

---

# Navigator Dom Maklerski<sup>®</sup>

---

Value delivered.

---

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 2Q 2021 r.

---

Warszawa, lipiec 2021 r.

---

## Szanowni Państwo,

Po raz pierwszy przychodzi nam analizować dane, które obejmują pełne 12 miesięcy od wybuchu pandemii. Oczywiście, aż nadto widoczny jest efekt niskiej bazy z kwietnia i maja 2020 r., jednak w drugim kwartale 2021 r. wyniki sprzedaży deweloperów osiągnęły poziomy, które jeszcze przed pojawieniem się Covid-19 uznano by za bardzo dobre. Analizowani przez nas deweloperzy znaleźli nabywców na 6 310 lokali w porównaniu do 6 170 w 1Q 2021 r. (+2,3% q/q) i 2 879 rok wcześniej (+119,2% r/r). To już kolejny kwartał z rzędu, gdy sprzedaż znajduje się поблизу 6 tys. jednostek. Paliwem dla silnych wyników sprzedażowych są stopy procentowe, pozostające na rekordowo niskich poziomach oraz perspektywy silnego odbicia gospodarczego w kolejnych kwartałach. Przekłada się to na luzowanie polityki kredytowej przez banki, które udzielają coraz więcej kredytów hipotecznych.

Jeszcze kilka miesięcy temu cele sprzedażowe, które ustalili deweloperzy można było uznać za ambitne, ale po pierwszym półroczu analizowane przez nas firmy są na najlepszej drodze do ich realizacji. Jednocześnie pojawia się pytanie o to jak długo sprzedaż będzie utrzymywać się na tak wysokich poziomach. Naszym zdaniem największe wyzwania dla rynku leżą wciąż po stronie podaży. Są to mała dostępność gruntów i długie procedury administracyjne, które przekładają się na zdolność deweloperów do uzupełniania „menu”. Według naszych obliczeń, jeśli firmy deweloperskie przestałyby wprowadzać nowe inwestycje do sprzedaży, ich obecna oferta zostałaby wyprzedana do końca bieżącego roku. Nie pomagają też wysokie ceny surowców, które podnoszą koszty prac budowlanych i stwarzają problemy związane z ustalaniem budżetów i oceną rentowności przyszłych projektów. Po stronie popytu, nie brakuje chętnych na nabycie „własnego M” lub na zainwestowanie nadwyżek z domowego budżetu w mieszkanie na wynajem. Sytuację tu może odmienić Rada Polityki Pieniężnej jeśli zdecyduje się na podniesienie stóp procentowych przez co wzrosną koszty kredytów mieszkaniowych. Dodatkowo, powracają pogłoski o wprowadzeniu podatku katastralnego, tym razem w wersji gdzie podatek jest płacony od drugiej i kolejnych nieruchomości. Każdy z tych czynników może istotnie ograniczyć popyt na nowe mieszkania i schłodzić rynek.



Mateusz Mucha  
Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A.

W naszej ocenie w całym 2021 r. zaobserwujemy wzrost cen mieszkań jednak nie podzielamy opinii, że mamy do czynienia z bańką na rynku nieruchomości. Póki co popyt przeważa nad podażą, i dużo czynników przemawia za faktem, że ten stan utrzyma się w najbliższych kwartałach. Co prawda, wg danych za pierwszy kwartał, wynagrodzenia rosną wolniej niż ceny mieszkań, jednak klienci dysponują znacznie lepszą siłą nabywczą niż miało to miejsce w latach 2007-08.

W tym miejscu należy również wspomnieć o możliwych zmianach z zakresu polityki społecznej. Jednym z założeń rządowego programu „Polski Ład” jest pomoc dla rodzin pod względem wkładu własnego w przypadku zakupu mieszkania na kredyt. Według wstępnych założeń, w ramach rządowego wsparcia Bank Gospodarstwa Krajowego będzie gwarantował do 100 tys. zł wkładu własnego przez okres 15 lat, w zależności od liczby posiadanych dzieci. Rząd zakłada, że program wejdzie w życie jeszcze w 4Q 2021 r. Co do zasady, omawiane zmiany powinny ułatwić wejście na rynek dodatkowym kupującym. Niemniej, do momentu w którym nie poznamy dokładnych założeń programu, ciężko jest oszacować jego wpływ na rynek nieruchomości.

Pozytywne dla deweloperów wieści płyną z sektora najmu instytucjonalnego. W czerwcu na polski rynek PRS wszedł duński Nordic Real Estate Partners. W ostatnich miesiącach dowiedzieliśmy się o dwóch transakcjach pakietowych. Heimstaden nabędzie 2,5 tys. lokali od Budimeksu Nieruchomości w przeciągu następnych pięciu lat a grupa Ares wraz Griffin Real Estate nabędzie 1 362 lokali od Murapolu (który kontrolują). Ponadto, niedługo mają ruszyć prace legislacyjne nad REIT-ami a projekt ustawy w tym zakresie, może trafić do Sejmu jeszcze w tym roku. Należy jednak zaznaczyć, że wciąż nie wiemy czy REIT-y będą mogły inwestować w nieruchomości oferujące mieszkania na wynajem.

Otoczenie rynkowe z początku tego roku przełożyło się na redukcję zadłużenia netto deweloperów, które między styczniem a marcem spadło aż o 546 mln zł, do 1 792 mln zł. Jest to najniższy poziom od co najmniej 2017 r. Sytuacji kredytowej deweloperów sprzyjała szybka i rosnąca kontraktacja lokali, która przełożyła się na wyższe wpływy gotówki. Jednocześnie zapotrzebowanie na dług w pierwszym kwartale nie było duże, ze względu na małą ilość rozpoczynanych inwestycji. Naszym zdaniem już niebawem może dojść do stabilizacji poziomu zadłużenia netto deweloperów, którzy w drugim kwartale tłumnie powrócili na rynek pierwotny obligacji oraz wznowili wypłaty dywidend. Między kwietniem a czerwcem ujęte w naszym zestawieniu firmy uplasowały na rynku obligacje warte ponad miliard złotych (1 019 mln zł), w porównaniu do 313 mln zł w 1Q 2021 r. W minionym półroczu aktywne były prawie wszystkie większe podmioty, wiele też było emisji sięgających 100 mln zł. Co więcej, emisja papierów dłużnych szła w parze z obniżeniem marż emitowanych instrumentów. W kolejnych miesiącach 2021 nie spodziewamy się już tak wielu emisji, ze względu na fakt że większa część potrzeb finansowych analizowanych podmiotów została na ten rok zaspokojona. Podsumowując, zdecydowana większość spółek znajduje się w mocnej pozycji finansowej a kapitału na rynku nie brakuje.

Choć w drugim kwartale z rynku nie płynęły informacje o nowych fuzjach lub przejęciach, naszym zdaniem dalsza konsolidacja sektora jest tylko kwestią czasu. Deweloperzy operują w warunkach zaostrzającej się konkurencji a do tego ich kondycja finansowa jest wystarczająco dobra by pokusić się o wzrost poprzez akwizycje.

# Otoczenie makroekonomiczne

## Liczba pozwoleń na budowę może jeszcze zaskoczyć

Miedzy styczniem a majem 2021 r. w skali całego kraju wydano pozwolenia na budowę 141,4 tys. nowych lokali **(+48,2% r/r)**. Co zrozumiale, jest to wynik znacznie lepszy w porównaniu do analogicznego okresu w 2020 r., biorąc pod uwagę sytuację pandemiczną na początku drugiego kwartału 2020 r. Podtrzymujemy naszą opinię, że mała dostępność gruntów w połączeniu z ich wysokimi cenami oraz stosunkowo długi czas postępowania administracyjnych, będą stanowić ograniczenie dla silnego wzrostu nowych pozwoleń na budowę. Najbardziej dynamiczny procentowo wzrost odnotowano w Poznaniu, gdzie wydano pozwolenia na budowę 3,7 tys. nowych lokali **(+161,5% r/r)**. Silne wzrosty miały również miejsce w Krakowie (5,1 tys. lokali **+78,2%**), Trójmieście (5,0 tys. lokali, **+73,4%**) i Łodzi (4,2 tys. lokali, **+56,7%**). Zaskakująca jest sytuacja we Wrocławiu gdzie liczba mieszkań, na które wydano pozwolenia wyniosła 3,1 tys. co przekłada się na **spadek** w wysokości **11%** r/r.

W bieżącym roku, ciekawie kształtuje się dynamika pozwoleń na nowe lokale w ujęciu miesięcznym, która wyraźnie zwolniła w maju w największych miastach za wyjątkiem Warszawy i Wrocławia. W poprzedniej edycji naszego raportu sygnalizowaliśmy, że wejście w życie nowych przepisów dotyczących normy efektywności energetycznej mogło skłonić deweloperów do złożenia wniosków jeszcze przed wejściem nowych wymogów. Naszym zdaniem efekt „kampanii” składania wniosków jest widoczny w danych za pierwszy kwartał i z uwagą będziemy obserwować liczbę pozwoleń w kolejnych miesiącach. Dodatkowo, uważamy, że samorządy mogą procedować pojedyncze wnioski obejmujące dużą ilość mieszkań jeszcze w kolejnych okresach, w związku z czym możemy być świadkami okazjonalnych wyskoków tego wskaźnika.

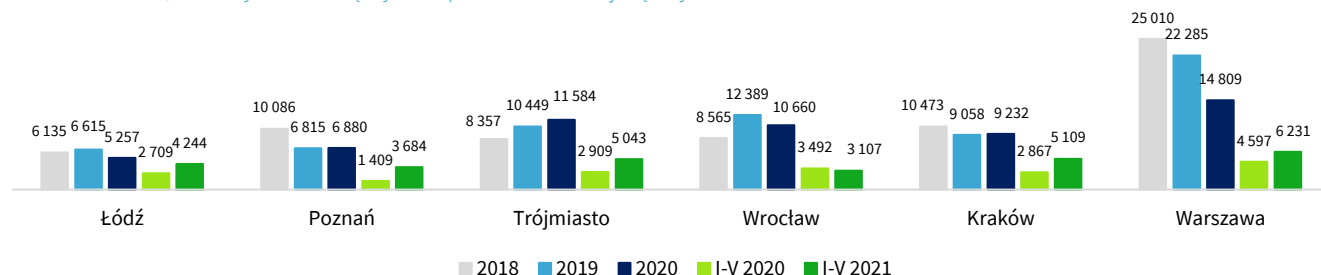
W trakcie pierwszych pięciu miesięcy 2021 r. w Polsce rozpoczęto budowę blisko 120 tys. mieszkań, co stanowi wzrost o **46,3%** w porównaniu do analogicznego okresu w roku ubiegłym. Niemniej, należy pamiętać, że działa tu efekt bazy. Główne rynki z wynikiem 27 tys. lokali **(+78,8%)** wciąż wyróżniają się na tle reszty

kraju. Tak jak w poprzedniej edycji naszego raportu liderem wzrostów jest Poznań, (5,2 tys., **+314,7% r/r**) a stawkę zamyka Warszawa, (6,4 tys. **+16,5%**).

Jednym ze wskaźników, które bierzemy pod uwagę oceniając potencjał rynku jest różnica pomiędzy liczbą wydanych pozwoleń a liczbą rozpoczętych budów, na podstawie której można oszacować wolumen projektów, które deweloperzy posiadają „w zapasie” i mogą wprowadzać w kolejnych okresach. W 6 największych miastach „nadwyżka” pozwoleń wyniosła w 2020 r. rekordowe 9,6 tys. wobec średniej 6,2 tys. dla lat 2016-2020. Po części było to spowodowane uderzeniem pandemii (chwilowe wstrzymanie prac budowlanych), ale również odbudową oferty po rekordowo niskim 2019 r. (nadwyżka 3,1 tys.). Z kolei w pierwszych pięciu miesiącach 2021 r. skumulowana nadwyżka wyniosła zaledwie 399 lokali wobec 2,8 tys. w analogicznym okresie 2020 r. **(-86,1% r/r)**. Naszym zdaniem, odczyt ten dobitnie pokazuje, że w warunkach wciąż rosnącego popytu, w perspektywie kilku lat problem podaży nowych mieszkań może się znacznie nasilić. Dane regionalne wskazują, że dotknięte mogą być w szczególności Warszawa i Kraków.

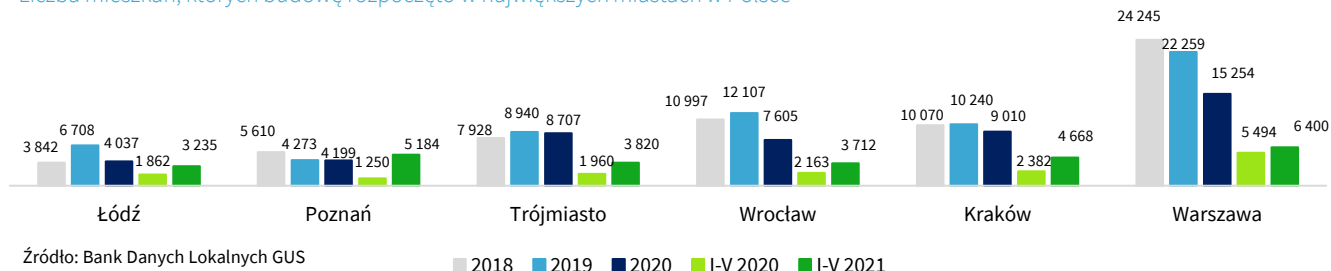
Ciekawy odczyt przynoszą również dane dotyczące lokali, które oddano do użytku między styczniem a majem 2021 r., biorąc pod uwagę, że w skali całego kraju odnotowano wzrost przekazania w wysokości **8,9%** r/r. Z kolei w 6 największych miastach liczba lokali, które przekazano klientom spadła o **9,9%** r/r do poziomu 20,8 tys. W tej grupie jedynym miejscem gdzie liczba przekazanych mieszkań była wyższa był Poznań **(+19,2%)**. Pozostałe miasta znalazły się „pod kreską” a największy spadek odnotowano w Krakowie **(-24,8%)**. Wytlumaczeniem tego zjawiska jest harmonogram prowadzonych inwestycji w dużych miastach, gdzie w latach 2018/2019 widoczne były okresowe spadki w liczbie mieszkań, których budowę rozpoczęto. W tym samym czasie na terenie reszty kraju z roku na rok zwiększano liczbę budowanych lokali.

## 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

## Wzrosty cen mieszkań w Q1 2021

Nasze oczekiwania dotyczące cen dynamiki cen mieszkań pozostają niezmiennione w porównaniu do poprzedniej edycji naszego raportu i wciąż spodziewamy się wzrostu cen mieszkań na rynku pierwotnym w 2021 r., szczególnie w drugim kwartale br. ze względu na efekt niskiej bazy (tj. 2Q 2020).

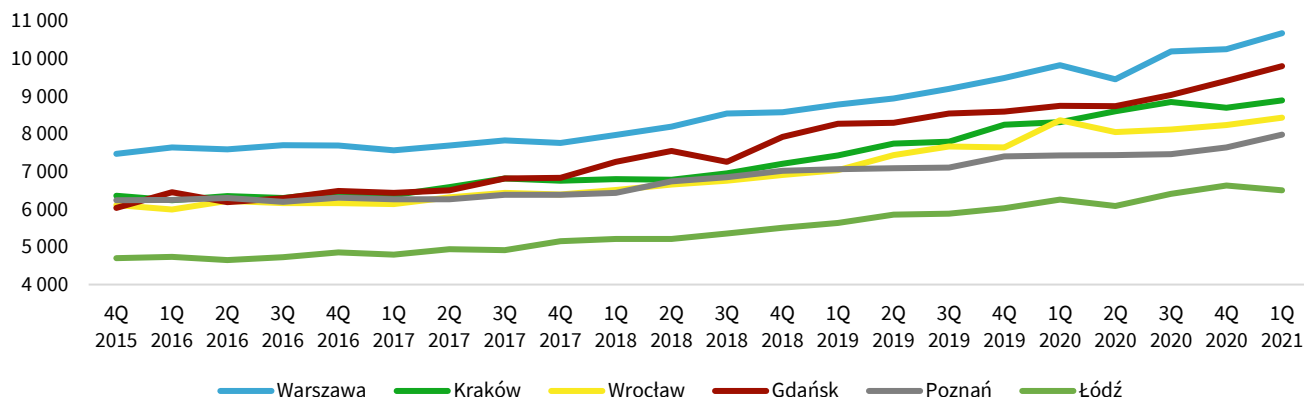
W pierwszym kwartale 2021 r. ceny transakcyjne na rynku pierwotnym dla 6 głównych miast wzrosły średnio o **2,6%** q/q wobec wzrostu o 1,7% q/q w 4Q 2020 r.. Najsilniejszy wzrost w ujęciu kwartalnym miał miejsce w Poznaniu i wyniósł **4,5%**. Jedno miasto doświadczyło spadku cen, była nim Łódź – o **1,9%** q/q. W ujęciu rocznym przeciętnie ceny wzrosły o **6,6%** r/r wobec wzrostu o 7,3% kwartał wcześniej. Najwyższa roczna dynamika wzrostu cen zanotowana została w Gdańsku, tj. **12,0%**, który po raz kolejny notuje silne wzrosty, a najniższa we Wrocławiu, o **0,8%** r/r.

Nastąpiło też kolejne, aczkolwiek nieznaczne, zawężenie spread'ów między cenami ofertowymi, a transakcyjnymi: ceny ofertowe dla 6 miast w pierwszym kwartale bieżącego roku były wyższe od cen transakcyjnych o **4,5%**, a więc nastąpił spadek o 0,2 p.p. q/q. Jest to najniższy odczyt od 2Q 2019 r.. Nieznaczne zawężenie spread'ów jest spowodowane tym, że ceny ofertowe rosty minimalnie wolniej od cen transakcyjnych.

