
Navigator Dom Maklerski®

Value delivered.

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst w 3Q 2018 r.

Warszawa, październik 2018

Szanowni Państwo,

Z przyjemnością oddajemy w Państwa ręce kolejną, ósmą już edycję raportu o sytuacji największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst. W odpowiedzi na zgłaszane przez Państwa zapotrzebowanie, najnowsza edycja raportu została rozszerzona m.in. o informacje dotyczące rynku gruntów. Jest nam niezmiernie miło, że nasza publikacja spotyka się co kwartał z Państwa zainteresowaniem. Mamy nadzieję, że lektura raportu dostarczy Państwu wielu ciekawych spostrzeżeń na temat branży deweloperskiej.

Deweloperzy mieszkaniowi nie mogą być zadowoleni z poziomu sprzedaży osiągniętej w 3Q 2018 r., który jest zbliżony do kontraktacji z 3Q 2016 r. Łączne dane sprzedażowe za 1-3Q 2018 r. wskazują jednak, że jest zbyt wcześnie, aby wieszczyć kryzys w branży po jednym słabszym kwartale. W pierwszych 9 miesiącach 2018 r. dynamika sprzedaży rzeczywiście widocznie spadła, jednak pamiętajmy, że okresem odniesienia do tegorocznych danych jest rekordowy pod względem zakontraktowanych mieszkań 2017 rok. Jesteśmy zdania, że branży wciąż będzie sprzyjać sytuacja makroekonomiczna. Dodatkowo, uważamy, że popyt na nowe lokale będzie utrzymywał się na wysokim poziomie. Wobec tego spodziewamy się, że w 4Q 2018 r. deweloperzy poprawią sprzedaż, cały czas pilnując jednak generowanych marż.

Trzeci kwartał 2018 r. utwierdził nas w przekonaniu, że największe zagrożenia dla branży deweloperskiej płyną obecnie z sektora firm budowlanych oraz administracji samorządowej. Budowlańcy kolejny kwartał z rzędu borykają się z problemem niedoboru siły roboczej, dynamicznym wzrostem kosztów wykonawstwa i materiałów. W analizowanym okresie deweloperzy odczuwali również problemy związane z wydłużającymi się procesami administracyjnymi, które widocznie ograniczały podaż mieszkań. Wśród czynników wpływających na długotrwały proces pozyskiwania niezbędnych decyzji wskazujemy na tegoroczne wybory samorządowe. Branża nie pomagała również duża konkurencyjność na rynku zakupu gruntów. Ograniczona dostępność działek wywindowała ceny do poziomów, które coraz częściej były nieakceptowane przez deweloperów.



Mateusz Mucha
Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A

W ostatnich miesiącach analizowane w raporcie spółki nie były zbyt aktywne na rynku długu korporacyjnego, o czym świadczyła mała liczba przeprowadzonych emisji. Naszym zdaniem wynikało to z dwóch czynników. Pierwszy z nich to wcześniej opisana sytuacja na rynku gruntów. Jesteśmy zdania, że obecny bank ziemi większości deweloperów znajduje się na poziomie zapewniającym stabilną produkcję. Wobec tego wysokie ceny nieruchomości nie zachęcały spółek do zakupu nowych gruntów, które w znacznej ilości finansowane są właśnie ze środków pochodzących z emisji obligacji. Drugą kwestią związaną z niską aktywnością deweloperów na rynku długu była sytuacja związana z aferą GetBack, której skutki rynek kapitałowy odczuwa do dnia dzisiejszego. Wyraźne pogorszenie nastrojów na rynku obligacji skutkowało odpływami kapitału z funduszy dłużnych, przez co deweloperom trudniej było pozyskać kapitał. Mimo wyższych marż, część ostatnio przeprowadzonych emisji nie zakończyła się 100% subskrypcją.

Jesteśmy zdania, że w średnim terminie rynek obligacji otrząśnie się z marazmu. Uważamy, że „poGetBackowa rzeczywistość” pozwoli oczyścić rynek z niewiarygodnych emitentów oraz nieetycznie działających sprzedawców. Jesteśmy zdania, że nowe emisje będą wymagały w szczególności od nowych i mniejszych emitentów zachęty dla potencjalnych nabywców obligacji, np. wyższej marży bądź zabezpieczenia długu. Środowisko niskich stóp sprawia, że trzymanie oszczędności na nisko oprocentowanych depozytach okazuje się mało efektywne, co wymusza poszukiwanie alternatywnych form inwestycji, w czym dopatrujemy się napływu środków na rynek długu korporacyjnego oraz utrzymania popytu na nowe lokale.

Warto zaznaczyć, że ostatnio opublikowane przez deweloperów sprawozdania finansowe za 1H 2018 r. widocznie wykazują redukcję poziomu zalewaraowania analizowanych spółek. Spadek poziomu długu finansowego netto w stosunku do grudnia 2017 r. na skutek spadku zadłużenia bankowego potwierdza poprawę sytuacji bilansowej ujętych w raporcie deweloperów. Obawiamy się jednak, że atrakcyjność spółek na rynku długu na skutek poprawy kondycji finansowej może zostać przyćmiona w krótkim terminie obecnym sentymentem rynkowym, a w długim terminie nowymi regulacjami na rynku obligacji.

Zawsze przy okazji znaczących zawirowań na rynku, pojawiają się nowe pomysły regulatora dotyczące uszczelnienia systemu. Obawiamy się, że większość obecnych działań legislacyjnych może doprowadzić do mocnego ograniczenia dostępu do rynku. Należy przypomnieć, że w tym roku wprowadzono już zmiany wynikające z implementacji MIFID II, które powinny wiele nieprawidłowości z rynku wykluczyć. Uważamy, że tworzenie nowych regulacji powinno zostać zastąpione zwiększeniem efektywności egzekwowania obecnie wprowadzonych przepisów. Dodatkowo, naszym zdaniem receptą na dalszy rozwój rynku kapitałowego w Polsce powinny być działania prowadzące do zwiększenia poziomu edukacji finansowej społeczeństwa. Inwestorzy muszą być świadomi możliwości, jak i ryzyk inwestowania w różnego rodzaju klasy aktywów, w tym fundusze obligacji korporacyjnych bądź własne portfele obligacyjne. Większa świadomość inwestycyjna powinna być pierwszym krokiem do odbudowania zaufania do naszego rynku.

Zapraszam do lektury,

Sytuacja makroekonomiczna i prawna

Utrzymanie stabilnej koniunktury gospodarczej:
-kontynuacja polityki niskich stóp procentowych
-zadowalający wzrost PKB
-spadek bezrobocia, bogacące się społeczeństwo

Mało stabilna sytuacja branży budowlanej:
-niedobór siły roboczej
-wzrost wynagrodzeń i cen materiałów

Tegoroczne wybory samorządowe wpływające na wydłużające się procesy administracyjne.

Wyhamowanie dynamiki wydanych pozwoleń na budowę czynnikiem zwiastującym dalszy spadek sprzedaży mieszkań przez deweloperów.

[Więcej](#)

str. 4 - 7

Rynek gruntów

Ograniczona dostępność działek wpływająca na rosnące ceny gruntów.

Relatywnie niska aktywność deweloperów na rynku gruntów za wyjątkiem rynku wrocławskiego.

Malejąca różnica średnich cen gruntów między rynkiem warszawskim a pozostałymi aglomeracjami

Spodziewane dalsze zwwyżki cen gruntów, przy wyhamowaniu dynamiki wzrostu.

[Więcej](#)

str. 8 - 11

Sprzedaż w 1-3Q 2018 r.¹

Spadek sprzedaży w stosunku do rekordowego 2017 r. Niski poziom kontraktacji w 3Q 2018 r.

Spadek dynamiki sprzedaży głównie wynikiem problemów strony podażowej.

17 213	Łączna liczba sprzedanych mieszkań
-7,8%	Zmiana względem 1-3Q 2017 r.
2 691	Najwyższy odczyt wśród deweloperów
343	Najniższy odczyt wśród deweloperów

[Więcej](#)

str. 12 - 14

¹ Sprzedaż definiowana jako suma umów deweloperskich, przedwstępnych oraz rezerwacyjnych

² Bez uwzględnienia danych Atal i Victoria Dom z powodu nieupublicznienia odczytów

³ Wyłączając emisje Atal, które zostały objęte przez podmioty powiązane

Przekazania w 1-3Q 2018 r.²

Poziom przekazania w 1-3Q 2018 r. odzwierciedlający wysoką sprzedaż lokali w 2016 i 2017 r.

4Q 2018 r. kluczowym okresem roku. W 2018 r. zakładana poprawa ubiegłorocznego poziomu przekazania

11 149	Łączna liczba przekazanych mieszkań
34,5%	Zmiana względem 1-3Q 2017 r.
2 029	Najwyższy odczyt wśród deweloperów
165	Najniższy odczyt wśród deweloperów

[Więcej](#)

str. 14

Dług finansowy na koniec 1H 2018 r.

Malejące zadłużenie finansowe spowodowane spadkiem wykorzystania kredytów bankowych przez analizowanych deweloperów.

Spadek poziomu zalewarowania skutkujący poprawą sytuacji bilansowej deweloperów.

Dalszy wzrost udziału obligacji korporacyjnych w strukturze finansowania.

4,5 mld zł	Łączna wartość zadłużenia finansowego
74,7%	Udział zadłużenia obligacyjnego
2,2 mld zł	Łączny poziom długu netto
0,37x	Mediana wskaźnika dług netto / kapitał własny

[Więcej](#)

str. 15 - 17

Finansowanie obligacyjne w 3Q 2018 r.

Niska aktywność na rynku długu spowodowana sytuacją panującą na rynku gruntów oraz słabym rynku obligacji po aferze GetBack.

237,2 mln zł	Łączna wartość przeprowadzonych emisji
5³	Liczba przeprowadzonych emisji
60,0 mln zł	Wartość największej emisji
102,1 mln zł	Łączna wartość wykupów obligacji
76,2%	Udział wykupów przedterminowych
3,5 mld zł	Wartość emisji do wykupu w okresie 4Q 2018 - 2023

[Więcej](#)

str. 18 - 19

Informacje dotyczące spółek

[Więcej](#)

str. 20 - 26

Począwszy od 2H 2019 r. możliwe spadki w liczbie mieszkań oddanych do użytkowania

W największych miastach Polski w dalszym ciągu widoczne są efekty rekordowo wysokiej sprzedaży, które przełożyły się na liczbę mieszkań oddanych do użytkowania w pierwszych ośmiu miesiącach 2018 r. W okresie od stycznia do sierpnia bieżącego roku wzrosła liczba mieszkań oddanych do użytkowania o 15,8% r/r, zaś deweloperzy oddali do użytkowania łącznie 33 148 mieszkań. Dla porównania, według danych z naszego poprzedniego raportu dynamika wzrostu w okresie styczeń – maj była niższa i wyniosła 12,4% r/r. Wzrost w liczbie oddanych mieszkań do użytkowania w dalszym ciągu napędzany był przez rynek warszawski, który odpowiadał za blisko 45% wszystkich przekazanych w okresie styczeń – sierpień 2018 r. Dynamika wzrostu dla stolicy wyniosła w badanym okresie 47,6% r/r. W horyzoncie pierwszych ośmiu miesięcy 2018 r. spośród 5 największych miast tylko w Krakowie zaobserwowano spadek liczby mieszkań oddanych do użytkowania o 23,2% w stosunku do analogicznego okresu 2017 r.

Ze względu na wyhamowanie dynamiki sprzedaży lokali, spodziewamy się spadku liczby mieszkań oddanych do użytkowania w przyszłych okresach. Naszym zdaniem będzie to widoczne szczególnie w drugiej połowie 2019 roku.

Na uwagę zasługuje również powierzchnia użytkowa mieszkań oddawanych do użytkowania. Deweloperzy muszą na bieżąco reagować na preferencje potencjalnych nabywców, oferując metraże, które spotkają się z zainteresowaniem klientów. Interesujący jest fakt, że, w Warszawie, w okresie styczeń – sierpień 2018 r. średnia wielkość oddawanego do użytkowania

lokalu wyniosła 55,4 m² względem 60,8 m² w analogicznym okresie 2017 r. Jest to wynikiem ostatnich wzrostów cen mieszkań oraz działaniami prowadzącymi do dostosowania oferty do oczekiwań nabywców. W powyższym okresie w pozostałych miastach nie nastąpiły znaczące zmiany w średniej wielkości lokali oddanych do użytkowania.

Wydłużające się procedury administracyjne w największych polskich miastach, które doskwierają deweloperom, miały swoje odzwierciedlenie w liczbie wydanych pozwoleń na budowę. W okresie styczeń – sierpień 2018 r. wydano 32 959 pozwoleń na budowę, co oznacza spadek o 7,7% względem analogicznego okresu 2017 r. Największy spadek obserwowany był we Wrocławiu, w którym wydano o ponad 45% mniej pozwoleń na budowę niż rok temu. Tak duży spadek jest zastanawiający, ponieważ obserwujemy wzmożoną aktywność analizowanych deweloperów na wrocławskim rynku gruntów. Jedynym miastem, który odnotował wzrost wydanych pozwoleń na budowę jest Poznań (+10% r/r).

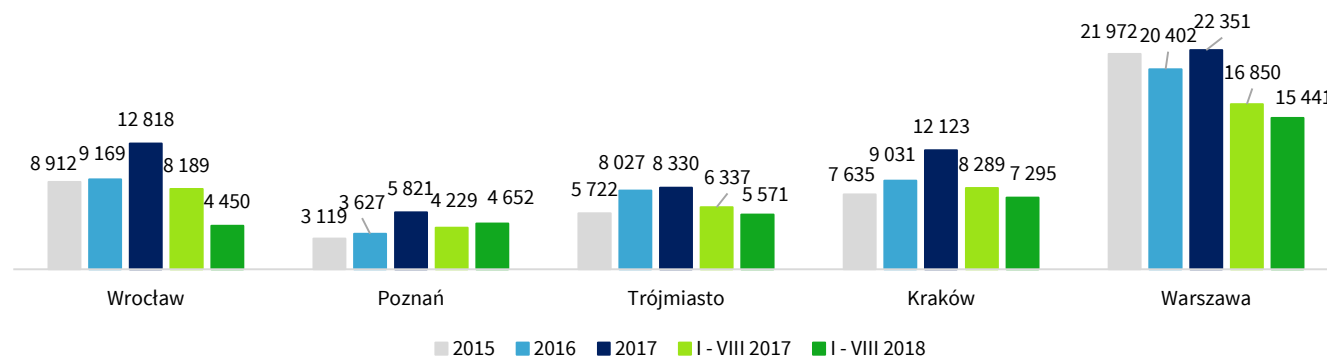
Warto również wspomnieć o liczbie mieszkań, których budowę rozpoczęto. W okresie styczeń – sierpień 2018 r. rozpoczęto łącznie budowę 38 324 mieszkań, co jest wynikiem nieznacznie gorszym (-2,7%) względem analogicznego okresu 2017 r. Wzrosty odnotowano w Krakowie (+19,2%) oraz Warszawie (+16,2%), natomiast spadki w Poznaniu, Trójmieście (-31,1%) oraz Wrocławiu (-13,6%).

Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

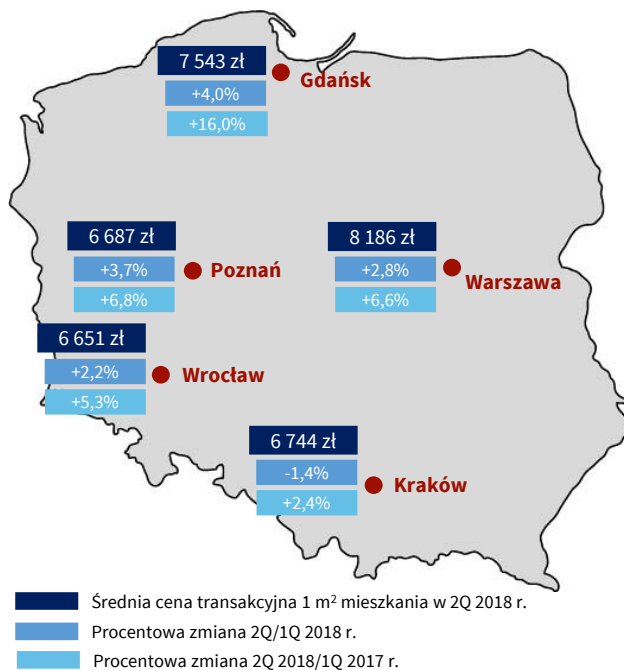
Ceny transakcyjne mieszkań wciąż rosną, choć dynamika wzrostu wyhamowała

W dalszym ciągu obserwowany jest wzrost cen (zarówno ofertowych, jak i transakcyjnych) mieszkań w największych miastach w Polsce. Najwyższe ceny transakcyjne tradycyjnie odnotowano w Warszawie - 2Q 2018 r. wyniosły średnio 8 186 zł/m². Ceny w stolicy odnotowały wzrost o 2,8% q/q oraz 6,6% r/r. Jedynym miastem, w którym odnotowano spadek był Kraków (-1,4% q/q), zaś średnia cena transakcyjna w 2Q 2018 r. wyniosła blisko 6 750 zł/m². Z kolei na szczególną uwagę zasługuje Gdańsk, który odnotował najwyższe wzrosty cen transakcyjnych zarówno w ujęciu kwartalnym, jak i rocznym (odpowiednio +4,0% q/q oraz +16,0% r/r).

Prosperity na rynku gdańskim potwierdzają również dane średniego kwartalnego wzrostu cen w okresie 2Q 2015 – 2Q 2018. W tym czasie, wzrost dla Gdańska wyniósł 2,3% kwartalnie, natomiast w przypadku pozostałych miast wzrosty oscylowały wokół 0,6%-1,1%. Duży wpływ na taki stan rzeczy ma z pewnością wzrost aktywności deweloperów w okolicach atrakcyjnej Wyspy Spichrzów, co przyczyniło się do dynamicznego wzrostu cen zwłaszcza w ostatnich dwóch kwartałach. Powyższe zdarzenia doprowadziły do sytuacji, w której średnia cena transakcyjna za m² w 2Q 2018 w Gdańsku stanowiła 92,1% ceny warszawskiej. Dla porównania powyższy współczynnik w 2Q 2015 r. wynosił raptem 76,6%. W przypadku pozostałych miast, średnia cena transakcyjna w 2Q 2018 r. stanowiła 81,8% ceny warszawskiej. W naszej ocenie relacja ta będzie się utrzymywać na podobnych poziomach w następnych okresach.

Należy również wspomnieć o kształtowaniu się cen ofertowych mieszkań na poszczególnych rynkach, które są nieznacznie wyższe niż późniejsze ceny transakcyjne. W przypadku Warszawy średnie ceny transakcyjne na koniec 2Q 2018 r. stanowią 95,1% ceny ofertowej, natomiast średnia z ostatnich 3 lat wynosiła około 97,7%. W przypadku pozostałych miast relacja ta oscyluje wokół 94,7% dla rynku wrocławskiego oraz 97,7% dla krakowskiego. Po raz kolejny uwagę zwraca Gdańsk, gdzie stosunek ceny transakcyjnej do ofertowej w 2Q 2018 r. wynosił

Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkań w największych miastach

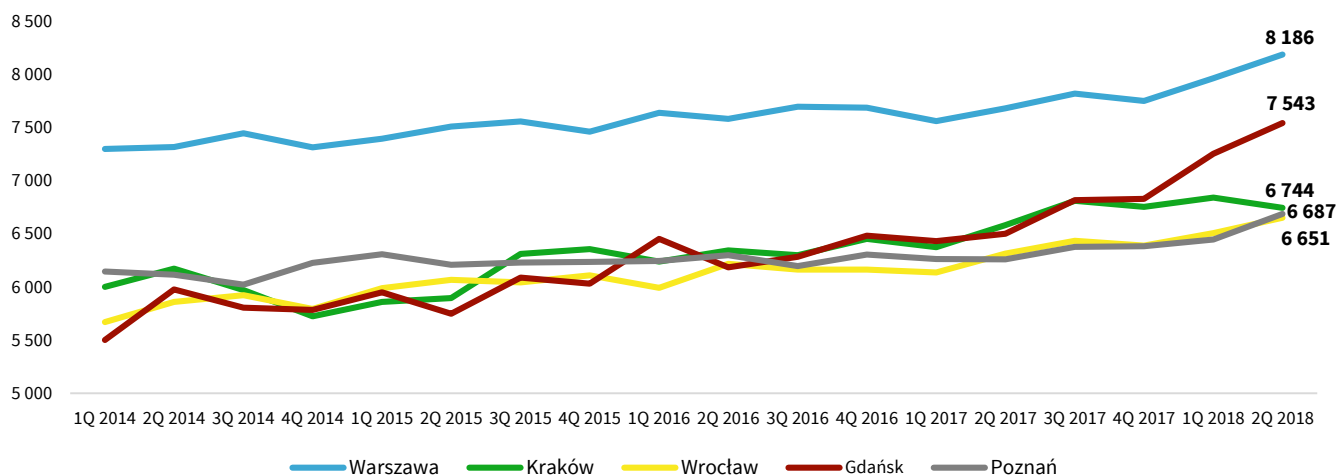


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

89,6%. Powyższe statystyki jasno wskazują, że deweloperzy stosują rabaty lub inne upusty dla nabywających mieszkania.

