
Navigator Dom Maklerski®

Value delivered.

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 1H 2019 r.

Warszawa, lipiec 2019 r.

Podsumowanie

Sytuacja makroekonomiczna i prawna

Wzrost liczby wydanych pozwoleń na budowę.
Największe ożywienie we Wrocławiu.

Wzrost liczby mieszkań oddanych do użytkowania.

Dalszy wzrost cen mieszkań. Ceny w Gdańsku coraz bliższe cenom warszawskim.

Polska gospodarka kolejny kwartał z rzędu odnotowuje zadowalający wzrost.

Utrzymanie siły nabywczej zakupu nowego mieszkania dla osób zatrudnionych.

[Więcej](#)[str. 4 - 7](#)

Rynek gruntów

Mała ilość nowych raportów dotyczących zakupów gruntów.

Utrzymanie wysokich poziomów cen.

[Więcej](#)[str. 8 - 10](#)

Zmiany legislacyjne

Proces legislacyjny dotyczący zmian ustawy Prawo budowlane.

[Więcej](#)[str. 11](#)

Sprzedaż w 2Q 2019 r.^{1,2}

Dobry kwartał w wykonaniu deweloperów.

4 695 łączna liczba sprzedanych mieszkań

+1,8% Zmiana względem 2Q 2018 r.

899 Najwyższy odczyt wśród deweloperów

82 Najniższy odczyt wśród deweloperów

¹ Dane brutto ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy

² Bez uwzględnienia i2 Development

[Więcej](#)[str. 12- 13, 15](#)

Przekazania w 2Q 2019 r.^{1,2}

Liczba przekazania mieszkań w 1H 2019 r. na poziomie bliskim pierwszej połowie ubiegłego roku (+1,0% r/r).

3 260 łączna liczba przekazanych mieszkań

-18,9% Zmiana względem 2Q 2018 r.

730 Najwyższy odczyt wśród deweloperów

26 Najniższy odczyt wśród deweloperów

¹ Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy

² Bez uwzględnienia danych Robyg, Victoria Dom oraz i2 Development

[Więcej](#)[str. 14 - 15](#)

Dług finansowy na koniec 1Q 2019 r.¹

Wartość zadłużenia finansowego wyższa o 110 mln PLN w stosunku do końca 2018 r.

Spadek udziału obligacji w strukturze finansowania deweloperów w 1Q 2019 r.

4,6 mld zł łączna wartość zadłużenia finansowego

71,2% Udział zadłużenia obligacyjnego

2,8 mld zł łączny poziom długu netto

0,42x Mediana wskaźnika dług netto / kapitał własny

0,58x Mediana wskaźnika ogólnego zadłużenia

¹ ze względu na brak publikacji wyników podsumowujących 1Q 2019 r. przez Robyg i Victoria Dom wykorzystano dane na koniec 2018 r.

[Więcej](#)[str. 16 - 18](#)

Finansowanie obligacyjne w pierwszej połowie bieżącego roku

Wzrost aktywności deweloperów na rynku długu korporacyjnego w 2Q 2019 r.

475,1 mln zł łączna wartość przeprowadzonych emisji

7 Liczba przeprowadzonych emisji¹

100,0 mln zł Wartość największej emisji

481,1 mln zł łączna wartość wykupów obligacji

3,3 mld zł Wartość emisji do wykupu w okresie 2H 2019 - 2023

¹ wyłączając emisje objęte przez podmioty powiązane

[Więcej](#)[str. 19 - 20](#)

Informacje dotyczące spółek

[Więcej](#)[str. 21 - 29](#)

Szanowni Państwo,

Mamy przyjemność przedstawić Państwu kolejną edycję naszego kwartalnego raportu poświęconego sytuacji największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst. Po publikacji ostatniej edycji raportu, spotkaliśmy się z Państwa komentarzami odnośnie zapotrzebowania na informacje dotyczące wpływu zmian legislacyjnych na działalność sektora deweloperskiego. W odpowiedzi na Państwa oczekiwania, nawiązaliśmy współpracę z Kancelarią Kochoński i Partnerzy, która co jakiś czas będzie w naszym raporcie komentować dla Państwa zmiany ustawodawcze. Bardzo dziękujemy za wszystkie komentarze oraz uwagi odnośnie raportu. Cieszymy się, że nasza publikacja spotyka się z Państwa zainteresowaniem. Mamy nadzieję, że lektura raportu przybliży Państwu obecną sytuację sektora deweloperskiego.

W drugim kwartale 2019 r. ujęci w raporcie deweloperzy zakontraktowali 4 695 lokali wobec 4 477 mieszkań sprzedanych we wcześniejszym kwartale, co oznacza 4,9% wzrost q/q. Porównując 2Q bieżącego roku z analogicznym okresem roku poprzedniego, okazuje się, że sprzedaż w drugim kwartale 2019 r. była wyższa o 1,8%. Dane te są dla nas potwierdzeniem, że na rynku cały czas utrzymuje się wysoki popyt na mieszkania, szczególnie wśród kupujących na własne potrzeby. Dostrzegamy również utrzymanie wysokiego udziału nabywców gotówkowych, co jest konsekwencją bogacenia się społeczeństwa i środowiska niskich stóp procentowych.

W poprzedniej edycji raportu akcentowaliśmy problem związany z otrzymywaniem przez deweloperów niezbędnych decyzji administracyjnych. Trudności na poziomie samorządowym istotnie wpłynęły na niski poziom oferty wśród deweloperów. Obecnie część spółek posiada bogaty bank ziemi, który jednak ze względu na brak zgód administracyjnych uniemożliwia realizację inwestycji. Na szczęście dla sektora, w kwietniu i maju bieżącego roku urzędy największych miast w Polsce wydały pozwolenia na budowę ponad 13 tysięcy nowych mieszkań. Oznacza to, że przez dwa miesiące deweloperzy otrzymali więcej pozytywnych decyzji niż w całym pierwszym kwartale bieżącego roku. Efekt wyborów samorządowych, który przełożył się na mniejszą sprawność funkcjonowania urzędów w 4Q 2018 r. był widoczny również w 1Q 2019 r. Z informacji, które do nas docierają, należy wnioskować, że urzędy funkcjonują obecnie bez większych zakłóceń.



Mateusz Mucha
Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A.

W 2Q 2019 r. widoczny był wzrost aktywności deweloperów na rynku długu korporacyjnego. W pierwszym półroczu bieżącego roku ujęte w raporcie podmioty pozyskały poprzez emisję obligacji 475 mln PLN, z czego 403 mln PLN w 2Q. Naszym zdaniem ożywienie w zakresie nowych emisji było związane z dwoma czynnikami. Pierwszym z nich był napływ nowych środków do funduszy aktywnych na rynku długu korporacyjnego. Instytucje inwestujące w obligacje przedsiębiorstw od początku roku notowały comiesięczny wzrost wartości aktywów netto, co można interpretować jako oznakę odzyskiwania zaufania do papierów dłużnych przedsiębiorstw.

Drugim czynnikiem przekładającym się na większą ilość przeprowadzonych w 2Q 2019 r. emisji była chęć pozyskania kapitału jeszcze przed zmianami regulacyjnymi, które weszły w życie z dniem 1 lipca bieżącego roku. Przypominamy, że od 1 lipca 2019 r. regulator nałożył na emitentów obowiązek rejestracji papierów wartościowych w KDPW przy pośrednictwie agenta emisji. W naszej ocenie wzrost aktywności emitentów w 2Q bieżącego roku na rynku długu korporacyjnego wiązał się również z faktem, że osiągalne na rynku parametry emisji stały się akceptowalne przez emitentów.

W poprzedniej edycji raportu zwracaliśmy uwagę, że pozyskanie kapitału jest obecnie procesem trudniejszym w stosunku do okresów sprzed afery GetBack. Bieżące oczekiwania inwestorów wiążą się z bardziej restrykcyjnymi kowenantami oraz ze wzrostem oprocentowania. Trudniejszy rynek jest odczuwalny przede wszystkim wśród podmiotów, których struktura pasywów nie jest w pełni optymalna. Sprawia to, że harmonogram zapadalności długu dla niektórych deweloperów może być bardziej wymagający. Należy zaznaczyć, że w naszej ocenie zdecydowana większość spółek posiada komfortową strukturę finansowania.

Na podstawie danych finansowych deweloperów opublikowanych na koniec 1Q 2019 r. stwierdzamy, że branża znajduje się w stabilnej kondycji finansowej. Jesteśmy zdania, że poziom zadłużenia sektora znajduje się na bezpiecznym poziomie. Na koniec czerwca 2019 r. łączny outstanding analizowanych przez nas podmiotów wyniósł 3,3 mld PLN. Uważamy również, że większość z ujętych w raporcie spółek posiada zdrowe fundamenty do dalszego rozwoju przy wykorzystaniu długu. Wobec powyższego podtrzymujemy naszą opinię z poprzedniej edycji raportu, że jest zbyt wcześnie, aby wieszczyć załamanie na rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Zwracamy uwagę, że od 1 stycznia 2019 r. wszedł w życie MSSF 16. Nowy standard ustanawia zasady ujęcia, wyceny, prezentacji oraz ujawnień dotyczących leasingu. Wszystkie transakcje leasingu skutkują uzyskaniem przez leasingobiorcę prawa do użytkowania aktywa oraz zobowiązania z tytułu obowiązku zapłaty. Oznacza to, że zgodnie z MSSF 16 w skład zobowiązań z tytułu leasingu wlicza się prawo wieczystego użytkowania gruntu, najem biur oraz lokali.

Zapraszam do lektury raportu,

Odwiłż w urzędach dobrą wiadomością dla branży deweloperskiej

W naszym ostatnim raporcie podsumowującym 1Q 2019 r., pisaliśmy o niepokojącym zjawisku, jakim był istotny spadek wydawanych pozwoleń na budowę nowych mieszkań. Łączna liczba wydanych pozwoleń spadła w tym okresie w analizowanych miastach o 28,81% w stosunku do 1Q 2018 r., natomiast w całym kraju spadek wyniósł 13,88%.

Szczęśliwie dla branży w kwietniu i maju w urzędach nastąpiła odwilż. W ciągu tych dwóch miesięcy w analizowanych miastach wydano pozwolenia na budowę ponad 13 tys. nowych mieszkań co oznacza, że w tym okresie wydano więcej pozwoleń niż w całym 1 kwartale bieżącego roku. W kwietniu i maju 2019 r. w analizowanych największych miastach wydano 40,05% więcej pozwoleń w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, natomiast w całym kraju wzrost ten wynosił 16,12%.

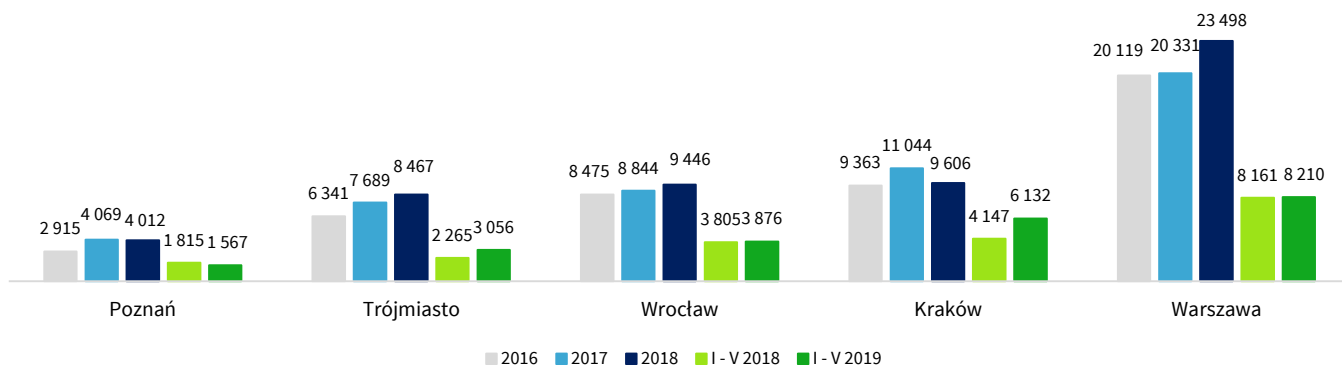
W efekcie liczba wydanych pozwoleń w całym okresie styczeń - maj 2019 r. w analizowanych miastach jest niższa już tylko o 4,77% r/r., natomiast w całym kraju liczba wydanych pozwoleń była wyższa o 0,6% r/r. Dużą w tym zasługą rynku wrocławskiego, na którym liczba wydanych pozwoleń jest aż o 138,85% wyższa niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Wygłada na to, że efekt wyborów samorządowych, które miały miejsce 4Q 2018 r., który negatywnie wpływał na liczbę wydanych pozwoleń pod koniec 2018 r. był widoczny jeszcze w 1 kwartale bieżącego roku, jednak dziś urzędy działają już bez większych zakłóceń.

W okresie styczeń – maj 2019 r. w analizowanych miastach liczba mieszkań oddanych do użytkowania wyniosła prawie 23 tys. i była wyższa o 13,11% r/r. Wzrosty w liczbie mieszkań oddanych do użytkowania notują Kraków (+47,87% r/r) oraz Trójmiasto (+34,92% r/r), w Warszawie oraz Wrocławiu liczba oddawanych mieszkań w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego była podobna, spadki notuje natomiast Poznań (-13,66% r/r). W całym kraju, w okresie styczeń – maj 2019 r., oddano do użytkowania 79,3 tys. mieszkań, co oznacza wzrost o 12,58% oraz o 21,33% w stosunku do analogicznego okresu odpowiednio roku 2017 oraz 2018.

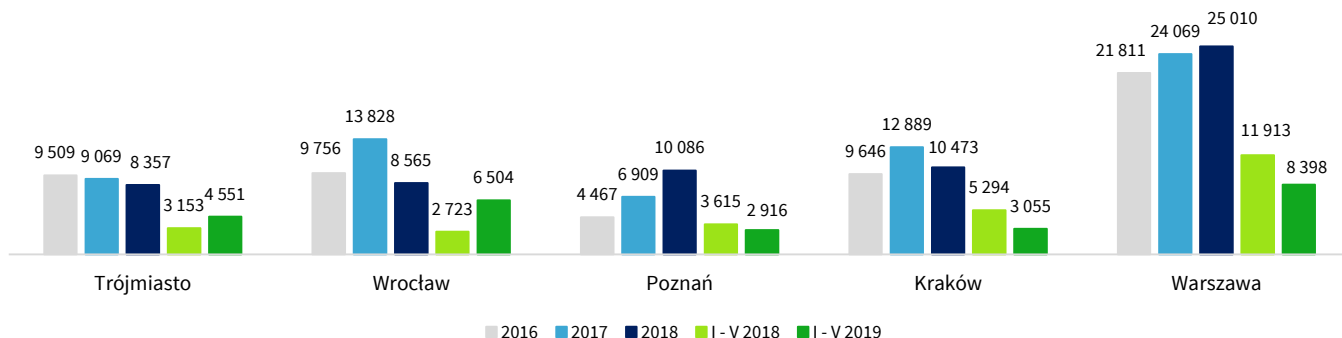
Warto również wspomnieć o liczbie mieszkań, których budowę rozpoczęto. W okresie styczeń – maj 2019 r. w analizowanych miastach rozpoczęto budowę 22,2 tys. mieszkań, co jest wynikiem gorszym o -7,16% r/r. W samym kwietniu i maju 2019 r. rozpoczęto budowy 7,5 tys. mieszkań co oznacza spadek o 17,15% r/r. Liczba budów, które rozpoczęto wzrosła w Poznaniu (+40,52 r/r), Trójmieście (+15,04% r/r), oraz Wrocławiu (+5,76%), spadła natomiast w Warszawie (-18,48% r/r) oraz Krakowie (-27,83% r/r). W całej Polsce, w okresie styczeń – maj 2019 r., rozpoczęto budowę ponad 96,4 tys. mieszkań, co oznacza wzrost o 5,47% r/r oraz wzrost o 15,25% w stosunku do analogicznego okresu 2017 r.

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 w Gdańsku coraz bliższe cenom warszawskim

W 1Q 2019 r. mieliśmy do czynienia z dalszym wzrostem cen mieszkań na wszystkich analizowanych największych rynkach mieszkaniowych w Polsce. Ceny mieszkań w 1Q 2019 r. wzrosły średnio o 2,70% q/q. Dla porównania w 4Q 2018 r. ceny wzrosły średnio o 3,46% q/q, a w analogicznym okresie tj. 1Q 2018 r. o 2,57% q/q. Na przestrzeni ostatniego roku ceny mieszkań na analizowanych rynkach wzrosły średnio o 10,2%. W Warszawie - na największym rynku mieszkaniowym w Polsce - w 1Q 2019 r. zanotowano 2,3% wzrost cen mieszkań.

Ceny po raz kolejny najszybciej rosły w Gdańsku, który jest drugim najdroższym rynkiem mieszkaniowym wśród analizowanych największych polskich miast. Średnie ceny w Gdańsku są już tylko 5,7% niższe niż w najdroższej Warszawie oraz 12,1% wyższe niż w trzecim Krakowie. Ceny mieszkań w Gdańsku w przeciągu ostatniego roku wzrosły o 13,9%, a w przeciągu ostatnich dwóch lat o ponad 28,4%. Warto również wspomnieć, że jeszcze w 2Q 2016 r. spośród analizowanych 5 największych rynków mieszkaniowych ceny w Gdańsku były najniższe, co dobrze pokazuje skalę zmiany, jaką przeszedł gdański rynek mieszkaniowy.

Wśród pozostałych rynków najwyższy wzrost średnich cen w 1Q 2019 równy 3,3% zanotowano na rynku krakowskim. Wzrost cen w ostatnich 2 kwartałach wyraźnie na tym rynku przyspieszył, co nie dziwi, zważywszy na fakt, że na przestrzeni ostatniego roku ceny w Krakowie rosły najwolniej spośród analizowanych największych polskich rynków mieszkaniowych.

Warto również wspomnieć o kształtowaniu się cen ofertowych mieszkań na analizowanych rynkach, które są wyższe od późniejszych cen transakcyjnych. W 1Q 2019 r. ceny ofertowe rosły na wszystkich rynkach poza Gdańskiem, a najszybszy wzrost cen miał miejsce w Warszawie (+4,5% q/q). W Gdańsku ceny ofertowe spadły o 4,0% q/q i tym samym zrównały się z cenami transakcyjnymi, co może wskazywać, że dynamiczny wzrost cen na tym rynku zwolni w kolejnych kwartałach.

Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkań w największych miastach



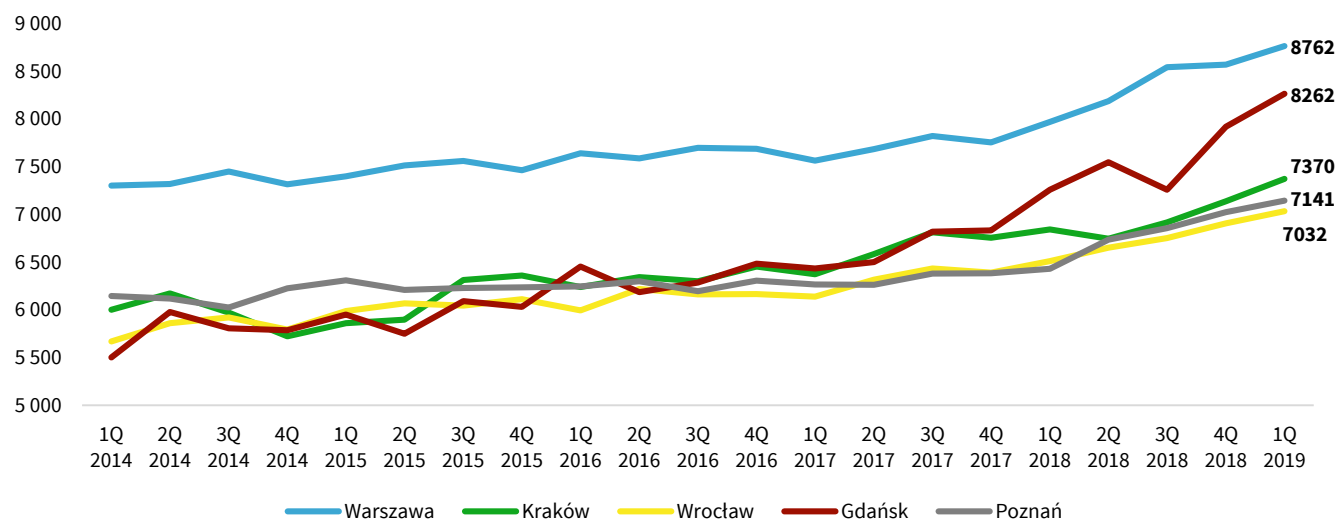
■ Średnia cena transakcyjna 1 m² mieszkania w 1Q 2019 r.
■ Procentowa zmiana 1Q 2019/4Q 2018 r.
■ Procentowa zmiana 1Q 2019/1Q 2018 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

Najwyższa różnica pomiędzy cenami transakcyjnymi, a ofertowymi w 1Q 2019 r. wystąpiła w Warszawie, gdzie ceny ofertowe były o 7% wyższe od transakcyjnych. W stolicy występuje więc dziś silna presja na wzrost cen.

Na pozostałych rynkach różnice pomiędzy cenami ofertowymi i transakcyjnymi wyniosły: 5,7% we Wrocławiu, 3,4% w Krakowie oraz 2,7% w Poznaniu.

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



Źródło: NBP

Polska gospodarka nie przestaje pozytywnie zaskakiwać

Polska gospodarka zanotowała w 1Q 2018 r. wzrost PKB w wysokości 4,7% r/r. Wzrost gospodarczy lekko zwalnia (dla porównania w poprzednim kwartale wzrost wyniósł 4,9%, a w analogicznym okresie tj. 1Q 2018 r. wynosił 5,2%), jednak tempo wzrostu gospodarki jest nadal bardzo szybkie, szczególnie w porównaniu do europejskiej średniej w wysokości 1,5% r/r. Wynik po raz kolejny z rzędu jest wyższy od oczekiwań, które zakładały wzrost poniżej 4,5%. Motorem wzrostu w 1Q były w szczególności inwestycje. Po dobrym początku roku instytucje podwyższyły prognozy wzrostu polskiego PKB w całym 2019 r. do 4-5% (w zależności od instytucji).

