
Navigator Dom Maklerski®
Value delivered.

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 3Q 2021 r.

Warszawa, październik 2021 r.

Szanowni Państwo,

Przez rynek nieruchomości mieszkaniowych oraz całą gospodarkę przechodzi teraz wzrostowa fala. Należy jednak pamiętać, że czasy są nietypowe i choć skala wzrostów robi wrażenie to bazę dla nich stanowi 2020 r. – rok pandemii, naznaczony przede wszystkim niepewnością i strachem. Szczególnie dużo działa się we wrześniu i w pierwszych tygodniach października. W pierwszych tygodniach października poznaliśmy dane sprzedażowe deweloperów. W ujęciu historycznym były dobre ale wyraźnie poniżej rekordów, które przyszło nam oglądać w pierwszych dwóch kwartałach tego roku. Deweloperzy ujęci w naszym zestawieniu sprzedali w 3Q 2021 r. 5 186 lokali czyli o ponad 16% mniej w porównaniu do rekordowego drugiego kwartału bieżącego roku, kiedy sprzedaż wyniosła 6 190 lokali. Co stoi za kwartalnymi spadkami? Przede wszystkim deweloperzy weszli w miniony kwartał z wyraźnie niższą ofertą. Analiza dostępnych danych dotyczących oferty (nie wszyscy je publikują), wskazuje że na koniec czerwca była ona niższa o ponad 20% w porównaniu do końca marca, co z grubsza odpowiada spadkowi dynamiki sprzedaży. W porównaniu do lat ubiegłych, wyniki należy ocenić jako dobre ponieważ kontraktacja była wyższa zarówno od wyników wypracowanych w trzecim kwartale 2020 r., jak i w latach 2018-2019.

Patrząc w przyszłość, wyzwania dla spółek operujących w sektorze są dobrze znane: gruntów jest mało a ich cena rośnie, do tego wyzwaniem jest budżetowanie inwestycji kiedy materiały budowlane drożeją i może być ciężko z ich dostępnością. W największych miastach bariery wejścia robią się coraz większe: w warunkach kurczącego się zasobu działek, na których można szybko budować, deweloperzy muszą sięgać po duże, przemysłowe i nierzadko „trudne” działki. A te albo są bardzo drogie albo będą wymagać bardzo dużych nakładów inwestycyjnych, albo jedno i drugie. Przykładem takich transakcji, jest nabycie przez Okam (spółka nie jest ujęta w naszym zestawieniu) terenów po zakładach FSO na warszawskim Żeraniu. Innym przykładem jest inwestycja Robyg, który wydał ponad 250 mln zł na tereny na Wilanowie w Warszawie. Wszystko to sprawia, że do licytacji mogą stawać w zasadzie tylko największe podmioty z branży z silną pozycją finansową. Biorąc pod uwagę ciągłości produkcji i uzupełnianie oferty, możemy być świadkami dalszej konsolidacji rynku oraz wyjścia poza sześć największych miast.



Mateusz Mucha

Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A.

W zakresie M&A tempa nie zwalnia Dom Development, który po zakupie Sento poszedł za ciosem i prowadzi negocjacje dotyczące zakupu wybranych spółek z Grupy Buma. Zarówno Sento jak i Buma operują w Krakowie. O możliwych przejściach wspomnieli również przedstawiciele Develii.

Pojawiają się też pytania o wpływ październikowej podwyżki stóp procentowych na rynek mieszkaniowy. Póki co Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopę referencyjną do 0,5%. Podzielamy pogląd, że taki poziom nie ma potencjału żeby ograniczyć popyt a istotny spadek zdolności kredytowej konsumentów może nastąpić wraz z doprowadzeniem stóp procentowych w okolice 2,0%, tj. powyżej poziomu sprzed pandemii. Póki co rynek spodziewa się, że inflacja pozostanie na wysokich poziomach (niektórzy mówią aż o 7,0% na początku 2022 r.) i że RPP będzie systematycznie podnosić stopy procentowe. Niemniej Rada potrafiła już niejednokrotnie zaskoczyć rynek. Ponadto, należy przypomnieć, że nawet kiedy stopa referencyjna wynosiła 1,5% sprzedaż osiągała bardzo dobre wyniki a ceny dynamicznie rosły.

W naszej opinii ceny mieszkań będą kontynuować wzrosty w kolejnych kwartałach, choć być może wolniej niż w bieżącym roku. Uważamy, że ceny będą rosły przede wszystkim przez czynniki kosztowe we wszystkich 3 podstawowych elementach (grunty, materiały, robocizna), co w połączeniu z problemami z podażą w dużych miastach będzie sprzyjało stałemu spadkowi dostępności mieszkaniowej.

Będziemy też z uwagą obserwować jak na rynek wpłynie program „Polski Ład”. Z jednej strony, planowane jest wsparcie państwa w zakresie wkładu własnego co powinno zwiększyć popyt. Tu kluczowe będą szczegóły – może okazać się, że program *de facto* ominie miasta takie jak Warszawa z uwagi na wysokość cen na tym rynku. Z drugiej strony, zastanawiamy się jak zmiany podatkowe wprowadzane w ramach „Polskiego Ładu” wpłyną na klientów detalicznych kupujących mieszkania na wynajem oraz na politykę inwestycyjną funduszy PRS. Zgodnie z proponowanymi przepisami, wynajmujący nie będą mogli odliczać amortyzacji od podatku co obniży stopę zwrotu. Ponadto, wciąż czekamy na projekt przepisów w zakresie REIT-ów.

Sytuacja finansowa analizowanych deweloperów na koniec drugiego kwartału była dobra. Poziom zadłużenia netto tej grupy wyniósł w czerwcu 2021 r. 2,0 miliardy zł co oznacza wzrost o ponad 20% w porównaniu do marca bieżącego roku. Niemniej 1Q wysoko zawiesił poprzeczkę w tym zakresie i o powtórzenie takich wyników będzie trudno. Dodatkowo w ujęciu historycznym zadłużenie pozostaje na umiarkowanym poziomie, tym bardziej że poziom kapitałów własnych spółek jest też dobry. Konkludując, deweloperzy mogą sobie pozwolić na zwiększenie zadłużenia w kolejnych kwartałach. Pod względem nowych emisji, trzeci kwartał był dość spokojny co było zapewne spowodowane sezonem urlopowym i wysoką aktywnością rynkową w pierwszej połowie roku. Spośród analizowanych przez nas spółek deweloperskich, odnotowaliśmy tylko 3 emisje na łączną kwotę ok. 150 mln zł. Z kolei w trakcie pierwszych trzech tygodni października pozyskano nowe środki w wysokości ponad 250 mln zł. Uważamy, że deweloperzy nie powiedzieli jeszcze ostatniego słowa w temacie nowych emisji natomiast nie spodziewamy się, żeby wychodzili na rynek w październikowym tempie przez cały czwarty kwartał. Warto też zwrócić uwagę, że bardzo często kolejne emisje wiązały się ze spadkiem oprocentowania. Od początku roku, spółki ujęte w naszym zestawieniu uplasowały na rynku 1 736,4 mln zł i wydaje się, że pułap 2 mld zł jest w zasięgu ręki.

Otoczenie makroekonomiczne

Rynek nadrabia pandemiczne zaległości

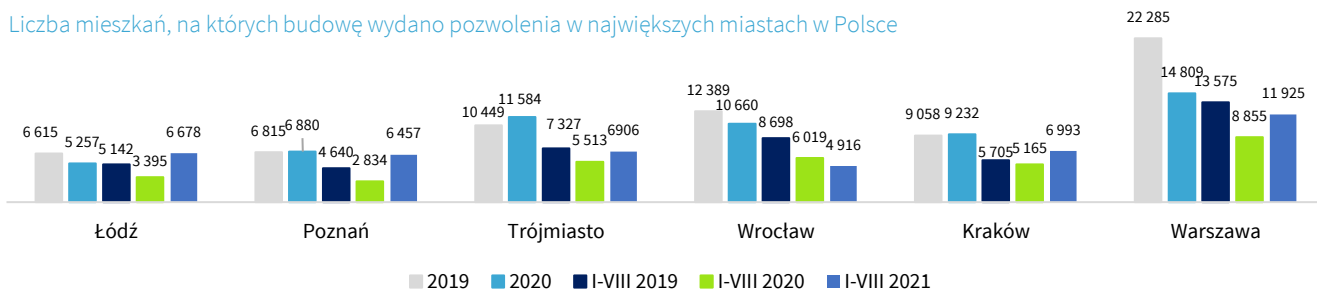
W trakcie pierwszych ośmiu miesięcy 2021 r. polskie urzędy wydały pozwolenia na budowę 227,4 tys. nowych lokali co stanowi **wzrost w wysokości 34,2% w skali roku**. W przypadku miast „Wielkiej Szóstki” udzielono pozwoleń na budowę 43,9 tys. nowych lokali względem 31,8 tys. w analogicznym okresie ubiegłego roku (**wzrost o 38,1% r/r**). Biorąc pod uwagę wpływ pandemii i efektu bazy, porównaliśmy najnowsze dane wobec analogicznego okresu w 2019 roku. W skali całego kraju dynamika 2021/2019 wyniosła +28,9% (227,4 tys. vs. 176,4 tys.), natomiast w przypadku sześciu największych miast odnotowano spadek w wysokości 2,7% (43,9 tys. vs. 45,1 tys.). Innymi słowy, „Wielka Szóstka” została w tyle za resztą kraju jeśli chodzi o liczbę nowych lokali, na które wydano pozwolenia. Efekt ten można tłumaczyć małą (i kurczącą się) podażą gruntów w największych ośrodkach miejskich. Spośród największych miast, liderem wzrostów w 2021 r. pozostaje Poznań, gdzie roczna dynamika osiągnęła **127,8%** (łącznie 6,5 tys. lokali w okresie styczeń-sierpień). Wysoką dynamikę odnotowała również Łódź, z wynikiem **96,7% r/r** (6,7 tys. lokali). W Krakowie, Warszawie i Trójmieście liczba lokali, na które wydano pozwolenia wzrosła o **około 30%** w porównaniu do analogicznego okresu w 2020 r.. Z kolei we Wrocławiu odnotowano spadek na poziomie **-18,3% r/r**.

Między styczniem a sierpniem 2021 r. w skali całego kraju rozpoczęto budowę 194,5 tys. mieszkań, co przekłada się na wzrost w wysokości **37,8%** w porównaniu do pierwszych ośmiu miesięcy 2020 r.. Najbardziej aktywne w tym zakresie były miasta „Wielkiej Szóstki”, gdzie w każdym z miast odnotowano roczne wzrosty i „do produkcji” weszło 42,6 tys. lokali (wzrost o 60,8% r/r). Tak jak w przypadku pozwoleń na budowę, liderami wzrostów są Poznań (5,7 tys. rozpoczętych lokali, wzrost **135,5% r/r**) i Łódź (5,2 tys. **+109,9% r/r**). W porównaniu od 2019 r. wielkie miasta odnotowały niewielki wzrost w nowej produkcji (+2%) jednak są to wyraźnie niższe poziomy od odczytu dla całej Polski, gdzie liczba lokali, których budowę rozpoczęto zwiększyła się łącznie o 24%.

Zestawienie danych dotyczących pozwoleń na nowe lokale z danymi o lokalach, których budowę rozpoczęto wskazuje, że podaż mieszkań może znaleźć się pod silną presją w przeciągu kilku lat. Przypomnijmy, różnica między tymi kategoriami informuje nas o potencjale deweloperów w zakresie uzupełniania oferty (omówiliśmy szerzej ten wskaźnik w poprzedniej edycji naszego raportu). W okresie styczeń-sierpień 2021 r., nadwyżka pozwoleń w „Wielkiej Szóstce” wyniosła 1,2 tys. lokali w porównaniu do 5,2 tys. (spadek o **76,9%**) w analogicznym okresie 2020 r. i 3,4 tys. w okresie styczeń-sierpień 2019 r.. Przy czym nasilenie tego problemu jest zróżnicowane w zależności od miasta. Najlepsza sytuacja ma obecnie miejsce w Łodzi, natomiast na przeciwnym biegunie znajdują się Warszawa i Kraków a także Wrocław.

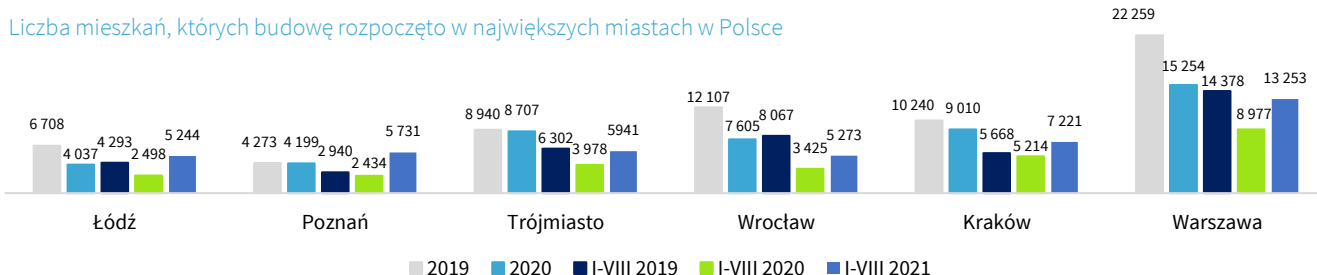
Dane GUS za pierwsze osiem miesięcy 2021 r. wskazują, że w skali całego kraju oddano do użytkowania 142,5 tys. lokali, czyli o **4,1%** więcej niż w analogicznym okresie 2020 r.. W sześciu największych miastach liczba przekazanych lokali była niższa o **5,5%** niż przed rokiem, za sprawą Warszawy (spadek o **24,3% r/r**), Łodzi (**-13,3% r/r**) i Krakowa (**-13,1% r/r**). Liderem pod względem dynamiki przekazania jest Poznań, gdzie odnotowano **56,9%** wzrost w skali roku. Liczymy się z możliwością, że liczba przekazanych lokali w największych miastach osiągnie krótkoterminowy szczyt w czwartym kwartale bieżącego roku, po czym będziemy mieli do czynienia z bardzo niskimi odczytami w całym 2022 r., co jest spowodowane małą ilością nowych inwestycji rozpoczynanych przez deweloperów w pandemicznym 2020 r.. Natomiast wydaje się, że sytuacja w pozostałej części kraju będzie zgoła odmienna i liczba przekazanych lokali w 2022 r. zanotuje kolejny z rzędu wzrost.

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Otoczenie makroekonomiczne

Ceny mieszkań ciągle w górę

Drugi kwartał 2021 r. przyniósł kontynuację trendu wzrostowego cen na rynku mieszkań. Oczywiście, wysokie wzrosty w ujęciu rocznym są przede wszystkim spowodowane efektem bazy wywołanym wpływem pandemii na rynek za 2Q 2020. Niemniej, w ujęciu kwartalnym rynek utrzymał tempo wzrostów z poprzedniego kwartału. Wciąż uważamy, że dynamika cen nieruchomości w całym 2021 będzie dodatnia. W naszej opinii ceny mieszkań będą kontynuowały marsz w górę również w przyszłym roku, ale już nie w takim tempie jak dotychczas.

W drugim kwartale 2021 r. ceny transakcyjne na rynku pierwotnym w sześciu głównych miastach wzrosły średnio o **2,5%** q/q, utrzymując tempo z poprzedniego kwartału. Zdecydowanymi liderami wzrostów były Kraków i Gdańsk (odpowiednio **6,2%** i **4,7%**), natomiast zwyżki w pozostałych miastach z „Wielkiej Szóstki” były dość skromne, a w Poznaniu mieliśmy nawet do czynienia z kwartalnym spadkiem cen (**-0,4%**, co ciekawe w poprzednim okresie to właśnie stolica Wielkopolski rosła najmocniej). Wzrost cen w ujęciu rocznym wyniósł 10,4% w porównaniu do 6,7% w zeszłym kwartale. Najwyższe wzrosty po raz kolejny odnotowano w Gdańsku (+16,5%), który jest drugim po Warszawie miastem w Polsce gdzie cena transakcyjna za metr przekroczyła granicę 10 tys. zł. Tak jak w poprzednim kwartale, dynamika wzrostu cen była najniższa we Wrocławiu (+6,7% r/r).

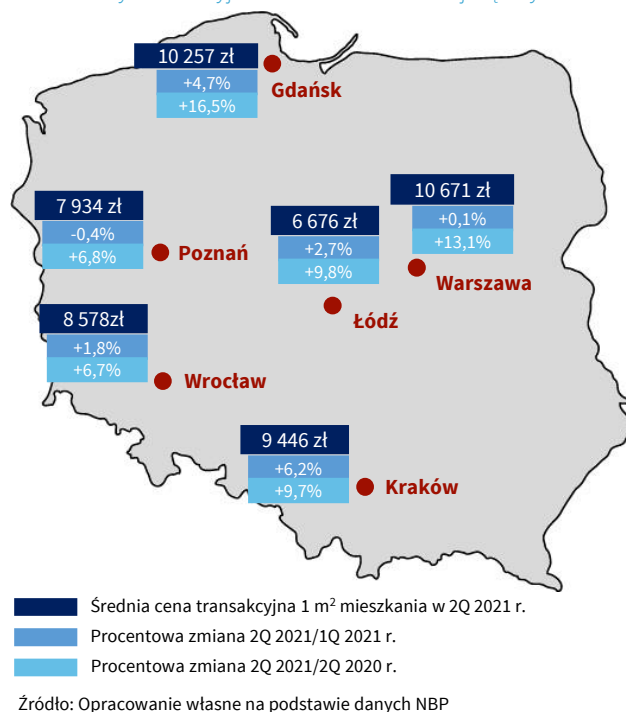
W drugim kwartale doszło do silnego wzrostu spread’ów między cenami ofertowymi, a transakcyjnymi. Dla 6 największych miast ceny po których były zawierana transakcje były niższe o **5,0%** w stosunku do cennika co oznacza wzrost spread’u o 0,6 p.p. w przeciągu trzech miesięcy. Naszym zdaniem, tak silny ruch na przestrzeni jednego kwartału jest spowodowany podniesieniem cen ofertowych przez deweloperów (+3,2% q/q), którzy chcą uniknąć zbyt szybkiego wyprzedania oferty w warunkach silnego popytu i niepewności co do kosztów.

