage	1Q 2019	Jagodno	7 050 000,0	150	8 250	855
Lokum Deweloper	2Q 2019	Zakrzów	20 000 000	500	27 500	727
Archicom	2Q 2019	Kępa Mieszczańska	40 474 319	370	21 450	1 887
Archicom	2Q 2019	Krzyki	13 000 000	240	13 200	985
Archicom	3Q 2019	bd	3 250 000	62	3 410	953
Archicom	4Q 2019	Stare Miasto	23 800 000,0	320	17 600	1 352
Lokum Deweloper	4Q 2019	Sołtysowice	25 000 000,0	350	19 250	1 299
SUMA			135 274 319	2 087	114 785	1 179
WARSZAWA						
2015						
Robyg	2Q 2015	Bemowo	72 600 000	1 600	88 000	825
Robyg	3Q 2015	Ursus	30 500 000	980	53 900	566
Develia (d. LC Corp)	3Q 2015	Wola	76 250 000	1 160	63 800	1 195
Robyg	4Q 2015	Wilanów	52 200 000	650	35 750	1 460
Robyg	4Q 2015	Praga Południe	9 900 000	180	9 900	1 000
SUMA			241 450 000	4 570	251 350	961
2016						
Robyg	1Q 2016	Praga Południe	16 000 000	260	14 300	1 119
Robyg	2Q 2016	Mokotów	13 599 810	300	16 500	824
Robyg	2Q 2016	Wola	46 000 000	800	44 000	1 045
Robyg	2Q 2016	Ursynów	7 000 000	400	22 000	318
Dom Development	2Q 2016	Mokotów	133 500 000	750	41 250	3 236
Murapol	3Q 2016	Służewiec	56 000 000	488	25 722	2 177
SUMA			272 099 810	2 998	163 772	1 661
2017						
Robyg	1Q 2017	Białołęka	25 800 000	700	38 500	670
Murapol	1Q 2017	Ursus	11 000 000	291	11 000	1 000
Murapol	1Q 2017	Wola	15 100 000	166	7 930	1 904
Robyg	2Q 2017	Wilanów	17 700 000	250	13 750	1 287
Robyg	2Q 2017	Włochy	48 000 000	1 000	55 000	873
Murapol	3Q 2017	Ursus	45 773 800	569	31 400	1 458
Dom Development	3Q 2017	Żoliborz	184 606 000	1 350	74 250	2 486
Murapol	4Q 2017	Praga Południe	16 283 224	144	6 868	2 371
SUMA			364 263 024	4 470	238 698	1 526
2018						
Ronson	1Q 2018	Ursus	82 000 000	1 600	88 000	932
Murapol	1Q 2018	Ursus	30 000 000	766	33 100	906
Murapol	1Q 2018	Białołęka	16 000 000	504	23 411	683
Robyg	1Q 2018	Ursus	82 000 000	1 800	99 000	828
Marvipol	3Q 2018	Praga Północ	10 800 000	70	3 500	3 086
Marvipol	4Q 2018	Mokotów	54 300 000	452	24 500	2 184
SUMA			275 100 000	5 192	271 511	1 012
2019						
J.W.Construction	1Q 2019	Białołęka	12 695 000	227	12 500	1 016
Ronson	1Q 2019	Wilanów	15 000 000	157	8 635	1 737
Develia (d. LC Corp)	4Q 2019	Praga Południe	133 000 000	1 260	69 300	1 919
Develia (d. LC Corp)	4Q 2019	Praga Północ	21 200 000	150	8 250	2 570
SUMA			181 895 000	1 794	98 685	1 843

Rynek gruntów

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2015 –2019 w Trójmieście, Krakowie oraz Poznaniu

Deweloper	Data	Dzielnica/Ulica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM ¹	Cena netto/PUM ¹
TRÓJMIASTO						
2015						
Robyg	1Q 2015	Wrzeszcz	12 500 000	300	16 500	758
Robyg	2Q 2015	Zaspa	12 900 000	530	29 150	443
Robyg	3Q 2015	Wrzeszcz	44 500 000	1 100	60 500	736
	SUMA		69 900 000	1 930	106 150	659
2016						
Robyg	2Q 2016	Letnica	53 390 960	2 500	137 500	388
Murapol	3Q 2016	Jasień	6 254 000	230	8 500	736
Murapol	3Q 2016	Osowa	11 661 600	404	20 000	583
Robyg	4Q 2016	Śródmieście	42 255 000	1 500	82 500	512
	SUMA		113 561 560	4 634	248 500	457
2017						
Murapol	1Q 2017	Wrzeszcz	11 900 000	158	8 670	1 373
Murapol	1Q 2017	Oksywie, Gdynia	25 750 000	627	30 400	847
J.W.Construction	2Q 2017	Letnica	20 500 000	530	33 000	621
Marvipol	3Q 2017	Zaspa	11 000 000	350	12 000	917
Archicom	4Q 2017	Chylonia, Gdynia	5 100 000	100	5 500	927
	SUMA		74 250 000	1 765	89 570	829
2018						
Archicom	1Q 2018	Oksywie, Gdynia	2 500 000	60	3 300	758
Robyg	1Q 2018	Wrzeszcz	18 600 000	400	22 000	845
JHM Development	4Q 2018	Łostowice	8 084 000	260	14 300	695
	SUMA		29 184 000	720	39 600	784
2019						
Develia (d. LC Corp)	4Q 2019	Letnica	10 000 000	160	8 800	1 136
	SUMA		10 000 000	160	8 800	1 136
KRAKÓW						
2015						
Lokum Deweloper	3Q 2015	Podgórze	44 200 000	964	55 000	804
	SUMA		44 200 000	964	55 000	804
2016						
Lokum Deweloper	1Q 2016	Podgórze	33 200 000	576	31 000	1 071
Archicom	1H 2016	Podgórze	5 700 000	130	7 150	797
Murapol	4Q 2016	Podgórze	26 067 200	813	41 302	631
	SUMA		64 967 200	1 519	79 452	818
2017						
Archicom	1Q 2017	Podgórze	3 630 000	85	4 675	776
Murapol	3Q 2017	Krowdrza	27 100 000	530	23 500	1 153
	SUMA		30 730 000	615	28 175	1 091
2018						
Develia (d. LC Corp)	4Q 2018	Czyżyny	48 000 000	1 150	63 250	759
	SUMA		48 000 000	1 150	63 250	759
2019						
Develia (d. LC Corp)	4Q 2019	Bieżanów-Prokocim	2 500 000,0	90	4 950	505
	SUMA		2 500 000	90	4 950	505
POZNAŃ						
2016						
Ronson	3Q 2016	Grunwald	9 500 000	300	16 500	576
Murapol	4Q 2016	Nowe Miasto	4 550 000	189	9 904	459
	SUMA		14 050 000	489	26 404	532
2017						
Murapol	1Q 2017	Nowe Miasto	36 000 000	711	35 000	1 029
Murapol	4Q 2017	Nowe Miasto	14 250 000	352	15 281	933
	SUMA		50 250 000	1 063	50 281	999
2018						
Archicom	4Q 2018	Śródka	8 800 000	200	11 000	800
	SUMA		8 800 000	200	11 000	800
2019						
Archicom	4Q 2019	Grundwald	46 000 000,0	1 300	71 500	643
Vantage	4Q 2019	bd	9 000 000,0	220	12 100	744
	SUMA		55 000 000	1 520	83 600	658

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

Wartość PUM podana przez spółkę

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitentów

Pod koniec 2019 roku rynek obiegła informacja o powrocie do rządowych prac nad przepisami dotyczącymi REITów, czyli spółek rynku wynajmu nieruchomości. Zgodnie z dotychczasowymi zapowiedziami Ministerstwa Rozwoju, harmonogram prac nad przepisami powinien ujrzeć światło dzienne jeszcze na początku 2020 roku.

Dyskusja na temat wprowadzenia REITów do polskiego porządku prawnego rozgorzała w dniu 25 września 2018 roku, kiedy to Ministerstwo Finansów złożyło w Sejmie projekt ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości (Druk nr 2855). Sama idea utworzenia tego typu spółek spotkała się z dużym entuzjazmem branży nieruchomościowej, jednak ze względu na zmiany koncepcyjne prac nad ustawą, które ograniczyły możliwości inwestowania REIT-ów jedynie do nieruchomości mieszkaniowych oraz negatywną opinię Narodowego Banku Polskiego co do samej ustawy, prace legislacyjne ustały na przeszło ponad rok, dlatego też ostatnie doniesienia medialne o powrocie do prac legislacyjnych nad ustawą śledzą z zapartym tchem nie tylko prawnicy, ale przede wszystkim sami inwestorzy.

REIT czyli co?

Na wstępie warto przypomnieć czym w zasadzie jest REIT. REIT (ang. Real Estate Investment Trust) jest to podmiot, którego głównym celem jest inwestowanie w nieruchomości. Instytucja ta wywodzi się z rynku amerykańskiego, jednak od wielu lat z powodzeniem funkcjonuje w krajach starego kontynentu. REIT-y, co do zasady, kupują gotowe i skomercjalizowane inwestycje, po to by czerpać zyski z ich wynajmu. Powstały w ten sposób zysk REIT-u jest wypłacany akcjonariuszom w formie dywidendy, co daje poczucie stabilnego i długoterminowego zwrotu zainwestowanego kapitału. Inwestor, co do zasady, nie zarabia bowiem na wahaniami kursu giełdowego, jak to ma miejsce w innych spółkach giełdowych, a właśnie na corocznej dywidendzie, która dzięki długoterminowym umowom najmu jest możliwa do przewidzenia na wiele lat.

Otoczenie prawno-podatkowe REITów

Przypomnijmy, że według założeń legislacyjnych ostatniego projektu ustawy z 2018 roku, firmą inwestującą w najem nieruchomości ma być spółka akcyjna, której przedmiotem przeważającej działalności jest najem nieruchomości mieszkaniowych położonych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, w tym za pośrednictwem spółek zależnych, oraz która spełnia łącznie następujące warunki:

- 1) posiada siedzibę i zarząd na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej;
- 2) akcje spółki zostały dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań;
- 3) została utworzona na czas nieoznaczony;
- 4) kapitał zakładowy spółki wynosi co najmniej 50 mln PLN;
- 5) wszystkie akcje spółki są na okaziciela;
- 6) spółka nie emituje akcji uprzywilejowanych;
- 7) statut spółki określa zasady strategii gospodarczej tej spółki oraz spółek zależnych, w szczególności rodzaj nieruchomości, których najem będzie przedmiotem działalności tych spółek, oraz kryteria doboru takich nieruchomości;
- 8) jest wpisana do rejestru firm inwestujących w najem nieruchomości, o którym mowa w ustawie.

Z kolei, spółką zależną, w rozumieniu ustawy, miałyby być spółka akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółka komandytowo-akcyjna, która spełnia łącznie m.in. następujące warunki:

- 1) co najmniej 95% udziału w jej kapitale zakładowym posiada firma inwestująca w najem nieruchomości;
- 2) co najmniej 80% wartości bilansowej aktywów stanowią nieruchomości mieszkalne stanowiące jej własność;
- 3) co najmniej 90% przychodów stanowią przychody z tytułu najmu nieruchomości mieszkalnych stanowiących własność spółki lub z odpłatnego zbycia nieruchomości mieszkalnych, które były przed ich zbyciem wynajmowane przez spółkę co najmniej przez rok;
- 4) wartość nominalna zobowiązań wynikających z finansowania dłużnego, w tym z tytułu zaciągniętych kredytów, pożyczek lub emisji obligacji, nie przekracza 50% wartości bilansowej aktywów;

Wśród oczekiwanych korzyści inwestowania w REIT znajduje się założenie preferencyjnego opodatkowania dochodów osiąganych z REIT zarówno na poziomie spółek, jak i samych inwestorów. Projekt ustawy przewiduje eliminację podwójnego opodatkowania dochodów i przychodów związanych z najmem nieruchomości - na poziomie REIT będącego właścicielem takiej spółki.

Projektowane regulacje podatkowe polegałyby przede wszystkim na:

- 1) odroczeniu obowiązku podatkowego z tytułu uzyskiwanych przez REIT dochodów z najmu nieruchomości mieszkalnych, ze zbycia takich nieruchomości, ze zbycia udziałów (akcji) spółek zależnych od REIT oraz z dywidend i innych przychodów z udziału w zyskach spółek zależnych od REIT – do czasu wydatkowania ich równowartości na wypłatę dywidendy na rzecz inwestorów (akcjonariuszy);
- 2) przy określaniu dochodu REIT nie byłyby uwzględniane w kosztach uzyskania przychodów odpisy amortyzacyjne dokonywane od wartości początkowej wynajmowanych nieruchomości mieszkalnych. W konsekwencji, wykazywany przez REIT dochód i podstawa opodatkowania byłyby znacząco wyższe, niż w przypadku podmiotów opodatkowanych CIT, określających swój dochód zgodnie z ogólnymi zasadami. Celem skorygowania tej różnicy i utrzymania obciążenia REIT podatkiem CIT w podobnej wysokości, jak w przypadku podmiotów określających swoje dochody przy uwzględnieniu w kosztach podatkowych odpisów amortyzacyjnych, zaproponowana w projekcie została niższa nominalnie stawka podatku wynosząca 8,5% uzyskanego przez REIT dochodu.

Ponadto, zainteresowanie inwestorów wzbudza fakt, że opodatkowanie dochodów (przychodów) osiąganych z inwestycji w REIT (dywidendy, zaliczki na dywidendy) miałyby podlegać zwolnieniu z opodatkowania podatkiem dochodowym, zarówno w przypadku inwestorów będących podatnikami CIT, jak i PIT.

Czy rynek mieszkaniowy w Polsce jest gotowy na REIT?

W systemach prawnych, w których formuła REIT funkcjonuje z powodzeniem od kilkudziesięciu lat, doszło do wyodrębnienia nawet kilkudziesięciu rodzajów REITów. Spotkamy się z REITami inwestującymi w nieruchomości biurowe, magazynowe, mieszkaniowe czy nieruchomości typu retail. W niektórych systemach prawnych REITy wyspecjalizowały się nawet w inwestowaniu w nieruchomości związane ze służbą zdrowia czy też domy seniora.

Początkowym założeniem inicjatywy ustawodawczej dotyczącej polskich REITów, było stworzenie takiego wehikulu prawnego, którego przedmiotem inwestycji miały być wyłącznie nieruchomości komercyjne, jednakże po konsultacjach z przedstawicielami branży nieruchomościowej, rozszerzono zakres działalności REITów również na nieruchomości mieszkaniowe. Zmiana ta spotkała się z dużą aprobatą na rynku, a to głównie ze względu na rosnące od kilku lat zainteresowanie zagranicznych inwestorów instytucjonalnych zakupem całych budynków z myślą o przeznaczeniu mieszkań na wynajem. W ostatnim czasie odnotowano także duży wzrost zainteresowania nową kategorią na rynku nieruchomości mieszkaniowych, jaką są prywatne domy studenckie, które oferują szczególnie atrakcyjne możliwości inwestycyjne dla inwestorów instytucjonalnych.

Dość tutaj wspomnieć o kilku pionierskich transakcjach, które miały miejsce w roku 2019 m.in. sprzedaż przez Golub GetHouse 170-metrowej wieży mieszkalnej, której budowa planowana jest na działce położonej przy ul. Grzybowskiej 59 w Warszawie na rzecz grupy LRC; rozwój Resi4Rent – pierwszej w Polsce platformy mieszkań na wynajem, której jednym z udziałowców jest czołowy gracz na rynku nieruchomości - spółka Echo Investment, a także nabycie StudentDepot - największej w Polsce sieci prywatnych akademików przez japońskiego inwestora - Kajima Student Housing Limited od Oaktree Capital Management.

Ekspert zauważają, że instytucjonalny sektor najmu powierzchni mieszkaniowych będzie rósł znacząco w kolejnych latach. W jego dalszym rozwoju pomogłoby niewątpliwie planowane już od jakiegoś czasu wprowadzenie formuły REIT.

Podsumowanie

Przykłady krajów z istniejącymi regulacjami dotyczącymi REIT dają podstawę do przewidywania, że nowe preferencyjne formy inwestowania w rynek nieruchomości wpłyną pozytywnie na wzmocnienie pozycji oraz atrakcyjności polskiego rynku poprzez większą konkurencję wśród inwestorów oraz wzrost przeciętnych cen nieruchomości. Wprowadzenie na polski grunt spółek typu REIT z całą pewnością wzmocni krajowy rynek nieruchomości, którego dużym problemem jest obecnie dominacja inwestorów zagranicznych i marginalne zaangażowanie kapitału krajowego.

Z uwagi na wymóg notowania akcji spółek typu REIT na rynku regulowanym, rozwój sektora nieruchomości komercyjnych i mieszkaniowych wpłynie także pozytywnie na zwiększenie obrotów Giełdy Papierów Wartościowych. Otoczenie prawno-podatkowe REITów – w tym coroczna wypłata dywidendy oraz preferencyjne opodatkowanie dochodów może sprawić, że staną się one atrakcyjną formą inwestowania w nieruchomości nie tylko dla inwestorów indywidualnych ale również instytucjonalnych.

Pomysł wprowadzenia REITów zarówno w formule inwestującej w rynek nieruchomości komercyjnych jak i mieszkaniowych,

należy ogólnie uznać jako krok w dobrą stronę. Wiele projektowanych zapisów wymaga jeszcze zmian oraz

uzupełnienia, a przede wszystkim dalszych konsultacji społecznych, w szczególności z przedstawicielami rynku nieruchomości, bowiem po wejściu w życie nowych przepisów to właśnie te podmioty będą musiały zorganizować swoją działalność w sposób uregulowany w ustawie, a wszelkie ograniczenia, limity lub niepotrzebne obostrzenia mogą skutkować niepowodzeniem rozwoju tego sektora w Polsce.