W najbliższym okresie (do jednego roku na przód) spodziewamy się dalszego wzrostu cen w poszczególnych miastach, choć naszym zdaniem dynamika powinna nieco wyhamować. W dalszym ciągu znaczący wzrost powinien być napędzany głównie przez rynek gdański oraz warszawski.

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



Źródło: NBP

Mocny wzrost gospodarczy oraz rosnąca wartość udzielonych kredytów hipotecznych

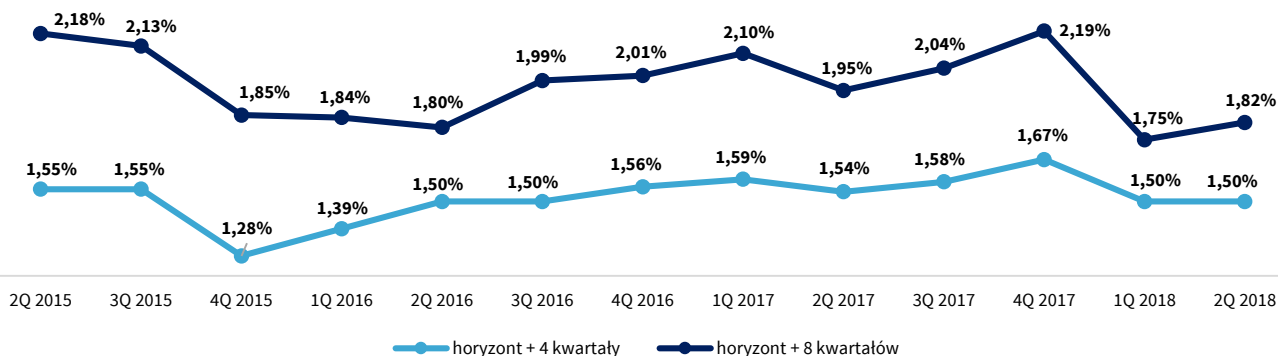
Polska gospodarka w dalszym ciągu utrzymuje wysokie tempo wzrostu gospodarczego, obserwowane jest malejące bezrobocie oraz niska inflacja. W 2Q 2018 r. PKB Polski wzrosło o 5,1% r/r w porównaniu ze wzrostem o 5,2% r/r w 1Q 2018 r. Dalszym motorem wzrostu gospodarczego jest konsumpcja prywatna, która wzrosła o 4,8% r/r. Niepokoje do dalszego tempa wzrostu PKB w kolejnych okresach może wzbudzać niewielki wzrost inwestycji, który wzrósł w 2Q 2018 r. o 4,5% r/r – jest to sporo mniej niż w 1Q 2018 r. (wzrost o 8,1% r/r). Narodowy Bank Polski prognozuje, że polska gospodarka urośnie w 2018 r. o 4,6% w stosunku do wcześniejszych prognoz na poziomie 4,2%. Możemy się zatem spodziewać wyhamowania dynamiki wzrostu gospodarczego w 3Q oraz 4Q 2018 r.

Podczas wrześniowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Prezes NBP Adam Glapiński potwierdził, że nowa projekcja banku centralnego wzmacnia jego przekonanie, że do końca 2020 r. poziom stóp procentowych nie ulegnie zmianie.

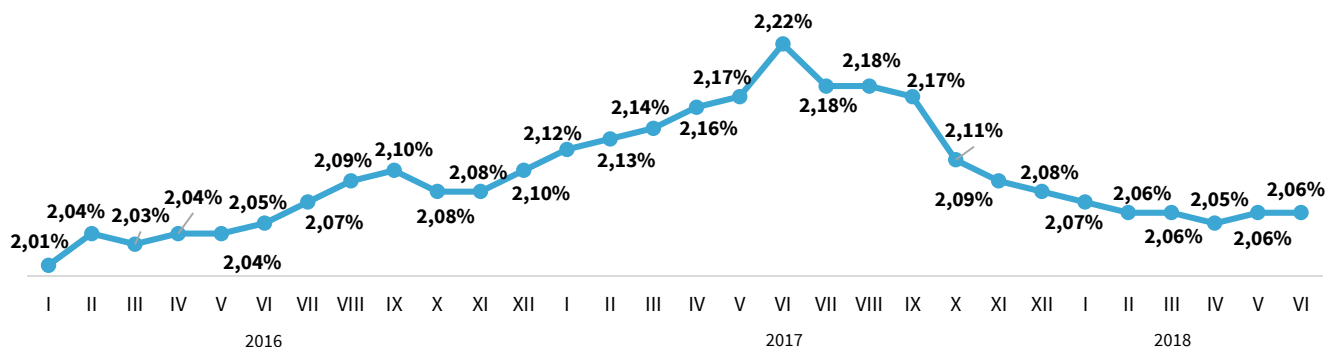
W pierwszym półroczu 2018 r. średnia marża kredytu hipotecznego utrzymywała się na podobnym poziomie i w czerwcu wyniosła 2,06%. Co istotne, utrzymujące się w dalszym stopniu niskie stopy procentowe oraz spadki marży kredytu hipotecznego sprzyjają dalszemu zaciąganiu kredytów hipotecznych. W ostatnich latach obserwujemy wzrost liczby udzielonych kredytów a także ich średnią wartość. W drugim kwartale wartość udzielanych kredytów wzrosła o 6,2% q/q. Miało to przełożenie na wzrost średniej wartości udzielanego kredytu, który w 2Q 2018 r. wyniósł około 255 tys. zł.

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



Źródło: NBP

Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w latach 2016 – 2Q 2018



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON SARFIN 2/2018

Wartość i liczba nowo oddzielonych kredytów hipotecznych w latach 2013 – 2017 oraz 4Q 2017 – 2Q 2018

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2013	36,5	-	176 866	-	206,4	-
2014	36,8	0,82%	174 087	-1,57%	211,4	2,43%
2015	39,3	6,79%	181 325	4,16%	216,7	2,53%
2016	39,5	0,51%	178 409	-1,61%	221,4	2,15%
2017	44,6	12,91%	190 634	6,85%	234,0	5,67%
4Q 2017	10,9	-	44 745	-	243,6	-
1Q 2018	12,9	18,35%	55 156	23,27%	233,9	-3,99%
2Q 2018	13,7	6,20%	53 686	-2,67%	255,2	9,11%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 2/2018.

Dalszy ciąg zmian regulacyjnych w branży deweloperskiej

22 sierpnia 2018 r. weszła w życie specustawa mieszkaniowa. Zakłada ona przyspieszenie procedur poprzedzających uzyskiwanie pozwoleń na budowę budynków mieszkalnych w przypadku braku planu zagospodarowania przestrzennego. W 2016 r. według danych Polskiego Związku Firm Deweloperskich około 41% powierzchni miast było pokryte miejscowymi planami zagospodarowania przestrzennego. Deweloper, który chciałby rozpocząć inwestycję na działce nieobjętej planem będzie mógł uzyskać pozwolenie na budowę na podstawie gminnej uchwały o ustaleniu lokalizacji inwestycji mieszkaniowej, a nie - jak obecnie - decyzji o warunkach zabudowy i zagospodarowania terenu. Trudno jednoznacznie stwierdzić, jakie przełożenie będzie miała powyższa ustawa na aktywność deweloperów. Pierwsze oznaki powinny być widoczne w ciągu najbliższych kilku kwartałów.

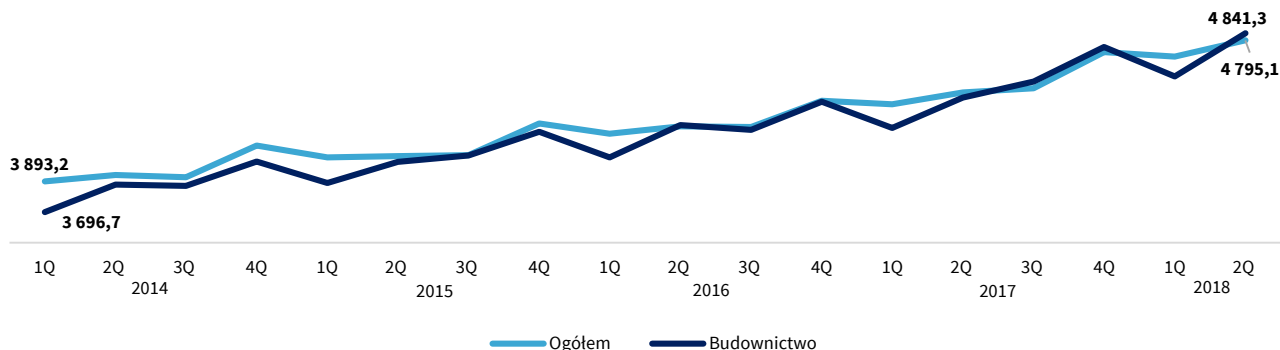
W ramach przypomnienia należy wspomnieć o opisywanym szerzej w poprzednim naszym raporcie projekcie nowelizacji Ustawy Deweloperskiej przygotowanej przez UOKiK, zakładającej likwidację otwartych rachunków powierniczych. Urząd chce, aby deweloperzy korzystali tylko z zamkniętych kont, z których wypłata miałyby następować jednorazowo dopiero po przeniesieniu na nabywcę praw do nieruchomości. Projekt został skrytykowany przez Polski Związek Firm Budowlanych i do dnia dzisiejszego odbywają się konsultacje interesariuszy.

Obok rosnących cen gruntów, o których szerzej piszemy w dalszej części raportu, duży wpływ na wzrost kosztów

działalności deweloperów mają wyższe ceny wykonawstwa (zarówno materiałów jak i robocizny). W ostatnich latach obserwujemy na rynku wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw ogółem oraz w branży budowlanej. Średnioroczny wzrost wynagrodzeń w okresie 2014 – 2Q 2018 r. w przypadku sektora przedsiębiorstw ogółem wyniósł 5,1%, z kolei dla branży budowlanej wzrost o ponad 5,7%. Co również istotne, w 2Q 2018 r. wynagrodzenia sektora budowlanego były o 1% wyższe od płac w sektorze przedsiębiorstw ogółem. Wstępne dane za sierpień mówią o wzroście płac w branży budowlanej o ponad 18% r/r. Według ostatnich wypowiedzi Polskiego Związku Pracodawców Budownictwa problem z niedoborem pracowników jest na tyle duży, że w dalszym ciągu będzie wymuszał na pracodawcach konieczność podwyżek płac dla pracowników.

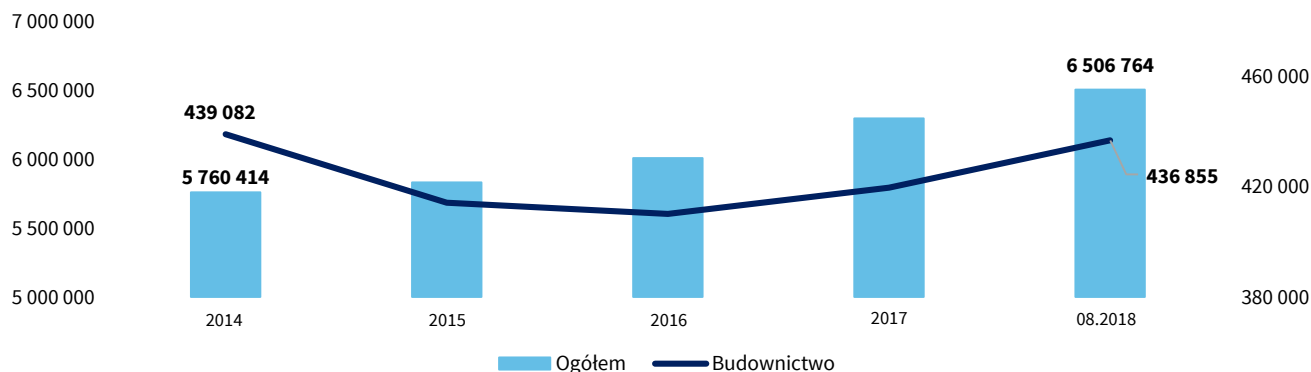
Powyższe problemy mają swoje odzwierciedlenie w poziomie zatrudnienia. W okresie 2014 – 08.2018 średnioroczny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw ogółem wyniósł 3,1%. Dla porównania w przypadku segmentu budownictwa miał miejsce spadek o 0,1%. Obecnie ratunkiem dla polskiej branży deweloperskiej i budowlanej jest napływ pracowników z Ukrainy, którzy są powszechnie zatrudniani w firmach wykonawczych. W dalszym ciągu uważamy, że wzrost cen wykonawstwa oraz materiałów budowlanych będą obok wydłużających się procesów administracyjnych.

Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w latach 2014 – 2Q 2018



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w latach 2014 – 08.2018



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rosnące ceny gruntów mogą wyhamować ofertę deweloperów w późniejszym okresie

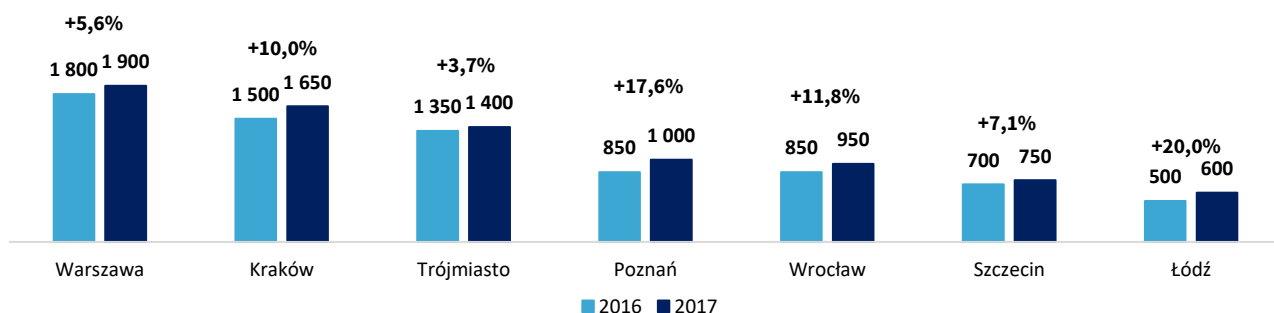
Analizując trendy na rynku gruntów w poszczególnych miastach posłużyliśmy się raportem firmy Emmerson Evaluation, który opublikował w połowie b.r. raport na temat gruntów pod zabudowę mieszkaniową wielorodzinną. Dodatkowo, na podstawie opublikowanych raportów bieżących przez poszczególnych deweloperów dot. transakcji zakupu gruntów stworzyliśmy zestawienie średnich cen gruntów w relacji do planowanej powierzchni użytkowej. Pod uwagę braliśmy zawarte umowy przedwstępne zakupu gruntów, zawierające informację na temat ceny zakupu oraz szacunków co do zabudowy danej działki (Powierzchnia Użytkowa lub liczba mieszkań). W przypadku braku podanej powierzchni użytkowej (PUM), posłużyliśmy się liczbą podanych w raporcie mieszkań a następnie przemnożyliśmy tę wartość przez 55 m². Według danych REAS jest to średnia transakcyjna powierzchnia mieszkania w największych miastach w Polsce. Co istotne, w przypadku poszczególnych deweloperów obserwujemy zróżnicowanie w raportowanych zakupach gruntów. Dla zobrazowania, bardzo dużo transakcji raportują np. Murapol oraz Robyg. Z drugiej strony natomiast próżno szukać raportów bieżących dot. inwestycji w rozwój banku ziemi ze strony Atal oraz Dom Development. Może to w pewien sposób zniekształcać obraz. Należy również pamiętać, że zarówno w zestawieniu Emmerson Evaluation oraz DM Navigator nie jest znany status prawny gruntów oraz ich dokładna lokalizacja – czynniki te mogą również zniekształcać zaprezentowane dane. Jesteśmy zdania, że sprowadzenie zestawionych transakcji do wspólnego mianownika pozwoli na zaobserwowanie pewnych zależności i trendów, a co za tym idzie będzie przydatnym źródłem informacji. Pragniemy jeszcze raz zaznaczyć, że dane przedstawione przez Emmerson Evaluation oraz zestawienie sporządzone przez DM Navigator mogą znacząco się różnić ze względu na zakres dostępnych informacji.

W ostatnim czasie dostrzegamy wzmożoną konkurencję na rynku gruntów, szczególnie w największych miastach Polski. Wciąż dobra koniunktura na rynku mieszkaniowym, która została przedstawiona we wcześniejszej części raportu powinna skłaniać deweloperów do zabezpieczania kolejnych atrakcyjnych działek pod nowe inwestycje. Zauważamy jednak, że aktywność analizowanych przez nas spółek jest relatywnie niska. W związku ze znaczącym wzrostem cen ziemi, część deweloperów posiadająca rozbudowany bank ziemi postanowiła w ostatnich kwartałach opuścić nowe zakupy. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że podaż atrakcyjnych gruntów jest coraz bardziej ograniczona, niektórzy deweloperzy chcąc rozbudować posiadany bank ziemi, byli skłonni zapłacić za działkę więcej.

Według danych zebranych przez firmę Emmerson Evaluation, wśród największych polskich miast zdecydowanie najdroższe działki znajdują się w Warszawie, gdzie średnia cena w 2017 r. wyniosła około 1 900 zł/PUM. Na uwagę zasługuje jednak stosunkowo niewielki wzrost cen r/r w stosunku do roku 2016. Procentowo najwyższy wzrost odnotowały z kolei Łódź (+20,0% r/r) oraz Poznań (+17,6% r/r).

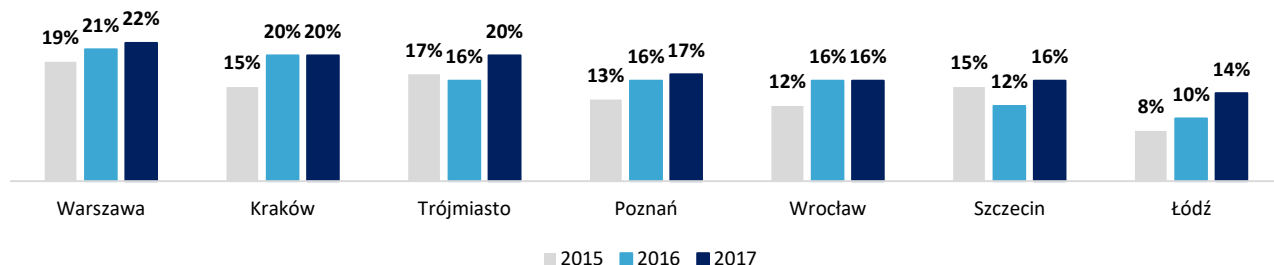
Według danych Emmerson Evaluation w 2017 zaobserwowano wzrost średniego udziału ceny gruntu pod zabudowę mieszkaniową w wartości inwestycji w największych polskich miastach w porównaniu do roku 2016. Należy przypomnieć, że w roku 2017 r. ceny gruntów wzrosły znacząco, natomiast nie był jeszcze widoczny efekt wzrostu kosztów wykonawstwa. Biorąc pod uwagę znaczący wzrost cen materiałów i robocizny w 2018 r. oraz wyhamowanie dynamiki wzrostu cen gruntów, naszym zdaniem średni udział cen gruntów w wartości inwestycji w 2018 r. powinien utrzymać się na poziomie podobnym lub niższym w porównaniu do roku 2017.

Średnia cena (PLN/m² PUM) gruntu pod zabudowę mieszkaniową wielorodzinną w latach 2016-2017



Źródło: Emmerson Evaluation

Średni udział (%) ceny gruntu pod zabudowę mieszkaniową wielorodzinną w wartości inwestycji w latach 2015-2017



Źródło: Emmerson Evaluation

Historyczna aktywność deweloperów na rynku gruntów w latach 2015 – 3Q 2018

Większość analizowanych deweloperów podaje do publicznej wiadomości informacje na temat nabywanych gruntów. W okresie 2015 – 3Q 2018 r. doliczyliśmy się 80 transakcji zakupu działek w formie umów przedwstępnych, determinujących końcową cenę zakupu nieruchomości, zawierających cenę transakcji oraz planowane zamierzenia inwestycyjne. Zdecydowanie najwięcej transakcji (34) zostało dokonanych na rynku wrocławskim, co jest zgodne z naszymi obserwacjami odnośnie aktywności poszczególnych deweloperów w tym mieście. Na dalszych miejscach uplasowała się Warszawa z 24 transakcjami oraz Trójmiasto z 12.

W latach 2016 – 3Q 2018, wśród największych analizowanych przez nas deweloperów, grunty sumarycznie najwyższej wartości nabyły Atal oraz Robyg. W przypadku pierwszego dewelopera rekordowy był rok 2017, w którym Atal zakupił grunty o wartości ponad 232 mln zł. Dla porównania wartość transakcji w roku 2015 oraz 2016 wyniosły odpowiednio 161,7 mln zł oraz 93,1 mln zł. Deweloper zakłada, że w całym 2018 r. zwiększy bank ziemi, przeznaczając na ten cel około 200 mln zł. Atal zaznacza, że istotna jest dla niego średnia cena zakupu do PUM, która w poszczególnych latach oscylowała wokół wartości 850 zł/PUM. Dla Robyga rok 2017 również był owocny w zakupy gruntów - łączna wartość transakcji wyniosła około 190 mln zł, natomiast w okresie 1Q – 3Q 2018 r. wyniosła niecałe 170 mln zł. Średnia cena do PUM wyniosła 930 zł/PUM.