Na chwilę obecną jest już niemal pewne, że ceny mieszkań odnotują wzrost w całym 2021 r.. Uważamy, że trend wzrostowy utrzyma się też w 2022 r., ale osłabnie on na sile. W naszej opinii potencjał do zauważalnego schłodzenia popytu miało by dopiero przeprowadzenie przez RPP całego cyklu podwyżek stóp procentowych i doprowadzenie stopy referencyjnej do poziomów sprzed pandemii, a nawet wyżej. Po październikowej decyzji RPP rata dla nowego kredytu hipotecznego o wartości 330 tys. zł udzielanego na 25 lat, będzie o około 80 zł wyższa w porównaniu do raty kredytu udzielonego jeszcze w 2Q 2021. Natomiast dla stopy referencyjnej na poziomie 2,0% różnica wyniosłaby już prawie 350 zł. Warto zwrócić uwagę, że nawet w takim scenariuszu, realne stopy procentowe będą wciąż na dużym minusie ponieważ nic nie wskazuje na to, że inflacja wyhamuje w najbliższych kwartałach. Co za tym idzie, nieruchomości będą wciąż stanowić alternatywę dla inwestorów

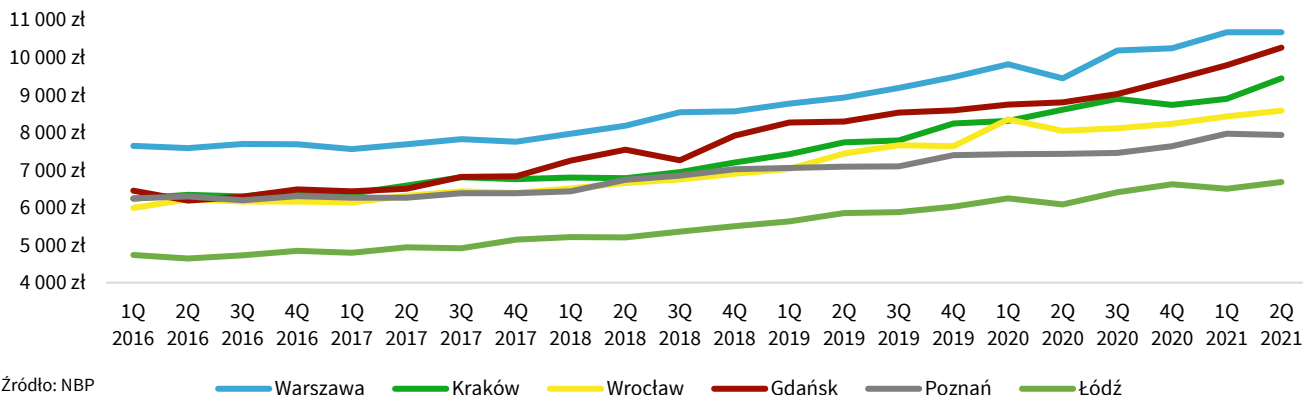
z nadwyżkami gotówki. Kolejny element, który bierzemy pod uwagę to rosnące wynagrodzenia Polaków, które w naturalny sposób przekładają się na ceny mieszkań. Impulsem do dalszych wzrostów cen mieszkań jest także strona kosztowa deweloperów, a konkretnie rosnące ceny energii związane z transformacją energetyczną (często określane jako zielona inflacja), drogie materiały budowlane (gdzie dodatkowo występują problemy z dostępnością) rosnące ceny gruntów oraz koszty pracy w sektorze budowlanym. Dodatkowo, spółki z sektora muszą się zmagać z długimi okresami postępowania administracyjnych, co przekłada się na problemy z planowaniem i budżetowaniem inwestycji i niejako wymusza bardziej ostrożnościowe podejście do kształtowania polityki cenowej (tj. wyższe ceny ofertowe).

Z kolei wśród czynników, które będą spowalniać trend wzrostowy dostrzegamy mieszankę czynników ekonomicznych, regulacyjnych jak i psychologicznych. Wspomniana już podwyżka stóp procentowych oraz perspektywa kolejnych interwencji RPP mogą skłonić część kupujących do odłożenia decyzji o kupnie na później. Ponadto, wraz z początkiem lipca 2021 r. obowiązuje zmieniona rekomendacja S, która zaostrza kryteria obliczania zdolności kredytowej dla kredytów długoterminowych. Z kolei planowane zmiany podatkowe i niedawne wypowiedzi przedstawicieli rządu mogą mieć wpływ na politykę inwestycyjną funduszy PRS.

Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkań w największych miastach



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



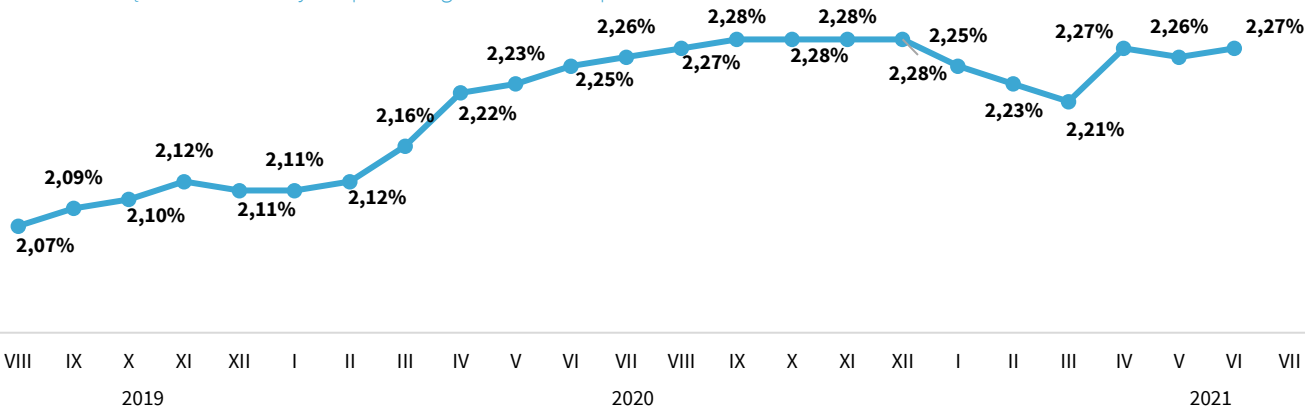
Czas zaskoczeń, czas rekordów

Rada Polityki Pieniężnej nieoczekiwanie podniosła stopy procentowe na swoim październikowym posiedzeniu. Stopa referencyjna wzrosła o **40 p.b.**, do **0,5%**. Zaskoczenie rynku wynikało z faktu, że wysoka inflacja towarzyszy nam już od dłuższego czasu, jednak do tej pory RPP nie widziała potrzeby interwencji. Na chwilę obecną otwarte pozostaje pytanie czy październikowa decyzja to jednorazowy ruch czy też rozpoczęcie całego cyklu podwyżek stóp procentowych (rynek obstawia to drugie).

Wzrost gospodarczy w drugim kwartale 2021 r. wyniósł **11,1% w ujęciu rocznym**, w porównaniu do -0,9% w pierwszym kwartale bieżącego roku. Przy ocenie tych rekordowych wyników należy jednak pamiętać, że gospodarka nadrabia pandemiczne zaległości. Motorem wzrostu była konsumpcja gospodarstw domowych, która dołożyła do wzrostu **7,4%**. Co istotne, pozytywny wpływ na PKB miał również sektor przedsiębiorstw, dodając do wzrostu **2,9%** za pośrednictwem zapasów oraz **0,8%** poprzez inwestycje. Eksport pozostaje „pod kreską”: jego wpływ na wzrost gospodarczy wyniósł **-0,7%**. Przypomnijmy, zgodnie z projekcją opublikowaną w lipcu NBP oczekuje, że wzrost gospodarczy w Polsce wyniesie w 2021 r. 5,0% a w 2022 r. 5,4%.

Odczyt inflacji za wrzesień wyniósł 5,9% r/r, oraz 0,7% w ujęciu miesięcznym. Tempo wzrostu cen w Polsce zaskoczyło ekonomistów i jest najwyższe od ponad 20 lat. Ponadto, wiele wskazuje, że w kolejnych miesiącach będziemy świadkami dalszych wzrostów cen towarów i usług. W obecnej sytuacji coraz częściej mówi się o groźbie wystąpienia tzw. efektu drugiej rundy, w ramach którego wzrost wynagrodzeń podbija inflację, która z kolei przekłada się na zwiększone żądania płacowe pracowników, a te powodują dalszy wzrost poziomu cen. Chęć

Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w okresie sierpień 2019 – czerwiec 2021



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON SARFIN 2/2021

Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w okresie 2015 – 2Q 2021

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2015	39,320	6,78%	181 325	4,16%	216,8	2,52%
2016	39,496	0,45%	178 409	-1,61%	221,4	2,09%
2017	44,574	12,86%	190 634	6,85%	233,8	5,62%
2018	53,852	20,81%	212 596	11,52%	253,3	8,33%
2019	62,629	16,30%	225 073	5,87%	278,3	9,85%
2020	60,671	-3,13%	203 570	-9,55%	298,0	5,46%
1Q 2021	17,941	9,17%	57 172	6,35%	313,2	2,64%
2Q 2021	22,137	23,38%	67 013	17,21%	329,6	5,62%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 2/2021.

Otoczenie makroekonomiczne

Zarobki gonią ceny mieszkań

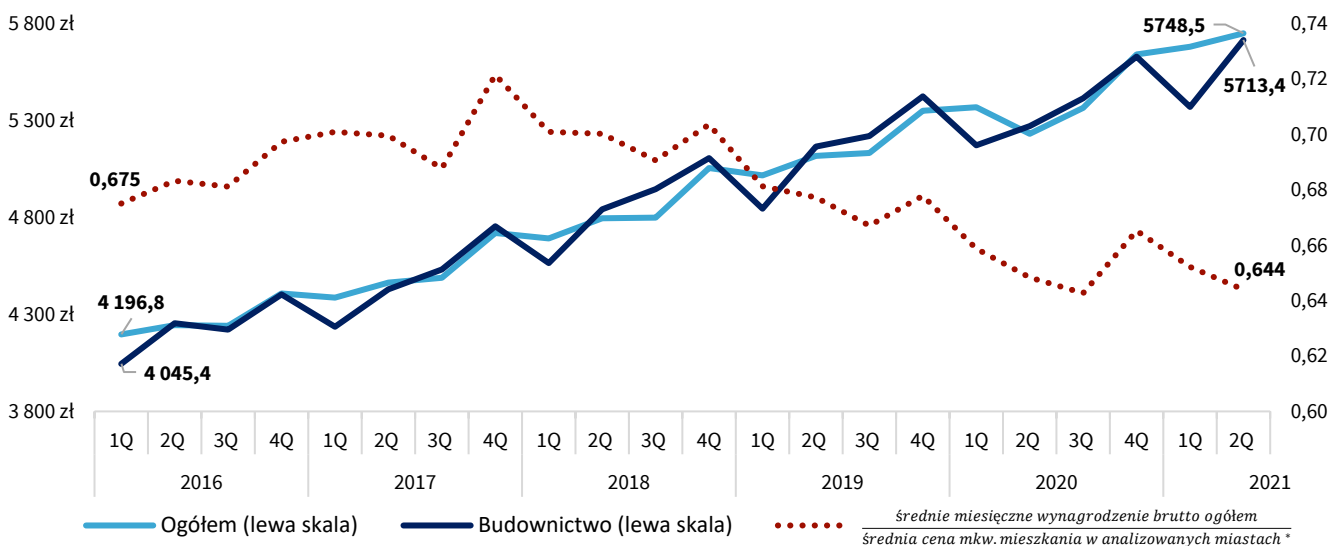
Letnie miesiące tradycyjnie przyniosły spadek stopy bezrobocia, która na koniec sierpnia osiągnęła 5,8% w porównaniu do 6,4% w styczniu 2021 r. i 6,1% w sierpniu 2021 r. (dane GUS). Najlepsza sytuacja na rynku pracy była w Wielkopolsce (3,4%) a na przeciwnym biegunie znalazły się Warmia i Mazury z wynikiem 8,7%. Wraz z wakacyjnymi wyjazdami wzrosło zapotrzebowanie na rękę do pracy w branżach związanych z turystyką i gastronomią, niemniej liczba zatrudnionych w sektorze była niższa niż w pandemicznym 2020 r. (spadek o 6,2%) oraz w 2019 r., co może być spowodowane efektem wygasania tarcz antykrzysowych. Poza turystyką i gastronomią, spadek liczby zatrudnionych odnotowano również w obsłudze rynku nieruchomości, budownictwie i handlu. W porównaniu do sierpnia zeszłego roku najwięcej miejsc pracy przybyło w sektorze IT (+13,5 tys., 5,2%) oraz w administracji (+9,7 tys., 2,3%). Ogółem, w sierpniu sektorze przedsiębiorstw zatrudnionych było 6,7 mln osób (średnia za ostatnie 12 miesięcy) co przekłada się na minimalny spadek w wysokości 37 tys. w porównaniu do średniej dla okresu wrzesień 2019 – sierpień 2020 (-0,6%).

Drugi kwartał 2021 r. przyniósł dalsze wzrosty wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Średnia pensja w ujęciu brutto

wyniosła 5 748 zł co oznacza blisko 10% procentowy wzrost w skali roku. Zarobki rosną również w sektorze budowlanym (wzrost o 8,4% w skali roku), który nadrobił przejściowy spadek z pierwszego kwartału wywołany efektami sezonowymi. W tym miejscu należy zwrócić uwagę, że wejście w życie reformy podatkowej w ramach programu Polski Ład będzie miało wpływ na pensje *netto* oraz zdolność kredytową części podatników. Na podstawie modelu udostępnionego przez Ministerstwo Finansów na rękę dostaną więcej osoby zatrudnione na umowach o pracę zarabiające do ok. 6 tys. zł brutto. Największą korzyść odczują osoby zarabiające ok. 3 tys. zł brutto, tj. ok. 150 zł więcej miesięcznie.

W 2Q 2021 dostępność mieszkań, mierzona jako stosunek średniego wynagrodzenia brutto do średniej ceny 1 mkw. w sześciu największych miastach kraju, nie uległa zmianie w porównaniu do analogicznego okresu zeszłego roku, i wyniosła 0,64. W ujęciu kwartalnym, doszło do nieznacznego spadku siły nabywczej konsumentów (w 1Q 2021 wskaźnik wyniósł 0,65 mkw.). Niemniej, jest ona wyraźnie niższa w porównaniu do drugiego kwartału w 2019, kiedy omawiany wskaźnik wyniósł 0,68 mkw.

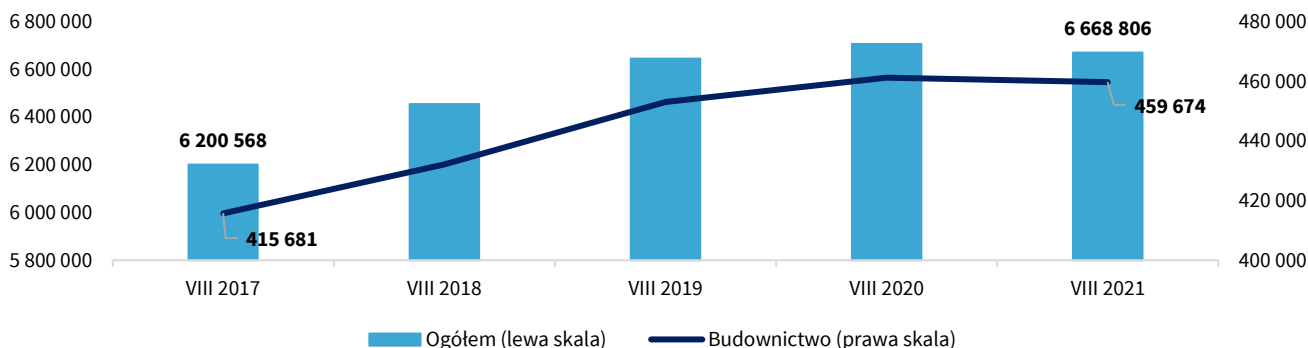
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2016 – 2Q 2021 (zł)



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

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie sierpień 2017 – sierpień 2021



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Niska oferta pociągnęła sprzedaż w dół

Na wstępie chcieliśmy zaznaczyć, że począwszy od obecnej edycji raportu nie będziemy ujmować w naszym zestawieniu JW Construction, ze względu na fakt, że spółka nie posiada obligacji notowanych na Catalyst i nie jest już obecna na GPW. W związku z tym przytaczane przez nas wyniki za drugi kwartał różnią się od wartości omawianych w poprzedniej edycji naszego raportu.

Wyniki sprzedaży za trzeci kwartał analizowanych przez nas podmiotów uplasowały się na poziomie 5 186 lokali, wyraźnie poniżej wyników, które oglądaliśmy w poprzednich, rekordowych kwartałach. **W porównaniu do poprzedniego kwartału sprzedaż spadła o 16,2%** (z poziomu 6 190 lokali) a w porównaniu do 1Q 2021 spadek wyniósł 11,3% (z poziomu 5 844 lokali). Już w poprzedniej edycji naszego raportu zastanawialiśmy się jak długo deweloperzy będą w stanie kontynuować rekordową passę, wskazując na potencjalne problemy z uzupełnieniem oferty. Wraz z publikacją raportów półrocznych poznaliśmy dane dotyczące stanu ofert części spółek na koniec 30 czerwca 2021 r.. Innymi słowy, dowiedzieliśmy się z jakim inwentarzem deweloperzy weszli w trzeci kwartał. A ten spadek o ponad 20%. W związku z tym słabsze wyniki sprzedaży nie mogą dziwić. **Niemniej w porównaniu rok do roku możemy wciąż mówić o dodatniej dynamice, która osiągnęła +10,6%**. Dodatkowo należy zwrócić uwagę, że w ujęciu historycznym sprzedaż w 3Q 2021 wciąż prezentuje się bardzo dobrze.

W trzecim kwartale (a zatem jeszcze przed podwyżką stóp procentowych) utrzymywał się silny popyt na lokale mieszkalne, o czym świadczą chociażby wyniki sprzedaży kredytów hipotecznych w lipcu i w sierpniu. Liczba wniosków o kredyty hipoteczne też jest na bardzo wysokich poziomach, chociaż w ujęciu miesięcznym od jakiegoś czasu obserwowalny jest systematyczny spadek. Wciąż też możemy mówić o strukturalnym deficycie mieszkań w największych miastach, które dodatkowo są postrzegane jako forma zabezpieczenia przed inflacją oraz „wehikuł” do budowania rodzinnych majątków dla osób z nadmiarami gotówki.