Tak jak wspomnieliśmy wcześniej, spodziewamy się wzrostu cen w ciągu bieżącego roku. Należy pamiętać, że:

- realna stopa procentowa od dłuższego czasu jest ujemna oraz następuje transfer z lokat bankowych w kierunku m. in. sektora nieruchomości, gdzie rentowności są wyższe
- rozbudowa banku ziemi odbywa się w warunkach ograniczonej podaży gruntów i rosnącej konkurencji wśród deweloperów
- ceny surowców i energii kontynuują wzrosty, co przekłada się na koszty prac budowlanych
- w lipcu 2021 r. wejdą w życie przepisy o Deweloperskim Funduszu Gwarancyjnym (DFG), koszt którego w naszej opinii zostanie przerzucony na klientów. Na mocy nowych przepisów deweloperzy będą musieli odprowadzać do DFG do 1% wartości środków wpłaconych przez klientów na otwarty rachunek powierniczy (0,1% w przypadku zamkniętych rachunków powierniczych), przy czym dokładna wysokość składki na DFG ma zostać dopiero określona w drodze rozporządzenia.
- banki ankietowane przez NBP zakładają luzowanie wymagań dla kredytów mieszkaniowych w drugim kwartale 2021 r. w związku z lepszymi prognozami dla gospodarki i rosnącą konkurencją na rynku. Co istotne, banki spodziewają się istotnego wzrostu popytu na kredyty hipoteczne
- rosnącą aktywność inwestorów instytucjonalnych operujących w formule PRS, przełoży się na kolejne hurtowe transakcje

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



Źródło: NBP

zakupu lokali.

Wszystkie wyżej wymienione czynniki powodują, że naszym zdaniem, szansa na spadek cen jest mała.

## Kolejni gracze wchodzą na polski rynek PRS

W czerwcu 2021 r. na polski rynek Private Rented Sector (PRS) wkroczył kolejny instytucjonalny gracz zza granicy - duński Nordic Real Estate Partners. Z kolei w lipcu Murapol poinformował o przeznaczeniu do sprzedaży 1 362 lokali, które obejmą jego akcjonariusze - grupa Ares oraz Griffin Real Estate. Tymczasem, swoje portfolio powiększy obecny już na polskim rynku Heimstaden. Po zakupie 650 lokali od Marvipolu, szwedzka firma w przeciągu pięciu lat wyda ok. 1,4 mld zł na zakup 2,5 tys. lokali od Budimeksu Nieruchomości.

Zgodnie z doniesieniami prasy, pod koniec lipca 2021 r. ruszą prace międzyresortowego zespołu do spraw wprowadzenia do polskiego systemu prawnego funduszy typu REIT. Zakłada się, że projekt ustawy w tym zakresie trafi do Sejmu w czwartym kwartale 2021 r.. Z naszego punktu widzenia, zasadniczym pytaniem jest czy REIT-y będą mogły inwestować w nieruchomości oferujące mieszkania na wynajem. Co oczywiste, wejście REIT-ów na polski rynek nieruchomości mieszkaniowych bez wątpienia przełoży się na zwiększony popyt na mieszkania.

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



- Średnia cena transakcyjna 1 m<sup>2</sup> mieszkania w 1Q 2021 r.
- Procentowa zmiana 1Q 2021/4Q 2020 r.
- Procentowa zmiana 1Q 2021/1Q 2020 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

Kredyty mieszkaniowe: marże lekko w dół, sprzedaż w górę

W pierwszym kwartale 2021 r. polska gospodarka skurczyła się o **0,9%** r/r w porównaniu do -2,7% r/r w ostatnim kwartale 2020 r.. Spadek PKB był spowodowany ujemnym saldem obrotów z zagranicą, które wyniosło **-1,9%**, jednak konsumpcja krajowa dołożyła do wzrostu gospodarczego **0,5%**, zapasy **0,3%** a inwestycje **0,2%**. Szczególnie cieszy pozytywny wynik inwestycji, które od początku pandemii znajdowały się na solidnym minusie (średni wpływ na PKB -2,3%). W lipcu NBP zrewidował w górę prognozy wzrostu PKB w 2021 r. do +4,95% r/r. pozostawiając jednocześnie niezmienioną prognozę na 2022 r. na poziomie 5,4%. Dla porównania, marcowa projekcja przewidywała, że wzrost gospodarczy w bieżącym roku wyniesie 4,1%.

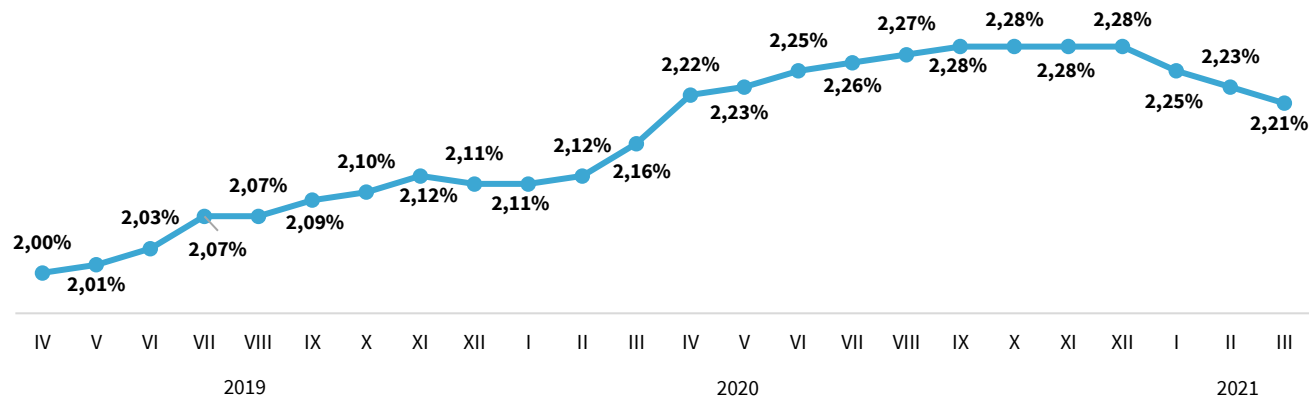
Po trudnym początku roku, maj i czerwiec przyniosły znaczący spadek zachorowań i hospitalizacji, co przełożyło się na luzowanie obostrzeń i pozwoliło złapać chwilę oddechu gospodarce. Niestety, kolejne mutacje koronawirusa (w szczególności wariant Delta) jak i spowolnienie w przyjmowaniu szczepionek przez społeczeństwo powodują, że perspektywa kolejnej fali epidemii pozostaje realna. W naszej ocenie nawet jeśli dojdzie do ponownego wprowadzenia obostrzeń związanych z epidemią koronawirusa, ceny mieszkań nie powinny znacząco spaść a firmy z branży budowlanej będą kontynuować swoją działalność bez większych przeszkód. Wynika to z faktu, że społeczeństwo w dużej mierze przystosowało się do elastycznego modelu pracy (dom / biuro) a deweloperzy wypracowali model operacyjny, który pozwala na efektywne prowadzenia prac w warunkach podwyższonego reżimu sanitarnego.

Wzrost cen w Polsce nie zwalania tempa i inflacja w maju wg. GUS wyniosła **4,7%** r/r. Co więcej, w lipcowym komunikacie NBP po raz kolejny zrewidował w górę prognozę inflacji, do poziomu 4,2% r/r w 2021 r. i 3,3% w 2022 r. W marcu NBP spodziewał się, że wzrost cen w ujęciu rocznym wyniesie 3,1% w tym roku i 2,8% w przyszłym. Na chwilę obecną NBP nie widzi potrzeby podnoszenia stóp procentowych.

W trakcie pierwszego kwartału 2021 r. średnia marża kredytu hipotecznego znalazła się pod presją i wyniosła **2,21%** co oznacza spadek w porównaniu do 2,28% na koniec 2020 r.. Na podstawie wyników ankiety NBP można wnioskować, że spadek marży był związany ze zmianą podejścia banków do ryzyka kredytowego a także wzrostem konkurencji na rynku. Co istotne, spadek marż nie był równomierny: klienci obarczeni wyższym ryzykiem musieli zapłacić wyższą marżę. Niemniej, sektor bankowy wciąż musi się mierzyć z ryzykiem związanym z kredytami walutowymi. Orzeczenie Sądu Najwyższego w tej sprawie jest spodziewane we wrześniu.

Pierwszy kwartał 2021 r. przyniósł kolejne dobre dane dotyczące sprzedaży kredytów mieszkaniowych. W ciągu pierwszych trzech miesięcy bieżącego roku banki udzieliły łącznie ok. 57 tys. **(+6,3% q/q)** kredytów mieszkaniowych na łączną kwotę 17,9 mld zł **(+9,2% q/q)**. Po chwilowym spadku w trzecim kwartale 2020 r. systematycznie rośnie wartość udzielonych kredytów, która w Q1 2021 r. wyniosła 314 tys. zł.

Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w okresie kwiecień 2019 – maj 2021



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON SARFIN 1/2021

Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w okresie 2015 – 1Q 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%
4Q 2020	16,435	16,22%	53 756	10,20%	305,7	5,47%
1Q 2021	17,941	9,16%	57 172	6,35%	313,8	2,64%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 1/2021.

# Otoczenie makroekonomiczne

## Sytuacja na rynku pracy się poprawia, ale zarobki rosną wolniej niż ceny mieszkań

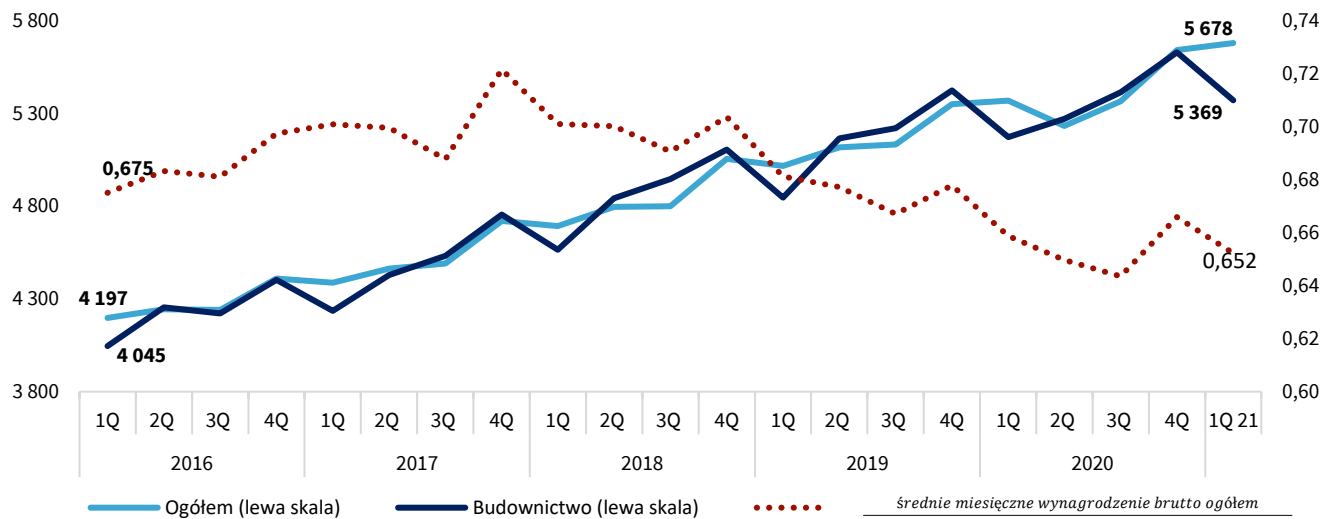
Kwiecień i maj wiązały się z nieśmiałą poprawą sytuacji na rynku pracy co było związane z luzowaniem obostrzeń epidemiologicznych. Do pracy wróciły galerie handlowe, sektor rekreacyjny, HoReCa oraz branża fitness. W związku z powyższym, na koniec maja bezrobocie spadło do 6,1% z 6,4% odnotowanych w marcu (dane GUS). Co istotne, w ujęciu historycznym bezrobocie pozostaje na bardzo niskim poziomie. Dla przykładu, średnie bezrobocie w maju dla lat 2010-2019 wyniosło 10,2%. Kolejne miesiące powinny przynieść dalszy spadek liczby bezrobotnych co jest związane ze zwiększeniem popytu na pracowników sezonowych, szczególnie w sektorach związanych z turystyką. Niemniej otwarte pozostaje pytanie dotyczące wpływu na rynek pracy kolejnych mutacji koronawirusa a także efekty wygaszania kolejnych tarcz antykrzysowych.

Średnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw za ostatnie 12 miesięcy wyniosło w maju 6,7 mln osób co oznacza nieznaczny spadek w wysokości 58,4 tys. osób w porównaniu do maja 2020 r. (-0,9%). W ujęciu miesięcznym zatrudnienie systematycznie rośnie już od stycznia, średnio o 10 tys. miesięcznie.

Średnie wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w 1Q 2021 r. wzrosło do poziomu 5 678 zł (+0,7% q/q oraz +5,8% r/r). W tym samym czasie dynamika płac w budownictwie była poniżej średniej dla całego sektora przedsiębiorstw: w ujęciu kwartalnym odnotowano spadek w wysokości 4,6% a w ujęciu rocznym wzrost o 3,8%. W przypadku sektora budowlanego, spadek wynagrodzeń w pierwszym kwartale jest być może spowodowany efektem sezonowym, ponieważ obserwowaliśmy podobne, przejściowe, spadki w poprzednich latach.

Wskaźnik średniego wynagrodzenia do średniej ceny mkw. (średnia cena dla 6 największych miast) obniżył się do 0,65 mkw., co oznacza, że w porównaniu do ostatniego kwartału zeszłego roku zdolność Polaków do zakupu mieszkania zmalała. Innymi słowy, w trakcie pierwszych trzech miesięcy 2021 r. zarobki rosły wolniej niż ceny mieszkań. Niemniej, zgodnie z projekcją NBP kolejne okresy powinny przynieść podwyższoną dynamikę wynagrodzeń w gospodarce (w szczególności lata 2022 - 2023). Dodatkowo, należy pamiętać, że rynkowi wciąż daleko do historycznych minimów, które miały miejsce w 2Q 2007 r. kiedy omawiany wskaźnik osiągnął poziom 0,40.

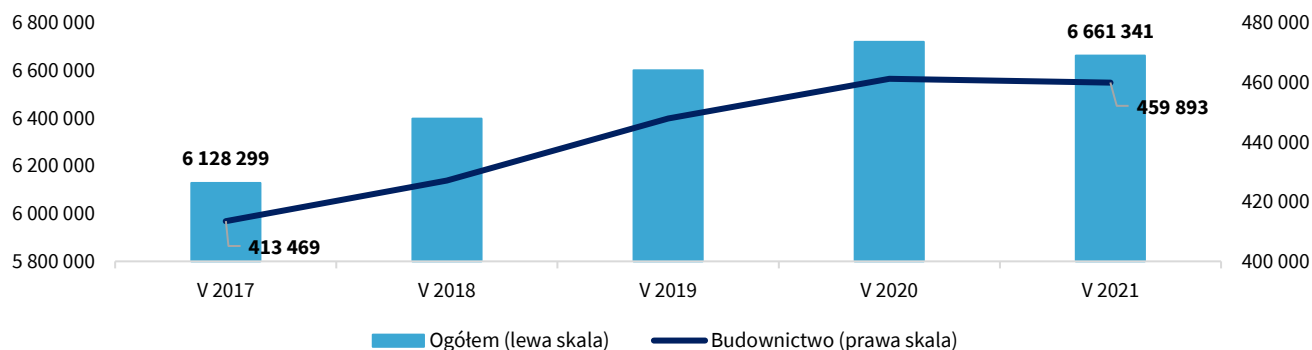
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2016 – 1Q 2021 (zł)



\* - 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 Maj 2017 – Maj 2021



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS



## Rynek śrubuje rekordy...

W drugim kwartale bieżącego roku analizowane przez nas podmioty odnotowały sprzedaż na poziomie **6 310 jednostek** w porównaniu do 6 170 w 1Q 2021 r. **(+2,3% q/q)** i 2 879 rok wcześniej **(+119,2% r/r)**. Kolejny kwartał z rzędu obserwujemy bardzo silny popyt na nieruchomości mieszkalne.

Krótko mówiąc mamy rekord. Aktywność rynku jest na poziomach, które jeszcze nawet przed pandemią wydawały się „sufitem”. Tymczasem sprzedaż w uwzględnianej przez nas grupie deweloperów trzeci już kwartał z rzędu oscyluje na poziomie zbliżonym do 6 tys. jednostek oraz systematycznie rośnie. Niestety dysponujemy wielkościami oferty tylko części z analizowanych przez nas deweloperów. Natomiast po podmiotach, które obserwujemy widzimy, że co do zasady sumaryczna wielkość wspomnianej była kilka procent niższa niż średnia z ostatnich lat. W naszej opinii oznacza to tyle, że podaż nie nadąża za popytem. Powyższe jest dość dobrze widoczne, gdy przeanalizuje się sytuację każdego z deweloperów z osobna. W minionym kwartale wyraźnie widoczna jest prawidłowość, w której deweloper, który nie zwlekał z uzupełnianiem oferty zanotował bardzo dobre wyniki sprzedażowe.

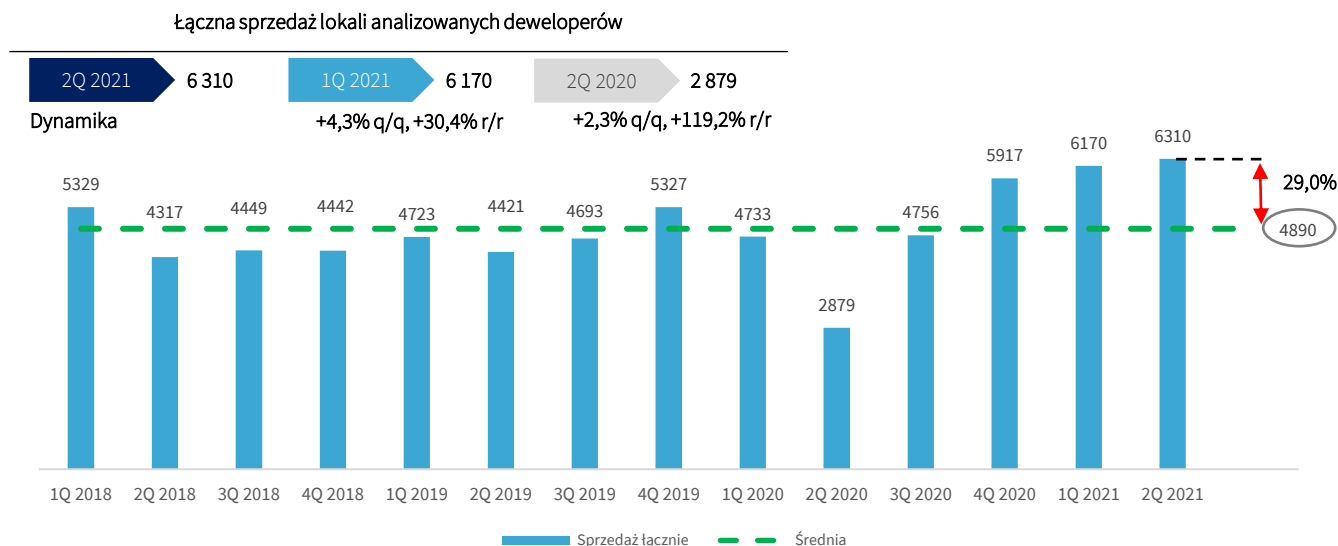
Kwestia podaży nowych lokali, naszym zdaniem, jest w tym momencie największym ryzykiem dla deweloperów pod kątem bicia rekordów wolumenu kontraktacji. Powszechnie znanymi faktami są trudności na rynku gruntów oraz problemy z procesem administracyjnym. Pisaliśmy o tym wielokrotnie w poprzednich edycjach raportu. Na dzisiaj w wielu dużych ośrodkach miejskich gruntów, które szybko można wprowadzić do oferty, brakuje. Nie pomógł też Covid, który spowodował wydłużenie się procedur administracyjnych tak związanych z przygotowaniem inwestycji, jak i z odbiorami. Skutek powyższych faktów jest taki, że grunt „leży” na bilansie dłużej, co podnosi koszty. Kolejnym czynnikiem, który nabrał znaczenia w ostatnich kwartałach jest wzrost cen materiałów, rzutujący przede wszystkim na nowe inwestycje. W naszej opinii, środowisko rosnących kosztów wcale nie jest komfortową sytuacją dla deweloperów. Uważamy, że z tego powodu będą oni niezwykle ostrożnie wprowadzać nowe inwestycje do sprzedaży. Natomiast w kwestii sprzedaży w kolejnych kwartałach widać wyraźnie, że popyt jest silny. Jesteśmy zdania, że wyniki drugiego kwartału byłyby jeszcze wyższe, gdyby oferta była na wyższym poziomie.