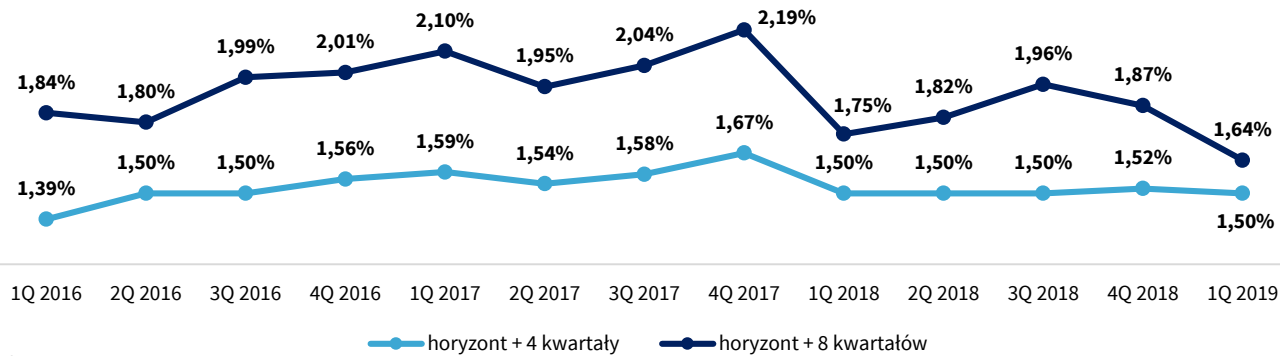
Po istotnym wzroście dynamiki inflacji w okresie styczeń - kwiecień 2019 r. (od 0,7% r/r w styczniu do 2,2% r/r w kwietniu) w maju dynamika zwolniła, a inflacja wzrosła do poziomu 2,3% r/r. W związku z tym obawy o to, że RPP będzie musiała rozważyć w najbliższym czasie wzrost stóp procentowych zostały w krótkim terminie zażegnane.

Na początku maja Rada Polityki Pieniężnej (RPP) zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmienionym poziomie, a Prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że stopy pozostaną stabilne do końca 2021 r. Ośrodki badawcze nie wykluczają, że stopy nie ulegną zmianie do końca 2022 r. Pojawiają się nawet pojedyncze głosy, że po 2020 r. możliwa jest obniżka stóp.

Średnia marża kredytu hipotecznego spadła z 2,02% na koniec 4Q 2018 r. do 2,00% na koniec 1Q 2019 r. Tak niska marża była ostatni raz obserwowana w styczniu 2016 r.

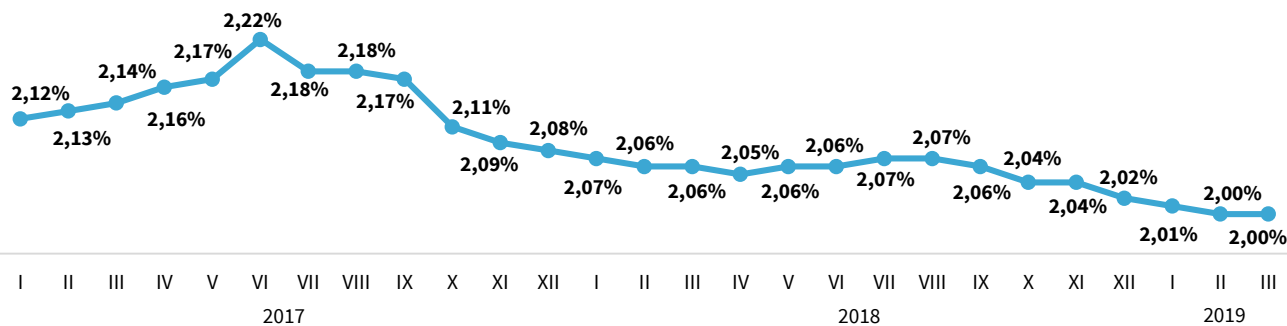
Liczba udzielonych kredytów hipotecznych spadła w 1Q 2019 r. w stosunku do końca 4Q 2018 r. o 2,13%, a łączna wartość kredytów hipotecznych udzielonych spadła o skromne 0,22%. Dysproporcja wynika ze wzrostu średniej wartości kredytu (+1,95%), która wyniosła w 1Q 2019 r. 268,7 tys. zł.

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



Źródło: NBP

Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w okresie 2016 – 1Q 2019



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON SARFIN 1/2019

Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w okresie 2014 - 1Q 2019

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2014	36,824	0,96%	174 087	-1,57%	211,5	2,57%
2015	39,320	6,78%	181 325	4,16%	216,8	2,52%
2016	39,496	0,45%	178 409	-1,61%	221,4	2,09%
2017	44,574	12,86%	190 634	6,85%	233,8	5,62%
2018	53,852	20,81%	212 596	11,52%	253,3	8,33%
4Q 2018	13,626	-	51 703	-	263,5	-
1Q 2019	13,596	-0,22%	50 600	-2,13%	268,7	1,95%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 1/2019.

Otoczenie makroekonomiczne

Dobra sytuacja na rynku pracy motorem wzrostu branży deweloperskiej

Szacowana stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w czerwcu 5,3%, co oznacza, że bezrobocie spadło na przestrzeni ostatniego roku o 0,5 p.p. Stopa bezrobocia spada regularnie od stycznia 2013 r., w którym wynosiła aż 14,2%. Warto również zauważyć, że na przestrzeni ostatnich 28 lat wskaźnik bezrobocia w żadnym momencie nie zanotował tak niskiego odczytu.

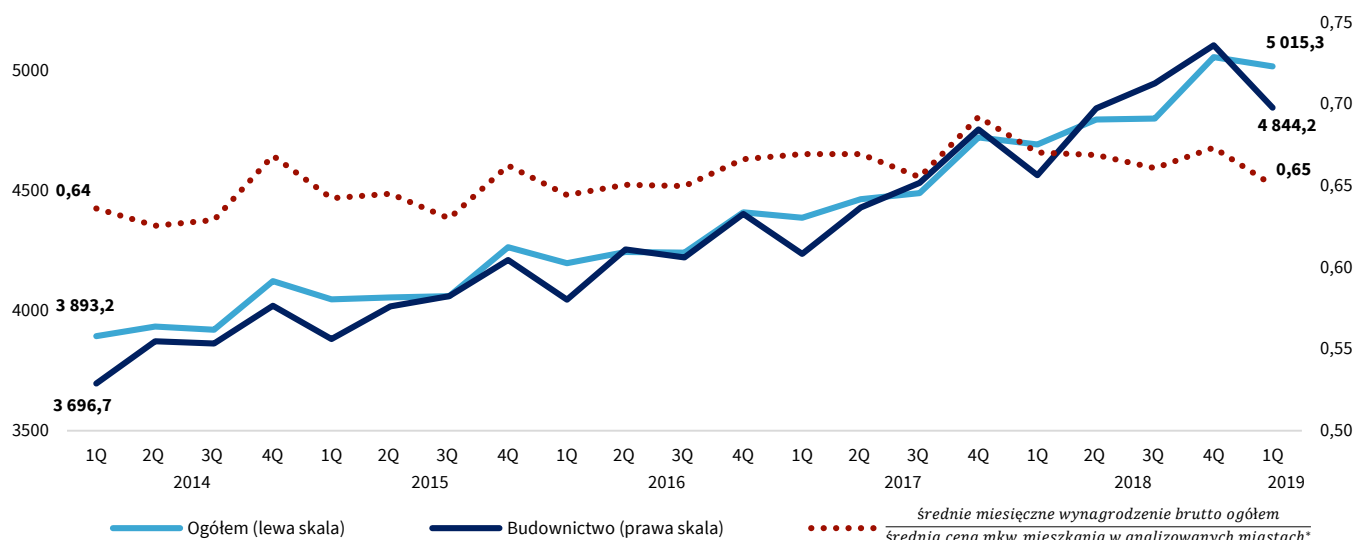
Spadkowi bezrobocia towarzyszy istotny wzrost wynagrodzeń. W samym 1Q 2019 r. nastąpił co prawda spadek wynagrodzenia średniego, jednak jest to naturalne zjawisko sezonowe. W ujęciu rok do roku średnie wynagrodzenie brutto ogółem wyniosło w 1Q 2019 r. 5 015,3 zł co oznacza wzrost o 6,90% r/r. Wzrost wynagrodzeń był zbliżony do wzrostu w poprzednim, analogicznym okresie tj. 1Q 2017 r. – 1Q 2018 r., kiedy wzrost wynagrodzeń wyniósł 6,97% r/r. Istotnie rośnie również zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw ogółem, które w kwietniu 2019 r. wyniosło prawie 7 mln ludzi (+2,9% r/r).

W samym sektorze budowlanym wynagrodzenie brutto wzrosło w 1Q 2019 r. o 6,15% r/r. Dynamika wzrostu wynagrodzeń

w branży budowlanej wyraźnie więc zwalnia, ponieważ w analogicznym okresie roku poprzedniego wzrost wynagrodzeń wyniósł 7,74% r/r. Co również istotne wzrost wynagrodzeń w branży budowlanej był po raz pierwszy od 2013 r. niższy niż wzrost wynagrodzeń ogółem w sektorze przedsiębiorstw. Zatrudnienie w sektorze budowlanym wyniosło w kwietniu 2019 r. ponad 460 tys. ludzi co oznacza wzrost o 5,37% r/r. Wzrost zatrudnienia w budownictwie nadal jest więc wyraźnie szybszy niż w sektorze przedsiębiorstw ogółem.

Wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia ogółem bardzo sprzyja branży deweloperskiej. W 1Q 2019 r. za średnie miesięczne wynagrodzenie brutto można było zakupić średnio 0,65 mkw. mieszkania w analizowanych polskich miastach. Pomimo istotnych wzrostów cen mieszkań wskaźnik ten na przestrzeni ostatnich 4 lat waha się w wąskim paśmie 0,63-0,69 mkw. Dzięki istotnemu wzrostowi wynagrodzeń, przeciętna siła nabywcza zakupu nowego mieszkania dla osób zatrudnionych pozostaje więc na przestrzeni ostatnich 5 lat na podobnym poziomie.

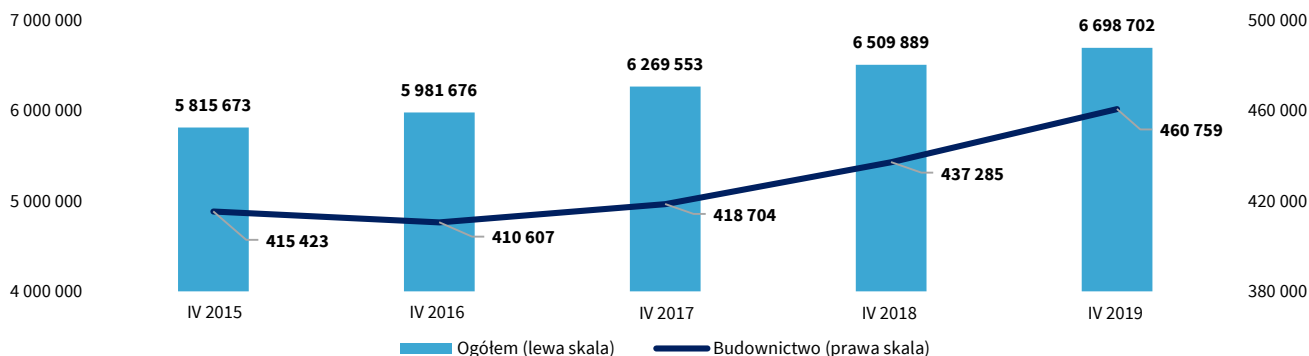
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2014 – 1Q 2019



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

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Niewielka liczba transakcji na rynku gruntów w pierwszej połowie 2019 r.

Poniższe dane oraz wnioski opracowane zostały przez DM Navigator na podstawie publikowanych przez deweloperów raportów bieżących, dla których podano informacje na temat ceny zakupu gruntów oraz szacunków co do zabudowy danej działki (PUM). W przypadku braku podanej powierzchni użytkowej posłużyliśmy się liczbą podanych w raporcie mieszkań, a następnie tę wartość przemnożyliśmy przez 55 m². Według danych REAS jest to średnia transakcyjna powierzchnia mieszkania w największych miastach w Polsce. Pragniemy podkreślić, że zestawienie nie jest kompletną bazą co do zakupów gruntów przez deweloperów z Catalyst, ponieważ niektóre firmy w ogóle nie raportują o tego typu zdarzeniach, a inne nie podają w komunikatach szacunków co do zabudowy. Należy mieć więc na uwadze, że z powodu relatywnie małej próby zaobserwowane średnie ceny mogą istotnie odchyłać się od danych rzeczywistych. Uważamy, że mimo wszystko zestawienie jest przydatnym źródłem informacji stąd publikujemy poniższe dane.

W pierwszej połowie 2019 r. odnotowaliśmy łącznie 5 raportów bieżących dotyczących zakupów gruntów, dla których podane były cena zakupu gruntu oraz szacunki co do jego zabudowy. Warto mieć na uwadze, że szczegółowych raportów nie publikowali jednak najwięksi i najbardziej aktywni na rynku gruntów deweloperzy jak Dom Development, Atal, Robyg. Spośród 5 transakcji, dla których szczegółowe raporty były publikowane, aż 4 zrealizowane było na rynku wrocławskim, na którym grunty kupowały Archicom oraz Lokum Deweloper. Spośród nich największą była transakcja realizowana przez Archicom, który 28 czerwca 2019 r. wygrał przetarg i w przypadku braku odwołań, za ponad 40 mln zł kupi działkę na Kępie Mieszańskej od Agencji Mienia Wojskowego. Na nieruchomości deweloper planuje inwestycję mieszkaniową na 390 lokali. Trzy dni wcześniej deweloper wygrał również przetarg na zakup działki we Wrocławskich Krzykach. Za grunt pod budowę ok. 240 mieszkań deweloper zapłacił 13 mln zł. W 2Q 2019 r. istotną transakcją na rynku wrocławskim był również zakup przez Lokum Deweloper dwóch sąsiadujących nieruchomości pod budowę inwestycji mieszkaniowej na łącznie 500 lokali. Za przedmiotowy grunt deweloper zapłacił 20 mln zł. Jedyną transakcją spoza Wrocławia dla, której podano szacunki co do zabudowy była transakcja zakupu gruntu w Warszawie przez Ronson, który za 15 mln zł zakupił działkę pod budowę 157 mieszkań.

Wśród transakcji, dla których nie podano szczegółowych, wydzielonych informacji co do zabudowy warto wspomnieć o zakupach dokonanych w 1Q 2019 r. przez Atal. Deweloper zakupił działki w Łodzi, Poznaniu i Warszawie. Zakupione grunty

pozwalające na budowę projektów o łącznej powierzchni 116 tys. mkw. kosztowały dewelopera 43 mln zł co oznacza, że średnia cena zakupu PUM wyniosła jedynie 372 zł/mkw. O zakupach działek we Wrocławiu oraz Warszawie informował również LC Corp. Ciekawą transakcją w 1H 2019 r. dla, której nie podano jednak ceny, był zakup przez Eurostyl z Grupy Dom Development 7 ha działki pod budowę 1 200 lokali w Gdańsku, w bezpośrednim sąsiedztwie Europejskiego Centrum Solidarności.

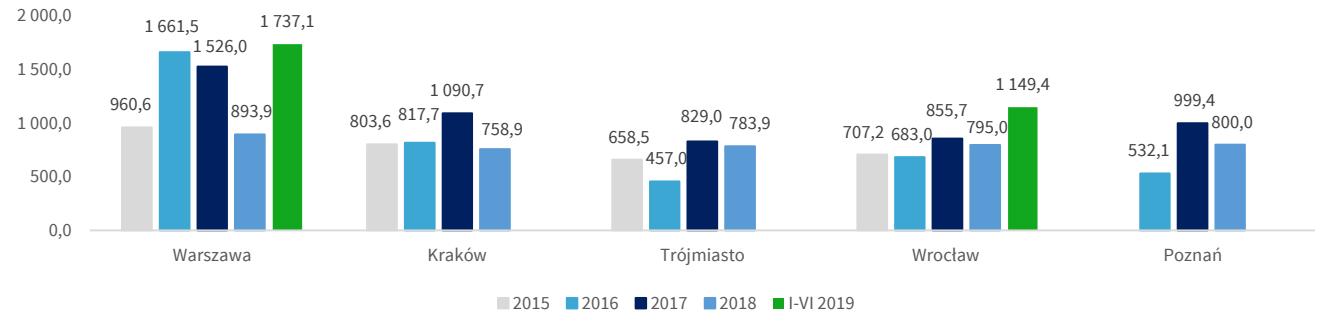
Zaraportowane średnie ceny zakupu gruntów przez deweloperów w poszczególnych miastach¹

	2015	2016	2017	2018	I-VI 2019
Kraków	803,6	817,7	1090,7	758,9	
Archicom		797,2	776,5		
LC Corp				758,9	
Lokum Deweloper	803,6	1 071,0			
Murapol		631,1	1 153,2		
Poznań		532,1	999,4	800,0	
Archicom				800,0	
Murapol		459,4	999,4		
Ronson		575,8			
Warszawa	960,6	1 661,5	1 526,0	893,9	1 737,1
Dom Development		3 236,4	2 486,3		
LC Corp	1 195,1				
Marvipol				3 085,7	
Murapol		2 177,1	1541,3	814,0	
Robyg	880,8	853,3	853,1	828,3	
Ronson				931,8	1 737,1
Wrocław	707,2	683,0	855,7	795,0	1 149,4
Archicom	660,2	646,0	947,3	884,2	1 448,7
i2 Development	673,4	954,3	942,3	712,7	
LC Corp				761,3	
Lokum Deweloper		756,9			727,3
Murapol		672,7	716,2	631,9	
Vantage	909,1		767,7	1115,4	
Trójmiasto	658,5	457,0	829,0	737,0	
Archicom			927,3	757,6	
J.W.Construction			621,2		
JHM Development				565,3	
Marvipol			916,7		
Murapol		628,6	963,7		
Robyg	658,5	434,8		845,5	
Średnia	834,6	827,9	1 135,7	818,8	1 217,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Deweloperów.

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

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.

Rynek gruntów

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2015 – 08.07.2019 we Wrocławiu oraz w Warszawie

Deweloper	Data	Dzielnica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM ¹	Cena netto/PUM ¹
WROCŁAW						
2015						
Vantage	2Q 2015	Krzyki	14 500 000	290	15 950	909
Archicom	1H 2015	Śródmieście	5 100 000	124	6 820	748
Archicom	1H 2015	Śródmieście	14 000 000	251	13 805	1 014
Archicom	1H 2015	Krzyki	9 600 000	387	21 285	451
Archicom	1H 2015	Krzyki	6 000 000	190	10 450	574
Archicom	1H 2015	Psie Pole	3 500 000	100	5 500	636
i2 Development	3Q 2015	Krzyki	10 000 000	270	14 850	673
SUMA			62 700 000	1 612	88 660	707
2016						
Archicom	1Q 2016	Psie Pole	11 850 000	550	30 250	392
i2 Development	2Q 2016	Fabryczna	9 700 000	185	10 165	954
Lokum Deweloper	2Q 2016	Śródmieście	13 400 000	283	13 200	1 015
Archicom	1H 2016	Psie Pole	18 000 000	525	28 875	623
Archicom	1H 2016	Krzyki	19 000 000	550	30 250	628
Archicom	1H 2016	Śródmieście	36 300 000	1 000	55 000	660
Archicom	1H 2016	Krzyki	26 600 000	520	28 600	930
Lokum Deweloper	3Q 2016	Krzyki	25 200 000	739	37 800	667
Murapol	4Q 2016	Krzyki	8 222 550	304	12 223	673
SUMA			168 272 550	4 656	246 363	683
2017						
i2 Development	2Q 2017	Śródmieście	1 118 000	50	2 750	407
Murapol	2Q 2017	Krzyki	6 400 000	280	11 272	568
Murapol	2Q 2017	Stare Miasto	4 500 000	106	4 905	917
Archicom	3Q 2017	Fabryczna	27 500 000	700	38 500	714
Archicom	3Q 2017	Krzyki	47 530 000	740	40 700	1 168
i2 Development	3Q 2017	Krzyki	16 050 000	500	20 000	803
Murapol	3Q 2017	Krzyki	7 723 577	350	14 400	536
Murapol	3Q 2017	Krzyki	23 300 000	715	26 846	868
i2 Development	4Q 2017	Fabryczna	25 000 000	400	22 000	1 136
Murapol	4Q 2017	Krzyki	13 000 000	426	19 261	675
Vantage	4Q 2017	Krzyki	3 800 000	90	4 950	768
SUMA			175 921 577	4 357	205 584	856
2018						
Archicom	1Q 2018	Fabryczna	3 333 000	90	4 950	673
Archicom	1Q 2018	Psie Pole	18 550 000	360	19 800	937
i2 Development	2Q 2018	Fabryczna	6 900 000	280	15 400	448
i2 Development	2Q 2018	Krzyki	12 700 000	220	12 100	1 050
Murapol	2Q 2018	Krzyki	8 100 000	350	14 800	547
Murapol	3Q 2018	Krzyki	6 000 000	280	11 800	508
Vantage	3Q 2018	Fabryczna	18 000 000	254	13 970	1 288
Vantage	4Q 2018	lwiny	2 000 000	72	3 960	505
LC Corp	4Q 2018	Ołtaszyn	8 500 000	203	11 165	761
Murapol	4Q 2018	Krzyki	6 500 000	120	6 000	1 083
SUMA			90 583 000	2 229	113 945	795
2019						
Archicom	1Q 2019	bd	2 700 000	75	4 125	655
Lokum Deweloper	2Q 2019	Zakrzów	20 000 000	500	27 500	727
Archicom	2Q 2019	Kępa Mieszczańska	40 474 319	390	21 450	1 887
Archicom	2Q 2019	Krzyki	13 000 000	240	13 200	985
SUMA			76 174 319	1 205	66 275	1 149
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
2019						
Ronson	1Q 2019	Wilanów	15 000 000	157	8 635	1 737
SUMA			15 000 000	157	8 635	1 737