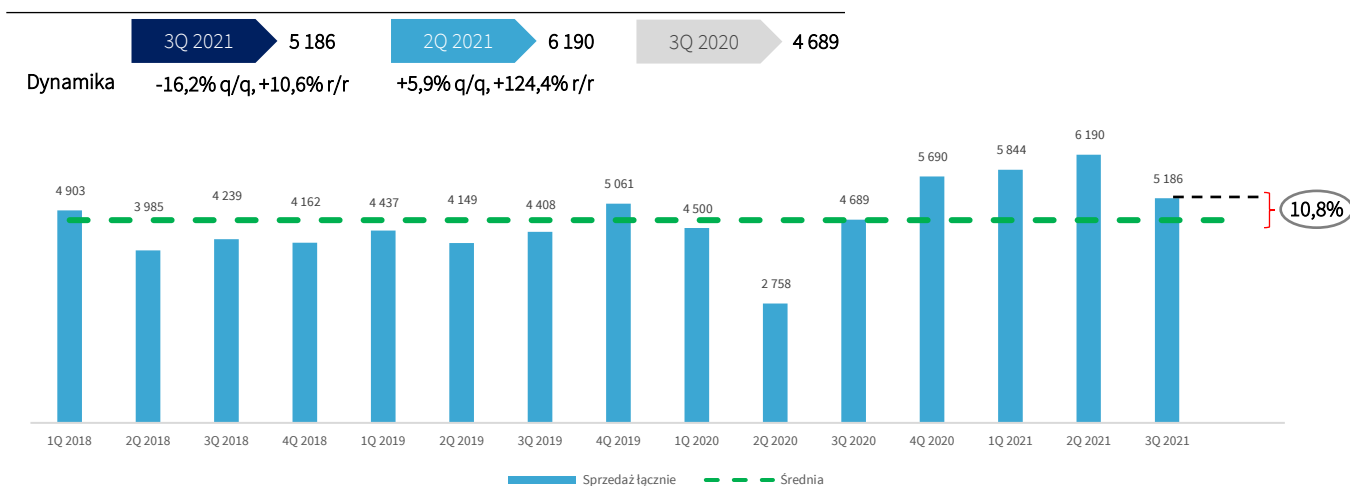
Jak wspomnieliśmy wyżej, kwartalny spadek sprzedaży jest wywołany strukturalnymi ograniczeniami po stronie podaży.

Część deweloperów podniosła ceny niejako „defensywnie” tak żeby obronić marżę i zabezpieczyć się przed wzrostem kosztów wykonawstwa. Jak już pisaliśmy w podsumowaniu otoczenia makroekonomicznego, spółki z sektora muszą się mierzyć z wysokimi cenami materiałów budowlanych i ich dostępnością, a do tego dochodzą rosnące koszty pracy. Nie zabrakło też spółek, które pomimo rozpoczętych prac budowlanych nie wprowadziły jeszcze nowych lokali do oferty właśnie ze względu na niepewność dotyczącą kosztorysu. Spółki z sektora mające problemy z uzupełnieniem oferty stawiają na wyższe ceny tak aby osiągnąć możliwie jak najlepsze wyniki na posiadanych aktywach i zbudować nadwyżki pozwalające na zakup nowych gruntów. Wszystko to przełożyło się na niższe wyniki sprzedaży. W trzecim kwartale coraz częściej obserwowaliśmy też w mediach opinie, że na rynku nieruchomości mamy do czynienia z „bańką” co zapewne też miało wpływ na decyzję niektórych klientów o chwilowym „zejściu” z rynku. A to z kolei oznacza przekierowanie części popytu na rynek najmu, który został mocno dotknięty przez pandemię i poprawę rentowności w tym komponencie sektora nieruchomości. Jeśli chodzi o sam pogląd dotyczący bańki, to go nie podzielamy. Rzeczywiście, dwucyfrowy wzrost cen w przeciągu roku robi wrażenie ale należy przy tym pamiętać, że bazę dla tego wzrostu stanowi drugi kwartał 2020 r., kiedy praktycznie zamarła aktywność gospodarcza z powodu pandemii Covid19. Należy też zwrócić uwagę, że rok do roku zarobki rosły prawie w takim samym tempie jak ceny nieruchomości. Paradoksalnie, wspomniany wyżej efekt przekierowania kupujących na rynek najmu powinien spowodować, że nie zobaczymy zwiększonej podaży mieszkań na sprzedaż na rynku wtórnym.

W naszej opinii sprzedaż w ostatnim kwartale tego roku będzie głównie determinowana przez dyskusję o stopach procentowych oraz ewentualne decyzje RPP w tym zakresie. Rynek spodziewa się, że październikowa podwyżka stopy referencyjnej to dopiero początek cyklu zacieśniania polityki monetarnej i taka też narracja dociera do potencjalnych klientów. Część z nich będzie chciała przeczekać ten okres niepewności oraz na spokojnie ocenić reakcję cen mieszkań. Jednocześnie nie spodziewamy się istotnej odbudowy oferty przez spółki operujące w sektorze.

Łączna sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2018 – 3Q 2021 r. ^{1,2}

Łączna sprzedaż lokali analizowanych deweloperów



¹Z wyłączeniem i2 Development. Deweloper do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikował poziomu sprzedaży w 3Q 2021 r.

²Dane Archicom obejmują tylko działalność w mieście Wrocław. Dane Archicom począwszy od 1Q 2019 zostały skorygowane zgodnie z nowym standardem raportowania stosowanym przez spółkę.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Sprzedaż lokali

Kto ma gotowe grunty ten ma sprzedaż

Spśród deweloperów ujętych w naszym zestawieniu, w trzecim kwartale tylko **Marvipol** zwiększył sprzedaż w porównaniu do 2Q 2021 r., a wśród pozostałych spółek spadki q/q wahały się od 4,9% do prawie 40%. Co ciekawe część spółek zanotowała również mniejszą kontraktację w porównaniu do trzeciego kwartału zeszłego roku. Jak już wspomnieliśmy przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać w spadającej ofercie.

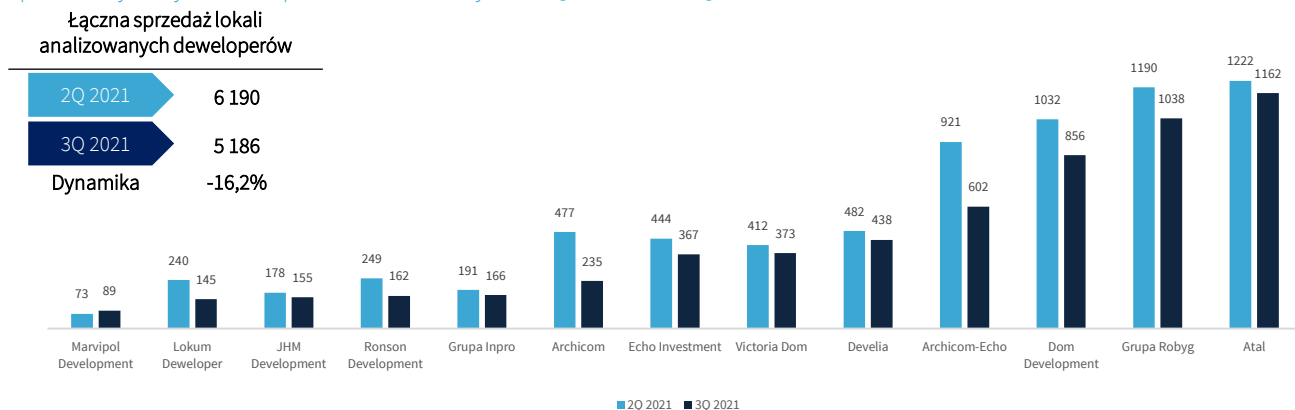
W porównaniu do 2Q 2021 r. nie nastąpiła rotacja na pierwszych pięciu miejscach zestawienia, zarówno pod względem sprzedaży w trzecim kwartale jak i w ujęciu narastającym, tj. od początku roku. Skład tej topowej piątki to **Atal, Robyng, Dom Development, Echo-Archicom** oraz Develia. Tym razem tylko dwie spółki (Robyng i Atal) przebiły pułap 1 000 sprzedanych lokali. W trzecim kwartale sprzedaż Atalu wyniosła 1 162 lokale wobec 1 222 kwartał wcześniej (-4,9% q/q) co dało tej spółce pierwsze miejsce pod względem kontraktacji na tle sektora. W porównaniu z zeszłym rokiem sprzedaż spółki była o 45,8% wyższa. Atal jest przykładem dewelopera, który dzięki obszernemu bankowi ziemi nie będzie miał problemów z uzupełnianiem oferty w kolejnych kwartałach. Podobnie rzecz się ma w przypadku Robyngu, który zajął drugie miejsce na podium z wynikiem 1 038 sprzedanych lokali (spadek o 12,8% q/q z poziomu 1 190 lokali). Wynik ten był lepszy o 71,3% niż w analogicznym okresie 2020 r.. Trzecie miejsce przypadło Dom Development, który zakończył miniony kwartał z kontraktacją na poziomie 856 lokali, wobec 1 032 w 2Q 2021 r. (-17,1% q/q) oraz 995 w 3Q 2020 r. (-14,0%). Dom Development jest również aktywny w zakresie budowy banku ziemi co pozwoli mu zachować „ciągłość produkcji”. Kolejną pozycją przypadła grupie Echo-Archicom, która między lipcem a wrześniem bieżącego roku sprzedała 602 lokale w porównaniu

do 921 w 2Q 2021 r. (-34,6% q/q) i 737 sztuk w trzecim kwartale 2020 r. (-18,3% r/r). Na piątym miejscu uplasowała się Develia, z kontraktacją w wysokości 438 lokali, czyli o 9,1% mniej niż w drugim kwartale 2021 r..

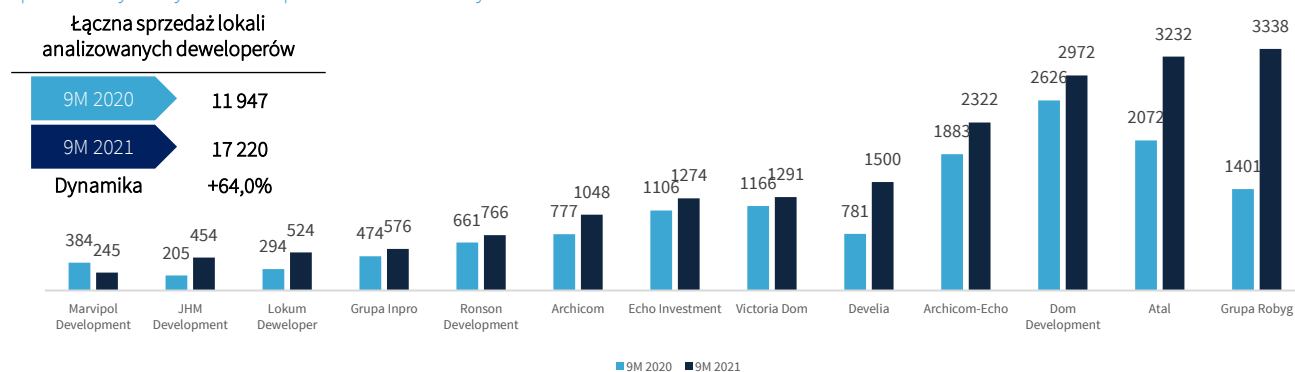
Każdy z wyżej wymienionych podmiotów dysponuje bankiem ziemi, który pozwoli na systematyczne uzupełnienie oferty. Ewentualne opóźnienia będą wynikać z wielokrotnie już przywoływanych przewlekłych postępowań administracyjnych czy też braków miejscowych planów zagospodarowania przestrzennego. Inną kwestią są kierunki dalszej ekspansji dla całego sektora. Część z największych graczy wciąż stawia na miasta „Wielkiej Szóstki” ze względu na możliwość uzyskania wysokich marż. Niemniej, wydaje się, że utrzymanie wolumenu kontraktacji na poziomach z ostatnich lat może wymagać wychodzenia poza największe miasta. Ciekawym przykładem jest tutaj Inpro, które oprócz obecności w Trójmieście i okolicach postawiło również na rozwój w Olsztynie i w Elblągu. Z kolei Ronson jest już obecny w Szczecinie a do tego niedawno kupił tam działkę z potencjałem w wysokości co najmniej 23 000 m² PUM.

Implikacje dla wyników sprzedaży mogą mieć zmiany podatkowe w ramach programu Polski Ład oraz szerszy kontekst regulacyjny. Obecna wersja przepisów eliminuje możliwość amortyzacji (z 2022 r. jako rokiem przejściowym) co będzie miało wpływ m.in. na stopę zwrotu jaką będą generować fundusze typu PRS.. Ponadto, pojawiły się komunikaty dotyczące możliwego nałożenia ograniczeń na tego typu fundusze. W związku z powyższym, będziemy z uwagą śledzić dynamikę transakcji pakietowego zakupu mieszkań oraz kolejne propozycje zmian w prawie związane z najmem instytucjonalnym.

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2Q 2021 r. oraz 3Q 2021 r. ¹



Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 9M 2020 r. oraz 9M 2021 r. ¹



¹Z wyłączeniem i2 Development. Deweloper do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikował poziomu sprzedaży w 2Q 2021 r.

²Dane Archicom oraz Echo Investment ukazane zarówno jako pojedyncze spółki jak i łącznie

³Liczba zakontraktowanych lokali netto

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Przekazania lokali

Podsumowanie przekazania

Deweloperzy ujęci w naszym zestawieniu zakończyli trzeci kwartał z przekazaniem w wysokości **3 436** lokali w porównaniu do 3 499 w 2Q 2021 (-1,8% q/q) i 2 990 rok wcześniej (+14,9%). Łączna liczba lokali oddanych do użytkowania od początku roku wyniosła **10 797** co oznacza wzrost o 21,1% z poziomu 8 914 w analogicznym okresie 2020. Należy przy tym zwrócić uwagę, że za wysoką roczną dynamikę przekazania w ujęciu narastającym odpowiadają w zasadzie czterej najwięksi deweloperzy - bez ich udziału liczba przekazania spadłaby o 14,0%. Z drugiej strony, harmonogram prac wielu deweloperów przekłada się na znaczący wzrost liczby przekazania w czwartym kwartale i to właśnie on determinuje poziom wyników za cały rok. Będziemy z uwagą śledzić wyniki publikowane przez spółki z sektora, pod kątem różnic w przekazaniach.

W trzecim kwartale bieżącego roku pozycję lidera w zakresie przekazania lokali utrzymał **Atal** z wynikiem 740, wobec 856 oddanych do użytkowania w poprzednim kwartale (-13,6% q/q) oraz 543 w 3Q 2020 (+36,3% r/r). Od początku roku deweloper przekazał już 2 390 lokali, co stanowi wynik lepszy o 34,0% w porównaniu do analogicznego okresu w 2020 r.. Cel przekazania na ten rok to 4 000 lokali.

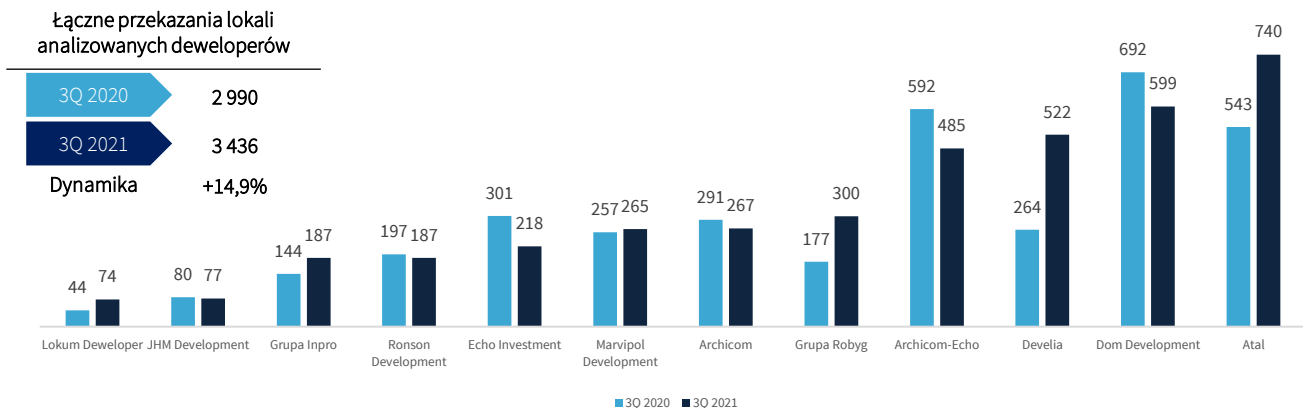
Na drugim miejscu również bez zmian - **Dom Development** uznało w wynikach za trzeci kwartał 599 lokali, w porównaniu do 556 w okresie kwiecień-czerwiec 2021 r. (+7,7%), oraz 692 w 3Q 2020 r. (-13,4%). Liczba przekazania spółki za pierwsze 9 miesięcy

to 2 521 lokali, najwięcej spośród analizowanych deweloperów. W analogicznym okresie 2020 Dom Development oddał do użytkowania 1 933 lokale. Deweloper ustanowił cel przekazania na 2021 r. na poziomie 3 300 – 3 400, co oznacza że w ostatnim kwartale tego roku przekaza on niecałe 1000 lokali.

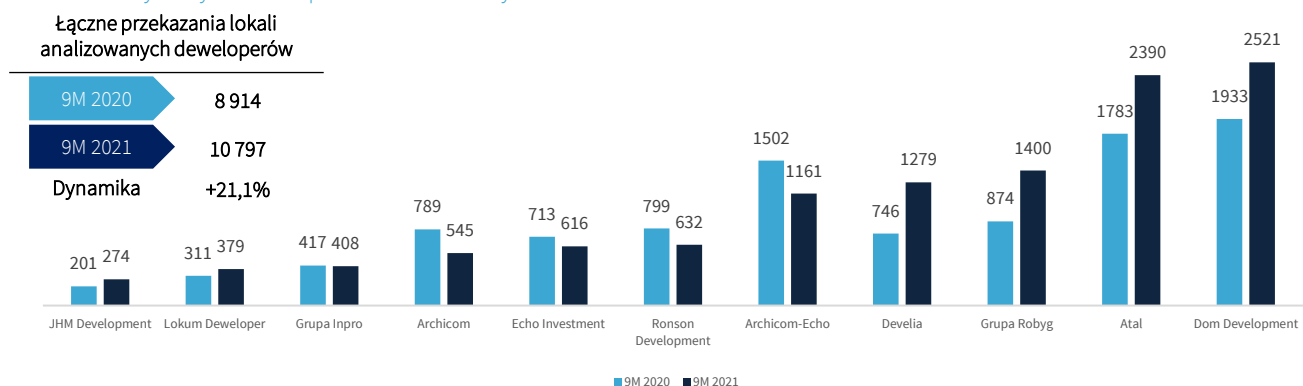
Na ostatnim miejscu podium zameldowała się **Develia** z wynikiem 522 lokali, w porównaniu do 364 w poprzednim kwartale (+43,4% q/q) oraz do 264 w 3Q 2020 r. (+97,7% r/r). Wyniki uzyskane w drugim kwartale dały Develii 5 miejsce w prowadzonym przez nas zestawieniu. W okresie 1Q-3Q 2021 r. deweloper przekazał 1 279 jednostek, tj. o 71,4% więcej niż w analogicznym okresie 2020 r., kiedy oddał do użytkowania 746 sztuk. W tym miejscu warto zwrócić uwagę, że w 2020 r. Develia przekazała tylko 1 153 lokale, znacznie poniżej poziomów obserwowanych w 2018 czy 2019 (odpowiednio: 2 036 oraz 1 964). Niski poziom przekazania w ubiegłym roku był pochodną mniejszej liczby prowadzonych inwestycji w latach 2018-2019.