Niższa oferta i wyższa sprzedaż całkowicie wystarczyła by istotnie wzrosła rotacja. Gdyby założyć, że deweloperzy przestaliby wprowadzać nowe inwestycje do sprzedaży, obecny poziom oferty „na półkach” wystarczyłby średnio na niecałe 3 kwartały, czyli do końca bieżącego roku. Przed pandemią wspomniany wskaźnik wynosił 4-4,5 kwartału. Nic więc dziwnego, że ceny mieszkań rosną.

Sam popyt na mieszkania, jak już pisaliśmy wcześniej jest bardzo silny, co wynika ze strukturalnego deficytu mieszkań, który przy migracji wewnętrznej do dużych ośrodków miejskich jak i zewnętrznej ze wschodu jest czynnikiem wspierającym. Ponadto wysokie odczyty inflacji, niemało wykraczające poza dopuszczalne pasmo wahań, realnie ujemne stopy procentowe, brak realnej i przystępnej dla statystycznego obywatela alternatywy inwestycyjnej pcha pieniądź, tradycyjnie trzymany na lokatach bankowych, które obecnie zamiast określenia „gwarantowany zysk” bardziej przypominają „gwarantowaną stratę”, w stronę nieruchomości mieszkalnych. Trudno też oczekiwać by sugestie niektórych członków RPP o tym, że stopy procentowe być może już nigdy nie zostaną podniesione, bądź zostaną obniżone do ujemnych poziomów, były dla nieznającego arkanów świata finansów obywatela nieskładające do nabywania lokalu. Nie podzielamy jednak teorii, przebijających się czasami do przestrzeni publicznej, że obecnie mamy do czynienia ze „sztucznym popytem”, bądź mówiąc bardziej językiem normalnych ludzi „bańką”. Owszem, na rynku jest obecny popyt inwestycyjny, lecz jego udział nie odbiega od notowanych w latach poprzednich. Jest też jednak na rynku popyt generowany przez ludzi w sile wieku, z myślą o pociechach, które za kilka lat wkroczą w życie dorosłego obywatela, bądź popyt polegający na chęci zakupu mieszkania większego, atrakcyjniejszego lokalizacyjnie, dającego wyższy komfort zamieszkania.

Na koniec swoje miejsce w tej układance mają podmioty działające w segmencie najmu instytucjonalnego (fundusze typu PRS), które w widocznym już stopniu zaznaczają swoją obecność w kraju nad Wisłą. Rynek dla tego typu podmiotów jest atrakcyjny, gdyż oferuje lepsze Yield'y na kapitale niż w innych krajach. Sugeruje to wyraźnie, że w dalszym ciągu istnieje w Polsce potencjał do wzrostu cen mieszkań.

Łączna sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2018 – 2Q 2021 r. <sup>1,2</sup>



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

<sup>2</sup>Dane Archicom obejmują tylko działalność w mieście Wrocław. Ponadto, w przypadku niniejszego dewelopera dane nieobejmujące 1Q i 2Q 2021 oraz kwartałów porównywalnych pozostają nieskorygowane zgodnie ze standardem raportowania Echo Investment

## ...ale nie szeroką ławą

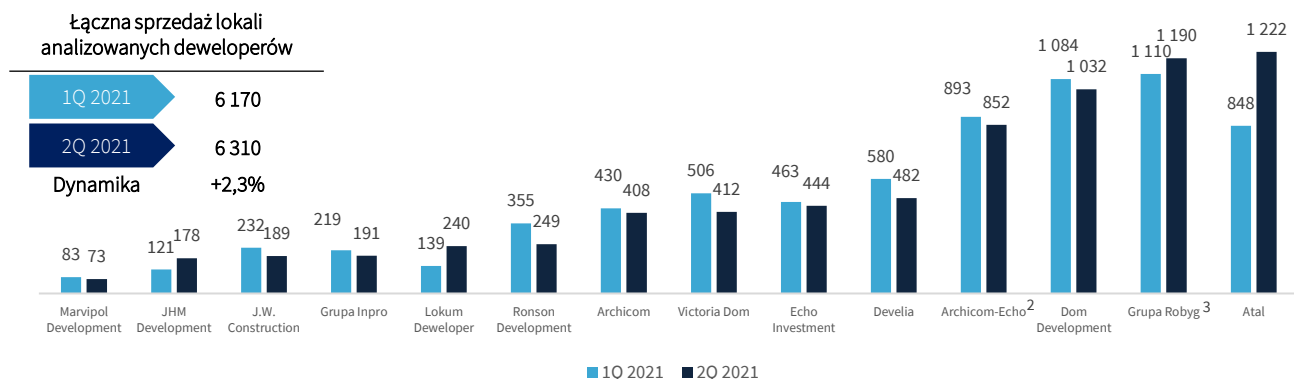
W ujętym zestawieniu obejmującym 13 podmiotów (pokazujemy Grupę Archicom łącznie oraz obie spółki oddzielnie), w 2Q 2021 r. tylko 4 podmioty odnotowały wzrost kwartału do kwartału, były to: **Atal, Robyg, Lokum Deweloper, JHM Development**. Pozostałe spółki pokazały spadki kwartału do kwartału. Te z nich, które publikują informacje o ofercie, na koniec 1Q 2021 r. stany ofert miały na relatywnie niskich poziomach. Ponadto, nie zaobserwowaliśmy zwiększonej aktywności tych podmiotów we wprowadzeniach nowych inwestycji do oferty, bądź samo wprowadzenie miało miejsce już pod koniec kwartału, co nie mogło pomóc w kontraktacji. Natomiast dobre rezultaty podmiotów, które poprawiły kontraktację pozwoliły by łączny wynik całej badanej grupy był dodatni. Wyniki wobec analogicznego kwartału roku ubiegłego pokazują gigantyczne wzrosty, co nie jest jakimkolwiek zaskoczeniem, gdyż w 2Q 2020 r. mieliśmy dół spowodowany tzw. twardym lockdown'em, wszechobecnym wtedy zwyczajnym strachem społeczeństwa o przyszłość oraz trudnym dostępem do kredytu hipotecznego co wynikało z usztywnienia polityki kredytowej banków.

Na skutek przejęcia większościowego pakietu akcji Archicomu przez Echo wzrosło znaczenie powstałej grupy, która łącznie, z wynikiem 852 sprzedanych lokali, zakończyła kwartał na czwartym miejscu naszego zestawienia. Podium niezmiennie okupowane jest przez 3 największe podmioty: Atal, Robyg, Dom Development. Pierwszy raz, wszystkie spółki z pierwszej trójki odnotowały sprzedaż przekraczającą 1 000 lokali kwartalnie. Zmienili się tylko miejsca poszczególnych liderów. I tak, zestawienie otwiera **Atal**, który znalazł nabywców na 1 222 lokale, co stanowi 44,1% wzrost wobec 1Q 2021 r. i trzycyfrowy wobec 2Q 2020 r.. Na drugiej pozycji znalazł się **Robyg**, z 1 190 zakontraktowanymi lokalami (+7,2% q/q) i nieporównywalnie

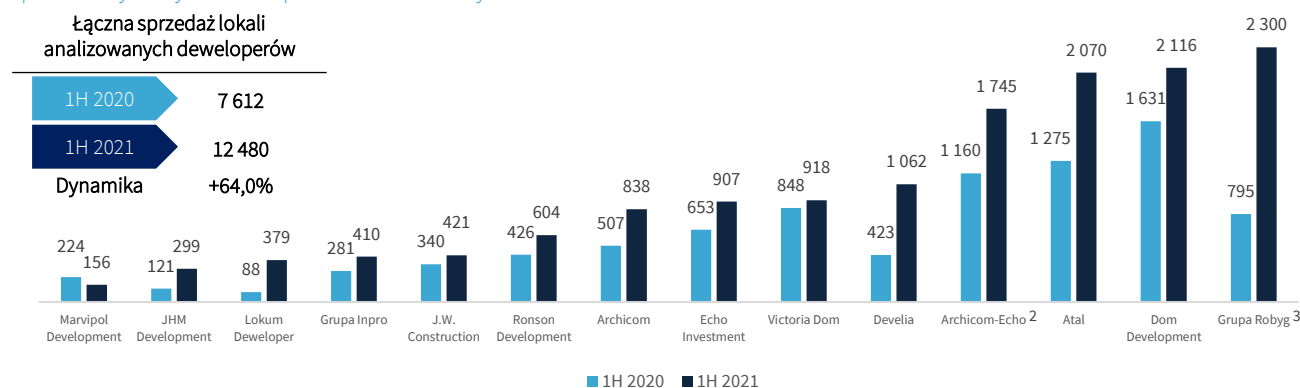
większym wzrostem rok do roku. **Dom Development** tym razem zamyka podium, z trzecim z rzędu wynikiem przekraczającym okragły 1 000 lokali, ale z ujemną dynamiką wobec 1Q 2021 r. (-4,8% q/q) i dodatnią wobec 2Q 2020 r. (+26,5% r/r).

W 2Q 2021 r. ranking sprzedaży zamyka **Marvipol**, który znalazł nabywców dla tylko 73 lokali wobec 83 lokale w 1Q 2021 r. (-12,0% q/q) i 112 rok wcześniej (-34,8% r/r). W przypadku tego dewelopera warto jednak zwrócić uwagę, że wartość podpisanych w 2Q 2021 r. umów, mimo niższego wolumenu, jest dodatnia zarówno wobec 1Q 2021 r. (+24,8% q/q) jak i 2Q 2020 r. (+22,6% r/r). Powyższy efekt wynika tak z systematycznie rosnących cen, jak i struktury oferty dewelopera (więcej lokali w podwyższonym/wyższym standardzie). Na przedostatnim miejscu znalazł się **JHM Development**, który jako mniejszy deweloper zanotował w ostatnich kwartałach istotny progres i ma szansę zanotować rekordowy rok. Trzecie miejsce od końca przypadło **J.W. Construction** z 189 zakontraktowanymi lokalami (-18,5% q/q). Ten deweloper przeżywał w ostatnich kwartałach trudności tak z powodu konieczności spłaty obligacji jak i cierpiącym z powodu Covid-19 segmentu hotelowego.

Na dalszą część roku perspektywy sprzedażowe pozostają korzystne, dostępność kredytowa jest wysoka, a NBP dosyć silnym głosem broni swojej gołębiej polityki. Widząc kolejny kwartał tak mocne wyniki sprzedaży zadajemy sobie pytanie jak długo jeszcze deweloperzy będą w stanie na bieżąco uzupełniać systematycznie wyprzedawaną ofertę. To jest też największe na ten moment ryzyko, które dostrzegamy bojąc się, że w pewnym momencie deweloperzy przestaną nadążać z jej systematycznym uzupełnianiem, co będzie sprzyjało dalszemu wzrostowi cen, być może zbyt dynamicznemu oraz gdyby potrwało relatywnie długo, nie byłoby zdrowe dla równowagi rynkowej.



## Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1H 2020 r. oraz 1H 2021 r. <sup>1</sup>



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

<sup>2</sup>Dane Archicom oraz Echo Investment ukazane zarówno jako pojedyncze spółki jak i łącznie

<sup>3</sup>Liczba zakontraktowanych lokali netto

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich



# Przekazania lokali

## Podsumowanie przekazania

W drugim kwartale bieżącego roku, ujęci w naszym zestawieniu deweloperzy przekazali **3 599** lokali w porównaniu do 4 092 w poprzednim kwartale (-12,0% q/q) i 2 398 w analogicznym okresie ubiegłego roku (+50% r/r). W ujęciu półrocznym, podpisano **7 691** aktów w porównaniu do 5 755, które odnotowano w trackie pierwszych sześciu miesięcy 2020 r. (+33,6%).

Warto przypomnieć, że wpływ pandemii na przekazania w poprzednich kwartałach (a w 2Q 2020 r. w szczególności) wiązał się z problemami z podpisywaniem aktów notarialnych, przedłużającymi się procedurami odbioru zakończonych inwestycji, czy niechęcią klientów do spotkań u notariusza. Ponadto, liczba lokali gotowych do przekazania jest ściśle powiązana z harmonogramem realizowanych projektów.

Na pozycję lidera wszedł **Atal**, który w drugim kwartale przekazał swoim klientom 856 lokali w porównaniu do 794 w ubiegłym kwartale (+7,8% q/q) i 767 rok wcześniej (+11,6% r/r). W całym półroczu liczba uznanych w wynikach lokali sięga już 1 650 szt. wobec 1 240 rok wcześniej, a więc jest o 33,1% wyższa niż w ubiegłym roku. Po drugim kwartale deweloper zrewidował w górę swoje oczekiwania w tym zakresie, i szacuje że przekazania w całym roku mogą osiągnąć nawet 4 000 (poprzednia prognoza wyniosła ok. 3 300).

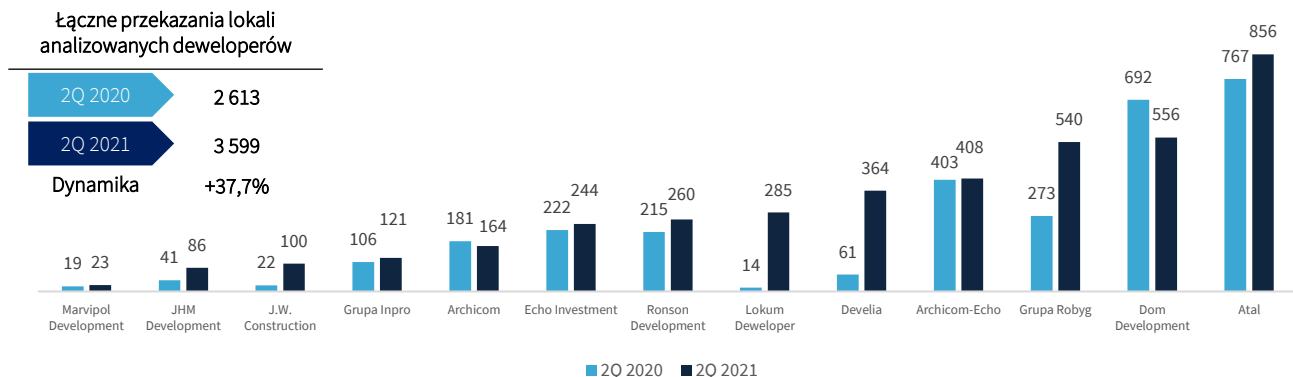
Kolejne miejsce w zestawieniu przypadło **Dom Development**, który przekazał 556 lokali w wobec 1 366 w zeszłym kwartale i 692

w poprzednim roku. W całym półroczu deweloper przekazał nabywcom najwięcej, bo 1 922 lokali wobec 1 241 rok wcześniej (+54,9% r/r). Wysoka liczba przekazanych w tym półroczu lokali wynika z dużej liczby zakończonych a nieprzekazanych lokali na koniec ubiegłego roku. Cel przekazania na 2021 r. wynosi między 3 300 a 3 400 lokali.

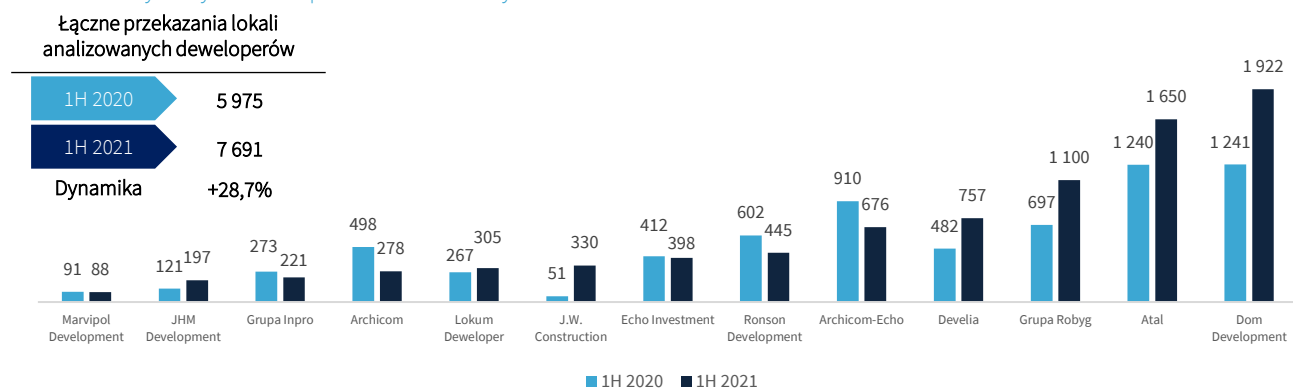
Podium zamyka **Grupa Robyg** – 540 aktów w porównaniu do 560 w 1Q 2021 r. (-3,6% q/q) i 273 w drugim kwartale 2020 r. W skali półroczu emitent przekazał 1 100 lokali w porównaniu do 697 rok wcześniej (+57,8% r/r). Tradycyjnie w przypadku tego dewelopera, największa liczba lokali powinna zostać przekazana w 4Q 2020 r.