Rynek gruntów

Opublikowane transakcje zakupu gruntów poszczególnych deweloperów w okresie 2015 – 08.07.2019 w Trójmieście, Krakowie oraz Poznaniu

Deweloper	Data	Dzielnica/Ulica	Cena netto	Liczba mieszkań	PUM ¹	Cena netto/PUM ¹
TRÓJMIASTO						
2015						
Robyg	1Q 2015	Wrzeszcz	12 500 000	300	16 500	758
Robyg	2Q 2015	Zaspa	12 900 000	530	29 150	443
Robyg	3Q 2015	Wrzeszcz	44 500 000	1 100	60 500	736
SUMA			69 900 000	1 930	106 150	659
2016						
Robyg	2Q 2016	Letnica	53 390 960	2 500	137 500	388
Murapol	3Q 2016	Jasień	6 254 000	230	8 500	736
Murapol	3Q 2016	Osowa	11 661 600	404	20 000	583
Robyg	4Q 2016	Śródmieście	42 255 000	1 500	82 500	512
SUMA			113 561 560	4 634	248 500	457
2017						
Murapol	1Q 2017	Wrzeszcz	11 900 000	158	8 670	1 373
Murapol	1Q 2017	Oksywie, Gdynia	25 750 000	627	30 400	847
J.W.Construction	2Q 2017	Letnica	20 500 000	530	33 000	621
Marvipol	3Q 2017	Zaspa	11 000 000	350	12 000	917
Archicom	4Q 2017	Chylonia, Gdynia	5 100 000	100	5 500	927
SUMA			74 250 000	1 765	89 570	829
2018						
Archicom	1Q 2018	Oksywie, Gdynia	2 500 000	60	3 300	758
Robyg	1Q 2018	Wrzeszcz	18 600 000	400	22 000	845
JHM Development	4Q 2018	Łostowice	8 084 000	260	14 300	695
SUMA			29 184 000	720	39 600	737
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
2018						
LC Corp	4Q 2018	Czyżyny	48 000 000	1 150	63 250	759
SUMA			48 000 000	1 150	63 250	759
POZNAŃ						
2016						
Ronson	3Q 2016	Grunwald	9 500 000	300	16 500	576
Murapol	4Q 2016	Nowe Miasto	4 550 000	189	9 904	459
SUMA			14 050 000	489	26 404	532
2017						
Murapol	1Q 2017	Nowe Miasto	36 000 000	711	35 000	1 029
Murapol	4Q 2017	Nowe Miasto	14 250 000	352	15 281	933
SUMA			50 250 000	1 063	50 281	999
2018						
Archicom	4Q 2018	Śródka	8 800 000	200	11 000	800
SUMA			8 800 000	200	11 000	800

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

Uzyskanie decyzji o pozwoleniu na budowę jest kluczowym etapem, determinującym powodzenie całej inwestycji. Opóźnienia w uzyskaniu decyzji czy długotrwałe postępowanie może być przyczyną strat po stronie dewelopera jak również powodem, dla których odstąpi on od przeprowadzenia inwestycji. **Od dnia 12 kwietnia 2019 r. trwa proces legislacyjny dotyczący zmian ustawy z dnia 7 lipca 1994 r. Prawo budowlane¹.** Obecnie projekt ustawy jest już po konsultacjach resortowych i będzie rozpatrywany przez Radę Ministrów. Zaznaczenia wymaga, że obecny projekt zmiany ustawy Prawa budowlane nie jest ostateczny, jednakże przyjąć należy, iż główne założenia, nie zostaną radykalnie zmienione.

Ograniczenie udziału stron w postępowaniu

Do najważniejszych zmian należy **zmiana definicji „Obszaru oddziaływania obiektu”**. Definicja ta ma znaczenie dla zakresu kręgu stron w postępowaniu o wydanie decyzji o pozwoleniu na budowę. W obecnym brzmieniu Ustawy definicja obszaru oddziaływania jest zakreszona bardzo szeroko, co umożliwia udział w postępowaniu wielu podmiotom. Jest to o tyle znaczące, że niektóre strony w postępowaniu (najczęściej są to sąsiedzi), nie chcąc żeby inwestycja powstała, bardzo często przedłużali postępowanie lub wręcz doprowadzali do odmowy wydania decyzji o pozwoleniu na budowę dla inwestycji. Po nowelizacji Ustawy, aby zostać uznanym za stronę w postępowaniu, niezbędne będzie wykazanie, że planowana inwestycja spowoduje ograniczenia w zabudowie nieruchomości sąsiedniej. Nie będzie zatem możliwości powołania się jak do tej pory na możliwe (przypuszczalne) występowanie uciążliwości wynikające z zabudowy sąsiedniej działki. Wskazane będą musiały być konkretne czynniki powodujące ograniczenie zabudowy. Powyższe będzie skutkowało szybkością samego postępowania (brak wielu stron postępowania pozwoli na szybsze doręczanie korespondencji, a także ograniczy możliwość składania wniosków dowodowych przez strony postępowania) i sprawniejszym uzyskaniem samej decyzji o pozwoleniu na budowę.

Szybsze uzyskanie odstępstw od przepisów techniczno – budowlanych

Kolejną bardzo istotną zmianą jest kwestia **skrócenia drogi na uzyskanie odstępstwa od przepisów techniczno – budowlanych²** czyli takich przepisów, które determinują parametry techniczne wnoszonych inwestycji. Wprowadzenie odstępstw od ww. przepisów bardzo często jest niezbędne, aby przeprowadzić samą inwestycję i dopasować ją do parametrów nieruchomości, w tym jej położenia lub wielkości. Do tej pory zgodę na takie odstępstwo wydawały organy architektoniczno – budowlane (starosta) po uzyskaniu odpowiedniego upoważnienia od właściwego ministra, przy czym nawet w przypadku uzyskania odpowiedniego upoważnienia, organ architektoniczno – budowlany mógł odmówić wydania zgody na takie odstępstwo. Nowelizacja przewiduje skrócenie tej drogi. W proponowanym stanie prawnym nie będzie już wymagane uzyskanie upoważnienia od właściwego ministra, to organ samodzielnie będzie decydował o wyrażeniu zgody na odstępstwo.

Trwałość decyzji o pozwoleniu na budowę, wyeliminowanie ryzyka związanego z wadą decyzji

Do przepisów Prawa budowlanego zostanie wprowadzone także **czasowe ograniczenie w możliwości stwierdzenia nieważności decyzji o pozwoleniu na budowę**. Obecnie, zgodnie z przepisami kodeksu postępowania administracyjnego, nie istnieje żadne ograniczenie czasowe w tym zakresie. Zgodnie z propozycją zawartą w omawianej nowelizacji po upływie pięciu lat od wydania decyzji (bez względu na jej ostateczność), nie będzie już możliwe stwierdzenie takiej nieważności. Organ administracji ograniczy się jedynie do stwierdzenia wydania zaskarżonej decyzji z naruszeniem prawa oraz wskazania okoliczności, dla której taka nieważność nie została stwierdzona. Powyższe nie

spowoduje jednak, że decyzja zostanie uchylona, a tym samym, że niezbędne będzie przeprowadzenie tzw. postępowania legalizacyjnego dla inwestycji przed właściwym organem.

Powyższe będzie miało dodatkowo pozytywny wpływ na bezpieczeństwo oraz pewność ewentualnych transakcji w przypadku obrotu nieruchomościami, dla których wydano decyzję o pozwoleniu na budowę. Nieruchomości takie są bowiem dla inwestorów z oczywistych względów atrakcyjniejsze, jednakże niepewność wynikająca z obecnych uregulowań związana ze wzruszalnością decyzji bardzo często niweczy lub znacząco wpływa na koszty samej akwizycji. Dzięki proponowanej nowelizacji ryzyko takie zniknie, a inwestor będzie miał pewność pięcioletniego okresu utrwalania decyzji. Zwracamy jednak uwagę, że w przypadku gdy treść decyzji ulega zmianie, poprzez wydanie nowego zamiennego pozwolenia, to 5-letni okres na wzruszenie decyzji ulega ponownie otwarciu, a zatem ryzyko unieważnienia decyzji ulega również odnowieniu.

Uproszczenie procedury przeniesienia pozwolenia na budowę na nowego inwestora

Nabycie nieruchomości wraz z pozwoleniem na budowę wymaga przeniesienia decyzji o pozwoleniu na budowę. Do tej pory przeniesienie takiej decyzji wymagało uzyskania zgody poprzedniego jej adresata. Nowelizacja znosi ten obowiązek, jeżeli własność nieruchomości lub uprawnienia wynikające z użytkowania wieczystego dotyczącego nieruchomości są objęte decyzją o pozwoleniu na budowę i po wydaniu tego pozwolenia przeszły z dotychczasowego inwestora na nowego inwestora wnioskującego o przeniesienie pozwolenia na budowę. **Zmiana ta zniesie potrzebę zastrzegania obowiązku wyrażenia zgód w dokumentach transakcyjnych**, co jest znacznym i oczywistym uproszczeniem.

Uproszczenia w zakresie dokonywania zgłoszeń robót budowlanych

W projekcie ww. nowelizacji przewidziano uproszczenie polegające na klarownym **wskazaniu listy obiektów budowlanych i robót budowlanych niewymagających wydania decyzji o pozwoleniu na budowę**, które można wykonać w oparciu o wydane zgłoszenie. Wskazana zostanie również lista inwestycji w stosunku, do których nie jest wymagane uzyskanie ani pozwolenia na budowę ani wykonanie zgłoszenia.

Nowelizacja rozstrzyga również wcześniejsze sporne kwestie w tym zakresie a mianowicie jednoznacznie wskazuje, że budowa paczkomatu lub bankomatu nie wymaga uzyskania decyzji o pozwoleniu o budowę, a jedynie zgłoszenia. Takie uproszczenie kończy spory w tym zakresie, a także dostosowuje ustawę Prawo budowlane do oczekiwań inwestorów oraz nabywców mieszkań. Nadmieniamy, iż bardzo często zdarza się, że ww. obiekty były planowane i realizowane po przeprowadzeniu inwestycji i wymagały uzyskania nowego pozwolenia na budowę, co wydłużało czas przeprowadzania całej inwestycji.

Podsumowanie

Warto jeszcze raz podkreślić, że wszystkie powyższe zmiany pozwolą na wyeliminowanie części ryzyk związanych z formalnym procesem inwestycyjnym, a tym samym zwiększą opłacalność samych inwestycji. Z jednej strony bowiem wpłyną na skrócenie czasu na uzyskanie dokumentów będących podstawą przeprowadzenia robót budowlanych, z drugiej zapewniają pewność samego procesu inwestycyjnego.

¹Ustawa z dnia 7 lipca 1994 r. Prawo budowlane (Dz. U. Nr 89 poz.414 ze zm.)

²Przepisy techniczno – budowlane to przede wszystkim normy zawarte w rozporządzeniu Ministra Infrastruktury z dnia 12 kwietnia 2002 r. w sprawie warunków technicznych, jakim powinny odpowiadać budynki i ich usytuowanie (tj. Dz. U. z 2019 Nr 1056 ze zm.)

Zadowolający poziom sprzedaży mieszkań potwierdzeniem utrzymującego się popytu

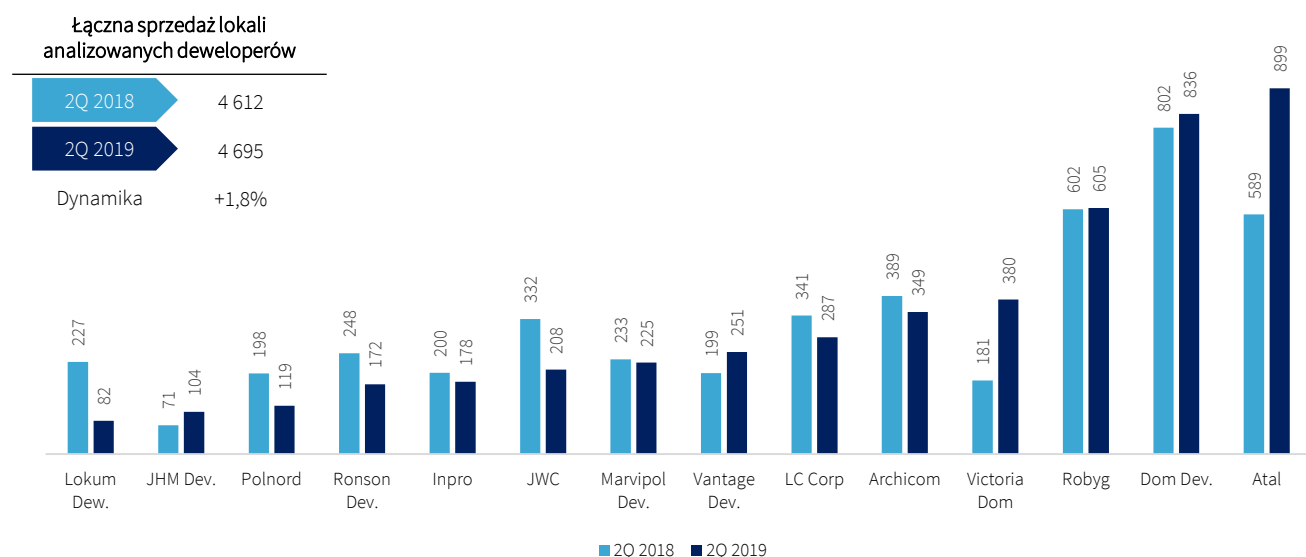
W 2Q 2019 r. analizowani w raporcie deweloperzy^{1,2} odnotowali sprzedaż na poziomie **4 695 lokali** wobec 4 477 mieszkań sprzedanych w ubiegłym kwartale, co oznacza **4,9% wzrost q/q**. Zestawiając dane w ujęciu rok do roku okazuje się, że tegoroczny drugi kwartał był o 1,8% lepszy pod względem wolumenu kontraktacji w porównaniu z 2Q 2018 r. Ostatnie wyniki sprzedażowe utwierdzają nas w przekonaniu, że na rynku cały czas utrzymuje się wysoki popyt na lokale mieszkalne, w szczególności tych na własny użytek. Wciąż obserwujemy duży udział nabywców gotówkowych, co jest konsekwencją bogacenia się społeczeństwa oraz niskich stóp procentowych.

Zestawiając dane z dwóch pierwszych kwartałów bieżącego roku do pierwszego półrocza roku ubiegłego widzimy mocny spadek sprzedaży. W 1H 2019 r. deweloperzy zakontraktowali łącznie **9 172 lokale** wobec 10 201 mieszkań w 1H 2018 r. (-10,1% r/r), co jest spowodowane bardzo słabym poziomem sprzedaży w 1Q 2019 r. W naszej ocenie spadek kontraktacji w 1H bieżącego

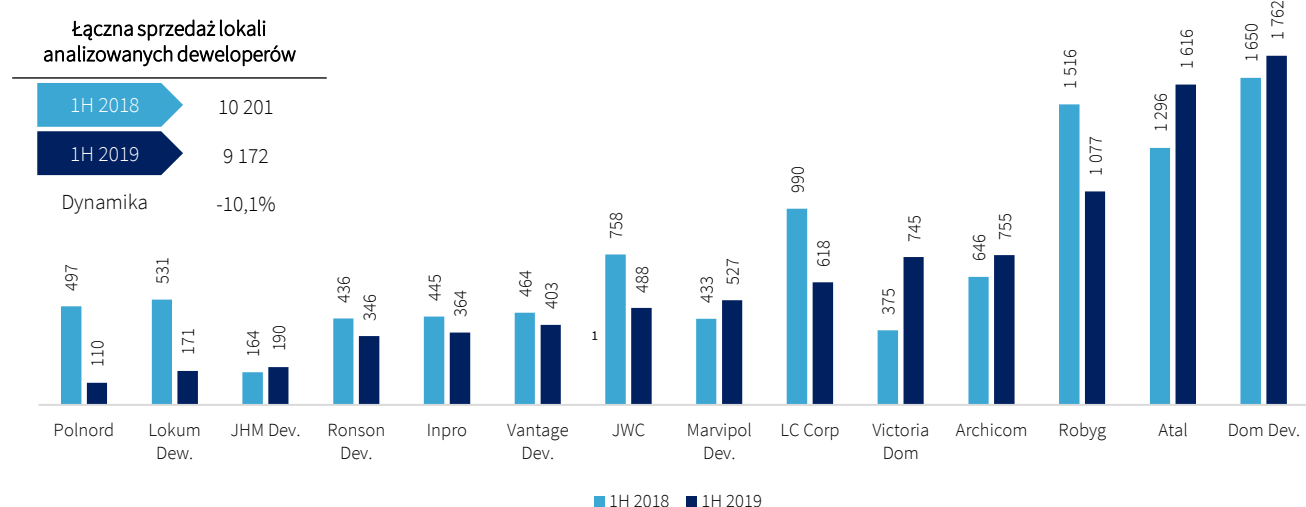
roku jest wynikiem głównie strony podażowej. W poprzedniej edycji raportu wskazywaliśmy na problemy związane z uzupełnieniem oferty na skutek braku niezbędnych decyzji administracyjnych, co istotnie wpłynęło na przesunięcia harmonogramów inwestycji. Problemy na poziomie samorządowym w 1Q 2019 r. były w naszej ocenie w znacznym stopniu pochodną wyborów, które miały miejsce w 4Q ubiegłego roku. W tym czasie urzędy działały mniej sprawnie. Przypominamy, że w 1Q 2019 r. deweloperzy sprzedali aż o 19,8% mniej mieszkań niż w pierwszym kwartale roku ubiegłego. Na szczęście dla branży w kwietniu-maja bieżącego roku nastąpiła znaczna poprawa sytuacji, o czym dokładniej piszemy na stronie 4 niniejszego raportu.

Na rynku cały czas dostrzegamy wzrost cen mieszkań poparty wciąż drogimi gruntami oraz utrzymaniem kosztów generalnego wykonawstwa na wysokich poziomach.

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



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



¹ Dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy. Sprzedaż za 2Q 2019 r. jest wartością brutto, która nie uwzględnia anulacji umów

² Z wyłączeniem i2 Development, które do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowało poziomu sprzedaży oraz rozpoznai w 2Q 2019 r. .

Zmiana lidera. W 2Q 2019 r. najwięcej lokali sprzedał Atal

W 2Q bieżącego roku najwyższy wolumen kontraktacji odnotował **Atal**, który sprzedał 899 mieszkań (+52,6% r/r). Bardzo dobry wynik sprzedażowy jest konsekwencją bogatej oferty dewelopera, która w 1Q 2019 r. istotnie wzrosła w stosunku do poziomu z końca grudnia 2018 r. W naszej ocenie tegoroczny cel sprzedażowy Spółki (2.5 tys. lokali) wydaje się niezagrażony. Atal po dwóch pierwszych kwartałach sprzedał 1 616 mieszkań, co oznacza wykonanie blisko 65% planu kontraktacji.

Wiceliderem sprzedaży w drugim kwartale bieżącego roku został **Dom Development**, który w analizowanym okresie znalazł nabywców na 836 lokali (+4,2% r/r). Należy spodziewać się, że w przyszłych wynikach Grupy coraz istotniejszy udział będzie stanowił sprzedaż realizowana na terenie Trójmiasta. Deweloper w bieżącym roku zamierza utrzymać zbliżony poziom kontraktacji do ubiegłorocznego (3 602 mieszkania). Biorąc pod uwagę łączną sprzedaż z dwóch pierwszych kwartałów, w których Dom Development osiągnął wolumen 1 762 mieszkań (+6,8% r/r) można przypuszczać, że deweloper kolejny rok z rzędu zdoła zrealizować swoje plany.

Naszym zdaniem na szczególne wyróżnienie (kolejny kwartał z rzędu) zasługuje **Victoria Dom**, która w analizowanym okresie zakontraktowała 380 lokali (+109,9% r/r), co oznacza pobicie rekordu sprzed kwartału, w którym deweloper zakontraktował 365 mieszkań. W pierwszym półroczu Victoria Dom sprzedała zatem 745 lokali (+98,7% r/r), co potwierdza, że Spółka posiada ambitny plan bycia w pierwszej trójce deweloperów prowadzących działalność na terenie Warszawy. Zarząd dewelopera tym samym podtrzymuje, że tegoroczny potencjał kontraktacji wyniesie ok 1,5 tys. mieszkań.

Więcej w pierwszym półroczu 2019 r. w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego sprzedał również **Archicom** (+16,9% r/r), **JHM Development** (+15,9% r/r) oraz **Marvipol Development** (+21,7% r/r).

Kolejny słaby kwartał pod względem poziomu sprzedaży odnotowała **Grupa Lokum Deweloper**, która po pierwszych dwóch kwartałach zakontraktowała jedynie 171 mieszkań (-67,8% r/r). Na skutek problemów związanych z uzupełnieniem oferty, deweloper obniżył swój tegoroczny cel sprzedażowy z 800 do 400 lokali.

O równie słabym 2Q 2019 r. może mówić **LC Corp**, który także nie zdołał w pełni uzupełnić swojej oferty, w konsekwencji czego deweloper sprzedał w drugim kwartale 287 lokali (-15,8% r/r). Biorąc pod uwagę, że Spółka po pierwszym półroczu osiągnęła wolumen kontraktacji w wysokości 618 mieszkań, deweloper obniżył cel sprzedażowy, którego realizacja w naszej ocenie i tak będzie zadaniem wymagającym.

Zestawiając poziom zrealizowanej w 1H 2019 przez **J.W. Construction** sprzedaży (488 lokali) z tegorocznym planem kontraktacji (ok. 1 500) dochodzimy do wniosku, że realizacja bieżącego celu przez dewelopera będzie bardzo wymagająca.

W naszej ocenie trudne zadanie czeka również **Polnord**, który po 1H 2019 r. odnotował sprzedaż na poziomie 110 mieszkań, przy czym tegoroczny cel wynosi ok. 570 lokali. Należy zaznaczyć, że wyniki kontraktacji za 2Q roku nie uwzględniają anulacji umów.

Mniej w 1H 2019 r. w porównaniu do dwóch pierwszych kwartałów ubiegłego roku zdołał sprzedać **Robyg** (-29,0% r/r), **Ronson** (-20,6% r/r), **Inpro** (-18,2% r/r) oraz **Vantage Development** (-13,1% r/r).