Obserwujemy trend, w którym część spośród analizowanych przez nas deweloperów, rozpoczyna lub ma w planach ekspansję na nowe rynki, np. Victoria Dom poza aglomerację warszawską oraz Robyg, który rozpoczął działalność we Wrocławiu.

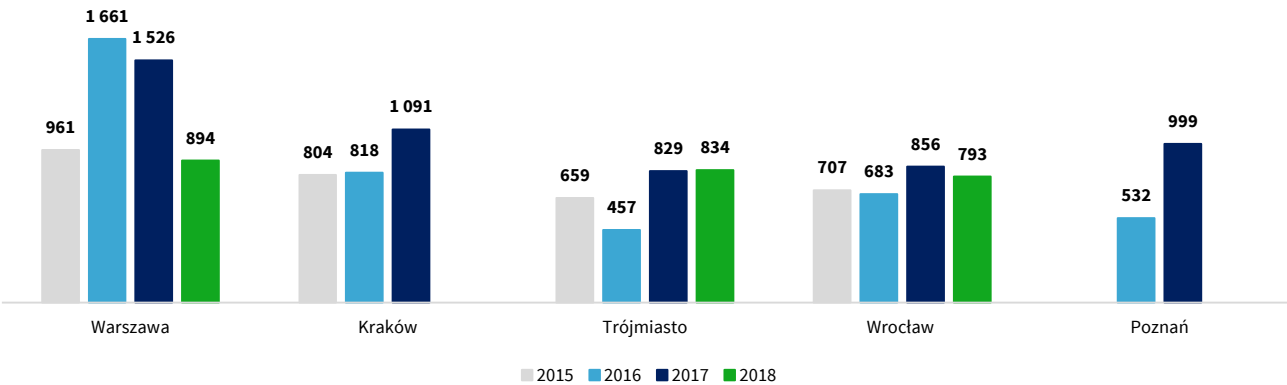
Spodziewamy się również wzrostu średnich cen gruntów także w 2019 r., jednak przy niższej dynamice. Z wypowiedzi deweloperów wynika, że trudna była przede wszystkim pierwsza połowa 2018 r., gdzie obserwowano dużą konkurencję na rynku gruntów w największych polskich miastach, natomiast obecnie sytuacja się normalizuje. Największych wzrostów cen spodziewamy się na rynku warszawskim oraz trójmiejskim.

Zaraportowane ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach¹

	2015	2016	2017	3Q 2018
Kraków	803,6	833,1	964,8	
Archicom		797,2	776,5	
Lokum Deweloper	803,6	1 071,0		
Murapol		631,1	1 153,2	
Poznań		517,6	980,6	
Murapol		459,4	980,6	
Ronson		575,8		
Warszawa	1 009,2	1 453,4	1 506,2	1 287,1
Dom Development		3 236,4	2 486,3	
LC Corp	1 195,1			
Marvipol				3 085,7
Murapol		2 177,1	1 683,2	794,9
Robyg	962,8	826,7	943,4	828,3
Ronson				931,8
Wrocław	715,1	726,9	778,1	778,9
Archicom	684,7	646,7	941,0	805,1
i2 Development	673,4	954,3	781,8	748,8
Lokum Deweloper		840,9		
Murapol		672,7	712,9	527,9
Vantage	909,1		767,7	1 288,5
Trójmiasto	645,2	554,8	936,9	801,5
Archicom			927,3	757,6
J.W.Construction			621,2	
Marvipol			916,7	
Murapol		659,4	1 109,8	
Robyg	645,2	450,2		845,5
Średnia	799,5	875,7	1 042,3	963,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

Zaraportowane ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach¹



¹ Relacja ceny transakcyjnej gruntu do możliwej do uzyskania Powierzchni Użytkowej Mieszkania (PUM).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2015 – 3Q 2018 we Wrocławiu oraz w Warszawie

Deweloper	Data	Dzielnica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM	Cena netto/PUM ¹
WROCLAW						
2015						
Vantage	2Q 2015	Krzyki	14 500 000	290	15 950	909
Archicom	1H 2015	Śródmieście	5 100 000	124	6 820	748
Archicom	1H 2015	Śródmieście	14 000 000	251	13 805	1 014
Archicom	1H 2015	Krzyki	9 600 000	387	21 285	451
Archicom	1H 2015	Krzyki	6 000 000	190	10 450	574
Archicom	1H 2015	Psie Pole	3 500 000	100	5 500	636
i2 Development	3Q 2015	Krzyki	10 000 000	270	14 850	673
SUMA			62 700 000	1 612	88 660	707
2016						
Archicom	1Q 2016	Psie Pole	11 850 000	550	30 250	392
i2 Development	2Q 2016	Fabryczna	9 700 000	185	10 165	954
Lokum Deweloper	2Q 2016	Śródmieście	13 400 000	283	13 200	1 015
Archicom	1H 2016	Psie Pole	18 000 000	525	28 875	623
Archicom	1H 2016	Krzyki	19 000 000	550	30 250	628
Archicom	1H 2016	Śródmieście	36 300 000	1 000	55 000	660
Archicom	1H 2016	Krzyki	26 600 000	520	28 600	930
Lokum Deweloper	3Q 2016	Krzyki	25 200 000	739	37 800	667
Murapol	4Q 2016	Krzyki	8 222 550	304	12 223	673
SUMA			168 272 550	4 656	246 363	683
2017						
i2 Development	2Q 2017	Śródmieście	1 118 000	50	2 750	407
Murapol	2Q 2017	Krzyki	6 400 000	280	11 272	568
Murapol	2Q 2017	Stare Miasto	4 500 000	106	4 905	917
Archicom	3Q 2017	Fabryczna	27 500 000	700	38 500	714
Archicom	3Q 2017	Krzyki	47 530 000	740	40 700	1 168
i2 Development	3Q 2017	Krzyki	16 050 000	500	20 000	803
Murapol	3Q 2017	Krzyki	7 723 577	350	14 400	536
Murapol	3Q 2017	Krzyki	23 300 000	715	26 846	868
i2 Development	4Q 2017	Fabryczna	25 000 000	400	22 000	1 136
Murapol	4Q 2017	Krzyki	13 000 000	426	19 261	675
Vantage	4Q 2017	Krzyki	3 800 000	90	4 950	768
SUMA			175 921 577	4 357	205 584	856
2018						
Archicom	1Q 2018	Fabryczna	3 333 000	90	4 950	673
Archicom	1Q 2018	Psie Pole	18 550 000	360	19 800	937
i2 Development	2Q 2018	Fabryczna	6 900 000	280	15 400	448
i2 Development	2Q 2018	Krzyki	12 700 000	220	12 100	1 050
Murapol	2Q 2018	Krzyki	8 100 000	350	14 800	547
Murapol	3Q 2018	Krzyki	6 000 000	280	11 800	508
Vantage	3Q 2018	Fabryczna	18 000 000	254	13 970	1 288
SUMA			73 583 000	1 834	92 820	793
WARSZAWA						
2015						
Robyg	2Q 2015	Bemowo	72 600 000	1 600	88 000	825
Robyg	3Q 2015	Ursus	30 500 000	980	53 900	566
LC Corp	3Q 2015	Wola	76 250 000	1 160	63 800	1 195
Robyg	4Q 2015	Wilanów	52 200 000	650	35 750	1 460
Robyg	4Q 2015	Praga Południe	9 900 000	180	9 900	1 000
SUMA			241 450 000	4 570	251 350	961
2016						
Robyg	1Q 2016	Praga Południe	16 000 000	260	14 300	1 119
Robyg	2Q 2016	Mokotów	13 599 810	300	16 500	824
Robyg	2Q 2016	Wola	46 000 000	800	44 000	1 045
Robyg	2Q 2016	Ursynów	7 000 000	400	22 000	318
Dom Development	2Q 2016	Mokotów	133 500 000	750	41 250	3 236
Murapol	3Q 2016	Służewiec	56 000 000	488	25 722	2 177
SUMA			272 099 810	2 998	163 772	1 661
2017						
Robyg	1Q 2017	Białołęka	25 800 000	700	38 500	670
Murapol	1Q 2017	Ursus	11 000 000	291	11 000	1 000
Murapol	1Q 2017	Wola	15 100 000	166	7 930	1 904
Robyg	2Q 2017	Wilanów	17 700 000	250	13 750	1 287
Robyg	2Q 2017	Włochy	48 000 000	1 000	55 000	873
Murapol	3Q 2017	Ursus	45 773 800	569	31 400	1 458
Dom Development	3Q 2017	Żoliborz	184 606 000	1 350	74 250	2 486
Murapol	4Q 2017	Praga Południe	16 283 224	144	6 868	2 371
SUMA			364 263 024	4 470	238 698	1 526
2018						
Ronson	1Q 2018	Ursus	82 000 000	1 600	88 000	932
Murapol	1Q 2018	Ursus	30 000 000	766	33 100	906
Murapol	1Q 2018	Białołęka	16 000 000	504	23 411	683
Robyg	1Q 2018	Ursus	82 000 000	1 800	99 000	828
Marvipol	3Q 2018	Praga Północ	10 800 000	70	3 500	3 086
SUMA			220 800 000	4 740	247 011	894

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2015 – 3Q 2018 w Trójmieście, Krakowie oraz Poznaniu

Deweloper	Data	Dzielnica/Ulica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM	Cena netto/PUM ¹
TRÓJMIASTO						
2015						
Robyg	1Q 2015	Wrzeszcz	12 500 000	300	16 500	758
Robyg	2Q 2015	Zaspa	12 900 000	530	29 150	443
Robyg	3Q 2015	Wrzeszcz	44 500 000	1 100	60 500	736
SUMA			69 900 000	1 930	106 150	659
2016						
Robyg	2Q 2016	Letnica	53 390 960	2 500	137 500	388
Murapol	3Q 2016	Jasień	6 254 000	230	8 500	736
Murapol	3Q 2016	Osowa	11 661 600	404	20 000	583
Robyg	4Q 2016	Śródmieście	42 255 000	1 500	82 500	512
SUMA			113 561 560	4 634	248 500	457
2017						
Murapol	1Q 2017	Wrzeszcz	11 900 000	158	8 670	1 373
Murapol	1Q 2017	Oksywie, Gdynia	25 750 000	627	30 400	847
J.W.Construction	2Q 2017	Letnica	20 500 000	530	33 000	621
Marvipol	3Q 2017	Zaspa	11 000 000	350	12 000	917
Archicom	4Q 2017	Chylonia, Gdynia	5 100 000	100	5 500	927
SUMA			74 250 000	1 765	89 570	829
2018						
Archicom	1Q 2018	Oksywie, Gdynia	2 500 000	60	3 300	758
Robyg	1Q 2018	Wrzeszcz	18 600 000	400	22 000	845
SUMA			21 100 000	460	25 300	834
KRAKÓW						
2015						
Lokum Deweloper	3Q 2015	Podgórze	44 200 000	964	55 000	804
SUMA			44 200 000	964	55 000	804
2016						
Lokum Deweloper	1Q 2016	Podgórze	33 200 000	576	31 000	1 071
Archicom	1H 2016	Podgórze	5 700 000	130	7 150	797
Murapol	4Q 2016	Podgórze	26 067 200	813	41 302	631
SUMA			64 967 200	1 519	79 452	818
2017						
Archicom	1Q 2017	Podgórze	3 630 000	85	4 675	776
Murapol	3Q 2017	Krowodrza	27 100 000	530	23 500	1 153
SUMA			30 730 000	615	28 175	1 091
POZNAŃ						
2016						
Ronson	3Q 2016	Grunwald	9 500 000	300	16 500	576
Murapol	4Q 2016	Nowe Miasto	4 550 000	189	9 904	459
SUMA			14 050 000	489	26 404	532
2017						
Murapol	1Q 2017	Nowe Miasto	36 000 000	711	35 000	1 029
Murapol	4Q 2017	Nowe Miasto	14 250 000	352	15 281	933
SUMA			50 250 000	1 063	50 281	999

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

Wartość PUM podana w raporcie bieżącym

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitentów

Spadek poziomu sprzedaży w stosunku do rekordowego 2017 r.

W pierwszych trzech kwartałach 2018 r. analizowani w raporcie deweloperzy osiągnęli wolumen kontraktacji na poziomie **17 213** lokali w porównaniu z 18 661 w analogicznym okresie 2017 r., co oznacza spadek o 7,8% r/r. W samym 3Q bieżącego roku deweloperzy sprzedali **5 172** mieszkań, co jest wynikiem o 20,5% gorszym od 3Q 2017 r. Warto zaznaczyć, że kontraktacja w 3Q 2018 r. była na poziomie sprzedaży lokali z 3Q 2016 r., w którym analizowane przez nas spółki sprzedały 5 229 mieszkań. W trzecim kwartale 2018 r. 10 wśród 14 analizowanych deweloperów zanotowało spadek poziomu kontraktacji wobec analogicznego okresu 2017 r. Dynamika sprzedaży widocznie wyhamowała, jednak należy zaznaczyć, że okresem odniesienia do tegorocznych danych jest rekordowy 2017 r. Zdajemy sobie sprawę, że prosperity z przełomu 2017 / 2018 r. jest już za nami, jednak uważamy, że obecna koniunktura rynku mieszkaniowego jest wciąż dobra.

Naszym zdaniem w 3Q 2018 r. cały czas widoczny był silny popyt na lokale mieszkalne. Jesteśmy zdania, że popyt konsumpcyjny związany z potrzebą społeczeństwa do posiadania mieszkania na własny użytek został już częściowo nasycony, jednak w kolejnych okresach nie spodziewamy się widocznego spadku zapotrzebowania na nowe lokale. Z kolei obecna sytuacja makroekonomiczna wskazująca na bogacenie się ludności oraz środowisko niskich stóp procentowych powinna wspierać popyt inwestycyjny. Uważamy, że w kolejnych kwartałach 2018 r. inwestycje w lokale mieszkalne będą wciąż popularną formą lokowania kapitału.

Jesteśmy zdania, że spadek sprzedaży lokali jest wynikiem głównie strony podażowej. Wśród największych wyzwań branży deweloperskiej ponownie dostrzegamy kwestie, które adresowaliśmy już w poprzedniej edycji naszego raportu, tj:

- problemy branży budowlanej związane z brakiem wystarczającej liczby pracowników, rosnącymi kosztami wykonawstwa i materiałów;
- problemy wynikające z działań sektora administracji samorządowej związane z wydłużającym się procesem pozyskiwania niezbędnych dla deweloperów decyzji;
- duża konkurencyjność na rynku gruntów związana z ograniczoną dostępnością działek.

Utrzymywanie się powyższych problemów może doprowadzić do obniżenia generowanych marż przez deweloperów oraz do opóźnień realizowanych projektów, co w efekcie końcowym może negatywnie przełożyć się na harmonogram oczekiwanych przepływów pieniężnych.

Jesteśmy zdania, że sprzedaż w ostatnim kwartale 2018 r. będzie wyższa od kontraktacji w 3Q bieżącego roku. W innym przypadku większość spółek, które opublikowała cele sprzedażowe, nie zrealizuje tegorocznych targetów kontraktacji. Sądzymy, że w przyszłych okresach deweloperzy jeszcze większą uwagę będą przykładali do utrzymywania generowanych marż. Uważamy, że w średnim terminie wygranymi będą spółki, które atrakcyjnie powiększały bank ziemi, mają pozwolenia na budowę oraz pełnią dla swoich inwestycji rolę generalnego wykonawcy. Posiadanie własnych zasobów siły roboczej umożliwia efektywniejszą kontrolę kosztów, jak i terminów realizowanych budów.

Posiadanie w swoich strukturach usług generalnego wykonawstwa jest odpowiedzią na problemy płynące z sektora firm budowlanych. W ostatnim czasie do grona deweloperów funkcjonujących w takim modelu dołączył **Dom Development** poprzez powołanie spółki Dom Development Construction oraz **Vantage Development**.

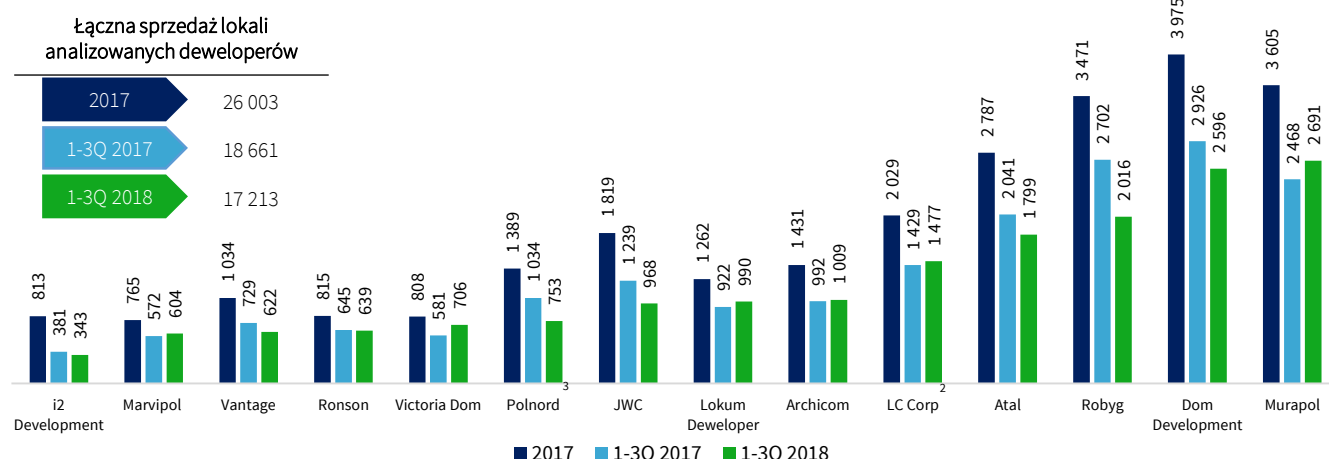
Sądzymy, że panujące w 3Q 2018 r. zastoje administracyjne skutkujące wydłużonym okresem oczekiwania na niezbędne decyzje zostaną zredukowane w wyniku zakończenia okresu wyborczego.

Murapol liderem sprzedaży w 1-3Q 2018 r.

W pierwszych trzech kwartałach 2018 r. wśród ujętych w raporcie spółek najwięcej lokali sprzedał **Murapol** – 2 691 mieszkań (uwzględniając rezerwacje), co oznacza 9,0% wzrost w stosunku do analogicznego okresu 2017 r. Deweloper w samym 3Q 2018 r. zakontraktował 893 mieszkania. Dodatkowo, w 3Q bieżącego roku Murapol uruchomił komercjalizację 6 nowych projektów zakładających realizację 1 023 mieszkań.

Wśród analizowanych deweloperów to właśnie Murapol opublikował najwyższy cel sprzedażowy na 2018 r. W bieżącym roku Grupa chce zakontraktować 3 700 mieszkań.

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2017 r. oraz 1-3Q 2017/2018 r.¹



¹ Sprzedaż definiowana jest jako suma umów deweloperskich, przedwstępnych oraz rezerwacyjnych

² Sprzedaż w okresie 1-3Q 2017 r. bez uwzględnienia umów rezerwacyjnych

³ Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

W samym 3Q 2018 r. najwięcej lokali sprzedał **Dom Development** (946 sztuk). Należy zaznaczyć jednak, że 2 duże projekty dewelopera: Marina Mokotów oraz Żoliborz Artystyczny II weszły do sprzedaży z opóźnieniem, co wpłynęło pozytywnie na poziom kontraktacji w analizowanym przez nas okresie. W związku z bardzo słabym 2Q 2018 r. spowodowanym głównie opóźnieniami decyzji administracyjnych, w trzech pierwszych kwartałach 2018 r. deweloper zakontraktował 2 596 mieszkań, co oznacza spadek o 11,9% r/r. Spółka nie publikowała celu sprzedażowego na 2018 r.

Trzecie miejsce na podium zajął **Robyg**, który w 1-3Q 2018 r. zanotował 25,4% spadek kontraktacji w stosunku do analogicznego okresu 2017 r. Deweloper zwraca uwagę, że poziom sprzedaży jest zgodny z przyjętym harmonogramem oraz wskazuje, że wszystkie lokale kontraktowane są jeszcze na etapie realizacji inwestycji. Warto zaznaczyć, że tegoroczny target sprzedażowy został obniżony z poziomu 3 300 mieszkań do 2 700 – 3 000, co oznacza, że deweloper w 4Q 2018 musi zakontraktować 680 -980 lokali.