Sprzedaż lokali

Kolejny dobry rok w wykonaniu deweloperów mieszkaniowych

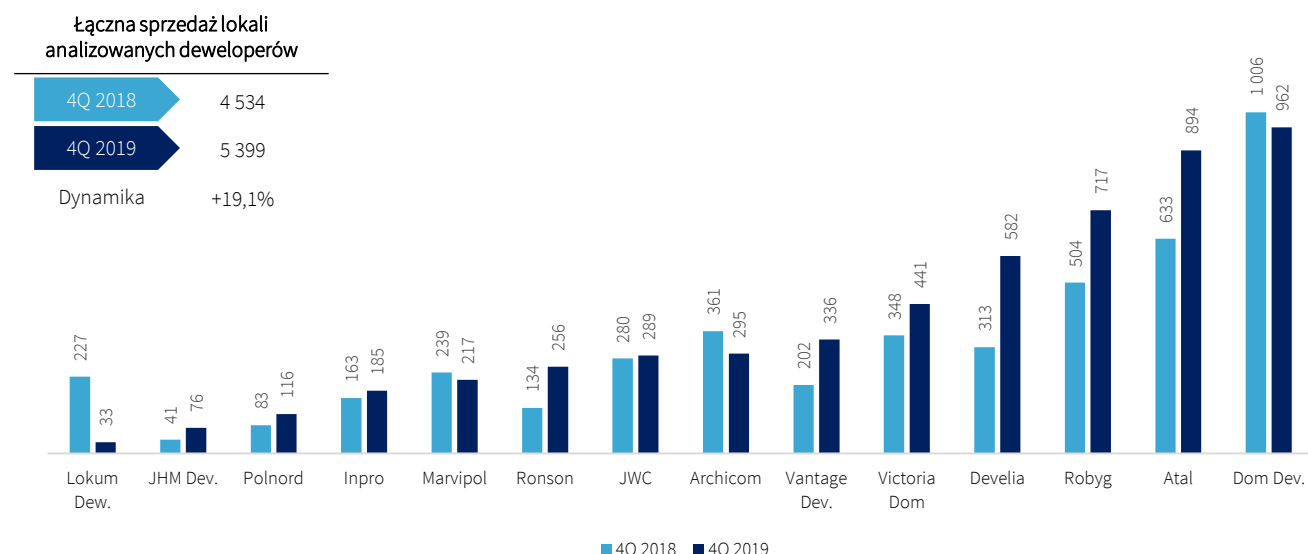
W ostatnim kwartale ubiegłego roku analizowani w naszym raporcie deweloperzy zdążyli sprzedać **5 399 lokali** wobec 4 534 jednostek w 4Q 2018 r., co oznacza 19,1% wzrost r/r. Porównując ze sobą roczne dane odnośnie kontraktacji, okazuje się, że sprzedaż osiągnięta w 2019 r. na poziomie **19 353** była o 0,2% wyższa od kontraktacji osiągniętej w 2018 r., w której deweloperzy znaleźli nabywców na 19 311 lokali.

Sprzedaż osiągnięta w 2019 r. jest dla nas potwierdzeniem utrzymującego się wysokiego popytu wśród kupujących. Dodatkowo należy zaznaczyć, że 1Q 2019 r. był czasem, w którym zdecydowana większość podmiotów z branży miała problem z uzupełnieniem swojej oferty na skutek przedłużających się decyzji administracyjnych, co istotnie wpłynęło na niski poziom sprzedanych lokali w pierwszych trzech miesiącach ubiegłego roku.

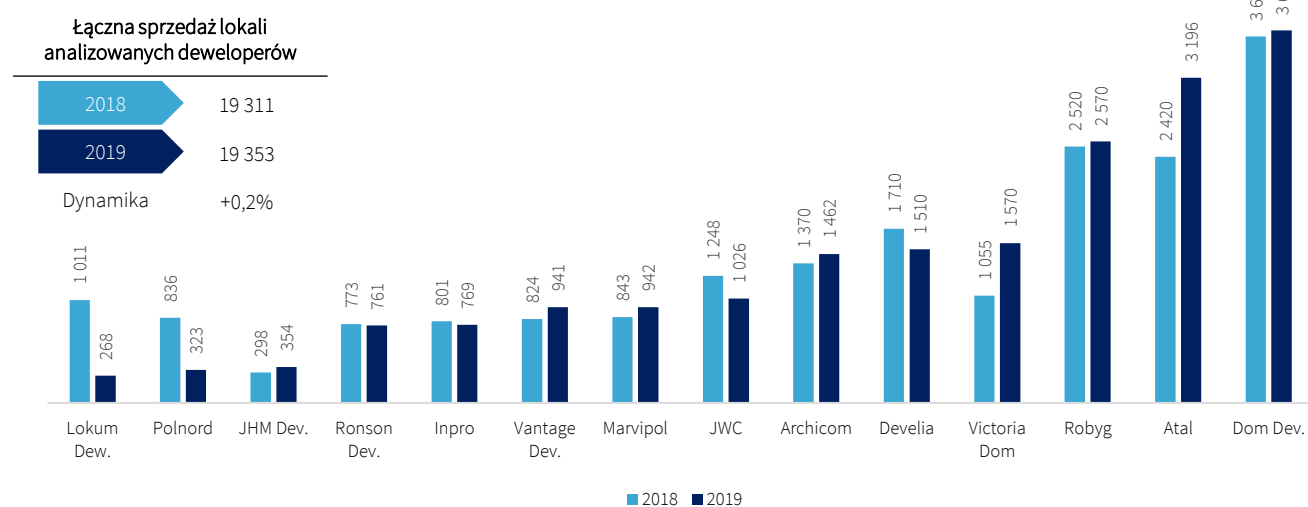
Jesteśmy zdania, że w 1Q bieżącego roku będziemy świadkami dalszego utrzymywania się stabilnego popytu na nowe mieszkania. Na rynku wciąż występuje deficyt lokali, który jest najbardziej widoczny w największych miastach Polski. Przy historycznie niskim bezrobociu i istotnym wzroście zarobków popyt powinien utrzymywać się ze strony nabywców na własny użytek. Rosnąca inflacja i niski poziom stóp procentowych mogą natomiast stymulować zainteresowanie zakupem nowych mieszkań po stronie inwestorów kupujących na wynajem.

Szätzmy, że w 2020 r. deweloperzy mogą zwiększyć wolumen sprzedaży w porównaniu do ubiegłorocznego odczytu. Należy jednak pamiętać, że część analizowanych przez nas podmiotów może poprzez podwyższanie cen zwalniać tempo kontraktacji, aby jak najefektywniej wykorzystywać swoją ofertę w celu maksymalizacji rentowności prowadzonych projektów.

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



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



¹Z wyłączeniem i2 Development, które do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowało poziomu sprzedaży oraz rozpoznai w 4Q 2019 r.

²Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Sprzedaż lokali

Dom Development liderem sprzedaży

W 4Q 2019 r. najwięcej lokali zakontraktował **Dom Development**, który w ostatnim kwartale roku znalazł nabywców na 962 mieszkania. Tym samym deweloper w ubiegłym roku sprzedał 3 661 mieszkań wobec 3 602 rok wcześniej (+1,6% r/r) i kolejny raz z rzędu zrealizował swój cel sprzedażowy. W naszej ocenie na uwagę zasługuje tempo wzrostu skali działalności Grupy na terenie Trójmiasta. Na koniec września 2019 r. w ofercie Dom Development znajdowały się 494 lokale w Trójmieście (+26,3% r/r) i zgodnie z zapowiedziami Zarządu liczba ta w kolejnych miesiącach miała dynamicznie wzrosnąć. Jesteśmy zdania, że w ubiegłoroczne wyniki potwierdziły, że akwizycja Eurostyl była bardzo dobrym ruchem. Spodziewamy się, że sprzedaż lokali z projektów realizowanych na terenie Trójmiasta będzie z roku na rok zwiększać swój udział w przychodach Dom Development.

Na drugim miejscu podium pod względem osiągniętego w 2019 r. wolumenu sprzedaży uplasował się **Atal**, który zakontraktował 3 196 mieszkań, co oznacza 32,1% wzrost w porównaniu z 2018 r. Deweloper bez problemu zrealizował pierwotny (2 500 lokali), jak i zaktualizowany cel sprzedażowy (3 000 lokali). Atal informował, że w kolejnych latach planuje zakontraktować ok. 3 000 mieszkań. Biorąc pod uwagę bogaty bank ziemi oraz historyczną dynamikę sprzedaży, plany dewelopera wydają nam się jak najbardziej realne.

Ostatni kwartał ubiegłego roku był bardzo udany w przypadku **Grupy Robyg**, która sprzedała w tym czasie 717 lokali, o 42,3% więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Tym samym deweloper w całym 2019 r. znalazł nabywców na 2 570 lokali i zrealizował zrewidowany cel sprzedażowy w wysokości 2 300 jednostek (bazowy cel wynosił 2 700 mieszkań).

Największy procentowy wzrost sprzedaży lokali w 2019 r. w ujęciu r/r odnotowała **Victoria Dom**, która zakontraktowała 1 570 mieszkań wobec 1 055 rok wcześniej (+48,8%). Oznacza to, że deweloper z nawiązką zrealizował ambitny ubiegłoroczny cel sprzedażowy w wysokości 1 500 lokali. Victoria Dom nie zamierza zwalniać tempa. Plan na bieżący rok zakłada znalezienie

nabywców na 2 000 mieszkań. Wzrost skali działalności dewelopera należy uznać za imponujący.

W 4Q 2019 r. zadowalający poziom sprzedaży zaraportował **JHM Development**, który zdołał sprzedać w ostatnim kwartale ubiegłego roku 76 lokali wobec 41 mieszkań w analogicznym okresie roku poprzedniego (+85,4% r/r).

Tegoroczne cele sprzedażowe zdołał osiągnąć **Archicom**, **J.W. Construction** (cel zrewidowany), **Marvipol Development** oraz **Vantage Development**.

2019 r. był słabym rokiem dla **Grupy Lokum Deweloper**. W ubiegłym roku deweloper sprzedał 268 mieszkań wobec planowanych 400. Niezrealizowany cel sprzedażowy jest wynikiem mocno wyprzedanej oferty, która na skutek przedłużających się procedur związanych z otrzymaniem niezbędnych decyzji administracyjnych nie została w ubiegłym roku odbudowana. Ostatnie komunikaty płynące od Grupy odnośnie zakończenia przestojów pozwalają z optymizmem spoglądać na przyszłe wyniki sprzedażowe dewelopera.

Ubiegły rok nie był również dobry dla borykającego się z problemami płynnościowymi **Polnordu**, który w 2019 r. sprzedał 323 lokale (-61,4% r/r) oraz **Develii**, która już w pierwszej połowie ubiegłego roku informowała, że realizacja celu sprzedażowego na skutek przedłużających się decyzji samorządowych będzie mało realna. Bardzo blisko realizacji ubiegłorocznego targetu kontraktacji był **Ronson Development**, który finalnie sprzedał jednak 761 lokali wobec 800 planowanych.

Wśród analizowanych przez nas deweloperów (z wyłączeniem i2 Development, które nie opublikowało poziomu sprzedaży za 4Q 2019 r.) 8 z 14 podmiotów zdołało w 2019 r. sprzedać więcej lokali niż w roku ubiegłym. Spadek dynamiki kontraktacji w przypadku pozostałych spółek jest w znacznej części spowodowany uszczuploną ofertą. Jesteśmy zdania, że poziom sprzedaży osiągnięty w 2019 r. jest potwierdzeniem, że ubiegły rok był dobrym czasem dla deweloperów mieszkaniowych.

Cele sprzedażowe analizowanych deweloperów (liczba lokali)

Deweloper	Bazowy cel sprzedażowy na 2019 r.	Zaktualizowany cel sprzedażowy na 2019 r.	Realizacja celu sprzedażowego ^{1,2}
Archicom	1300 - 1600		112,5%
Atal	2 500	3 000	106,5%
Dom Development	ok. 3 600		101,7%
J.W. Construction	ok. 1 500	ok. 1 000	102,6%
Develia	ok. 2 000	ok. 1700	88,8%
Lokum Deweloper	800	400	67,0%
Marvipol Development	Dwucyfrowy (%) wzrost r/r.		101,5%
Polnord	ok. 570 (ważona udziałem Polnord)	500 (ważona udziałem Polnord)	64,6%
Robyg	ok. 2 700	2 300	111,7%
Ronson Development	800		95,1%
Vantage Development	ok. 900		104,6%
Victoria Dom	ok. 1 500		104,7%

¹Uwzględniając dolny przedział publikowanego celu sprzedażowego

²Uwzględniając aktualny cel sprzedażowy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Przekazania lokali

Spadek poziomu przekazania w 2019 r. względem roku ubiegłego

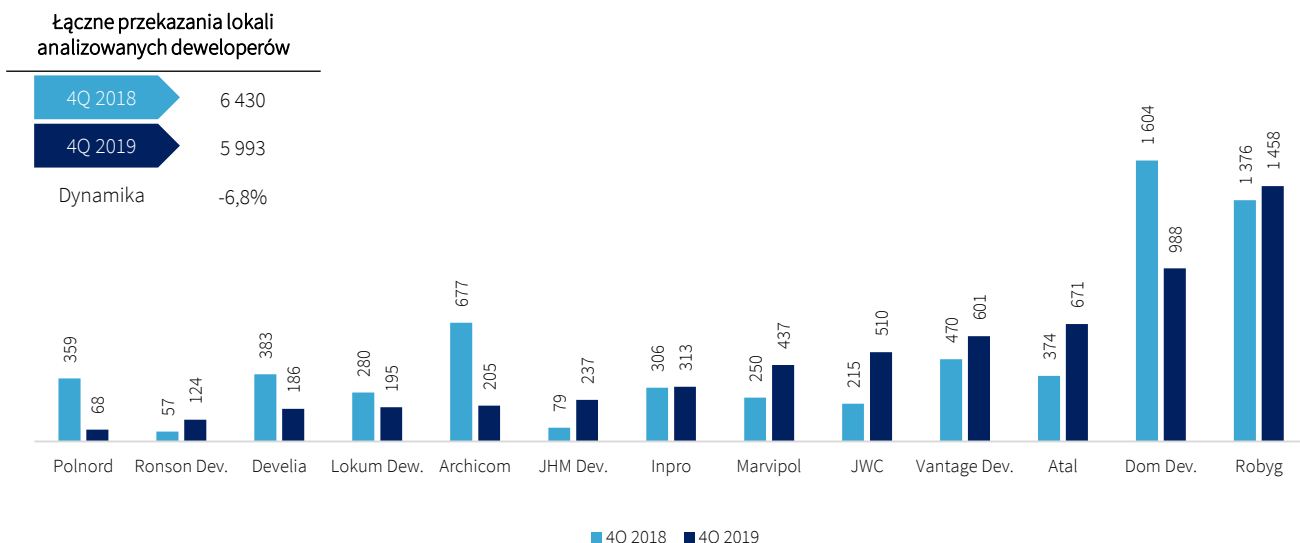
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w 4Q ubiegłego roku miała miejsce kumulacja przekazania lokali. W ostatnim kwartale 2019 r. analizowani przez nas deweloperzy rozpoznali w swoich wynikach finansowych 5 993 lokali, co oznacza 6,8% spadek w porównaniu z wolumen osiągniętym w analogicznym okresie roku poprzedniego. Tym samym łączna liczba podpisanych w 2019 r. aktów notarialnych wyniosła 17 438 w porównaniu z 19 151 lokalami wydanyymi w roku ubiegłym (-8,9% r/r).

W 4Q 2019 r. najwięcej lokali przekazał swoim klientom **Robyg**, który w ostatnim kwartale roku rozpoznął w swoim wyniku finansowym 1 458 mieszkań wobec 1 376 lokali w analogicznym okresie roku poprzedniego. W całym 2019 r. Grupa wydała 2 850 mieszkań i tym samym zdołała zrealizować ubiegłoroczny cel przekazania, który wynosił 2 800 lokali.