Na uwagę zasługuje jeszcze **Lokum Deweloper**, który rozpoznawał w wynikach inwestycje realizowane w Krakowie (Lokum Siesta, Lokum Vista) oraz **Develia**, która od poprzedniego roku odbudowuje się w segmencie mieszkaniowym. Ten pierwszy w 2Q 2021 r. rozpoznał 285 lokali wobec 20 kwartał wcześniej i 14 rok wcześniej. Przypomnijmy, w latach poprzednich emitent zmagał się z opóźnieniami w uzyskiwaniu niezbędnych decyzji administracyjnych, co spowodowało przestój w sprzedaży i brak znaczących wolumenów przekazania przez poprzednie 4 kwartały. Natomiast Develia w 2Q 2021 r. rozpoznała w wynikach 364 lokale wobec 393 w 1Q 2021 r. i 61 rok wcześniej. W całym półroczu wspomniani deweloperzy rozpozнали kolejno 305 lokali wobec 267 rok wcześniej (**Lokum Deweloper**) i 757 w 1H 2021 r. wobec 482 rok wcześniej (**Develia**). W całym roku Lokum Deweloper celuje w przekazanie ok. 700 lokali wobec 391 w 2020 r., a Develia w ok. 1 800 – 1 900 wobec 1 153 w 2020 r.

## Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2Q 2020 r. oraz 2Q 2021 r. <sup>1</sup>



## Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1H 2020 r. oraz 1H 2021 r. <sup>1</sup>



<sup>1</sup>Z wyłączeniem i2 Development i Victoria Dom. Deweloperzy do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowali poziomu przekazania w 2Q 2021 r. .

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Zadłużenie sektora najniższe od kilku lat

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.

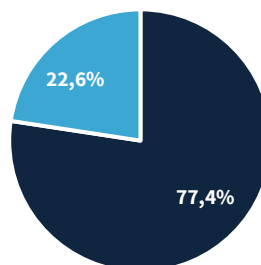
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, sumaryczna wartość zadłużenia netto sektora obniżyła się w 1Q 2021 r. Spodziewaliśmy się tego, lecz zaskoczyła nas skala spadku. Była wyższa niż oczekiwaliśmy. Dług netto sektora obniżył się aż o 546 mln zł względem końca 2020 r. i wg. stanu na koniec 1Q 2021 r. wynosił 1 792 mln zł. Jest to też wartość najniższa od co najmniej 2017 roku.

Czynniki, które wpłynęły na poprawę salda zadłużenia są tożsame z tymi, które obserwowaliśmy w poprzednich kwartałach. Szybka i rosnąca kontraktacja lokali spowodowała wyższe wpływy na rachunki deweloperów od nabywców. Ponadto, oferta analizowanych przez nas podmiotów nie podniosła się względem 4Q 2020 r. oraz nie rozpoczynano zbyt wielu projektów, co nie stwarzało presji na potrzeby wydatkowe. Zwiększeniu uległo więc saldo gotówki do poziomu 2 262 mln zł wobec 2 100 mln zł na koniec 4Q 2020 r. (+162 mln zł) i 2 144 mln zł rok wcześniej (+118 mln zł). Jednocześnie, wysoka kontraktacja umożliwiła redukcję zobowiązań kredytowych zaciąganych zazwyczaj na realizację określonych projektów. Przypomnijmy, wiele podmiotów rok temu nierzadko prewencyjnie uruchomiło finansowanie kredytowe, w razie gdyby sprzedaż postępowała zbyt wolno. Ryzyko niskiej sprzedaży nie zmaterializowało się i w 1Q 2021 r. obserwowaliśmy trend poprawy sytuacji finansowej widoczny od 3Q 2020 r. Zobowiązania kredytowe zostały ograniczone do kwoty 916 mln zł na koniec 1Q 2021 r. w porównaniu do 1 181 mln zł kwartał wcześniej (-265 mln zł) i 1 865 mln zł rok wcześniej (-866 mln zł). Wartość wyemitowanych obligacji spadła do 3 138 mln zł wobec 3 257 mln zł na koniec 4Q 2020 r. Natomiast w 2Q 2021 r. obserwowaliśmy istotną aktywność deweloperów na rynku pierwotnym obligacji oraz powrót do wypłat dywidend. Oba czynniki będą miały istotny wpływ na zatrzymanie trendu spadku zadłużenia, który naszym

zdaniem może wydarzyć się już w 2Q 2021 r.. Nie licząc skupów w 2021 r. omawiane spółki wypłacą łącznie przynajmniej ok. 546 mln zł dywidend, z czego w 2Q 2021 r. wypłacono już 294 mln zł (Dom Development, Marvipol).

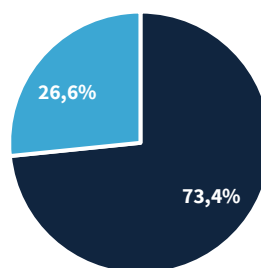
Podsumowując, standing finansowy omawianych podmiotów co do zasady jest najlepszy od kilku lat. Spodziewamy się, dalszego rozwoju sektora co będzie wymagało źródła finansowania w postaci kapitału obcego.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.03.2021 r. <sup>1,3</sup>



■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

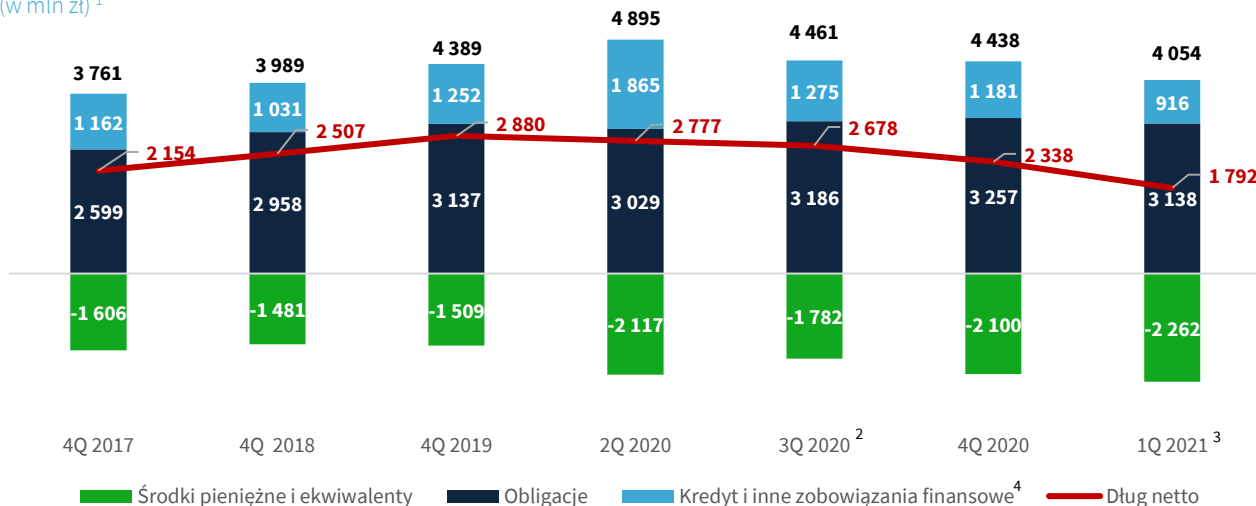
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2020 r. <sup>1,3</sup>



■ 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 – 1Q 2021 (w mln zł) <sup>1</sup>



<sup>1</sup> W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielił segmenty mieszkaniowe. Ponadto nie uwzględniono Echo Investment z powodu niedostatecznie szczegółowych danych finansowych dot. segmentu mieszkaniowego.

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

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

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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Mocna pozycja finansowa zdecydowanej większości spółek

W 2Q 2021 r. perspektywy działalności deweloperów od strony popytowej były korzystne. Sprzedaż biła rekordy, rotacja oferty przyspieszała, ceny systematycznie podnosiły się. Jedynym minusem w obecnej sytuacji może być problem z uzupełnianiem oferty. W tych warunkach, standing finansowy zdecydowanej większości analizowanych podmiotów poprawił się oraz był silny, ale to się może zmienić przynajmniej na kilka kolejnych kwartałów.

Wysokie tempo sprzedaży oznacza szybsze kurczenie się zasobów gruntów, które mogą trafić do sprzedaży. Gdyby rotacja oferty utrzymała się na takim poziomie jak była w 1H 2021 r. to nagle może okazać się, że banki ziemi poszczególnych deweloperów wystarczają np. na 2 zamiast 3 lata jak jeszcze w 2019 roku. W połączeniu z najlepszą od kilku lat sytuacją finansową większości podmiotów, nie powinno dziwić, że lwia część z nich żywo zainteresowana była inwestycjami w bank ziemi zwłaszcza, że bilanse poza pewnymi wyjątkami pozostawały pojemne. Z tego też powodu obserwowaliśmy w kolejnych miesiącach drugiego kwartału wysoką aktywność na rynku pierwotnym obligacji skutkującą blisko 470 milionową nadwyżką emisji nad wykupami (w 1H 2021 r.). Gdy przyrównamy wspomnianą liczbę do obligacji przewidzianych do wykupu w 2H 2021 r. okaże się, że nadwyżka emisji w 70% finansowała wspomniane wykupy. Należy oczekiwać, że pieniądze w istotnym stopniu spożytkowane zostaną na rozbudowę banków ziemi, co wytworzy presję na wzrost zadłużenia.

Dodatkowo, dobre perspektywy skłoniły większość podmiotów do dystrybucji zysków do akcjonariuszy. Dywidendy trafiły na konta akcjonariuszy Atalu, Dom Developmentu, Marvipolu, a w kolejce są kolejne podmioty (Inpro, Develia, Lokum Deweloper, Archicom, Echo). Wpłaty naturalnie będą miały wpływ na wzrost długu netto.

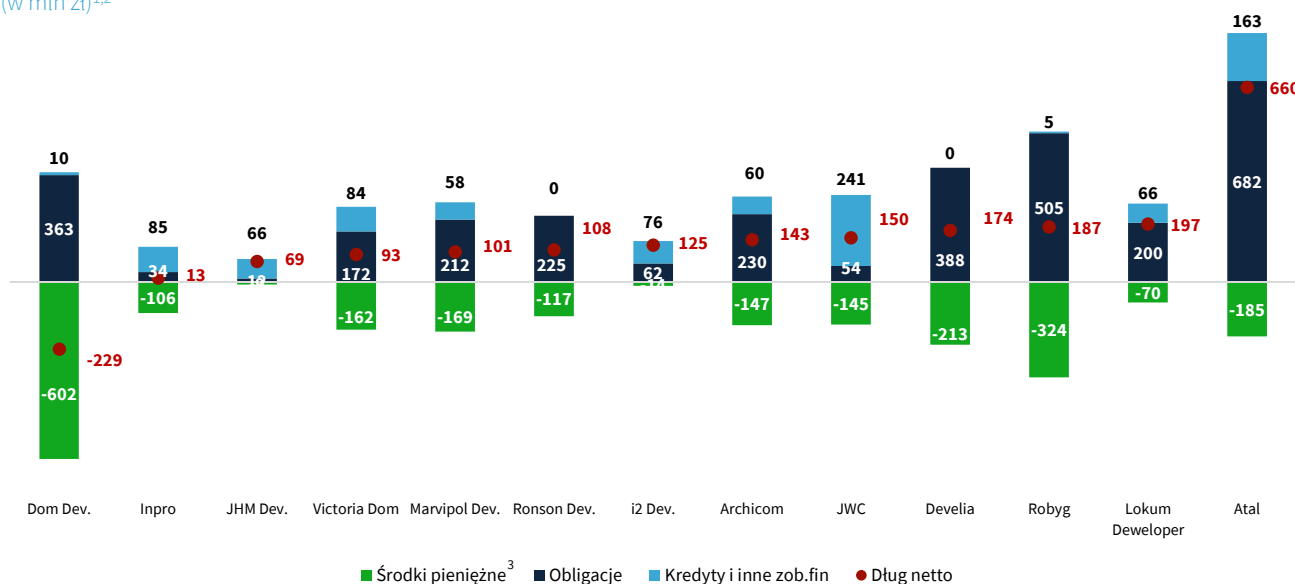
Niezmiennie na koniec 1Q 2021 r. najsilniejszy bilans prezentował Dom Development, z długiem netto na poziomie -228,7 mln zł wobec -214,0 mln zł kwartał wcześniej (-14,6 mln zł q/q) i 116,3 mln zł rok wcześniej (-344,9 mln zł r/r). Dług netto istotnie więc

spadł w ostatnich 12 miesiącach, co w połączeniu z zeszłoroczną dywidendą w wysokości 239,6 mln zł wystawia deweloperowi bardzo wysoką ocenę.

Po drugiej stronie zestawienia, także niezmiennie, uplasował się Atal, z długiem netto wg. stanu na koniec marca 2021 r. w wysokości 660,1 mln zł, tj. o 76,8 mln zł niższym niż w 4Q 2020 r. i 207,5 mln zł niższym niż rok wcześniej. Poprawy sytuacji finansowej spodziewaliśmy się, choć w mniejszej skali niż została zaraportowana. Po dniu bilansowym Atal wykupił łącznie 228 mln zł obligacji w 3 seriach, z czego jedna z nich o wartości 58 mln zł była objęta przez akcjonariusza dominującego dewelopera. Jednocześnie, Atal wyemitował 120 mln zł obligacji o 2-letnim tenorze. Już w lipcu Atal wypłacił 117,3 mln zł tytułem dywidendy, co sugeruje, że przy rekordowych poziomach sprzedaży, a więc także oczekiwanych wpływach od klientów, wskaźnik zadłużenia netto Atalu może wykazać poprawę także w 2Q 2021 r. Warto też pamiętać, że na koniec 1Q 2021 r. 228 mln zł zadłużenia finansowego były w posiadaniu akcjonariusza dominującego. Gdyby skorygować zadłużenie o wspomnianą wartość, wskaźniki zadłużenia Atalu byłyby przeciętne na tle innych deweloperów.

Poza wymienionymi powyżej spółkami warto zwrócić uwagę na podmioty takie jak: Marvipol, który dzięki transakcji z Grupą Heimstaden odnotował istotne wpływy gotówkowe, które z kolei, dzięki częściowej spłacie zadłużenia, pozwoliły wyraźnie przesunąć się w klasyfikacji zaprezentowanej na poniższym wykresie. Drugą ciekawą spółką jest Robyg, w którym dług netto spadł o 205,7 mln zł. Zdecydowały wpływy z działalności operacyjnej oraz zaklasyfikowanie pożyczki udzielonej przez akcjonariusza emitenta jako kapitału własnego. Przypomnijmy, tytułem tej pożyczki deweloper otrzymał 100 mln zł z wyłącznym prawem do decydowania o spłacie oraz terminie spłaty. Na koniec, kilka słów o nieujętych na poniższym zestawieniu deweloperze, czyli Echo Investment. Ten deweloper obniżył dług netto aż o 429,4 mln zł q/q, w znacznym stopniu dzięki zbyciu jednego z budynków biurowych. Przy obserwowanej poprawie na rynku biurowym rosną szanse na kolejne transakcje, co pozwoli znacznie zbić poziom zadłużenia Echo.

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



<sup>1</sup> W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe. Ponadto nie uwzględniono Echo Investment z powodu niedostatecznie szczegółowych danych finansowych dot. segmentu mieszkaniowego.

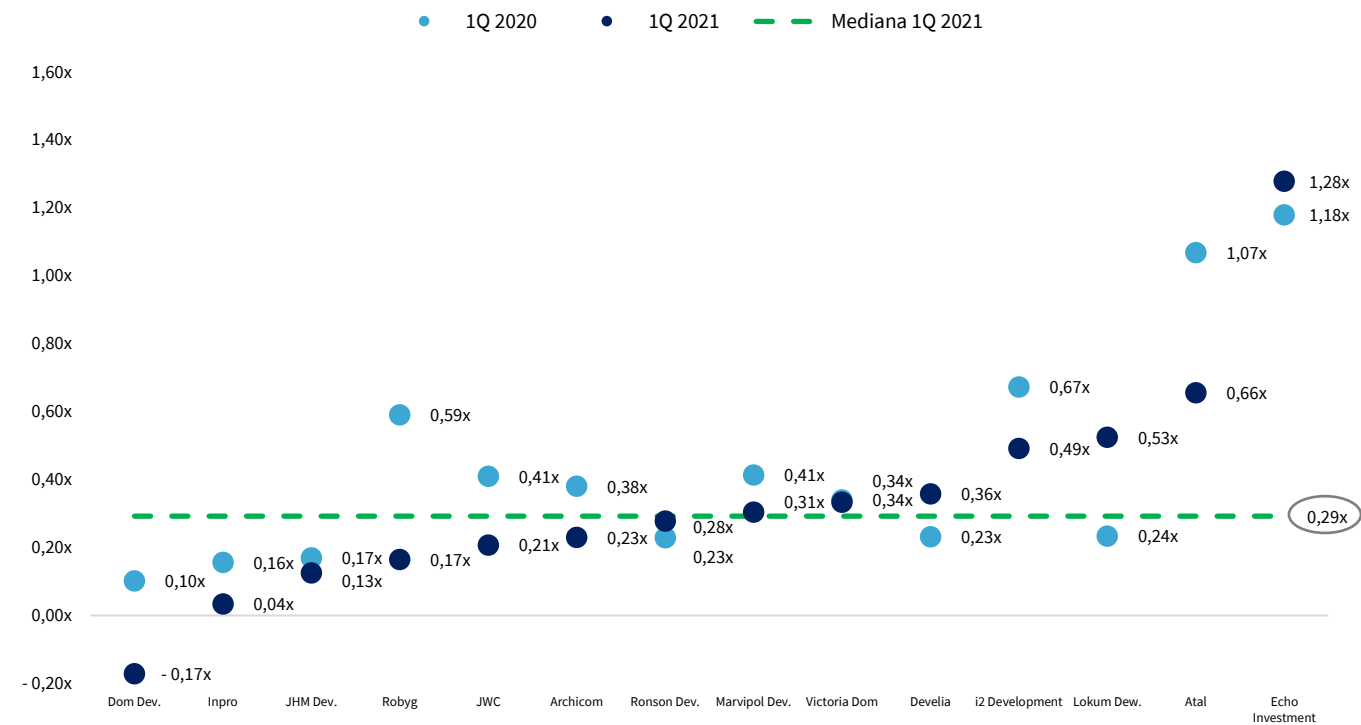
<sup>2</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 1Q 2021 r. wykorzystano dane na koniec 4Q 2020 r.

