



Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 1Q 2022 r.

Warszawa, maj 2022 r.

Wstęp

Szanowni Państwo,

Spółki ujęte w naszym zestawieniu rozpoczęły rok z dosyć umiarkowaną sprzedażą, która wyniosła 4168 lokali, a więc o 20,2% mniej q/q i o 28,6% mniej r/r. Na pierwszy rzut oka wyniki są wyraźnie słabsze, lecz należy pamiętać, że ubiegły rok był dla deweloperów rekordowy – stąd baza jest wysoka. Historycznie, wyniki nie są jednak przesadnie słabe.

Oczywiście nie oznacza to, że nie zobaczymy spadków sprzedaży w kolejnych okresach. Pierwszy kwartał to coraz wyższe stopy procentowe, a tym samym gorsze warunki dla klientów kredytowych, lecz sądzimy, że wzrost stóp dopiero zaczął wpływać na sprzedaż deweloperów. Uważamy, że dopiero w kolejnych kwartałach zobaczymy pełną materializację skutków podwyżek stóp procentowych w danych sprzedażowych.

Równie silnym i negatywnym czynnikiem dla sprzedaży deweloperskiej w 1Q 2022 r. w dalszym ciągu był niski poziom oferty, która zaczęła delikatnie podnosić się, lecz w dalszym ciągu jest ok. 20% niższa niż jeszcze w 2020 roku. Problem jest niezmiernie trudny dla deweloperów w dużych miastach i wynika z niedostatecznej podaży gruntów w tych aglomeracjach. Nic nie wskazuje na to by w kwestii deficytu gruntów sytuacja uległa znacznej poprawie. Istotnie pogarszające się otoczenie będzie skutkowało dalszym spadkiem wolumenów sprzedaży w kolejnych kwartałach. Jak będzie prezentowała się wtedy oferta? Odpowiedź na to pytanie poznamy w kolejnych miesiącach.

Sugeruje ją nieco sytuacja finansowa ujętych w naszym zestawieniu deweloperów. Należy pamiętać, że spółki przeważnie są w dobrej sytuacji finansowej. Dzięki kilku latom hossy zdołały zbudować istotne poziomy equity mimo hojnych wypłat dywidend. Skumulowany wskaźnik długu netto do kapitału własnego jest na poziomie ok. 20,5% vs ok. 40,0% w latach 2018-2019, a wysoka sprzedaż zrealizowana w ubiegłym roku jeszcze w obecnym będzie źródłem środków od klientów tytułem wpłat na lokale. Ponadto, dzięki wysokiej kontrakcji lokali, których przekazanie planowane jest w obecnym roku, wyniki finansowe w 2022 roku powinny być mocne. Inną sprawą jest potencjał wynikowy na kolejne lata i tu spodziewamy się postępujących spadków.

Niemniej jednak, dobra sytuacja finansowa oraz struktura zapadalności zobowiązań pozostawia swobodę manewru jeszcze przez kilka kwartałów. Deweloperom w obecnym roku pozostaje do wykupu 629,6 mln zł tytułem obligacji, co nie jest wymagającą kwotą. Dopiero od 2H 2023 r. deweloperzy będą musieli mierzyć się z istotniejszymi kwotami do wykupu.

Karty w rękach deweloperów wydają się więc silne i dzięki temu mają zdolność zarządzania podażą, co już widzieliśmy w zeszłym roku i przejawiało się znacznym podnoszeniem cen, w celu obrony marż, ale kosztem sprzedanego wolumenu. W obecnym roku spodziewamy się istotnie mniejszej liczby rozpoczynanych projektów, co już obserwujemy w danych i wynika z niestabilności na rynku materiałów oraz antycypuje spadek popytu. Deweloperzy nie mają po prostu presji na bicie rekordów sprzedanego wolumenu. Należy pamiętać, że mniejsza liczba rozpoczynanych projektów zmniejszy presję na cash flow'y, co w czasie wielkiej słabości funduszy inwestycyjnych inwestujących w obligacje korporacyjne (grupa porównywana przez nas od szczytu w sierpniu 2021 r. zanotowała w marcu spadek aktywów o 26,7%, a sama wartość aktywów była niższa niż w czasach pierwszego *lockdown'u*), pomoże deweloperom w dostosowaniu przepływów do struktury zapadalności zobowiązań. Rynek pierwotny w przypadku obligacji korporacyjnych jest dla

emitentów na ten moment *de facto* zamknięty i prawdopodobnie nie należy liczyć na odbicie w bieżącym roku.