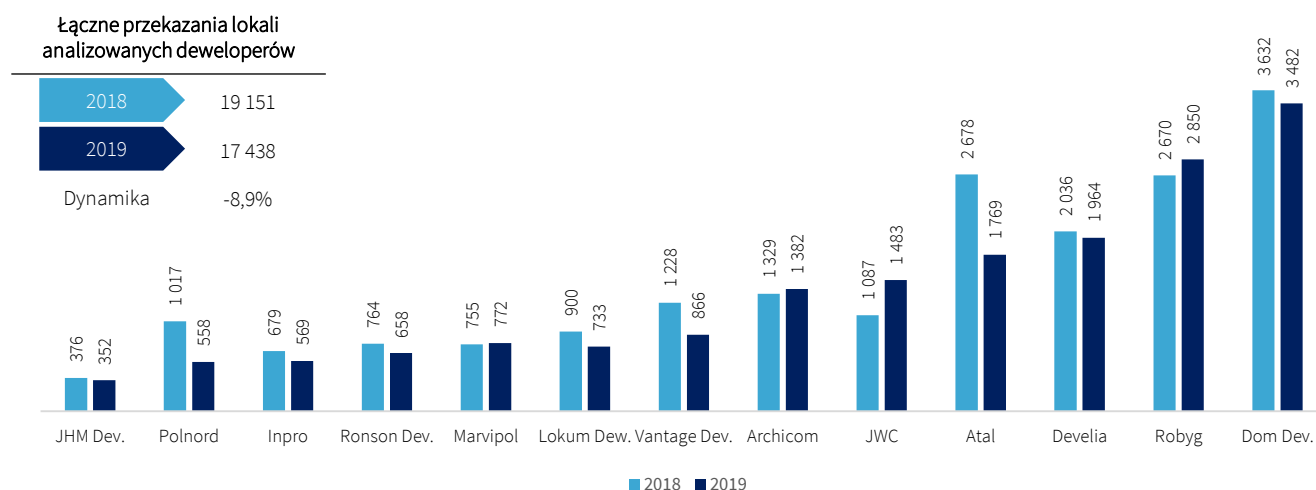
Najwięcej mieszkań w 2019 r. wydał **Dom Development**, który w ubiegłym roku przekazał 3 482 lokale w porównaniu z 3 632 w 2018 r. Pomimo spadku poziomu rozpoznania, należy spodziewać się, że za sprawą wzrostu cen wydawanych lokali, przychody osiągnięte przez dewelopera w 2019 r. były wyższe od ubiegłorocznych. Średnia wartość przekazanego w 2018 r. mieszkania wyniosła ok. 455 tys. PLN, zaś w 2019 r. kwota ta mogła sięgnąć ok. 480 tys. PLN.

Trzecie miejsce na podium pod względem wolumenu wydanych lokali zajęła **Develia**, która w 2019 r. przekazała swoim klientom 1 964 jednostek wobec 2 036 w 2018 r. (-3,5% r/r).

Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2018 r. oraz 4Q 2019¹



Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2018 r. oraz 2019¹



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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Sprzedaż i przekazania lokali - podsumowanie

O dobrym ubiegłym roku pod względem wartości przekazanych lokali może mówić **Marvipol Development**. Co prawda deweloper odnotował w 2019 r. symboliczny spadek liczby wydanych lokali do poziomu 772 sztuk wobec 775 w 2018 r., jednak warto odnotować, że łączna wartość przekazanych w ubiegłym roku lokali wyniosła 284,6 mln PLN, co stanowi 9,3% wzrost w porównaniu do kwoty osiągniętej w 2018 r.

Największy w ujęciu procentowym spadek poziomu przekazania w 2019 r. względem poprzedniego roku odnotował **Polnord** (-45,1%).

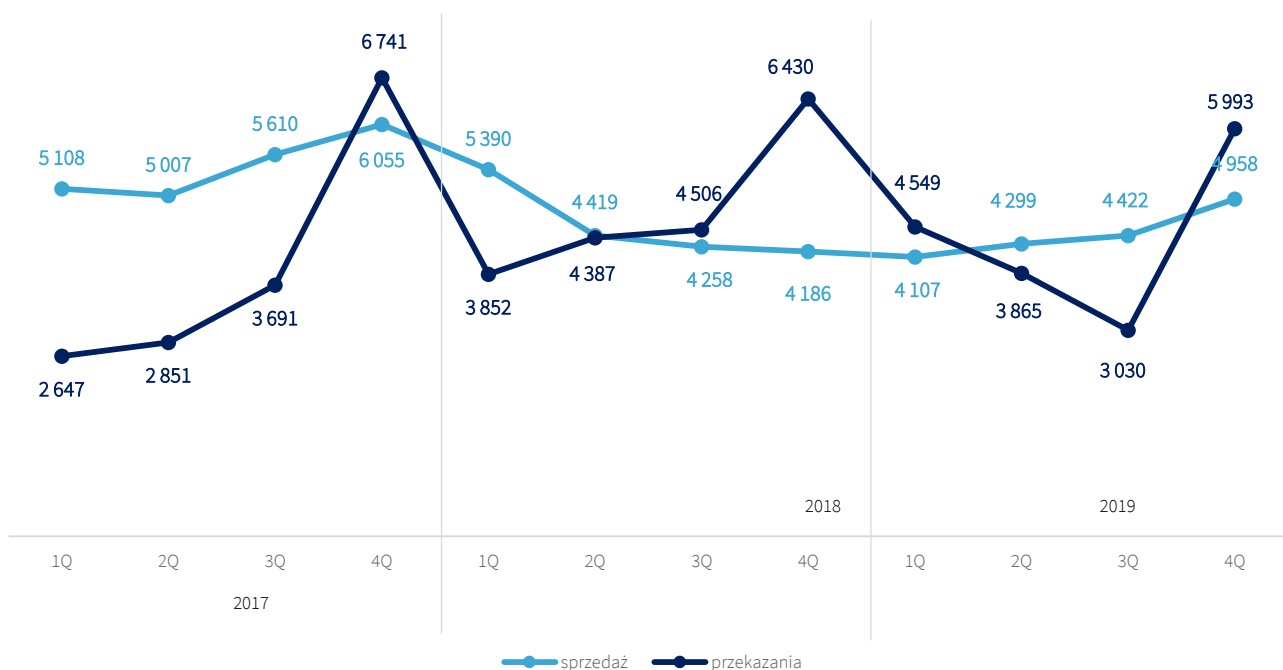
Równie wysoki spadek wolumenu zaraportował także **Atal**. W 2019 r. deweloper przekazał 1 769 lokali wobec 2 678 mieszkań w roku poprzednim (-33,9% r/r) i tym samym nie zdołał zrealizować ubiegłorocznego planu wydań w wysokości 2 500 lokali. Spadek poziomu rozpoznania jest wynikiem przesunięć harmonogramów inwestycji dewelopera.

Bazowego celu wolumenu przekazania nie zdołał w 2019 r. zrealizować także **Archicom**. Pierwotnie deweloper zakładał rozpoznanie 1500 – 1600, jednak w listopadzie 2019 r. podmiot zrewidował swoje plany do poziomu 1 300 – 1 350, by finalnie w ubiegłym roku wydać swoim klientom 1 382 mieszkania wobec 1 329 w 2018 r. (+4,0% r/r).

W 4Q 2019 r. największy procentowy wzrost pod względem wolumenu przekazania w ujęciu r/r odnotował **JHM Development** (+200% r/r) oraz **J.W. Construction** (+137,2%).

Wśród analizowanych przez nas deweloperów jedynie 4 z 14 zdołało w 2019 r. przekazać więcej lokali niż w roku poprzednim. Biorąc pod uwagę historyczną sprzedaż oraz harmonogram realizowanych inwestycji, spodziewamy się, że większość ujętych w naszym opracowaniu podmiotów zdoła w bieżącym roku zwiększyć wolumen przekazywanych lokali w porównaniu z wydaniem mieszkań osiągniętymi w 2019 r.

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



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

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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

Wzrost długu netto przy spadku udziału obligacji w strukturze finansowania sektora

Na wstępie pragniemy zaznaczyć, że sprawozdania finansowe Grupy Robyg oraz Victoria Dom podsumowujące 3Q 2019 r. nie zostały opublikowane, w związku z czym do wyliczeń zaprezentowanych na 17-19 stronie raportu wykorzystano dla tych deweloperów dane na koniec czerwca 2019 r. Dodatkowo adresujemy, że część podmiotów nie wydziela zobowiązań finansowych powstałych na skutek MSSF 16, co może zniekształcać zaprezentowane wyniki.

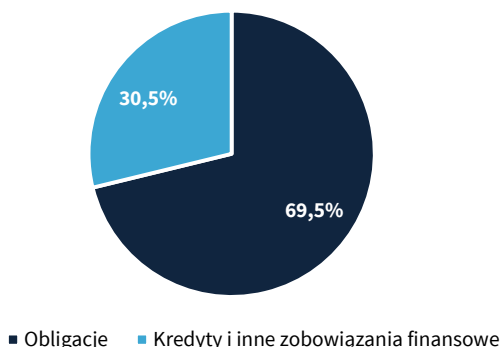
Na koniec września 2019 r. dług netto analizowanych w raporcie deweloperów osiągnął poziom 3,4 mld PLN, co oznacza wzrost wobec danych z końca grudnia 2018 r. o 0,5 mld PLN. W tym okresie zobowiązania z tytułu emisji obligacji wzrosły o 120,4 mln PLN, zaś pozostały dług finansowy (kredyty bankowe i inne zobowiązania oprocentowane) o 364,3 mln PLN. Udział obligacji korporacyjnych w strukturze zadłużenia finansowego ujętych w niniejszym opracowaniu podmiotów spadł na koniec 3Q 2019 r. do poziomu 69,5% wobec 75,6% w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Podtrzymujemy naszą opinię z poprzedniej edycji raportu wyjaśniającą spadek udziału obligacji korporacyjnych w strukturze finansowania deweloperów: środki pozyskane w ramach emisji są w znacznej części przeznaczane na rozbudowę banku ziemi. Na dzień dzisiejszy większość spółek posiada dobrze zbudowany portfel gruntów, co w połączeniu z wygórowanymi cenami działek oraz niską dostępnością atrakcyjnych gruntów sprawia, że większość analizowanych deweloperów nie odczuwa znacznej presji w zakresie rozszerzania banku ziemi.

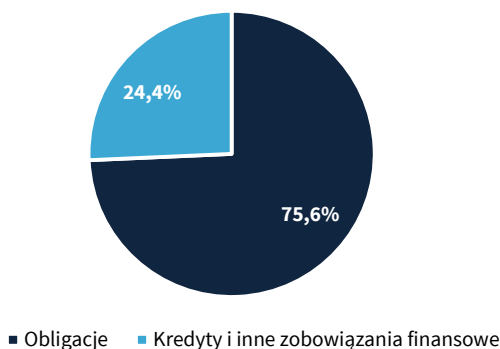
W naszej ocenie sektor deweloperski reprezentowany przez spółki ujęte w raporcie znajduje się cały czas w stabilnej kondycji. Świadczy o tym utrzymywanie silnej pozycji środków pieniężnych, komfortowa struktura zapadalności długu, która w znacznej większości przypadków jest dobrze skorelowana z harmonogramem realizowanych projektów.

Kolejny raz jesteśmy zdania, że mediany wskaźników zadłużenia na koniec 3Q 2019 r. (dług netto / kapitał własny = 0,34x oraz zobowiązania / suma bilansowa = 0,59x) znajdują się na bezpiecznych poziomach.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.09.2019 r.¹



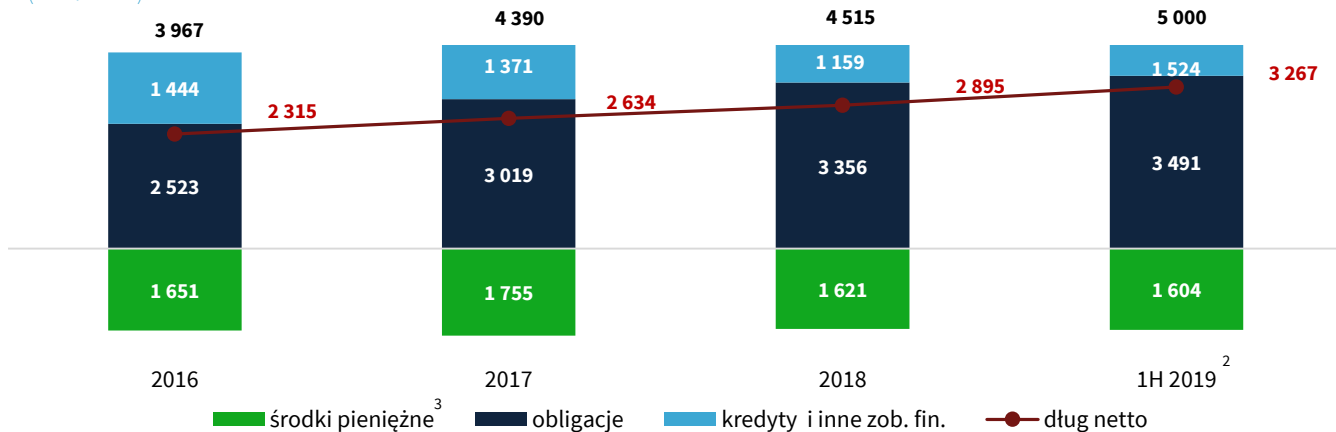
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.09.2018 r.¹



¹ze względu na brak danych finansowych Robyg oraz Victoria Dom za 3Q wykorzystano dane na koniec 1H

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan środków pieniężnych, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2016 – 3Q 2019 (w mln PLN)¹



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

² Ze względu na brak danych finansowych Robyg oraz Victoria Dom za 3Q 2019 r. wykorzystano dane na koniec 1H 2019 r.

³ Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

Grupa Lokum Deweloper kolejny kwartał z rzędu utrzymuje najniższy poziom długu netto

W 3Q 2019 r. najniższy poziom długu netto ponownie osiągnęła **Grupa Lokum Deweloper**. Wyłączając zobowiązania finansowe powstałe na skutek zastawienia MSSF 16, odczyt dewelopera był ujemny. Przypominamy, że w 3Q ubiegłego roku Grupa dokonała przedterminowego wykupu obligacji serii D (75,0 mln PLN), wypłaty dywidendy (36,0 mln PLN) oraz przeznaczyła na rozbudowę banku ziemi 31,6 mln PLN. Mimo to deweloper wciąż utrzymywał wysoki poziom środków pieniężnych, który na koniec września 2019 r. wyniósł 102,2 mln PLN. Przeprowadzona w grudniu 2019 r. emisja obligacji w kwocie 65,0 mln PLN istotnie zwiększyła zadłużenie finansowe Grupy, które w naszej ocenie wciąż pozostaje na niskim i bezpiecznym poziomie.

Po drugiej stronie barykady ponownie znalazł się **Atal**, który po raz kolejny odnotował najwyższy poziom długu netto. Na koniec 3Q 2019 r. zobowiązania finansowe dewelopera przekroczyły 1 mld PLN, sięgając kwoty 1 030,2 mln PLN. Na koniec analizowanego okresu Atal posiadał saldo środków pieniężnych w kwocie 153,8 mln PLN, tym samym dług netto na koniec 3Q 2019 r. wyniósł 876,4 mln PLN, co jest poziomem zdecydowanie najwyższym w branży. Należy odnotować, że znaczna część zobowiązań z tytułu emisji obligacji (321,2 mln PLN) jest powiązana z głównym akcjonariuszem dewelopera. Zdrowy bilans oraz wysoce efektywna działalność operacyjna sprawiają, że w naszej ocenie Atal nie powinien mieć problemów z obsługą posiadanego zadłużenia.

Na koniec 3Q 2019 r. wysoki wzrost poziomu długu netto nominalnie odnotował **Dom Development**. Deweloper na koniec września 2019 r. wykazał zobowiązania finansowe netto w kwocie

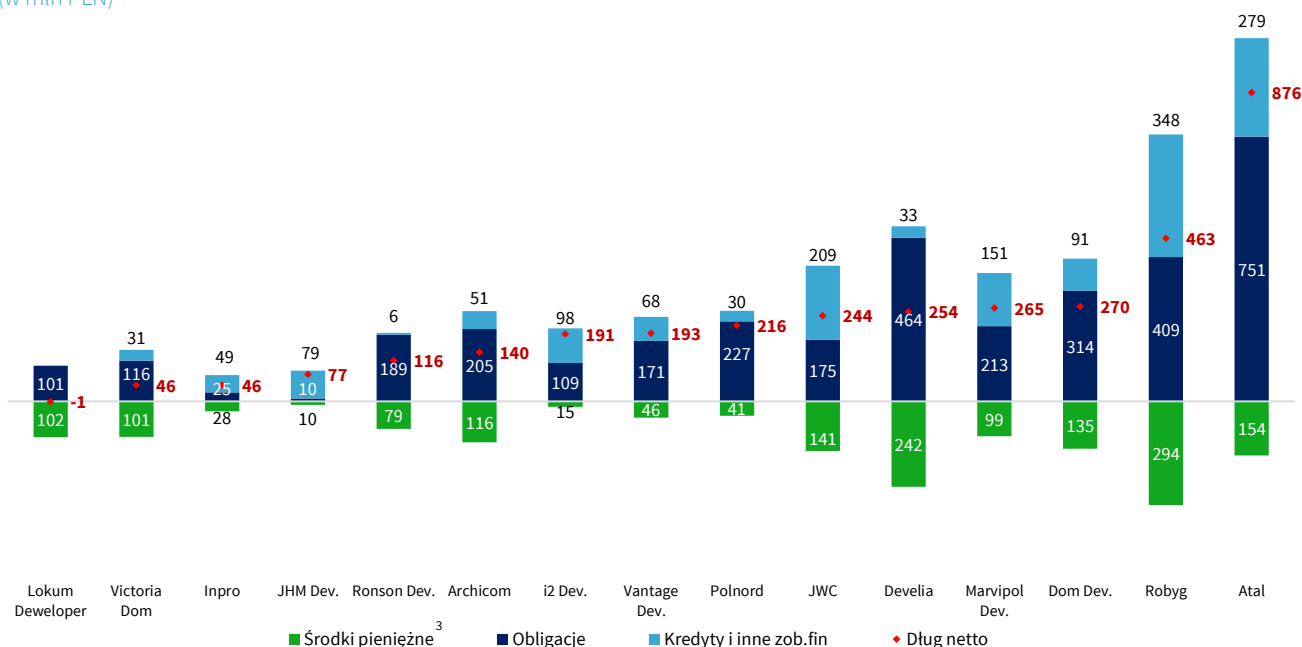
270,0 mln PLN wobec 227,9 mln na koniec 1H 2019 r. oraz 123,1 mln PLN na koniec 1Q 2019 r. Warto jednak odnotować, że w 1-3Q 2019 r. Grupa przeznaczyła na rozbudowę banku ziemi ok. 340 mln PLN. Na koniec września ubiegłego roku deweloper posiadał dostępne linie kredytowe na kwotę 245 mln PLN. Jesteśmy zdania, że poziom zadłużenia Grupy cały czas pozostaje na bezpiecznym poziomie. Uważamy, że deweloper posiada dalsze możliwości do zwiększania długu.