<sup>3</sup> Wyluczając 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 1Q 2020 r. oraz 1Q 2021 r. <sup>1,2,3</sup>



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1Q 2020 r. oraz 1Q 2021 r. <sup>1,2</sup>



<sup>1</sup> W przypadku Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe.  
<sup>2</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 1Q 2021 r. wykorzystano dane za 4Q 2020 r. oraz 4Q 2019 r.  
<sup>3</sup> W przypadku Echo Investment nie wydzielono segmentu mieszkaniowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

## Na rynku nie brakuje kapitału

W pierwszej połowie bieżącego roku ujęciu w naszym zestawieniu deweloperzy w 13 seriach uplasowali obligacje o łącznej wartości **1 356,5 mln zł**, szczególnie wysoką aktywność obserwowaliśmy w 2Q 2021 r., gdy analizowane przez nas podmioty wyemitowały obligacje przekraczające wartość **1 000 mln zł** (1 018,6 mln zł).

W minionym półroczu aktywne były prawie wszystkie większe podmioty, wiele też było emisji sięgających 100 mln zł. W zasadzie jedyną spółką z kategorii średnich/większych deweloperów, która nie wypuściła nowych obligacji był Archicom. Biorąc pod uwagę lepszą bilansową sytuację tego dewelopera niż jego nowego właściciela nie będziemy zdziwieni, gdy Archicom wyjdzie na rynek w 2H 2021 r. zwłaszcza, że ostatnie emisje plasował na marży w wysokości 245 pb., podczas gdy Echo miało marżę na poziomie 445 pb. Ponadto, w lutym 2022 w Archicomie przypada termin wykupu 90 mln zł obligacji serii M5/2020.

W tym samym czasie deweloperzy wykupili **862,1 mln zł** obligacji, z czego nieco ponad **250 mln zł** w drodze przedterminowych wykupów. Operacje przedterminowych wykupów były w większości związane z chęcią optymalizacji struktur zapadalności kolejnych serii obligacji, w celu wydłużenia okresu średniej zapadalności zobowiązań. Powyższe niewątpliwie pozytywnie wpływa na elastyczność emitentów w planowaniu kolejnych posunięć inwestycyjnych.

Patrząc na strukturę wykupów widać, że sektor jako całość jest w komfortowej sytuacji przez najbliższe półtora roku, czemu niewątpliwie pomogła wysoka aktywność w 1H 2021 r. W pozostałej części roku deweloperom pozostało do wykupu **555,9 mln zł**, a w przyszłym roku niecały **1 000 mln zł**. Biorąc pod uwagę obecną sytuację na rynku mieszkaniowym powyższe kwoty nie wydają się wygórowane. Przypominamy, wspomniana wysoka aktywność nie byłaby tak prosta w realizacji, gdyby nie dobra sytuacja funduszy inwestycyjnych, od roku notujących nieustanne napływy. Pomaga temu środowisko rekordowo niskich stóp procentowych, co wypycha pieniądze ułożowane na lokatach bankowych także w stronę produktów oferowanych przez TFI. Same fundusze, przy bardzo niskich poziomach rentowności obligacji skarbowych, w pogoni za Yield'em muszą stosować obecnie inną politykę inwestycyjną niż jeszcze 2 lata temu. Stąd też przesuwanie aktywów w stronę tych nieco ryzykowniejszych, lecz umożliwiających uzyskiwanie pozytywnej stopy zwrotu dla uczestników. Deweloperzy, z dobrymi perspektywami, z zadowalającym poziomem marż uzyskiwanych na działalności podstawowej, dobrze wpisują się w skład portfela inwestycyjnego inwestorów kwalifikowanych.

Druga połowa bieżącego roku na rynku pierwotnym obligacji naszym zdaniem będzie w znacznym stopniu uzależniona od perspektyw prowadzenia działalności deweloperskiej. Można powiedzieć, że większa część potrzeb finansowych analizowanych podmiotów została na ten rok zaspokojona. Pytaniem pozostaje działalność inwestycyjna. Zaznaczamy, że większość deweloperów otwarcie mówiła o chęci zwiększania skali działalności, a to wymaga inwestycji w grunty, które z roku na rok są dobrem coraz bardziej pożądanym.

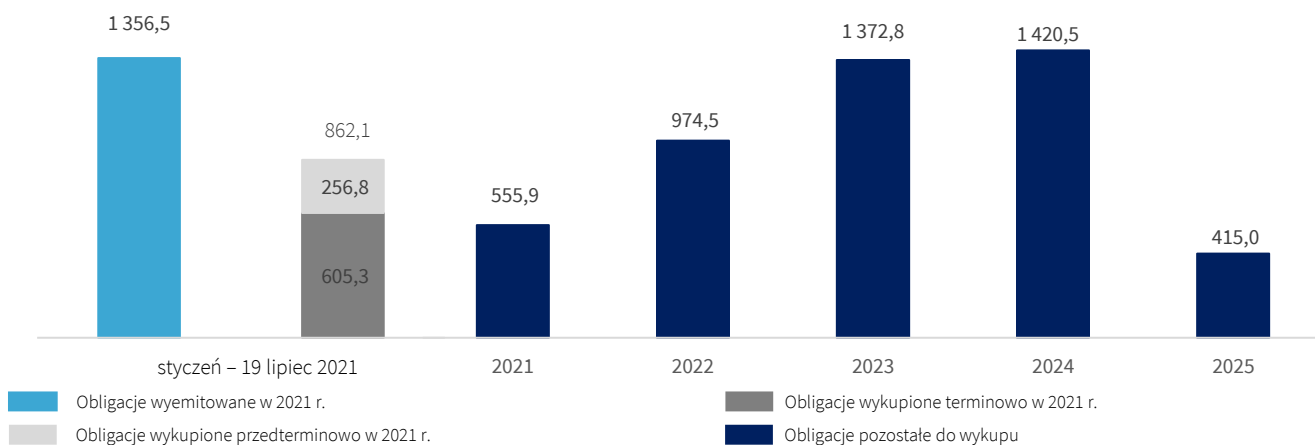
W ostatnich kwartałach widzimy na rynku kształtowanie się trendu uwzględniania w parametrach emisji obligacji mechanizmu okresowej amortyzacji. Coraz większa część deweloperów decyduje się tym samym na rozłożenie „balonowej spłaty” na dwie czy też trzy transze. Niewątpliwie częściowa spłata kapitału przed finalnym terminem wykupu przypodobala się inwestorom profesjonalnym, którzy obecnie jeszcze większy niż do tej pory nacisk kładą na płynność nabywanych instrumentów finansowych.

## Niewiele jest podmiotów, które będą musiały refinansować zadłużenie

Jak wspomnieliśmy wcześniej, większość podmiotów z powodzeniem zaspokoila większość swoich potrzeby na bieżący rok. Zostały nieliczne, które nie przeprowadziły emisji, bądź robiły to na niewielką skalę. Wśród nich jest omówiony wcześniej **Archicom**, **i2 Development**, a także **Inpro**. Przy czym warto powiedzieć, że podmioty te nie musiały wychodzić na rynek, bądź pozyskały finansowanie w inny sposób. Należy spodziewać się, że jeszcze w bieżącym roku na rynek wyjdzie **Echo Investment**, które choć jest w procesie dezinwestycji nieruchomości biurowych to jeszcze nie jest na etapie, który pozwoliłby na redukcję długu obligacyjnego. Spółka zapowiedziała, że z kolei w przyszłym roku może być mniej aktywna na rynku pierwotnym obligacji. **Atal** zainteresowany jest utrzymywaniem ekspozycji na rynek obligacji. Pamiętając, że pod koniec września 2021 r. zapada 100 mln zł obligacji spodziewamy się, że będzie chciał zrolować zbliżoną wartość.

Z dużych emitentów znakiem zapytania jest **Grupa Robyg**, która planuje istotne wydatki na bank ziemi. Deweloper pod koniec półroczu wyemitował już 150 mln zł w ramach nowego programu do 500 mln zł oraz pracował nad wzmocnieniem kapitałów. Pytaniem jest czy kolejną emisję emitent przeprowadzi jeszcze w tym roku.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2021 – 2025 (w mln PLN) według stanu na dzień 19.07.2021 r.



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

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Dobra kondycja sektora objawia się spadkiem marż nowo emitowanych papierów, co obserwowaliśmy już w poprzednich kwartałach. W ostatnich miesiącach byliśmy świadkami kontynuacji tego trendu. Nie sposób tu nie wspomnieć o takich weteranach jak:

- **Dom Development**, emisja 110 mln zł w maju, z marżą WIBOR 6M + 130 pb. (vs 175 pb. we wrześniu 2020 r.);
- **Atal**, emisja 120 mln zł w kwietniu, z marżą WIBOR 6M + 215 pb. (vs 260 pb. we wrześniu 2020 r.);
- **Victoria Dom**, łącznie 3 emisje w czerwcu i lipcu o łącznej wartości 100 mln zł, 2 z nich z marżą WIBOR 6M + 550 pb. (vs 600 pb. w październiku 2020 r.). Warunki emisji serii R nie zostały ujawnione;
- **Develia**, emisja 150 mln zł w maju, z marżą WIBOR 3M + 295 pb. (vs 330 pb. w październiku 2020 r.);
- **Ronson**, emisja 100 mln zł w kwietniu, z marżą WIBOR 6M + 400 pb. (vs 430 pb. w październiku 2020 r.);
- **Robyg**, emisja 150 mln zł w czerwcu, z marżą WIBOR 6M + 240 pb. (vs 295 pb. w grudniu 2019 r.).

Z ciekawych działań w zakresie emisji możemy wymienić **Marvipol Development**, który z końcem czerwca złożył prospekt emisyjny. W ramach wspomnianego dokumentu, po jego zatwierdzeniu przez KNF, będzie mógł wyemitować obligacje o

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 <sup>1</sup>	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 <sup>1</sup>	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 <sup>1</sup>	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
razem		1 356,5				

<sup>1</sup>okresowa amortyzacja

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

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2021 – 2025 (w mln PLN) według stanu na dzień 19.07.2021 r.

Deweloper	Emisje w 2021 r.		Wykupy w 2021 r.		Wykupy w okresie 2021 - 2025					Suma do wykupu
	1Q 2021	2Q 2021	1Q 2021	2Q 2021	2021	2022	2023	2024	2025	
Echo Investment	195,0	188,0	155,0	0,0	198,4	296,6	180,3	620,6	195,0	1 490,9
Atal	0,0	120,0	40,0	228,0	100,0	200,0	269,0	0,0	0,0	569,0 <sup>1</sup>
Robyg	0,0	150,0	0,0	0,0	45,3	0,0	360,0	100,0	60,0	565,3
Develia	0,0	150,0	0,0	100,0	40,0	115,0	130,0	150,0	0,0	435,0
Dom Development	0,0	110,0	0,0	32,1	77,9	50,0	50,0	50,0	100,0	327,9
Marvipol	0,0	116,0	12,0	44,8	9,6	54,3	47,6	172,3	0,0	283,8
Ronson Europe N.V.	0,0	100,0	4,8	50,1	0,0	50,0	69,7	100,0	60,0	275,2
Archicom	0,0	0,0	6,3	0,0	0,0	157,7	68,8	0,0	0,0	226,6
Victoria Dom	0,0	75,0	6,1	30,0	0,0	46,0	84,6	100,0	0,0	230,6
Lokum Deweloper	100,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0	100,0	0,0	200,0
J.W. Construction	0,0	0,0	19,3	23,5	51,5	0,0	0,0	0,0	0,0	51,5
i2 Development	17,9	9,6	8,5	0,3	8,2	0,0	10,0	27,5	0,0	45,8
Inpro	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0
JHM Development	0,0	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0	12,1	0,0	0,0	12,1
Razem	312,9	1 018,6	353,4	508,8	555,9	974,5	1 372,8	1 420,5	415,0	4 738,6

<sup>1</sup> W tym 149,0 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane

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



ARCHICOM

- Drugi kwartał pod kątem sprzedażowym był dla Archicomu udany. Deweloper znalazł nabywców na 408 lokali wobec 430 kwartał wcześniej i 184 rok wcześniej. W całym półroczu kontraktacja wynosi już 838 lokali w porównaniu do 507 rok wcześniej (+65,3% r/r). Zaraportowany wolumen sprzedaży został dostosowany do standardu akcjonariusza dominującego, Echo Investment, czyli nie obejmuje umów rezerwacyjnych.
- Warto w tym miejscu przypomnieć, że cel sprzedażowy dewelopera na obecny rok wynosił 1 000 – 1 200 lokali. Biorąc pod uwagę, że Archicom przy okazji wyników za 1Q 2021 pochwalili się, że zamierza wprowadzić do końca roku ok. 1 000 lokali do oferty, wydaje się pewne, że cel zostanie podniesiony.
- W wynikach za 2Q 2021 r. Archicom uzna 164 lokale wobec 114 kwartał wcześniej i 181 rok wcześniej. Narastająco od początku roku liczby przedstawiają się następująco: 278 lokali przekazanych w 1H 2021 r. wobec 498 rok wcześniej (-44,2% r/r). Większej liczby przekazania należy spodziewać się w drugiej połowie roku.
- Oferta wg. stanu na koniec marca wynosiła 1 205 lokali wobec 1 312 rok wcześniej i 1 541 rok wcześniej. W 2Q 2021 Archicom planował wprowadzić do oferty ok. 600 lokali w czterech projektach.
- Naturalnym efektem niższej liczby przekazania są też niższe wyniki i ten efekt wystąpił właśnie w przypadku emitenta w 1Q 2021 r.. Przychody z działalności deweloperskiej wyniosły 81,8 mln zł wobec 184,8 mln zł rok wcześniej. Marża brutto ze sprzedaży sięgnęła 32,0% wobec 28,3% rok wcześniej. Zarząd spodziewa się, że taki poziom marż powinien utrzymać się w najbliższych kwartałach.
- Tradycyjnie, deweloper utrzymuje niewygórowane poziomy wskaźników zadłużenia. Dług netto wobec kapitałów własnych na koniec 1Q 2021 r. wynosił 23,1% wobec 32,4% na koniec 2020 r. Tym samym, uchwalona dywidenda w kwocie 30,3 mln zł, którą akcjonariusze dostaną na konta 27 lipca br. nie powinna być zaskoczeniem.
- Zbliżające się terminy zapadalności obligacji Archicomu mogą sugerować, że emitent w nieodległej przyszłości wyjdzie na rynek w celu refinansowania długu.

ATAL

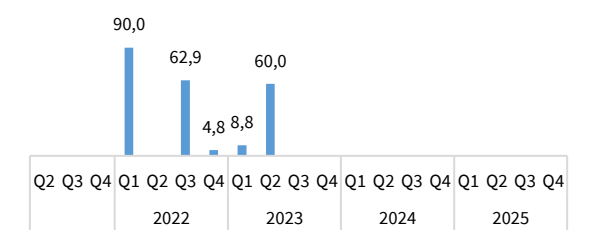
- Kontraktacja lokali w 2Q 2021 r. wyniosła 1 222 jednostek i była rekordowa. W każdym kolejnym miesiącu minionego kwartału deweloper podpisywał po ok. 400 umów. Kwartał porównywalny ze względu na szok wywołany pandemią stanowi niską bazę, przez co dynamiki kontraktacji osiągają wartości trzycyfrowe. Historycznie, sprzedaż Atalu nigdy nie przekraczała poziomu 900 jednostek kwartalnie. Narastająco od początku roku sprzedaż wynosi 2 070 lokali wobec 1 275 rok wcześniej i 1 604 dwa lata wcześniej (kolejno wyższa o 62,4% i 29,1%). Na początku roku deweloper wskazywał, że chce zakontraktować minimum 3 200 lokali. Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli emitenta wskazują na poziom 4 000 jednostek.
- Liczba lokali, które deweloper uzna w wynikach 2Q 2021 wyniosła 856 jednostek (+11,6% r/r). W całym półroczu liczba ta sięga 1 650 lokali w porównaniu do 1 240 rok wcześniej (+33,1% r/r). Również pod kątem przekazania przedstawicieli emitenta wypowiedzieli się optymistycznie niż kwartał wcześniej sugerując, że w całym roku liczba przekazania może zbliżyć się do 4 000 jednostek.
- Kontraktacja lokali przewidzianych do zakończenia w 2021 r. wyniosła 2 409, tj. 72% wg. stanu na koniec 1Q 2021 r..
- Stan oferty na koniec 1Q 2021 r. wyniósł 4 271 lokali wobec 4 083 na koniec 2020 r. i wobec 4 333 rok wcześniej. W realizacji było 40 inwestycji na 7 353 lokale.
- Liczba przekazania w 2Q 2021 r. była wyższa tylko o 11,6% wobec analogicznego okresu roku poprzedniego. Należy jednak pamiętać, że przed rokiem marża brutto ze sprzedaży wyniosła tylko 16,9%. W kolejnych kwartałach uległa poprawie do poziomów 21-23%. Zakładając utrzymanie marż na poziomie powyżej 20% jest szansa, że Atal zaraportuje istotną poprawę wyników.
- W 1Q 2021 r. deweloper przeznaczył na zakup gruntów 52,3 mln zł. Po dniu bilansowym nabył kolejne działki za 20,6 mln zł. Dla porównania, w całym ubiegłym roku emitent przeznaczył na grunty 51 mln zł.
- Dług netto Atalu na koniec 1Q 2021 r. wyniósł 660,1m mln zł, co stanowiło 65,7% kapitałów własnych. Powyższy odczyt oznacza poprawę wobec końca roku ubiegłego kolejno o 76,8 mln zł oraz 11,4 p.p.. Poziom zalewarowania emitenta w dalszym ciągu jest podwyższony, lecz znaczna część zadłużenia to dług wobec podmiotów zależnych od akcjonariusza dominującego.

w mln zł	2018	2019	2020	1Q 2020	1Q 2021
Przychody	476,5	500,5	648,7	184,8	81,8
Zysk brutto ze sprzedaży	128,2	151,1	194,8	52,4	26,2
Marża brutto ze sprzedaży	26,9%	30,2%	30,0%	28,3%	32,0%
EBIT	88,3	100,3	133,0	39,7	9,2
Marża EBIT	18,5%	20,0%	20,5%	21,5%	11,3%
Zysk netto	61,4	89,2	93,7	28,8	5,5
Marża netto	12,9%	17,8%	14,4%	15,6%	6,7%
Kapitał własny	491,0	543,4	613,9	575,5	619,4
Zadłużenie finansowe	266,7	282,2	373,2	371,6	289,7
Kredyty i inne	53,4	76,0	104,0	103,1	60,1
Obligacje	213,4	206,2	269,2	268,5	229,7
% obligacji w zadłużeniu	80,0%	73,1%	72,1%	72,3%	79,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	106,3	92,7	174,3	151,8	146,7
Dług netto	160,5	189,5	198,9	219,8	143,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	60,7%	58,0%	60,4%	58,6%
Dług netto/KW	32,7%	34,9%	32,4%	38,2%	23,1%