Swoje plany sprzedażowe na 2018 r. zrewidował również **Archicom**. Deweloper obniżył tegoroczny target kontraktacji z 1 650 mieszkań do ubiegłorocznego poziomu (1 431 lokali). Zarząd Spółki tłumaczy aktualizację założeń zwiększeniem kosztów procesu inwestycyjnego oraz wydłużającymi się decyzjami administracyjnymi. Deweloper część projektów zaplanowanych na 2018 r. zacznie realizować w 2019 r. Sprzedaż Spółki w 1-3Q 2018 r. wyniosła 1 009 lokali w porównaniu z 992 rok wcześniej.

3Q 2018 okazał się bardzo dobry dla **Victoria Dom**, w którym deweloper zakontraktował blisko dwukrotnie więcej niż w analogicznym okresie 2017 r. Spółka efektywnie uzupełnia ofertę i ma solidne podstawy, aby pozytywnie zapatrywać się na 4Q 2018 r. W pierwszych trzech kwartałach 2018 r. deweloper sprzedał 706 lokali, co oznacza, że tegoroczny cel sprzedażowy Spółki (1 000 mieszkań) został z realizowany już w ponad 70%.

Wśród spółek, które zanotowały w 1-3Q 2018 r. wyższą sprzedaż w stosunku do analogicznego okresu 2017 r. znalazły się również **Marvipol Development**, **Lokum Deweloper**, a także **LC Corp**. Warto nadmienić, że przy uwzględnieniu umów rezerwacyjnych na koniec 3Q 2018 r., na dzień 30 września bieżącego roku **Lokum Deweloper** zrealizował swój tegoroczny cel sprzedażowy w 99%.

Pierwsze trzy kwartały 2018 r. oceniamy słabo w wykonaniu **i2 Development**. W 3Q 2018 r. deweloper zakontraktował jedynie 91 lokali, co oznacza blisko 50% spadek w stosunku do analogicznego okresu 2017 r. Biorąc pod uwagę poziom kontraktacji w 1-3Q 2018 r. (343 lokale) oraz fakt, że łączna ilość lokali w ofercie na koniec września 2018 r. wyniosła 320 mieszkań, uważamy, że realizacja tegorocznego celu sprzedażowego Spółki nie zostanie zrealizowania.

Wysoki spadek dynamiki kontraktacji w 1-3Q 2018 r. względem analogicznego okresu 2017 r. zanotował również **Vantage Development** (-14,7%), **JW Construction** (-21,9%) oraz **Polnord** (-27,2%).

Cele sprzedażowe analizowanych deweloperów (liczba lokali)^{1,2,3}

Deweloper	Cel sprzedażowy na 2017 r.	Bazowy cel sprzedażowy na 2018 r.	Aktualny cel sprzedażowy na 2018 r.	Sprzedaż w 1-3Q 2018 r.	Realizacja aktualnego celu na 2018 r.
i2 Development	-	>800	>800	343	42,9%
Victoria Dom	800	1 000	1 000	706	70,6%
Archicom	1 450	1 650	1 430	1 009	70,6%
Robyg	3 300	3 300	2 700 - 3 000	2 016	74,7%*
Atal	2 700 - 2 900	2 700 – 3 000	2 700 – 3 000	1 799	66,6%*
Murapol	4 000	3 700	3 700	2 691	72,7%
JW. Construction	1 500	1 500 - 2000	1 500 - 2000	968	64,5%
Lokum Deweloper	>1 000	>1 000	>1 000	990	99,0%
Vantage Development	900	900	900	622	69,1%
Ronson	>800	>800	>800	639	79,9%

¹Z uwzględnieniem umów rezerwacyjnych
²Z wyłączeniem Dom Development, LC Corp, Polnord z powodu nieupublicznienia celu sprzedażowego
³Z wyłączeniem Marvipol Development z powodu zbyt szeroko określonego celu sprzedażowe „Dwucyfrowy (w ujęciu proc.) wzrost wolumenu sprzedanych lokali”
*Uwzględniając dolny przedział publikowanego celu sprzedażowego
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Wysoka liczba przekazania, wynikiem bardzo dobrej sprzedaży w latach ubiegłych

Wysoka sprzedaż w 2016 oraz w rekordowym 2017 roku znajduje swoje odzwierciedlenie w liczbie przekazanych mieszkań w okresie 1Q -3Q 2018 r. W tym czasie analizowani deweloperzy przekazali łącznie **11 149 mieszkań**, co oznacza wzrost o 34,5% r/r. Należy pamiętać, że z danych historycznych wynika, że zdecydowanie najlepszy pod względem liczby przekazania jest 4Q. W latach 2015-2017 r. ostatni kwartał roku odpowiadał średnio za blisko 40% łącznego rocznego wolumenu przekazania. Biorąc pod uwagę bardzo dobrą sprzedaż deweloperów w 4Q 2016 r., spodziewamy się, że będzie miała ona widoczne przełożenie na bardzo wysoki poziom przekazania w 4Q 2018 r., a co za tym idzie w całym 2018 r. Jesteśmy również zdania, że wszyscy deweloperzy ujęci w raporcie powinni poprawić ubiegłoroczne wyniki pod względem liczby przekazanych mieszkań.

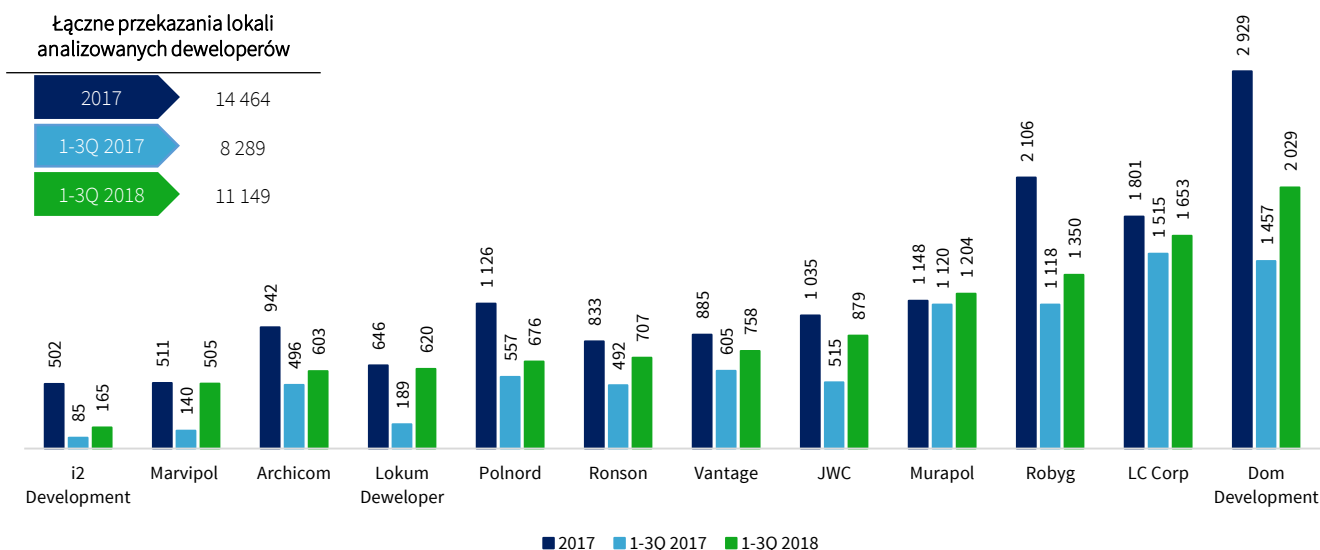
Wśród analizowanych deweloperów zdecydowanie wyróżnia się **Dom Development**, który jako jedyny przekroczył liczbę 2 000 przekazanych mieszkań. Spółka zakłada, że w całym 2018 r. uda się jej przekazać około 3 800 lokali.

Na uwagę zasługuje **Murapol**, który po trzech kwartałach 2018 r. przekazał więcej mieszkań niż w całym 2017 r. Deweloper zakłada, że w bieżącym roku przekaze łącznie 2 600 mieszkań.

Wielu deweloperów jest bliska osiągnięcia wyniku z 2017 r. Należą do nich między innymi: **Marvipol** (98,9%), **Lokum Deweloper** (95,6%) oraz **LC Corp** (91,8%).

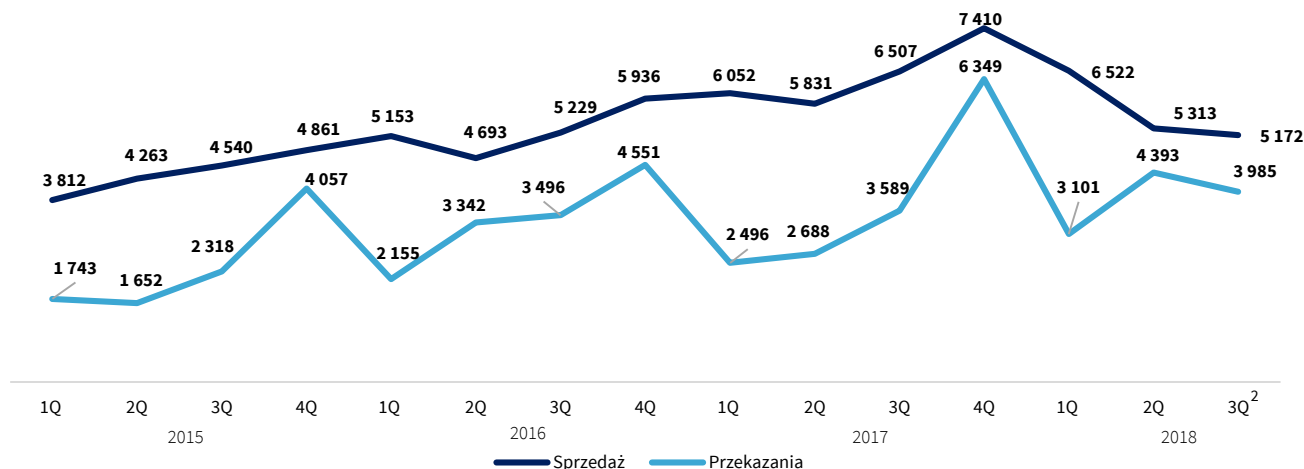
Zdecydowanie najmniej przekazanych mieszkań zaraportowało **i2 Development**, który przekazał zaledwie 165 mieszkań.

Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2017 r. oraz 1Q-3Q 2017/2018 r.



¹ Bez uwzględnienia Atal oraz Victoria Dom ze względu na brak danych porównywalnych
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Łączna kwartalna sprzedaż oraz liczba przekazania w latach 2015 – 3Q 2018 r.¹



¹ Przekazania z wyłączeniem i2 Development, Murapol, oraz Victoria Dom ze względu na brak porównywalnych danych.

² Brak przekazania Atal ze względu na brak opublikowanych danych za 3Q 2018 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Malejące zadłużenie finansowe spowodowane spadkiem wykorzystania kredytów bankowych

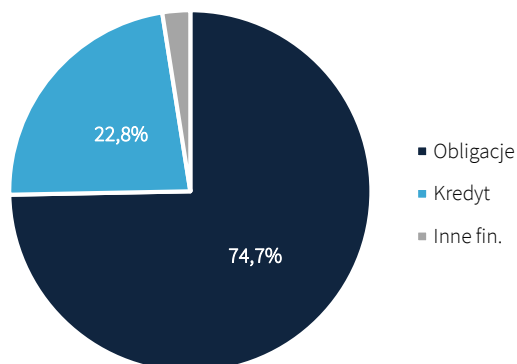
Według stanu na koniec czerwca 2018 r. analizowani w raporcie deweloperzy wykazali łączną wartość długu odsetkowego na poziomie niespełna **4,55 mld zł**, co oznacza spadek w stosunku do grudnia 2017 r. o 5,6%. W 1H 2018 r. widoczny był znaczący wzrost udziału obligacji w strukturze finansowania, który na koniec okresu sprawozdawczego wyniósł 74,7% w porównaniu z 67,4% na koniec 2017 r. Ponadto, utrzymanie wartości salda środków pieniężnych w 1H 2018 r. na poziomie zbliżonym do grudnia ubiegłego roku skutkowało spadkiem łącznego długu netto o 286,3 mln zł (-11,7%) do wartości niespełna **2,2 mld zł**.

Należy zaznaczyć, że spadek długu finansowego był spowodowany redukcją poziomu zadłużenia kredytowego. Na koniec czerwca 2018 r. poziom zadłużenia bankowego spadł o ponad 400 mln zł w stosunku do grudnia 2017 r. Wskazuje to na sytuację, w której deweloperzy znaczną część inwestycji realizują z wpływów od klientów. Dodatkowo, biorąc pod uwagę fakt, że banki niechętnie finansują rozwój banku ziemi, ponownie w pierwszej połowie roku zadłużenie z tytułu obligacji zdecydowanie przewyższało finansowanie bankowe.

Jesteśmy zdania, że dla branży deweloperskiej niepokojący jest pomysł ustawodawcy dotyczący likwidacji otwartych rachunków powierniczych. Uważamy, że wprowadzenie zmian znacząco podniesie koszty realizacji inwestycji oraz doprowadzi do konieczności zwiększenia wykorzystania zadłużenia bankowego. Likwidacja otwartych rachunków powierniczych może również wywrzeć na deweloperach presję szukania nowych źródeł finansowania. Wyzwanie może okazać się szczególnie trudne dla mniejszych spółek, które nie posiadają dostępu do zagranicznego kapitału oraz ich skala działalności nie jest w stanie zainteresować podmiotów lokalnego rynku kapitałowego.

Naszym zdaniem, jeżeli sentyment rynku obligacji korporacyjnych nie ulegnie poprawie, a banki nie zmienią swojej polityki w zakresie finansowania zakupów gruntów, w przyszłości deweloperom może być trudniej pozyskać kapitał na rozbudowę banku ziemi.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.06.2018 r.

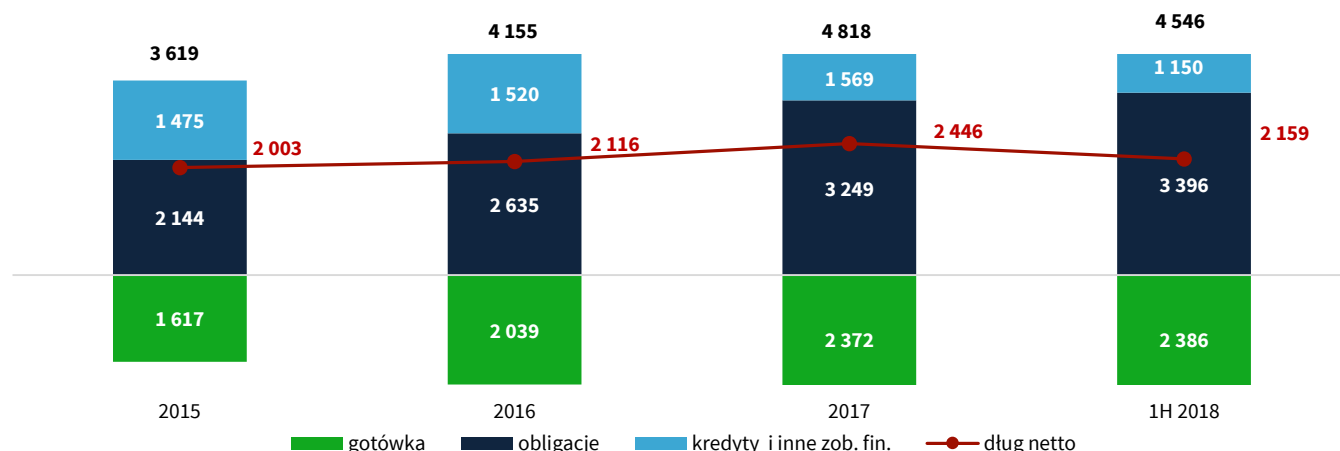


Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Obecnie większość z analizowanych przez nas spółek posiada bank ziemi na poziomie zapewniającym trwałość produkcji, jednak w dalszej perspektywie branża będzie musiała ponownie uzyskać środki na zakup nowych gruntów.

Według nas szansę deweloperów na pozyskanie nowego kapitału stanowić będzie powrót zaufania inwestorów do rynku obligacji korporacyjnych. Uważamy, że emisje transparentnych oraz wysokiej jakości spółek wciąż będą spotykać się z zainteresowaniem podmiotów rynku kapitałowego. Sądzymy jednak, że uplasowanie długu z sukcesem będzie wiązać się z podwyższeniem marży, bądź innej zachęty dla potencjalnych inwestorów. Uważamy, że czynnikiem wpływającym na sukces emisji (szczególnie dla nowych emitentów) może okazać się zabezpieczenie oferowanego długu.

Wartość zadłużenia finansowego, stan gotówki, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2015-1H 2018 (w mln zł) ^{1,2}



¹ W przypadku LC Corp, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.

² Uwzględniające dane Pro Forma Murapol

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Rozwój banku ziemi determinantą poziomu zadłużenia finansowego netto

W analizowanym okresie najniższy odczyt wartości długu netto zaraportował **Dom Development**. Deweloper na koniec 1H 2018 r. posiadał blisko 0,5 mld zł gotówki (uwzględniając środki na rachunkach powierniczych). Duży wpływ na saldo środków pieniężnych spółki miał brak zakupu nowych gruntów w Warszawie, co skutkowało odczytem wskaźnika dług netto / kapitał własny na poziomie -20,6%. Zarząd dewelopera szacuje jednak całoroczny odczyt w przedziale 5 – 15%.

Kolejny kwartał z rzędu wysoki poziom gotówki posiadał również **Atal**. W 2Q 2018 r. deweloper zwiększył saldo środków pieniężnych o 28,6 mln zł q/q. Warto zaznaczyć, że 2 oraz 9 lipca 2018 r. Spółka wypłaciła w formie dywidendy 137,0 mln zł, co powinno istotnie wpłynąć na wskaźniki zadłużenia dewelopera, które naszym zdaniem wciąż pozostaną na bezpiecznych poziomach.

Wśród analizowanych deweloperów warto zwrócić uwagę na strukturę długu **Victoria Dom** oraz **Ronson Development**. Na koniec czerwca 2018 r. Spółki nie wykazały zadłużenia z tytułu kredytów bankowych. Wobec czego obligacje korporacyjne stanowiły dla powyższych podmiotów jedyne źródło finansowania zewnętrznego.

W 1H 2018 r. poziom zadłużenia bankowego w stosunku do końca 2017 r. istotnie obniżył **Vantage Development** (-54,2 mln zł), **Polnord** (-100,7 mln zł) oraz **Robyg** (-107,5 mln zł), który jednak już na początku września zawarł pięcioletnią umowę kredytu na kwotę 125,0 mln zł.

Na koniec czerwca 2018 r. to właśnie **Robyg** posiadał najwyższy poziom zadłużenia odsetkowego netto. Deweloper w 1H 2018 r. w wyniku przedterminowych wykupów kilku serii obligacji, wydatków na zakup nowych gruntów, spłaty kredytów oraz pozostałych pożyczek mocno uszczuplił saldo środków pieniężnych. Biorąc pod uwagę nowo zaciągnięty kredyt oraz lipcową emisję o wartości 60 mln zł spodziewamy się znaczącego poziomu zalewarowania Spółki.

Dynamiczny wzrost długu netto w stosunku do grudnia 2017 r.

odnotował **Lokum Deweloper**. W 1H 2018 r. deweloper wykorzystał 14,5 mln zł kredytu bankowego na finansowanie realizacji inwestycji Lokum Vena. Dodatkowo, w wyniku wzrostu rozbudowy banku ziemi oraz kosztów budów saldo środków pieniężnych Spółki spadło o 103,9 mln zł. Zarząd Lokum Deweloper zapowiedział redukcję poziomu długu netto w najbliższych okresach, nie wykluczając, że wartość zadłużenia odsetkowego netto na koniec 2018 r. będzie oscylować w okolicach zera.

Wskaźniki zadłużenia skorelowane z cyklem realizacji inwestycji

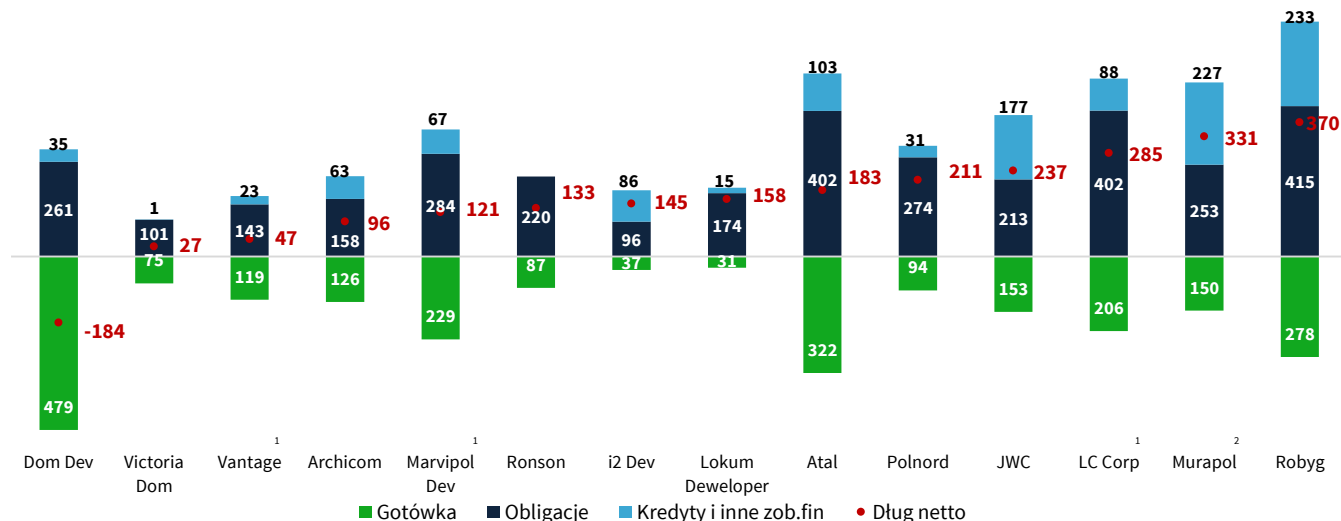
W 1H 2018 r. 9 z 14 analizowanych deweloperów obniżyło wskaźnik dług netto / kapitał własny w stosunku do końca 2018 r. Spadek poziomu zalewarowania świadczy o poprawie sytuacji bilansowej ujętych w raporcie spółek. Ponownie najniższy (ujemny) odczyt zanotował **Dom Development**. Wśród spółek warto wyróżnić **Victoria Dom**, która obniżyła relację długu z poziomu 0,78x do 0,29x.