Na koniec 3Q 2019 r. istotny spadek długu netto wykazał **Polnord** - z kwoty 310,9 mln PLN na dzień 30 czerwca 2019 r. do wartości 216,0 mln PLN kwartał później. Deweloper zredukował zarówno zadłużenie finansowe, jak i zwiększył poziom środków pieniężnych z 25,1 mln PLN do 41,3 mln PLN na koniec 3Q 2019 r.

Nieco poprawiła się również sytuacja **i2 Development**. Grupa wykupiła w terminie zapadającą serię obligacji o wartości 9 mln PLN i przede wszystkim odsunęła spłatę zapadającą w styczniu 2020 r. serii C o wartości 30 mln PLN poprzez refinansowanie obligacjami o 15-miesięcznym terminie wykupu jednej połowy zadłużenia i przesunięcie w spłacie drugiej połowy na kwiecień 2020 r. Niemniej sytuacja Grupy pozostaje trudna, zarówno ze względu na zapadające w tym roku zadłużenie o wartości 43 mln PLN, jak i ze względu na chronicznie bliski złamania kowenantu dług netto / kapitał własny, który zgodnie z warunkami emisji nie może przekroczyć 0,7x.

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

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 3Q 2019 r. (w mln PLN)^{1,2}



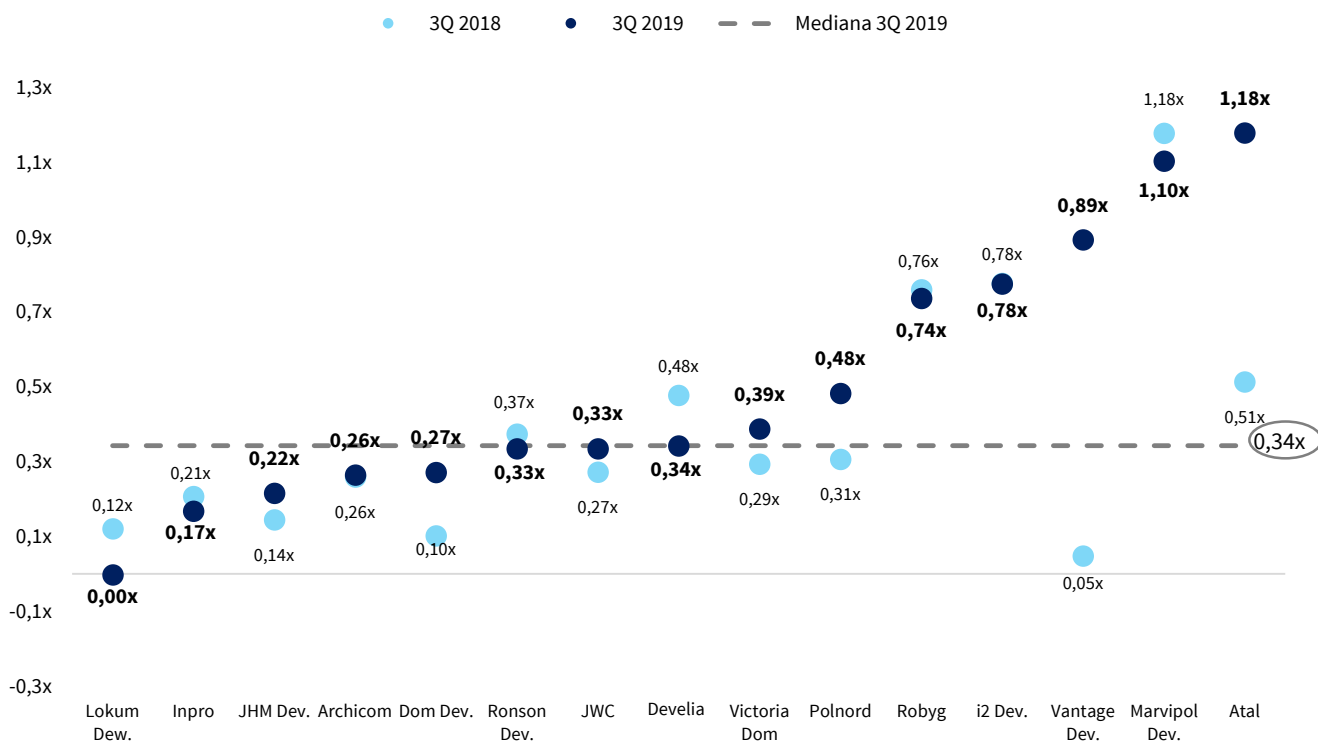
¹ W przypadku Develia, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.

² Ze względu na brak danych finansowych Robyng oraz Victoria Dom za 3Q 2019 r. wykorzystano dane na koniec 1H 2019 r.

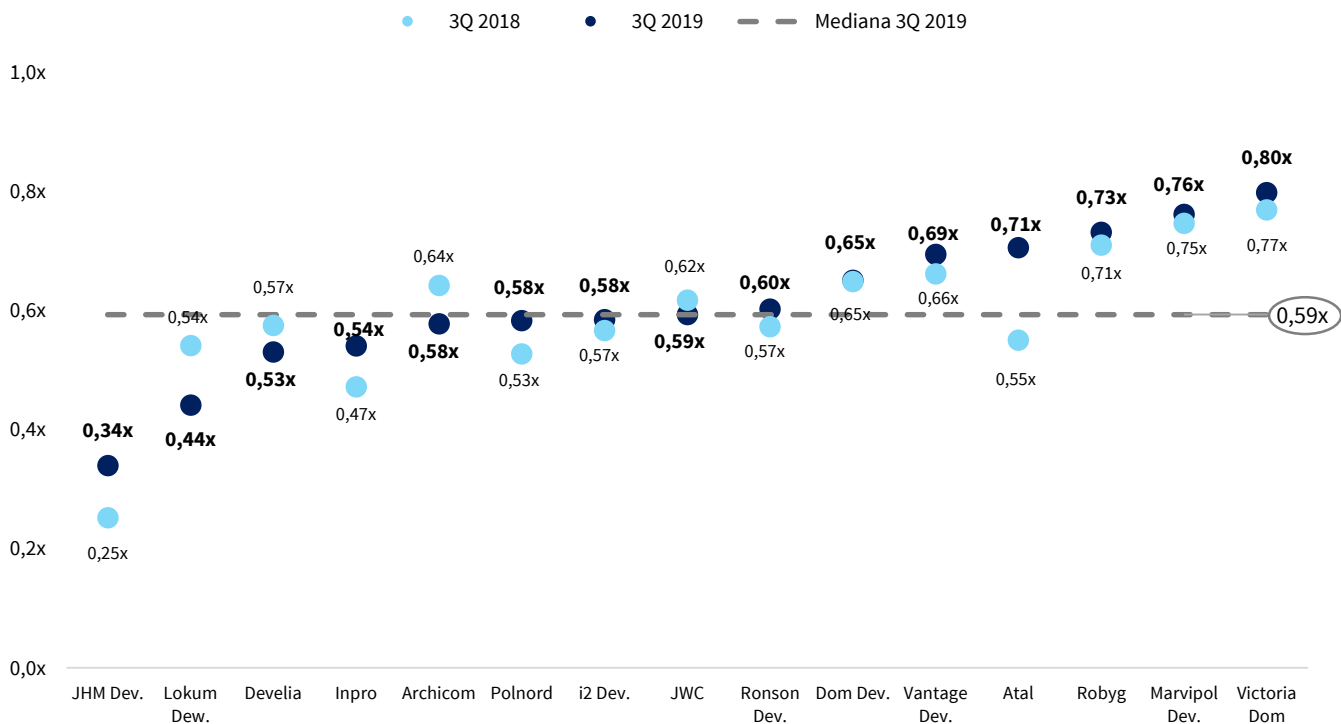
³ Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Analiza wskaźników zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2018 r. oraz 3Q 2019 r. ^{1,2}



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2018 r. oraz 3Q 2019 r. ^{1,2}



¹ W przypadku Marvipol oraz Vantage Development wydzielone segmenty mieszkaniowe.

² Ze względu na brak danych finansowych Robyg oraz Victoria Dom za 3Q 2019 r. wykorzystano dane na koniec 1H 2019 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Nieznaczny wzrost zadłużenia obligacyjnego. Niewielka liczba emisji w 2019 r.

W ostatnim kwartale ubiegłego roku 5 spółek spośród ujętych w raporcie przeprowadziło emisje obligacji, pozyskując łącznie kwotę 240,0 mln PLN. Oznacza to, że w całym 2019 r. analizowani naszym raporcie deweloperzy uplasowali 18 serii obligacji o łącznej kwocie równej 970,7 mln PLN.

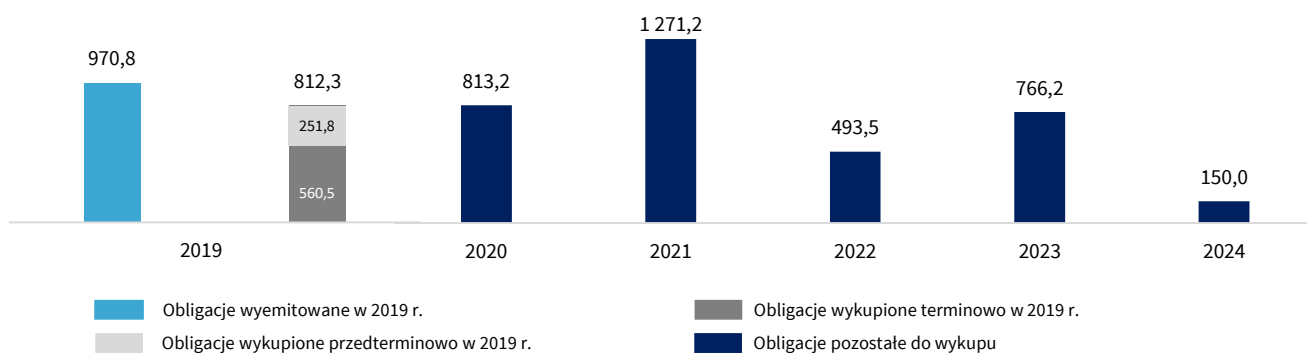
2019 r. charakteryzował się zatem niską aktywnością sektora deweloperskiego na rynku obligacji korporacyjnych. Większość przeprowadzonych w ubiegłym roku emisji miała charakter refinansujący. W naszej ocenie bieżący rok powinien również przebiegać pod znakiem rolowania zadłużenia z możliwością nieznacznego podwyższenia wartości nowych ofert w celu zgromadzenia dodatkowych środków przez emitentów.

W 4Q 2019 r. emitenci wykupili obligacje o łącznej kwocie

202,4 mln PLN. Tym samym skumulowana wartość wykupów dokonanych w ubiegłym roku wyniosła 812,3 mln PLN, z czego 31% zobowiązań z tytułu obligacji zostało zrealizowanych przed terminem ich zapadalności. Przy założeniu wyłączenia emisji obejmowanych przez podmioty powiązane, okazuje się, że w 2019 r. wartość wykupów obligacji przekroczyła wartość nowo pozyskanych środków.

Według stanu na koniec grudnia 2019 r. łączny outstanding obligacji analizowanych w raporcie deweloperów osiągnął wartość 3,5 mld PLN, z czego wykup 813,2 mln PLN przypada na bieżący rok. Jesteśmy zdania, że zadłużenie obligacyjne branży znajduje się na bezpiecznym poziomie. Spodziewamy się, że na koniec 2020 r. łączny poziom zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji utrzyma się na podobnym poziomie.

Zapadalność obligacji deweloperów w latach 2020 – 2024 (w mln PLN) według stanu na dzień 31.12.2019 r.



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

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2019 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln PLN)	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Ronson	styczeń 2019	32,3	4,0 ²	WIBOR 6M + 3,50%	Tak
Atal	kwiecień 2019	100,0	2,0	WIBOR 6M + 1,90%	Nie
Vantage Dev.	kwiecień 2019	45,4	3,5	WIBOR 6M + 4,70%	Nie
Develia	maj 2019	60,0	4,0	WIBOR 3M + 3,80%	Nie
Archicom	czerwiec 2019	60,0	4,0	WIBOR 6M + 3,30%	Nie
Marvipol Dev.	czerwiec 2019	60,0	3,5 ²	WIBOR 6M + 4,25%	Nie
Victoria Dom	czerwiec 2019	19,4	3,0	WIBOR 6M + 5,00%	Nie
Victora Dom	sierpień 2019	6,6	3,0	WIBOR 6M + 5,00%	Nie
Atal	wrzesień 2019	100,0	2,0	WIBOR 6M + 1,90%	Nie
Victoria Dom	listopad 2019	10,0	3,0	WIBOR 6M + 5,00%	Nie
Robyg	grudzień 2019	100,0	5,0	WIBOR 6M + 2,95%	Nie
Dom Dev.	grudzień 2019	50,0	5,0	WIBOR 6M + 1,50%	Nie
Lokum Dev.	grudzień 2019	65,0	3,5	WIBOR 6M + 3,45%	Nie
i2 Dev.	grudzień 2019	15,0	1,25	WIBOR 3M + marża	Tak
Suma		723,7			
Atal ¹	styczeń 2019	40,0	2,0	3,20%	Nie
	maj 2019	58,0	2,0	3,20%	Nie
	czerwiec 2019	46,0	4,0	WIBOR 6M + 1,90%	Nie
	czerwiec 2019	103,0	4,0	WIBOR 6M + 1,90%	Nie
Suma		970,7			

¹emisje objęte przez podmioty powiązane

²okresowa amortyzacja

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

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

W 4Q 2019 r. największą emisję obligacji przeprowadziła **Grupa Robyg**. Deweloper w grudniu ubiegłego roku wyemitował 5-letnie niezabezpieczone papiery o wartości 100,0 mln PLN. Oprocentowanie obligacji serii PC ustalono na WIBOR 6M + 2,95%. Oznacza to podwyższenie kuponu względem ostatniej również 5-letniej emisji (PB z lipca 2018 r.) o 0,10%.

Drugą co do wielkości emisję w ostatnim kwartale ubiegłego roku przeprowadziła **Grupa Lokum Deweloper**. W grudniu na konto dewelopera wpłynęło 65,0 mln PLN, pozyskane w ramach 3,5 – letniej niezabezpieczonej emisji obligacji serii F. Papiery oprocentowano według stawki WIBOR 6M + 3,45%. Kupon poprzedniej emisji (3,5-letnia seria E z grudnia 2017 r.) ustalono na WIBOR 6M + 3,10%. W naszej ocenie wyższy koszt kapitału jest wynikiem trudniejszego rynku, który w przeciągu dwóch ostatnich lat stał się znacznie bardziej wymagający dla emitentów.

Przeprowadzona w grudniu 2019 r. emisja obligacji przez **Dom Development** opiewająca na 50,0 mln PLN jest dla nas potwierdzeniem silnej pozycji Grupy na rynku kapitałowym. W ramach grudniowej oferty deweloper oferował 5-letnie niezabezpieczone obligacje o wartości 50,0 mln PLN. Z kolei wartość zapisów na papiery wyniosła ponad 129,6 mln PLN, co oznacza 61% stopę redukcji. Warto odnotować, że Grupa Dom Development zdołała utrzymać oprocentowanie, które podobnie jak dla emisji z października 2018 r. wyniosło WIBOR 6M + 1,50%. W grudniu 2017 r. deweloper pozyskiwał kapitał po koszcie WIBOR 6M + 1,75%.

W poprzedniej edycji raportu zwracaliśmy uwagę na wymagającą strukturę zapadalności długu obligacyjnego **i2 Development**. Wówczas adresowaliśmy, że szczególnie istotny dla dewelopera będzie 1Q bieżącego roku. W grudniu 2019 r. i2 Development w ramach porozumienia z jedynym obligatariuszem poinformował o przesunięciu terminu wykupu obligacji serii C (30,0 mln PLN) z 5 stycznia 2020 r. na 5 kwietnia 2020 r. w kwocie 15,3 mln PLN oraz o wykupie pozostałych 14,7 mln PLN w dniu 27 grudnia 2019 r. Grudniowy wykup został sfinansowany nową emisją obligacji serii I o wartości nominalnej 15,0 mln PLN i terminie wykupu przypadającym na marzec 2021 r. Spółka nie opublikowała kosztu pozyskanego kapitału. Biorąc jednak pod uwagę sytuację dewelopera, która w naszej ocenie jest trudna, oprocentowanie nowej serii było prawdopodobnie najwyższe wśród wszystkich emisji przeprowadzonych w 2019 r. przez

deweloperów ujętych w naszym raporcie (w grudniu 2019 r. w rejestrze KDPW zarejestrowano papiery spółki kontrolowanej przez głównych akcjonariuszy dewelopera, które oprocentowano na 12% oraz wyemitowano z 6% dyskontem względem wartości nominalnej). Dodatkowo seria I została zabezpieczona hipotekami. Według stanu na koniec grudnia 2019 r. deweloper w 2020 r. jest zobowiązany do wykupu obligacji o łącznej kwocie 45,3 mln PLN. Uważamy, że struktura zadłużenia Spółki wciąż pozostaje mało komfortowa.