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)

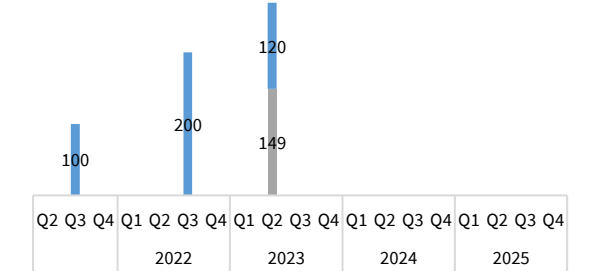


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2018	2019	2020	1Q 2020	1Q 2021
Przychody	1 055,0	720,2	1 167,4	185,8	287,4
Zysk brutto ze sprzedaży	283,5	170,7	237,5	37,9	65,6
Marża brutto ze sprzedaży	26,9%	23,7%	20,3%	20,4%	22,8%
Przychody segmentu dewelop.	1 046,9	713,4	1 160,6	183,8	285,7
EBIT segmentu dewelop.	255,6	142,6	204,6	28,2	56,2
Marża EBIT	24,4%	20,0%	17,6%	15,4%	19,7%
Zysk netto	206,6	115,6	167,5	22,4	48,5
Marża netto	19,6%	16,0%	14,3%	12,0%	16,9%
Kapitał własny	857,3	788,7	956,1	811,2	1 004,7
Zadłużenie finansowe	524,8	837,9	910,9	924,0	845,1
Kredyty i inne	84,4	190,3	185,6	275,2	163,4
Obligacje	440,5	647,7	725,3	648,7	681,7
% obligacji w zadłużeniu	83,9%	77,3%	79,6%	70,2%	80,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29,2	14,2	174,0	56,4	185,1
Dług netto	495,6	823,7	736,8	867,6	660,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	54,2%	67,3%	65,8%	68,6%	64,6%
Dług netto/KW	57,8%	104,4%	77,1%	107,0%	65,7%

<sup>1</sup>bez 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

DEVELIA

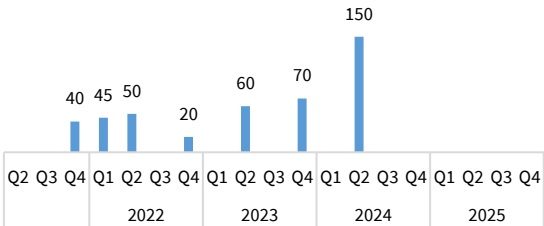
- W 2Q 2021 r. kontraktacja lokali w Develii wyniosła 482 lokale wobec 580 w 1Q 2021 r. oraz wobec 112 rok wcześniej (+330% r/r). Tym samym, w pierwszych sześciu miesiącach tego roku spółka zrealizowała ok. 59% planu sprzedażowego na 2021 r..
- Wyniki Develii za drugi kwartał uwzględniają 364 przekazane lokale, w porównaniu do 393 w 1Q 2021 (-7%) i 61 w analogicznym okresie ubiegłego roku (+497%). Wg. stanu na koniec 1Q 2021 r. kontraktacja lokali przewidzianych do przekazania w 2021 i 2022 r. wyniosła odpowiednio 96% i 47%.
- Stan oferty na koniec marca wyniósł 1 448 lokali wobec 1 468 kwartał wcześniej (-1,4% q/q) i 1 569 rok wcześniej (-7,7% r/r). Cel wprowadzeń na obecny rok pozostaje niezmieniony i wynosi między 1500 a 1700 lokali.
- Przychody spółki za 1Q 2021 r. w segmencie deweloperskim wyniosły 154,6 mln zł co oznacza nieznaczny spadek (-1,2% r/r). Niemniej, wzrost kosztów sprzedaży przełożył się na spadek marży brutto z działalności deweloperskiej do 26,2% z 37,6% w 1Q 2020 r.. Deweloper planuje poprawić marżę w kolejnych kwartałach, niemniej w ocenie firmy ponowne osiągnięcie poziomu powyżej 30% nastąpi najwcześniej w 2022 r..
- W czerwcu Develia poinformowała, że wraz ze spółką zależną (LC CORP Invest XV) nabyła na warszawskiej Białoleśce dwie nieruchomości o łącznej powierzchni 13,4 ha, z czego Develia kupiła 11,3 ha działkę za 46,8 mln zł a LC CORP Invest XV nabyła nieruchomości 2,1 ha za cenę 9,6 mln zł. W ramach tej inwestycji deweloper planuje wybudować ok 1 400 mieszkań, których sprzedaż ma ruszyć w czwartym kwartale 2022 r.. Ponadto, w maju deweloper nabył za 5 mln zł działkę o powierzchni 1,1 ha we Wrocławiu z myślą o budowie ok. 37 domów jednorodzinnych. Spółka planuje wprowadzić tę inwestycję do oferty sprzedażowej w trzecim kwartale 2022 r..
- Develia postanowiła podzielić się zyskiem z akcjonariuszami i w lipcu wypłaciła dywidendę w wysokości 76 mln zł. Przypomnijmy, polityka dywidendowa spółki zakłada wypłatę dywidendy w przedziale 25% - 75% skorygowanego skonsolidowanego zysku netto.

w mln zł	2018	2019	2020	1Q 2020	1Q 2021
Przychody	796,7	819,3	517,1	180,1	176,5
Przychody	649,0	678,3	430,1	156,5	154,6
Zysk brutto ze sprzedaży	201,2	225,3	134,8	58,8	40,5
Marża brutto ze sprz.	31,0%	33,2%	31,3%	37,6%	26,2%
Zysk netto	160,4	117,4	-134,5	65,4	34,6
Marża netto	20,1%	14,3%	-26,0%	36,3%	19,6%
Kapitał własny	1 497,8	1 492,1	1 317,8	1 566,8	1 352,5
Zadłużenie finansowe	1 214,5	1 075,3	837,1	850,1	847,5
Zadłużenie finansowe	485,5	462,7	385,7	399,0	387,7
Kredyty i inne	33,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligacje	452,3	462,7	385,7	399,0	387,7
% obligacji w zadłużeniu	93,2%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	259,9	242,7	182,1	249,2	213,3
Dług netto	225,7	220,0	203,6	149,8	174,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	53,5%	53,2%	48,6%	53,1%
Dług netto/KW	50,0%	49,2%	34,9%	23,3%	36,0%

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)



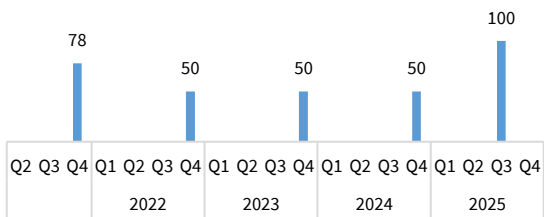
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DOM DEVELOPMENT

- W 2Q 2021 Dom Development zakontraktował 1 032 lokale wobec 1 184 kwartał wcześniej (-4,8% q/q) i 816 rok wcześniej (+26,5% r/r). Narastająco od początku roku daje to 2 116 lokali wobec 1 631 rok wcześniej (+29,7% r/r). Przypomnijmy, cel sprzedażowy dewelopera na obecny rok to poziom minimum równy temu z 2020 r., tj. ok. 3 750 lokali. Po pierwszym półroczu widać, że emitent jest na najlepszej drodze do realizacji tego celu.
- Liczba przekazanych lokali w 2Q 2021 r. wyniosła 556 szt. wobec 692 rok wcześniej (-19,7% r/r). Narastająco od początku roku 1 922 vs 1 241 rok wcześniej (+54,9% r/r). Plany na cały rok wynosiły 3 300-3 400 lokali, a więc zgodnie z harmonogramem, należy spodziewać się względnie niskiej liczby przekazania w 3Q 2021 i nieco większej w ostatnim kwartale roku.
- Stan oferty na koniec 1Q 2021 r. wyniósł 2 375 jednostek wobec 2 482 kwartał wcześniej (-4,3% q/q) i 1 890 rok wcześniej (+25,7% r/r). W realizacji Grupa miała 5 579 lokali wobec 5 298 na koniec 2020 r. (+5,3% q/q) i wobec 4 884 rok wcześniej (+14,2% r/r)
- Omawiane powyżej dane nie uwzględniają krakowskiego Sento S.A., który w pierwszym półroczu 2021 r. znalazł nabywców na 127 lokale.
- O finalizacji przejęcia wspomnianej spółki emitent poinformował 1 lipca. Za pakiet 77% akcji deweloper zapłacił 33,4 mln zł, gwarantując sobie jednocześnie prawo pierwokupu pozostałych 23% akcji. Po upływie 7 lat od dnia transakcji staną się aktywne opcje call i put pozostałych akcji. Cena niewykupionych akcji zostanie ustalona w oparciu o klauzulę earn-out.
- W maju WZA dewelopera podjęło uchwałę o wypłacie dywidendy z zysku za 2020 r. Na konta akcjonariuszy trafiło 254 mln zł, którą deweloper wypłacił 28 czerwca br.
- Również w maju Dom Development wyemitował nowe 5-letnie obligacje o wartości nominalnej 110 mln zł. Jednocześnie dokonał przedterminowego wykupu części obligacji zapadających w listopadzie br. na kwotę 32,1 mln zł. Pozostałą kwotę deweloper wykupi zgodnie z pierwotnym terminem. Nowa seria obligacji oprocentowana jest wg. stawki WIBOR 6M + 130 pb., 20 pb. mniejszej niż ostatnie obligacje wyemitowane przed wybuchem pandemii.

w mln zł	2018	2019	2020	1Q 2020	1Q 2021
Przychody	1 653,9	1 661,7	1 815,0	314,1	807,9
Zysk brutto ze sprzedaży	455,1	500,1	578,8	92,7	262,9
Marża brutto ze sprz.	27,5%	30,1%	31,9%	29,5%	32,5%
Zysk netto	227,0	256,0	302,2	38,5	174,5
Marża netto	13,7%	15,4%	16,7%	12,3%	21,6%
Kapitał własny	1 046,5	1 084,2	1 157,5	1 128,0	1 341,5
Zadłużenie finansowe	396,2	446,3	371,4	698,1	372,7
Kredyty i inne	85,0	85,0	10,0	333,4	10,0
Obligacje	311,2	361,3	361,4	364,6	362,7
% obligacji w zadłużeniu	78,5%	81,0%	97,3%	52,2%	97,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	282,5	253,3	585,7	582,2	601,5
Dług netto	113,7	193,0	-214,3	115,8	-228,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,8%	63,4%	64,4%	67,2%	57,4%
Dług netto/KW	10,9%	17,8%	-18,5%	10,3%	-17,0%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

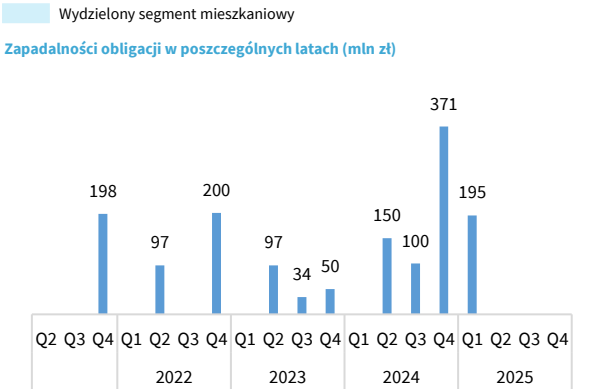


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ECHO INVESTMENT

- W 2Q 2021 r. Grupa Echo (wliczając Archicom) sprzedała 852 lokale w stosunku do 893 kwartał wcześniej i 438 w 2Q 2020 r.. W całym półroczu deweloper znalazł nabywców na 1 745 lokali w porównaniu do 1 160 rok wcześniej (+50,4% r/r). Udział kontraktacji Archicomu w minionym półroczu wynosił blisko 50%.
- Grupa Archicom-Echo przekazała klientom 408 lokali w 2Q 2021 r. wobec 268 kwartał wcześniej i 403 rok wcześniej. Narastająco od początku roku liczba przekazanych wynosi 676 wobec 910 rok wcześniej (-25,7% r/r).
- Grupa celuje w kontraktację na poziomie powyżej 3 200 lokali w 2021 r.. Biorąc pod uwagę dobrą kontraktację w Archicomie, oceniamy ten cel jako niewymagający.
- Marża brutto w 1Q 2021 r. segmencie mieszkaniowym wyniosła 19,4% wobec 20,4% rok wcześniej (-1,0 p.p. r/r). Zysk netto Grupy wyniósł 24,5 mln zł wobec 40,6 rok wcześniej.
- Dług netto na koniec 1Q 2021 r. spadł do poziomu 2 186,7 mln zł, tj. o 429,4 mln zł q/q. Grupa zaraportowała także wysoki poziom środków pieniężnych w wysokości 688,4 mln zł, tj. o więcej 361,3 mln zł q/q. Poprawę w kwestii salda zadłużenia należy wiązać w przeważającym stopniu ze sprzedażą budynku biurowego Biura przy Willi. Wartość transakcji wyniosła 86,7 mln euro.
- Spadek zadłużenia finansowego netto oraz systematycznie generowany zysk poskutkowały poprawą wskaźnika dług netto/kapitał własny, który wyniósł 127,9% wobec 155,3% kwartał wcześniej i 118,1% rok wcześniej. Grupa Echo komunikowała, że od 2Q 2021 r. będzie w pełni konsolidować nabyte udziały w Archicomie, co w sytuacji bardzo niskiego poziomu zalewarowania przejętego podmiotu oznacza poprawę wskaźnika o kilka punktów procentowych.
- W dalszym ciągu jednak, głównym driverem delewarowania będą transakcje zbycia projektów biurowych. Echo wg. stanu na koniec 1Q 2021 r. klasyfikowało 5 inwestycji w aktywach przeznaczonych do sprzedaży. Wartość bilansowa wspomnianych obiektów wynosiła 1 471 mln zł. Warto zwrócić uwagę, że w 1Q 2021 r. nastąpiła poprawa komercjalizacji projektów biurowych, co niewątpliwie przybliży emitenta do transakcji ich zbycia.

w mln zł	2018	2019	2020	1Q 2020	1Q 2021
Przychody	713,0	880,1	1 212,9	158,0	155,4
Zysk brutto ze sprzedaży	134,9	203,0	243,8	26,6	66,5
Marża brutto ze sprz.	18,9%	23,1%	20,1%	16,8%	42,8%
Przychody	393,5	554,2	728,6	74,3	71,5
Zysk brutto ze sprzedaży	109,4	152,4	164,4	15,2	13,9
Marża brutto ze sprz.	27,8%	27,5%	22,6%	20,4%	19,4%
Aktywa	1 059,0	1 065,5	1 179,9	1 049,7	1 186,7
Kapitał własny	975,3	630,4	645,1	562,9	625,0
Aktywa	3 891,9	4 810,4	5 630,8	5 086,7	5 780,7
Kapitał własny	1 495,5	1 562,2	1 684,6	1 603,1	1 709,1
Zadłużenie finansowe	1 429,5	2 254,6	2 943,2	2 346,6	2 875,1
Kredyty i inne	270,9	1 105,1	1 518,9	1 267,8	1 467,2
Obligacje	1 158,7	1 149,5	1 424,3	1 078,8	1 408,0
% obligacji w zadłużeniu	81,1%	51,0%	48,4%	46,0%	49,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	439,5	492,3	327,1	453,2	688,4
Dług netto	990,0	1 762,3	2 616,1	1 893,4	2 186,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	61,6%	67,5%	70,1%	68,5%	70,4%
Dług netto/KW	66,2%	112,8%	155,3%	118,1%	127,9%

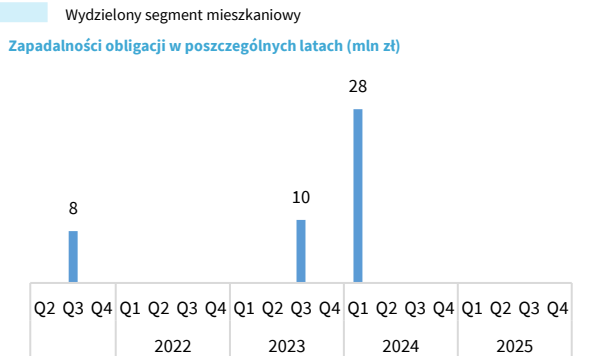


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

i2 DEVELOPMENT

- Przypominamy, deweloper nie publikuje danych sprzedażowych raportami bieżącymi, stąd najaktualniejszymi danymi jakimi dysponujemy są te za pierwszy kwartał bieżącego roku. W 1Q 2021 r. deweloper sprzedał 88 lokali wobec 76 kwartał wcześniej i 96 rok wcześniej.
- W wynikach za 1Q 2021 r. i2 Development rozpoznało 37 lokale wobec 64 w 4Q 2020 r. oraz 164 rok wcześniej.
- Oferta dewelopera na koniec 1Q 2021 r. wynosiła 262 lokale wobec 170 kwartał wcześniej. Emitent wprowadził do oferty II etap inwestycji Ogrody Grabiszynskie opiewające na 180 lokali.
- Niska liczba przekazanych skutkowałą skromnymi 20,8 mln zł przychodów wobec 60,6 rok wcześniej. Taki poziom przychodów nie pozwolił deweloperowi na osiągnięcie dodatniej marży brutto ze sprzedaży na poziomie Grupy, która zamknęła się na poziomie -3,8%. Emitent odnotował dodatni wynik finansowy na niższych liniach rachunku wyników ze względu na wysoki poziom pozostałych przychodów operacyjnych. Łącznie wspomniana pozycja podniosła wynik o 5,4 mln zł, co finalnie pozwoliło emitentowi na niewielki, bo 0,2 mln zł zysk netto.
- Warto zwrócić uwagę, że marża brutto ze sprzedaży w samym segmencie deweloperskim także była ujemna i wyniosła -4,8%. Zastanawiające jest dla nas jaką marżę będą miały projekty, które w nieodległej przyszłości deweloper będzie rozpoznawał w wynikach. Mamy na myśli projekty takie jak: Dom z Herbem, Przy Przystani, Przy Bulwarze, Willa Staromiejska. Wszystkie z wymienionych były projektami o długim terminie realizacji, z dosyć wysokim poziomem kontraktacji na wczesnych etapach ponoszenia nakładów, czyli w czasie, gdy emitent zmagał się z ryzykiem złamania kowenantów. Łącznie wspomniane inwestycje to 254 lokali. Obawiamy się, że długi okres realizacji może przełożyć się na niezadowalający poziom marż na wspomnianych projektach, wynikłych z rosnących kosztów realizacji.
- Dług netto po kilku kwartałach spadku zaczął rosnąć. Wg. stanu na koniec 1Q 2021 r. sięgnął 49,3% kapitałów własnych wobec 44,2% kwartał wcześniej i 67,4% rok wcześniej.
- Na początku lipca emitent przedterminowo wykupił 26 mln zł obligacji serii H, pierwotnie zapadających 26 września 2021 r..