Poza pierwszą trójką znaleźli się **Echo-Archicom** oraz **Robyg**, którzy w trzecim kwartale przekazali odpowiednio 485 i 300 lokali. W przypadku Robyga, należy jednak zwrócić uwagę, że w ujęciu *Year-To-Date* spółka uzyskała trzeci wynik spośród analizowanych deweloperów z wynikiem 1 400 (o 60,2% więcej niż analogicznym okresie 2020 r.). Obydwie spółki planują znacząco zwiększyć liczbę przekazania w ostatnim kwartale tego roku. Przypomnijmy, Robyg planuje oddać do użytkowania około 3 000 lokali co oznacza, że wolumen tego dewelopera w 4Q 2021 sięgnie około 1 600 sztuk.

Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2020 r. oraz 3Q 2021 r. ¹



Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w trakcie 9M 2020 r. oraz 9M 2021 r. ¹



¹Z wyłączeniem i2 Development i Victoria Dom. Deweloperzy do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowali poziomu przekazania w 3Q 2021 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

Odwrocenie tendencji

Zaznaczamy, że część podmiotów nie wydziela zobowiązań finansowych powstałych na skutek MSSF 16 (głównie ujęcie zobowiązań z tytułu użytkowania wieczystego jako leasing). Z tego względu nasze wyliczenie nie uwzględnia tej kwestii. W niniejszej analizie nie uwzględniamy Echo Investment, gdyż podmiot nie publikuje wystarczająco szczegółowych informacji pozwalających skategoryzować zobowiązania segmentu mieszkaniowego.

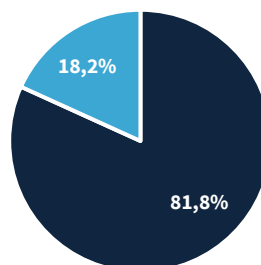
Dług netto podmiotów uwzględnionych w niniejszej analizie wyniósł na koniec pierwszego półrocza równie 2,0 mld zł, a więc wzrósł o 358 mln zł q/q. Jednocześnie jest w dalszym ciągu niższy wobec stanu sprzed roku o 457 mln zł. Oczekiwaliśmy zatrzymania trendu spadku zadłużenia netto, z uwagi na ambitne plany deweloperów w zakresie inwestycji w bank ziemi oraz powrót do wypłat dywidend. Zadłużenie sektora w dalszym ciągu jest jednak niewysokie na tle historycznych wielkości, zwłaszcza gdy odniesie się ten wskaźnik do kapitałów własnych, które w ostatnich latach systematycznie rosły. Teoretycznie, by sektor osiągnął taki poziom dźwigni finansowej jaki był notowany w 2019 roku (ok. 40% – najwyższe wartości w ostatnich latach), to dług netto powinien być wyższy o ok. 1,0–1,1 mld zł niż zaraportowany przez spółki na koniec 1H 2021 r.. Bilanse mają więc sporo miejsca na zwiększanie zadłużenia.

Rozbijając strukturę długu netto na składowe widoczne jest, że za wzrost zadłużenia netto odpowiada przede wszystkim wzrost zadłużenia z tytułu obligacji, które zwiększyło się w ciągu kwartału do kwoty 3 398 mln zł (+313 mln zł q/q). Wysoką aktywność deweloperów na rynku pierwotnym obligacji opisywaliśmy w poprzedniej edycji opracowania. Zadłużenie z tytułu kredytów oraz innych zobowiązań finansowych wzrosło o 82 mln zł q/q (do 757 mln zł), a jego udział w zadłużeniu finansowym stanowi niskie 18,2% – wysoka kontraktacja w ostatnich kwartałach pozytywnie wpływa na wielkość zadłużenia z tego źródła. Saldo środków pieniężnych w dalszym ciągu znajdowało się na rekordowym poziomie mimo wypłaty ok. 320 mln zł dywidend w 2Q 2021 r.. Wg. stanu na koniec 1H 2021 r. osiągnęło wartość 2 154 mln zł (+37 mln zł q/q).

W kolejnych kwartałach czynnikiem decydującym o poziomie długu netto analizowanych podmiotów powinna być sprawność

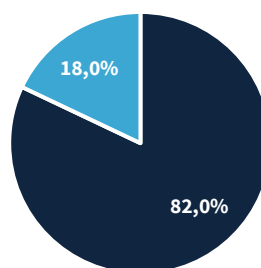
tych podmiotów w rozbudowie banków ziemi. Przypominamy, że większość spółek wskazywała na początku roku na chęć zwiększania skali działalności. Do tego potrzeba ziemi, o którą obecnie nie jest łatwo. Co do zasady spółki dysponują istotnym poziomem płynności, a rekordowa kontraktacja lokali w ostatnich kwartałach powinna tę płynność jeszcze wesprzeć. Dywidendy wypłacone w 3Q 2021 r., choć istotne (ok. 244 mln zł), nie powinny być w tym kwartale decydujące.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.06.2021 r. ¹



■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

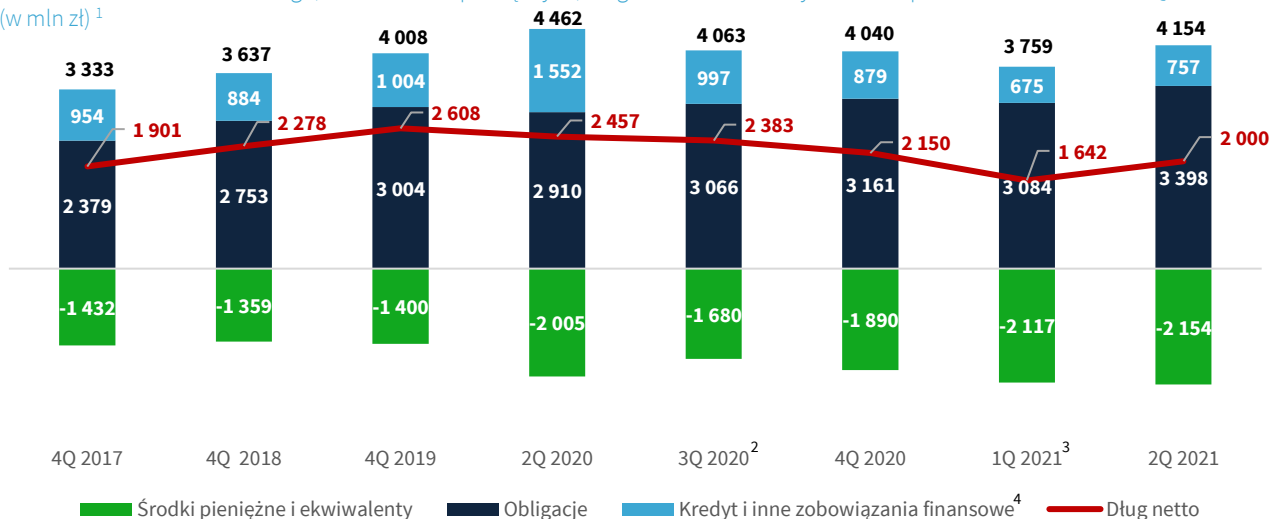
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.03.2021 r. ^{1,3}



■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan środków pieniężnych, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2017 – 2Q 2021 (w mln zł) ¹



¹ W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielenie segmenty mieszkaniowe. Ponadto nie uwzględniono Echo Investment z powodu niedostatecznie szczegółowych danych finansowych dot. segmentu mieszkaniowego.

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

³ Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 1Q 2021 r. wykorzystano dane na koniec 4Q 2020 r.

⁴ Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

Bilanse wciąż silne

Sytuację finansową konkretnych spółek z sektora oceniamy co do zasady jako dobrą, pomimo faktu że skumulowany dług netto sektora, tj. 12 emitentów poddanych analizie (w tej sekcji nie ujmujemy Echo), na koniec czerwca 2021 r. wzrósł w porównaniu z zeszłym kwartałem. Kwartalny wzrost zadłużenia netto nie stanowi dla nas powodów do niepokoju ze względu na fakt, że w 1Q 2021 r. spółki prezentowały bardzo silne bilanse. Obecny ruch polegający na wzroście długu netto postrzegamy w kategoriach powrotu do średniej. Dobrym przykładem tego zjawiska jest Robyg, który w trakcie drugiego kwartału zwiększył dług netto o ponad 200 mln zł, ale startował z poziomu 187 mln zł, podczas gdy kwartalna średnia za 2020 r. dla tego dewelopera wynosi ponad 400 mln zł.

Działania deweloperów zmierzające do budowy banku ziemi są dość szybko widoczne we wskaźnikach finansowych. Grunty drożeją i co za tym idzie wymagane są coraz większe nakłady na ich zakup. Czasami spółki z sektora stają w obliczu sytuacji gdy sprzedający nie chce czekać aż potencjalny nabywca dopiero wyjdzie na rynek w poszukiwaniu środków na zamknięcie transakcji i żąda zapłaty w gotówce. W związku z tym, kluczowe znaczenie przyjmuje silny „arsenał” w postaci środków finansowych, które można wyłożyć z miejsca. Taka jest też obecna sytuacja, gdyż deweloperzy posiadają rekordowe poziomy środków pieniężnych. Warto tu wymienić Dom Development, Archicom, Ronson, Marvipol, Victoria Dom. W kontekście sygnalizowanych planów większości podmiotów sektora sprowadzających się do wzrostu skali uważamy, że sprawność deweloperów na rynku gruntów będzie przez najbliższe kwartały istotną determinantą poziomu długu netto. Z drugiej strony rekordowa kontraktacja powinna istotnie wpłynąć na poziom wpływów od klientów, co przyrost długu netto będzie hamowało.

Spośród analizowanych podmiotów nie doszło do zmian na przeciwnych biegunach zestawienia długu netto. Tak jak w poprzednim kwartale, Dom Development mógł pochwalić się najlepszym wynikiem z długiem netto na poziomie -21,7 mln zł. W 1Q 2021 r. wskaźnik znajdował się na większym minusie i wyniósł

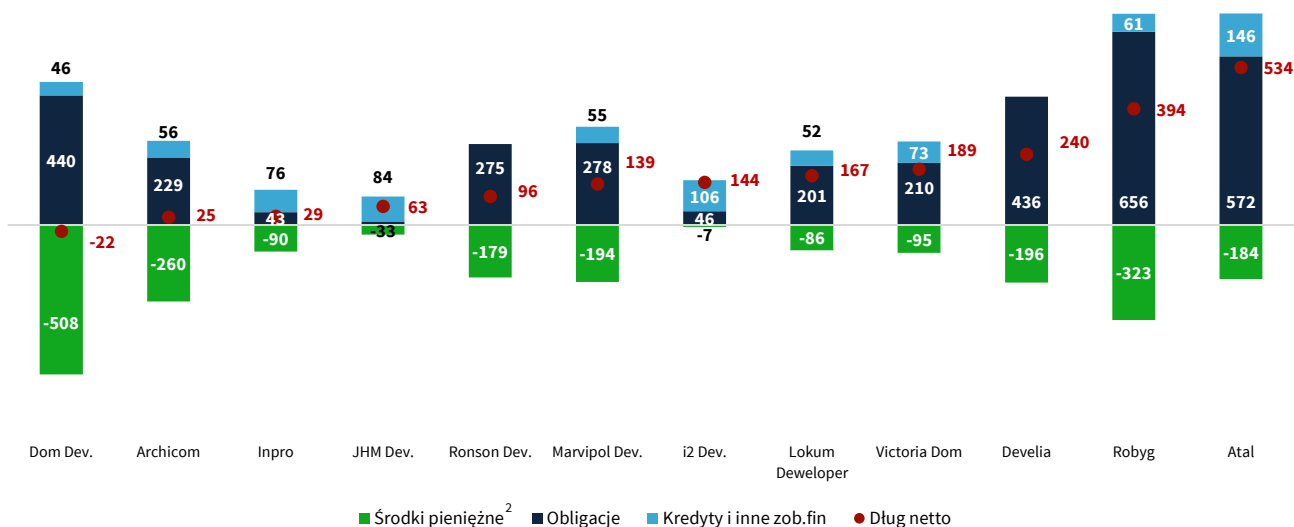
-228,7 mln zł. Za jego ewolucję w przeciągu kwartału odpowiada spadek gotówki związany z wypłatą dywidendy oraz wzrost *outstandingu* obligacji. Niemniej, deweloper ma bardzo duże możliwości zwiększenia finansowania dłużnego. W kontekście planów spółki w zakresie wysokiej aktywności na rynku gruntów członkowie zarządu nie wykluczyli, że na koniec roku dług netto może przyjąć wartości dodatnie.

Po drugiej stronie skali ponownie znalazł się Atal z wynikiem na poziomie 534 mln zł, w porównaniu do 660 mln zł w 1Q 2021 r.. Na przestrzeni ostatnich kwartałów spółka systematycznie zmniejszała dług netto, co było spowodowane brakiem wypłaty dywidendy za 2019 r. oraz istotnym wzrostem wpływów od nabywców. Niemniej, Atal wypłacił w lipcu dywidendę w kwocie 117,3 mln zł. Z drugiej strony 2021 rok to dla Atalu rekordowe ilości sprzedanych mieszkań, co przełoży się na cash flow. Jak zawsze kiedy omawiamy zadłużenie Atalu należy zwrócić uwagę, że istotną część zadłużenia finansowego spółki jest w posiadaniu głównego akcjonariusza (ok. 150 mln zł).

W ostatnich kwartałach obserwowaliśmy poprawę sentymentu do sektora nieruchomości komercyjnych co znajduje pozytywne przełożenie na sytuację kredytową Echo Investment (nie ujęte w poniższym zestawieniu) oraz Develii. Echo posiada pokaźny portfel aktywów komercyjnych przeznaczonych na sprzedaż i każda kolejna transakcja powinna mieć widoczny wpływ na poprawę wskaźników zadłużenia tej spółki. W podobnej sytuacji znajduje się Develia, która we wrześniu poinformowała rynek o sprzedaży biurowca Sky Tower, a sprzedaż kolejnego budynku biurowego planuje na przełom roku.

Dobre sprzedażowe wyniki w trzecim kwartale w połączeniu z obserwowanymi zwyżkami cen mieszkań powinny przełożyć się na istotne wpływy od klientów. To samo dotyczy wpływów związanych z przekazaniem, kiedy deweloperzy otrzymują wpływy z finałowych transzy za zakupy lokali. Wraz z kolejnymi kwartałami deweloperzy oddają do użytkowania mieszkania sprzedawane po sukcesywnie większych cenach.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 2Q 2021 r. (w mln zł)¹



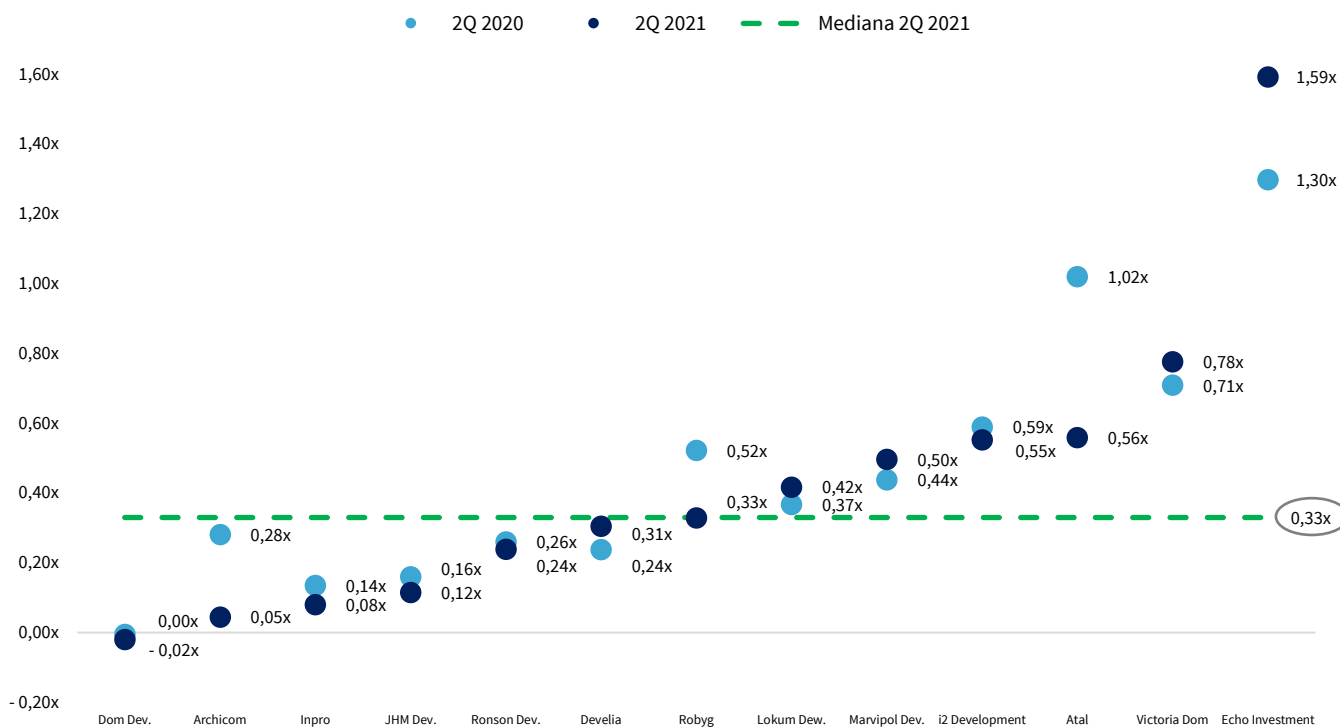
¹ W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielono segmenty mieszkaniowe. Ponadto nie uwzględniono Echo Investment z powodu niedostatecznie szczegółowych danych finansowych dot. segmentu mieszkaniowego.

² Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

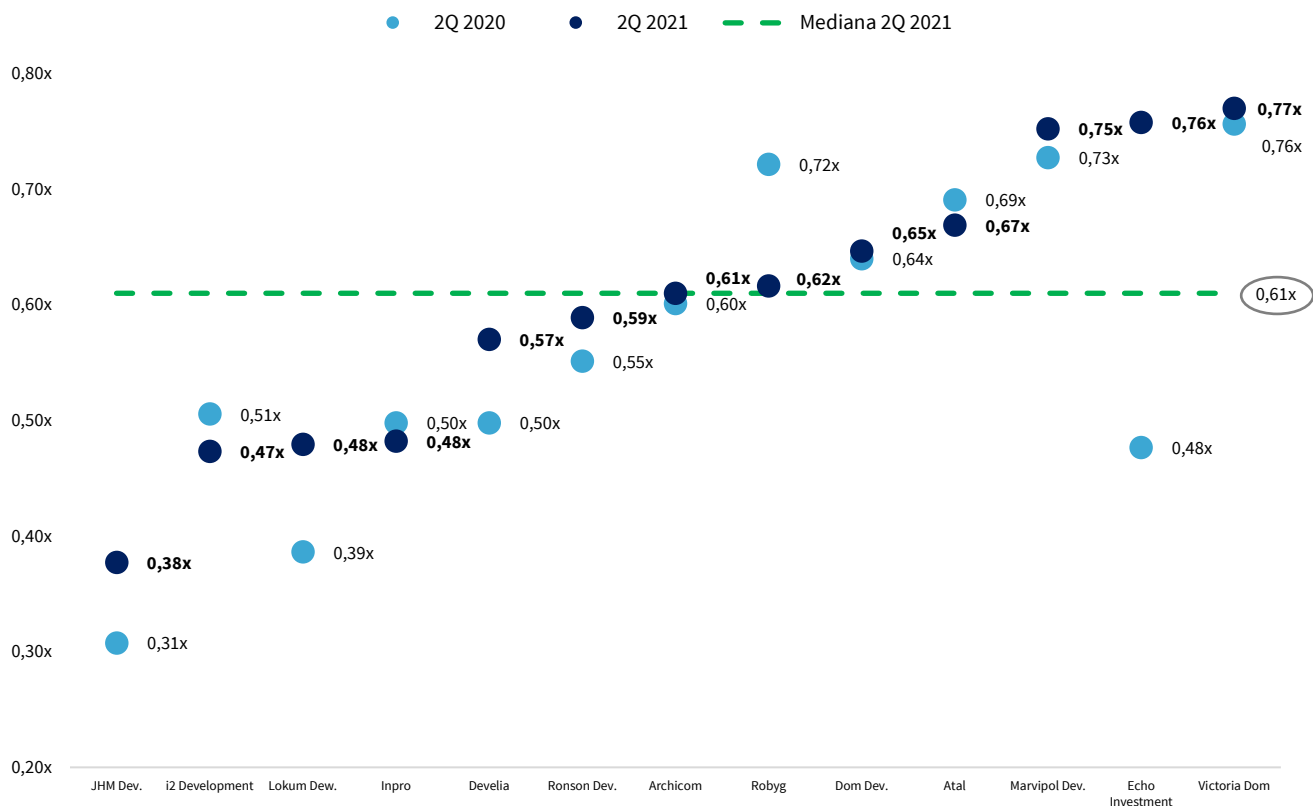
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza wskaźników zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2Q 2020 r. oraz 2Q 2021 r. ^{1,2}



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2Q 2020 r. oraz 2Q 2021 r. ¹



¹ W przypadku Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe.

² W przypadku Echo Investment nie wydzielono segmentu mieszkaniowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Spokojny kwartał po udanym półroczu

Przez większą część trzeciego kwartału na rynku pierwotnym obligacji panował spokój, trwał sezon urlopowy, a deweloperzy zaspokoiли znaczną część swoich potrzeb w pierwszej połowie roku, o czym pisaliśmy w poprzedniej edycji naszego opracowania. Stąd też, w minionym kwartale odnotowaliśmy tylko 3 emisje przeprowadzone przez objęte naszym opracowaniem podmioty. Kwota pozyskanych środków to skromne **149,9** mln zł, z czego na sam Atal przypada **120,0** mln zł wyemitowane 30 września.

We wrześniu zaczął się jednak ruch, kilka spółek ogłosiło programy emisji, skutkujące emisjami już w czwartym kwartale. Od początku października kwota pozyskanych środków sięga **255,0** mln zł w 4 emisjach. Narastająco od początku 2021 roku wynosi imponujące **1 736,4** mln zł. Wspomniana kwota przekracza łączną wartość wykupionych obligacji od początku roku do chwili obecnej oraz wartość obligacji przeznaczonych do wykupu do końca roku (**1 736,4** mln zł vs **1 500,6** mln zł). Oznacza to wzrost outstandingu zadłużenia obligacyjnego o ok. **236** mln zł, czemu niewątpliwie sprzyjała dobra koniunktura na rynku deweloperskim, a także sytuacja funduszy inwestycyjnych lokujących środki w obligacje korporacyjne.

Spodziewamy się, że dotychczasowy wynik wartości emisji zostanie do końca roku poprawiony i być może sięgnie kwoty nawet **2,0** mld zł. Należy jednak pamiętać, że warunki do plasowania nie są już tak dobre jak w pierwszej połowie roku. Przede wszystkim, o ile widzimy jeszcze sporo miejsca w bilansach deweloperów na zwiększanie dźwigni finansowej, to drugi silnik – sytuacja funduszy inwestycyjnych – zaczyna „zwalniać”. Powodów należy szukać w wysokich wycenach obligacji skarbowych w minionych kwartałach oraz systematycznie podnoszącym się wskaźniku inflacji. W pewnym momencie Yield’y uzyskiwane na obligacjach spadły do tak niskiego poziomu, że nabywcy jednostek uczestnictwa mogli liczyć co najwyżej na minimalny nominalny zysk. W efekcie, napływy zaczęły systematycznie zmniejszać się, co w połączeniu z rosnącym oczekiwaniem podwyżek stóp procentowych wynikłych z obaw o inflację, spowodowało spadek wycen obligacji. W przypadku polskich funduszy inwestycyjnych, które identyfikujemy jako aktywne na rynku obligacji korporacyjnych, wrzesień był pierwszym miesiącem od kwietnia 2020 r., w którym wartość aktywów pod zarządaniem tego typu podmiotów spadła (o **0,4%** m/m do kwoty **57,9** mld zł). Przypomnijmy, wiosną zeszłego roku rynek finansowy mierzył się z pierwszym, najbardziej dotkliwym dla rynku lockdown’em.

Nie jest jednak tak, że rynek pierwotny obligacji czeka trudniejszy okres. W dalszym ciągu produkty oferowane przez TFI mogą

cieszyć się popularnością, z uwagi na nieatrakcyjność ofert bankowych. Ponadto, obligacje korporacyjne oferują wyższe kupony niż obligacje skarbowe, co w sytuacji dalekiej niezbyt atrakcyjnych Yield’ów tych drugich, pcha dłużne fundusze inwestycyjne w stronę wyższej ekspozycji na ryzyko, w tym obligacji korporacyjnych.

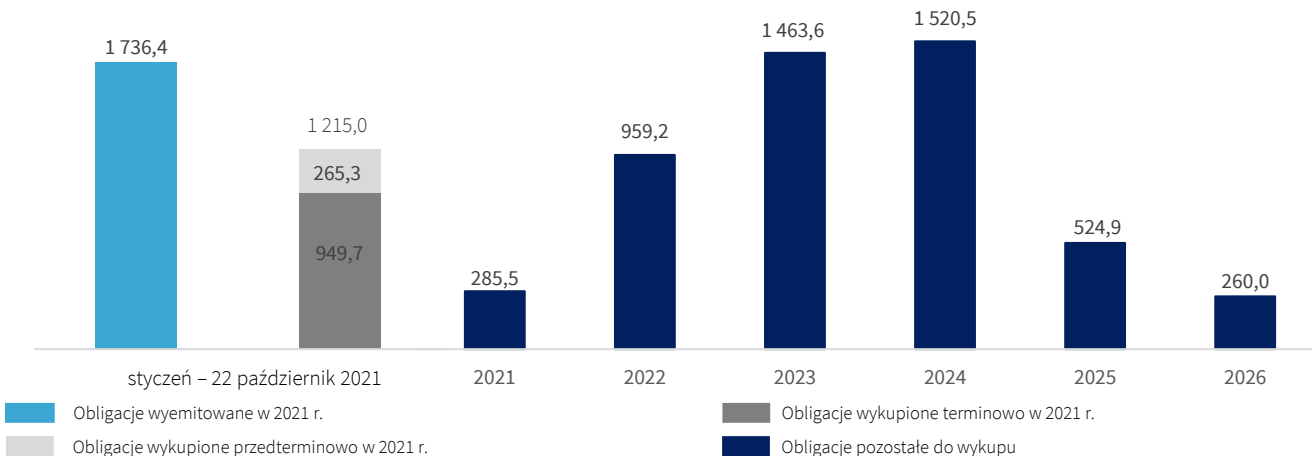
Jak napisaliśmy wcześniej, dobra koniunktura na rynku nieruchomości mieszkalnych była czynnikiem sprzyjającym pozyskiwaniu finansowania poprzez emisje obligacji. Spółki mają silne fundamenty, a także w dalszym ciągu dobre perspektywy mimo istotnej wyżki cen materiałów w 1H 2021 r.. W tej sytuacji w żadnym stopniu nie jesteśmy zdziwieni, że większość z nich chce dalej się rozwijać. Do tego potrzeba pieniędzy na grunty, których jest niedostateczna podaż, co z kolei winduje w górę ich ceny już od kilku lat, a to finalnie wpływa na wzrost budżetów inwestycji i musi być odzwierciedlone we wzroście cen mieszkań by inwestycje pozostały rentowne.

Prócz perspektywy wzrostu stóp procentowych, także sprawność prowadzenia działalności deweloperskiej, w tym zwłaszcza na rynku gruntów powoduje, że w dalszym ciągu obserwowaliśmy spadek marż kuponowych papierów emitowanych przez obserwowane przez nas podmioty. Podmioty, które potrafią sobie poradzić w takim otoczeniu wygrywają wyższe zwroty dla akcjonariuszy, a także większe uznanie wśród inwestorów obligacyjnych. Warto wymienić tu takie spółki jak:

- **Atal**, emisja 120,0 mln zł we wrześniu, z marżą WIBOR 6M + 175 pb. (vs 215 pb. w kwietniu 2021 r. i 260 pb. we wrześniu 2020 r.);
- **Inpro**, emisja 35,0 mln zł w październiku, z marżą WIBOR 6M + 275 pb. (vs 310 pb. w październiku 2018 r.);
- **Develia**, emisja 100,0 mln zł w październiku, z marżą WIBOR 3M + 270 pb. (vs 295 pb. w maju 2021 r. i vs 330 pb. w październiku 2020 r.);
- **Lokum Deweloper**, emisja 50,0 mln zł w październiku, z marżą WIBOR 6M + 420 pb. (vs 450 pb. w marcu 2021 r.).

Spodziewamy się dalszej aktywności emitentów na rynku obligacji, choć już nie w takiej skali jak w 1H 2021 r.. Deweloperzy w chwili obecnej nie znajdują się pod presją. Zobowiązania z tytułu obligacji do spłaty w przyszłym roku to kwota nieco poniżej **1,0** mld zł (959,2 mln zł), a więc relatywnie niewiele patrząc na ich fundamenty. Dopiero w 2023 roku spółki deweloperskie będą musiały zmierzyć się z wykupami obligacji o wartości **1 463,6** mln zł. Emitenci mają więc spokojnie kilka kwartałów by się do okresu wykupów przygotować, a także duży komfort w ich planowaniu. Dalsza podaż emisji będzie więc determinowana właśnie przez potrzeby w zakresie powiększania banku ziemi, a tu kluczem będzie skuteczność podmiotów w ich pozyskiwaniu.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2021 – 2026 (w mln PLN) według stanu na dzień 22.10.2021 r.



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

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Niewiele jest podmiotów, które będą musiały refinansować zadłużenie

Podmioty aktywne w ostatnich tygodniach niemal całkowicie wyczerpują listę potencjalnych kandydatów na przyszłe emisje z obserwowanych przez nas deweloperów mieszkaniowych.

Ze spółek, które w naszej opinii mogą pojawić się na rynku pierwsze miejsce na liście powinno należeć się **Echo Investment**, którego przedstawiciele wskazywali, że chcieliby wyjść na rynek jeszcze w obecnym roku. W przypadku tego dewelopera będziemy mieć też do czynienia z wykupem 198,4 mln zł, w dwóch seriach (2/2017 o wartości 140,0 mln zł oraz 2P/2020 o wartości 12,8 mln EUR).

W dalszej kolejności oczekiwalibyśmy na **Archicom**, którego obligacje mają coraz bliższe terminy zapadalności. Ponadto przedstawiciele tego dewelopera również wskazywali na chęć rolowania zapadających obligacji (większy wydatek to seria

M5/2020 zapadająca w lutym 2022 r. o wartości 90,0 mln zł).

Znakiem zapytania dla nas jest **Robyg** oraz **Develia**. Przypomnijmy, ten pierwszy to jeden z wygranych deweloperów obecnego roku, mogący pochwalić się rekordową sprzedażą, dobrą sytuacją finansową, potężnym bankiem ziemi, a także bardzo ambitnymi planami w zakresie jego powiększenia. Drugi natomiast realizuje strategiczny switch z aktywów komercyjnych na mieszkaniowe.

Warto dodać, że w przypadku części emitentów ostatnie tygodnie polegały nie tylko na rolowaniu istniejącego długu. Mówimy tu o rolowaniu + zwiększeniu outstanding'u, jak w przypadku: **Atalu**, **Develii** czy **Inpro**, lecz również o zaciągnięciu zupełnie nowego zadłużenia. W tym miejscu warto wspomnieć o **Lokum Deweloper**, który w ostatnich dniach pozyskał 50,0 mln zł z tenorem 3,5-letnim, w ramach programu o wartości 100,0 mln zł, jak również o **Victorii Dom**, która z sukcesem zamknęła emisję o wartości 70,0 mln zł z tenorem 3 lata i 3 miesiące.

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2021 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln PLN)	Seria	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Lokum Deweloper	5 mar 2021	100,0	H	3,5 ¹	WIBOR 3M + 4,50%	Nie
i2 Development	16 mar 2021	17,9	L	3,0	5,47%	Tak
Echo Investment	17 mar 2021	195,0	1/2021	4,0	WIBOR 6M + 4,45%	Nie
Ronson	15 kwi 2021	100,0	W	4,0 ¹	WIBOR 6M + 4,00%	Nie
i2 Development	16 kwi 2021	9,6	M	3,0	5,47%	Tak
Marvipol	21 kwi 2021	116,0	AD	3,5	WIBOR 6M + 4,50%	Nie
Atal	21 kwi 2021	120,0	AX	2,0	WIBOR 6M + 2,15%	Nie
Echo Investment	22 kwi 2021	188,0	1P/2021	3,5	5,00%	Nie
Develia	11 maj 2021	150,0	DVL0524OZ5	3,0	WIBOR 3M + 2,95%	Nie
Dom Development	12 maj 2021	110,0	DOMDET5120526	5,0	WIBOR 6M + 1,30%	Nie
Victoria Dom	17 maj 2021	25,0	R	3,0	WIBOR 6M + marża	bd.
Robyg	17 cze 2021	150,0	PD	5,0 ¹	WIBOR 6M + 2,40%	Nie
Victoria Dom	23 cze 2021	50,0	S	3,0	WIBOR 6M + 5,50%	Nie
Victoria Dom	5 lip 2021	25,0	S2	3,0	WIBOR 6M + 5,50%	Nie
i2 Development	13 sie 2021	4,9	N	3,6	5,80%	Tak
Atal	30 wrz 2021	120,0	AY	2,0	WIBOR 6M + 1,75%	Nie
Inpro	7 paź 2021	35,0	C	4,0	WIBOR 6M + 2,75%	Tak
Develia	8 paź 2021	100,0	DVL1024OZ6	3,0	WIBOR 3M + 2,70%	Nie
Victoria Dom	11 paź 2021	70,0	T	3,3	WIBOR 6M + 5,50%	Nie
Lokum Deweloper	19 paź 2021	50,0	I	3,5	WIBOR 6M + 4,20%	Nie
razem		1 736,5				

¹okresowa amortyzacja

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

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2021 – 2026 (w mln PLN) według stanu na dzień 21.10.2021 r.

Deweloper	Emisje w 2021 r.			Wykupy w 2021 r.			Wykupy w okresie 2021 - 2026						Suma do wykupu
	1H 2021	3Q 2021	10.2021	1H 2021	3Q 2021	10.2021	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Echo Investment	383,0	0,0	0,0	155,0	100,0	0,0	198,4	296,6	180,3	620,6	195,0	0,0	1 490,9
Robyg	150,0	0,0	0,0	0,0	45,3	0,0	0,0	0,0	360,0	100,0	0,0	150,0	610,0
Atal	120,0	120,0	0,0	268,0	100,0	0,0	0,0	200,0	389,0	0,0	0,0	0,0	589,0 ¹
Develia	150,0	0,0	100,0	100,0	0,0	40,0	0,0	115,0	130,0	250,0	0,0	0,0	495,0
Dom Development	110,0	0,0	0,0	32,1	0,0	0,0	77,9	50,0	50,0	50,0	100,0	110,0	437,9
Victoria Dom	75,0	25,0	70,0	36,1	0,0	0,0	0,0	36,0	84,6	100,0	80,0	0,0	300,6
Marvipol	116,0	0,0	0,0	56,8	9,6	0,0	0,0	54,3	47,6	172,3	0,0	0,0	274,2
Lokum Deweloper	100,0	0,0	50,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	100,0	50,0	0,0	250,0
Ronson Europe N.V.	100,0	0,0	0,0	55,0	25,2	0,0	0,0	50,0	40,0	100,0	60,0	0,0	250,0
Archicom	0,0	0,0	0,0	6,3	16,3	0,0	9,2	157,3	60,0	0,0	0,0	0,0	226,6
i2 Development	27,5	4,9	0,0	34,5	8,5	0,0	0,0	0,0	10,0	27,5	4,9	0,0	42,4
Inpro	0,0	0,0	35,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	35,0	0,0	35,0
JHM Development	0,0	0,0	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	12,1	0,0	0,0	0,0	12,1
Razem	1 331,5	149,9	255,0	845,1	304,9	65,0	285,5	959,2	1 463,6	1 520,5	524,9	260,0	5 013,7

¹ W tym 149,0 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane

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

ARCHICOM

- Przypominamy, że w 1H 2021 r. deweloper stał się celem przejęcia przez Echo Investment. Powyższe miało też implikacje natury raportowej, w postaci dostosowania standardów do stosowanych przez nowego właściciela, jak też wyłączeniu działalności prowadzonej przez zbytą spółkę zależną – Archicom Polska. W związku z powyższym zmianie uległy dane dot. sprzedaży, przekazania oraz oferty tak, że obecnie prezentują tylko działalność we Wrocławiu.
- W 3Q 2021 r. Archicom zaraportował sprzedaż 235 jednostek wobec 477 w 2Q 2021 r. (-50,7% q/q) i 284 rok wcześniej (-17,3% r/r). Dane narastająco prezentują się lepiej, w 1-3Q 2021 r. sprzedano 1 048 lokali vs 777 rok wcześniej (+34,9% r/r). W poprzedniej edycji spekulowaliśmy, że cel sprzedażowy na cały rok (1 000 – 1 200 lokali) zostanie podniesiony. Do dnia dzisiejszego to się nie stało mimo, że emitent w zasadzie już go osiągnął.
- Wydaje się, że górna granica celu sprzedażowego na 2020 r. zostanie przekroczona nawet z rekordowo niskim poziomem oferty, z którą Archicom rozpoczął 2H 2021 r. oraz przy założeniu braku wprowadzeń. Oferta wyniosła tylko 648 lokali na koniec czerwca wobec 859 kwartał wcześniej (-24,6% q/q) i 1 367 rok wcześniej (-52,6% r/r) (dane skorygowane). Warto pamiętać, że na 4Q 2021 r. deweloper planuje wprowadzić do oferty ok. 700 lokali.
- Podobnie jak rok wcześniej, duża ilość lokali powinna zostać przekazana w ostatnim kwartale roku. Do końca 3Q 2021 r. przekazano 545 lokali vs 789 rok wcześniej (-30,9% r/r). Cel na 2021 r. wynosi 1 000 – 1 200 i został podtrzymany.
- Na początku października emitent poinformował o chęci wypłaty zaliczkowej dywidendy za 2021 r.. Na konta akcjonariuszy trafi 1,24 zł/akcję. Wypłata nastąpi w dniu 26 listopada 2021 r..
- W trakcie konferencji podsumowującej wyniki za 1H 2021 r. przedstawiciele spółki poinformowali o chęci rolowania obecnie wyemitowanych obligacji. Poza kilkoma mniejszymi seriami, zapadającymi od grudnia, najbliższy większy wykup czeka spółkę w lutym (90,0 mln zł serii M5/2020). Oczekivalibyśmy więc ustanowienia programu emisji w nieodległym terminie.
- Nasze postępowanie emitenta jest pozytywne. Na uwagę zasługuje rosnąca wartość zakontraktowanych lokali (ok. 672 mln zł na koniec 1H 2021 r.)