Ostatnim deweloperem, który w 4Q 2019 r. zdecydował się na emisję obligacji była **Victoria Dom**. W listopadzie 2019 r. Spółka dzięki emisji obligacji serii M na kwotę 10,0 mln PLN zdołała zrefinansować zasymilowane papiery serii G i H oraz sfinansować kapitał obrotowy. Oprocentowanie nowych papierów nie uległo zmianie względem dwóch poprzednich serii z 2019 r. i wyniosło WIBOR 6M + 5,00%.

W raporcie podsumowującym 3Q 2019 r. pisaliśmy o trudnych chwilach, które przeżywał **Polnord**. Od tego czasu Spółka zdołała z sukcesem przeprowadzić ratunkową emisję akcji serii T, w ramach której ma pozyskać 137,5 mln PLN. Dodatkowo praktycznie cała oferta (98,2%) została objęta przez węgierską Cordia International, która oczekuje obecnie na zgodę UOKiK na przejęcie, która ma zostać wydana do 28 lutego 2020 r. Uchwała w sprawie emisji akcji została jednak zaskarżona przez Hanapeta Holdings (obecnie największego akcjonariusza Spółki). Cyprysiki podmiot złożył pozew ze względu na sposób oferowania nowych akcji. Pod koniec grudnia 2019 r. deweloper poinformował o zawarciu aneksu do umowy kredytowej z Getin Noble Bank w kwocie 30 mln PLN skutkującej wydłużeniem okresu spłaty zadłużenia z 31.12.2019 r. do dnia 31.03.2020 r. Wcześniej Spółce udało się przesunąć wykup i rozłożyć na raty zobowiązanie z tytułu objętych przez SGB-Bank obligacji serii D o wartości 60 mln PLN. W naszej ocenie pojawienie się w akcjonariacie Polnord silnego kapitałowo partnera może rozwiązać problemy finansowe dewelopera.

Kolejny kwartał z rzędu podtrzymujemy nasze zdanie, że sektor deweloperski reprezentowany przez ujęte w naszym raporcie podmioty znajduje się w dobrej kondycji. Uważamy, że większość serii zapadających w bieżącym roku obligacji zostanie zrefinansowana. Jednak w przypadku zobowiązań i2 Development oraz Polnord (do czasu decyzji UOKiK) nasze nastawienie pozostaje cały czas ostrożne.

Zapadalność obligacji deweloperów w latach 2020 – 2024 (w mln PLN)

Deweloper	Emisje		Wykupy		Wykupy					Suma do wykupu
	1-3Q 2019	4Q 2019	1-3Q 2019	4Q 2019	2020	2021	2022	2023	2024	
Atal	447,0	0,0	140,7	80,0	144,2 ¹	368,0	0,0	149,0	0,0	661,2 ²
Robyg	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	45,3	0,0	360,0	100,0	505,3
Develia	60,0	0,0	50,0	0,0	99,0	140,0	161,0	60,0	0,0	460,0
Dom Development	0,0	50,0	0,0	0,0	100,0	110,0	50,0	50,0	50,0	360,0
Marvipol Development	60,0	0,0	130,0	0,0	84,2	69,8	58,0	0,0	0,0	212,1
Archicom	60,0	0,0	61,3	0,0	60,0	22,9	68,3	59,6	0,0	210,8
Ronson	32,3	0,0	50,0	0,0	35,0	74,8	54,8	22,6	0,0	187,3
Polnord	0,0	0,0	29,6	47,2	103,2	76,8	0,0	0,0	0,0	180,0
Vantage Development	45,4	0,0	20,0	0,0	45,0	80,0	45,4	0,0	0,0	170,4
Lokum Deweloper	0,0	65,0	75,0	0,0	0,0	100,0	0,0	65,0	0,0	165,0
J.W. Construction	0,0	0,0	28,0	42,3	77,3	51,5	0,0	0,0	0,0	128,8
i2 Development	0,0	15,0	16,1	23,6	45,3 ³	54,0	0,0	0,0	0,0	99,3
Inpro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	0,0	25,0
JHM Development	0,0	0,0	2,5	1,0	0,0	7,0	0,0	0,0	0,0	7,0
Razem	730,7	240,0	609,9	202,4	813,2	1271,2	493,5	766,2	150,0	3494,2

¹ 9 stycznia 2020 r. odbył się wykup serii AG o wartości 22,0 mln PLN

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

³ W ramach skupu obligacji własnych serii E, deweloper w styczniu 2020 r. skupił w celu umorzenia obligacje o wartości nominalnej 2,2 mln PLN

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

ARCHICOM

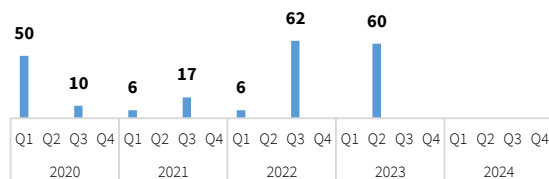
- W 2019 r. Archicom osiągnął sprzedaż w wysokości 1 462 lokali, czyli o 6,7% więcej niż w 2018 r. Sprzedaż w samym 4Q 2019 r. wyniosła 295 lokali w stosunku do 361 w analogicznym okresie roku ubiegłego. Grupa tym samym zrealizowała cel sprzedażowy określony na początku roku na 1300-1600 lokali.
- W 2019 r. Archicom zawarł 1 382 umowy notarialne przeniesienia własności, co oznacza wzrost o 4,0% w porównaniu do 2018 r. (1 329 lokali). W samym 4Q 2019 r. Grupa podpisała umowy na 205 lokali. Na początku roku Grupa zakładała przekazania w wysokości 1500-1600 lokali. Cel ten został zaktualizowany w listopadzie do poziomu 1 300-1 350 mieszkań.
- Marża brutto w segmencie mieszkaniowym kształtowała się na bardzo solidnym poziomie 30,8% (+6,7 p.p. r/r). Zdaniem Zarządu w kolejnych okresach marża powinna spaść poniżej 30%, chyba że ceny mieszkań nadal będą dynamicznie rosły. Spółka zauważa jednak spowolnienie wzrostu cen.
- W 4Q 2019 r. Archicom zabezpieczył kolejne grunty pod nowe projekty. W Poznaniu w dzielnicy Grunwald Grupa zakupiła działkę o wielkości 8,6 ha pod budowę około 1 300 mieszkań za kwotę 46 mln PLN (ok. 700 PLN/PUM). Jest to kolejny krok w celu dywersyfikacji działalności spółki, która do tej pory skupiała działalność głównie we Wrocławiu. Grupa rozwija jednak bank ziemi również na rodzimym rynku, na którym za 23,8 mln PLN zakupiła działkę na Starym Mieście pod budowę około 320 mieszkań.
- W segmencie biurowym Archicom poszukuje kupca na biurowiec City Forum I, który na koniec listopada był wynajęty w 90%. Grupa rozpoczęła budowę biurowca City Forum II, który pozyskał już pierwszego najemcę na 20% GLA.
- W połowie stycznia Grupa wyemitowała dwutygodniowe obligacje o wartości 5 mln zł, których celem jest przetestowanie nowych regulacji w zakresie agenta emisji. W marcu zapadają obligacje Grupy o wartości 49,5 mln zł, które Archicom zamierza zrefinansować.
- W listopadzie dotychczasowy Prezes Archicom złożył rezygnację z pełnionej funkcji z przyczyn osobistych. Funkcję Prezesa objęła dotychczasowa Wiceprezes Pani Dorota Jarodzka-Śródka.

w mln PLN	2016	2017	2018	1-3Q 2018	1-3Q 2019
Przychody	270,2	324,7	476,5	213,4	416,9
Zysk brutto ze sprzedaży	72,9	88,1	128,2	51,5	128,5
Marża brutto ze sprzedaży	27,0%	27,1%	26,9%	24,1%	30,8%
EBIT	45,6	70,2	88,3	21,5	92,8
Marża EBIT	16,9%	21,6%	18,5%	10,1%	22,3%
Zysk netto	38,5	57,3	61,4	16,0	73,0
Marża netto	14,2%	17,7%	12,9%	7,5%	17,5%
Kapitał własny	374,7	473,7	491,0	452,6	527,7
Zadłużenie finansowe	115,8	196,2	266,7	266,5	255,9
Kredyty i inne	53,2	43,0	53,4	50,9	50,9
Obligacje	62,7	153,2	213,4	215,7	204,9
% obligacji w zadłużeniu	54,1%	78,1%	80,0%	80,9%	80,1%
Środki pieniężne	23,1	80,2	106,3	149,4	116,1
Dług netto	92,8	116,0	160,5	117,1	139,7*
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	47,6%	54,1%	58,1%	64,2%	57,8%*
Dług netto/KW	24,8%	24,5%	32,7%	25,9%	26,5%*

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 PLN)



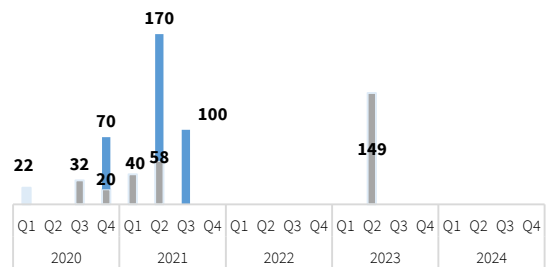
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ATAL

- W 2019 r. sprzedaż Atal wyniosła rekordowe 3 196 mieszkań i była wyższa od sprzedaży w 2018 r. o 32,1% (2 420 lokali). W samym 4Q 2019 r. kontraktacja wyniosła 894 lokale (+41,2% r/r). Grupa bez problemu zrealizowała zarówno pierwotny cel sprzedażowy w wysokości 2 500 lokali jak i zaktualizowany cel w wysokości 3 000 mieszkań. Atal chciałby utrzymywać kontraktację w wysokości ok. 3 000 mieszkań rocznie w kolejnych latach.
- W 2019 r. Atal przekazał łącznie 1 769 lokali (-23,4% r/r). Tym samym Grupa nie zrealizowała celu w wysokości 2 500 mieszkań, czego powodem było przeniesienie części przekazanych z 4Q 2019 r. na 1Q 2020 r. W 1-3Q 2019 r. marża brutto wyniosła 27,3%, i była zbliżona do osiągniętej w latach poprzednich. Zgodnie z deklaracjami Zarządu Grupa chciałaby w przyszłości utrzymywać marżę w wysokości 26-28%.
- Zadłużenie finansowe Grupy, w przeciągu ostatniego roku uległo znacznemu zwiększeniu przy równoczesnym spadku kapitału własnego. W wynikach po 3Q 2019 r. zadłużenie zostało jednak nieco zawyżone ze względu na rolowanie obligacji, które zbiegło się w czasie z dniem bilansowym – w wynikach ujęto zarówno serię rolowaną o wartości 80 mln PLN, jak i rolującą o wartości 100 mln PLN. Niemniej, nawet wyłaczając rolowaną część, zadłużenie wzrasta w bardzo szybkim tempie. W naszej ocenie w dzisiejszej sytuacji Atal posiada zdolność do jego obsługi. Duża część nowo emitowanych obligacji została objęta przez większościowego akcjonariusza. Zadłużeniem sfinansowano przede wszystkim istotny wzrost zapasów wynikający z harmonogramu przekazania, których większość miało przypaść na końcówkę roku. Dziś już wiemy, że duża ich część przesunie się na 1Q 2020 r.
- W 1-3Q 2019 r. Atal dokonał zakupów gruntów na większości rynków na których działa i przeznaczył na ten cel 89,2 mln PLN. Zakupione działki pozwolą na realizację projektów na łączny PUM ok. 163,8 tys. mkw. (ok. 3 000 mieszkań). Zarząd uważa, iż posiadany bank ziemi jest na dziś bezpieczny i w perspektywie najbliższego 1,5 roku należy się spodziewać znacznie niższych nakładów na nowe grunty niż miało to miejsce w latach poprzednich.
- Grupa jest obecnie w trakcie budowy 2 biurowców we Wrocławiu i Krakowie oraz przygotowuje się do realizacji 2 kolejnych w Warszawie i Krakowie. Atal cały czas ma w planie koncentrację na segmencie mieszkaniowym, a projekty komercyjne mają być jedynie uzupełnieniem oferty.

w mln PLN	2016	2017	2018	1-3Q 2018	1-3Q 2019
Przychody	506,8	865,8	1 055,0	878,5	418,7
Zysk brutto ze sprzedaży	136,9	247,6	283,5	238,4	114,4
Marża brutto ze sprzedaży	27,0%	28,6%	26,9%	27,1%	27,3%
Przychody segmentu dewelop.	495,9	855,6	1 046,9	873,0	413,6
EBIT segmentu dewelop.	109,9	216,3	255,6	214,4	88,4
Marża EBIT	22,2%	25,3%	24,4%	24,6%	21,4%
Zysk netto	89,4	171,2	200,7	172,6	70,4
Marża netto	17,6%	19,8%	19,0%	19,6%	16,8%
Kapitał własny	675,6	788,3	857,3	823,2	743,5
Zadłużenie finansowe	511,1	479,9	524,8	519,6	1 030,2
Kredyty i inne	254,2	91,8	84,4	87,9	279,4
Obligacje	256,8	388,2	440,5	431,8	750,8
% obligacji w zadłużeniu	50,3%	80,9%	83,9%	83,1%	72,9%
Środki pieniężne	88,6	129,9	29,2	97,3	153,8
Dług netto	422,5	350,0	495,6	422,3	876,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	55,4%	56,0%	54,2%	55,0%	70,5%
Dług netto/KW	62,5%	44,4%	57,8%	51,3%	117,9%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Emisje objęte przez podmioty powiązane = ok. 321 mln PLN
9 stycznia 2020 r. odbył się wykup serii AG o wartości 22,0 mln PLN

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DEVELIA

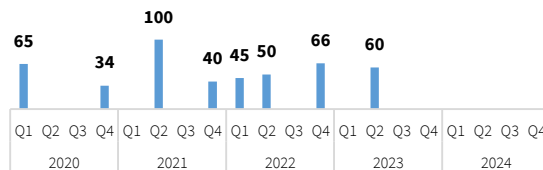
- W 2019 r. Develia sprzedała 1 510 lokali w porównaniu do 1 710 sprzedanych w roku 2018 (spadek o 11,7%). W samym 4Q 2019 r. deweloper sprzedał 582 lokale (+51,5% r/r) przy czym w 4Q 2018 r. było to 383 lokale. Tym samym Grupa nie zrealizowała ani pierwotnego celu w wysokości 2 000 mieszkań, ani zaktualizowanego celu w wysokości ok. 1 700 mieszkań. Słabsza od oczekiwanej kontraktacja wynika z przesunięć we wprowadzaniu nowej oferty z uwagi na wydłużające się procedury administracyjne.
- W 2019 r. Develia przekazała 1 964 lokale (-3,5% r/r). W samym w 4Q 2019 r. Grupa przekazała 186 lokali (-35,0 % r/r). W 1-3Q Grupa osiągnęła bardzo dobrą marżę brutto w segmencie mieszkaniowym na poziomie 33,3%.
- W 4Q 2019 r. Develia była bardzo aktywna na rynku gruntów pod budowę mieszkań. Grupa dokonała największej wśród wszystkich deweloperów zaraportowanej transakcji roku kupując grunt o wielkości 7,65 ha na warszawskiej Pradze Południe za 133 mln PLN (wg naszych szacunków cena do PUM wyniosła ok. 1900 PLN). Spółka zamierza wybudować na nim ok. 1 260 mieszkań, których sprzedaż ma się rozpocząć w 1Q 2021 r. Grupa kupiła również grunt pod budowę 150 mieszkań na Pradze Północ za 21,2 mln PLN (ok. 2 570 PLN/PUM), działkę pod budowę 160 mieszkań w Gdańskiej Letnicy za 10 mln PLN (ok. 1 136 PLN/PUM), oraz grunt pod budowę 90 mieszkań na krakowskim Bieżanowie-Prokocimiu za 2,5 mln PLN (ok. 505 PLN/PUM).
- Wysoka aktywność Develii na rynku gruntów jest zapewne pochodną podpisania umów na sprzedaż biurowców Retro Office House we Wrocławiu, Silesia Star w Katowicach oraz Wola Center w Warszawie. Termin zawarcia umowy przyrzeczonej w przypadku tego ostatniego budynku został przesunięty z grudnia 2019 r. na 22 stycznia 2020 r. Sprzedaż biurowców po spłacie kredytów powinna wygenerować dla Grupy łącznie ok. 550 mln PLN środków pieniężnych.
- Pod koniec listopada 2019 r., po 10 latach, bez podania przyczyny, ze stanowiska zrezygnował dotychczasowy Prezes Grupy Pan Dariusz Niedziółka. Do czasowego wykonywania czynności Prezesa oddelegowany został Pan Michał Hulbój. Miesiąc wcześniej ze stanowiska zrezygnował Członek Zarządu Pan Radosław Stefura. Zastąpił go Pan Paweł Ruszczak, który w 2019 r. odszedł z Grupy Archicom.