w mln zł	2018	2019	2020	1Q 2020	1Q 2021
Przychody	95,5	139,8	214,8	60,6	20,8
Przychody	75,8	120,0	186,5	55,7	16,1
EBIT	-5,7	40,9	18,4	11,4	1,3
Marża EBIT	-7,6%	34,1%	9,8%	20,5%	8,1%
Zysk netto	29,0	-4,2	10,7	24,4	0,2
Marża netto	30,3%	-3,0%	5,0%	40,4%	0,8%
Kapitał własny	248,6	241,5	252,9	249,0	253,0
Zadłużenie finansowe	217,9	196,7	123,2	189,4	138,6
Kredyty i inne	92,9	96,8	70,3	102,5	76,1
Obligacje	125,0	99,9	52,9	86,9	62,5
% obligacji w zadłużeniu	57,4%	50,8%	43,0%	45,9%	45,1%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	15,7	3,1	11,4	21,5	13,9
Dług netto	202,2	193,6	111,8	167,8	124,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,7%	56,7%	44,7%	55,1%	46,2%
Dług netto/KW	81,4%	80,2%	44,2%	67,4%	49,3%



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

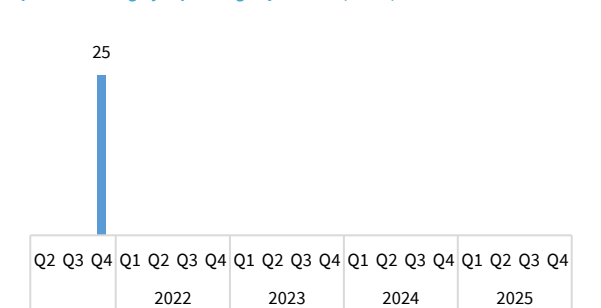
INPRO

- W 2Q 2021 r. Inpro znalazło nabywców na 191 lokali w porównaniu z 219 w 1Q 2021 (-12,8% q/q) i 91 przed rokiem. W 1H 2021 kontraktacja wynosi 410 lokali wobec 281 rok wcześniej (+45,9% r/r).
- Przekazania dewelopera kształtują się następująco: 121 lokali w 2Q 2021 r. wobec 100 w 1Q 2021 r. i 106 w 2Q 2020 r.. W 1H 2021 r. emitent przekazał nabywcom 221 lokali wobec 273 rok wcześniej (-19,0% r/r). Liczba przekazanych jest niższa r/r z uwagi na przesunięcie terminu oddania do użytkowania inwestycji Azymut w okresie porównywalnym.
- Zdecydowana większość przekazanych dewelopera tradycyjnie będzie miała miejsce w 2H 2021 r. łącznie w całym roku liczba ta może wynieść ok. 700 jednostek.
- W ciągu pierwszego kwartału Grupa Inpro wprowadziła do sprzedaży 355 lokali w czterech inwestycjach: Brawo 2, Optima etap V, Koncept etap I, Leszczynowy Park. Do końca 2021 r. deweloper zamierza wprowadzić do sprzedaży jeszcze 546 jednostek co oznacza, że łączna liczba wprowadzeń w 2021 roku wyniesie 901 lokali.
- Niejednokrotnie zwracaliśmy uwagę, że emitent utrzymuje dobrą kondycję finansową. Nie inaczej było także w 1Q 2021 r., dług netto stanowił zaledwie 3,6% kapitałów własnych wobec 4,5% kwartał wcześniej oraz wobec 15,8% rok wcześniej. Poprawie wskaźników sprzyjały rekordowe wyniki ubiegłego roku. Nic więc dziwnego, że tegoroczna dystrybucja zysków do akcjonariuszy będzie także rekordowa.
- Pod koniec czerwca WZA dewelopera podjęło uchwałę o wypłacie dywidendy w kwocie 20,0 mln zł, tj. 0,5 zł/akcję. Termin wypłaty ustalono na 9 sierpnia.
- Ponadto, kolejna uchwała przewiduje przeznaczenie 11,0 mln zł na przeprowadzenie skupu akcji własnych. Dopuszczona uchwałą cena zawiera się w przedziale 5,5-7,5 zł/akcję. Warto zauważyć, że obecnie kurs oscyluje w przedziale 8,5-9,0 zł/akcję.
- Biorąc pod uwagę, że jeszcze w grudniu ubiegłego roku akcje dewelopera były notowane poniżej 5 zł, tegoroczną dystrybucję zysku do akcjonariuszy oceniamy jak złą.

w mln zł	2018	2019	2020	1Q 2020	1Q 2021
Przychody	259,0	270,5	382,6	77,8	50,6
Przychody	220,1	225,6	361,5	73,5	44,7
Zysk brutto ze sprzedaży	66,3	70,4	103,3	15,0	15,2
Marża brutto	30,1%	31,2%	28,6%	20,5%	34,1%
Zysk netto	35,3	36,1	63,8	7,5	6,7
Marża netto	16,0%	16,0%	17,7%	10,1%	15,0%
Zysk netto	40,9	43,5	67,8	9,0	7,8
Marża netto	15,8%	16,1%	17,7%	11,6%	15,4%
Kapitał własny	295,7	308,7	365,7	317,8	372,2
Zadłużenie finansowe	85,8	82,7	107,2	86,7	119,2
Kredyty i inne	60,9	57,7	82,3	61,5	85,4
Obligacje	24,8	25,0	24,8	25,2	33,8
% obligacji w zadłużeniu	28,9%	30,2%	23,2%	29,1%	28,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29,4	19,9	90,6	36,6	106,0
Dług netto	56,4	62,8	16,6	50,1	13,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	45,6%	48,4%	43,4%	46,5%	44,2%
Dług netto/KW	19,1%	20,3%	4,5%	15,8%	3,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

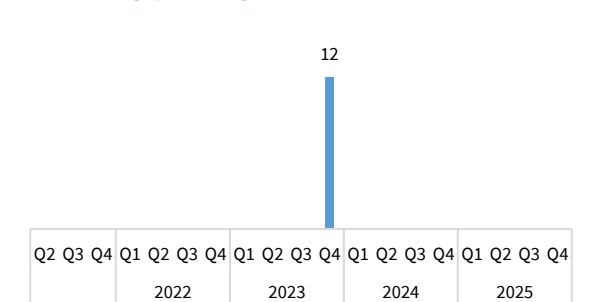
JHM DEVELOPMENT

- Drugi kwartał bieżącego roku deweloper kończy z kontraktacją na poziomie 178 lokali wobec 121 w 1Q 2021 r. i 40 rok wcześniej. W 1H 2021 r. liczba sprzedanych lokali to 299 jednostek wobec 121 rok wcześniej. Blisko 180 zakontraktowanych lokali w kwartale jest kolejnym rekordem emitenta.
- W 2Q 2021 r. deweloper przekazał klucze do 86 lokali wobec 111 kwartał wcześniej i 41 rok wcześniej. W całym półroczu liczba przekazanych sięga 197 jednostek wobec 121 rok wcześniej.
- Przychody zaraportowane w segmencie mieszkaniowym w 1Q 2021 r. zamknęły się kwotą 30,9 mln zł wobec 23,6 mln zł rok wcześniej (+30,9% r/r). Marża brutto segmentu wyniosła 25,3%, a więc utrzymała się na porównywalnym poziomie względem 4Q 2020 r. (25,5%) i poprawiła r/r o 3,7 p.p. (21,6%).
- Zysk netto emitenta w 1Q 2021 r. wyniósł 3,8 mln zł wobec 2,8 mln zł rok wcześniej (+38,4% r/r). Zauważalny negatywny wpływ na wyniki w poprzednich kwartałach miały gorsze rezultaty działalności związanej z najmem. Na skutek pandemii segment odnotował gorsze wyniki. W 1Q 2021 r. sytuacja segmentu wygląda na ustabilizowaną.
- Znaczącym dla dewelopera wydarzeniem było przeniesienie na bilans emitenta nieruchomości w Ostródzie, która była wykorzystywana jako centrum wystawiennicze. Nieruchomość pierwotnie należała do giełdowego Mirbudu, a więc akcjonariusza dominującego emitenta. Wspomniana operacja przyczyniła się do podniesienia kapitałów własnych dewelopera, które wg. stanu na koniec 1Q 2021 r. sięgnęły kwoty 543,3 mln zł wobec 369,8 mln zł rok wcześniej.
- Wspomniana operacja miała wpływ na poziom zalewarowania emitenta. Wskaźnik długu netto do kapitału własnego uległ obniżeniu do 12,7% w 1Q 2021 r. wobec 15,6% kwartał wcześniej i 17,1% kwartał wcześniej, a więc pozostaje niewysoki.
- Dług netto wyniósł 68,9 mln zł wobec 71,8 mln zł na koniec 4Q 2020 r. i wobec 63,2 mln zł rok wcześniej.
- Jedyna aktywna seria obligacji emitenta w wysokości 12,1 mln zł ma odległy, bo ponad 2-letni termin zapadalności. Biorąc pod uwagę znaczący progres w działalności deweloperskiej nie dostrzegamy ryzyka dla tej serii.

w mln zł	2018	2019	2020	1Q 2020	1Q 2021
Przychody	143,2	139,4	147,5	33,6	38,9
Przychody	97,8	92,7	114,6	23,6	30,9
Zysk brutto ze sprzedaży	18,8	18,6	27,7	5,1	7,8
Marża brutto	19,2%	20,1%	24,2%	21,6%	25,3%
Zysk netto	10,1	8,7	14,3	2,2	4,0
Marża netto	10,4%	9,4%	12,5%	9,2%	13,1%
Zysk netto	17,4	17,9	15,8	2,8	3,8
Marża netto	12,2%	12,9%	10,7%	8,3%	9,9%
Kapitał własny	349,2	367,1	459,4	369,8	543,3
Zadłużenie finansowe	65,8	65,0	79,7	67,6	78,0
Kredyty i inne	55,2	57,9	66,1	61,9	65,9
Obligacje	10,6	7,0	13,5	5,7	12,1
% obligacji w zadłużeniu	16,1%	10,8%	17,0%	8,4%	15,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	7,7	5,3	7,8	4,5	9,2
Dług netto	58,2	59,7	71,8	63,2	68,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	26,4%	28,1%	40,4%	29,5%	35,0%
Dług netto/KW	16,7%	16,3%	15,6%	17,1%	12,7%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta



J.W. CONSTRUCTION

- W 2Q 2021r. deweloper sprzedał 189 lokali w porównaniu z 232 jednostkami w 1Q 2021 r. i 130 lokalami 2Q 2020 r. W całym półroczu sprzedaż wynosi 421 jednostek w porównaniu do 340 rok wcześniej (+23,8% r/r).
- Liczba przekazanych lokali w 2Q 2021 r. wyniosła 100 jednostek wobec 230 kwartał wcześniej i 22 rok wcześniej. Narastająco od początku roku liczba przekazanych lokali wynosi 330 wobec 51 rok wcześniej.
- W 1Q 2021 r. JWC miał w realizacji 2 840 lokali, z czego wysoki stopień zaawansowania realizacji miały 4 inwestycje na 704 lokale, w tym Hanza Tower w Szczecinie. Poprzedni rok był słaby wynikowo z powodu niskiej liczby przekazań, jak i problemów segmentu hotelowego.
- Zastanawiająco niski wg. prezentacji za 1Q 2021 r. jest stan zaawansowania robót na inwestycji Bliska Wola Tower (tzw. „warszawski Hong-Kong”). Wspomniana inwestycja opiewa na 1 477 lokali, a wg. powszechnie dostępnych informacji jej realizacja ma się zakończyć jeszcze w 2021 r.. Obecny rok, mimo dosyć wysokiego potencjału przekazań w segmencie deweloperskim również może nie być zadowalający z uwagi na to, że w przypadku rozpoznania Bliskiej Woli Tower w wynikach roku przyszłego potencjał przekazań ograniczyć się w większości do Szczecina, w którym ceny są wyraźnie niższe niż w Warszawie czy Trójmieście.
- Przychody w segmencie deweloperskim wyniosły 94,1 mln zł w porównaniu z 23,7 mln zł rok wcześniej, na skutek dosyć wysokiej liczby przekazań. Wspomniane przychody są wyższe r/r, lecz z uwagi na zauważalnie słabszą marżę (16,9% wobec 26,8% rok wcześniej) wyniki nie poprawiły się znacząco. W skali całej Grupy JWC rozpoznał zaledwie 0,4 mln zł zysku netto.
- Kluczowym wydarzeniem u dewelopera, z punktu widzenia interesariuszy rynku kapitałowego, było ogłoszenie w drugiej połowie maja przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych, które zostało zrealizowane 1 czerwca. Na początku lipca emitent złożył wniosek o wycofanie akcji spółki z obrotu. Tym samym, JWC po 14 latach przygody żegna się z rynkiem kapitałowym.
- Jak pisaliśmy w poprzednich edycjach raportu, nie należy się spodziewać aktywności dewelopera na rynku obligacji korporacyjnych, zdjęcie spółki z giełdy jest kolejnym argumentem upewniającym nas w wyrażonej opinii. Z powyższych względów w niniejszej edycji ostatni raz opisujemy JWC.

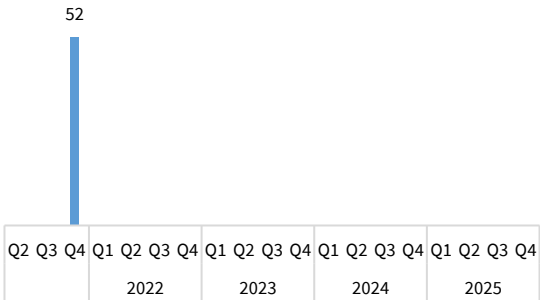
LOKUM DEWELOPER

- W 2Q 2021 r. emitent odnotował sprzedaż w wysokości 240 lokali wobec 41 w analogicznym okresie ubiegłego roku. W całym półroczu osiągnęła poziom 379 jednostek wobec 88 przed rokiem. Podczas ostatniej konferencji wynikowej zarząd podtrzymał tegoroczny cel sprzedaży wynoszący ok. 1 000 lokali. Wynik za 2Q 2021 jest już na poziomach notowanych w latach 2017-2018, kiedy deweloper notował średnio ok. 250 umów kwartalnie. Natomiast sama realizacja celu sprzedażowego może być zależna od wprowadzeń nowych inwestycji.
- Liczba przekazanych klientom lokali w 2Q 2021 r. wyniosła 285 szt. wobec 14 rok wcześniej. W całym półroczu liczba przekazanych lokali sięga 305 jednostek w porównaniu do 267 rok wcześniej. Liczba przekazanych w danym kwartale lokali jest determinowana głównie przez harmonogram prowadzonych inwestycji. Zgodnie z informacjami z ostatniej konferencji wynikowej, celem przekazań jest w całym roku jest liczba 700 lokali.
- Oferta Grupy na koniec 2Q 2021 r. wyniosła 801 lokali wobec 959 kwartał wcześniej (-16,5% q/q) oraz wobec 1 030 rok wcześniej (-22,2% r/r). Emitent komunikował, że w bieżącym roku rozpocznie realizację co najmniej 1 000 lokali.
- Obecnie trwają prace planistyczne na gruntach zlokalizowanych we Wrocławiu przy ul. Góralskiej (2 700 lokali w przygotowaniu) oraz przy ul. Poprzecznej (3 000 lokali w przygotowaniu). Obie nieruchomości będą w kolejnych latach stanowić flagowe inwestycje dewelopera, które przez długi czas będą silnie wspierać wyniki sprzedażowe Grupy.
- Na początku lipca Grupa zawarła umowę przyrzeczoną nabycia działki we Wrocławiu przy ul. Herbsta za 25 mln zł netto. Powyższe oznacza, że wpływ transakcji na sprawozdanie finansowe będzie widoczny dopiero w raporcie za 3Q 2021.
- Dobra kontraktacja, lepsza sytuacja pod kątem przygotowania realizacji kolejnych inwestycji skłoniła dewelopera do wypłaty dywidendy. Pod koniec czerwca ZWZA emitenta uchwaliła wypłatę 9,0 mln zł dywidendy, tj. 0,5 zł/akcję. Termin wypłaty 15 grudnia 2021 roku.

w mln zł	2018	2019	2020	1Q 2020	1Q 2021
Przychody	404,1	605,3	182,2	45,6	103,8
Przychody	319,5	500,2	125,4	23,7	94,1
Zysk brutto ze sprzedaży	71,1	129,1	28,9	6,4	15,9
Marża brutto ze sprzedaży	22,2%	25,8%	23,0%	26,8%	16,9%
Zysk ze sprzed. (dew.)	30,0	85,4	10,5	-3,5	5,3
Marża zysku ze sprz.	9,4%	17,1%	8,4%	-14,7%	5,6%
Zysk netto	27,8	60,5	-2,9	-5,5	2,9
Marża netto	8,7%	12,1%	-2,3%	-23,4%	3,1%
Zysk netto	16,5	63,4	-12,1	-4,6	0,4
Marża netto	4,1%	10,5%	-6,7%	-10,0%	0,4%
Kapitał własny	693,7	727,9	717,3	725,0	717,6
Zadłużenie finansowe	351,8	380,8	398,1	398,4	295,1
Kredyty i inne	147,0	248,0	301,5	264,8	241,3
Obligacje	204,7	132,8	96,6	133,6	53,8
% obligacji w zadłużeniu	58,2%	34,9%	24,3%	33,5%	18,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	122,5	108,5	210,4	100,1	145,3
Dług netto	229,3	272,3	187,7	298,3	149,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	61,4%	56,4%	63,4%	57,9%	61,8%
Dług netto/KW	33,1%	37,4%	26,2%	41,1%	20,9%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