ATAL

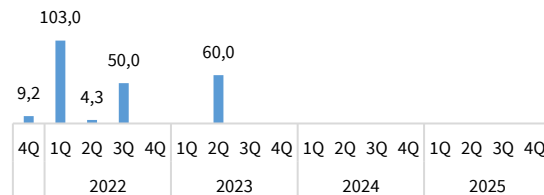
- W trzecim kwartale 2021 r. Atal sprzedał 1 162 lokali i otarł się o rekord kwartalnej sprzedaży, który dopiero co ustanowił w 2Q 2021 (1 222 lokali). Narastająco, w trakcie dziewięciu sprzedaż wyniosła 3 232 lokali w porównaniu do 2 072 w analogicznym okresie 2020 r..
- W zakresie przekazania wyniki za 3Q 2021 r. opiewają na 740 lokale, wobec 856 w poprzednim kwartale (-13,6% q/q) oraz 543 rok wcześniej (+36,3% r/r). Od początku roku, Atal przekazał łącznie 2 390 lokali w porównaniu do 1 783 w analogicznym okresie 2020 r. (+34,0%).
- Spółka posiada obszerny bank ziemi (549 tys. m2 PUM na 30 czerwca 2021 r.), który w jej ocenie zapewni Atalowi „ciągłość produkcji” na następne 3 lata. Istotna część banku została nabyta w latach 2017 i 2018 kiedy grunty były o wiele bardziej dostępne i o wiele tańsze niż dziś. W rezultacie, zapasy Atalu będą silnym fundamentem dla rentowności spółki w kolejnych kwartałach.
- Harmonogram inwestycji spółki zakłada, że w 2021 r. zostanie ukończonych 3 327 lokali z czego na 30 czerwca 2021 r. zostało sprzedanych 2 648 lokali (79,6%). Dla inwestycji przewidzianych do ukończenia w 2022 r., liczby kształtują się na poziomie 3 213 oraz 1 791 (55,7%).
- Marża brutto za pierwsze półrocze osiągnęła poziom 24,3%, nieznacznie poniżej celu spółki, który wynosi 25,0%, przy czym za sam 2Q marża osiągnęła już 25,5%. Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli emitenta, spółka aktywnie monitoruje rynek oraz zarządza cennikiem tak aby uniknąć uszczerbku na marży (tak jak miało to miejsce w przeszłości).
- W pierwszym półroczu 2021 r. deweloper obniżył poziom zadłużenia głównie za sprawą spadku zobowiązań z tytułu obligacji o 192,4 mln zł. Biorąc pod uwagę lipcową wypłatę dywidendy (117,3 mln zł), spodziewamy się że wskaźnik dług netto / kapitał własny nie przekroczy poziomu 70%, natomiast wskaźnik ogólnego zadłużenia nie ulegnie znaczącej zmianie.
- We wrześniu Atal przeprowadził emisję obligacji, którą deweloper może zaliczyć do bardzo udanych. Pomimo dwukrotnego podniesienia wartości oferty, popyt na nowe obligacje spółki był prawie trzy razy większy od wartości emisji. Mało tego, oprocentowanie zostało ustalone na poziomie WIBOR 6M + 1,75%, co oznacza istotne obniżenie kosztów (o 0,4%), w porównaniu do emisji z kwietnia 2021 r.. Wartość emisji to 120 mln zł, a tenor nowych papierów to 2 lata.

w mln zł	2018	2019	2020	1H 2020	1H 2021
Przychody	476,5	500,5	648,7	266,8	157,4
Zysk brutto ze sprzedaży	128,2	151,1	194,8	75,2	52,0
Marża brutto ze sprzedaży	26,9%	30,2%	30,0%	28,2%	33,0%
EBIT	88,3	100,3	133,0	50,0	21,3
Marża EBIT	18,5%	20,0%	20,5%	18,7%	13,5%
Zysk netto	61,4	89,2	93,7	31,0	8,1
Marża netto	12,9%	17,8%	14,4%	11,6%	5,1%
Kapitał własny	491,0	543,4	613,9	616,6	559,0
Zadłużenie finansowe	266,7	282,2	373,2	396,8	285,1
Kredyty i inne	53,4	76,0	104,0	101,0	56,0
Obligacje	213,4	206,2	269,2	295,8	229,1
% obligacji w zadłużeniu	80,0%	73,1%	72,1%	74,6%	80,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	106,3	92,7	174,3	222,9	259,7
Dług netto	160,5	189,5	198,9	173,8	25,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	60,7%	58,0%	60,1%	61,0%
Dług netto/KW	32,7%	34,9%	32,4%	28,2%	4,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy

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

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

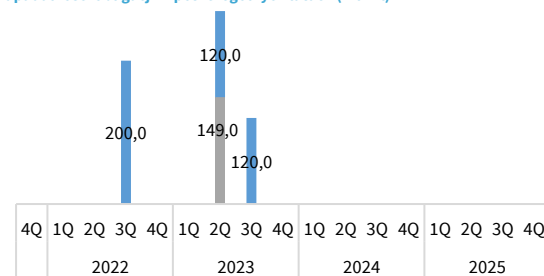


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2018	2019	2020	1H 2020	1H 2021
Przychody	1 055,0	720,2	1 167,4	455,7	651,6
Zysk brutto ze sprzedaży	283,5	170,7	237,5	83,5	158,6
Marża brutto ze sprzedaży	26,9%	23,7%	20,3%	18,3%	24,3%
Przychody segmentu dewelop.	1 046,9	713,4	1 160,6	452,2	648,2
EBIT segmentu dewelop.	255,6	142,6	204,6	64,0	140,8
Marża EBIT	24,4%	20,0%	17,6%	14,2%	21,7%
Zysk netto	206,6	115,6	167,5	51,1	116,2
Marża netto	19,6%	16,0%	14,3%	11,2%	17,8%
Kapitał własny	857,3	788,7	956,1	839,9	955,1
Zadłużenie finansowe	524,8	837,9	910,9	915,1	718,5
Kredyty i inne	84,4	190,3	185,6	267,1	146,1
Obligacje	440,5	647,7	725,3	648,0	572,4
% obligacji w zadłużeniu	83,9%	77,3%	79,6%	70,8%	79,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29,2	14,2	174,0	58,2	184,5
Dług netto	495,6	823,7	736,8	856,9	534,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	54,2%	67,3%	65,8%	69,1%	66,9%
Dług netto/KW	57,8%	104,4%	77,1%	102,0%	55,9%

¹bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Emisje objęte przez podmioty powiązane = 149 mln zł

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

DEVELIA

- W trakcie trzech kwartałów 2021 r. Develia zakontraktowała 1 500 lokali, co przekłada się na realizację ok. 83% planu sprzedażowego na cały rok. W samym trzecim kwartale kontraktacja wyniosła 438 lokali, wobec 482 w 2Q 2021 (-9,1% q/q) i 338 w 3Q 2020 (+22,3% r/r).
- W wynikach za trzeci kwartał zostaną uwzględnione 522 lokale wobec 364 w 2Q 2021 (+43,4%) i 264 w analogicznym okresie ubiegłego roku (+97,7%). Po pierwszym półroczu 2021 r. spółka zakontraktowała 96% lokali przewidzianych do przekazania w 2021 r. oraz 57% lokali przeznaczonych do przekazania w 2022 r.
- Oferta dewelopera na koniec czerwca wyniosła 1 432 lokali w porównaniu do 1 448 w poprzednim kwartale (-1,1% q/q), z czego 1 027 lokali weszło do oferty w tym roku. Co za tym idzie, żeby zrealizować cel na 2021, spółka musi dołożyć do oferty około 500 lokali (cel wprowadzeń między 1500 a 1700 lokali).
- W połowie września 2021 r. spółka poinformowała o zawarciu umowy przedwstępnej sprzedaży udziałów w biurowcu Sky Tower (79,6%) we Wrocławiu. Umowa opiewa na 84,4 mln euro (pomniejszona o VAT i nierozliczone zachęty dla najemców) a finalizacja transakcji ma nastąpić do końca 2021 r.. Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli Develii wpływy ze sprzedaży zostaną przeznaczone na spłatę kredytu, z którego finansowano projekt oraz na dalszy rozwój działalności mieszkaniowej. Przypomnijmy, sprzedaż Sky Tower jest jednym z elementów strategii spółki na lata 2021-2025, która zakłada że na przełomie 2021/2022 zostanie również sprzedany biurowiec Wola Retro.
- Na początku października 2021 r. Develia przeprowadziła emisję trzyletnich obligacji wartych 100 mln zł z rocznym oprocentowaniem składającym się z WIBOR 3M oraz marży w wysokości 2,70%. Tym samym, deweloper obniżył koszt nowego długu w porównaniu do emisji z maja br., dla której oprocentowanie zostało ustalone na poziomie WIBOR 3M + 2,95%. Należy nadmienić, że nowa emisja zbiegła się w czasie z zapadalnością obligacji spółki wartych 40 mln zł. Biorąc pod uwagę harmonogram zapadalności długu w kolejnych kwartałach, spodziewamy się że Develia przeprowadzi kolejne emisje.
- Na początku października przedstawiciele spółki poinformowali, że na rynkach na których Develia jest już obecna przygląda się ona lokalnym deweloperem pod kątem przejęcia.

DOM DEVELOPMENT

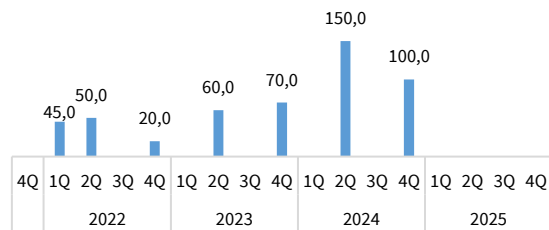
- W 3Q 2021 deweloper zawarł umowy na sprzedaż 856 lokali wobec 1 032 kwartał wcześniej (-17,1% q/q) i 995 rok wcześniej (-14,0% r/r). Narastająco od początku roku dynamika nadal jest dodatnia i wynosi +13,2% r/r (2 972 lokale vs 2 626 rok wcześniej). Mniejsza ilość zakontraktowanych lokali wynika ze znacznego spadku poziomu oferty w Warszawie, która naszym zdaniem, obok Krakowa, staje się najtrudniejszym rynkiem w kraju.
- Oferta opiewała na 1 771 lokali wg. stanu na 30 czerwca 2021 r. w porównaniu do 2 375 kwartał wcześniej (-25,4% q/q) i 2 019 lokali rok wcześniej (-12,3% r/r). Zarząd deklarował znaczne uzupełnienie pól sprzedaży w drugiej połowie roku. Do oferty ma trafić ok. 3 000 lokali, w tym 1 800-1 900 w Warszawie.
- Liczba przekazanych lokali w 3Q 2021 r. była zgodna z zapowiedziami emitenta. Wyniosła 599 szt. wobec 692 rok wcześniej (-13,4% r/r). Narastająco YTD liczba przekazanych wynosi 2 521 vs 1 933 rok wcześniej (+30,4% r/r). Deweloper podtrzymał plan na cały rok, który wynosi 3 300-3 400 lokali. Oznacza to, że wolumen w 4Q 2021 r. powinien wynieść niecały 1 000 lokali, tj. mniej niż w 4Q 2020, o ok. 18 do 27%.
- Taki poziom przekazanych, przy założeniu utrzymania marży brutto ze sprzedaży na poziomie 1H 2021 r. oznacza, że Dom Development kolejny rok z rzędu może poprawić wyniki. Nie wykluczamy, że skala poprawy może przybrać tempo dwucyfrowe.
- Emitent nie zdejmuje też nogi z gazu z dalszą ekspansją. Prócz poprawy w zasadzie wszystkich parametrów biznesowych, także mniej przez nas omawianych: liczby lokali w realizacji, banku ziemi, wartości sprzedanych lokali do rozpoznania w wynikach, czy najświeższej akwizycji – Sento (1 lipca 2021 r.) Dom Development poinformował o wyłączności negocjacyjnej (do 14 stycznia 2022 r.) na nabycie wybranych spółek z Grupy Buma działającej w Krakowie, celem wzmocnienia obecności w tym mieście.
- Istotne wielkości mogą też przyjąć wydatki na bank ziemi, których skala może spowodować pojawienie się długu netto. Ten ostatni przyjmował w ostatnich kwartałach bliskie zero, lub ujemne wartości.

w mln zł	2018	2019	2020	1H 2020	1H 2021
Przychody	796,7	819,3	517,1	220,1	376,7
Przychody	649,0	678,3	430,1	175,8	334,5
Zysk brutto ze sprzedaży	201,2	225,3	134,8	66,0	93,8
Marża brutto ze sprz.	31,0%	33,2%	31,3%	37,5%	28,0%
Zysk netto	160,4	117,4	-134,5	8,8	55,7
Marża netto	20,1%	14,3%	-26,0%	4,0%	14,8%
Kapitał własny	1 497,8	1 492,1	1 317,8	1 510,1	1 297,6
Zadłużenie finansowe	1 214,5	1 075,3	837,1	841,3	880,5
Zadłużenie finansowe	485,5	462,7	385,7	396,5	435,5
Kredyty i inne	33,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligacje	452,3	462,7	385,7	396,5	435,5
% obligacji w zadłużeniu	93,2%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	259,9	242,7	182,1	116,2	195,6
Dług netto	225,7	220,0	203,6	280,3	239,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	53,5%	53,2%	49,8%	57,0%
Dług netto/KW	50,0%	49,2%	34,9%	23,8%	30,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

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

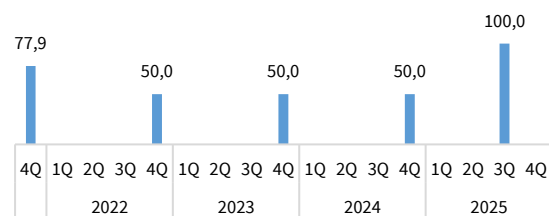
Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2018	2019	2020	1H 2020	1H 2021
Przychody	1 653,9	1 661,7	1 815,0	772,2	1 144,4
Zysk brutto ze sprzedaży	455,1	500,1	578,8	239,4	380,1
Marża brutto ze sprz.	27,5%	30,1%	31,9%	31,0%	33,2%
Zysk netto	227,0	256,0	302,2	117,7	232,5
Marża netto	13,7%	15,4%	16,7%	15,2%	20,3%
Kapitał własny	1 046,5	1 084,2	1 157,5	1 207,9	1 148,0
Zadłużenie finansowe	396,2	446,3	371,4	593,9	485,9
Kredyty i inne	85,0	85,0	10,0	332,9	46,4
Obligacje	311,2	361,3	361,4	260,9	439,5
% obligacji w zadłużeniu	78,5%	81,0%	97,3%	43,9%	90,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	282,5	253,3	585,7	599,9	507,7
Dług netto	113,7	193,0	-214,3	-6,0	-21,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,8%	63,4%	64,4%	64,0%	64,7%
Dług netto/KW	10,9%	17,8%	-18,5%	-0,5%	-1,9%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

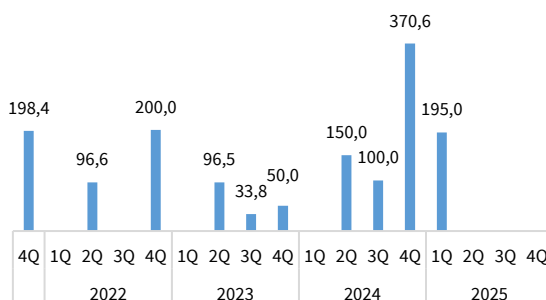
ECHO INVESTMENT

- W trakcie trzeciego kwartału 2021 r. Grupa Echo-Archicom zawarła umowy na sprzedaż 603 lokali w porównaniu do 921 w poprzednim kwartale oraz 737 w 3Q 2020 r.. Od początku roku sprzedaż na poziomie Grupy wyniosła łącznie 2 322 z czego Archicom odpowiada za 1 048 lokali. W analogicznym okresie 2020 r. kontrakcja wyniosła 1 883.
- Po pierwszych trzech kwartałach Grupa zrealizowała 72,6% celu sprzedażowego na 2021 r. (53,8% po 2Q 2021 r.). Tempo sprzedaży spadło między czerwcem a wrześniem ponieważ Echo-Archicom podniosło ceny ofertowe w celu obrony (a nawet podniesienia) marż.
- W trzecim kwartale przekazania osiągnęły poziom 485 jednostek względem 408 w przeciągu 2Q 2021, oraz 592 w zeszłym roku. Łączna liczba przekazanych w okresie styczeń-wrzesień wyniosła 1 161, co oznacza spadek w wysokości 22,7% w porównaniu do trzech kwartałów w 2020 r., kiedy przekazania wyniosły 1 502. Grupa oczekuje, że przekazania znacząco wzrosną w 4Q 2021.
- Sprawozdanie finansowe Grupy za pierwsze półrocze 2021 r. uwzględni już nabycie Archicomu. Dzięki tej transakcji aktywa związane z działalnością mieszkaniową osiągnęły 39% w sumie bilansowej, przy czym celem jest przekroczenie poziomu 60%. Jednocześnie Grupa zaobserwowała odrodzenie popytu na nieruchomości komercyjne co już przełożyło się na sierpniową sprzedaż Browarów Warszawskich oraz sprzedaż projektu Moje Miejsce I w Warszawie, ogłoszoną w październiku.
- Dług netto „powiększonego” Echo wyniósł 2,9 mld zł w porównaniu do 2,6 mld zł na koniec 2020 r. a wskaźnik dług netto/kapitał własny wzrósł do 159,3% z 155,3%. Wspomniana wyżej sprzedaż aktywów komercyjnych przełoży się na spadek zadłużenia. W 4Q 2021 Echo-Archicom chce wyjść na rynek obligacji z emisjami skierowanymi zarówno do inwestorów detalicznych jak i instytucjonalnych.
- Spadek marży brutto w segmencie mieszkaniowym do poziomu 14% w 1H 2021 jest związany z księgowym efektem nabycia Archicomu, a konkretnie jego zapasów, które zostały kupione po cenie rynkowej. Co za tym idzie, na poziomie Grupy znacząco wzrósł koszt własny sprzedaży generowanej przez Archicom.