Vantage Development może być natomiast zadowolone z wyników osiągniętych w 2Q 2019 r., w którym deweloper zakontraktował 251 lokali w stosunku do 199 mieszkań w analogicznym okresie roku ubiegłego. Po pierwszych dwóch kwartałach roku Grupa zdołała zrealizować swój cel sprzedażowy w ok. 45%.

Cele sprzedażowe analizowanych deweloperów (liczba lokali)

Deweloper	Bazowy cel sprzedażowy na 2019 r.	Zaktualizowany cel sprzedażowy na 2019 r.	Realizacja celu sprzedażowego*
Archicom	1300 - 1600		58,1%
Atal	2 500		64,6%
Dom Development	ok. 3 600		48,9%
J.W. Construction	ok. 1 500		32,5%
LC Corp	ok. 2 000	ok. 1700	36,4%
Lokum Deweloper	800	400	42,8%
Marvipol Development	Dwucyfrowy (%) wzrost r/r.		-
Polnord	ok. 570 (ważona udziałem Polnord)		19,3%
Robyg	ok. 2 700		39,9%
Ronson Development	800		43,3%
Vantage Development	ok. 900		44,8%
Victoria Dom	ok. 1 500		49,7%

*Uwzględniając dolny przedział publikowanego celu sprzedażowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Przekazania lokali

Historyczny poziom przekazań Archicom w drugim kwartale 2019 r.

W 2Q 2019 r. najwięcej umów notarialnych podpisał **Archicom**, który przekazał swoim klientom klucze od 730 mieszkań w stosunku do 242 w analogicznym okresie roku poprzedniego. Oznacza to, że po pierwszym półroczu 2019 r. deweloper rozpozna w wyniku 887 mieszkań wobec 470 w 1H 2018 r. Przypominamy, że Archicom zamierza w tym roku przekazać co najmniej 1,5 tys. lokali.

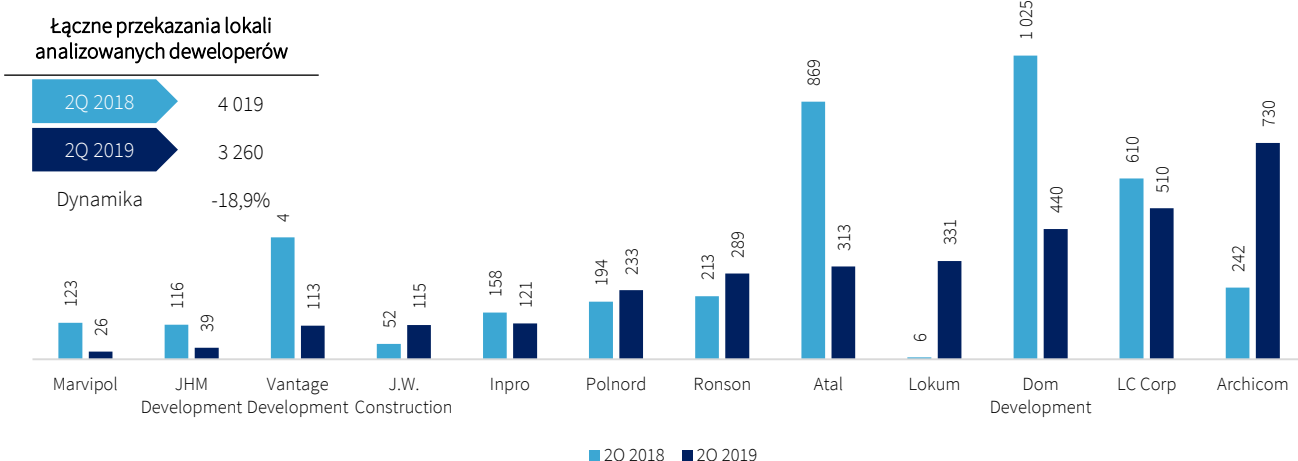
W drugim kwartale roku wysoki poziom przekazań odnotowała **Grupa Lokum Deweloper** (331 mieszkań). Deweloper na skutek istotnych zmian harmonogramu inwestycji spowodowanych problemami z uzyskaniem niezbędnych decyzji administracyjnych posiada niski potencjał przyszłorocznych rozpoznań. Sprawia to jednak, że na koniec marca 2019 r. Grupa posiada potencjał rozpoznań lokali na lata 2021+ na poziomie ponad 11 tys. mieszkań.

Dobry drugi kwartał 2019 r. pod względem poziomu przekazanych mieszkań zaliczył również **J.W. Constrution**. W 2Q 2019 r. deweloper rozpoznał w wyniku 115 lokali wobec 52 mieszkań w analogicznym okresie roku poprzedniego.

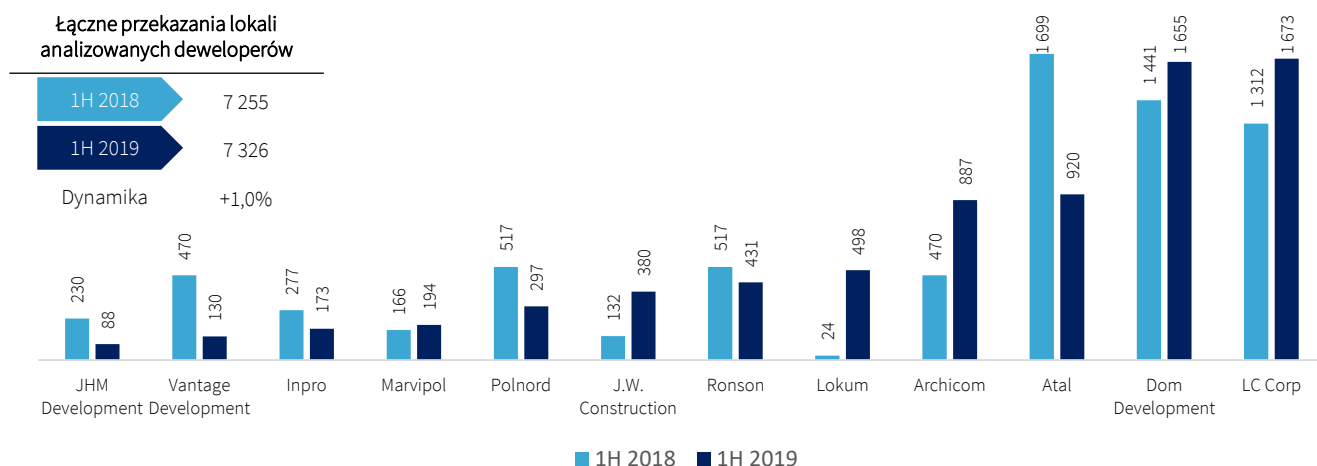
Zadowalającym wynikiem pod względem poziomu przekazanych mieszkań po 1H 2019 r. może pochwalić się także **Dom Development**. Deweloper w 2Q bieżącego roku rozpoznał w wyniku 1 215 mieszkań, co sprawia, że po dwóch pierwszych kwartałach Grupa przekazała już 1 655 lokali (+14,9% r/r).

Wzrost poziomu przekazań po 1H 2019 r. w stosunku do pierwszego półrocza roku ubiegłego za sprawą bardzo wysokich odczytów w 1Q roku wykazał **LC Corp** (+27,5% r/r), a także **Marvipol Development** (+16,9% r/r).

Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2Q 2018 r. oraz 2Q 2019¹



Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1H 2018 r. oraz 1H 2019¹



¹ Bez uwzględnienia 2 Development, Robyg oraz Victoria Dom ze względu na brak danych porównywalnych

Sprzedaż i przekazania lokali - podsumowanie

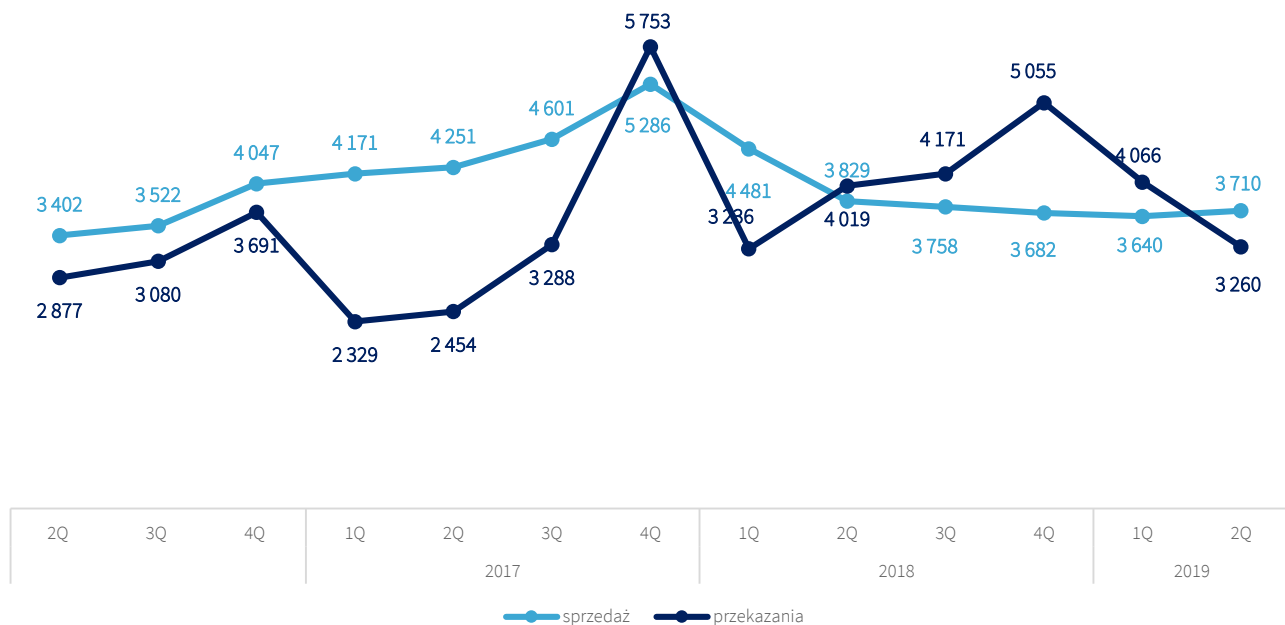
Istotny spadek poziomu przekazania odnotował natomiast **Atal**, co jest wynikiem harmonogramu planowanych inwestycji. Zgodnie z założeniami dewelopera większa część rozpoznania będzie miała miejsce w drugiej połowie roku. Zwracamy jednocześnie uwagę na bardzo wysoki potencjał rozpoznania Spółki na 2020 r., który wynosi ponad 3,7 tys. lokali.

Z harmonogramu planowanych inwestycji **Inpro** wynika również, że większa część rozpoznania przypadnie na drugą połowę roku. W 1H 2019 r. deweloper przekazał jedynie 173 mieszkania (-37,5% r/r), zaś w drugiej połowie roku Inpro rozpocznie przekazywać swoim klientom lokale z 7 prowadzonych projektów.

Znaczący spadek poziomu przekazanych klientom mieszkań w 2Q bieżącego roku w stosunku rok do roku odnotował **Marvipol Development** (26 lokale). Przypominamy, że deweloper zamierza w bieżącym roku przekazać co najmniej 755 mieszkań. Równie duży spadek rozpoznanych w wyniku mieszkań w 2Q 2019 r. wykazał **Vantage Development** (133 mieszkań; -72,5% r/r) oraz **JHM Development** (39 mieszkań; -66,4% r/r).

Poniższy wykres uwzględnia dane jedynie tych spółek, które raportowały co kwartał zarówno o poziomie sprzedaży lokali, jak i wolumenie przekazania mieszkań.

Łączna kwartalna sprzedaż oraz liczba przekazania w okresie 2016 – 2Q 2019 r.^{1,2}



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

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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

Spadek udziału obligacji w strukturze finansowania deweloperów

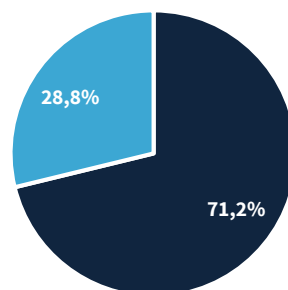
Po 1Q 2019 r. zadłużenie finansowe deweloperów mieszkaniowych wzrosło w stosunku do poziomu z grudnia ubiegłego roku o 109,9 mln PLN (+2,4% r/r). Bardzo niska aktywność analizowanych podmiotów w zakresie emisji obligacji w pierwszym kwartale 2019 r. przełożyła się na spadek udziału obligacji w strukturze finansowania przedsiębiorstw. Przypominamy, że w 1Q 2019 r. deweloperzy przeprowadzili emisję o wartości zaledwie 72,3 mln PLN, przy czym łączna wartość wykupów wyniosła 143,7 mln PLN.

W konsekwencji powyższego, na koniec 1Q 2019 r. wzrósł udział finansowania bankowego. Kredyty bankowe oraz pozostałe zobowiązania finansowe (w tym głównie leasingi) wzrosły w analizowanym okresie o 14,8% q/q osiągając na koniec marca 2019 r. wartość 1,3 mld PLN. Zaznaczamy, że nasze wyliczenia wyłączają (w przypadkach, w których deweloperzy wyodrębniali szczegółowo składowe leasingów) zmiany spowodowane uwzględnieniem w sprawozdawczości zmienionego począwszy od 1Q 2019 r. MSSF 16, zgodnie z którym prawo wieczystego użytkowania gruntu oraz najmu lokali ujmowane jest jako leasing.

Na koniec 1Q 2019 r. deweloperzy wykazali saldo środków pieniężnych na poziomie 1,8 mld PLN, co oznacza wzrost o 68,5 mln PLN. W konsekwencji wyżej opisanych zmian, dług netto analizowanych w raporcie podmiotów po 1Q bieżącego roku wyniósł 2,8 mld PLN (+1,5% q/q), co wskazuje na nieznaczny wzrost zadłużenia w porównaniu z danymi uzyskanymi na koniec grudnia 2019 r.

Naszym zdaniem poziom zadłużenia sektora znajduje się na bezpiecznym poziomie. Jesteśmy zdania, że większość deweloperów posiada zdrowe fundamenty do dalszego rozwoju przy wykorzystaniu długu. Dodatkowo 2Q 2019 r. może wskazywać, że finansowanie obligacyjne w kolejnych kwartałach zwiększy swój udział w strukturze finansowania analizowanych przez nas podmiotów.

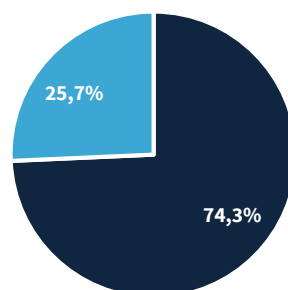
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.03.2019 r.¹



■ Obligacje ■ Kredyty i inne zobowiązania finansowe

¹Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom oraz Robyg za 1Q 2019 r., wykorzystano dane na koniec grudnia 2018 r.

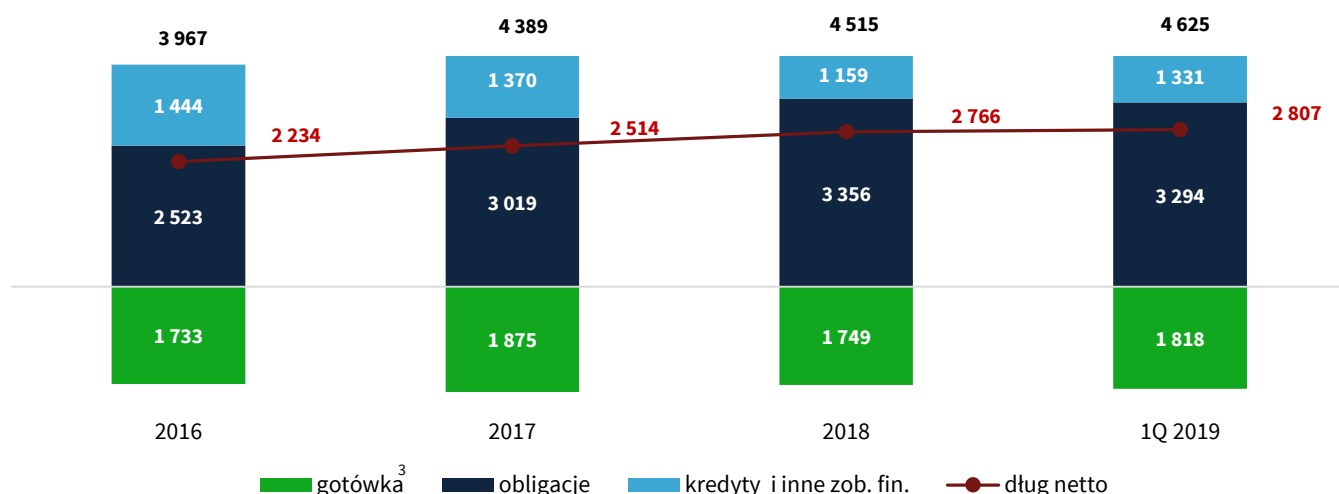
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2018 r.



■ Obligacje ■ Kredyty i inne zobowiązania finansowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan gotówki, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2016 – 1Q 2019 (w mln zł)^{1,2}



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

² Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom oraz Robyg za 1Q 2019 r., wykorzystano dane na koniec grudnia 2018 r.

³ Wyłączając środki zgromadzone na rachunkach powierniczych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

Ujemny dług netto Grupy Lokum Deweloper, Atal z najwyższym poziomem długu po 1Q 2019 r.

Na koniec 1Q 2019 r. najniższy poziom długu finansowego netto wśród analizowanych przez nas deweloperów odnotowała **Grupa Lokum Deweloper**. Ujemny odczyt oznacza, że saldo środków pieniężnych dewelopera przewyższało poziom zadłużenia finansowego. Przypominamy, że w 1Q 2019 r. Grupa przedterminowo wykupiła obligacje serii D o łącznej wartości nominalnej 75,0 mln PLN. W wyniku zdarzeń po 1Q 2019 r., w tym wypłaty dywidendy (36,0 mln PLN) oraz nabycia i zakontraktowania nowych gruntów (31,6 mln PLN) możemy spodziewać się, że na koniec czerwca 2019 r. dług netto dewelopera ponownie będzie wartością dodatnią.

Z kolei najwyższy poziom zadłużenia finansowego netto kolejny kwartał z rzędu wykazał **Atal**, którego dług netto osiągnął na koniec 1Q 2019 r. wartość 566,8 mln PLN (+71,2 mln PLN q/q). Pomimo znaczącej kwoty długu, deweloper wciąż utrzymuje wskaźniki zadłużenia na stabilnym poziomie. Na koniec 1Q bieżącego roku deweloper posiadał zaledwie 26,6 mln PLN środków pieniężnych. Przypominamy, że w 2Q 2019 r. Spółka poprzez emisję obligacji objętą przez podmioty powiązane zasilila swój budżet kwotą 58,0 mln PLN. Przypominamy również, że w lipcu bieżącego roku Spółka wypłaciła rekordową dywidendę w wysokości 182,0 mln PLN.

Za sprawą uszczuplenia salda środków pieniężnych w ubiegłym kwartale o 55,1 mln PLN, **Vantage Development** odnotował znaczący wzrost zadłużenia finansowego netto, w konsekwencji czego deweloper odnotował wysoki odczyt wskaźnika dług netto / kapitał własny, który dla działalności deweloperskiej na koniec ubiegłego kwartału wyniósł 0,9x wobec 0,6x w grudniu 2018 r. W czerwcu bieżącego roku akcjonariusze Spółki postanowili nie wypłacać dywidendy za 2018 r. Budowanie poziomu kapitału własnego w przypadku dewelopera jest naszym zdaniem słusznym działaniem.

Poziom gotówki w 1Q 2019 r. zwiększył natomiast **LC Corp**, utrzymując jednocześnie poziom zadłużenia finansowego z grudnia 2018 r., co przyczyniło się do spadku długu netto na koniec ubiegłego kwartału o 71,0 mln PLN.

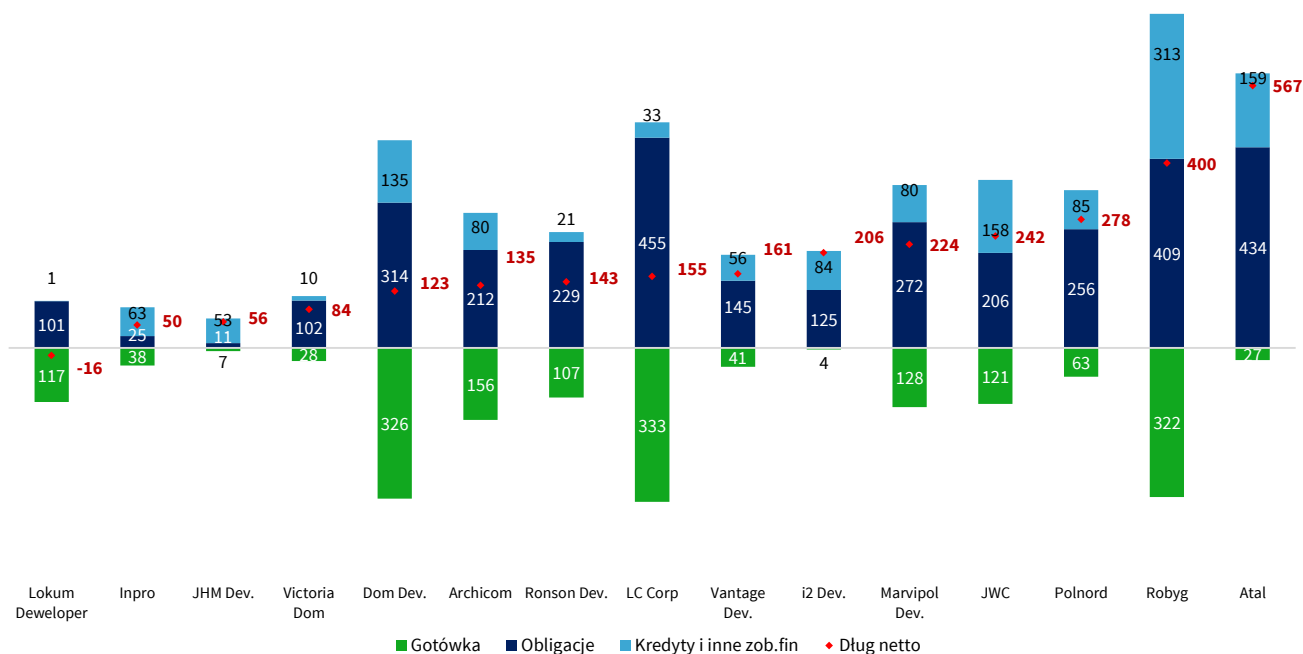
Z niskim poziomem gotówki 1Q 2019 r. zakończył **i2 Development** (3,5 mln PLN). W czerwcu deweloper poinformował o zaprzestaniu rozmów dotyczących współpracy z fińskim deweloperem YIT, co oznacza, że nie dojdzie do spodziewanego w poprzednich kwartałach oddłużenia Spółki na skutek wspomnianej umowy. Na koniec 1Q 2019 r. i2 Development odnotowało wyższe wskaźniki zadłużenia w stosunku do danych zaprezentowanych na koniec grudnia 2018 r. Trudniejszy dla emitentów rynek obligacji korporacyjnych sprawia, że w naszej ocenie struktura zapadalności długu dewelopera jest wymagająca.