Bazując na publikowanych przez **Murapol** sprawozdaniach Pro Forma, wyliczany zgodnie z naszą metodyką wskaźnik dług netto / kapitał własny na koniec 1H 2018 r. wyniósł 1,22x, co czyni go najwyższym wśród analizowanych przez nas spółek. Z kolei metodyka Grupy przyjęta na potrzeby warunków emisji wskazuje na wartość 1,19x (zgodnie z WEO odczyt nie może przekroczyć wartości 1,20x). Uważamy, że przedterminowy wykup z dnia 29 czerwca 2018 r. był spowodowany działaniami prowadzącymi do obniżenia wskaźnika finansowego.

Wśród analizowanych deweloperów jedynie **Polnord** nieznacznie obniżył poziom wskaźnika ogólnego zadłużenia. Zwracamy uwagę, że harmonogram inwestycji spółek zakłada, że większość lokali zostanie rozpoznana w wyniku w drugiej połowie roku, co niewątpliwie wpłynie na wzrost poziomu kapitału własnego oraz obniżenie wskaźników zadłużenia w kolejnych kwartałach.

Wynik analizy wskaźnikowej ukazano na kolejnej stronie raportu.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 1H 2018 r. (w mln zł)

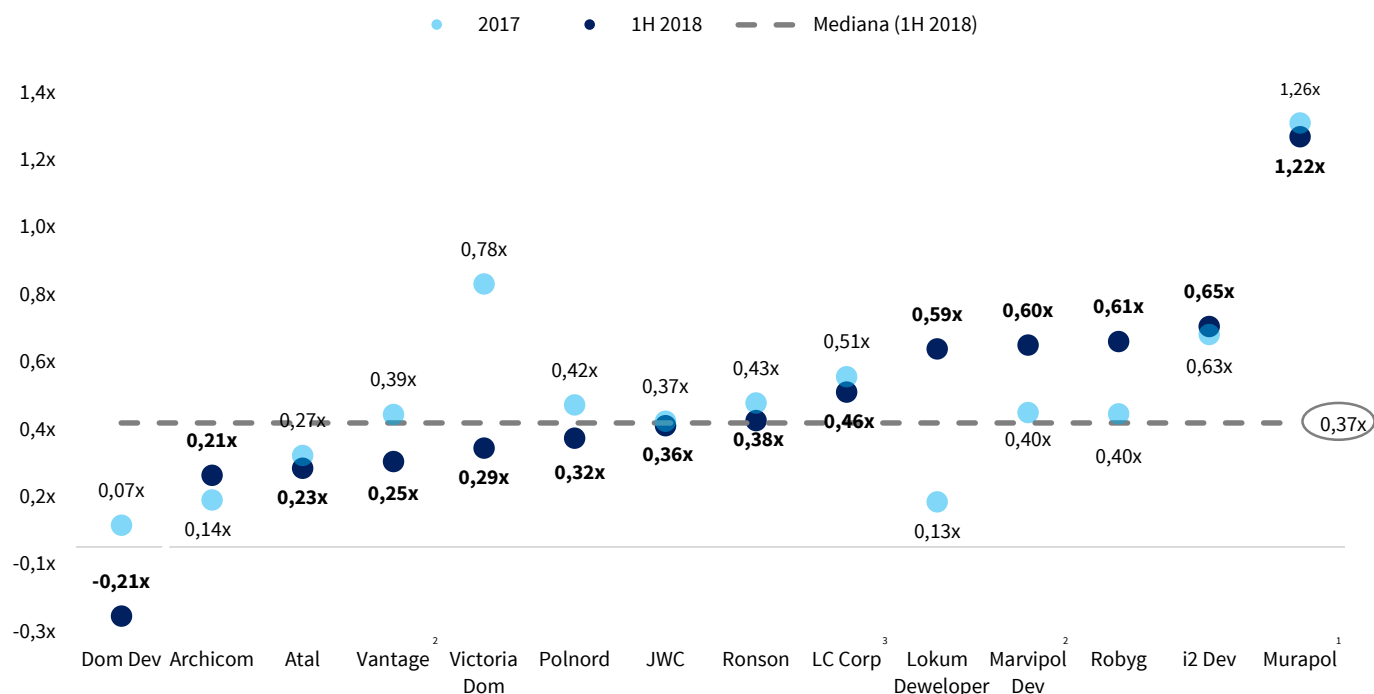


¹ Zadłużenie oraz środki pieniężne przypisane do segmentu mieszkaniowego

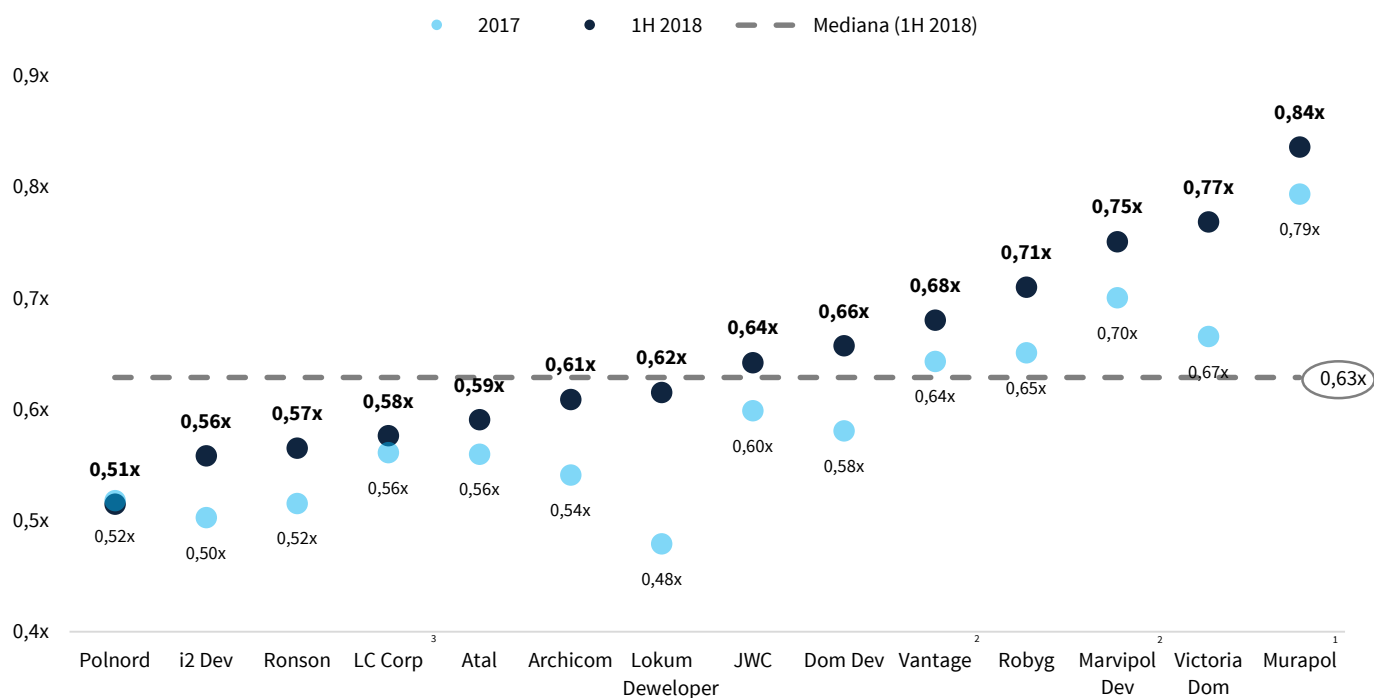
² Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Pro Forma Grupy Murapol nie wyodrębnia zadłużenia z tytułu obligacji. Ukazana wartość długu obligacyjnego stanowi szacunek Domu Maklerskiego Navigator

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w okresie 2017 – 1H 2018 r.



Wskaźnik ogólnego zadłużenia dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w okresie 2017 – 1H 2018 r.



¹ Dane Pro Forma

² Wyodrębniony segment mieszkaniowy

³ Segment komercyjny oraz mieszkaniowy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Pogorszenie nastroju rynku obligacji przyczyną niskiej liczby przeprowadzonych emisji

W trzecim kwartale 2018 r. miała miejsce niska aktywności deweloperów mieszkaniowych na rynku długu korporacyjnego. Wśród analizowanych w raporcie Spółek jedynie 5 z 14 deweloperów zdecydowało się w tym czasie na emisję obligacji o łącznej wartości **237,2 mln zł** (wliczając emisje Atal, które zostały objęte przez podmiot powiązane). Naszym zdaniem rynek w 3Q 2018 r. nie był zbyt łaskawy dla branży deweloperskiej.

W pierwszych trzech kwartałach bieżącego roku deweloperzy pozyskali z tytułu emisji obligacji **1,0 mld zł**. Jesteśmy zdania, że łączna wartość emisji w 2018 r. będzie nie wyższa od szóstorocznego poziomu, w którym analizowane przez nas podmioty uplasowały dług o wartości przekraczającej 1,3 mld zł.

Naszą opinie argumentujemy nienajlepszym sentymentem rynku obligacji korporacyjnych, który w znacznym stopniu ucierpiał w wyniku problemów spółki GetBack. Sytuacja windykatorka opisywana w prasie jako „Afera Getback” wpłynęła widocznie na wzrost kosztu kapitału pozyskiwanego w drodze emisji obligacji, nie tylko wśród emitentów z branży deweloperskiej. Dla spółek reprezentujących sektor deweloperski dostrzegamy średni wzrost marży o 0,5%.

3Q 2018 r. nie był też udany dla funduszy, w tym obligacyjnych. W analizowanym okresie obserwowaliśmy odpływ kapitału od funduszy dłużnych oraz transfer środków do bezpieczniejszych klas aktywów (fundusze skarbowe oraz pieniężne).

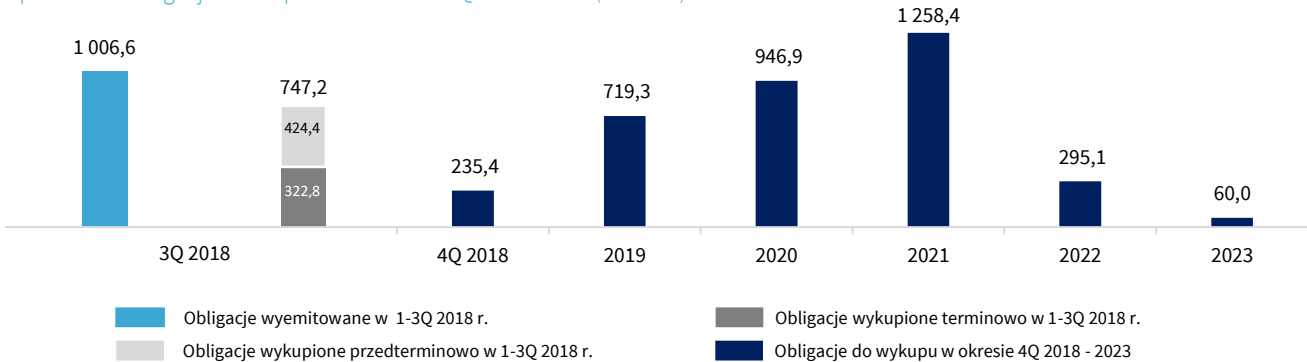
Dostrzegamy również niską aktywność deweloperów na rynku gruntów. Należy zaznaczyć, że znaczna część środków pozyskana w wyniku uplasowanego długu przeznaczana jest właśnie na rozwój banku ziemi. Deweloperzy posiadając grunty zapewniające stabilną produkcję, nie byli skłonni do nabywania nowych działek po zawyżonych cenach.

W 3Q 2018 r. ujęci w raporcie deweloperzy dokonali wykupów o łącznej wartości **102,1 mln zł**, z czego aż 76,2% (77,8 mln zł) stanowiły wykupu przedterminowe. W ostatnim kwartale bieżącego roku analizowane spółki są zobowiązane do wykupu długu o wartości **235,4 mln zł**, z kolei w latach 2019 -2023 wartość emisji do wykupu wynosi powyżej **3,5 mld zł**.

Jesteśmy zdania, że mimo trudnego rynku, część obligacji zapadająca w ostatnim kwartale 2018 r. zostanie zrefinansowana nowymi emisjami. Mimo nienajlepszego sentymentu rynku, na dalsze okresy zapatrujemy się pozytywniej. Zakładamy ustabilizowanie się rynku po sytuacji z Getback, która naszym zdaniem może w pewnym stopniu oczyścić rynek z niskiej jakości emitentów oraz nieetycznych działań dystrybutorów.

Dostrzegamy jednak ryzyko związane z ostatnimi działaniami regulatora, które nie są konsultowane z rynkiem kapitałowym. Naszym zdaniem prace legislacyjne mogą skutkować przeregulowaniem rynku w przyszłych okresach, co może utrudnić funkcjonowanie rynku obligacji zarówno dla emitentów, jak i inwestorów.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 4Q 2018 – 2023 (w mln zł)



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

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 3Q 2018 r.¹

Deweloper	Data emisji	Planowana wartość emisji (mln PLN)	Uplasowana wartość emisji (mln PLN)	uplasowana wartość planowana wartość	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Archicom	lipiec 2018	50,0	50,0	100%	4	WIBOR 3M + 2,90%	Nie
i2 Development	wrzesień 2018	14,0	9,0	64%	2,5	WIBOR 3M + marża	Tak
	wrzesień 2018	30,0	30,0	100%	3	WIBOR 3M + marża	Tak
Murapol ²	lipiec 2018	39,2	39,2	100%	3	b/d (stałe)	Tak
Murapol ³	lipiec 2018	14,7	14,7	100%	3	5,00% (stałe)	Tak
Robyg	lipiec 2018	100,0	60,0	60%	5	WIBOR 6M + 2,85%	Nie
Suma		247,9	202,9				

¹ Wyluczając lipcowe emisje Atal o łącznej wartości 34,3 mln zł, które zostały objęte przez podmioty powiązane

² Emisja spółki zależnej – Partner

³ Emisja spółki zależnej – Abadon Real Estate

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

W okresie lipiec – wrzesień 2018 r. ponownie najwięcej kapitału w wyniku emisji obligacji pozyskał **Robyg**. W lipcu 2018 r. deweloper ubiegał się o uplasowanie emisji serii PB o wartości 100 mln zł. Mimo podwyższenia kuponu w stosunku do ostatniej emisji (PA) o 0,15%, Spółka pozyskała „jedyne” 60 mln zł. Należy przypomnieć, że jeszcze w marcu Spółka z sukcesem uplasowała serię PA o wartości 300 mln zł.

Nienajlepsze nastroje panujące na rynku długu spółek deweloperskich potwierdziły również 2 emisje **i2 Development**, które także nie zakończyły się 100% subskrypcją. Spółka pod koniec czerwca 2018 r. pozyskała z oferty publicznej serii F 15,1 mln zł (ubiegała się o 20,0 mln zł) oraz z zabezpieczonej oferty prywatnej serii G 9,0 mln zł (ubiegała się o 14,0 mln zł). Pod koniec września 2018 r. deweloper poprzez emisję zabezpieczonych obligacji serii H pozyskał 30 mln zł. Biorąc pod uwagę fakt, że oferta była skierowana do jednej instytucji finansowej, możemy przypuszczać, że w tej sytuacji nabywca serii H posiadał silną pozycję negocjacyjną, co mogło wywrzeć na deweloperze konieczność podwyższenia kuponu względem ostatnich emisji.

W 3Q 2018 r. **Atal** przeprowadził 4 emisje o łącznej wartości nominalnej 34,3 mln zł. Należy zaznaczyć, że całość została objęta przez podmioty powiązane z deweloperem.

W 3Q 2018 r. **Murapol** poprzez swoje spółki zależne (Partner oraz Abadon Real Estate) uplasował odpowiednio 39,2 mln zł (seria B) oraz 14,7 mln zł (seria 013). Warto zaznaczyć, że emisje zostały poprzedzone przedterminowymi wykupami również 2 serii o wartości nominalnej 40,0 mln zł (seria A) oraz 15,0 mln zł (seria 011). Cena emisyjna jednej obligacji lipcowych emisji serii B oraz 013 wyniosła 980 zł. Spółka nie publikowała informacji dotyczących ceny emisyjnej serii A oraz 011.

3Q 2018 r. w kontekście pozyskania finansowania oceniamy pozytywnie dla Spółki **Archicom**, która w wyniku lipcowej emisji serii M3/2018 pozyskała 50 mln zł. Należy jednak zaznaczyć, że Spółka również nie uniknęła podwyższenia marży obligacji.

W 3Q 2018 r. ujęci w raporcie deweloperzy dokonali wykupów o łącznej wartości **102,1 mln zł**, z czego aż 76,2% (77,8 mln zł) stanowiły wykupu przedterminowe. Należy podkreślić, że na powyższe wartości duży wpływ miały działania **Grupy Murapol**.

W lipcu 2018 r. spółka Abadon Real Estate dokonała wcześniej wspomnianego przedterminowego wykupu serii 011. Dodatkowo, przedterminowy wykup serii A wyemitowanej przez Partner, zgodnie z warunkami emisji umożliwił obligatariuszom serii T, U, W oraz Z skorzystanie z uprawnienia żądania wcześniejszego wykupu. Murapol zrealizował żądania obligatariuszy dnia 7 i 10 sierpnia 2018 r. – łączna wartość wykupu (wraz z odsetkami) wyniosła 30,7 mln zł.

Podobnie jak w ubiegłym kwartale bieżącego roku, na dzień 30 września 2018 r. największy outstanding zadłużenia z tytułu emisji długu posiadał **Robyg**. Warto zaznaczyć, że za sprawą emisji serii PB, Spółka jako pierwsza wśród analizowanych przez nas deweloperów posiada dług o terminie zapadalności przypadającym na 2023 rok.

Mimo nienajlepszego sentymentu rynku długu, w 4Q 2018 r. spodziewamy się kilku nowych emisji. **Atal** we wrześniu poinformował o chęci pozyskania 80 mln zł z jednej lub kilku ofert prywatnych. 9 października Spółka poinformowała o podjęciu uchwały w sprawie ustalenia warunków emisji dwuletniej serii AM o wartości 70 mln zł. Naszym zdaniem celem emisji będzie zrefinansowanie serii U oraz W. Zarząd **Marvipol** nie wykluczył, że deweloper w ramach ustanowionego programu do końca roku zdecyduje się na emisję ok. 60 mln zł. Warto odnotować, że na początku października **LC Corp** zdecydował o programie emisji obligacji o wartości do 400 mln zł z czego część być może trafi na rynek w ostatnim kwartale 2018 r.