w mln zł	2018	2019	2020	1H 2020	1H 2021
Przychody	713,0	880,1	1 212,9	404,3	420,9
Zysk brutto ze sprzedaży	134,9	203,0	243,8	59,0	106,9
Marża brutto ze sprz.	18,9%	23,1%	20,1%	14,6%	25,4%
Przychody	393,5	554,2	728,6	212,3	283,3
Zysk brutto ze sprzedaży	109,4	152,4	164,4	37,9	39,9
Marża brutto ze sprz.	27,8%	27,5%	22,6%	17,9%	14,1%
Aktywa	1 059,0	1 065,5	1 179,9	1 023,1	2 293,2
Kapitał własny	975,3	630,4	645,1	535,5	555,3
Aktywa	3 891,9	4 810,4	5 630,8	5 146,6	7 049,7
Kapitał własny	1 495,5	1 562,2	1 684,6	1 613,5	1 804,0
Zadłużenie finansowe	1 429,5	2 254,6	2 943,2	2 434,9	3 503,1
Kredyty i inne	270,9	1 105,1	1 518,9	1 292,3	1 694,2
Obligacje	1 158,7	1 149,5	1 424,3	1 142,6	1 808,9
% obligacji w zadłużeniu	81,1%	51,0%	48,4%	46,9%	51,6%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	439,5	492,3	327,1	340,0	629,4
Dług netto	990,0	1 762,3	2 616,1	2 094,9	2 873,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	61,6%	67,5%	70,1%	68,6%	74,4%
Dług netto/KW	66,2%	112,8%	155,3%	129,8%	159,3%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

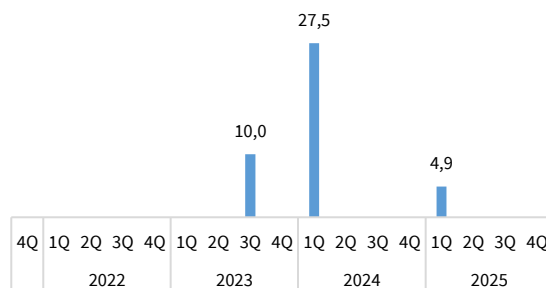
i2 DEVELOPMENT

- Przypominamy, deweloper nie publikuje danych sprzedażowych raportami bieżącymi, stąd najaktualniejszymi danymi jakimi dysponujemy są te za drugi kwartał bieżącego roku, w którym deweloper sprzedał 42 lokale wobec 88 kwartał wcześniej i 14 rok wcześniej. Narastająco w 1H 2021 oznacza to kontrakcję na poziomie 130 lokali wobec 110 rok wcześniej (+18,2% r/r).
- W wynikach za 2Q 2021 r. i2 Development rozpoznało 18 lokali wobec 37 w 1Q 2021 r. oraz 90 rok wcześniej. Narastająco liczba przekazanych wynosi: 55 lokali w 1H 2021 r. wobec 254 rok wcześniej.
- Większej liczby przekazanych należy spodziewać się w 2H 2021 r.. i2 Development planuje przekazać 250-300 lokali, co pozwoli emitentowi zanotować wysoki poziom przychodów. Z zaciekawieniem będziemy obserwować jaką marżę uda się deweloperowi zanotować na projektach, które w nadchodzących kwartałach będą przekazywane klientom. W poprzedniej edycji opracowania wyraziliśmy obawę odn. inwestycji takich jak: Dom z Herbem, Przy Przystani, Przy Bulwarze oraz Willi Staromiejskiej, a więc inwestycji z długim okresem realizacji.
- Oferta dewelopera na koniec 1H 2021 r. wynosiła 220 lokale wobec 262 kwartał wcześniej. Liczba ta rozkłada się na 6 inwestycji będących na różnym etapie zaawansowania. W 2Q 2021 r. Emitent nie wprowadził do oferty żadnej inwestycji.
- Ponownie niska liczba przekazanych skutkowałą niskimi wartościami przychodów, a w konsekwencji wyników. W 1H 2021 r. marża brutto ze sprzedaży segmentu deweloperskiego wyniosła 0,5% wobec 18,7% rok wcześniej. O wynikach całorocznych zdecyduje jednak druga połowa roku.
- Niższe linie rachunku wyników wyglądały lepiej, ale zaraportowane przez i2 Development 7,2 mln zł zysku netto w 2Q 2021 r. wynikało w znacznym stopniu z przeszacowania wartości nieruchomości, co czyni wynik bezgłównym.
- Trzeci kwartał z rzędu przynosił zanotował dług netto. Wg. stanu na 1H 2021 r. wyniósł 55,3% kapitałów własnych wobec 49,3% na koniec 1Q 2021 r. i 59,0% rok wcześniej.
- W sierpniu emitent przydzielił obligacje serii N o wartości 4,9 mln zł oraz pozyskał kredyt deweloperski z mBanku o wartości 63,1 mln zł, a także dokonał wykupu obligacji serii J o wartości 8,2 mln zł.

w mln zł	2018	2019	2020	1H 2020	1H 2021
Przychody	95,5	139,8	214,8	107,2	36,4
Przychody	75,8	120,0	186,5	97,1	25,2
EBIT	-5,7	40,9	18,4	13,7	4,0
Marża EBIT	-7,6%	34,1%	9,8%	14,1%	15,8%
Zysk netto	29,0	-4,2	10,7	11,4	7,4
Marża netto	30,3%	-3,0%	5,0%	10,6%	20,2%
Kapitał własny	248,6	241,5	252,9	252,5	261,2
Zadłużenie finansowe	217,9	196,7	123,2	153,3	151,6
Kredyty i inne	92,9	96,8	70,3	81,2	105,7
Obligacje	125,0	99,9	52,9	72,1	45,9
% obligacji w zadłużeniu	57,4%	50,8%	43,0%	47,0%	30,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	15,7	3,1	11,4	4,3	7,1
Dług netto	202,2	193,6	111,8	149,0	144,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,7%	56,7%	44,7%	50,6%	47,3%
Dług netto/KW	81,4%	80,2%	44,2%	59,0%	55,3%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

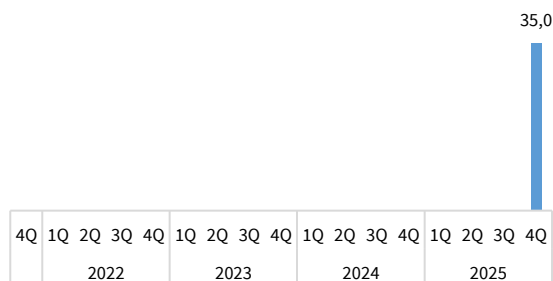
INPRO

- Między lipcem a wrześniem Inpro sprzedało 166 lokali, wobec 191 w poprzednim kwartale (-13,1% q/q) oraz 193 w trzecim kwartale 2020 r. (-14,0% r/r). Od początku roku sprzedaż wyniosła łącznie 576 lokali, co oznacza 21,5% wzrost w porównaniu do analogicznego okresu w 2020 r..
- W trzecim kwartale 2021 r. deweloper przekazał 187 lokali co oznacza wzrost w stosunku do 121 lokali przekazanych w drugim kwartale (+54,5% q/q), oraz w stosunku do 144 jednostek rok wcześniej (+29,9% r/r). Biorąc pod uwagę cel przekazania na 2021 r. w wysokości 700 lokali, w czwartym kwartale bieżącego roku Inpro powinno oddać do użytkowania około 300 lokali.
- Wraz z publikacją sprawozdania finansowego za pierwsze półrocze, trójmiesięcki deweloper obniżył cel wprowadzeń do oferty na 850 w porównaniu do poziomu 900 lokali ujętym w sprawozdaniu z 1Q 2021.
- Spółka utrzymuje silne wskaźniki finansowe. Na koniec czerwca 2021 r. dług netto jako proporcja kapitału własnego wyniósł 8,1%, natomiast wskaźnik zadłużenia ogólnego był na poziomie 48,2%. W pierwszym półroczu 2021 r. marża brutto na działalności deweloperskiej wyniosła 28,0% w porównaniu do 20,1% w trakcie pierwszych sześciu miesięcy 2020 r., dzięki czemu Inpro osiągnęło zysk netto w wysokości 14,9 mln zł w porównaniu do 12,8 mln zł w 1H 2020 r., i to pomimo spadku przychodów o 14,1% r/r.
- W październiku spółka przeprowadziła emisję obligacji serii C, która opiewa na 35 mln zł. Emisja cieszyła się dużym zainteresowaniem inwestorów co przełożyło się na średnią stopę redukcji w wysokości prawie 60%. Papiery, które mają czteroletni tenor i są oprocentowane na poziomie WIBOR 6M + 2,75%, pozwoliły spółce zrefinansować obligacje serii B, dla których wartość emisji wyniosła 25 mln zł a oprocentowanie było ustanowione na poziomie WIBOR 6M + 3,10%. Co za tym idzie, deweloper obniżył koszty finansowania.
- Według doniesień prasowych, na początku października Inpro wygrało przetarg na zakup działki w Olsztynie przy ul. Głowackiego za 13,1 mln zł. Jest to kolejna transakcja dewelopera w stolicy województwa warmińsko-mazurskiego, który jest już posiadaczem gruntu przy ul. Cichej. Ekspansja Inpro w Olsztynie jest ciekawym elementem strategii dewelopera, który tradycyjnie operował w Trójmieście i okolicach.

w mln zł	2018	2019	2020	1H 2020	1H 2021
Przychody	259,0	270,5	382,6	131,7	113,1
Przychody	220,1	225,6	361,5	122,8	100,5
Zysk brutto ze sprzedaży	66,3	70,4	103,3	24,7	28,1
Marża brutto	30,1%	31,2%	28,6%	20,1%	28,0%
Zysk netto	35,3	36,1	63,8	13,7	16,2
Marża netto	16,0%	16,0%	17,7%	11,2%	16,2%
Zysk netto	40,9	43,5	67,8	12,8	14,9
Marża netto	15,8%	16,1%	17,7%	9,7%	13,2%
Kapitał własny	295,7	308,7	365,7	314,1	357,3
Zadłużenie finansowe	85,8	82,7	107,2	89,5	119,1
Kredyty i inne	60,9	57,7	82,3	64,5	76,0
Obligacje	24,8	25,0	24,8	25,0	43,1
% obligacji w zadłużeniu	28,9%	30,2%	23,2%	27,9%	36,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29,4	19,9	90,6	46,9	90,1
Dług netto	56,4	62,8	16,6	42,6	29,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	45,6%	48,4%	43,4%	49,8%	48,2%
Dług netto/KW	19,1%	20,3%	4,5%	13,6%	8,1%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

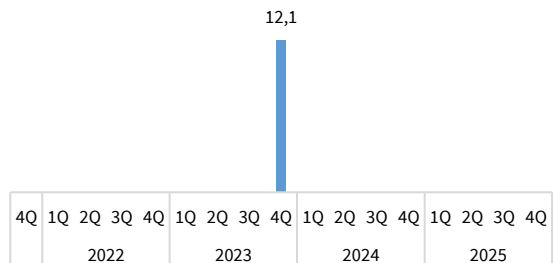
JHM DEVELOPMENT

- W trzecim kwartale 2021 r. JHM znalazł nabywców na 155 lokali w porównaniu do 178 w poprzednim kwartale (-12,9% q/q) oraz 84 lokali w 3Q 2020 r. (+84,5% r/r). Na koniec września, łączna sprzedaż w 2021 r. wyniosła 454 sztuk wobec 205 w pierwszych dziewięciu miesiącach 2020 r. (+121,5% r/r).
- Przekazania w 3Q 2021 r. wyniosły 77 lokali w stosunku do 86 jednostek w trakcie 2Q (-10,5% q/q) oraz 80 rok wcześniej (-3,8% r/r). W ujęciu YTD, deweloper oddał do użytkowania 274 lokale, czyli o 36,4% więcej niż w okresie styczeń-wrzesień 2020 r., kiedy przekazania wyniosły 201 lokali.
- Emitent aktywnie rozbudowuje bank ziemi i poszerza ofertę. Liczba lokali w realizacji wzrosła w przeciągu pierwszego półrocza do 902 z 715 na koniec 2020 r., a portfolio projektów planowych do ukończenia do końca 2023 poszerzyło się w tym samym czasie do 1 656 z 1 481.
- W lipcu JHM wygrał przetarg na zakup większości udziałów w spółce Hakamore sp. z o.o. w upadłości dzięki czemu wszedł w posiadanie gruntów o powierzchni 20 ha w centrum Łodzi, na których mieściła się kiedyś elektrociepłownia EC2. Według doniesień prasowych, cena sprzedaży udziałów została ustalona na poziomie 10 mln zł a sama działka jest wyceniana na ponad 60 mln zł. Niemniej, JHM będzie jeszcze prawdopodobnie musiało uregulować zobowiązania Hakamore wobec dłużników co znacząco podniesie cenę zakupu. Na podstawie wyceny udziałów Hakamore z kwietnia 2021 r., długi tej spółki wynoszą 37,7 mln zł, z czego 33,3 mln zł to zobowiązania wobec obligatariuszy. Dodatkowo, na terenie działki znajdują się obiekty wpisane do rejestru zabytków, co może dodatkowo podnieść koszt robót. Co ciekawe, Hakamore pierwotnie samo zamierzało prowadzić na tych terenach projekt deweloperski, co jednak nie doszło do skutku ze względu na problemy właściciela firmy, spółki Stal-Met Neczaj. Należy zaznaczyć, że inwestycja JHM wpisuje się w szerszy trend rynkowy, gdzie deweloperzy nabywają duże, przemysłowe działki, na których „produkcja” zostanie rozłożona na lata.
- Wraz z początkiem lipca JHM zmienił metodę prezentacji udziałów w Marywilska 44 sp. z o.o. z konsolidacji metodą pełną na wycenę metodą praw własności. Oznacza to, że wyniki Marywilskiej nie będą miały wpływu na wyniki operacyjne JHM, ale będą ujęte jako udział w zysku jednostek stowarzyszonych, proporcjonalnie do udziałów JHM (tj. 46,1%).

w mln zł	2018	2019	2020	1H 2020	1H 2021
Przychody	143,2	139,4	147,5	51,7	81,1
Przychody	97,8	92,7	114,6	35,8	64,0
Zysk brutto ze sprzedaży	18,8	18,6	27,7	8,2	15,4
Marża brutto	19,2%	20,1%	24,2%	22,8%	24,0%
Zysk netto	10,1	8,7	14,3	3,1	7,7
Marża netto	10,4%	9,4%	12,5%	8,6%	12,0%
Zysk netto	17,4	17,9	15,8	2,2	6,3
Marża netto	12,2%	12,9%	10,7%	4,3%	7,8%
Kapitał własny	349,2	367,1	459,4	369,3	545,7
Zadłużenie finansowe	65,8	65,0	79,7	64,1	96,3
Kredyty i inne	55,2	57,9	66,1	59,1	84,4
Obligacje	10,6	7,0	13,5	5,0	11,9
% obligacji w zadłużeniu	16,1%	10,8%	17,0%	7,7%	12,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	7,7	5,3	7,8	4,8	33,0
Dług netto	58,2	59,7	71,8	59,3	63,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	26,4%	28,1%	40,4%	30,8%	37,7%
Dług netto/KW	16,7%	16,3%	15,6%	16,0%	11,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

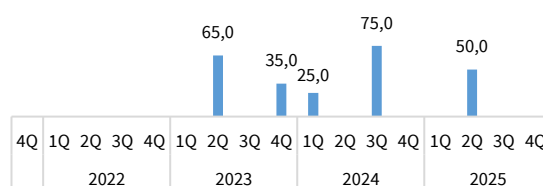
LOKUM DEWELOPER

- W minionym kwartale deweloper znalazł nabywców na 145 lokali wobec 240 kwartał wcześniej (-39,6% q/q) i 206 rok wcześniej (-29,6% r/r). Narastająco YTD daje to 524 lokale w porównaniu do 294 w analogicznym okresie 2020 roku (+78,2% r/r). Zarząd emitenta komunikował, że osiągnięcie pierwotnego celu sprzedażowego w wysokości 1 000 lokali w 2021 roku jest nierealne z uwagi na opóźnienia w uzyskaniu niezbędnych decyzji administracyjnych, co uniemożliwiło wprowadzenie do sprzedaży projektów opiewających na ok. 700 lokali.
- Drugim powodem nierealności pierwotnego celu są dynamiczne wzrosty cen materiałów wykorzystywanych na budowach, co podraża koszty inwestycji. Przedstawiciele emitenta komunikowali, że w tej sytuacji znacznie korzystniejsze jest wprowadzanie mieszkań do oferty na późniejszym etapie realizacji. W oczywisty sposób odbija się to na bieżącym wolumenie kontraktacji.
- Tym samym, nowym celem sprzedażowym jest kontraktacja w wysokości 700 lokali w 2021 roku.
- Oferta emitenta spadła do poziomu 627 lokali na koniec 3Q 2021 r. wobec 801 kwartał wcześniej (-21,7% q/q) i 1 107 rok wcześniej (-43,4% r/r).
- Liczba przekazanych lokali w 3Q 2021 r. wyniosła 74 szt. w porównaniu do 44 rok wcześniej. Wyniki powinny być więc wyższe niż rok wcześniej. Od początku roku deweloper rozpoznał już w wynikach 379 lokali wobec 331 rok wcześniej (+21,9% r/r).
- Cel przekazania nie został zmieniony i nadal wynosi 700 lokali w 2021 r. co oznacza, że w wynikach za 4Q 2021 r. Lokum Deweloper może rozpoznać ponad 300 lokali. Wyniki za 4Q 2021 r. powinny więc prezentować się na wysokim poziomie.
- W październiku Lokum Deweloper poinformował rynek o emisji obligacji serii I o wartości 50 mln zł. Marża została obniżona do poziomu WIBOR 6M + 420 pb. wobec 450 pb. ponad WIBOR 6M z emisji marcowej. Sądzymy, że pozyskane środki posłużą deweloperowi na rozbudowę banku zmienni w Krakowie, gdyż obecny pipeline przewiduje wyczerpanie gruntów w tym mieście w 2023 roku.