W pierwszym kwartale bieżącego roku wzrost długu netto w stosunku do końca 2018 r. odnotował również **Polnord** (+20,5 mln PLN). Cały czas czekamy na publikację nowej strategii dewelopera, która do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie ujrzała światła dziennego. Na dzień dzisiejszy uważamy, że struktura pasywów Spółki w kontekście wymagającego rynku kapitałowego jest mocno obciążona.

Zmiany bilansowe wśród pozostałych deweloperów nie były na tyle istotne, aby mogły zmienić nasze postrzeganie poszczególnych spółek w stosunku do poprzedniego raportu podsumowującego grudzień 2018 r.

Metodyka wyliczania długu netto oraz wskaźników zadłużenia została przedstawiona na 29 stronie niniejszego opracowania.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 2018 r. (w mln zł)^{1,2}

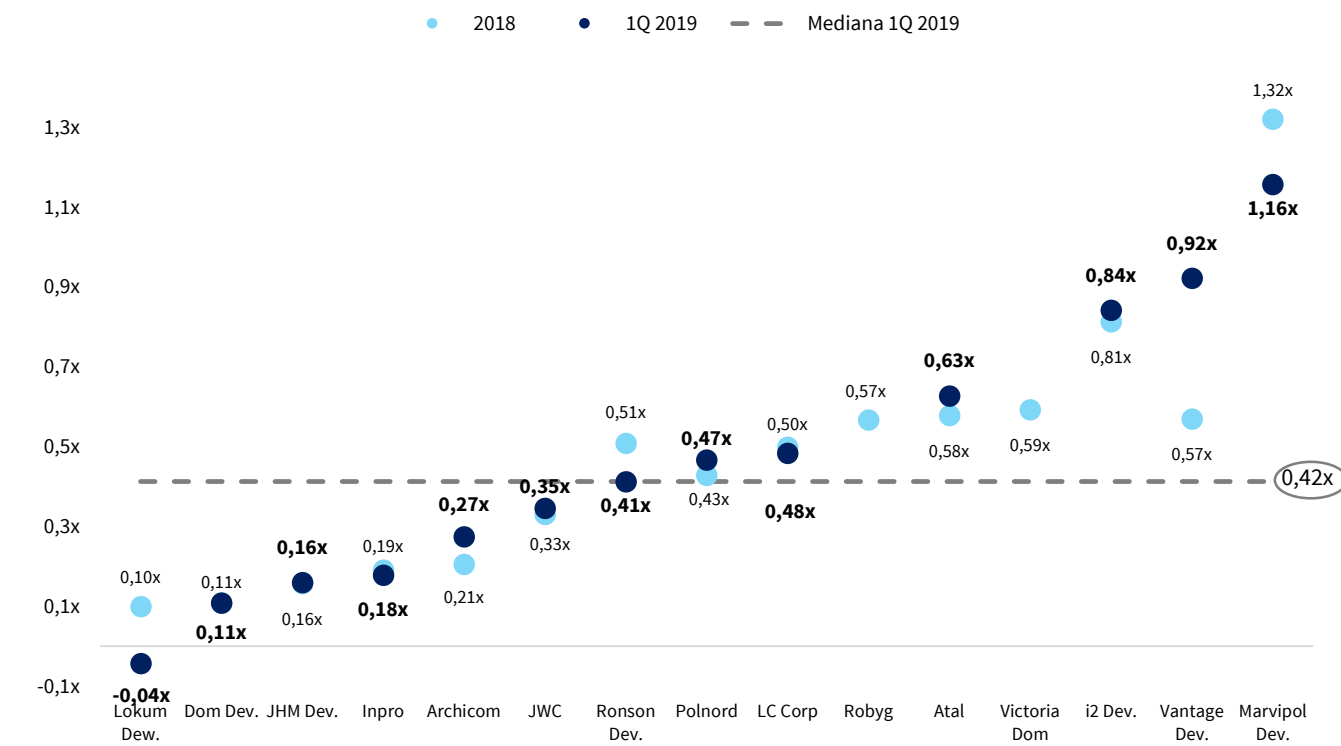


¹ W przypadku LC Corp, Marvipol oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe.

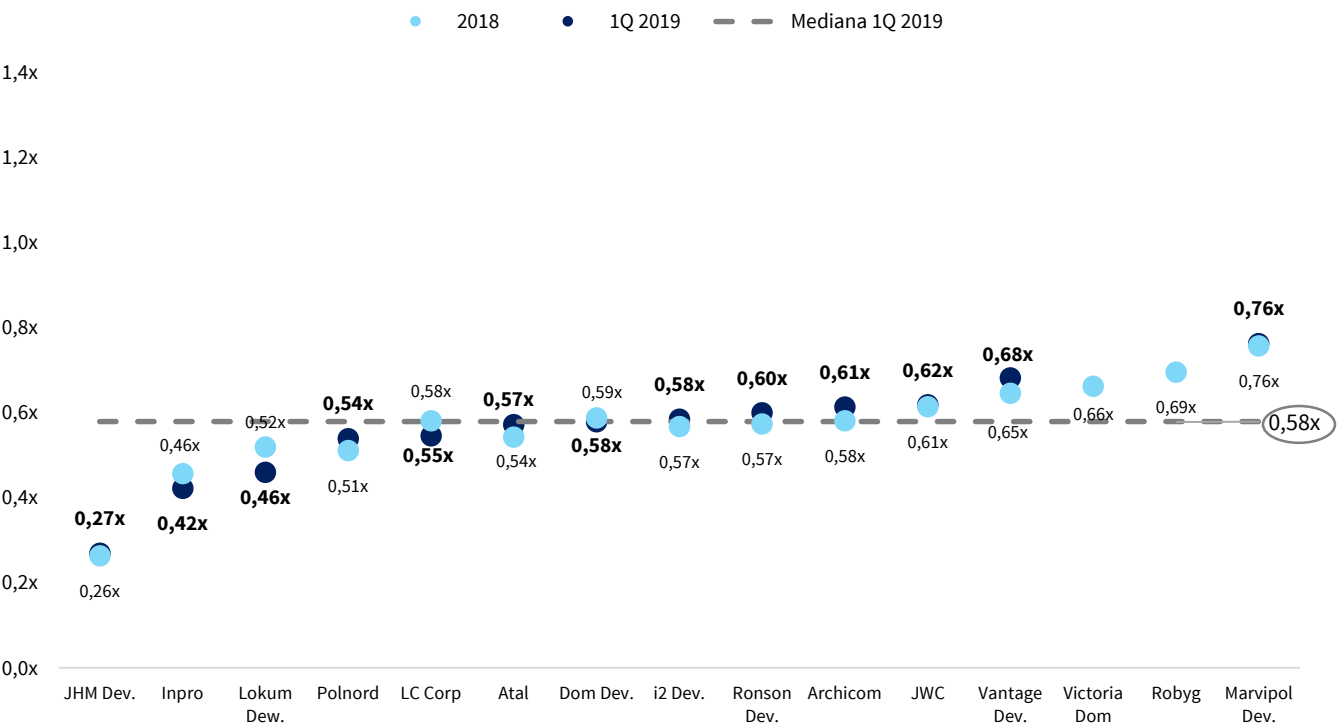
² Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom oraz Robyg za 1Q 2019 r., wykorzystano dane na koniec grudnia 2018 r.

Analiza wskaźników zadłużenia

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



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



¹ Z wyłączeniem danych za 1Q 2019 r. dla Victoria Dom oraz Robyg ze względu na brak upublicznienia danych finansowych na dzień publikacji niniejszego raportu.

² W przypadku Marvipol oraz Vantage Development wydzielone segmenty mieszkaniowe.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

2Q 2019 r. pod znakiem wzrostu aktywności deweloperów mieszkaniowych na rynku długu korporacyjnego

2Q 2019 r. okazał się znacznie lepszy od poprzedniego kwartału w zakresie aktywności emitentów na rynku obligacji korporacyjnych. W okresie kwiecień – czerwiec bieżącego roku emisję obligacji przeprowadziło 6 wśród 15 deweloperów, w porównaniu z jedną ofertą przeprowadzoną w 1Q 2019 r.² W pierwszym półroczu bieżącego roku ujęci w raporcie deweloperzy pozyskali **475,1 mln PLN** (wliczając emisje Atal objęte przez podmioty powiązane), z czego **402,8 mln PLN** w drugim kwartale bieżącego roku.

W naszej ocenie zwiększenie aktywności wśród analizowanych w niniejszym opracowaniu podmiotów było związane głównie z dwoma czynnikami. Pierwszym z nich był napływ nowych środków do funduszy aktywnych na rynku długu korporacyjnego. Instytucje inwestujące w obligacje przedsiębiorstw od początku roku notowały comiesięczny wzrost wartości aktywów netto, co można interpretować jako oznakę odzyskiwania zaufania do papierów dłużnych przedsiębiorstw.

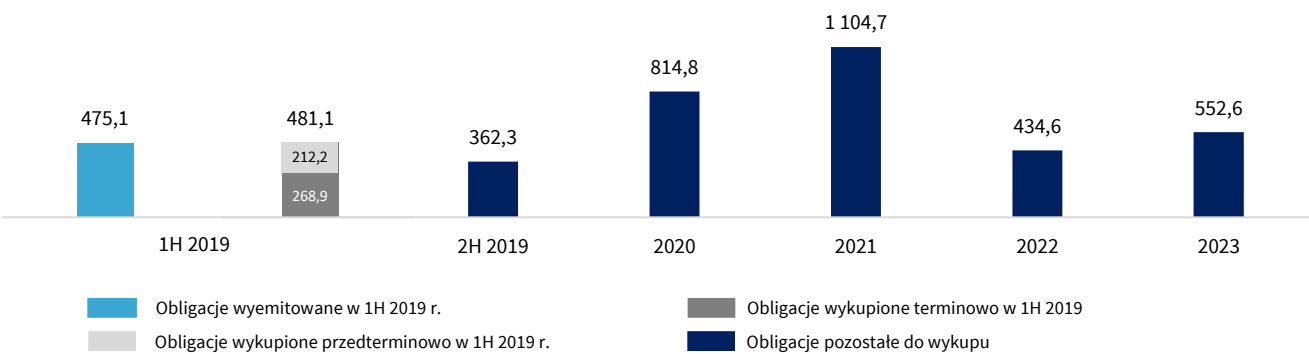
Drugim czynnikiem przekładającym się na większą ilość przeprowadzonych w 2Q 2019 r. emisji była chęć pozyskania kapitału jeszcze przed zmianami regulacyjnymi, które weszły w życie z dniem 1 lipca bieżącego roku. Przypominamy, że od 1 lipca 2019 r. regulator nałożył na emitentów obowiązek rejestracji papierów wartościowych w KDPW przy pośrednictwie agenta emisji.

W naszej ocenie wzrost aktywności emitentów w 2Q bieżącego roku na rynku długu korporacyjnego wiązał się również z faktem, że osiągalne na rynku parametry emisji stały się akceptowalne przez emitentów. W poprzedniej edycji raportu zwracaliśmy uwagę, że pozyskanie kapitału jest obecnie procesem trudniejszym w stosunku do okresów sprzed afery GetBack. Bieżące oczekiwania inwestorów wiążą się z bardziej restrykcyjnymi kowenantami oraz ze wzrostem oprocentowania.

W 2Q 2019 r. analizowani w raporcie deweloperzy dokonali wykupów opiewających na **337,5 mln PLN**. Oznacza to, że w pierwszym półroczu bieżącego roku emitenci spłacili zobowiązania z tytułu emisji obligacji o wartości **481,1 mln PLN**, zaś według stanu na dzień 30 czerwca 2019 r. w drugiej połowie bieżącego roku deweloperzy są zobligowani do wykupów obligacji o łącznej wartości **362,3 mln PLN**.

Podtrzymujemy naszą opinię dotyczącą braku spodziewanych problemów dotyczących spłaty zobowiązania wśród większości analizowanych w raporcie deweloperów. Uważamy, że znaczna większość zawartych w naszym zestawieniu podmiotów posiada optymalną strukturę finansowania. Na koniec czerwca 2019r. łączny outstanding obligacji wszystkich ujętych w raporcie deweloperów wyniósł **3,3 mld PLN**.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2H 2019 – 2023 (w mln zł) według stanu na dzień 30.06.2019 r.¹



¹Brak uwzględnienia emisji obligacji serii Y wyemitowanej przez Marvipol w czerwcu 2019 r. ze względu na brak upublicznienia terminu wykupu

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

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2019 r.²

Deweloper	Data emisji	Uplasowana wartość emisji (mln PLN)	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Ronson	styczeń 2019	32,3	4,0	WIBOR 6M + 3,50%	Tak
Atal	kwiecień 2019	100,0	2,0	WIBOR 6M + 1,90%	Nie
Vantage Dev.	kwiecień 2019	45,4	3,5	WIBOR 6M + 4,70%	Nie
LC Corp	maj 2019	60,0	4,0	b/d	Nie
Archicom	czerwiec 2019	60,0	4,0	WIBOR 6M + 3,30%	Nie
Marvipol	czerwiec 2019	60,0	b/d	b/d	Nie
Victoria Dom	czerwiec 2019	19,4	b/d	3,0	Nie
Suma		377,1			

²z wyłączeniem emisji objętych przez podmioty powiązane

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

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Od początku 2019 r. najaktywniejszy pod względem emisji obligacji był **Atal**. W pierwszym półroczu bieżącego roku deweloper uplasował dwie serie obligacji, które zostały objęte przez podmioty powiązane z głównym właścicielem o łącznej wartości nominalnej równej **98,0 mln PLN**. Dodatkowo, pod koniec kwietnia deweloper pozyskał **100,0 mln PLN** z emisji serii AP, której oprocentowanie wyniosło WIBOR 6M + 1,90%. Oznacza to, że w 2019 r. Atal przeprowadził **3 emisje** obligacji, które zasilily budżet dewelopera kwotą **198,0 mln PLN**. W tym samym czasie Spółka wykupiła papiery o wartości 140,7 mln PLN. Na koniec czerwca 2019 r. Atal posiadał najwyższy outstanding z tytułu emisji obligacji, który wyniósł 492,2 mln PLN. W drugiej połowie bieżącego roku deweloper będzie zobowiązany do wykupu obligacji o wartości 80,0 mln PLN. W naszej ocenie Spółka znajduje się w dobrej kondycji finansowej. Uważamy, że deweloper nie powinien mieć w najbliższym czasie problemów z terminową obsługą bieżącego zadłużenia. Jesteśmy również zdania, że Atal posiada wysoką zdolność do rolowania długu.

W 2 Q 2019 r. po **60,0 mln PLN** poprzez emisję obligacji pozyskał odpowiednio **LC Corp** oraz **Archicom**. **Marvipol** do dnia publikacji niniejszego raportu nie upublicznił parametrów nowego długu. Deweloper w ubiegłym kwartale dokonał również przedterminowych wykupów obligacji o łącznej wartości nominalnej równej 89,1 mln PLN przeznaczając na to kwotę 90,8 mln PLN.

Parametrami nowej emisji refinansującej nie pochwalił się również **LC Corp**. Dodatkowo, w 2Q 2019 r. deweloper wykupił terminowo 50,0 mln PLN, która zapadło na początku czerwca bieżącego roku.

Z kolei oprocentowanie **60,0 mln PLN** pozyskanych przez **Archicom** ustalono na WIBOR 6M + 3,30%. Oznacza to, że najnowsza 4-letnia seria M4/2019 posiada wyższy kupon o 0,4 p.p. w stosunku do ubiegłorocznej serii M3/2019, która również nie została zabezpieczona. Tegoroczna seria została w całości objęta przez jednego inwestora. Można spekulować, że był nim oferujący.

Pod koniec czerwca 2019 r. poprzez emisję obligacji serii K **Victoria Dom** pozyskała **19,4 mln PLN**. Należy zaznaczyć, że cała oferta opiewała na 50,0 mln PLN, co wskazuje na niskie

zainteresowanie papierami Spółki wśród inwestorów. Spekulujemy, że emisja w całości trafiła do inwestorów detalicznych. Emitent w tym samym czasie nabył w celu umorzenie zasymilowane obligacje serii G i H w kwocie 6,4 mln PLN (łączna wartość nominalna wynosiła 15,0 mln PLN).

Przypominamy, że w 2019 r. emisje przeprowadzili również **Ronson** (32,3 mln PLN) oraz **Vantage Development** (45,4 mln PLN), co zostało dokładniej opisane w poprzedniej edycji naszego raportu.

Między 5 a 28 czerwca bieżącego roku skup obligacji w celu umorzenia prowadził **i2 Development**, co skutkowało nabyciem **6,45 mln PLN** z wartej 15,0 mln PLN serii B, której termin wykupu przypada na koniec lipca 2019 r. W ostatnim czasie deweloper poinformował, że nie widzi ryzyka utraty płynności w kontekście zapadających obligacji serii B oraz D (10,0 mln PLN) argumentując to rozpoczęciem przekazania lokali z dwóch inwestycji opiewających łącznie na 365 mieszkań. W poprzedniej edycji raportu informowaliśmy o planach dotyczących podpisania umowy inwestycyjnej pomiędzy Spółką a YIT, która miała doprowadzić do znaczącego odlewarowania dewelopera. W ostatnim czasie i2 Development poinformował o rozwiązaniu umowy, co w naszej ocenie sprawia, że bilans Spółki pozostaje mocno obciążony. W naszej ocenie struktura zapadalności długu obligacyjnego dewelopera jest wymagająca. W 2H 2019 r. deweloper jest zobowiązany do wykupu obligacji o wartości 18,5 mln PLN, zaś w 1Q 2020 r. o wartości 45,0 mln PLN.

Podtrzymujemy również naszą opinię z poprzedniej edycji raportu odnośnie spłaty zadłużenia przez **Polnord**. Uważamy, że obsługa długu poprzez przepływy wygenerowane z podstawowej działalności operacyjnej będzie zadaniem trudnym do wykonania. W ostatnim czasie deweloper poinformował o transakcji sprzedaży 2 biurówców za kwotę 30,8 mln EUR, co jest dobrą informacją dla obligatariuszy. Uważamy, że Spółka w najbliższym czasie będzie dążyć do dalszego zbywania aktywów (przede wszystkim majątku nieoperacyjnego). Przypominamy, że w poprzednim kwartale deweloper informował o planach dotyczących sprzedaży gruntów nieoperacyjnych za cenę ok. 70 mln PLN, co znacznie poprawiłoby przepływy Spółki.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2H 2019 r. – 2023 r. (w mln zł)

Deweloper	Emisje		Wykupy		Wykupy					Suma do wykupu
	1Q 2019	2Q 2019	1Q 2019	2Q 2019	2H 2019	2020	2021	2022	2023	
Atal	40,0	158,0	46,7	94,0	80,0	144,2	268,0	0,0	0,0	492,2 ¹
LC Corp	0,0	60,0	0,0	50,0	0,0	99,0	140,0	161,0	60,0	460,0
Robyg	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	45,3	0,0	360,0	405,3
Dom Development	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	110,0	50,0	50,0	310,0
Archicom	0,0	60,0	0,0	12,6	45,8 ²	62,4	22,7	68,0	60,0	258,8
Polnord	0,0	0,0	0,0	0,0	136,8	43,2	76,8	0,0	0,0	256,8
Marvipol	0,0	60,0	12,0	89,1	28,9	77,2	58,9	16,0	0,0	241,0 ³
Ronson	32,3	0,0	10,0	30,0	10,0	35,0	74,8	54,8	22,6	197,3
J.W. Construction	0,0	0,0	0,0	28,0	42,3	128,8	0,0	0,0	0,0	171,1
Vantage Development	0,0	45,4	0,0	20,0	0,0	45,0	80,0	45,4	0,0	170,4
i2 Development	0,0	0,0	0,0	6,5	18,5	60,1	39,0	0,0	0,0	117,6
Victoria Dom	0,0	19,4	0,0	6,4	0,0	20,0	54,7	39,4	0,0	114,1
Lokum Deweloper	0,0	0,0	75,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
Inpro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	25,0
JHM Development	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	9,6	0,0	0,0	9,6
Razem	72,3	402,8	143,7	337,5	362,3	814,8	1104,7	434,6	552,6	3329,1

¹ W tym 172,2 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane.

² Obligacje zostały terminowo wykupione w dniu 1 lipca 2019 r.

³ Uwzględniając serię Y, której termin wykupu nie został upubliczniony.