W odniesieniu do ostatnich wydarzeń rynkowych związanych z GetBack, inwestorzy coraz większą uwagę przykładają do zdolności Spółki do obsługi długu oraz w swoich analizach mocniej akcentują ryzyko defaultu. Co za tym idzie, potencjalni nabywcy obligacji przymiennie patrzą na zabezpieczenie emitowanego długu. Jesteśmy zdania, że przy obecnym sentymencie rynku, zabezpieczenie emisji może w znacznym stopniu zwiększyć prawdopodobieństwo sukcesu pozyskania finansowania obligacyjnego. Za przykład potwierdzający naszą tezę może służyć sierpniowa emisja serii B spółki **JHM Development**, która po dokonaniu redukcji zapisów dokonała przydziału o wartości 10,5 mln zł. Dodatkowo, pod koniec sierpnia 2018 r. **Inpro** poinformowało o planach emisji obligacji do 20 mln zł, która również ma zostać zabezpieczona hipoteką.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 4Q 2018 – 2023 (w mln zł)

Deweloper	Emisje		Wykupy		Wykupy						Suma do wykupu
	3Q 2018	1-3Q 2018	3Q 2018	1-3Q 2018	4Q 2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Robyg	60,0	360,0	8,0	289,1 ³	58,5	0,0	0,0	337,3	0,0	60,0	455,8
Atal	34,3	126,3	11,0	86,0	80,0	218,5	56,3	70,0	0,0	0,0	424,8 ¹
LC Corp	0,0	45,0	0,0	0,0	50,0	50,0	65,0	140,0	95,0	0,0	400,0
Marvipol	0,0	40,0	0,0	4,0	0,0	72,0	114,0	80,1	16,0	0,0	282,1
Murapol	53,9	146,7	45,5	115,5	22,5	49,1	99,2	82,8	7,7	0,0	261,2 ²
Dom Development	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0	0,0	100,0	110,0	50,0	0,0	260,0
Polnord	0,0	76,8	20,0	107,4	0,0	136,8	43,2	76,8	0,0	0,0	256,8
Ronson	0,0	50,0	0,0	27,2	15,0	50,0	35,0	70,0	50,0	0,0	220,0
J.W. Construction	0,0	0,0	0,0	7,0	9,4	70,3	128,8	0,0	0,0	0,0	208,5
Archicom	50,0	62,8	7,5	15,5	0,0	47,6	85,3	11,5	56,4	0,0	200,8
Lokum Deweloper	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	75,0	100,0	0,0	0,0	175,0
Vantage Development	0,0	10,0	0,0	20,5	0,0	0,0	65,0	80,0	0,0	0,0	145,0
i2 Development	39,0	69,1	10,0	10,0	0,0	25,0	60,1	39,0	0,0	0,0	124,1
Victoria Dom	0,0	20,0	0,0	15,0	0,0	0,0	20,0	61,1	20,0	0,0	101,1
SUMA	237,2	1 006,6	102,2	747,2	235,4	719,3	946,9	1 258,4	295,1	60,0	3 515,1

¹ W tym 134,8 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane.

² W tym 108,0 mln zł wyemitowane zostało przez spółki zależne (Abadon Real Estate – 24,7 mln zł, Partner – 39,2 mln zł, Aoram – 44,1 mln zł).

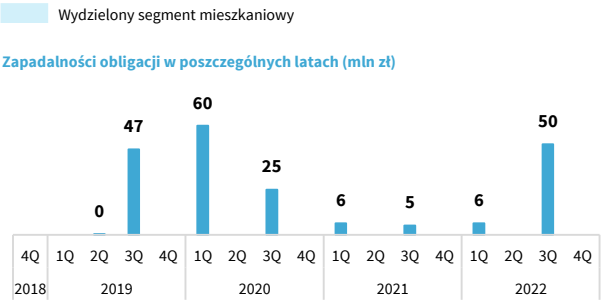
³ W dniu 18.06.2018 r. Aegon OFE zażądał wcześniejszego wykupu obligacji serii S o wartości 8 mln zł. Zgodnie z warunkami emisji, Robyg miał 30 dni na realizację wezwania. Pomimo braku komunikatu dotyczącego realizacji wykupu, przyjęliśmy, że Robyg spełnił żądanie Aegon OFE w 3Q 2018 r.

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

ARCHICOM

- Po pierwszych trzech kwartałach, deweloper osiągnął sprzedaż na poziomie 1 009 mieszkań (+1,7% r/r). Należy pamiętać, że w sierpniu b.r. Archicom obniżył cel sprzedażowy na 2018 r. z 1 650 mieszkań do około 1 430 lokali (-13,3%). Jako przyczyny obniżenia prognoz deweloper wskazuje m.in. na wydłużające się procedury administracyjne.
- W naszej ocenie, biorąc pod uwagę wielkość oferty mieszkań (w tym dobrze sprzedające się inwestycje Olimpia Port oraz Cztery Pory Roku), Spółka powinna osiągnąć zakładaną wysokość sprzedaży. Do tej pory cel sprzedażowy został zrealizowany w 70,6%.
- Jednocześnie deweloper przekazał 603 mieszkania (+21,6% r/r) – celem Zarządu na 2018 r. jest przekazanie około 1 250 lokali.
- Spółka wciąż posiada zadowalający bank ziemi, który według stanu na dzień 30.06.2018 r. pozwalał na wybudowanie blisko 5 700 mieszkań. Od początku 2018 r. Grupa zakupiła grunty pozwalające na wybudowanie około 420 lokali mieszkalnych.
- W połowie lipca b.r. Archicom wyemitował 4 letnie obligacje serii M3/2018 (o oprocentowaniu WIBOR3M+2,9%), pozyskując tym samym 50 mln zł. Na uwagę zasługuje wzrost marży w stosunku do poprzednich emisji. Obligacje serii M3/2018 trafiły pod koniec września do obrotu na rynek Catalyst. Obligacje wyemitowane zostały w ramach programu emisji na łączną kwotę 250 mln zł. W naszej ocenie Archicom nie ma presji dokonania kolejnych emisji w najbliższym czasie, ponieważ najwcześniej zapadające obligacje datowane są na połowę roku 2019 r. Spodziewamy się kolejnych emisji w pierwszej połowie przyszłego roku.
- Również, w połowie lipca, deweloper nabył w celu umorzenia obligacje serii M1/2016 o łącznej wartości nominalnej 7,5 mln zł (stanowiących 13,6% pierwotnej wielkości emisji).

w mln zł	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	147,1	270,2	324,7	116,8	148,3
Zysk brutto ze sprzedaży	45,5	72,9	88,1	32,6	38,7
Marża brutto ze sprzedaży	31,0%	27,0%	27,1%	27,9%	26,1%
EBIT	28,2	45,6	70,2	17,7	18,9
Marża EBIT	19,2%	16,9%	21,6%	15,2%	12,7%
Zysk netto	28,3	38,5	57,3	14,9	14,2
Marża netto	19,2%	14,2%	17,7%	12,8%	9,6%
Kapitał własny	290,4	374,7	473,7	373,9	448,6
Zadłużenie finansowe	72,5	115,8	196,2	204,1	221,5
Kredyty i inne	56,2	53,2	43,0	81,2	63,1
Obligacje	16,4	62,7	153,2	122,9	158,4
% obligacji w zadłużeniu	22,6%	54,1%	78,1%	60,2%	71,5%
Gotówka	35,6	72,8	130,0	149,4	125,8
Dług netto	37,0	43,0	66,2	54,7	95,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	46,4%	47,6%	54,1%	54,3%	60,9%
Dług netto/KW	12,7%	11,5%	14,0%	14,6%	21,3%



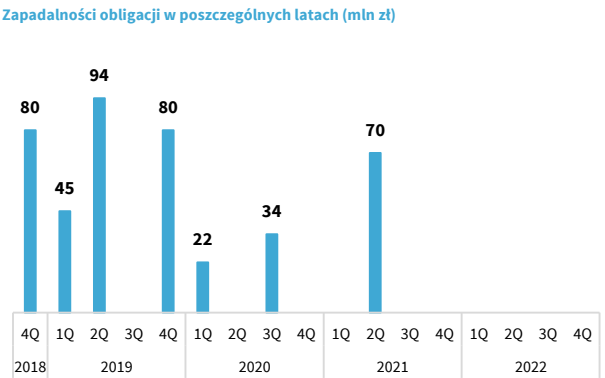
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ATAL

- Po trzech kwartałach b.r. sprzedaż Atal wyniosła 1 799 lokali i była niższa o 11,9% niż w analogicznym okresie 2017 r. Na dobre wyniki sprzedażowe bez wątpienia wpływ miało wprowadzenie do sprzedaży nowych inwestycji m.in. w Katowicach oraz Łodzi (deweloper uznaje powyższe rynki za perspektywiczne). Zarząd zmniejszył jednak początkowe szacunki sprzedażowe w całym 2018 r. z górnych widełek 3 000 lokali do 2 700 mieszkań.
- Sprzedaż w samym drugim kwartale była nieznacznie gorsza r/r ze względu na przedłużające się decyzje administracyjne (głównie w Warszawie) oraz niewielkie opóźnienia we wprowadzeniu niektórych inwestycji do oferty.
- Naszym zdaniem deweloper nie powinien mieć problemu z realizacją tegorocznego celu sprzedażowego. Należy zaznaczyć, że pod koniec 3 kwartału, Spółka wprowadziła do sprzedaży m.in. inwestycje Centro Ursus w Warszawie oraz Atal Kliny Zacisze II w Krakowie, które będą miały istotny wpływ na kształtowanie się sprzedaży w ostatnim kwartale b.r.
- Atal nie podał kwartalnych wyników przekazania mieszkań. Niemniej, Zarząd prognozuje, że w 2018 r. spółce uda się przekazać około 2 500 mieszkań.
- W pierwszym półroczu b.r. całkowite nakłady na grunty wyniosły 127 mln zł (38 mln zł w 1Q 2018 r. oraz 89 mln zł w 2Q 2018 r.), zaś średnia cena wyniosła około 830 zł/PUM. W całym 2018 r. Atal planuje przeznaczyć ponad 200 mln zł na zakup gruntów. Dla porównania nakłady w roku ubiegłym wyniosły 240 mln zł. Co również istotne, w pierwszej połowie b.r. deweloper dokonał zakupu gruntów we wszystkich miastach, w których prowadzi obecnie działalność.
- Deweloper dobrze zarządza sferą kosztową swojej działalności. Relacja kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu do przychodów z działalności wynosi łącznie 1,2% i osiąga jedne z najniższych wartości spośród czołowych deweloperów.
- Spółka poinformowała pod koniec września b.r. o utworzeniu programu emisji obligacji o wartości do 80 mln zł. Zakładamy, że Atal będzie chciał w najbliższym czasie wyemitować obligacje, zważywszy, że w 4Q b.r. zapada mu dług o tej samej wysokości. W roku 2019 deweloper ma do zrefinansowania obligacje o wartości 219 mln zł, z czego jednak około 27% stanowią obligacje objęte przez podmioty powiązane.
- Naszym zdaniem, za sprawą dywersyfikacji działalności (żadne z miast nie ma zdecydowanego udziału w sprzedaży), dyscypliny kosztowej oraz niskich wskaźników zadłużenia, Atal jest dobrze przygotowany na kolejne lata działalności oraz możliwe pogorszenie koniunktury rynku mieszkaniowego.

w mln zł	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	226,8	506,8	865,8	419,4	638,0
Zysk brutto ze sprzedaży	62,8	136,9	247,6	126,7	180,0
Marża brutto ze sprzedaży	27,7%	27,0%	28,6%	30,2%	28,2%
Zysk netto	47,3	89,4	171,2	93,5	131,0
Marża netto	20,8%	17,6%	19,8%	22,3%	20,5%
Kapitał własny	611,6	675,6	788,3	703,4	781,9
Zadłużenie finansowe	329,0	511,1	479,9	598,8	504,8
Kredyty i inne	239,0	254,2	91,8	253,4	103,3
Obligacje	89,9	256,8	388,2	345,4	401,5 ¹
% obligacji w zadłużeniu	27,3%	50,3%	80,9%	57,7%	79,5%
Gotówka	129,6	187,5	265,8	245,6	322,2
Dług netto	199,3	323,6	214,1	353,3	182,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,5%	55,4%	56,0%	59,4%	59,1%
Dług netto/KW	32,6%	47,9%	27,2%	50,2%	23,4%

¹ z czego około 101 mln zł stanowią obligacje objęte przez podmioty powiązane.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

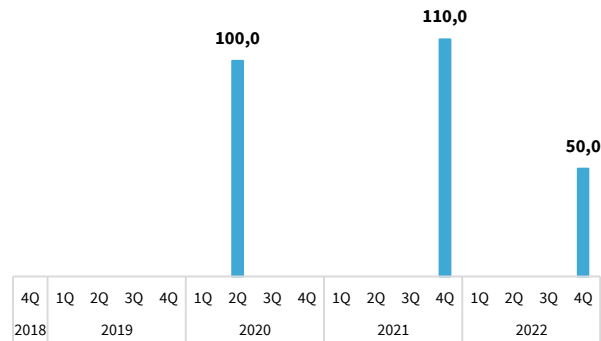
DOM DEVELOPMENT

- W 3Q 2018 r. Dom Development sprzedał 946 lokali (706 w Warszawie, 180 w Trójmieście, 60 we Wrocławiu) oraz przekazał 687 mieszkań. W trzech pierwszych kwartałach roku spółka zakontraktowała 2 596, co jest wynikiem o 11,3% gorszym w stosunku do analogicznego okresu 2017 r.
- Zarząd dewelopera podtrzymał prognozy dotyczące liczby przekazania na 2018 r. (3 800 lokali) oraz obniżył założenia dotyczące lokali wprowadzonych do realizacji z 4 500 do 4 150 mieszkań.
- Powołana w marcu 2018 r. spółka Dom Development Construction zawarła w maju bieżącego roku pierwszą umowę o generalne wykonawstwo. Podmiot będzie realizować inwestycję Żoliborz Artystyczny (3 etapy o łącznej liczbie 1 200 lokali mieszkalnych i 56 usługowych). Wynagrodzenie z tego tytułu wyniesie 353,1 mln zł netto. Zakończenie ostatniego etapu planowane jest na 4Q 2021 r., jednak deweloper komunikował o możliwości przyspieszenia rozpoczęcia budowy 2 i 3 etapu inwestycji.
- W 1H 2018 r. deweloper zwiększył swój bank ziemi o nowe grunty w Trójmieście i we Wrocławiu, które pozwolą na budowę odpowiednio 800 i 300 mieszkań. Na koniec czerwca 2018 r. Dom Development dysponował gruntami umożliwiającymi realizację 7 078 lokali, co powinno zapewnić podmiotowi 2-letnią produkcję.
- Na koniec 2Q bieżącego roku deweloper posiadał w realizacji 6 409 lokali, co stanowi rekordowy odczyt w historii Dom Development.
- Warto zaznaczyć, że dynamiczny wzrost przychodów i zysku Dom Development jest w dużej mierze pochodną przejęcia Eurostylu, który nie był uwzględniony w wynikach za pierwsze półrocze 2017 r. Uwzględniając wyniki dewelopera oraz obecny plan realizowanych projektów w Trójmieście, w naszej ocenie akwizycję Eurostylu należy uznać za udaną. Dom Development nie planuje na razie kolejnych przejęć oraz rozszerzenia działalności o nowe rynki.
- Wysoki poziom gotówki na dzień 30 czerwca 2018 r. jest ściśle związany z brakiem zakupu nowych gruntów w Warszawie. Ponadto deweloper w 1Q 2018 r. dokonał wykupu obligacji o wartości nominalnej 50 mln zł, co przyczyniło się do dalszego obniżenia długu netto. Jesteśmy zdania, że Spółka posiada bardzo komfortową strukturę zapadalności długu.
- Deweloper odniósł się do osiągniętego wyniku netto za 1H 2018 r, który według Zarządu Spółki powinien stanowić ok. 1/3 rocznego wyniku. Prognozy Dom Development zakładają, że około 60% tegorocznego zysku netto zostanie osiągnięte w ostatnim kwartale roku.

w mln zł	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	904,2	1153,0	1404,7	435,5	639,2
Zysk brutto ze sprzedaży	203,9	271,1	385,7	116,4	178,9
Marża brutto ze sprz.	22,6%	23,5%	27,5%	26,7%	28,0%
Zysk netto	80,8	125,8	190,8	48,0	76,3
Marża netto	8,9%	10,9%	13,6%	11,0%	11,9%
Kapitał własny	883,4	929,5	1002,3	855,1	894,3
Zadłużenie finansowe	373,4	383,9	396,4	261,3	295,8
Kredyty i inne	100,0	0,0	85,0	0,0	35,0
Obligacje	273,4	383,9	311,4	261,3	260,8
% obligacji w zadłużeniu	73,2%	100,0%	78,6%	100,0%	88,2%
Gotówka¹	225,3	437,0	331,2	365,2	479,4
Dług netto	148,1	-53,1	65,2	-103,9	-183,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,6%	53,0%	58,1%	62,6%	65,7%
Dług netto/KW	16,8%	-5,7%	6,5%	-12,2%	-20,5%

¹ uwzględniając środki na rachunkach powierniczych

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

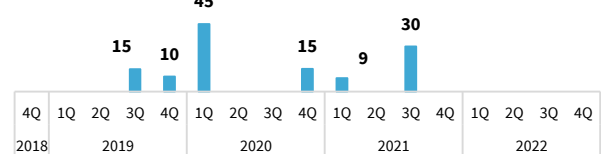
i2 DEVELOPMENT

- Po pierwszych trzech kwartałach 2018 r. i2 Development sprzedał w ramach umów przedwstępnych, deweloperskich i rezerwacyjnych 343 lokali, o 10% mniej niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Przypominamy, że cel sprzedażowy na 2018 r. przedstawiony przez Zarząd dewelopera zakłada sprzedaż ponad 800 lokali. Obecnie cel sprzedażowy jest zrealizowany raptem w 43%. Biorąc pod uwagę obecny poziom sprzedaży Spółki oraz poziom oferty dewelopera na koniec 3Q 2018 r. (320 lokali), jesteśmy zdania, że tegoroczny cel sprzedażowy nie zostanie zrealizowany.
- W tym samym okresie spółka przekazała klientom 165 mieszkań (+94,1% r/r). W ocenie Zarządu, w II półroczu 2018 roku nastąpi znaczny przyrost przekazanych lokali, które zostaną odzwierciedlone w przyszłych wynikach Grupy. i2 Development prognozuje rozpoznanie w wyniku za 2018 r. około 660 lokali, jednak naszym zdaniem będzie to trudne do zrealizowania.
- We wrześniu b.r. deweloper zakupił działkę we Wrocławiu pod około 600 lokali (22 tys. m² PUM) za cenę 19,7 mln zł (średnia cena do PUM na poziomie 895 zł.).
- W połowie września b.r. Spółka wyemitowała 2,5 letnie, zabezpieczone obligacje serii G o wartości 9 mln zł, przy pierwotnej ofercie opiewającej na 14 mln zł. Kilka dni później deweloper wyemitował 3 letnie obligacje serii H w wysokości 30 mln zł, wykupując jednocześnie przedterminowo papiery serii A (10 mln zł). Całkowity outstanding obligacji na koniec września wynosił 124,1 mln zł.
- Należy przypomnieć, że i2 Development pozostaje w procesie przeglądu opcji strategicznych. Wciąż nie zostały podjęte żadne konkretne decyzje, jak również nie podano informacji odnośnie potencjalnych terminów zakończenia przeglądu.

w mln zł	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	84,6	93,5	121,5	15,0	61,2
Przychody	22,2	147,0	55,2	4,2	52,4
EBITDA	0,6	72,7	19,9	-5,5	4,2
Marża EBITDA	2,7%	49,5%	36,0%	-131,0%	8,0%
EBIT	0,6	72,7	19,9	-5,5	4,0
Marża EBIT	2,7%	49,5%	36,0%	-131,0%	7,6%
Zysk netto	16,8	6,0	10,8	-11,7	2,2
Marża netto	19,8%	6,4%	8,9%	-78,0%	3,6%
Kapitał własny	202,3	237,3	230,5	207,9	221,8
Zadłużenie finansowe	97,4	84,9	165,6	167,4	182,2
Kredyty i inne	87,4	74,8	99,7	83,7	86,1
Obligacje	10,0	10,1	65,9	83,7	96,1
% obligacji w zadłużeniu	10,3%	11,9%	39,8%	50,0%	52,7%
Gotówka	12,6	9,3	20,2	15,2	37,0
Dług netto	84,8	75,6	145,4	152,2	145,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	40,6%	35,6%	50,3%	48,7%	55,8%
Dług netto/KW	41,9%	31,8%	63,1%	73,2%	65,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

J.W. CONSTRUCTION

- W 3Q 2018 r. sprzedaż Spółki wyniosła 210 mieszkań, co jest wynikiem o 46,0% gorszym od analogicznego okresu 2017 r. Na dzień 30.09.2018 r. deweloper zakontraktował 968 lokali (-21,9% r/r). Spółka planuje utrzymanie tegorocznego, jak i przyszłorocznego wolumenu sprzedaży na poziomie 1 500 – 2 000 lokali. W 3Q 2018 r. szacowana liczba lokali, które zostaną rozpoznane w wyniku finansowym dewelopera wyniosła 740 sztuk.
- Naszym zdaniem czynnikiem sprzyjającym realizacji założeń może okazać się sprzedaż ostatniego etapu osiedla Bliska Wola – w maju 2018 r. Spółka uzyskała pozwolenie na budowę umożliwiające realizację blisko 1 500 mieszkań. Warto przypomnieć, że inwestycja jest flagowym projektem dewelopera, który od 2014 r. znacząco wpływa na generowane przez niego wyniki. Z uwagi na fakt, że deweloper nabył grunt pod inwestycję w 2012 r. za blisko 155 mln zł netto, jesteśmy zdania, że ostatni etap osiedla okaże się wysoce rentowny dla Spółki.
- W sierpniu 2018 r. deweloper zawarł warunkową umowę nabycia nieruchomości o powierzchni 29,4 ha za kwotę 21 mln zł brutto w miejscowości Zawada (ok. 30 km od Krakowa), gdzie planowana jest budowa 1 769 lokali.
- Na koniec 1H 2018 r. Spółka posiadała 2 006 lokali w ofercie oraz 5 800 mieszkań planowanych do wprowadzenia do sprzedaży, co powinno zapewnić 4-letnią ofertę Spółki.
- Dostrzegamy dalsze działania Spółki prowadzące do dywersyfikacji działalności. W 1 H 2018 r. blisko 40% łącznej powierzchni przygotowywanych do uruchomienia inwestycji stanowiła powierzchnia magazynowa i apartotelowo-komercyjna.
- Ujemny wynik finansowy dewelopera jest związany głównie ze sprzedażą wrocławskiej nieruchomości przy ul. Powstańców Śląskich o powierzchni 0,36 ha za kwotę 1 mln PLN. Spółka stwierdziła brak spełnienia parametrów technicznych przedmiotowej nieruchomości, co wiązało się z brakiem możliwości realizacji rentownej inwestycji. Transakcja sprzedaży skutkowałą stratą na kwotę 15,2 mln zł.