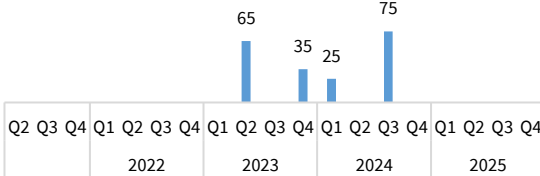


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2018	2019	2020	1Q 2020	1Q 2021
Przychody	322,4	285,9	191,0	97,7	13,0
Zysk brutto ze sprz.	115,2	99,0	54,0	34,4	3,3
Marża brutto ze sprz.	35,7%	34,6%	28,3%	35,1%	25,5%
Zysk ze sprz.	96,6	81,1	35,6	29,6	-2,1
Marża zysku ze sprz.	29,9%	28,4%	18,6%	30,3%	-16,4%
Zysk netto	73,0	62,2	20,3	23,2	-4,1
Marża netto	22,6%	21,8%	10,7%	23,7%	-31,8%
Kapitał własny	349,6	367,3	378,2	390,5	374,1
Zadłużenie finansowe	175,3	189,2	285,3	190,7	266,5
Kredyty i inne	0,5	24,8	86,2	24,5	66,0
Obligacje	174,7	164,4	199,1	166,2	200,5
% obligacji w zadłużeniu	99,7%	86,9%	69,8%	87,1%	75,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	140,5	121,3	84,4	98,8	69,6
Dług netto	34,8	67,9	200,9	91,9	196,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	51,9%	46,6%	49,0%	39,7%	52,8%
Dług netto/KW	9,9%	18,5%	53,1%	23,5%	52,6%

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

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

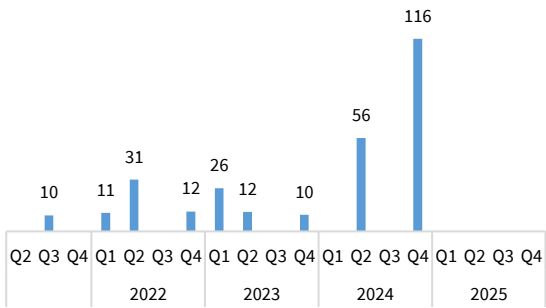
MARVIPOL DEVELOPMENT

- Drugi kwartał roku pod kontem sprzedaży lokali w dalszym ciągu nie był dla dewelopera udany, co wynika z niskiej poziomu oferty. Deweloper zakontraktował 73 lokale wobec 83 w 1Q 2021 r. i 112 rok wcześniej. W całym półroczu sprzedaż emitenta wyniosła 156 jednostek wobec 224 rok wcześniej.
- Liczba przekazanych lokali w 2Q 2021 r. zamknęła się 23 jednostkami wobec 65 w 1Q 2021 r. i 19 przed rokiem.
- Półki dewelopera są niemal puste, co jest wynikiem transakcji sprzedaży ponad 650 lokali w ramach transakcji z inwestorem instytucjonalnym. W ciągu drugiego kwartału nie zaobserwowaliśmy wprowadzeń nowych inwestycji, co oznacza, że oferta Marvipolu na koniec 2Q 2021 r. mogła spaść poniżej 300 jednostek wobec 351 na koniec 1Q 2021 r. i 717 rok wcześniej.
- Co jest jednak zaletą to znaczna część lokali będąca obecnie w ofercie jest lokalami z wyższego segmentu. Widać to po kontraktacji lokali w ujęciu wartościowym, gdyż ta ostatnia wyniosła w 1H 2021 r. 147,5 mln zł wobec 138,7 mln zł rok wcześniej (+6,3% r/r). Dla porównania, sprzedaż w ujęciu ilościowym jest niższa o 30,4% r/r w analogicznych okresach.
- Marvipol podtrzymał swoje plany dotyczące wprowadzeń nowych inwestycji. Do oferty, w całym roku ma trafić ok. 1 200 lokali, z czego zdecydowana większość w 2H 2021 r. Z tego względu, pod kątem wolumenu kontraktacji znaczniejszych wolumenów należy spodziewać się od 4Q 2021 r. Będziemy z zainteresowaniem śledzić postępy emitenta w zakresie nowych inwestycji.
- Dobrze rozwija się za to część magazynowa dewelopera. W maju emitent poinformował o zawarciu przedwstępnej umowy sprzedaży projektu magazynowego w okolicach Wrocławia (23 tys. GLA). Cenę ustalono na 18,3 mln euro netto. Marvipol posiada 68% udziałów w spółce celowej. W czerwcu deweloper rozpoczął projekt magazynowy w okolicach Katowic (39 tys. GLA), w lipcu w okolicach Poznania. Sądząc po zaangażowaniu finansowym Marvipolu jest to prawdopodobnie większy projekt niż w Katowicach.
- Ogółem, zaangażowanie finansowe dewelopera w segment magazynowy wynosiło ok. 130,3 mln zł wg. stanu na 26 maja 2021 r. i zgodnie ze słowami zarządu powinno zbliżyć się/przekroczyć w ciągu roku poziom 200 mln zł.
- Dobra sytuacja finansowa emitenta, komfortowa struktura zapadalności finansowania obligacyjnego pozwoliła na wypłatę akcjonariuszom solidnej dywidendy. WZA emitenta podjęła uchwałę o wypłacie 39,6 mln zł, tj. 0,95 zł/akcję. Pieniądze trafiły na konta akcjonariuszy 18 czerwca 2021 r.

w mln zł¹	2018	2019	2020	1Q 2020	1Q 2021
Przychody	266,1	290,8	431,4	40,1	50,7
Zysk brutto ze sprzedaży	62,1	67,0	105,8	12,1	12,7
Marża brutto ze sprz.	23,3%	23,0%	24,5%	30,2%	25,0%
Zysk netto	27,3	24,2	52,0	4,5	4,9
Marża netto	10,3%	8,3%	12,1%	11,3%	9,6%
Kapitał własny	178,8	233,0	339,3	329,0	331,9
Zadłużenie finansowe	341,5	380,3	347,4	393,4	270,1
Kredyty i inne	57,3	168,7	125,5	143,7	58,4
Obligacje	284,2	211,6	221,9	249,7	211,7
% obligacji w zadłużeniu	83,2%	55,6%	63,9%	63,5%	78,4%
Gotówka	105,3	97,7	121,5	256,9	168,7
Dług netto	236,2	282,6	225,9	136,4	101,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	75,7%	76,1%	64,1%	71,5%	67,4%
Dług netto/KW	132,1%	121,3%	66,6%	41,5%	30,6%

¹ Wydzielony segment deweloperski

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



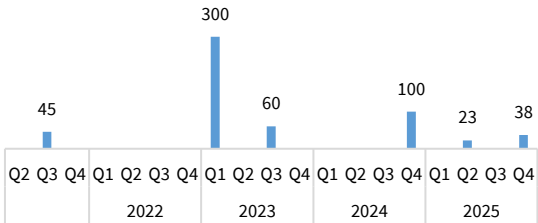
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ROBYG

- Robyg poinformował, że w 1H 2021 r. zakontraktował ok. 2 300 lokali co oznacza, że podpisał we wspomnianym półroczu więcej umów rezerwacyjnych niż w całym 2020 r.. W samym 2Q 2021 r. liczba rezerwacji wyniosła ok. 1 190 lokali wobec 1 110 w 1Q 2021 r. i 162 rok wcześniej. Liczba podpisanych umów deweloperskich w 1H 2021 r. wyniosła ok. 2 100.
- Dla przypomnienia, przedstawiciele dewelopera przy okazji wyników rocznych wspominali, że celem sprzedażowym w 2021 r. jest 3 000 – 3 500 umów deweloperskich. Dotychczasowy poziom realizacji jednoznacznie sugeruje, że ostateczne liczby przekroczą poziom 3 500 lokali.
- Wg. informacji prasowej, Grupa Robyg posiadała na koniec 2Q 2021 r. ofertę liczącą ok. 1 500 lokali, a więc o ok. 1 000 mniej wobec 1Q 2021 r.. Widać też wyraźnie, że jedyne co może przeszkodzić w realizacji celu sprzedażowego to problem z uzupełnianiem oferty.
- W 2Q 2021 r. liczba przekazanych klientom lokali wyniosła 540 wobec 560 kwartał wcześniej i 273 rok wcześniej.
- W ostatnich latach Robyg intensywnie inwestował w bank ziemi, który wg. stanu na koniec 1Q 2021 r. opiewał na ok. 21,9 tys. lokali. W samym 1Q 2021 r. deweloper podpisał umowy na 341 mln zł. To jednak nie koniec zakupów – plany na cały 2021 r. obejmują transakcje przekraczające kwotę 600 mln zł.
- Mimo szeroko zakrojonych inwestycji, emitent wykazuje malejące wskaźniki zadłużenia, czemu niewątpliwie sprzyja zostawienie zysku w spółce, zarówno za 2019 rok jak i 2020 r. Dług netto do kapitałów własnych na koniec 1Q 2021 r. wyniósł 16,7% wobec 40,4% kwartał wcześniej i 59,2% rok wcześniej. Poprawie wskaźnika sprzyja zakwalifikowanie bezterminowej pożyczki od akcjonariusza (100 mln zł) w kapitałach własnych.
- Deweloper nie zapomina też o obligacjach. W czerwcu wyemitował 150 mln zł obligacji serii PD, tenor 5 lat, z okresową amortyzacją, marża WIBOR 6M + 240 pb. Nie będziemy zaskoczeni, gdy emitent wyjdzie znów z emisją w ciągu kilku kolejnych kwartałów.

w mln zł	2018	2019	2020	1Q 2020	1Q 2021
Przychody	1 034,5	1 115,2	1 105,3	177,9	245,0
Zysk brutto ze sprz.	266,8	275,4	305,0	43,6	73,8
Marża brutto ze sprz.	25,8%	24,7%	27,6%	24,5%	30,1%
EBIT	224,0	239,4	269,2	27,5	54,5
Marża EBIT	21,7%	21,5%	24,4%	15,5%	22,2%
Zysk netto	181,5	202,1	213,5	21,3	42,7
Marża netto	17,5%	18,1%	19,3%	12,0%	17,4%
Kapitał własny	705,0	777,2	970,9	792,5	1 119,7
Zadłużenie finansowe	721,9	706,0	570,5	870,5	510,8
Kredyty i inne	313,1	197,1	65,4	365,2	5,5
Obligacje	408,8	508,9	505,0	505,3	505,3
% obligacji w zadłużeniu	56,6%	72,1%	88,5%	58,0%	98,9%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	285,8	374,0	178,1	401,2	324,2
Dług netto	436,1	331,9	392,3	469,3	186,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	69,5%	67,7%	62,3%	70,6%	58,1%
Dług netto/KW	61,9%	42,7%	40,4%	59,2%	16,7%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta



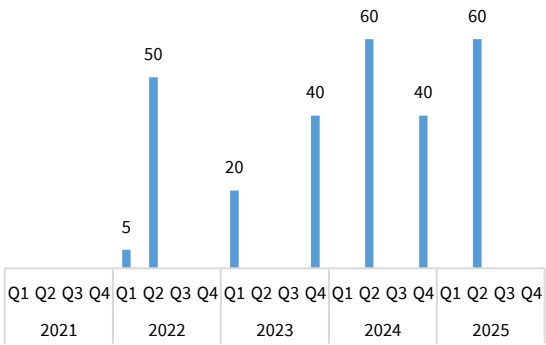
RONSON

- W drugim kwartale 2021 r. Ronson zakontraktował 249 lokali w porównaniu do 355 w poprzednim kwartale (-29,9%) i 149 w analogicznym okresie zeszłego roku (+67,1%).
- Wyniki za drugi kwartał uwzględnił sprzedaż 260 lokali wobec 185 w 1Q 2021 r. (+40,5% q/q) i 215 w 2Q 2020 r. (+20,9% r/r). Deweloper szacuje, że w jego zasięgu jest pobicie rekordu sprzedaży z zeszłego roku o ile zdoła utrzymać dotychczasowe tempo wprowadzania nowych ofert do sprzedaży.
- Oferta emitenta na koniec pierwszego kwartału wynosiła 655 lokali w porównaniu do 651 w poprzednim kwartale (+0,6% q/q) i 833 rok wcześniej (-21,4% r/r). Na podstawie planów spółki, między kwietniem a grudniem 2021 r. do oferty ma zostać wprowadzone 880 lokali.
- Spółka kontynuuje zakupy nowych gruntów. W czerwcu Ronson podpisał umowy przedwstępne na nabycie nieruchomości na warszawskim Targówku (1,9 tys. mkw. za 3,8 mln zł, szacowany PUM 7 tys.) oraz na warszawskiej Białolecie (14,9 tys. mkw. za 17,9 mln zł, szacowany PUM 10 tys.). Dodatkowo, deweloper zawarł ostateczną umowę nabycia gruntu w dzielnicy Wola w Warszawie o powierzchni 1,0 tys. mkw. za kwotę 4 mln zł. Transakcja ta to część inwestycji przy ul. Studziennej, której całkowity szacowany PUM oraz PUU to ok. 4,8 tys. mkw..
- Pod koniec czerwca spółka poinformowała o wcześniejszym wykupie obligacji serii U, o łącznej wartości 25,2 mln zł. Obligatariusze oprócz wartości nominalnej i narosłych odsetek otrzymają również premię w wysokości 0,8% wartości nominalnej obligacji. Wykup nastąpi 31 lipca i jest związany z realizacją niektórych inwestycji, na których ustanowiono zabezpieczenie hipoteczne dla obligacji serii U.
- Pod koniec maja większościowy udziałowiec spółki, Amos Luzon Development and Energy Group Ltd., ogłosił zaproszenie do sprzedaży 33,0% akcji Ronsona po 1,80 zł za akcję. Zakończenie składania ofert sprzedaży nastąpiło 9 czerwca, jednak transakcja nie doszła do skutku.
- Pod koniec czerwca WZA zdecydowało, że cały zysk wypracowany w 2020 r. zostanie przeznaczony na kapitał zapasowy, a zatem zgłosiło zgodnie z rekomendacją zarządu. Zarząd motywował brak wypłaty dywidendy rosnącymi cenami gruntów oraz planami rozwojowymi spółki.

w mln zł	2018	2019	2020	1Q 2020	1Q 2021
Przychody	294,1	232,6	401,2	167,2	92,8
Przychody	291,8	223,5	400,3	167,0	92,6
Zysk brutto ze sprz.	43,4	41,5	85,2	45,6	17,0
Marża zysku ze sprz	14,9%	18,6%	21,3%	27,3%	18,4%
Zysk brutto ze sprz.	45,7	44,3	86,2	45,8	17,3
Marża brutto ze sprz.	15,5%	19,1%	21,5%	27,4%	18,6%
Kapitał własny	343,5	350,5	379,8	379,8	387,3
Zadłużenie finansowe	243,2	200,8	230,1	188,2	224,8
Kredyty i inne	37,7	12,9	0,0	9,4	0,0
Obligacje	205,5	188,0	230,1	178,8	224,8
% obligacji w zadłużeniu	84,5%	93,6%	100,0%	95,0%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	68,5	91,8	117,5	100,7	116,5
Dług netto	174,7	109,1	112,6	87,5	108,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	57,3%	62,8%	59,5%	56,7%	59,0%
Dług netto/KW	50,9%	31,1%	29,6%	23,0%	28,0%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



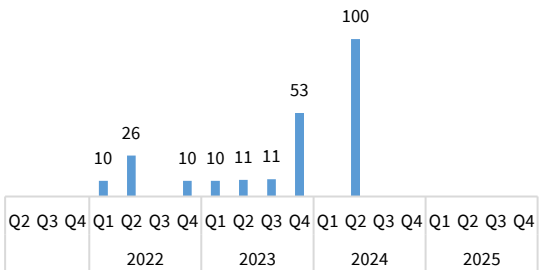
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Victoria Dom

- W 2Q 2021 r. Victoria Dom sprzedała 412 lokali wobec 506 w 1Q 2021 r. (-18,6%) i 255 przed rokiem (+61,6% r/r). Warto odnotować, że deweloper wszedł w drugi kwartał z ofertą liczącą ok. 500 lokali w porównaniu do 930 na koniec grudnia 2020 r., co przełożyło się na mniejszą sprzedaż w ujęciu kwartalnym. Sukcesywne uzupełnianie oferty będzie kluczowe dla poprawy sprzedaży w kolejnych kwartałach.
- Wraz z publikacją prospektu emisyjnego obligacji serii S poznaliśmy dane o kontraktacji Victoria Dom na koniec pierwszego kwartału 2021 r.. Spośród 1 462 lokali przeznaczonych do przekazania w 2021 r. i 1 085 przewidzianych do przekazania w 2022 r., deweloper miał zakontraktowane odpowiednio 1 265 (87% kontraktacja) i 345 (31% kontraktacja) lokali. Ponadto, Victoria Dom ma w banku ziemi ok. 9 000 lokali, co w ocenie spółki pozwoli na zapewnienie ciągłości oferty do 2024 r.
- W czerwcu deweloper rozpoczął sprzedaż w ramach inwestycji Miasteczko Nova Sfera na Białolecie w Warszawie (200 lokali) oraz Ursus Factory 7 na warszawskim Ursusie (253 lokale).
- Między majem a lipcem 2021 r. deweloper przeprowadził trzy emisje obligacji na łączną kwotę 100 mln zł. Wszystkie emisje mają trzy letni tenor i zapadają w 2024 r. Seria R, która opiewa na 25 mln zł została objęta przez pojedynczego inwestora i nie wejdzie ona do publicznego obrotu. W ramach Serii S firma uplasowała 50 mln zł w postaci niezabezpieczonych obligacji z oprocentowaniem WIBOR 6M + 5,5%, które są notowane na Catalyst. Warto odnotować, że oferta ta spotkała się z bardzo dużym zainteresowaniem inwestorów co przełożyło się na redukcję w wysokości 34,6%. Deweloper „poszedł za ciosem” i wyemitował dodatkowe 25 mln zł (Seria S2) na takich samych warunkach jak Seria S, z tą różnicą, że Seria S2 była adresowana wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych. Co istotne, deweloper po raz kolejny obniżył koszt finansowania długu: poprzednia emisja (Seria P) była oprocentowana na WIBOR 6M + 6%.

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

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 14 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 =  $\frac{EBIT}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- 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](mailto:mateusz.mucha@dmnavigator.pl)

### Kamil Jędrej

Analitik Departamentu emisji obligacji

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

### Aleksander Blacha, CFA

Analitik Departamentu emisji obligacji

Mail: [aleksander.blacha@dmnavigator.pl](mailto: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](mailto:biuro@navigatorcapital.pl)

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