w mln PLN	2016	2017	2018	1-3Q 2018	1-3Q 2019
Przychody	547,0	706,2	796,7	637,5	714,2
Przychody	401,9	562,5	649,0	530,2	605,4
Zysk brutto ze sprzedaży	104,3	162,0	201,2	171,8	201,6
Marża brutto ze sprz.	25,9%	28,8%	31,0%	32,4%	33,3%
Zysk netto	113,1	80,2	160,4	144,4	158,6
Marża netto	20,7%	11,4%	20,1%	22,7%	22,2%
Kapitał własny	1 396,2	1 448,4	1 497,8	1 484,4	1 528,8
Zadłużenie finansowe	1092,0	1081,7	1214,5	1186,3	1145,7*
Zadłużenie finansowe	394,5	444,9	485,5	493,3	496,5
Kredyty i inne	88,0	88,2	33,2	88,3	32,5
Obligacje	306,5	356,7	452,3	405,0	464,0
% obligacji w zadłużeniu	77,7%	80,2%	93,2%	82,1%	93,5%
Środki pieniężne	158,9	163,3	259,9	298,6	242,2
Dług netto	235,6	281,6	225,7	194,7	254,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,3%	56,1%	58,1%	57,5%	53,0%
Dług netto/KW	52,8%	50,9%	49,9%	47,7%	34,2%*

Wydzielony segment mieszkaniowy

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

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



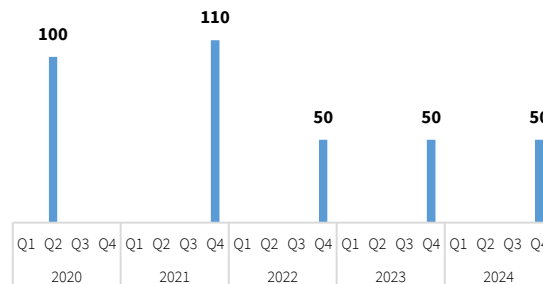
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DOM DEVELOPMENT

- W 4Q 2019 r. Grupa Dom Development sprzedała 962 lokale (-4,4% r/r). Oznacza to, że w całym 2019 r. deweloper znalazł nabywców na 3 661 mieszkań (+1,6% r/r) i tym samym kolejny rok z rzędu zdołał zrealizować postawiony sobie cel sprzedażowy.
- W 2019 r. Grupa przekazała 3 482 lokale wobec 3 632 mieszkań rok wcześniej (-4,1%). Pomimo spadku poziomu rozpoznania, należy spodziewać się, że za sprawą wzrostu cen wydawanych lokali, przychody osiągnięte przez dewelopera w 2019 r. były wyższe od ubiegłorocznych. Średnia wartość przekazanego w 2018 r. mieszkania wyniosła ok. 455 tys. PLN, zaś w 2019 r. kwota ta mogła sięgnąć ok. 480 tys. PLN.
- Na koniec 3Q 2019 r. deweloper posiadał w swoim banku ziemi grunty (działki kupione i kontrolowane) pod budowę ponad 12,1 tys. lokali, co jest poziomem satysfakcjonującym, jednak biorąc pod uwagę skalę działalności Grupy, deweloper powinien zwiększyć swoją aktywność w zakresie rozbudowy banku ziemi o nowe działki. Na pochwałę zasługuje jednak tempo budowania zasobów gruntów pod przyszłe projekty na terenie Trójmiasta.
- Dane finansowe podsumowujące 1-3Q 2019 r. potwierdzają wysoką efektywność operacyjną Grupy. W 1-3Q 2019 r. deweloper osiągnął przychody w wysokości 1,2 mld PLN (+27,6% r/r). Wzrostowi obrotów towarzyszyło polepszenie rentowności. Ubiegłoroczna marża brutto ze sprzedaży w okresie styczeń-wrzesień wyniosła 28,9% wobec 27,2% rok wcześniej. Biorąc pod uwagę przekazania lokali za 4Q 2019 r. można przypuszczać, że zysk osiągnięty w 2019 r. przypadający na jedną akcję przekroczy 10 PLN..
- W grudniu 2019 r. Grupa przeprowadziła emisję obligacji o wartości 50,0 mln PLN. 5-letni tenor, marża na poziomie 1,5% oraz wysoki poziom nad subskrypcji oferty potwierdzają wysoką renomę Grupy na rynku kapitałowym. W 1Q 2020 r. można spodziewać się kolejnej emisji na kwotę 50,0 mln PLN. Tym samym deweloper zrefinansuje 100,0 mln PLN, zapadające w 2Q 2020 r..
- Na koniec 3Q 2019 r. Grupa wykazała wzrost zadłużenia netto o 42,1 mln PLN (q/q), odnotowując tym samym podwyższenie wskaźnika dług netto / kapitał własny do poziomu 0,27x. W naszej ocenie Grupa znajduje się w bardzo dobrej kondycji finansowej.

w mln PLN	2016	2017	2018	1-3Q 2018	1-3Q 2019
Przychody	1153,0	1404,7	1653,9	905,0	1 154,5
Zysk brutto ze sprzedaży	271,1	385,7	455,1	246,5	334,1
Marża brutto ze sprz.	23,5%	27,5%	27,5%	27,2%	28,9%
Zysk netto	125,8	190,8	227,0	98,2	170,3
Marża netto	10,9%	13,6%	13,7%	10,9%	14,8%
Kapitał własny	929,5	1002,3	1046,5	917,7	994,9
Zadłużenie finansowe	383,9	396,4	396,2	298,3	404,7
Kredyty i inne	0,0	85,0	85,0	35,0	90,5
Obligacje	383,9	311,4	311,2	263,3	314,1
% obligacji w zadłużeniu	100,0%	78,6%	78,5%	88,3%	77,6%
Środki pieniężne	414,3	279,7	282,5	204,7	134,7
Dług netto	-30,4	116,7	113,7	93,6	270,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,0%	58,1%	58,8%	64,8%	65,1%
Dług netto/KW	-3,3%	11,6%	10,9%	10,2%	27,1%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

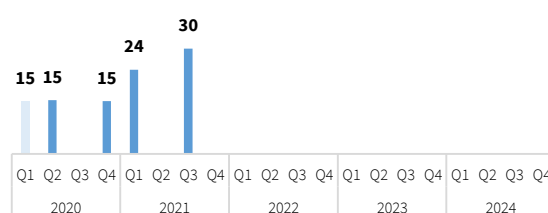
i2 DEVELOPMENT

- W 1-3Q 2019 r. deweloper sprzedał 131 mieszkań w stosunku do 343 sprzedanych lokali w analogicznym okresie roku ubiegłego (-62% r/r). W samym 3Q 2019 r. Grupa zakontraktowała 99 mieszkań (+8,8% r/r).
- W 1-3Q 2019 r. rozpoznano w przychodach 36 mieszkań w porównaniu do 119 lokali rozpoznanych w analogicznym okresie 2018 r. W 4Q 2019 r. miało dojść do przekazania 160 lokali (projekt: Kaszubska 10 oraz Awicenny – etap I).
- W 1H 2019 r. sprzedaż Grupy wyniosła 32 lokale, a więc widać że, w 3Q sprzedaż wyraźnie ruszyła. Na wzrost sprzedaży z pewnością istotnie wpłynął wyraźny wzrost oferty z 300 mieszkań na koniec 1H 2019 r. do 728 lokali na koniec 3Q 2019 r. Wzrost wynikał z wprowadzenia do sprzedaży lokali w projekcie Armii Krajowej 7 we Wrocławskiej dzielnicy Krzyki.
- Niezwykle wysoka marża EBIT równa 94,4% wynika ze zdarzenia jednorazowego – aktualizacji wyceny części lokali na skutek ich reklasyfikacji z zapasów do inwestycji w nieruchomości.
- Wskaźnik dług netto/kapitał własny obliczany zgodnie z WEO osiągnął na koniec września wartość 0,64 (kovenant na poziomie 0,7). W tabeli wartość jest wyższa, gdyż zgodnie z metodyką przyjętą w raporcie nie uwzględniamy w obliczeniach wskaźnika środków o ograniczonej możliwości dysponowania.
- W październiku 2019 r. Grupa wykupiła w terminie obligacje serii D o wartości 8,9 mln PLN. W grudniu natomiast spłaciła 14,7 mln PLN z zapadającej w styczniu serii C o wartości 30 mln zł. W tym celu Grupa wyemitowała nową serię I o nominalnie 15 mln PLN, z 15-miesięcznym tenorem. Spłata pozostałej części odsunięta została w porozumieniu z obligatariuszem do kwietnia 2020 r.
- Dnia 6 lutego zapada kolejna seria obligacji – tym razem jest to seria E, o wartości 15 mln PLN. Do 17 stycznia 2020 r. spółka skupiła w celu umorzenia obligacje tej serii o wartości nominalnej 2,2 mln PLN.
- W październiku Grupa poinformowała o przesunięciu zawarcia umowy przyrzeczonej zakupu działki we Wrocławiu o wartości 6,9 mln z października 2019 r. na luty 2020 r. W grudniu Grupa kupiła i opłaciła w całości zakup sąsiadującej działki za kwotę 3,69 mln PLN. Na obu nieruchomościach planowana jest realizacja inwestycji mieszkaniowo-usługowej na 280 lokali.

w mln PLN	2016	2017	2018	1-3Q 2018	1-3Q 2019
Przychody	93,5	78,8	95,5	75,6	37,4
Przychody	147,0	52,2	75,8	61,3	21,3
EBIT	72,7	14,7	-5,7	1,3	20,1
Marża EBIT	49,5%	28,2%	-7,6%	2,1%	94,4%
Zysk netto	6,0	10,8	29,0	33,8	-1,9
Marża netto	6,4%	13,7%	30,3%	44,6%	-5,0%
Kapitał własny	237,3	230,5	248,6	253,4	246,7
Zadłużenie finansowe	84,9	154,9	217,9	232,6	206,6
Kredyty i inne	74,8	89,0	92,9	97,3	97,9
Obligacje	10,1	65,9	125,0	135,3	108,8
% obligacji w zadłużeniu	11,9%	42,6%	57,4%	58,2%	52,6%
Środki pieniężne	4,1	1,4	15,7	35,7	15,4
Dług netto	80,7	153,5	202,2	196,9	191,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	35,6%	50,3%	56,7%	56,6%	58,4%
Dług netto/KW	34,0%	66,6%	81,4%	77,7%	77,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



W ramach skupu obligacji własnych serii E, deweloper w styczniu 2020 r. skupił w celu umorzenia obligacje o wartości nominalnej 2,2 mln PLN

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

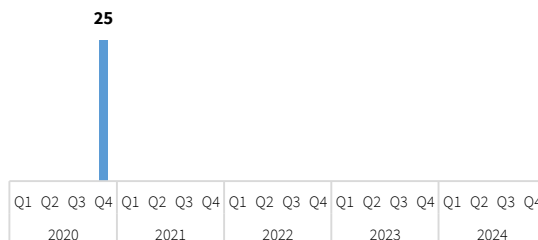
INPRO

- W 2019 r. Grupa Inpro sprzedała 769 mieszkań, co oznacza spadek sprzedaży w porównaniu do 2018 r. o 4,0% r/r. W samym 4Q Grupa sprzedała 185 mieszkań (+13,5% r/r).
- W 2019 r. Grupa Inpro przekazała 569 lokali w porównaniu do 679 przekazanych mieszkań w roku 2018 (-16,2% r/r). W samym 4Q Inpro przekazała 313 lokali (+2,3% r/r).
- Na początku grudnia Grupa poinformowała o decyzji Powiatowego Inspektora Nadzoru Budowlanego dotyczącej odmowy wydania pozwolenia na użytkowanie osiedla siedmiu budynków w projekcie Azymut w Gdyni (193 lokale). Grupa złożyła nowy wniosek w dniu 10.12.2019 r. i do dziś nie poinformowała o uzyskaniu pozwolenia. Powodem odmowy było niedostarczenie niezbędnej dokumentacji. W naszej ocenie sytuacja generuje potencjalne ryzyko zerwania umów po stronie nabywców lub konieczności zapłaty kar za opóźnienie przeniesienia własności. W raporcie za 3Q 2019 r. Inpro informowała, iż planuje oddać w 4Q 510 lokali, a w całym roku 730. Cel ten nie został osiągnięty, czego powodem były zapewne problemy z przekazaniem na wspomnianym osiedlu.
- W 2019 r. Grupa zakupiła 3 działki w Gdańsku oraz zabezpieczyła zakup (umowy przedwstępne) kolejnych 2 gruntów: w Gdańsku oraz Straszyne w gminie Pruszcz Gdański. W żadnym z tych pięciu przypadków cena zakupu nie przekroczyła 10% kapitałów własnych Grupy.
- W listopadzie Grupa podpisała Umowę kredytu obrotowego na kwotę 10 mln PLN z konsorcjum banków SGB oraz Banku Spółdzielczego w Tczewie. Celem kredytu jest częściowe finansowanie zakupu działki w Gdańsku. Spłata kredytu ma nastąpić do października 2022 r.
- Przychody z działalności deweloperskiej stanowiły w 1-3Q 2020 r. 67% przychodów ogółem. Drugim największym segmentem była produkcja prefabrykatów betonowych. Przychody w tym segmencie wyniosły 24,5 mln PLN i wzrosły w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego o 29,2% generując prawie 4,5 mln zysku netto (+18,0%). Pozostałymi segmentami są działalność hotelowa i wynajmu hoteli znajdujących się w posiadaniu Grupy. W 2019 roku wygenerowały one łącznie 3,3 mln PLN zysku netto (+58,0% r/r).

w mln PLN	2016	2017	2018	1-3Q 2018	1-3Q 2019
Przychody	204,6	202,9	259,0	151,3	131,4
Przychody	172,2	155,1	220,1	116,7	95,3
Zysk brutto ze sprzedaży	52,2	54,3	66,3	33,6	24,9
Marża brutto	30,3%	35,0%	30,1%	28,7%	26,1%
Zysk netto	29,6	27,1	35,3	14,1	8,0
Marża netto	17,2%	17,5%	16,0%	1,7%	8,4%
Zysk netto	29,3	30,3	40,9	18,5	12,8
Marża netto	14,3%	14,9%	15,8%	57,7%	9,7%
Kapitał własny	245,6	265,4	295,7	273,3	275,3
Zadłużenie finansowe	49,5	68,8	85,8	69,5	74,2
Kredyty i inne	49,5	68,8	60,9	69,5	48,8
Obligacje	0,0	0,0	24,8	0,0	25,4
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	0,0%	28,9%	26,6%	34,2%
Środki pieniężne	17,5	13,8	29,4	13,0	27,9
Dług netto	32,0	55,0	56,4	239,5	46,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	31,4%	37,6%	45,6%	47,2%	54,0%
Dług netto/KW	13,0%	20,7%	19,1%	20,7%	16,8%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

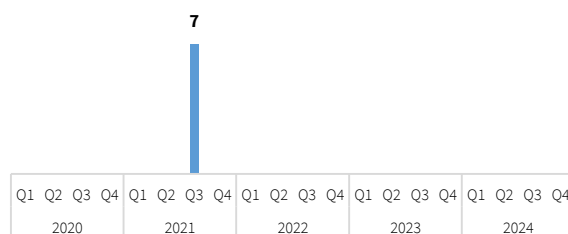
JHM DEVELOPMENT

- W 2019 r. JHM Development sprzedał 354 lokali wobec 298 jednostek rok wcześniej (+18,8% r/r). W ubiegłym roku deweloper rozpoznał w wyniku 352 mieszkania w porównaniu z 376 lokalami przekazanymi klientom w 2018 r.
- Na koniec września 2019 r. Spółka była w trakcie realizacji 9 projektów opiewających na 1 066 lokali. Na dzień 14 listopada 2019 r. deweloper posiadał w ofercie 893 mieszkania, w tym 203 gotowe.
- Niski poziom przekazania w 1-3Q 2019 r. przełożył się na widoczny spadek wyników finansowych. W 4Q ubiegłego roku oddano do użytkowania projekt Apartamenty Reymonta (212 lokali) oraz rozpoczęto przekazania z III etapu Osiedla Królewskiego (74 lokale) i III etapu Osiedla Diamentowego (122 lokale), co pozytywnie przełożyło się na finanse Spółki w ostatnim kwartale roku.
- W 1-3Q 2019 r. działalność JHM Development w segmencie mieszkaniowym charakteryzowała się wysoką rentownością brutto, która wyniosła 26,5% wobec 17,9% w analogicznym okresie roku poprzedniego. Na pochwałę zasługuje również efektywność kompleksu handlowego MARYWILSKA 44. Obecny poziom najmu zapewnia Spółce zadowalające, a przede wszystkim mocno powtarzalne dodatnie przepływy pieniężne.
- W grudniu 2019 r. deweloper poinformował o zakończeniu przeprowadzenia przymusowego wykupu mniejszościowych akcjonariuszy przeprowadzonego przez Mirbud, który posiada obecnie 100% udziałów w kapitale zakładowym Spółki. Mirbud rozważa możliwość wycofania akcji z obrotu nie wcześniej niż w połowie bieżącego roku. Przypominamy, że delisting Spółki umożliwi obligatariuszom obligacji serii B żądanie przedterminowego wykupu.
- Deweloper kolejny kwartał z rzędu utrzymuje bezpieczny poziom zadłużenia. Stabilny poziom środków pieniężnych pozwala przypuszczać, że ewentualne żądania przedterminowego wykupu obligacji zostaną terminowo obsłużone.
- W listopadzie 2019 r. JHM Development w ramach okresowej amortyzacji obligacji dokonał przedterminowego wykupu obligacji serii B w kwocie 1 023 tys. PLN. Na dzień dzisiejszy w obrocie znajdują się obligacje o łącznej wartości nominalnej równej 7,02 mln PLN.