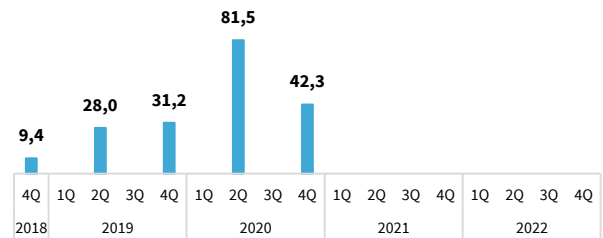
LC CORP

- Sprzedaż mieszkań LC Corp po trzech kwartałach 2018 r. (w ramach umów przedwstępnych i deweloperskich) wyniosła 1 397 mieszkań i była o 2,2% niższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Spodziewamy się dobrego czwartego kwartału pod kątem sprzedażowym, głównie za sprawą wprowadzenia nowych projektów deweloperskich (łącznie deweloper planuje wprowadzić do sprzedaży 1 170 lokali w drugim półroczu b.r.)
- Przekazania kształtowały się na poziomie 1 653 lokali, co oznacza wzrost 9,1% r/r. Największa liczba przekazania miała miejsce na rynku warszawskim oraz wrocławskim.
- Pod koniec lipca b.r. LC Corp zakupił grunty w Warszawie za 9,4 mln zł pod około 137 lokali (średnia cena m2/PUM wyniosła blisko 1 250 zł). Obecny bank ziemi pozwala deweloperowi na wybudowanie około 1 920 lokali. Spółka analizuje potencjalne grunty do zakupu o całkowitym PUM 203 tys. m², jednak na razie wstrzymuje się z zakupem ze względu na wysokie ceny.
- Zarząd LC Corp zauważa istotny wzrost cen generalnego wykonawstwa w ostatnich okresach. Spółka utrzymuje, że współpracuje z rzetelnymi podmiotami, jednakże część z nich zwraca się o renegotiację umów zawartych w poprzednich latach. Nie ma to jednak znaczącego wpływu na marżę realizowanych aktualnie projektów.
- Na projektach, które będą realizowane na nowo kupionych działkach, deweloper spodziewa się uzyskanie marży brutto na poziomie 20-25%. Naszym zdaniem jest to założenie ambitne, zważywszy na rosnącą część kosztową inwestycji, która może nie zostać wystarczająco zrekompensowana podwyżką cen mieszkań.
- Na uwagę zasługuje znacznie wyższy wynik brutto dewelopera w pierwszym półroczu b.r., za sprawą następujących zdarzeń: wzrost wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych (+80,1 mln zł); wzrost wyceny zobowiązań z tytułu kredytów w euro w związku z budową nieruchomości inwestycyjnych (-28,4 mln zł) oraz aktualizacja wartości godziwej inwestycji Retro Office House we Wrocławiu ze względu na uzyskanie pozwolenia na użytkowanie, jak również aktualizacja szacunków dot. wyniku operacyjnego spółki Arkady Wrocławskie S.A. (wartość godziwa) w związku ze zmianą sytuacji na rynku nieruchomości handlowych (łącznie -15,1 mln zł). W konsekwencji powyższych wydarzeń, wynik brutto był wyższy o 36,6 mln zł.

w mln zł	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	202,2	490,7	404,2	134,7	87,5
Przychody	144,1	495,1	337,7	101,9	60,9
Zysk brutto ze sprzedaży	30,6	121,3	87,9	20,7	-5,4
Marża brutto ze sprzedaży	21,2%	24,5%	26,0%	20,3%	-8,9%
Zysk ze sprzed. (dew.)	32,6	69,7	50,0	0,4	-26,9
Marża zysku ze sprz.	22,6%	14,1%	14,8%	0,4%	-44,1%
Zysk netto	6,7	22,6	24,84	-5,97	-25,65
Marża netto	4,7%	4,6%	7,4%	-5,9%	-42,1%
Zysk netto	5,7	25,0	25,9	-3,54	-21,44
Marża netto	2,8%	5,1%	6,4%	-2,6%	-24,5%
Kapitał własny	626,6	653,2	678,2	649,0	656,7
Zadłużenie finansowe	530,1	329,8	427,4	382,4	389,8
Kredyty i inne	215,9	202,2	207,5	184,8	177,0
Obligacje	314,2	127,5	219,9	197,6	212,8
% obligacji w zadłużeniu	59,3%	38,7%	51,4%	51,7%	54,6%
Gotówka	188,4	88,3	174,3	160,9	153,3
Dług netto	341,7	241,5	253,1	221,6	236,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	63,1%	56,6%	59,9%	61,1%	64,2%
Dług netto/KW	54,5%	37,0%	37,3%	34,1%	36,0%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

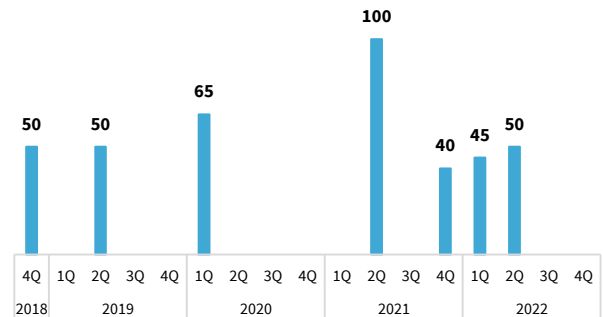


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	449,9	547,0	706,2	354,5	487,7
Przychody	318,2	401,9	562,5	282,0	416,0
Zysk brutto ze sprzedaży	83,0	104,3	162,0	88,1	144,1
Marża brutto ze sprz.	26,1%	26,0%	28,8%	31,2%	34,6%
Zysk netto	108,9	113,1	83,6	42,7	147,1
Marża netto	24,2%	20,7%	11,8%	12,0%	30,2%
Kapitał własny	1 364,6	1 396,2	1 448,4	1 410,1	1 488,1
Zadłużenie finansowe	926,6	1 082,7	1 076,7	1 015,9	1 160,1
Zadłużenie finansowe	283,0	394,4	444,9	394,5	490,6
Kredyty i inne	117,5	87,9	88,2	87,7	88,2
Obligacje	165,5	306,5	356,7	306,8	402,4
% obligacji w zadłużeniu	58,5%	77,7%	80,2%	77,8%	82,0%
Gotówka	105,7	158,9	163,3	205,9	205,8
Dług netto	177,4	235,5	281,6	188,5	284,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	52,8%	56,3%	56,1%	56,3%	57,6%
Dług netto/KW	50,2%	52,1%	50,6%	48,1%	46,0%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

LOKUM DEWELOPER

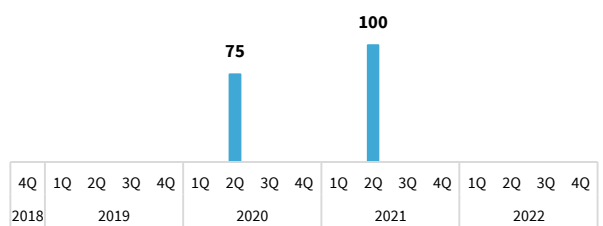
- W 3Q 2018r. Lokum Deweloper sprzedał 253 lokale, co oznacza wzrost o 18,8% w stosunku do analogicznego okresu 2017 r. Dodatkowo na koniec września 2018 r. deweloper posiadał 206 umów rezerwacyjnych. Lokum Deweloper podtrzymał cel sprzedażowy na poziomie 1 000 lokali w 2018 r., który został zrealizowany już w blisko 80% (wyłączając umowy rezerwacyjne). W trzecim kwartale bieżącego roku Spółka rozpoznała w wyniku 596 mieszkań w porównaniu do 165 lokali rok wcześniej.
- W sierpniu 2018 r. Grupa sfinalizowała zakup gruntu o powierzchni 1,0 ha przy ul. Góralskiej. Cena transakcyjna wyniosła 10,0 mln zł netto i w całości została sfinansowana ze środków własnych Grupy. Nabyty grunt umożliwi deweloperowi realizację 296 nowych lokali.
- We wrześniu Grupa poinformowała o zawarciu dwóch przedwstępnych umów nabycia nieruchomości we Wrocławiu (przy al. Poprzecznej – 15 ha). Szacowana łączna wartość obu transakcji może wynieść ok. 100 mln zł netto. W komunikacie deweloper poinformował, że zawarcie umów przyrzeczonych nabycia prawa użytkowania wieczystego nieruchomości nastąpi co do jednej z nich nie później niż do 12 grudnia 2021 r. oraz co do drugiej nie później niż do 15 marca 2021 r. Tegoroczne zakupy dewelopera oceniamy pozytywnie. Spółka konsekwentnie rozwija bank ziemi, utrzymując wskaźnik ceny zakupu gruntu przypadającego na jedno mieszkanie na zadowalającym poziomie.
- W 3Q 2018 r. Lokum Deweloper rozpoczął proces przekazania z kolejnych etapów inwestycji Lokum Victoria oraz pierwszego etapu Lokum Siesta.
- Zarząd dewelopera nie wyklucza, że saldo środków pieniężnych na koniec 2018 r. będzie w stanie pokryć całkowity poziom zadłużenia finansowego. Postawiony cel wydaje nam się ambitny, jednak patrząc na harmonogram inwestycji Spółki jest on prawdopodobny. Dodatkowo, uważamy, że deweloper posiada komfortową strukturę zapadalności obligacji.

MARVIPOL DEVELOPMENT

- W tabeli obok zaprezentowano dane segmentu mieszkaniowego spółki. Należy zwrócić uwagę, że Marvipol przypisuje zdecydowaną większość zadłużenia finansowego do segmentu mieszkaniowego, pomimo że część zadłużenia powinna być przypisana segmentowi magazynowemu.
- Po pierwszych trzech kwartałach 2018 r. Marvipol Development sprzedał 604 lokale (+5,6% r/r). Jednocześnie, liczba lokali przekazanych w przedstawionym okresie wyniosła 341 sztuk, w porównaniu do 140 mieszkań w analogicznym okresie 2017 r.
- Plan dewelopera na 2018 r. zakłada sprzedaż 1 000 lokali oraz 50% wzrost liczby przekazanych r/r, czyli ponad 750 mieszkań. Spółka dąży do struktury, w której udział mieszkań o wartości przekraczającej 350 tys. zł wyniesie 80% całkowitej sprzedaży.
- U dewelopera widoczny jest trend spadkowy klientów gotówkowych, którzy na przełomie 2017/2018 r. stanowili ok. 60% bazy klientów, a od końca 1Q 2018 ich udział stale maleje i wynosi obecnie ok. 40%.
- W 1H 2018 r. deweloper zakupił dwie działki w Warszawie (Powieśle i Praga Północ) oraz nieruchomość w Kołobrzegu z linią brzegową. Ponadto, deweloper podpisał umowy przedwstępne w Warszawie (Bielany, Ursus) oraz w Gdańsku (al. Grunwaldzka, dzielnica Śródmieście). Łączne nakłady Spółki na zakup gruntów mają w 2018 r. wynieść ok. 100 – 130 mln zł.
- Pod koniec maja b.r. Spółka ustanowiła 3-letni program emisji obligacji o wartości nominalnej do 250 mln zł. Na dzień sporządzenia niniejszego raportu deweloper uplasował dług o wartości 40 mln zł. Według Zarządu wykorzystanie programu w następnych okresach będzie wyglądać następująco: 60 mln zł do końca 2018 r., 100 mln zł w 2019 r., 50 mln zł w 2020 r. Powyższy harmonogram jest dopasowany do terminów zapadalności obligacji w kolejnych latach.
- Marvipol Development zwiększa ekspozycję na segment premium inwestycji mieszkaniowych, które są wysokomarżowe. W naszej ocenie rodzi to jednak potencjalne ryzyko operacyjne w przypadku ochłodzenia koniunktury na rynku mieszkaniowym. Należy zaznaczyć, że spadek sprzedaży w związku z pogorszeniem koniunktury w pierwszej kolejności dotyka nieruchomości właśnie z tego segmentu.

w mln zł	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	129,2	189,3	221,2	10,7	13,5
Zysk brutto ze sprz.	45,3	60,4	88,2	3,8	4,5
Marża brutto ze sprz.	35,1%	31,9%	39,9%	35,1%	33,4%
Zysk ze sprz.	34,8	44,8	67,8	-5,2	-5,3
Marża zysku ze sprz.	26,9%	23,7%	30,6%	-48,4%	-39,4%
Zysk netto	37,5	46,9	76,6	-7,3	-7,6
Marża netto	29,0%	24,8%	34,6%	-68,2%	-56,0%
Kapitał własny	210,0	243,0	297,3	214,4	269,0
Zadłużenie finansowe	68,6	101,2	174,8	165,2	189,3
Kredyty i inne	8,5	0,2	0,7	19,2	15,1
Obligacje	60,1	101,0	174,1	146,0	174,2
% obligacji w zadłużeniu	87,5%	99,8%	99,6%	88,4%	92,0%
Gotówka	98,5	56,0	135,0	84,1	31,1
Dług netto	-29,9	45,2	39,8	81,1	158,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	33,1%	37,0%	47,9%	57,7%	61,5%
Dług netto/KW	-14,2%	18,6%	13,4%	37,8%	58,8%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

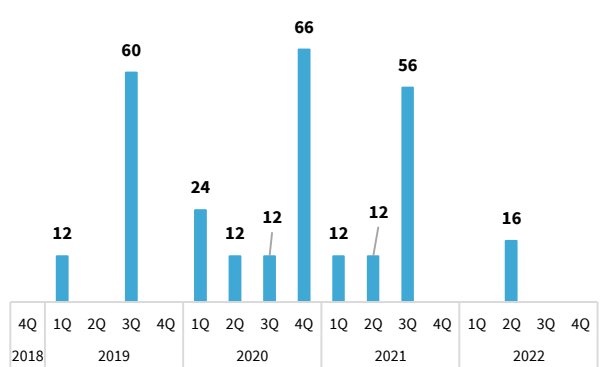


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2015 ¹	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	411,5	219,4	185,7	25,2	70,8
Przychody	269,8	219,4	185,7	25,2	70,8
Zysk brutto ze sprzedaży	b.d.	35,7	38,1	3,6	17,8
Marża brutto ze sprz.	b.d.	16,3%	20,5%	14,3%	25,1%
Zysk netto	2,4	31,0	23,0	3,6	6,5
Marża netto	0,6%	14,1%	12,4%	14,3%	9,2%
Kapitał własny	245,6	347,2	219,5	186,6	202,2
Zadłużenie finansowe	254,0	173,9	315,9	207,6	350,4
Kredyty i inne	95,5	32,5	68,1	79,7	66,8
Obligacje	158,5	141,4	247,8	127,9	283,6
% obligacji w zadłużeniu	62,4%	81,3%	78,4%	61,6%	80,9%
Gotówka	155,4	214,4	228,4	112,1	229,1
Dług netto	98,7	-40,5	87,5	95,5	121,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,1%	49,9%	70,0%	70,6%	75,1%
Dług netto/KW	40,2%	-11,7%	39,9%	51,2%	60,0%

¹ Wydzielony segment deweloperski (przed podziałem Marvipol S.A.)
W 2015 r. przychody segmentu deweloperskiego oraz motoryzacyjnego.

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

MURAPOL

- W 3Q 2018r. Murapol sprzedał 641 lokali. Po uwzględnieniu umów rezerwacyjnych sprzedaż wyniosła 893 mieszkań, co oznacza wzrost o 4,0% r/r. Grupa podtrzymała cel sprzedażowy na poziomie 3 700 lokali w 2018 r. , który został zrealizowany w ponad 55% (wyłączając rezerwacje). W trzecim kwartale bieżącego roku Spółka rozpoznała w wyniku 826 lokali, co stanowi rekordowy odczyt w historii dewelopera.
- Murapol poinformował, że w 3Q 2018 r. rozpoczął komercjalizację 6 nowych projektów ofertując 1 023 lokali o łącznej PU blisko 44,2 tys. mkw. Deweloper planuje do końca roku wprowadzić do sprzedaży kolejne 1,2 tys. mieszkań o łącznej PU blisko 52 tys. mkw. Plany Murapol oceniamy bardzo ambitnie. Jesteśmy jednak zdania, że prawdziwym wyzwaniem dla dewelopera będzie realizacja wyznaczonego celu w sposób, który nie wpłynie negatywnie na generowane przez Grupę w przyszłości marże.
- Pod koniec sierpnia 2018 r. Murapol poinformował o podpisaniu połączenia ze spółką zależną GPDP Finance. Majątek spółki przejmowanej (GPDP Finance) wyceniono na 34,4 mln zł. Deweloper informuje, że transakcja ma na celu uproszczenie struktury Grupy kapitałowej Murapol.
- Również w sierpniu 2018 r. Murapol poprzez swoją spółkę zależną zawarł przedwstępną umowę nabycia nieruchomości we Wrocławiu. Cena transakcji ma wynieść ok. 6 mln zł. Zakupiony grunt ma umożliwić realizację 280 lokali mieszkalnych o łącznej powierzchni PUM ok. 11,8 tys. mkw. Dodatkowo deweloper zawarł przedwstępną umowę zakupu nieruchomości w Krakowie przy ul. Pachońskiego. Cena zakupu gruntu przekroczy 27 mln zł netto. Murapol planuje zrealizować na nieruchomości inwestycję o łącznej powierzchni użytkowej ok. 23,5tys mkw, która umożliwi realizację 572 lokali.
- We wrześniu Murapol zawarł umowę sprzedaży gruntu w Warszawie (dzielnica Ursus) o powierzchni 40,5 tys. mkw. za cenę 40 mln zł netto. Dodatkowo, deweloper podpisał umowę sprzedaży gruntu o powierzchni 2 ha w Zossen. Cena transakcyjna wyniosła 5,9 mln euro. Murapol nabył nieruchomość w maju 2017 r. za 3,1mln euro netto.
- W czerwcu i lipcu 2018 r. podmioty zależne od Murapol dokonały przedterminowych wykupów dwóch serii obligacji o wartości odpowiednio 40,0 mln zł i 15,0 mln zł. Spekuluje, że wykup 40 mln zł w dniu 29 czerwca mógł być związany z działaniami prowadzącymi do zamknięcia półrocznego okresu sprawozdawczego przy utrzymaniu wskaźników zadłużenia na poziomie nie naruszającym kowenantów zadłużeniowych Grupy. Warto zaznaczyć, że tydzień później Spółka wyemitowała obligacje serii B o wartości 39,2 mln zł. Na koniec 2019 r. Zarząd Murapol oczekuje osiągnięcia wartości skonsolidowanego wskaźnika dług netto / kapitał własny poniżej poziomu 0,6.