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

ARCHICOM

- W 1H 2019 r. Archicom osiągnął sprzedaż w wysokości 755 lokali, czyli o 16,9% więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Tym samym Grupa jest na dobrej drodze do zrealizowania rocznego celu sprzedażowego w wysokości minimum 1300 mieszkań (na dziś cel jest zrealizowany w 58,07%). Sprzedaż w samym 2Q 2019 r. wyniosła 349 lokali (-10,3% r/r).
- W 1H 2019 r. Archicom zawarł 887 umów notarialnych przeniesienia własności i sprzedaży, co oznacza wzrost o 88,7% w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego. W samym 2Q 2019 r. Grupa podpisała umowy na 730 lokali. Celem Zarządu na bieżący rok jest przekazanie co najmniej 1500 lokali i na dziś jego realizacja nie wydaje się zagrożona.
- Spółka cały czas posiada solidne zasoby gruntów pod nowe projekty. Według stanu na dzień 20.05.2019 r. posiadany bank ziemi pozwalał na budowę ponad 5,6 tys. mieszkań, w tym na ponad 3,7 tys. lokali w samym Wrocławiu. Naszym zdaniem zasoby Spółki zabezpieczają produkcję na okres ok. 3,5 roku.
- Pod koniec czerwca Spółka wygrała 2 przetargi na działki we Wrocławiu. Na pierwszej z działek, położonej w centrum Wrocławia, deweloper planuje inwestycję na 390 lokali. Na drugiej nieruchomości planowana jest budowa ok. 240 mieszkań. Grunty kosztowały odpowiednio 40,5 mln PLN oraz 13 mln PLN. W całym 2019 r. Spółka planuje wydać 100 mln PLN na nowe grunty.
- Na początku lipca Archicom poinformował o podpisaniu umowy przedwstępnej sprzedaży biurowca West House 1A za kwotę 80,3 mln PLN oraz przeszacowaniu wartości budowanego biurowca City One. Zdarzenia wygenerują łącznie 15 mln PLN zysku brutto w 2019 r. Realizacja sprzedaży biurowca pozwoli na wygenerowanie ok. 43 mln PLN gotówki.
- W czerwcu Spółka przeprowadziła emisję niezabezpieczonych 4-letnich obligacji o wartości 60 mln PLN z oprocentowaniem równym WIBOR 3M powiększonym o marżę w wysokości 3,30%. Tym samym spółka wyemitowała dług o wyższej marży, niż emisja o analogicznym tenorze wyemitowana w lipcu 2018 r., dla której marża wyniosła 2,90%. Wpływ z emisji posłużył Spółce na wykup obligacji serii M1/2016, jak również zakup działek pod budowę nowych projektów mieszkaniowych.

ATAL

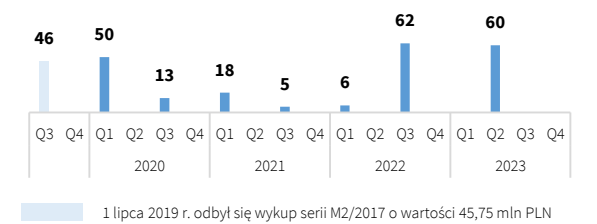
- W 1H 2019 r. sprzedaż Atal wyniosła 1 616 mieszkań i była wyższa od sprzedaży w analogicznym okresie roku 2018 r. o 26,3%. W samym 2Q 2019 r. sprzedaż wyniosła 904 lokale (+56,7% r/r). Wyższa sprzedaż nie dziwi biorąc pod uwagę istotnie wyższą ofertę - na koniec 1Q 2019 r. w ofercie było 4 379 lokali co oznacza wzrost oferty w porównaniu do 1Q 2018 r. o 50,63%. Również w przypadku Atal realizacja celu sprzedażowego na rok 2019 w wysokości 2 500 lokali wydaje się nie być zagrożona (na dziś cel zrealizowany w 64,6%).
- W 1H 2019 r. Spółka przekazała łącznie 920 lokali (-45,88% r/r), a w samym 2Q 2019 r. przekazanych zostało tylko 313 lokali (-64,0% r/r). Spadek ilości przekazywanych lokali w 1 połowie 2019 roku jest istotny, jednak wynika z harmonogramu przekazania, zgodnie z którym większa ilość mieszkań wydawana będzie w 2 połowie roku. W 2020 r. prawdopodobny jest skokowy wzrost liczby przekazanych mieszkań, ponieważ potencjał przekazania na ten rok wynosi ponad 3,7 tys. mieszkań. Dla porównania przekazania w roku 2018 wyniosły niecałe 2,7 tys. mieszkań. Potencjał przekazania na lata kolejne to łącznie ponad 18,7 tys. mieszkań.
- W 1Q 2019 r. Spółka dokonała zakupów działek w Poznaniu, Łodzi oraz Warszawie o łącznej wartości 43 mln PLN. Pozwalają one na realizację projektów o łącznej PUM ok. 116 tys. mkw. Średnia cena zakupu działki do PUM wyniosła 372 PLN/mkw, co jest wartością niezwykle niską i dlatego nie należy oczekiwać, że działki kupowane w kolejnych okresach będą równie tanie. W całym 2019 r. Spółka planowała wydać na zakupy nowych gruntów od 100 do 200 mln PLN. Na koniec 1Q 2019 r. Atal posiadał grunty pozwalające na realizację łącznie prawie 20,7 tys. mieszkań o ponad 1 151 tys. mkw PUM, co zabezpiecza produkcję Spółki na co najmniej 5 lat.
- W kwietniu 2019 r. Spółka wyemitowała 2-letnie niezabezpieczone obligacje serii AP o wartości 100 mln PLN oraz oprocentowaniu w wysokości WIBOR 6M powiększonym o marżę w wysokości 1,90%. Warunki emisji były więc takie same jak w październikowej serii AM, w ramach której spółka pozyskała 70 mln PLN. Dodatkowo w maju 2019 r. Spółka przeprowadziła emisję obligacji o wartości 58 mln PLN, która w całości została objęta przez spółkę powiązaną z głównym akcjonariuszem.
- Na początku lipca ATAL wypłacił rekordową w historii spółki dywidendę w łącznej wysokości 182 mln PLN tj. 4,7 PLN na akcję.

w mln PLN	2016	2017	2018	1Q 2018	1Q 2019
Przychody	270,2	324,7	476,5	73,0	55,2
Zysk brutto ze sprzedaży	72,9	88,1	128,2	20,6	15,0
Marża brutto ze sprzedaży	27,0%	27,1%	26,9%	28,3%	27,2%
EBIT	45,6	70,2	88,3	10,8	3,8
Marża EBIT	16,9%	21,6%	18,5%	14,8%	6,8%
Zysk netto	38,5	57,3	61,4	8,5	2,7
Marża netto	14,2%	17,7%	12,9%	11,6%	4,9%
Kapitał własny	374,7	473,7	491,0	482,1	494,1
Zadłużenie finansowe	115,8	196,2	266,7	208,6	291,4*
Kredyty i inne	53,2	43,0	53,4	42,5	79,6*
Obligacje	62,7	153,2	213,4	166,1	211,8
% obligacji w zadłużeniu	54,1%	78,1%	80,0%	79,6%	72,7%
Gotówka	72,8	130,0	165,8	166,8	156,1
Dług netto	43,0	66,2	100,9	41,8	135,4*
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	47,6%	54,1%	58,1%	56,2%	61,3%*
Dług netto/KW	11,5%	14,0%	20,6%	8,7%	27,4%*

Wydzielony segment mieszkaniowy

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

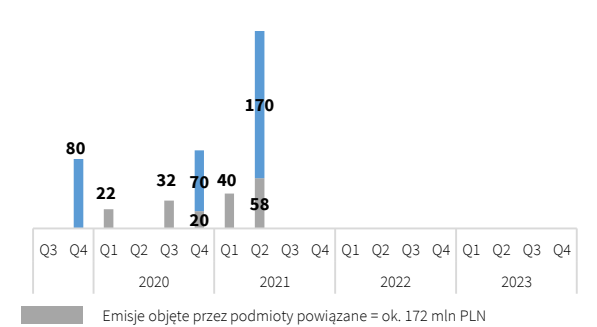
Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln PLN	2016	2017	2018	1Q 2018	1Q 2019
Przychody	506,8	865,8	1 055,0	301,0	234,5
Zysk brutto ze sprzedaży	136,9	247,6	283,5	81,0	66,1
Marża brutto ze sprzedaży	27,0%	28,6%	26,9%	26,9%	28,2%
Przychody segmentu dewelop.	495,9	855,6	1 046,9	299,0	232,7
EBIT segmentu dewelop.	109,9	216,3	255,6	73,0	58,4
Marża EBIT	22,2%	25,3%	24,4%	24,4%	25,1%
Zysk netto	89,4	171,2	200,7	57,0	45,3
Marża netto	17,6%	19,8%	19,0%	18,9%	19,3%
Kapitał własny	675,6	788,3	857,3	846,8	903,3
Zadłużenie finansowe	511,1	479,9	524,8	493,3	593,4
Kredyty i inne	254,2	91,8	84,4	116,7	159,5
Obligacje	256,8	388,2	440,5	376,6	433,9
% obligacji w zadłużeniu	50,3%	80,9%	83,9%	76,3%	73,1%
Gotówka	88,6	129,9	29,2	293,6	26,6
Dług netto	422,5	350,0	495,6	199,7	566,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	55,4%	56,0%	54,2%	54,2%	57,2%
Dług netto/KW	62,5%	44,4%	57,8%	23,6%	62,7%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



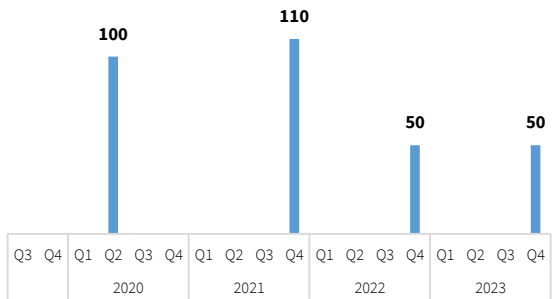
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DOM DEVELOPMENT

- W 2Q 2019 r. Dom Development sprzedał 836 lokali (+4,2% r/r) oraz przekazał 440 mieszkań (-57,1% r/r). Przypominamy, że Grupa zamierza osiągnąć tegoroczny poziom kontraktacji na poziomie zbliżonym do zeszłorocznego, w którym deweloper sprzedał 3 602 lokale. Oznacza to, że po 1H 2019 r. bieżący cel sprzedażowy został zrealizowany w niespełna 50%.
- Na koniec 1Q 2019 r. Grupa posiadała bank ziemi (grunty kupione oraz kontrolowane) umożliwiające realizację 12,6 tys. lokali, z czego aż 5,2 tys. na terenie Trójmiasta (+172,2% r/r). Tym samym deweloper potwierdza zapowiadany wcześniej wzrost znaczenia działalności Euro Styl w wynikach Grupy. Posiadane na Trójmieście grunty powinny zabezpieczyć 4-5 letnią produkcję. Podtrzymujemy naszą opinię dotyczącą posiadania zbyt małego banku ziemi na terenie Warszawy, który w naszej ocenie na koniec 1Q 2019 r. był nieadekwatny do skali prowadzonej przez dewelopera działalności.
- Według ostatnich doniesień, Dom Development do końca bieżącego roku rozpocznie realizację projektów opiewających na ok. 4,0 tys. lokali. W 1Q 2019 r. Grupa rozpoczęła budowę 844 mieszkań w Warszawie oraz 192 lokali na terenie Trójmiasta.
- Grupa w 1Q 2019 r. rozpoznała w wyniku 1 215 lokali, co przyczyniło się do osiągnięcia przychodów w wysokości 528,2 mln PLN wobec 203,5 mln PLN w analogicznym okresie roku poprzedniego. Skokowy wzrost obrotów jest związany z uwzględnieniem w 1Q 2019 r. wyników Euro Styl. Grupa osiągnęła w ubiegłym kwartale zadowalającą marżę na sprzedaży w wysokości 27,4%.
- W naszej ocenie akwizycja Euro Styl okazała się bardzo dobrym ruchem, który umożliwił Dom Development zwiększenie skali prowadzonej działalności. Z kolei Euro Styl pozyskał silne wsparcie finansowe.
- W naszej ocenie Grupa posiada bardzo stabilną strukturę finansowania. Na koniec marca 2019 r. deweloper posiadał dostępne linie kredytowe na kwotę 200 mln PLN. Bez uwzględnienia MSSF 16, na koniec 1Q 2019 r. deweloper utrzymał poziom zadłużenia mierzony wskaźnikiem dług netto / kapitał własny z końca 2018 r. Jesteśmy zdania, że Grupa posiada dobre fundamenty do dalszego rozwoju.

w mln zł	2016	2017	2018	1Q 2018	1Q 2019
Przychody	1153,0	1404,7	1653,9	203,5	528,2
Zysk brutto ze sprzedaży	271,1	385,7	455,1	60,8	145,0
Marża brutto ze sprz.	23,5%	27,5%	27,5%	29,9%	27,4%
Zysk netto	125,8	190,8	227,0	17,5	84,3
Marża netto	10,9%	13,6%	13,7%	8,6%	16,0%
Kapitał własny	929,5	1002,3	1046,5	1023,8	1134,5
Zadłużenie finansowe	383,9	396,4	396,2	298,1	449,0
Kredyty i inne	0,0	85,0	85,0	35,0	135,0
Obligacje	383,9	311,4	311,2	263,1	314,0
% obligacji w zadłużeniu	100,0%	78,6%	78,5%	88,3%	69,9%
Gotówka	414,3	279,7	282,5	311,8	325,9
Dług netto	-30,4	116,7	113,7	-13,7	123,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,0%	58,1%	58,8%	58,7%	57,9%
Dług netto/KW	-3,3%	11,6%	10,9%	-1,3%	10,9%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



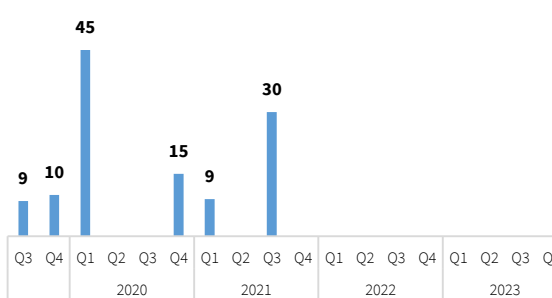
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

i2 DEVELOPMENT

- Do dnia publikacji niniejszego raportu i2 Development nie opublikował informacji dotyczącej wolumenu sprzedaży w 2Q 2019 r. W 1Q 2019 r. deweloper zakontraktował zaledwie 18 mieszkań w stosunku do 123 sprzedanych lokali w analogicznym okresie 2018 r. (-85,4% r/r). W ofercie Spółki na koniec 1Q 2018 r. było 316 lokali. Na poziom kontraktacji oraz ofertę w 1Q wpływ miały rozwiązania umów deweloperskich i przedwstępnych.
- W ostatnim raporcie informowaliśmy o zawarciu umowy inwestycyjnej z YIT Development dotyczącej wspólnej inwestycji w spółkę celową. i2 Development miała na nią przenieść aktywa o wartości 269,5 mln PLN oraz zobowiązania finansowe o wartości 142,4 mln PLN. Realizacja Umowa dawała nadzieję na istotne zmniejszenie zadłużenia w Grupie. 19 czerwca i2 Development poinformowała jednak o rozwiązaniu umowy na mocy porozumienia.
- Wskaźnik dług netto/kapitał własny obliczany zgodnie z warunkami emisji na koniec 1Q wynosił 0,67 czyli po raz kolejny była na poziomie bliskim złamaniu kowenantu. Obligatariusze dewelopera mogą żądać przedterminowego wykupu jeśli wskaźnik przekroczy wartość 0,7.
- W czerwcu Spółka poinformowała o zakończeniu przeglądu opcji strategicznych oraz aktualizacji strategii. Deweloper zamierza utworzyć nowy segment działalności polegający na realizacji i wynajmie nieruchomości komercyjnych. W segmencie mieszkaniowym spółka nadal ma zamiar koncentrować działalność we Wrocławiu jednak dopuszcza dywersyfikację geograficzną poprzez wyjście na nowe rynki. Celem spółki ma być sprzedaż 1 tys. lokali rocznie.
- Spółka rozpoczęła przekazania lokali w ramach projektów Soft Loft Legnicka/Centrum składających się z 301 lokali oraz z projektu Bulwaru Staromiejskiego – Lofty na 64 lokale, w związku z czym nie widzi ryzyka utraty płynności w kontekście zapadających w lipcu i październiku obligacji serii B i D.
- W czerwcu i2 Development nabyła w celu umorzenia 6 565 sztuk obligacji własnych serii B.

w mln PLN	2016	2017	2018	1Q 2018	1Q 2019
Przychody	93,5	78,8	95,5	29,0	7,0
Przychody	147,0	52,2	75,8	24,8	3,0
EBIT	72,7	14,7	-5,7	1,5	-1,2
Marża EBIT	49,5%	28,2%	-7,6%	6,1%	-42,1%
Zysk netto	6,0	10,8	29,0	0,2	-3,8
Marża netto	6,4%	13,7%	30,3%	0,5%	-54,6%
Kapitał własny	237,3	230,5	248,6	230,6	244,7
Zadłużenie finansowe	84,9	154,9	217,9	186,9	209,0
Kredyty i inne	74,8	89,0	92,9	106,0	83,9
Obligacje	10,1	65,9	125,0	81,0	125,1
% obligacji w zadłużeniu	11,9%	42,6%	57,4%	43,3%	59,9%
Gotówka	4,1	1,4	15,7	7,5	3,5
Dług netto	80,7	153,5	202,2	179,4	205,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	35,6%	50,3%	56,7%	53,5%	58,4%
Dług netto/KW	34,0%	66,6%	81,4%	77,8%	84,0%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Inpro

- W 1H 2019 r. Grupa Inpro sprzedała 364 mieszkania co oznacza spadek sprzedaży w porównaniu do analogicznego okresu 2018 r. o 18,2%. W samym 2Q Grupa sprzedała 178 mieszkań (spadek o 11% r/r).
- W 1H 2019 r. Grupa Inpro przekazała 173 lokale (-37,5%) co oznacza spadek liczby przekazanych lokali o 104 lokale. Zdecydowana większość przekazanych będzie miała jednak miejsce w 2 połowie roku, kiedy to deweloper planuje oddać lokale z 7 prowadzonych projektów.
- Marża brutto na sprzedaży w segmencie deweloperskim w 1Q 2019 r. wyniosła 26,8%, co oznacza spadek o 4,6 p.p. r/r. Pomimo relatywnie wysokiej marży brutto na sprzedaży działalność deweloperska wygenerowała stratę netto w wysokości -1,2 mln PLN. Strata spowodowana była głównie wysokimi kosztami ogólnego zarządu przypisanymi do działalności deweloperskiej (-3,8 mln PLN). Na poziomie skonsolidowanym Grupa osiągnęła dodatni wynik netto dzięki wysoce rentownemu segmentowi produkcji prefabrykatów betonowych.
- Grupa zamierza nadal rozwijać segment deweloperski, jednak nie planuje wychodzenia poza rynek trójmiasta i okolic (Pruszcz Gdański, Rumia), na którym od wielu lat prowadzi działalność.
- W czerwcu 2016 r. Zwyczajne Walne Zgromadzenie zdecydowało o wypłacie 10,01 mln PLN dywidendy (24% zysku netto na poziomie skonsolidowanym w 2018 r.), tj. 0,25 PLN na akcję. Dniem wypłaty dywidendy będzie 30 sierpnia 2019 r. Zgodnie z kowenantami zawartymi w warunkach emisji serii B Inpro może wypłacać dywidendę stanowiącą do 50% wyniku netto Grupy.
- W 2Q Grupa podpisała z Alior Bankiem umowę kredytu o wartości do 10,5 mln PLN na finansowanie budowy biurowca w Gdańsku. Wykorzystanie kredytu ma nastąpić do października 2020 r. natomiast spłata do stycznia 2036 r.
- W pozostałych segmentach działalności Grupa rozważa zwiększenie zaangażowania w realizację projektów komercyjnych oraz kontynuuje rozbudowę zakładu produkcyjnego prefabrykowanych elementów betonowych. Spółka jest właścicielem hoteli w Jastarni oraz Mikołajkach, jednak nie planuje kolejnych inwestycji w tym segmencie.