w mln PLN	2016	2017	2018	1-3Q 2018	1-3Q 2019
Przychody	78,8	137,9	143,2	111,2	67,2
Przychody	40,7	95,8	97,8	77,2	32,0
Zysk brutto ze sprzedaży	7,3	16,5	18,8	13,8	8,5
Marża brutto	17,8%	17,2%	19,2%	17,9%	26,5%
Zysk netto	2,3	6,5	10,1	7,4	2,9
Marża netto	5,7%	6,8%	10,4%	9,5%	9,0%
Zysk netto	14,4	16,8	17,4	12,9	9,7
Marża netto	18,3%	12,2%	12,2%	11,6%	14,5%
Kapitał własny	317,0	333,8	349,2	344,6	358,9
Zadłużenie finansowe	68,4	55,2	65,8	62,1	87,4
Kredyty i inne	68,4	55,2	55,2	51,6	79,4
Obligacje	0,0	0,0	10,6	10,5	8,0
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	0,0%	16,1%	16,9%	9,2%
Środki pieniężne	8,7	11,7	7,7	12,3	10,1
Dług netto	59,7	43,5	58,2	49,8	77,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	25,0%	26,5%	26,4%	25,2%	34,0%
Dług netto/KW	18,8%	13,0%	16,7%	14,5%	21,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

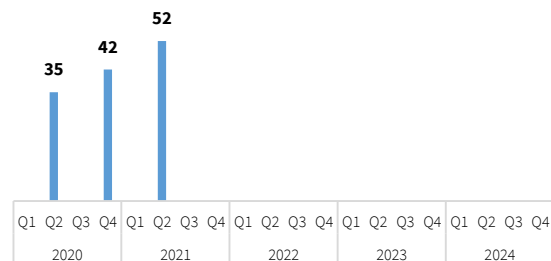
J.W. CONSTRUCTION

- W 4Q 2019 r. deweloper zakontraktował 289 lokali wobec 215 mieszkań rok wcześniej (+3,2% r/r). Oznacza to, że ubiegłym roku J.W. Construction sprzedał 1 026 mieszkań (-17,8% r/r) i tym samym zdołał zrealizować zrewidowany cel sprzedażowy opublikowany przez PAP (1 000 sztuk). Przypominamy, że pierwotny target kontraktacji zakładał znalezienie nabywców na 1,5 tys. lokali.
- W ostatnim kwartale ubiegłego roku deweloper przekazał klientom klucze od 510 mieszkań. Odczyt jest spójny ze wcześniejszymi komunikatami Spółki. Zatem w całym 2019 r. J.W. Construction rozpoznał w wyniku 1 480 lokali w porównaniu z 1 088 w roku ubiegłym.
- Na uznanie zasługuje osiągnięta w 1-3Q 2019 r. marża brutto segmentu mieszkaniowego, która wyniosła 26,1% wobec 21,8% w analogicznym okresie roku poprzedniego. Największy udział w przychodach J.W. Construction w pierwszych trzech kwartałach ubiegłego roku miał kolejny etap flagowej inwestycji dewelopera Bliska Wola (401 lokali mieszkalnych, 163 usługowych).
- W 3Q 2019 r. deweloper był w trakcie realizacji 8 inwestycji opiewających na 2,6 tys. lokali, a w planach miał budowę kolejnych 5,4 tys. mieszkań. Biorąc pod uwagę bieżącą skalę działalności dewelopera, w naszej ocenie bieżący bank ziemi J.W. Construction powinien zapewnić Spółce ok. 4-letnią produkcję.
- W listopadzie 2019 r. deweloper poinformował o przesunięciu terminu wykupu obligacji serii JWX0116 (51,5 mln PLN) z 2Q 2020 r. na 2Q 2021 r. oraz o wykupie 45% pierwotnej wartości nominalnej obligacji serii JWC1120, co stanowiło kwotę 42,3 mln PLN.
- W bieżącym roku deweloper jest zobowiązany do wykupu obligacji o łącznej wartości 77,3 mln PLN. Uważamy, że ze względu na silną pozycję środków pieniężnych, niski poziom zadłużenia oraz harmonogram przyszłych przekazania J.W. Construction nie powinno mieć problemów z wykupem bądź refinansowaniem zapadających serii obligacji.
- Na początku stycznia 2020 r. J.W. Construction poinformowało o nabyciu w ramach skupu akcji własnych 6,0 mln sztuk akcji własnych, co wiązało się z przekroczeniem 5% ogólnej liczby głosów w Spółce.

w mln zł	2016	2017	2018	1-3Q 2018	1-3Q 2019
Przychody	490,7	404,2	404,1	325,4	406,3
Przychody	495,1	337,7	319,5	261,6	324,6
Zysk brutto ze sprzedaży	121,3	87,9	71,1	56,9	84,9
Marża brutto ze sprzedaży	24,5%	26,0%	22,2%	21,8%	26,1%
Zysk ze sprzed. (dew.)	69,7	50,0	30,0	26,0	45,4
Marża zysku ze sprz.	14,1%	14,8%	9,4%	9,9%	14,0%
Zysk netto	22,6	24,8	27,8	24,0	31,9
Marża netto	4,6%	7,4%	8,7%	9,2%	9,8%
Zysk netto	25,0	25,9	16,5	15,2	37,6
Marża netto	5,1%	6,4%	4,1%	4,7%	9,3%
Kapitał własny	653,2	678,2	693,7	692,6	728,1
Zadłużenie finansowe	329,8	427,4	351,8	375,8	384,8
Kredyty i inne	202,2	207,5	147,0	162,2	209,4
Obligacje	127,5	219,9	204,7	213,6	175,4
% obligacji w zadłużeniu	38,7%	51,4%	58,2%	56,8%	45,6%
Środki pieniężne	88,3	174,3	122,5	187,2	141,1
Dług netto	241,5	253,1	229,3	188,7	243,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,6%	59,9%	61,4%	61,7%	59,3%
Dług netto/KW	37,0%	37,3%	33,1%	27,2%	33,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



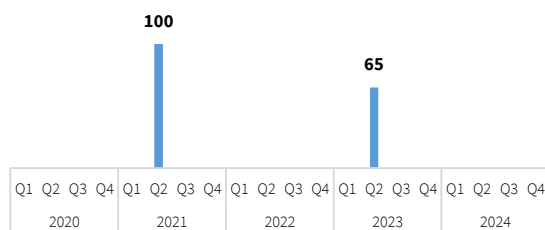
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

LOKUM DEWELOPER

- W 4Q 2019 r. Grupa sprzedała 33 lokale. Oznacza to, że w 2019 deweloper zakontraktował łącznie 268 mieszkań wobec 1 011 jednostek rok wcześniej (-73,5% r/r). Tym samym mocno wyprzedzona oferta przelożyła się na słaby sprzedażowy 2019 r. i uniemożliwiła Grupie realizację ubiegłorocznego celu sprzedażowego na poziomie 400 lokali.
- W 3Q 2019 r. Grupa uzyskała pozwolenie na budowę 357 lokali, które powstaną w ramach 3-etapowej inwestycji Lokum Salsa. Z kolei w 4Q 2019 r. deweloper otrzymał niezbędne decyzje administracyjne umożliwiające realizację 490 lokali w dwóch pozostałych krakowskich inwestycjach – Lokum Siesta oraz Lokum Vista. Dodatkowo w 1Q 2020 r. Grupa spodziewa się otrzymania pozwoleń na budowę dla wrocławskich projektów: osiedla Lokum Porto oraz inwestycji przy ul. Stoczniovej. Dla Grupy oznacza to zakończenie przestoju w realizacji inwestycji na skutek przeciągających się decyzji administracyjnych.
- We wrześniu 2019 r. Grupa Lokum Deweloper wprowadziła do oferty 152 lokale w ramach inwestycji Lokum Monte. Z kolei w październiku w Krakowie rozpoczęto sprzedaż 121 mieszkań z drugiego etapu Lokum Siesta oraz 83 mieszkań z pierwszego etapu osiedla Lokum Salsa. Dodatkowo pod koniec listopada Grupa poinformowała o wprowadzeniu do sprzedaży 241 mieszkań z drugiego etapu krakowskiego osiedla Lokum Vista. Oznacza to, że w ostatnim czasie oferta dewelopera została uzupełniona o 597 lokali.
- Grupa w 4Q 2019 r. przekazała 195 lokali, co jest zgodne z oczekiwaniami Zarządu. W 2019 r. deweloper rozpoznał w wyniku 733 mieszkania wobec 900 lokali rok wcześniej -18,6% r/r). Grupa posiada wysoki potencjał rozpoznać lokali w 2021 r. oraz 2022 r., w których potencjał przekazania, według szacunków na koniec września 2019 r., wynosił odpowiednio 1 399 oraz 1 905 lokali.
- W grudniu 2019 r. Grupa wyemitowała niezabezpieczone obligacje serii F o wartości 65 mln PLN, o terminie wkupu przypadającym na czerwiec 2023 r. Oprocentowanie obligacji ustalono na WIBOR 6M + 3,45%.

w mln PLN	2016	2017	2018	1-3Q 2018	1-3Q 2019
Przychody	189,3	221,2	322,4	224,6	210,9
Zysk brutto ze sprz.	60,4	88,2	115,2	82,7	76,3
Marża brutto ze sprz.	31,9%	39,9%	35,7%	36,8%	36,2%
Zysk ze sprz.	44,8	67,8	96,6	69,4	63,3
Marża zysku ze sprz.	23,7%	30,6%	29,9%	30,9%	30,0%
Zysk netto	46,9	76,6	73,0	51,1	47,6
Marża netto	24,8%	34,6%	22,6%	22,7%	22,6%
Kapitał własny	243,0	297,3	349,6	327,7	355,3
Zadłużenie finansowe	101,2	174,8	175,3	191,7	101,2
Kredyty i inne	0,2	0,7	0,5	15,2	0,3
Obligacje	101,0	174,1	174,7	176,5	100,9
% obligacji w zadłużeniu	99,8%	99,6%	99,7%	92,0%	99,7%
Środki pieniężne	56,0	135,0	140,5	152,2	102,2
Dług netto	45,2	39,8	34,8	39,5	-1,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	37,0%	47,9%	51,9%	54,1%	44,1%
Dług netto/KW	18,6%	13,4%	9,9%	12,1%	-0,3%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

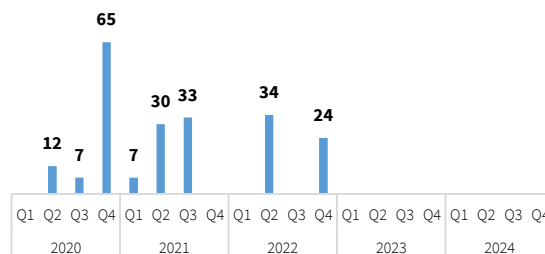
MARVIPOL DEVELOPMENT

- W ostatnim kwartale 2019 r. deweloper sprzedał 217 lokali, co oznacza, że łącznie w 2019 r. Marvipoł Development znalazł nabywców na 942 jednostki mieszkalne i usługowe, co stanowi rekordowy odczyt w historii dewelopera (+11,7% r/r). Tym samym Grupa zrealizowała ubiegłoroczny cel sprzedażowy zakładający dwucyfrowy w ujęciu procentowym wzrost sprzedaży (co najmniej 928 lokali).
- W 2019 r. Grupa rozpoznała w wyniku finansowym 772 lokale wobec 775 sztuk rok wcześniej. Warto podkreślić, że łączna wartość wydanych w 2019 r. lokali wyniosła 284,6 mln PLN, co stanowi 9,3% wzrost w stosunku do kwoty osiągniętej w roku poprzednim. Dane te są potwierdzeniem skutecznej realizacji strategii Grupy Marvipoł Development prowadzącej do budowania oferty w oparciu o lokale o ponadprzeciętnej cenie.
- Na uwagę zasługuje fakt, że w 1-3Q 2019 r. marża brutto ze sprzedaży wyniosła 25,8% w porównaniu z 24,5% w analogicznym okresie roku poprzedniego.
- Pod koniec listopada 2019 r. deweloper poinformował, że rozważa emisję obligacji w ramach trzyletniego programu do 250 mln PLN, który został ustanowiony w kwietniu 2019 r. Potencjalna emisja miałaby zostać przeprowadzona do końca lutego 2020 r. Marvipoł Development poinformował również, że nowa seria mogłaby zostać zasymilowana z serią Y, która została wyemitowana w czerwcu ubiegłego roku z oprocentowaniem ustalonym na poziomie WIBOR 6M + 4,25%. Podczas konferencji wynikowej podsumowującej wyniki Grupy za 3Q 2019 r. Zarząd stwierdził, że zamierza wypełnić w pełni wykorzystać ustanowiony program.
- Na koniec 3Q 2019 r. poziom kapitału własnego całej Grupy (uwzględniając segment mieszkaniowy oraz magazynowy) wyniósł 458,7 mln PLN. Biorąc pod uwagę harmonogram realizacji prowadzonych przez Marvipoł projektów, można spodziewać się, że łączny zysk netto osiągnięty w 2019 r. umożliwi zbudowanie kapitału własnego w kwocie przekraczającej 500 mln PLN. Realizacja przedstawionego scenariusza daje mocne podstawy do rozważenia przez Marvipoł Development wypłaty dywidendy z zysku za ubiegły rok.
- Na początku stycznia 2020 r. Grupa poinformowała o rezygnacji Pana Mariusza Poławskiego z członkowską w Zarządzie dewelopera ze skutkiem na dzień 30 marca 2020 r. Rada nadzorcza Spółki powołała do Zarządu Pana Grzegorza Kaweckiego, który od 1 kwietnia bieżącego roku obejmie funkcje wiceprezesa Marvipoł Development.

w mln PLN ¹	2016	2017	2018	1-3Q 2018	1-3Q 2019
Przychody	219,4	185,7	266,1	178,9	119,5
Zysk brutto ze sprzedaży	35,7	38,1	62,1	43,9	30,9
Marża brutto ze sprz.	16,3%	20,5%	23,3%	24,5%	25,8%
Zysk netto	31,0	23,0	27,3	24,1	5,8
Marża netto	14,1%	12,4%	10,3%	13,5%	4,9%
Kapitał własny	347,2	219,5	178,8	191,1	240,1
Zadłużenie finansowe	173,9	316,6	341,5	350,1	364,4
Kredyty i inne	32,5	68,8	57,3	66,6	151,3
Obligacje	141,4	247,7	284,2	283,5	213,1
% obligacji w zadłużeniu	81,3%	78,3%	83,2%	81,0%	58,5%
Środki pieniężne	170,9	191,2	105,3	125,0	99,4
Dług netto	3,0	125,4	236,2	225,1	264,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,9%	70,0%	75,7%	74,6%	76,1%
Dług netto/KW	0,9%	57,1%	132,1%	117,8%	110,3%

¹ Wydzielony segment deweloperski

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

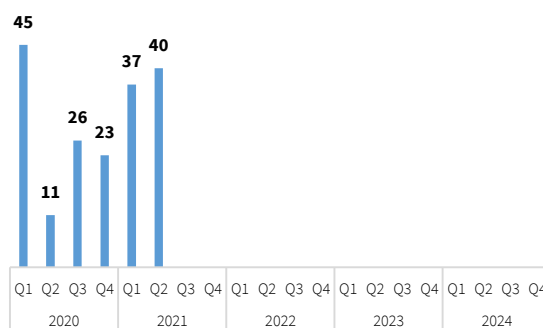
POLNORD

- W 4Q 2019 r. Polnord znalazł nabywców na 116 lokali, a w całym 2019 r. zdołał sprzedać 323 jednostki mieszkalne (-61,4% r/r). Oznacza to, że deweloper nie realizował zrewidowanego celu kontraktacji na poziomie 500 mieszkań. W ubiegłym roku Polnord rozpoznał w wyniku finansowym 558 lokali wobec 1 017 rok wcześniej (-45,1% r/r).
- W grudniu Polnord poinformował o dojściu do skutku emisji, w ramach której Spółka wyemitowała 64,85 mln nowych akcji serii T, mając w ten sposób pozyskać 137,5 mln PLN. Uchwała w sprawie emisji akcji została jednak zaskarżona przez Hanapeta Holdings (obecnie największego akcjonariusza Spółki). Przepisyki podmiot złożył pozew ze względu na sposób oferowania nowych akcji. Jeśli okazałoby się, że do transakcji jednak nie dojdzie, to dla rynku byłby to spory cios, gdyż spółka będzie miała prawdopodobnie problemy z regulowaniem swoich zobowiązań.
- Większa część emisji (98,2%) została objęta przez węgierską Cordia International. Polnord poinformował, że objęcie przez Cordia International akcji Spółki będzie wymagało uzyskania zgody UOKiK na przejęcie.
- Biorąc pod uwagę bieżącą liczbę akcji Spółki (32,7 mln szt.) oraz wyrażenie zgody UOKiK na objęcie nowej emisji przez węgierski podmiot, Cordia będzie posiadać 65,3% udział w kapitale Polnord. Pod koniec grudnia 2019 r. deweloper poinformował o zawarciu aneksu do umowy kredytowej z Getin Noble Bank w kwocie 30 mln PLN skutkującej wydłużeniem okresu spłaty zadłużenia z 31.12.2019 r. do dnia 31.03.2020 r. Wcześniej Spółce udało się przesunąć wykup i rozłożenie na raty zobowiązanie z tytułu objętych przez SGB-Bank obligacji serii D o wartości 60 mln PLN.
- W 4Q 2019 r. deweloper zdołał wykupić obligacje o łącznej wartości nominalnej równej 47,2 mln PLN. W bieżącym roku Spółka jest zobowiązana do spłaty kolejnych serii obligacji na łączną kwotę 103,2 mln PLN.
- W naszej ocenie dojście do pojawienia się w akcjonariacie silnego kapitałowo inwestora w postaci Cordia International może rozwiązać problemy finansowe Polnord. Uważamy jednak, że z obiektywną opinią odnośnie dalszej działalności Spółki powinniśmy wstrzymać się do finalizacji transakcji oraz przedstawienia planów dalszego funkcjonowania Polnord przez nowego większościowego akcjonariusza.