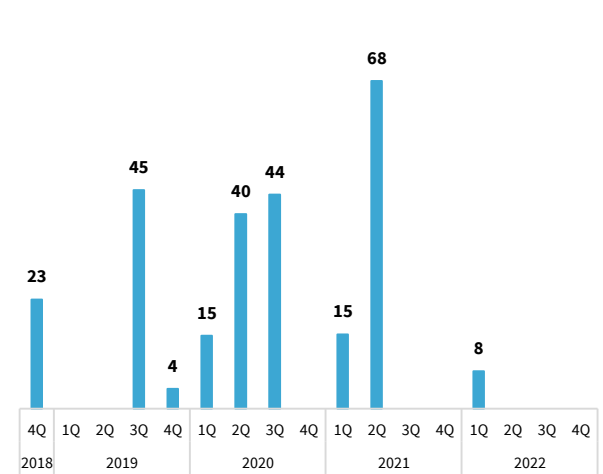
POLNORD

- W 3Q 2018 r. Polnord zakontraktował 256 lokali, co oznacza spadek o 33,2% w stosunku do analogicznego okresu 2017 r. oraz ujął w przychodach 140 mieszkań wobec 128 lokali w 3Q 2017 r. W trzech pierwszych kwartałach roku Spółka zakontraktowała 753 mieszkania (-27,2% r/r).
- Pod koniec czerwca 2018 r. podmiot zależny od Duet Private Equity - cypryjska Hanapeta Holdings – pojawiła się w akcjonariacie przekraczając 5% udział w ogólnej liczbie głosów Spółki. Przypuszczamy, że Hanapeta Holdings była jedną ze stron transakcji pakietowych sprzedaży akcji Polnordu przez Murapol. W sierpniu do Spółki wpłynęło zawiadomienie o przekroczeniu przez Hanapeta Holdings progu 10% udziału oraz zmniejszeniu udziału Aegon OFE poniżej 5%.
- Strategia Duet Private Equity zakłada dążenie do stania się strategicznym akcjonariuszem swoich spółek portfelowych, co również według nas może mieć miejsce w przypadku Polnordu, który wciąż nie opublikował informacji o zakończeniu przeglądu opcji strategicznych. Nie wykluczamy scenariusza, w którym nowi udziałowcy Spółki będą dążyć do delistingu Polnordu.
- W sierpniu bieżącego roku z funkcji Prezesa Zarządu Spółki został odwołany Dariusz Krawczyk. Do pełnienia funkcji Prezesa na okres nie dłuższy niż 3 miesiące w jego miejsce oddelegowana została Członek Rady Nadzorczej - Marcin Mosz.
- Również w sierpniu 2018 r. Sąd Apelacyjny w Poznaniu zasądził dla Polnordu ponad 15 mln PLN od Aroga Holdings z tytułu zapłaty kary umownej za niewywiązanie się z przedwstępnej umowy sprzedaży akcji zawartej między stronami.
- Polnord odnotował znaczną stratę na wyniku netto, którą Zarząd Spółki tłumaczył m.in. sytuacją finansowo-prawną KB Dom (-12,9 mln zł), spisaniem nieodzyskiwanego aktywa podatku odroczonego (-7,0 mln zł), korektą błędów konsolidacji ujętego w sprawozdaniu za 2017 r. (-6,0 mln zł).

w mln zł ¹	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	-	486,9	471,2	190,6	233,5
Zysk netto	-	120,7	52,5	37,2	-16,4
Marża netto	-	24,8%	11,1%	19,5%	-7,0%
Kapitał własny	160,1	255,5	323,5	284,7	271,5
Zadłużenie finansowe	190,5	307,7	541,9	409,7	480,0
Kredyty i inne	98,8	195,2	311,9	194,1	227,2
Obligacje ²	91,6	112,5	230,0	215,7	252,8
% obligacji w zadłużeniu	48,1%	36,6%	42,4%	52,6%	52,7%
Gotówka	73,5	106,9	134,8	67,9	149,5
Dług netto	117,0	200,9	407,1	341,8	330,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	73,9%	71,0%	79,4%	73,3%	83,6%
Dług netto/KW	73,0%	78,6%	125,8%	120,1%	121,7%

¹ Dane Pro Forma
² Ukazane wartości stanowią szacunki Domu Maklerskiego Navigator

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

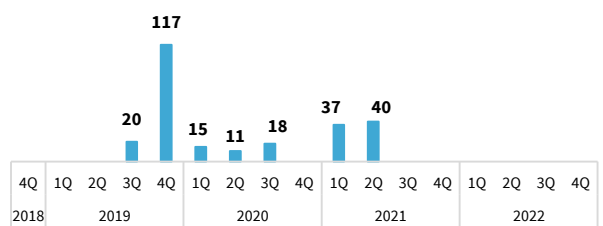


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	250,6	176,7	293,6	97,4	143,1
Przychody	222,4	163,6	275,0	92,1	136,8
Zysk brutto ze sprzedaży	-34,4	50,4	34,4	17,7	6,7
Marża brutto	-15,5%	30,8%	12,5%	19,2%	4,9%
Zysk netto	-140,7	-16,9	3,3	-5,4	-24,8
Marża netto	-56,1%	-9,6%	1,1%	-5,6%	-17,4%
Kapitał własny	722,8	705,6	708,1	700,4	653,9
Zadłużenie finansowe	434,0	487,7	418,3	445,0	305,0
Kredyty i inne	161,5	156,8	131,9	158,8	31,2
Obligacje	272,4	330,8	286,4	286,3	273,8
% obligacji w zadłużeniu	62,8%	67,8%	68,5%	64,3%	89,8%
Gotówka	53,7	143,5	119,7	102,6	94,1
Dług netto	380,2	344,1	298,6	342,5	211,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	48,3%	53,5%	51,8%	53,3%	51,5%
Dług netto/KW	52,6%	48,8%	42,2%	48,9%	32,3%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



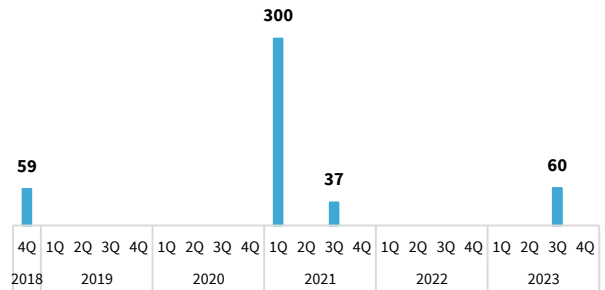
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ROBYG

- Po pierwszych 3 kwartałach 2018 r. Grupa Robyg zakontraktowała łącznie 2 016 lokali (-25,4% r/r). Zarząd dewelopera postanowił obniżyć cel sprzedażowy na 2018 r. z 3 300 lokali do liczby z przedziału 2 700 – 3 000, co w zależności od przyjętego zakresu oznacza spadek o 9,1% - 18,2%.
- Robyg utrzymuje, że popyt na nowe lokale mieszkalne wciąż jest bardzo silny. Jako przyczynę obniżenia celu sprzedażowego Spółka wskazuje głównie na wydłużające się procedury administracyjne (szczególnie w Warszawie oraz Gdańsku), które uniemożliwiają szybsze wprowadzenie poszczególnych inwestycji do sprzedaży. Zarząd zaznacza, że priorytetem na ten rok jest utrzymanie marży zysku brutto na poziomie z roku 2017 lub wyższym.
- W tym samym czasie Grupa przekazała klientom 1 350 mieszkań, co oznacza wzrost o 20,7% w stosunku do analogicznego okresu 2017 r. łączny potencjał przekazać na 2018 r. wynosi około 2 600 lokali, natomiast na 2019 r. ponad 2 700 mieszkań.
- Według danych na koniec 1H 2018 r., deweloper posiadał w budowie około 4 675 lokali, co jest najwyższym poziomem w historii Spółki. W 2018 r. Robyg rozpoczął sprzedaż 10 etapów projektów mieszkaniowych z potencjałem około 1 100 lokali.
- Do końca trzeciego kwartału 2018 r. Grupa Robyg dokonała zakupu 7 znaczących gruntów o całkowitym potencjale blisko 3 700 lokali, o łącznej wartości około 170 mln zł. Warto zaznaczyć, że Spółka zakupiła grunt na nowym rynku - we Wrocławiu, w dzielnicy Krzyki pod budowę około 380 lokali. Działki w Warszawie zostały zakupione za cenę około 1 000 zł/PUM, natomiast w Gdańsku i Wrocławiu za około 800 zł/PUM.
- W 2018 r. deweloper wyemitował 2 serie obligacji w wysokości odpowiednio 300 mln zł oraz 60 mln zł (oferta opiewała na 100 mln zł). W tym samym okresie Grupa Robyg dokonała wykupu 8 serii obligacji o łącznej wartości 223,3 mln zł. Spółka podtrzymuje chęć kolejnych emisji w przyszłości, a co za tym idzie obecność na rynku kapitałowym, pomimo delistingu z Giełdy Papierów Wartościowych.
- We wrześniu 2018 r. Robyg zaciągnął pięcioletni kredyt w wysokości 125 mln zł. Pozyskane środki przeznaczone zostaną na bieżące finansowanie działalności dewelopera, w tym na udzielanie pożyczek spółkom projektowym Grupy.

w mln zł	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	480,4	517,1	737,9	214,6	420,1
Zysk brutto ze sprz.	77,0	116,1	195,2	50,1	124,2
Marża brutto ze sprz.	16,0%	22,5%	26,5%	23,3%	29,6%
EBIT	59,0	122,9	173,8	48,8	85,2
Marża EBIT	12,3%	23,8%	23,6%	22,7%	20,3%
Zysk netto	81,6	104,0	135,5	35,6	65,0
Marża netto	17,0%	20,1%	18,4%	16,6%	15,5%
Kapitał własny	524,2	561,1	694,8	603,8	606,5
Zadłużenie finansowe	603,2	819,0	726,7	751,4	647,6
Kredyty i inne	230,1	422,3	338,8	360,6	233,0
Obligacje	373,2	396,7	388,0	390,8	414,6
% obligacji w zadłużeniu	61,9%	48,4%	53,4%	52,0%	64,0%
Gotówka	376,6	382,4	452,3	377,0	277,9
Dług netto	226,7	436,6	274,5	374,4	369,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,5%	68,0%	65,1%	69,3%	71,0%
Dług netto/KW	43,2%	77,8%	39,5%	62,0%	61,0%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

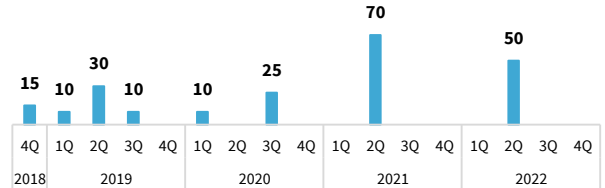
RONSON

- Po pierwszych dziewięciu miesiącach bieżącego roku Ronson sprzedał 639 lokali, co było wynikiem podobnym do analogicznego okresu 2017 r. Na wysokość sprzedaży w 3Q kwartały miały wpływ głównie projekt City Link w Warszawie. Warto zaznaczyć, że pod koniec 2Q 2018 r. Spółka wprowadziła do sprzedaży inwestycję Grunwald 2 w Poznaniu o łącznej liczbie 267 mieszkań. Cel sprzedażowy na 2018 r. został jak na razie zrealizowany w blisko 80%.
- W tym samym czasie deweloper przekazał klientom 707 mieszkań, o 43,7% więcej niż w analogicznym okresie 2017 r. Z kolei na wynik za pierwsze półrocze 2018 r. największy wpływ miały inwestycje Espresso w Warszawie oraz City Link I, również w Warszawie. Zarząd dewelopera podtrzymał cel przekazać mieszkań w 2018 r. na poziomie około 800 lokali.
- Ronson posiada jedną z najniższych marż zysku ze sprzedaży brutto spośród analizowanych deweloperów. Szczególnie negatywny wpływ na wyniki Spółki mają inwestycje Młody Grunwald oraz Panoramika etap 2 i 3, gdzie marże oscylują wokół 0,3%. Trudno nam jednak jednoznacznie określić przyczynę takiej sytuacji.
- Na koniec czerwca b.r. posiadany bank ziemi pozwalał na wybudowanie około 5 025 lokali o łącznym PUM przekraczającym 310 tys. m². Zdecydowana większość posiadanych gruntów przez Ronson (ponad 65%) przypada na rynek warszawski.
- Zapadający dług z tytułu obligacji jest równomiernie rozłożony w latach 2019–2022, co daje pewien komfort Spółce. Na 4Q b.r. przypada wykup obligacji serii L w wysokości 15 mln zł. W niedalekiej przyszłości spodziewamy się refinansowania długu zapadającego w 2019 r. (łącznie 50 mln zł).
- Grupa dokonała aktualizacji polityki dywidendowej, według której będzie przekazywała akcjonariuszom około 50% wypracowywanego zysku netto.

w mln zł	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	281,4	484,8	231,7	146,2	170,2
Przychody	281,4	307,6	224,4	142,4	170,2
Zysk brutto ze sprz.	51,2	59,4	31,9	b.d.	b.d.
Marża zysku ze sprz	18,2%	19,3%	14,2%	b.d.	b.d.
Zysk brutto ze sprz.	51,2	118,7	38,1	24,7	27,6
Marża brutto ze sprz.	18,2%	24,5%	16,4%	16,9%	16,2%
Zysk netto	19,0	65,1	11,3	4,6	11,8
Marża netto	6,7%	13,4%	4,9%	3,1%	6,9%
Kapitał własny	459,4	361,9	342,0	335,3	353,8
Zadłużenie finansowe	250,1	226,1	211,2	217,0	220,1
Kredyty i inne	59,8	3,5	13,9	20,2	0,0
Obligacje	190,3	222,6	197,3	196,8	220,1
% obligacji w zadłużeniu	76,1%	98,5%	93,4%	90,7%	100,0%
Gotówka	99,5	69,1	64,9	38,8	87,3
Dług netto	150,6	157,0	146,4	178,2	132,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	47,5%	51,3%	51,5%	50,4%	56,5%
Dług netto/KW	32,8%	43,4%	42,8%	53,1%	37,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

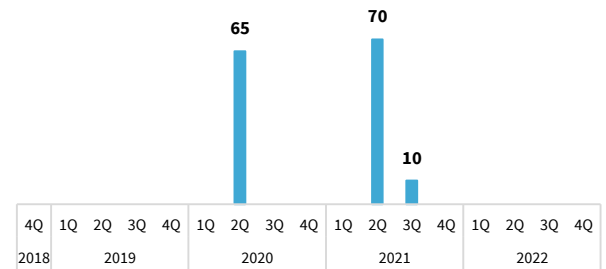
VANTAGE DEVELOPMENT

- W 3Q 2018 r. Vantage Development sprzedał 158 lokali, co oznacza spadek o 38,5% r/r. oraz wydał 288 mieszkania. Wobec tego w pierwszych trzech kwartałach deweloper zakontraktował łącznie 622 mieszkań w porównaniu do 729 w analogicznym okresie 2017 r. oraz przekazał 758 lokali. W całym 2018 r. deweloper planuje zrealizować sprzedaż na poziomie ok. 900 mieszkań.
- Na koniec lipca 2018 r. deweloper posiadał w ofercie 547 lokali. Bank ziemi Grupy na dzień 30 czerwca 2018 r. pozwalał na wybudowanie około 2 200 mieszkań.
- W drugim półroczu 2018 r. Vantage Development planuje wprowadzić do oferty ponad 800 lokali oraz przekazać około 700 mieszkań.
- W sierpniu bieżącego roku, deweloper poinformował o zmianie sposobu realizacji przyszłych wybranych inwestycji. Ze względu na rosnące koszty generalnego wykonawstwa, Spółka postanowiła część inwestycji realizować własnymi siłami. Należy przypomnieć, że do tej pory generalnym wykonawcą znacznej części inwestycji Vantage Development był Erbud.
- 14 sierpnia 2018 r. do UOKiK wpłynął wniosek złożony przez Vantage Development i Rank Progress w sprawie rozszerzenia działalności wspólnego przedsiębiorcy. Podmioty wspólnymi siłami chcą realizować Port Popowice - projekt mieszkaniowy z funkcjami usługowymi oraz powierzchnią komercyjną na obszarze o powierzchni bliskiej 14 ha.
- Pod koniec sierpnia 2018 r. spółka zależna dewelopera zawarła umowę nabycia prawa własności nieruchomości we Wrocławiu, przy ul. Lubińskiej. Nabyty za 18 mln zł netto grunt o powierzchni 0,46 ha umożliwi Vantage Development realizację 254 lokali mieszkalnych i 4 usługowych.
- Pod koniec września 2018 r. deweloper poinformował o zawarciu umowy nabycia dwóch nieruchomości we Wrocławiu (przy ul. Stargardzkiej) o łącznej powierzchni 2,15 ha za łączną cenę 9,4 mln zł.
- We wrześniu, w wyniku umorzenia 7,9 mln akcji, Spółka poinformowała o obniżeniu kapitału zakładowego o kwotę 4,9 mln PLN do poziomu 23,4 mln zł.
- Uważamy, że deweloper posiada komfortową strukturę zapadalności długu obligacyjnego. Najbliższy wykup przypada dopiero na 2Q 2020r.

w mln zł ¹	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	81,5	117,8	274,9	60,7	175,9
Zysk brutto ze sprz.	18,6	20,8	49,5	13,4	38,9
Marża brutto ze sprz.	22,9%	17,7%	18,0%	22,1%	22,1%
Zysk ze sprz.	9,9	10,5	33,3	7,0	31,0
Marża zysku ze sprz.	12,2%	8,9%	12,1%	11,6%	17,7%
Zysk netto	7,7	7,6	27,5	6,4	24,4
Marża netto	9,5%	6,4%	10,0%	10,6%	13,9%
Zadłużenie finansowe	109,0	184,3	210,5	163,1	166,5
Kredyty i inne	3,6	36,5	77,3	43,4	23,1
Obligacje	105,4	147,8	133,2	119,7	143,3
% obligacji w zadłużeniu	96,7%	80,2%	63,3%	73,4%	86,1%
Gotówka	40,7	88,2	127,7	53,5	119,2
Dług netto	68,3	96,1	82,8	109,6	47,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	52,5%	64,0%	64,3%	62,0%	68,0%
Dług netto/KW	50,8%	59,6%	39,3%	59,2%	25,3%

¹ Wyniki segmentu mieszkaniowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



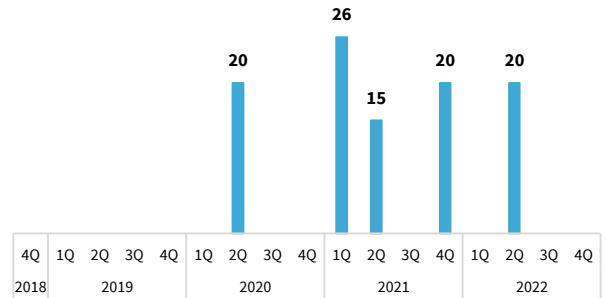
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

VICTORIA DOM

- W 3Q 2018r. Victoria Dom sprzedała 322 lokale, co oznacza 94,2% wzrost w stosunku do analogicznego okresu 2017 r. Deweloper od początku roku zakontraktował 706 mieszkań (+21,5% r/r).
- Spółka spodziewa się bardzo dobrej sprzedaży również w kolejnych kwartałach. Wiceprezes Zarządu, Waldemar Wasiluk poinformował o podtrzymaniu tegorocznego celu sprzedażowego Spółki na poziomie około 1 000 lokali, który na dzień 30 września 2018 r. został zrealizowany w ponad 70%.
- Aktualnie deweloper skupia swoją działalność na rynku warszawskim, jednak zarząd Victoria Dom nie wyklucza w przyszłości ekspansji poza granice aglomeracji warszawskiej.
- Deweloper na bieżąco uzupełnia ofertę. W 2018 r. Spółka uruchomiła już blisko 10 projektów. W ostatnim czasie Victoria Dom wprowadziła do sprzedaży osiedle przy ul. Równoległej w Warszawie. Projekt zakłada budowę 177 lokali.
- Warto zwrócić uwagę, że deweloper poprzez znaczący wzrost salda środków pieniężnych widocznie obniżył zadłużenie netto. Spółka na koniec 2018 r. nie posiadała zadłużenia z tytułu kredytów bankowych. Z kolei strukturę długu obligacyjnego uważamy za stabilną. Najbliższy wykup będzie miał miejsce dopiero w 2Q 2020 r.

w mln zł	2015	2016	2017	1H 2017	1H 2018
Przychody	90,1	166,0	219,1	28,8	11,4
Zysk brutto ze sprzedaży	24,7	46,2	72,2	9,4	3,6
Marża brutto ze sprz.	27,4%	27,8%	33,0%	32,8%	31,7%
Zysk netto	11,3	26,5	37,6	0,3	-3,5
Marża netto	12,6%	16,0%	17,2%	1,1%	-30,2%
Kapitał własny	54,3	77,5	107,2	69,9	93,4
Zadłużenie finansowe	24,4	35,8	107,9	77,5	102,2
Kredyty i inne	1,0	0,7	10,9	1,4	1,2
Obligacje	23,4	35,1	97,1	76,1	101,1
% obligacji w zadłużeniu	95,9%	98,0%	89,9%	98,2%	98,9%
Gotówka	21,3	24,8	24,3	27,1	74,8
Dług netto	3,1	11,1	83,6	50,4	27,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	66,8%	63,0%	66,5%	77,0%	76,9%
Dług netto/KW	5,8%	14,3%	78,0%	72,1%	29,4%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

- 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 o outstandingu przekraczającym 15 mln zł
- Dług finansowy = zobowiązania z tyt. kredytów + zobowiązania z tyt. wyemitowanych obligacji + inne zobowiązania finansowe
- Dług netto = zobowiązania finansowe – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
- $DN / KW = \frac{\text{dług netto}}{\text{kapitał własny}}$
- $\text{Marża brutto ze sprzedaży} = \frac{\text{zysk brutto ze sprzedaży}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- $\text{Marża EBIT} = \frac{\text{EBIT}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- $\text{Marża netto} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- $\text{Wskaźnik ogólnego zadłużenia} = \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem}}$
- $\% \text{ obligacji w zadłużeniu} = \frac{\text{zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji}}{\text{dług finansowy}}$

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.

Mateusz Mucha

Dyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: +48 537 837 098

Mail: mateusz.mucha@dmnavigator.pl

Arkadiusz Miodowski

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: arkadiusz.miodowski@dmnavigator.pl

Igor Więckowski

Analityk Departamentu emisji obligacji

Mail: igor.wieckowski@dmnavigator.pl

Navigator Capital Group®

Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: +48 22 630 83 33

fax: +48 22 630 83 30

mail: biuro@navigatorcapital.pl

www.navigatorcapital.pl