JHM Development

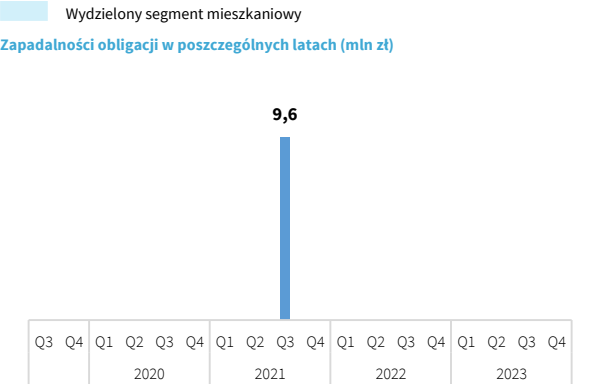
- W 2Q 2018 r. JHM Development sprzedał 104 lokale (+46,5% r/r) oraz przekazał 39 mieszkań wobec 116 rok wcześniej. Na koniec 1Q 2019 r. oferta dewelopera wyniosła 833 jednostki, z czego 136 stanowiły lokale gotowe.
- Na koniec czerwca 2019 r. deweloper posiadał w realizacji 8 inwestycji opiewających na ok. 900 lokali. (ok. 46 tys. PUM mkw.). JHM Development poinformował, że w tym roku zostaną oddane do użytkowania trzy inwestycje na łączną liczbę 408 lokali, w tym 212 mieszkań w Skierniewicach (Apartamenty Reymonta), 74 lokale w Rumii (Osiedle Królewskie – III etap) oraz 122 w Koninie (Osiedle Diamentowe – III etap).
- Na początku lipca bieżącego roku deweloper poinformował o podpisaniu umowy z Wama Polska jako generalnym wykonawcą projektu w Żyrardowie przy ul. Ks. Jerzego Popiełuszki. Wartość umowy wyniesie 18,7 mln PLN netto. Termin zakończenia prac przypada na koniec 2020 r.
- W 1Q 2019 r. JHM Development osiągnął przychody w wysokości 25,1 mln PLN, co oznacza spadek o 36,6% r/r. Na uwagę zasługuje jednak znaczna poprawa rentowności. W pierwszym kwartale bieżącego roku marża brutto na sprzedaży wyniosła 27,5% wobec 14,8% w analogicznym okresie roku poprzedniego.
- W maju bieżącego roku akcjonariusze Spółki zdecydowali o niewypłaceniu dywidendy z zysku za 2018 r. i przekazanie 10,6 mln PLN na kapitał zapasowy Spółki. Przypominamy, że w 2017 r. Spółka podzieliła się zyskiem.
- W czerwcu 2019 r. Mirbud będący większościowym udziałowcem Spółki ogłosił skup akcji JHM Development. Mirbud posiadający 86,28% akcji dewelopera zamierzał skupić cały free float, czyli do 7,5% akcji po 1,60 PLN za sztukę, a następnie wycofać Spółkę z publicznego obrotu. Mirbud nie zdołał jednak osiągnąć 90% akcji, które uprawniałoby go do ogłoszenia przymusowego wezwania. Jednak delistiny wciąż pozostaje sprawa otwartą, ponieważ główny akcjonariusz Mirbud (Jerzy Mirgos) posiada 6,22% akcji Spółki.
- Przypominamy, że potencjalne przeprowadzenie delistingu będzie wiązać się ze złamaniem zapisów ujętych w warunkach emisji serii B, co uprawni obligatariuszy do żądania przedterminowego wykupu.
- Naszym zdaniem JHM Development wciąż posiada stabilną strukturę finansowania. Na koniec 1Q 2019 r. wskaźnik dźwigni finansowej dewelopera wyniósł zaledwie 0,16x.

w mln PLN	2016	2017	2018	1Q 2018	1Q 2019
Przychody	204,6	202,9	259,0	48,3	28,0
Przychody	172,2	155,1	220,1	40,8	17,1
Zysk brutto ze sprzedaży	52,2	54,3	66,3	12,8	4,6
Marża brutto	30,3%	35,0%	30,1%	31,4%	26,8%
Zysk netto	29,6	27,1	35,3	5,8	-1,2
Marża netto	17,2%	17,5%	16,0%	4,2%	-7,0%
Zysk netto	29,3	30,3	40,9	6,5	0,5
Marża netto	14,3%	14,9%	15,8%	69,5%	1,6%
Kapitał własny	245,6	265,4	295,7	257,8	279,5
Zadłużenie finansowe	49,5	68,8	85,8	57,2	87,9
Kredyty i inne	49,5	68,8	60,9	57,2	62,7
Obligacje	0,0	0,0	24,8	0,0	25,2
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	0,0%	28,9%	30,2%	28,7%
Gotówka	17,5	13,8	29,4	20,8	38,3
Dług netto	32,0	55,0	56,4	169,5	49,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	31,4%	37,6%	45,6%	39,0%	42,2%
Dług netto/KW	13,0%	20,7%	19,1%	14,1%	17,8%



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2016	2017	2018	1Q 2018	1Q 2019
Przychody	78,8	137,9	143,2	39,4	25,1
Przychody	40,7	95,8	97,8	28,2	13,6
Zysk brutto ze sprzedaży	7,3	16,5	18,8	4,2	3,7
Marża brutto	17,8%	17,2%	19,2%	14,8%	27,5%
Zysk netto	2,3	6,5	10,1	2,5	1,7
Marża netto	5,7%	6,8%	10,4%	8,8%	12,7%
Zysk netto	14,4	16,8	17,4	4,2	3,1
Marża netto	18,3%	12,2%	12,2%	10,6%	12,5%
Kapitał własny	317,0	333,8	349,2	338,0	352,3
Zadłużenie finansowe	68,4	55,2	65,8	54,2	63,2
Kredyty i inne	68,4	55,2	55,2	54,2	52,7
Obligacje	0,0	0,0	10,6	0,0	10,5
% obligacji w zadłużeniu	0,0%	0,0%	16,1%	0,0%	16,6%
Gotówka	11,5	14,6	11,0	17,8	7,0
Dług netto	56,8	40,6	54,8	36,4	56,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	25,0%	26,5%	26,4%	25,0%	26,9%
Dług netto/KW	17,9%	12,2%	15,7%	10,8%	16,0%



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

J.W. CONSTRUCTION

- W 2Q 2019 r. J.W. Construction sprzedał 208 lokali oraz przekazał 115 mieszkań. Oznacza to, że w 1H bieżącego roku Spółka zakontraktowała 488 lokali. Przypominamy, że deweloper zamierza w bieżącym roku osiągnąć sprzedaż na poziomie ok. 1,5 tys. lokali. Podtrzymujemy naszą opinię, że wykonanie planu będzie zadaniem wymagającym.
- W 1Q 2019 r. deweloper realizował budowę 11 inwestycji na łączną liczbę ponad 3,6 tys. lokali (171 tys. mkw, w tym projekty mieszkaniowe stanowiły 133 tys. mkw.). Na uwagę zasługuje bardzo wysoki poziom sprzedaży flagowej inwestycji Spółki – osiedla Bliska Wola. Na koniec 1Q 2019 r. poziom wyprzedania oferty w etapie D (część mieszkaniowa) sięgnął 88% przy zaledwie 5% zaawansowaniu robót budowlanych.
- W 1Q 2019 r. deweloper przygotował do uruchomienia 21 projektów na blisko 5,4 tys. lokali. Dodatkowo, Spółka na koniec marca 2019 r. posiadała w ofercie 1,5 tys. lokali. Oznacza to, że oferta J.W. Construction powinna być zabezpieczona na ponad 4 lata. Uważamy, że znacząca ilość prowadzonych projektów w obliczu problemów związanych z kurczącymi się zasobami pracowników, może doprowadzić do opóźnień harmonogramu inwestycji.
- W przeciągu 2 ostatnich lat Spółka przeznaczyła na rozbudowę banku ziemi ok. 200 mln PLN, z czego w ostatnim czasie za 26 mln PLN deweloper nabył działkę przy ul. Celnej w Szczecinie (PUM = 48,8 tys. mkw.), ul. Kilińskiego w Łodzi (PUM = 10,3 tys. mkw.) oraz ul. Modlińskiej w Warszawie (PUM = 12,5 tys. mkw.).
- W kwietniu w ramach prowadzonego przez Spółkę skupu akcji, akcjonariusze złożyli zapisy na sprzedaż 1,4 mln szt. akcji stanowiących ok. 1,6% udziału w kapitale zakładowym. Spółka przeznaczyła na skup 3,8 mln PLN.
- W maju 2019 r. deweloper zgodnie z warunkami emisji dokonał wykupu 40% pierwotnej wartości nominalnej obligacji serii JWC0520, co przełożyło się na kwotę 28,0 mln PLN.
- W czerwcu bieżącego roku akcjonariusze J.W. Construction zdecydowali o niewypłaceniu dywidendy i przeznaczaniu całego zysku osiągniętego w 2018 r. na kapitał zapasowy Spółki.

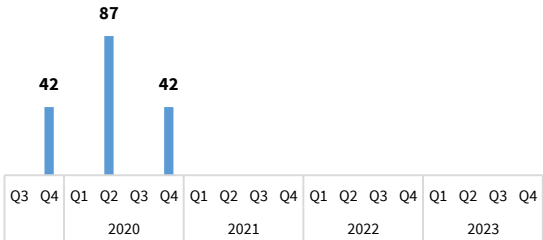
LC CORP

- W 1H 2019 r. LC Corp sprzedał 618 lokali w porównaniu do 990 sprzedanych mieszkań w analogicznym okresie roku ubiegłego (spadek o 37,6%). W samym 2Q 2019 r. deweloper sprzedał 287 lokali (-15,8% r/r). Niższa sprzedaż wynika z uszczuplonej oferty. Ze względu na brak niezbędnych decyzji administracyjnych Spółka wprowadziła do sprzedaży w 1Q tylko 447 lokali wobec planowanego 1 tys. W związku z tym deweloper spodziewa się sprzedaży podobnej do zrealizowanej w roku 2018 (1 710 mieszkań), pomimo iż pierwotnie jej cel sprzedażowy wynosił ok. 2 000 lokali. Spółka planuje wprowadzić do sprzedaży w 2019 r. łącznie kolejne 2 273 mieszkania.
- W 1H 2019 r. LC Corp przekazał 1 673 lokale na takich rynkach jak Warszawa, Wrocław, Kraków oraz Gdańsk wobec 1 312 mieszkań przekazanych w analogicznym okresie ubiegłego roku. W samym w 2Q 2019 r. Spółka przekazała 510 mieszkań (-16,4% r/r).
- Od początku roku do połowy maja spółka nabyła/wygrała przetargi na nowe grunty we Wrocławiu oraz Warszawie umożliwiające budowę łącznie 251 mieszkań, jak również zawarła umowy przedwstępne zakupu działek, w tych samych miastach, umożliwiających budowę kolejnych 932 mieszkań. Grupa analizuje zakup kolejnych gruntów w Gdańsku, Krakowie, Wrocławiu i Warszawie które umożliwiłyby budowę łącznie 5 276 lokali.
- W kwietniu Spółka poinformowała o podpisaniu przedwstępnych umów sprzedaży budynków biurowych Retro Office House we Wrocławiu oraz Silesia Star w Katowicach za łączną cenę 113,2 mln EUR. Umowy przyrządzone mają zostać zawarte nie później niż do 15 sierpnia 2019 r. Na koniec 1Q 2019 r. budynek Silesia Star etap 1 posiadał zadłużenie bankowe w wysokości 39,3 mln PLN, Silesia Star etap II – 51,5 mln PLN, zaś budynek Retro Office House 93,9 mln PLN (kredyt inwestycyjny + kredyt na VAT).
- W maju LC Corp wyemitował 4-letnie niezabezpieczone obligacje o wartości 60 mln PLN. Kupon nowej emisji nie został podany do publicznej wiadomości.
- 30 sierpnia 2019 r. Spółka wypłaci dywidendę w wysokości 120,84 mln PLN, co daje 0,27 PLN na akcję. Dywidenda obejmie cały zysk jednostki dominującej z roku 2018 jak również 2,18 mln PLN pochodzące z kapitału zapasowego.
- W połowie czerwca akcjonariusze Spółki zdecydowali o zmianie nazwy z LC Corp na Develia. Nowa nazwa wejdzie w życie po rejestracji zmiany statutu przez Krajowy Rejestr Sądowy.

w mln zł	2016	2017	2018	1Q 2018	1Q 2019
Przychody	490,7	404,2	404,1	50,5	101,3
Przychody	495,1	337,7	319,5	30,7	78,0
Zysk brutto ze sprzedaży	121,3	87,9	71,1	5,0	20,4
Marża brutto ze sprzedaży	24,5%	26,0%	22,2%	16,3%	26,1%
Zysk ze sprzed. (dew.)	69,7	50,0	30,0	-6,3	9,5
Marża zysku ze sprz.	14,1%	14,8%	9,4%	-20,5%	12,2%
Zysk netto	22,6	24,8	27,8	-2,4	5,1
Marża netto	4,6%	7,4%	8,7%	-7,8%	6,6%
Zysk netto	25,0	25,9	16,5	0,8	6,8
Marża netto	5,1%	6,4%	4,1%	1,6%	6,7%
Kapitał własny	653,2	678,2	693,7	679,6	701,1
Zadłużenie finansowe	329,8	427,4	351,8	389,7	363,2
Kredyty i inne	202,2	207,5	147,0	167,4	157,7
Obligacje	127,5	219,9	204,7	222,3	205,5
% obligacji w zadłużeniu	38,7%	51,4%	58,2%	57,1%	56,6%
Gotówka	88,3	174,3	122,5	163,1	121,1
Dług netto	241,5	253,1	229,3	226,6	242,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,6%	59,9%	61,4%	60,9%	61,8%
Dług netto/KW	37,0%	37,3%	33,1%	33,3%	34,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



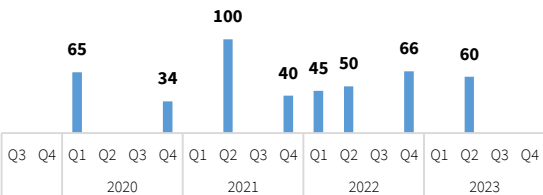
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln PLN	2016	2017	2018	1Q 2018	1Q 2019
Przychody	547,0	706,2	796,7	258,1	420,7
Przychody	401,9	562,5	649,0	223,7	385,1
Zysk brutto ze sprzedaży	104,3	162,0	201,2	75,7	138,6
Marża brutto ze sprz.	25,9%	28,8%	31,0%	33,8%	36,0%
Zysk netto	113,1	80,2	160,4	78,6	109,8
Marża netto	20,7%	11,4%	20,1%	30,5%	26,1%
Kapitał własny	1 396,2	1 448,4	1 497,8	1 526,9	1 603,6
Zadłużenie finansowe	1 092,0	1 081,7	1 214,5	1 132,5	1 268,3*
Zadłużenie finansowe	394,5	444,9	485,5	492,9	487,8
Kredyty i inne	88,0	88,2	33,2	88,2	33,2
Obligacje	306,5	356,7	452,3	404,6	454,6
% obligacji w zadłużeniu	77,7%	80,2%	93,2%	82,1%	93,2%
Gotówka	158,9	163,3	259,9	229,5	333,1
Dług netto	235,6	281,6	225,7	263,3	154,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,3%	56,1%	58,1%	56,0%	54,6%
Dług netto/KW	52,8%	50,9%	49,9%	42,8%	48,3%*

Wydzielony segment mieszkaniowy

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

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

LOKUM DEWELOPER

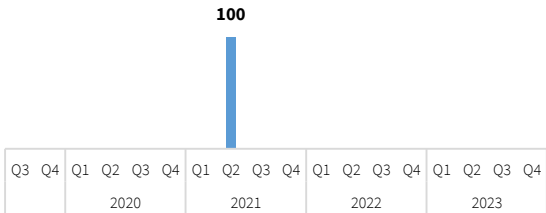
- W 2Q 2019 r. Grupa Lokum Deweloper sprzedała 82 lokale wobec 227 w analogicznym okresie roku poprzedniego. Deweloper w dalszym ciągu boryka się z problemami administracyjnymi, które uniemożliwiają uzupełnienie mocno wyprzedanej oferty. W związku z tym Grupa na początku lipca bieżącego roku obniżyła pierwotny cel sprzedażowy o połowę, do poziomu 400 mieszkań. Po dwóch pierwszych kwartałach Grupa Lokum Deweloper sprzedała zaledwie 171 lokali. W 2Q bieżącego roku deweloper rozpoznał w wyniku 331 lokali, wobec 6 mieszkań rok wcześniej.
- Grupa posiada obecnie w przygotowaniu projekt Lokum Monte w miejscowości Sobótka, która znajduje się ok. 35 km od Wrocławia. Działka pod inwestycję została nabyta przez dewelopera w 2006 r. i umożliwi ona realizację 152 mieszkań. Grunt posiada pozwolenie na budowę, które w związku z działaniami prowadzącymi do aktualizacji planu realizacji inwestycji znajduje się obecnie w procesie zmian.
- Dane na koniec 1Q 2019 r. wskazywały na bardzo niski potencjał przyszłorocznych rozpoznar. W wyniku problemów administracyjnych, które w ostatnim czasie wypłynęły na harmonogram realizacji inwestycji Lokum Siesta II, potencjał rozpoznar na 2020 r. spadł do poziomu 362 mieszkań, co oznacza, że w przyszłym roku Grupa Lokum Deweloper nie przekaze lokali z projektów prowadzonych na terenie Krakowa. W konsekwencji przesunąć harmonogramu projektów, deweloper posiada bardzo wysoki poziom potencjału rozpoznar mieszkań na dalsze lata (2021+), który na koniec 1Q 2019 r. wynosił ponad 11,0 tys. lokali (łącznie dla Krakowa i Wrocławia).
- W pierwszym kwartale bieżącego roku Grupa zrealizowała wysokie marże, w tym marżę brutto na sprzedaży w wysokości 43,5% (+7,8 p.p. r/r). Bardzo dobra rentowność jest wynikiem rozpoznania w wyniku intratnych inwestycji Lokum Vena oraz Lokum Victoria. W kolejnych kwartałach 2019 r. powinniśmy spodziewać się jednak spadku marży względem tej osiągniętej w 1Q.

MARVIPOL DEVELOPMENT

- W 2Q 2019 r. Marvipol Development zakontraktował 225 lokali wobec 233 rok wcześniej. Oznacza to, że w 1H bieżącego roku deweloper sprzedał już 527 mieszkań. Biorąc pod uwagę harmonogram inwestycji Spółki można spodziewać się, że tegoroczny wolumen kontraktacji lokali będzie wyższy od ubiegłorocznego.
- Na tle realizowanych przez Marvipol projektów negatywnie pod względem dynamiki sprzedaży wyróżniał się projekt Cascade Residence (4 sprzedane lokale na koniec 1Q 2019 r.) Niska sprzedaż była wynikiem wpisu ostrzeżenia w księdze wieczystej, który już został wykreślony, co powinno wiązać się z przyrostem sprzedaży w kolejnych okresach. Z kolei bardzo zadowalająco kształtuje się sprzedaż inwestycji W Apartments (65,6% sprzedanych mieszkań na koniec 1Q 2018 r.), której zakończenie budowy planowane jest na 1Q2021 r.
- W 2Q bieżącego roku deweloper przekazał klientom klucze od 26 mieszkań. Oznacza to, że w 1H 2019 r. Marvipol rozpoznał w wyniku 194 mieszkania. Przypominamy, że tegoroczny cel przekazania Spółki wynosi minimum 755 mieszkań.
- Zarząd Marvipol spodziewa się, że w bieżącym roku udział mieszkań o wartości przekraczającej 350 tys. PLN będzie stanowił w strukturze sprzedaży dewelopera 88% wobec 78% w roku ubiegłym.
- Na początku kwietnia 2019 r. deweloper przeznaczył 90,8 mln PLN na nabycie obligacji własnych celem ich umorzenia. Marvipol wykupił wszystkie obligacje serii R o wartości nominalnej 24,0 mln PLN, 3 108 szt. obligacji serii S, 3 232 szt. obligacji serii T oraz 80 szt. obligacji serii U.
- W czerwcu Spółka przeprowadziła emisję obligacji serii Y, pozyskując tym samym 60,0 mln PLN. Parametry nowego długu nie zostały upublicznione. Przypominamy, że zapadająca w sierpniu bieżącego roku seria S jest oprocentowana stawką WIBOR 6M + 3,60%.
- Również w czerwcu deweloper pozyskał kredyt na projekt magazynowy pod Warszawą, na który składa się transza budowlana – 11,9 mln EUR, transza inwestycyjna 13,35 mln EUR oraz transza VAT - 11,4 mln PLN. Na koniec maja 2019 r. deweloper posiadał zaangażowanie kapitałowe w segmencie magazynowym na poziomie 117,9 mln PLN (docelowy poziom ma oscylować na poziomie ok. 200,0 mln PLN).
- W czerwcu akcjonariusze Marvipol zdecydowali o przeznaczeniu całego zysku osiągniętego w 2018 r. na kapitał zapasowy. Spodziewamy się, że w średnim terminie Spółka wciąż nie będzie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami, dążąc do dalszego zwiększania poziomu kapitału własnego.

w mln zł	2016	2017	2018	1Q 2018	1Q 2019
Przychody	189,3	221,2	322,4	9,4	71,2
Zysk brutto ze sprz.	60,4	88,2	115,2	3,3	30,9
Marża brutto ze sprz.	31,9%	39,9%	35,7%	35,6%	43,5%
Zysk ze sprz.	44,8	67,8	96,6	-2,3	26,5
Marża zysku ze sprz.	23,7%	30,6%	29,9%	-24,3%	37,2%
Zysk netto	46,9	76,6	73,0	-3,1	20,2
Marża netto	24,8%	34,6%	22,6%	-32,6%	28,4%
Kapitał własny	243,0	297,3	349,6	294,3	367,2
Zadłużenie finansowe	101,2	174,8	175,3	176,9	101,2
Kredyty i inne	0,2	0,7	0,5	0,6	0,5
Obligacje	101,0	174,1	174,7	176,3	100,7
% obligacji w zadłużeniu	99,8%	99,6%	99,7%	99,7%	99,5%
Leasing wg. MSSF 16					24,9
Gotówka	56,0	135,0	140,5	76,2	117,2
Dług netto	45,2	39,8	34,8	100,8	-16,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	37,0%	47,9%	51,9%	51,4%	46,0%
Dług netto/KW	18,6%	13,4%	9,9%	34,2%	-4,4%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

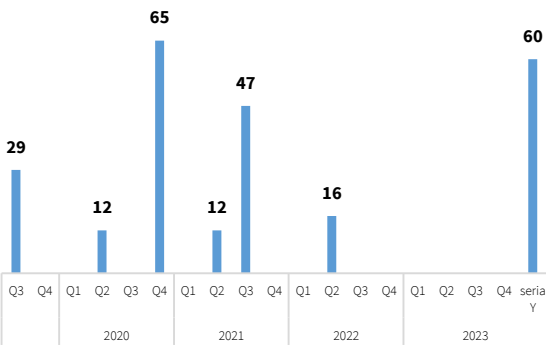


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł¹	2016	2017	2018	1Q 2018	1Q 2019
Przychody	219,4	185,7	266,1	20,5	53,5
Zysk brutto ze sprzedaży	35,7	38,1	62,1	5,1	15,3
Marża brutto ze sprz.	16,3%	20,5%	23,3%	24,9%	28,5%
Zysk netto	31,0	23,0	27,3	0,3	6,6
Marża netto	14,1%	12,4%	10,3%	1,3%	11,9%
Kapitał własny	347,2	219,5	178,8	184,9	193,3
Zadłużenie finansowe	173,9	315,9	341,5	302,1	351,8
Kredyty i inne	32,5	68,1	57,3	59,2	80,0
Obligacje	141,4	247,7	284,2	242,9	271,8
% obligacji w zadłużeniu	81,3%	78,4%	83,2%	80,4%	77,3%
Gotówka	170,9	191,2	105,3	137,1	128,0
Leasing wg. MSSF 16					28,5
Dług netto	3,0	124,7	236,2	164,9	223,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,9%	70,0%	75,7%	74,5%	76,2%
Dług netto/KW	0,9%	56,8%	132,1%	89,2%	115,8%

¹ Wydzielony segment deweloperski

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

POLNORD

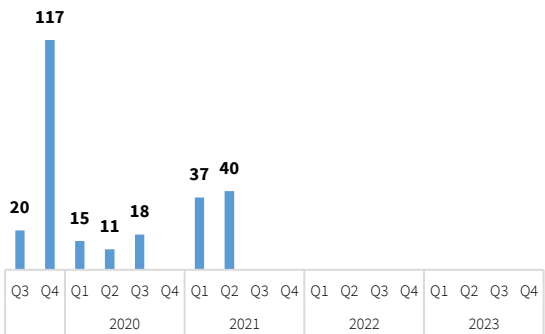
- W 2Q 2019 r. Polnord znalazł nabywców na 119 lokali. Należy zaznaczyć, że jest to poziom sprzedaży brutto, który nie uwzględnia anulacji, których w bieżącym kwartale deweloper nie opublikował. Otrzymaliśmy informację od Spółki, że wartość anulacji w 2Q bieżącego roku nie wpływa istotnie na wynik. Przypominamy, że w 1Q 2019 r. liczba anulacji była wyższa niż zaraportowany przez dewelopera poziom sprzedaży brutto.
- Na koniec marca 2019 r. Polnord posiadał 472 mieszkania w ofercie (wliczając projekty JV). Przypominamy, że ostatnie szacunki Zarządu zakładały osiągnięcie sprzedaży ważonej udziałami Polnord na poziomie ok. 570 mieszkań. Wśród kluczowych projektów w przygotowaniu Polnord wskazuje inwestycje Haffnera-Sopot, Żabi Kruk – Gdańsk, Smarty II – Wilanów, Wioletta – Wilanów oraz Stacja Kazimierz 5 – Warszawa.
- Rozpoznane w 1Q 2019 r. 64 lokale przyczyniły się do osiągnięcia 5,4 mln PLN przychodów z działalności mieszkaniowej, pozwalających osiągnąć marżę brutto na sprzedaży przy dość satysfakcjonującej z perspektywy Spółki marży brutto na sprzedaży w wysokości 22,5%. W 2Q 2019 r. deweloper szacuje, że liczba lokali rozpoznanych w wyniku finansowym Grupy wyniesie 233 lokale (dane ważone udziałem Polnord).
- Na początku lipca 2019 r. deweloper poinformował o sprzedaży dwóch biurowców w kompleksie Wilanów Office Park. Kwota transakcji opiewa na 30,8 mln EUR, zaś kupującym jest PHN. Na koniec marca 2019 r. budynki były obciążone zadłużeniem w wysokości 54,7 mln PLN (bez odsetek). Polnord poinformował, że uwolnione środki zostaną przeznaczone na rozwój Grupy w ramach nowej strategii, która do tej pory nie została jednak opublikowana. W naszej ocenie środki zostaną przeznaczone na redukcję zadłużenia Polnord.
- W bieżącym roku Polnord jest zobowiązany do wykupu obligacji o łącznej wartości nominalnej w wysokości 136,8 mln PLN, z czego 20,0 mln PLN przypada na lipiec, zaś pozostała część długu na grudzień. Spłata zadłużenia poprzez przepływy wygenerowane z podstawowej działalności operacyjnej wydaje się mało prawdopodobna. W 1Q 2019 r. Polnord odnotował -21,7 mln PLN przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej.
- Przypominamy, że w poprzednich kwartałach Polnord informował o planach sprzedaży gruntów nieoperacyjnych za kwotę ok. 70 mln PLN. Jednak do tej pory deweloper nie komunikował o żadnych działaniach w tym zakresie.