w mln zł	2018	2019	2020	1H 2020	1H 2021
Przychody	322,4	285,9	191,0	108,1	158,7
Zysk brutto ze sprz.	115,2	99,0	54,0	36,7	59,3
Marża brutto ze sprz.	35,7%	34,6%	28,3%	33,9%	37,3%
Zysk ze sprz.	96,6	81,1	35,6	28,2	47,2
Marża zysku ze sprz.	29,9%	28,4%	18,6%	26,1%	29,7%
Zysk netto	73,0	62,2	20,3	20,8	34,5
Marża netto	22,6%	21,8%	10,7%	19,3%	21,7%
Kapitał własny	349,6	367,3	378,2	384,1	400,5
Zadłużenie finansowe	175,3	189,2	285,3	192,3	253,0
Kredyty i inne	0,5	24,8	86,2	29,1	52,2
Obligacje	174,7	164,4	199,1	163,1	200,7
% obligacji w zadłużeniu	99,7%	86,9%	69,8%	84,8%	79,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	140,5	121,3	84,4	51,1	85,8
Dług netto	34,8	67,9	200,9	141,1	167,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	51,9%	46,6%	49,0%	38,6%	47,9%
Dług netto/KW	9,9%	18,5%	53,1%	36,7%	41,7%

¹bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

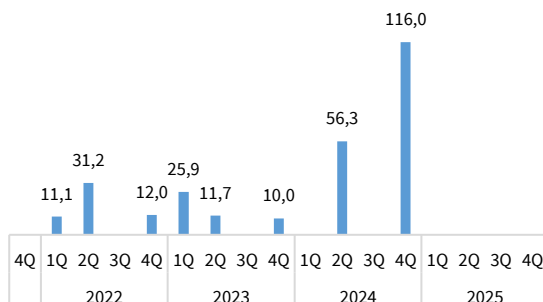
MARVIPOL DEVELOPMENT

- W 3Q 2021 r. Marvipol zakontraktował 89 lokali wobec 73 kwartał wcześniej i 160 rok wcześniej (-44,4% r/r). Narastająco YTD sprzedaż wynosi 245 lokali vs 384 rok wcześniej (-36,2% r/r).
- Podobnie jak kwartał wcześniej, tak i w trzecim kwartale deweloper miał mało towaru na półkach, a lokale obecne w ofercie były lokalami droższymi. Oferta na koniec półrocza spadła do 281 jednostek (bez uwzględnienia Rotundy Dynasy) wobec 717 rok wcześniej. W 3Q 2021 r. zaobserwowaliśmy wprowadzenie do oferty jednej inwestycji na warszawskim Natolinie (68 lokali). Powyższe sugeruje, że oferta obniżyła się także w trzecim kwartale.
- Podobnie jednak jak kwartał wcześniej, lepiej wygląda kontraktacja lokali w ujęciu wartościowym. W okresie 1-3Q 2021 r. deweloper zakontraktował lokale o wartości 236,6 mln zł wobec 233,8 mln zł rok wcześniej. Zbliżenie się jednak do wyniku z całego 2019 lub 2020 roku oceniamy jako niewykonalne w 2021 r..
- Będziemy z uwagą przyglądać się poczynaniom dewelopera we wprowadzeniach nowych projektów do oferty. Wg. prezentacji inwestorskiej z okazji wyników za 1H 2021 r. emitent planuje wprowadzić do oferty ponad 900 lokali w drugiej połowie roku, co bez wątpienia powinno pomóc kontraktacji w przyszłych kwartałach.
- Powyższe może mieć miejsce z uwagi wydatki na bank ziemi w ostatnich kwartałach. W 3Q 2021 r. Marvipol: dokonał zakupu działki na Ochocie w Warszawie. Kwota transakcji wyniosła 91,2 mln zł za 24,3 tys. PUM. Zbywcą gruntu był Capital Park; oraz wygrał przetarg na zakup działki we Wrocławiu za 32,1 mln zł. Deweloper nie podał parametrów tego projektu. Z kolei w październiku nabył grunt na warszawskiej Białogórze za 10,5 mln zł.
- Liczba przekazanych lokali w 3Q 2021 r. wyniosła 265 jednostek wobec 257 przed rokiem (+3,1% r/r). Podobnie jak w przypadku sprzedaży, ujęcie wartościowe w tej kategorii wygląda lepiej. W 3Q 2021 r. wartość lokali wydanych nabywcom sięgnęła 187,3 mln zł wobec 113,7 mln zł rok wcześniej (+64,7% r/r).
- Tylko w 3Q 2021 r. deweloper sfinalizował sprzedaż 2 obiektów magazynowych (Wrocław oraz Warszawa), podpisał 2 przedwstępne umowy sprzedaży (oba obiekty pod Warszawą) oraz rozpoczął 2 kolejne projekty (Łódź oraz Poznań). Portfel projektów Marvipolu wykazał się bardzo dobrą rotacją. W chwili obecnej deweloper nie ma magazynów na wysokim poziomie zaawansowania w realizacji.

w mln zł ¹	2018	2019	2020	1H 2020	1H 2021
Przychody	266,1	290,8	431,4	53,3	75,3
Zysk brutto ze sprzedaży	62,1	67,0	105,8	16,2	20,1
Marża brutto ze sprz.	23,3%	23,0%	24,5%	30,4%	26,7%
Zysk netto	27,3	24,2	52,0	4,4	6,0
Marża netto	10,3%	8,3%	12,1%	8,2%	8,0%
Kapitał własny	178,8	233,0	339,3	338,5	280,2
Zadłużenie finansowe	341,5	380,3	347,4	383,6	333,4
Kredyty i inne	57,3	168,7	125,5	149,5	55,1
Obligacje	284,2	211,6	221,9	234,1	278,2
% obligacji w zadłużeniu	83,2%	55,6%	63,9%	61,0%	83,5%
Gotówka	105,3	97,7	121,5	235,2	194,2
Dług netto	236,2	282,6	225,9	148,5	139,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	75,7%	76,1%	64,1%	72,7%	75,2%
Dług netto/KW	132,1%	121,3%	66,6%	43,9%	49,7%

¹Wydzielony segment deweloperski

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



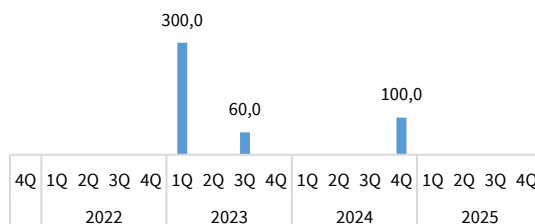
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ROBYG

- W minionym kwartale deweloper może dopisać na swoje konto 1 032 umowy rezerwacyjne wobec 1 196 w 2Q 2021 r. i 606 rok wcześniej. Od początku roku wspomniane liczby kształtują się następująco: 3 338 lokali w 1-3Q 2021 r. wobec 1 401 rok wcześniej. Wzrost jest więc ponad dwukrotny. Liczba umów deweloperskich, które podpisał RobyG w okresie styczeń-wrzesień 2021 r. wynosi 3 532.
- Zgodnie z naszymi przewidywaniami, emitent podniósł w górę cel sprzedażowy na cały rok. Nowym celem jest wynik przekraczający 4 000 umów rezerwacyjnych wobec 3 000 – 3 500 z początku roku.
- Wg prezentacji inwestorskiej, Grupa RobyG posiadała na koniec 2Q 2021 r. ofertę liczącą 2 592 lokale, co oznacza wzrost o 4,0% wobec 2Q 2021 r. i aż o 51,2% więcej niż rok wcześniej. Deweloper jest jednym z tych podmiotów, które bardzo dobrze wykorzystały sytuację rynkową w obecnym roku. Wynik umów rezerwacyjnych osiągnięty w 1-3Q 2021 r. jest tylko o 3,8% niższy niż wynik z całego, rekordowego dla emitenta 2017 roku. Widać więc wyraźnie, że sprawdza się zasada „kto ma grunty ten ma wyniki”.
- Narastająco YTD RobyG rozpoznał w wynikach ok. 1 400 lokali w porównaniu do 874 rok wcześniej. Cel na cały rok to ponad 3 000 lokali. Tradycyjnie więc znaczna liczba lokali zostanie rozpoznana w ostatnim kwartale roku.
- Zakładając dowiezienie celu, co powinno pozwolić zaraportować wzrost wolumenowy w wysokości +10,5% r/r oraz utrzymanie marży na poziomie z 1H 2021 r., tak jak oczekuje zarząd, należy liczyć się z mocną poprawą wyników całorocznych.
- Dobra sprzedaż, a więc i wpływy od nabywców pozytywnie wpływają na wskaźniki zadłużenia emitenta. Mimo znacznych wydatków na bank ziemi (313,1 mln zł w samym 1H 2021 r. – główny powód ujemnego CF operacyjnego), wskaźnik długu netto do kapitałów własnych utrzymuje się na niewysokim poziomie, 32,9% wobec 16,7% w 1Q 2021 r. i 52,3% rok wcześniej.

w mln zł	2018	2019	2020	1H 2020	1H 2021
Przychody	1 034,5	1 115,2	1 105,3	295,0	512,4
Zysk brutto ze sprz.	266,8	275,4	305,0	70,5	156,2
Marża brutto ze sprz.	25,8%	24,7%	27,6%	23,9%	30,5%
EBIT	224,0	239,4	269,2	40,4	147,2
Marża EBIT	21,7%	21,5%	24,4%	13,7%	28,7%
Zysk netto	181,5	202,1	213,5	30,3	117,6
Marża netto	17,5%	18,1%	19,3%	10,3%	22,9%
Kapitał własny	705,0	777,2	970,9	787,1	1 196,0
Zadłużenie finansowe	721,9	706,0	570,5	881,5	717,0
Kredyty i inne	313,1	197,1	65,4	373,9	61,3
Obligacje	408,8	508,9	505,0	507,6	655,7
% obligacji w zadłużeniu	56,6%	72,1%	88,5%	57,6%	91,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	285,8	374,0	178,1	470,2	323,0
Dług netto	436,1	331,9	392,3	411,4	394,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	69,5%	67,7%	62,3%	72,2%	61,6%
Dług netto/KW	61,9%	42,7%	40,4%	52,3%	32,9%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

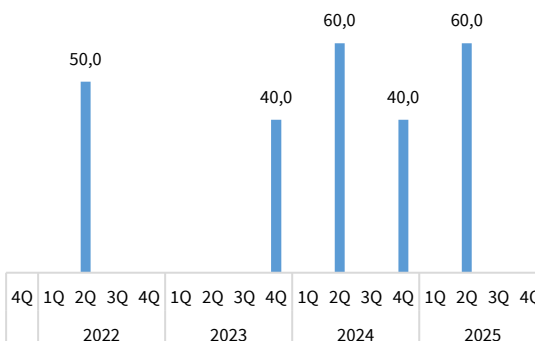
RONSON

- Ronson jest kolejnym przykładem dewelopera, który zanotował niski poziom sprzedaży w 3Q 2021 r.. We wspomnianym kwartale może zaliczyć na swe konto 162 jednostki w porównaniu do 249 w 2Q 2021 r. (-34,9% q/q) oraz wobec 235 rok wcześniej (-31,1% r/r). Narastająco YTD liczby wyglądają następująco: 766 wobec 661 w 1-3Q 2020 r. (+15,9% r/r).
- Warto wspomnieć, że oferta dewelopera na koniec 1H 2021 r., zwłaszcza liczona po PUM, spadła do poziomów najniższych od co najmniej 2012 roku (brak na stronie internetowej emitenta prezentacji ukazujących wcześniejsze dane) co oznacza, że wyniosła 476 jednostek vs 655 kwartał wcześniej (-27,3% q/q) i 810 rok wcześniej (-43,4% r/r). Z uwagi na specyfikę działalności deweloperów mieszkaniowych nie przerażają nas takie dane, gdy niedobory oferty są krótkotrwałe. Najważniejsze są decyzje administracyjne. Ronson z początkiem obecnego roku planował uzupełnić ofertę o 1 167 lokali. Wg. prezentacji za 1H 2021 r. do wprowadzenia pozostaje ponad 700 sztuk.
- Warto pamiętać, że przedstawiciele emitenta wskazywali, że w obecnym, niestabilnym otoczeniu (gwałtowne wzrosty cen materiałów w 1H 2021 r.), priorytetem jest obrona marż, nie bicie rekordów sprzedaży, choć nie wykluczono przekroczenia poziomu 1 000 zakontraktowanych lokali już w roku obecnym.
- W rachunku wyników emitent wpisze w 3Q 2021 r. 187 lokali wobec 197 rok wcześniej (-5,1% r/r). Od początku roku liczba przekazanych wynosi 632 sztuk vs 799 rok wcześniej (-20,9% r/r).
- W poprzedniej edycji wspominaliśmy o działaniach akcjonariusza dominującego zmierzających do osiągnięcia 100% akcji spółki, co oznacza de facto chęć wycofania akcji z obrotu giełdowego. Do dnia poprzedniej publikacji nie zaobserwowaliśmy informacji o efektach wystosowanego zaproszenia. Sprawa wyjaśniła się już po: fundusze inwestycyjne obecne w akcjonariacie zgodziły się zbyć swoje pakiety po 2,5 zł/akcję (wobec 1,8 zł/akcję oferowane wcześniej). Tym samym, dominujący akcjonariusz jest bliski osiągnięcia progu 95% udziału w ogólnej liczbie głosów, a co za tym idzie, możliwości ogłoszenia przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych. Widząc dużą liczbę raportów bieżących o kolejnych transakcjach nabycia akcji, to kwestia czasu, mimo kowenantu na obligacjach serii T o zakazie wycofania akcji spółki z obrotu.
- Powyższe nie oznacza jednak, że my także będziemy musieli pożegnać się z Ronsonem. W dalszym ciągu emitent będzie obecny na rynku Catalyst.

w mln zł	2018	2019	2020	1H 2020	1H 2021
Przychody	294,1	232,6	401,2	253,1	246,9
Przychody	291,8	223,5	400,3	252,6	246,4
Zysk brutto ze sprz.	43,4	41,5	85,2	66,4	43,1
Marża zysku ze sprz	14,9%	18,6%	21,3%	26,3%	17,5%
Zysk brutto ze sprz.	45,7	44,3	86,2	66,8	43,6
Marża brutto ze sprz.	15,5%	19,1%	21,5%	26,4%	17,7%
Kapitał własny	343,5	350,5	379,8	381,2	401,6
Zadłużenie finansowe	243,2	200,8	230,1	178,6	275,1
Kredyty i inne	37,7	12,9	0,0	0,6	0,0
Obligacje	205,5	188,0	230,1	178,0	275,1
% obligacji w zadłużeniu	84,5%	93,6%	100,0%	99,6%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	68,5	91,8	117,5	79,2	178,9
Dług netto	174,7	109,1	112,6	99,4	96,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	57,3%	62,8%	59,5%	55,1%	58,9%
Dług netto/KW	50,9%	31,1%	29,6%	26,1%	24,0%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



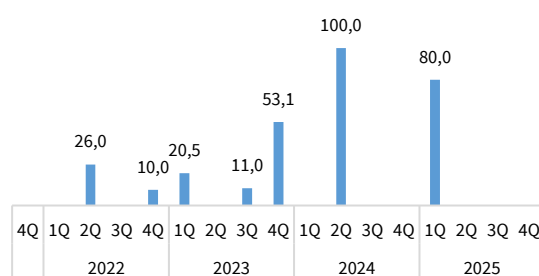
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Victoria Dom

- W trzecim kwartale 2021 r. Victoria Dom odnotowała sprzedaż na poziomie 373 lokali wobec 412 w poprzednim kwartale (-9,5% q/q) i 318 rok wcześniej (+17,3%). Narastająco, sprzedaż wyniosła 1 291 wobec 1 166 lokali w pierwszych 9 miesiącach 2020 r.. Oferta spółki na koniec czerwca 2021 r. wyniosła ponad 800 lokali.
- W pierwszym półroczu 2021 r. przychody dewelopera ukształtowały się na poziomie 49,3 mln zł, w porównaniu do 61,7 mln zł w analogicznym okresie 2020 r. (-20% r/r) oraz 453,8 mln zł za cały 2020 r.. Należy przy tym pamiętać, że Victoria Dom przeważnie przekazuje znakomitą większość lokali w drugiej połowie roku, co powoduje znaczny wzrost przychodów w 2H. Spółka oczekuje, że tempo wzrostu przekazania w 2021 r. będzie podobne do lat ubiegłych.
- Strata netto dewelopera za pierwsze sześć miesięcy 2021 r. wyniosła 9,3 mln zł, w porównaniu do zysku na poziomie 3,8 mln zł w trakcie 1H 2020 r.. Zaznaczamy, że spółka wykazywała okresowe straty również latach 2019 i 2018, ale w każdym z tych przypadków kończyła cały rok z solidnym zyskiem netto.
- Victoria Dom kontynuuje swoją działalność w stolicy Polski gdzie, wg swoich szacunków, w drugim kwartale bieżącego roku zajęła pierwsze miejsce pod względem sprzedanych lokali. Deweloper jest jeszcze obecny w Krakowie i dodatkowo planuje ekspansję w innych aglomeracjach w kraju.
- Na koniec czerwca 2021 r. zadłużenie finansowe dewelopera wzrosło do 283,7 mln zł z 255,4 mln zł na koniec 2020 r., głównie za sprawą emisji obligacji w drugim kwartale bieżącego roku. Wzrost długu obligacyjnego wraz ze spadkiem poziomu gotówki przełożył się na wzrost wskaźnika dług netto/kapitał własny do poziomu 77,6%.
- W październiku bieżącego roku spółka wyemitowała obligacje serii T o wartości 70 mln zł i oprocentowaniu WIBOR 6M + 5,5%. Zapadalność nowej emisji wyznaczono na początek 2025 r.. W tym roku deweloper przeprowadził łącznie 4 emisje, których suma wyniosła 170 mln zł. Jednocześnie w 2021 r. wykupowi podlegały obligacje warte 36,1 mln zł.

w mln zł	2018	2019	2020	1H 2020	1H 2021
Przychody	237,5	441,9	453,8	61,7	49,3
Zysk brutto ze sprzedaży	79,1	147,5	147,1	18,2	18,4
Marża brutto ze sprz.	33,3%	33,4%	32,4%	29,6%	37,2%
Zysk netto	45,0	86,4	88,7	3,8	-9,3
Marża netto	18,9%	19,6%	19,6%	6,2%	-18,7%
Kapitał własny	141,6	214,5	277,7	193,4	243,4
Zadłużenie finansowe	112,1	157,7	255,4	213,0	283,7
Kredyty i inne	9,9	36,0	83,7	91,1	73,4
Obligacje	102,2	121,7	171,7	121,9	210,2
% obligacji w zadłużeniu	91,2%	77,2%	67,2%	57,2%	74,1%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	28,2	84,4	162,4	75,8	94,6
Dług netto	83,9	73,3	93,0	137,2	189,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	66,2%	62,6%	68,0%	75,7%	77,0%
Dług netto/KW	59,2%	34,2%	33,5%	70,9%	77,6%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Słownik pojęć

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

Przyjęta w raporcie metodologia

- Naszą analizą objętych zostało 13 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

Kamil Jędrej

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: kamil.jedrej@dmnavigator.pl

Aleksander Blacha, CFA

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: aleksander.blacha@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