w mln PLN	2016	2017	2018	1-3Q 2018	1-3Q 2019
Przychody	176,7	293,6	307,6	185,1	117,9
Przychody	163,6	275,0	291,3	175,6	111,8
Zysk brutto ze sprzedaży	50,4	34,4	33,9	12,6	15,1
Marża brutto	30,8%	12,5%	11,6%	7,2%	13,5%
Zysk netto	-16,9	3,3	-86,2	-38,8	-51,3
Marża netto	-9,6%	1,1%	-28,0%	-21,0%	-43,5%
Kapitał własny	705,6	592,8	519,2	641,0	448,1
Zadłużenie finansowe	487,7	418,3	330,7	275,2	257,3
Kredyty i inne	156,8	131,9	76,3	19,7	30,2
Obligacje	330,8	286,4	254,4	255,5	227,1
% obligacji w zadłużeniu	67,8%	68,5%	76,9%	92,9%	88,3%
Srodki pieniężne	344,1	337,4	287,2	78,7	41,3
Dług netto	53,5%	56,3%	55,4%	196,5	216,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	48,8%	56,9%	55,3%	52,7%	58,3%
Dług netto/KW	176,7	293,6	307,6	30,7%	48,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



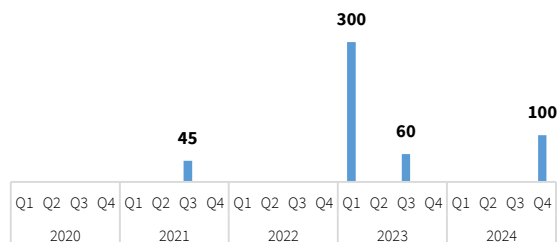
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ROBYG

- Robyg nie jest spółką, której akcje notowane są na GPW i nie ma obowiązku publikowania sprawozdania po 3Q 2019 r. W związku z tym w tabeli prezentujemy wyniki finansowe na zakończenie 1H 2019 r.
- Sprzedaż Grupy Robyg w 2019 r. wyniosła 2 570 mieszkań w stosunku do 2 520 sprzedanych lokali w 2018 r., (+2,0% r/r). W samym 4Q Spółka zakontraktowała 717 lokali w stosunku do 504 mieszkań sprzedanych w analogicznym okresie 2018 r. (+42,3% r/r). Pierwotny cel sprzedażowy dewelopera wynosił 2700 lokali i został zaktualizowany do 2 300 w ciągu roku. Niższa niż planowana pierwotnie kontraktacja była prawdopodobnie głównie skutkiem ograniczonej oferty wynikającej z trudności w uruchamianiu nowych inwestycji ze względu na brak niezbędnych pozwoleń.
- Dane sprzedażowe nie uwzględniają rezygnacji na projekcie Young City 2 z powodu przedłużających się procedur administracyjnych. Grupa nie podaje jednak o jaką liczbę lokali chodzi. Zgodnie z informacjami prasowymi z listopada 2019 r. Robyg wypowiedział klientom umowy rezerwacyjne, z których niektóre zawierane były wiele miesięcy temu. Niektórzy klienci zapowiadają walkę w sądzie ze względu na fakt, iż od momentu podpisania umów rezerwacyjnych znacząco wzrosły ceny mieszkań w okolicy inwestycji.
- W ofercie na dziś znajduje się 1,6 tys. lokali. Grunty w posiadaniu Grupy pozwalają natomiast na wybudowanie kolejnych ok. 16,5 tys. mieszkań. W 2019 r. Grupa rozpoznała w przychodach ok. 2 850 lokali, w porównaniu do 2 670 lokali rozpoznanych w 2018 r. Plan przekazania na 2019 r. wynosił 2 800 mieszkań, a więc został osiągnięty.
- W 2019 r. Robyg zainwestował w bank ziemi w Warszawie, Gdańsku, Wrocławiu i Poznaniu ponad 330 mln PLN. Zakupione grunty pozwalają na zbudowanie około 335 tys. mkw. PUM (ok. 6 000 mieszkań).
- W 1H 2019 r. Grupa zwiększyła zadłużenie finansowe z tytułu kredytów o niecałe 35 mln PLN. W danych na koniec 2019 r. zobaczymy również wzrost zadłużenia z tytułu obligacji, gdyż w grudniu Grupa przeprowadziła nową emisję 5-letnich obligacji o wartości 100 mln PLN. Opracowanie emisji oparte jest o WIBOR 6M powiększony o marżę w wysokości 2,95%.

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

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

RONSON

- W 2019 r. Ronson sprzedał 761 mieszkań w stosunku do 773 lokali w roku poprzednim, a więc kontraktacja była na niemal identycznym poziomie. Grupa nie zrealizowała więc celu sprzedażowego w wysokości 800 mieszkań, choć do jego realizacji zabrakło niewiele bo 39 mieszkań. W samym 4Q 2019 r. Ronson sprzedał 256 mieszkań w stosunku do 134 w analogicznym okresie roku ubiegłego (+91,3%).
- W 2019 r. Grupa przekazała 658 mieszkań w stosunku do 764 mieszkań przekazanych w roku 2018 (-13,9% r/r). W samym 4 kwartale Ronson przekazał 124 lokale (+117,5% r/r). Cel na 2019 r. był taki sam jak cel sprzedażowy i wyniósł 800 mieszkań, a więc również tutaj Grupa nie zdołała osiągnąć celu, do którego realizacji zabrakło 142 mieszkania. Marża zysku brutto ze sprzedaży z inwestycji mieszkaniowych wyniosła w 1-3Q 2019 r. 17,6% a więc wzrosła o 1,6 p.p. w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. Grupa cały czas utrzymuje jednak znacznie niższą marżę brutto od średniej branżowej w wysokości ok. 25%.
- Długoterminowym celem dewelopera jest sprzedaż 1 tys. lokali rocznie i zdaniem firmy aby to osiągnąć oferta musi być w wysokości co najmniej 1-1,2 tys. lokali. Zgodnie z zapowiedziami Grupy taki poziom oferty miał być osiągnięty w 4Q 2019 r.
- Bank ziemi dewelopera na koniec września 2019 r. pozwalał na wybudowanie 4,45 tys. mieszkań o 276 tys. mkw. PUM w Warszawie, Wrocławiu, Szczecinie i Poznaniu, przy czym największą wagę miała zdecydowanie Warszawa (67%) Zdaniem Grupy na wyniki w przyszłości największy wpływ będą miały inwestycje Miasto Moje na Białoleścu (bank ziemi na 961 lokali) oraz Ursus Centralny (grunty na 1 462 lokale). W projekcie Ursus Centralny – największym projekcie Grupy, w grudniu do sprzedaży trafiło 250 lokali w ramach drugiego etapu osiedla. Sprzedaż w pierwszym etapie, który obejmuje 138 lokali wynosiła na koniec listopada 80%.
- Na początku września z funkcji Prezesa Ronson zrezygnował Pan Nir Netzer, jako przyczynę podając nowe plany zawodowe. Z początkiem grudnia zastąpił go Pan Boaz Haim, który jest adwokatem, a dotychczas pełnił funkcję członka Zarządu. W grudniu ze swojej pozycji zrezygnował z kolei Wiceprezes Zarządu do spraw finansowych Pan Rami Geris, jako powód odejścia podając również nowe plany zawodowe. Zastąpił go Pan Yaron Shama.
- Spółka kontynuuje skup akcji własnych. Na dzień 13 stycznia łączna liczba posiadanych akcji własnych stanowi 0,42% kapitału zakładowego spółki.

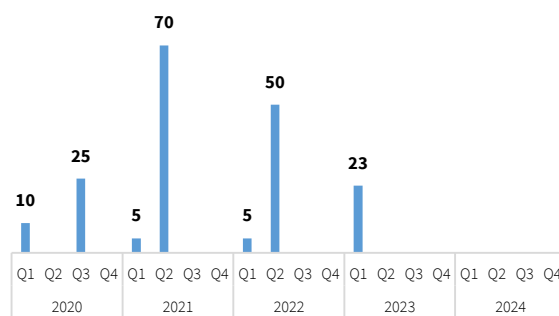
VANTAGE DEVELOPMENT

- W 4Q 2019 r. Grupa Vantage Development sprzedała 336 lokali wobec 202 sztuk w analogicznym okresie roku poprzedniego (+66,3% r/r). Oznacza to, że w całym 2019 r. deweloper zakontaktował 941 jednostek i tym samym zrealizował ubiegłoroczny cel sprzedażowy, osiągając przy tym wzrost sprzedaży w porównaniu z ubiegłym rokiem o 14,2%.
- W 4Q 2019 r. Grupa rozpoznała w wyniku finansowym 601 lokali, a łącznie w 2019 r. liczba przekazanych wyniosła 866 lokali wobec 1 288 jednostek rok wcześniej (-29,5% r/r). Spadek poziomu wydań lokali jest zgodny z prognozami Grupy i wynika on z harmonogramu realizowanych projektów.
- Na koniec września 2019 r. deweloper posiadał w swojej ofercie 916 lokali oraz bank ziemi umożliwiający budowę ok 3,3 tys. mieszkań.
- W październiku 2019 r. Grupa opublikowała opóźnioną informację poufną odnośnie podpisania z TAG Immobilien umowy na wyłączność odnośnie potencjalnej transakcji nabycia 100% akcji w Spółce. W listopadzie ubiegłego roku doszło pomiędzy stronami do podpisania umowy inwestycyjnej. W styczniu bieżącego roku doszło do rozliczenia transakcji, w której TAG nabył 100% kapitału Spółki za kwotę 558,5 mln PLN. Warto dodać, że Pan Grzegorz Dzik i Pan Józef Biegaj (byli akcjonariusze) zobowiązują się odkupić od dewelopera funkcjonujące w ramach Grupy spółki, które prowadzą działalność w segmencie nieruchomości komercyjnych.
- Model biznesowy niemieckiego TAG Immobilien zakłada długoterminowy wynajem mieszkań. Oznacza to, że bieżąca strategia Grupy może zostać przedefiniowana.
- Wycofanie akcji Spółki z obrotu skutkowało podniesieniem marży obligacji serii O i O1 (zasymilowane), R, S oraz T. Dodatkowo utrata kontroli przez byłych akcjonariuszy skutkowało złamaniem kowenantów zapisanych w warunkach emisji obligacji. Tym samym obligatariuszom serii O, O1 (45 mln PLN), serii R (70 mln PLN) oraz serii S (10 mln PLN) przysługuje żądanie przedterminowego wykupu na żądanie obligatariuszy.

w mln PLN	2016	2017	2018	1-3Q 2018	1-3Q 2019
Przychody	484,8	231,7	294,1	253,3	179,0
Przychody	307,6	224,4	291,8	251,4	172,5
Zysk brutto ze sprz.	59,4	31,9	43,4	40,3	30,4
Marża zysku ze sprz	19,3%	14,2%	14,9%	16,0%	17,6%
Zysk brutto ze sprz.	118,7	38,1	45,7	42,1	30,6
Marża brutto ze sprz.	24,5%	16,4%	15,5%	16,6%	17,1%
Zysk netto	65,1	11,3	15,1	12,2	13,2
Kapitał własny	361,9	342,0	343,5	353,8	346,4
Zadłużenie finansowe	226,1	211,2	243,2	239,7	194,4
Kredyty i inne	3,5	13,9	37,7	17,9	5,9
Obligacje	222,6	197,3	205,5	221,8	188,5
% obligacji w zadłużeniu	98,5%	93,4%	84,5%	92,5%	97,0%
Środki pieniężne	65,9	50,8	68,5	107,4	78,7
Dług netto	160,2	160,5	174,7	132,3	115,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	51,3%	51,5%	57,3%	57,3%	60,2%
Dług netto/KW	44,3%	46,9%	50,9%	37,4%	33,4%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)

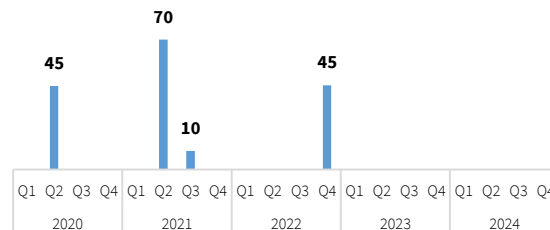


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln PLN ¹	2016	2017	2018	1-3Q 2018	1-3Q 2019
Przychody	117,8	274,9	467,7	293,8	118,2
Zysk brutto ze sprz.	20,8	49,5	107,0	65,2	26,9
Marża brutto ze sprz.	17,7%	18,0%	22,9%	22,2%	22,8%
Zysk ze sprz.	10,5	33,3	91,2	53,8	14,3
Marża zysku ze sprz.	8,9%	12,1%	19,5%	18,3%	12,1%
Zysk netto	7,6	27,5	73,7	45,7	11,0
Marża netto	6,4%	10,0%	15,8%	15,6%	9,3%
Zadłużenie finansowe	184,3	210,5	195,9	201,8	239,5
Kredyty i inne	36,5	77,3	52,0	57,2	68,4
Obligacje	147,8	133,2	143,9	144,6	171,1
% obligacji w zadłużeniu	80,2%	63,3%	73,5%	71,6%	71,5%
Środki pieniężne	88,2	68,1	95,7	191,8	46,4
Dług netto	96,1	142,4	100,2	9,9	193,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,0%	65,1%	64,5%	66,1%	69,4%
Dług netto/KW	59,6%	69,9%	56,9%	4,8%	89,3%

¹ Wyniki segmentu mieszkaniowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



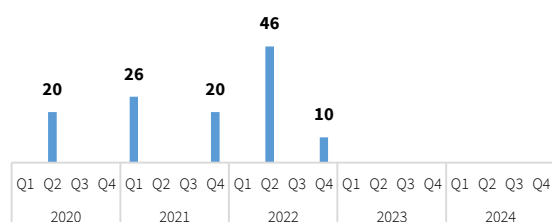
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Victoria Dom

- Victoria Dom nie jest spółką, której akcje notowane są na GPW i nie ma obowiązku publikowania sprawozdania po 3Q 2019 r. W związku z tym w tabeli prezentujemy wyniki finansowe na zakończenie 1H 2019 r.
- W 2019 r. Victoria Dom sprzedała 1 570 mieszkań wobec 1 055 lokali rok wcześniej, co oznacza 48,8% wzrost r/r. W samym 4Q ubiegłego roku deweloper zakontraktował 441 jednostek wobec 348 mieszkań w analogicznym okresie 2018 r (+26,7% r/r). Zgodnie z naszymi przewidywaniami Victoria Dom zrealizowała tegoroczny cel sprzedażowy (1 500 lokali).
- Deweloper nie zamierza zwalniać tempa i w tym roku zamierza znaleźć nabywców na 2 000 mieszkań. Należy przyznać, że wzrost wolumenu kontraktacji Spółki jest imponujący.
- W prasie pojawiają się informacje dotyczące planów wejścia na nowe rynki w Polsce. Zarząd Victoria Dom pozytywnie również ocenia swoją działalność w Niemczech. Spółka posiada obecnie w przygotowaniu kolejne projekty w Berlinie.
- W listopadzie 2019 r. deweloper przeprowadził emisję obligacji serii M na kwotę 10,0 mln PLN. Dług oprocentowano na WIBOR 6M + 5,0%. Pozyskane środki zostały przeznaczone na refinansowanie serii G, H (zasymilowane) w kwocie 8,3 mln PLN oraz na sfinansowanie kapitału obrotowego.
- Warto odnotować, że oferta objęcia obligacji serii M charakteryzowała się 0,2% redukcją. Przypominamy, że poprzednie serie K oraz L nie zostały w pełni uplasowane.
- 27 listopada deweloper dokonał wykupu 976 sztuk obligacji serii G,H. Pozostała część 7 309 sztuk została wykupiona z dniem 9 grudnia 2019 r. Tym samym Victoria Dom w pełni spłaciła zobowiązanie z tytułu wyemitowanych obligacji serii G, H.

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

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Słownik pojęć

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

Przyjęta w raporcie metodologia

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

Zastrzeżenie

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

Osoby sporządzające niniejszy materiał działały z należytą starannością przy jego sporządzaniu. Niniejsza analiza oraz wnioski z niej 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

Seweryn Żołyniak

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: seweryn.zolyniak@dmnavigator.pl

Igor Więckowski

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: igor.wieckowski@dmnavigator.pl

Navigator Capital Group®

Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: +48 22 630 83 33

mail: biuro@navigatorcapital.pl

www.navigatorcapital.pl

Autorzy slajdów 11-12: Reaktywacja prac nad projektem ustawy o polskich REITach

Malwina Jagiełło

Starszy Prawnik

Mail: m.jagiello@kochanski.pl

Daniel Kozłowski

Starszy Prawnik

Mail: d.kozlowski@kochanski.pl

kochański
i partnerzy Business Law Firm

Plac Piłsudskiego 1

00-078 Warszawa

Tel.: +48 22 326 96 00

mail: biuro@kochanski.pl

www.kochanski.pl