ROBYG

- Grupa Robyg nie publikowała raportu za 1Q 2019 r. w związku z czym przedstawiamy najnowsze dane finansowe tj. na koniec 2018 r.
- Sprzedaż dewelopera wyniosła w 1H 2019 r. 1 077 mieszkań w stosunku do 1 516 lokali w 1H 2018 r., co oznacza spadek sprzedaży o 29,0%. W samym 2Q Spółka sprzedała 606 lokali czyli niemal tyle samo co w 2Q roku poprzedniego. Niższa niż przed rokiem sprzedaż w 1Q wynikała z trudności w uruchamianiu nowych inwestycji ze względu na brak niezbędnych pozwoleń. W świetle osiągniętych wyników cel sprzedażowy dewelopera na 2019 r. w wysokości 2700 mieszkań może być ciężki do realizacji. W długim terminie Robyg planuje sprzedawać 3 tys. mieszkań rocznie.
- W 1Q 2019 r. Grupa uzna w przychodach ok. 500 lokali, co jak podkreśla Spółka jest wynikiem satysfakcjonującym i zgodnym z przewidywaniami. Największej liczby przekazania w bieżących roku Robyg spodziewa się w 4Q 2019 r. Plan przekazania w roku bieżącym to 2 800-3 000 lokali.
- W 2020 r. deweloper planuje ukończyć ponad 3,7 tys. lokali, a w 2021 r. prawie 3,6 tys. Realizacja tego planu byłaby skokowym wzrostem w skali działalności Spółki, która w roku obecnym planowała ukończyć 2,8 tys. lokali.
- W połowie maja Robyg poinformował, że prowadzi negocjacje zakupu działek we Wrocławiu oraz rozgląda się za działkami w Poznaniu i Krakowie. Oznaczałoby to geograficzne rozszerzenie działalności ponieważ dziś Grupa jest obecna jedynie w Warszawie, Gdańsku i Krakowie.
- Bank ziemi na koniec 1Q 2019 r. pozwalał na budowę ok. 12 tys. lokali. Grupa planuje wydawać na zakupy nowych gruntów 250-300 mln PLN rocznie. Deweloper nie spodziewa się dalszego wzrostu cen działek.
- Zgodnie z zapewnieniami Zarządu z maja bieżącego roku Robyg ma zapewnione finansowanie rozwoju działalności w postaci kredytów bankowych i nie planuje emisji obligacji
- Pod koniec czerwca Robyg wypłacił swojemu jednemu akcjonariuszowi – Bricks Acquisition Limited – dywidendę w wysokości prawie 110 mln PLN, co oznacza wypłatę 0,38 PLN na akcję.

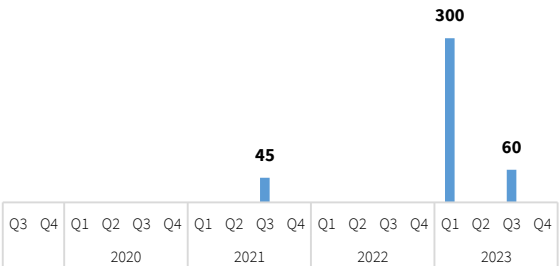
w mln zł	2016	2017	2018	1Q 2018	1Q 2019
Przychody	176,7	293,6	307,6	84,3	8,0
Przychody	163,6	275,0	291,3	80,9	5,4
Zysk brutto ze sprzedaży	50,4	34,4	33,9	9,9	1,2
Marża brutto	30,8%	12,5%	11,6%	12,2%	22,5%
Zysk netto	-16,9	3,3	-86,2	3,3	-5,3
Marża netto	-9,6%	1,1%	-28,0%	3,9%	-65,9%
Kapitał własny	705,6	708,1	601,2	712,5	595,9
Zadłużenie finansowe	487,7	418,3	330,7	398,8	340,9
Kredyty i inne	156,8	131,9	76,3	114,3	84,7
Obligacje	330,8	286,4	254,4	284,5	256,2
% obligacji w zadłużeniu	67,8%	68,5%	76,9%	71,3%	75,1%
Leasing wg. MSSF 16					29,8
Gotówka	143,5	119,7	73,0	102,9	62,7
Dług netto	344,1	298,6	257,7	295,9	278,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,5%	51,8%	51,1%	49,9%	53,9%
Dług netto/KW	48,8%	42,2%	42,9%	41,5%	46,7%

Wydzielony segment mieszkaniowy
Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln PLN	2016	2017	2018
Przychody	517,1	737,9	1034,5
Zysk brutto ze sprz.	116,1	195,2	266,8
Marża brutto ze sprz.	22,5%	26,5%	25,8%
EBIT	122,9	173,8	224,0
Marża EBIT	23,8%	23,6%	21,7%
Zysk netto	104,0	135,5	181,5
Marża netto	20,1%	18,4%	17,5%
Kapitał własny	561,1	694,8	705,0
Zadłużenie finansowe	819,8	726,7	721,9
Kredyty i inne	423,1	338,7	313,1
Obligacje	396,7	388,0	408,8
% obligacji w zadłużeniu	48,4%	53,4%	56,6%
Gotówka	327,7	379,3	322,2
Dług netto	492,1	347,4	399,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	68,0%	65,1%	69,5%
Dług netto/KW	87,7%	50,0%	56,7%



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

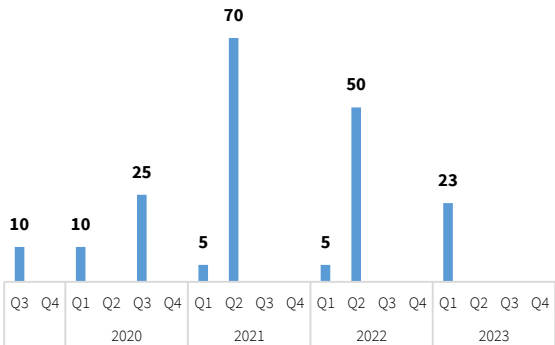
RONSON

- W 1H 2019 r. Ronson sprzedał 346 mieszkań w stosunku do 436 mieszkań rok wcześniej co oznacza spadek w sprzedaży o 20,6%. W samym 2 kwartale Spółka sprzedała 172 mieszkania (-30,6% r/r). W 2Q 2019 r. deweloper ruszył ze przedsprzedażą 150 mieszkań w ramach warszawskiej inwestycji Tulip Wilanów. Przypomnijmy, że cel sprzedażowy na 2019 r. to 800 mieszkań.
- W 1 H 2019 r. Spółka przekazała 431 mieszkań w stosunku do 517 mieszkań przekazanych w analogicznym okresie roku poprzedniego (-16,6% r/r). W samym 2 kwartale Ronson przekazał 289 lokali (+35,7% r/r). Cel przekazań na 2019 r. jest taki sam jak cel sprzedażowy i wynosi 800 mieszkań.
- Marża zysku brutto ze sprzedaży z inwestycji mieszkaniowych wyniosła w 1Q 2019r. 18,5% (+6,3 p.p. r/r). Na wyższą marżę wpłynęły przede wszystkim przekazania mieszkań z projektu Miasto Moje I i II, dla którego marża brutto wyniosła średnio 22,2%. Przekazania na tym projekcie odpowiadały natomiast za ponad 70% przekazanych lokali oraz 57% przychodów w 1Q 2019 r.
- Spółka działa na 4 rynkach: w Warszawie, Szczecinie, Wrocławiu i Poznaniu. Grupa miała w ofercie na koniec marca 849 lokali w 13 lokalizacjach. W realizacji było natomiast 1 488 lokali, w tym 760 mieszkań w Warszawie oraz 728 w pozostałych miastach. Oferta mieszkań gotowych wynosiła 81 mieszkań. W trakcie pozostałej części roku Spółka rozważać będzie rozpoczęcie 2 kolejnych etapów realizowanych już projektów, rozpoczęcie 3 nowych projektów, jak również 4 podetapów projektu Nova Królikarnia nabytych w ramach pierwszej z opcji kupna zrealizowanej w kwietniu 2019 r.
- Bank ziemi Spółki na koniec 1Q 2019 r. pozwalał na wybudowanie 4 596 lokali o łącznym PUM równym 287,5 tys. mkw. W tej liczbie szczególnie duży udział mają dwie działki zlokalizowane w Warszawie – działka na Żeraniu na 961 lokali oraz grunt w Ursusie na 1600 lokali. Szczególnie ciekawa inwestycja powstanie właśnie w Ursusie (Ursus Centralny), na którym deweloper zrealizuje największy projekt w historii Grupy. Przedsprzedaż pierwszych mieszkań ruszyła w marcu bieżącego roku. Zdecydowana większość posiadanych gruntów Ronson przypada na Warszawę (66,5%) oraz Szczecin (18,3%).
- W dniu 25 czerwca Spółka wypłaciła dywidendę w wysokości 9,82 mln PLN tj. 0,06 PLN na akcję. Do dnia 5 lipca Ronson skupił natomiast 366 tys. akcji własnych, które nabywane są od marca 2019 r.

w mln PLN	2016	2017	2018	1Q 2018	1Q 2019
Przychody	484,8	231,7	294,1	80,2	66,0
Przychody	307,6	224,4	291,8	79,3	58,7
Zysk brutto ze sprz.	59,4	31,9	43,4	9,6	10,9
Marża zysku ze sprz.	19,3%	14,2%	14,9%	12,2%	18,5%
Zysk brutto ze sprz.	118,7	38,1	45,7	10,6	11,8
Marża brutto ze sprz.	24,5%	16,4%	15,5%	13,2%	17,9%
Zysk netto	65,1	11,3	15,1	4,4	3,5
Kapitał własny	361,9	342,0	343,5	346,4	346,9
Zadłużenie finansowe	226,1	211,2	243,2	203,5	250,2
Kredyty i inne	3,5	13,9	37,7	9,9	21,4
Obligacje	222,6	197,3	205,5	193,6	228,9
% obligacji w zadłużeniu	98,5%	93,4%	84,5%	95,1%	91,5%
Gotówka	65,9	50,8	68,5	65,1	107,2
Dług netto	160,2	160,5	174,7	138,4	143,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	51,3%	51,5%	57,3%	49,9%	59,9%
Dług netto/KW	44,3%	46,9%	50,9%	40,0%	41,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

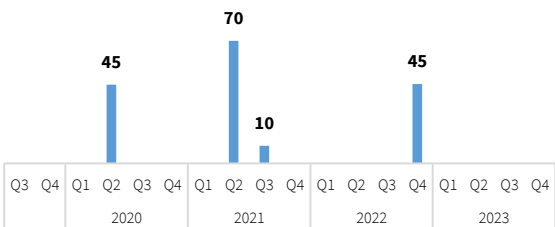
VANTAGE DEVELOPMENT

- W 2Q 2019 r. Vantage Development zakontraktował 251 lokali w stosunku do 199 mieszkań rok wcześniej. Oznacza to, że w 1H 2019 r. deweloper osiągnął sprzedaż na poziomie 403 mieszkań wobec 464 w 1H 2018 r. Grupa podtrzymała ubiegłoroczny cel sprzedażowy i w bieżącym roku zamierza również sprzedać ok. 900 lokali.
- W drugim kwartale bieżącego roku deweloper przekazał 113 lokali. W związku z tym na koniec czerwca 2019 r. Grupa przekazała klientom 130 mieszkań. Tegoroczny plan przekazania zakłada rozpoznanie w wyniku 800 lokali.
- Na koniec 1Q 2019 r. Vantage Development posiadał w ofercie 984 lokali, ponadto Grupa posiadała grunty umożliwiające realizację 2 290 mieszkań oraz miała zabezpieczone działki na kolejne 1 438 mieszkań. W naszej ocenie deweloper nie powinien mieć w najbliższych latach problemów związanych z uzupełnianiem oferty oraz ciągłością produkcji.
- 11 czerwca bieżącego roku Grupa poinformowała o zawarciu warunkowej umowy nabycia od Rank Progress prawa użytkowania wieczystego nieruchomości o powierzchni ok. 4,4h za kwotę 40,9 mln PLN netto.
- Również w czerwcu 2019 r. deweloper poinformował o nowym projekcie coworkingowym WORKO. Vantage Development na 5 i 6 piętrze wrocławskiego biurowca Promenady Zita otworzył przestrzeń biurową dla freelancerów oraz samozatrudnionych.
- Niższy poziom przychodów w 1Q 2019 r. wobec roku ubiegłego jest wynikiem harmonogramu inwestycji, który zakłada, że kumulacja tegorocznych przekazania będzie miała miejsce w ostatnim kwartale. W 1Q 2019 r. deweloper odnotował istotne pogorszenie marży brutto na sprzedaży (-6,2 p.p. r/r).
- W czerwcu 2019 r. akcjonariusze Spółki zadecydowali o niewypłaceniu dywidendy za 2018 r.
- Deweloper wciąż nie poinformował o zakończeniu przeglądu opcji strategicznych, który rozpoczął się w styczniu 2019 r.

w mln zł ¹	2016	2017	2018	1Q 2018	1Q 2019
Przychody	117,8	274,9	467,7	27,3	10,8
Zysk brutto ze sprz.	20,8	49,5	107,0	5,8	1,6
Marża brutto ze sprz.	17,7%	18,0%	22,9%	21,0%	14,8%
Zysk ze sprz.	10,5	33,3	91,2	1,8	-2,1
Marża zysku ze sprz.	8,9%	12,1%	19,5%	6,6%	-18,9%
Zysk netto	7,6	27,5	73,7	1,2	-1,6
Marża netto	6,4%	10,0%	15,8%	4,5%	-14,6%
Zadłużenie finansowe	184,3	210,5	195,9	180,0	201,2
Kredyty i inne	36,5	77,3	52,0	35,9	56,3
Obligacje	147,8	133,2	143,9	144,2	145,0
% obligacji w zadłużeniu	80,2%	63,3%	73,5%	80,1%	72,0%
Gotówka	88,2	68,1	95,7	98,4	40,7
Dług netto	96,1	142,4	100,2	81,6	160,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,0%	65,1%	64,5%	71,0%	68,1%
Dług netto/KW	59,6%	69,9%	56,9%	48,0%	92,2%

¹ Wyniki segmentu mieszkaniowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



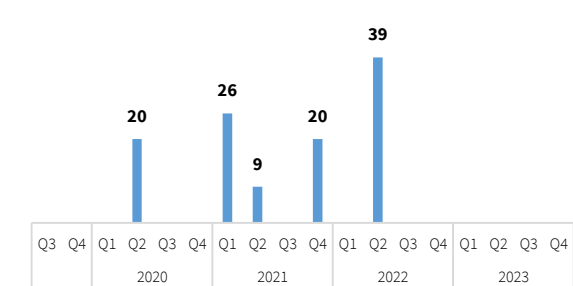
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Victoria Dom

- W 2Q 2019 r. Victoria Dom zakontraktowała 380 lokali, co oznacza pobicie rekordu sprzed kwartału, w którym deweloper sprzedał 365 mieszkań. Po 1H bieżącego roku Spółka znalazła nabywców na 745 lokali. Wynik ten potwierdza ambitny cel bycia w pierwszej trójce największych deweloperów pod względem wolumenu kontraktacji na terenie Warszawy.
- W naszej ocenie ostatnie lata działalności Victoria Dom doprowadziły do zmiany postrzegania Spółki, która kojarzona była głównie z mniej atrakcyjnymi inwestycjami (ze względu na lokalizację) na Białoleścu. Obecnie deweloper jest pozycjonowany jako widoczny gracz w stolicy, który ma podstawy do dalszego umacniania swojej pozycji.
- Na dzień sporządzenia najnowszego sprawozdania zarządu dewelopera (kwiecień 2019 r.), Victoria Dom informowała o ofercie opiewającej na 17 inwestycji o potencjale budowy blisko 2 tys. mieszkań, z czego ponad 50% planowanych do przekazania jeszcze w tym roku.
- Spółka w 2018 r. osiągnęła wzrost przychodów o 8,4%, któremu towarzyszyła lekka poprawa rentowności rozpoznawanych w wyniku mieszkań. Marża brutto na sprzedaży w ubiegłym roku osiągnęła satysfakcjonujący poziom 33,3%.
- Ubiegły rok deweloper zakończył z długiem netto na praktycznie bliźniaczym w stosunku do roku 2017 r. poziomie. Spółka utrzymała wskaźnik ogólnego zadłużenia oraz poprzez wzrost kapitału własnego w 2018 r. zredukowała odczyt relacji długu netto do kapitału własnego w stosunku do 2017 r.
- Pod koniec czerwca bieżącego roku deweloper w ramach emisji obligacji serii K pozyskał 19,4 mln PLN. Cała oferta przewidziana była na 50,0 mln PLN, co wskazuje na niskie zainteresowanie inwestorów papierami Spółki. Victoria Dom uplasowała 3-letni, niezabezpieczony dług, który został objęty przez 66 obligatariuszy. Docelowo obligacje będą wprowadzone do obrotu, co będzie wiązać się z upublicznieniem oprocentowania nowej serii.
- Emisji nowego długu towarzyszyło nabycie celem umorzenia obligacji serii G/H (papiery zostały zasymilowane). Spółka wykupiła instrumenty o łącznej wartości nominalnej 6,4 mln PLN.

w mln zł	2016	2017	2018
Przychody	166,0	219,1	237,5
Zysk brutto ze sprzedaży	46,2	72,2	79,1
Marża brutto ze sprz.	27,8%	33,0%	33,3%
Zysk netto	26,5	38,1	45,0
Marża netto	16,0%	17,4%	18,9%
Kapitał własny	77,5	107,2	141,6
Zadłużenie finansowe	35,8	107,9	112,1
Kredyty i inne	0,7	10,9	9,9
Obligacje	35,1	97,1	102,2
% obligacji w zadłużeniu	98,0%	89,9%	91,2%
Gotówka	24,8	24,3	28,2
Dług netto	11,1	83,6	83,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	63,0%	66,5%	66,2%
Dług netto/KW	14,3%	78,0%	59,2%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Słownik pojęć

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

Przyjęta w raporcie metodologia

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

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.

Dane kontaktowe

Mateusz Mucha

Dyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: +48 537 837 098

Mail: mateusz.mucha@dmnavigator.pl

Seweryn Żołyniak

Analitik Departamentu emisji obligacji

Mail: seweryn.zolyniak@dmnavigator.pl

Igor Więckowski

Analitik Departamentu emisji obligacji

Mail: igor.wieckowski@dmnavigator.pl

Navigator Capital Group®

Value delivered.

[ul. Twarda 18](#)

[00-105 Warszawa](#)

[Tel.: +48 22 630 83 33](#)

[mail: biuro@navigatorcapital.pl](mailto:biuro@navigatorcapital.pl)

www.navigatorcapital.pl

Autorzy slajdu 11: Zmiany w ustawie Prawo Budowlane

Joanna Kośmider

Starszy Prawnik

Mail: j.kosmider@kochanski.pl

Daniel Kozłowski

Starszy Prawnik

Mail: d.kozlowski@kochanski.pl

kochański
i partnerzy Business Law Firm

[Plac Piłsudskiego 1](#)

[00-078 Warszawa](#)

[Tel.: +48 22 326 96 00](#)

[mail: biuro@kochanski.pl](mailto:biuro@kochanski.pl)

www.kochanski.pl