Czy zatem w obecnym roku w końcu spadną ceny? Naszym zdaniem nie w dużych miastach, choć nie spodziewamy się takiej dynamiki wzrostu cen, jaka miała miejsce w ubiegłym roku. Prócz problemów natury popytowej, dynamicznie rosną koszty materiałów, a ich ceny w ostatnich miesiącach zostały dodatkowo podbite konsekwencjami agresji Rosji na Ukrainę. Inflacja jest najwyższa od ponad 20 lat, co będzie wzmagало także presję na koszty robocizny. Odpyły pracowników z Ukrainy, na skutek wybuchu wojny okazał się problemem z kategorii zarządalnych. Wszystko to wpływa na wzrost kosztu wyprodukowania lokalu, który deweloperzy dotychczas z sukcesem przerzucali na klientów. Ponadto, spodziewana mniejsza liczba nowych projektów wpłynie negatywnie na podaż.

Klienci kredytowi byli dotychczas dominującą grupą klientów, lecz także istotną rolę odgrywali klienci gotówkowi. Według słów analizowanych przez nas deweloperów 35-45% lokali było w ostatnich latach kupowane za gotówkę (dane w zależności od dewelopera), przy czym nie były to tylko i wyłącznie zakupy inwestycyjne. Pewnym pytaniem jest w jak będzie zachowywał się popyt gotówkowy w kolejnych kwartałach, w warunkach niewidzianej od 20 lat inflacji, ale i bardzo słabych alternatywach inwestycyjnych w Polsce. O ile przewidywany jest znaczny spadek sprzedaży kredytów hipotecznych, nawet przekraczający 50%, o tyle nie sądzimy, że popyt ze strony klientów posilkujących się kredytem „wyschnie” całkowicie.

Od ubiegłego roku możemy też mówić o nowym w Polsce źródle popytu na mieszkania. Są nimi fundusze typu PRS, które w zeszłym roku zaczęły być coraz bardziej aktywne w Polsce. W gronie tym zdecydowanie dominują podmioty zagraniczne, z bardzo dobrym dostępem do taniego kapitału, dysponując dzięki temu istotną przewagą w zakresie możliwości nabywczych, a Polska jest dla tych podmiotów atrakcyjnym rynkiem, umożliwiającym generowanie wyższych Yield'ów niż w krajach rozwiniętych. Sztandarowym przykładem jest w tym wypadku niedawna transakcja przejęcia Grupy Roby, którą opisywaliśmy w poprzedniej edycji raportu. Deweloper był dotychczas sceptyczny jeśli chodzi o inwestycje w segment najmu instytucjonalnego. Wraz ze zmianą właściciela zmieniła się także strategia skutkująca tym, że nieco ponad połowa banku ziemi dewelopera będzie przeznaczona do segmentu PRS. Ile jest tych mieszkań? W 2021 roku deweloper znalazł nabywców na ok. 1,8 tys. lokali w samej Warszawie, w której w całym 2021 roku rozpoczęto budowę ok. 18 tys. lokali. Oznacza to, że przy założeniu, że połowa banku ziemi spółki trafi do segmentu PRS, można domniemywać ubytek rzędu ok. 5% podaży tylko w przypadku jednej spółki. Sądzimy, że w kolejnych okresach, przy wyraźnie pogorszonym otoczeniu, będziemy obserwować wzrost znaczenia segmentu PRS na rynku w Polsce.

Podsumowując, gdy uwzględnimy wszystkie czynniki, nie wydaje się by sytuacja deweloperów mieszkaniowych działających w dużych ośrodkach miejskich była tak dewastująca, jak obecne tempo wzrostu stóp procentowych. W naszej opinii sytuacja deweloperów w krótkim okresie pozostaje dobra. Czy będzie taka w dłuższym? To zależy od tego, jak długo będzie utrzymywała się słaba koniunktura w segmencie mieszkaniowym.

Otoczenie makroekonomiczne

Czy problemy z gruntami widać w danych?

W minionym roku rynek nieruchomości pobił kolejny rekord - liczba lokali w Polsce, na które wydano pozwolenia na budowę po raz pierwszy w historii przebiła pułap 300 tysięcy, osiągając 341,0 tys. (+23,5% r/r). Rozpoczęto też budowę 277,4 tys. lokali (+23,9% r/r), a w sześciu największych aglomeracjach wspomniane liczby ukształtowały się następująco: pozwolenia na budowę 66,4 tys. (+13,7% r/r), liczba lokali, których budowę rozpoczęto 61,0 tys. (+25,0% r/r). W zeszłym roku rynek odbił po pandemicznym 2020 r., w porównaniu z 2019 rokiem dynamiki dla sześciu miast są ujemne (-1,7% w przypadku pozwoleń na budowę i -5,4% w przypadku liczby lokali, których budowę rozpoczęto). Natomiast w skali kraju w dalszym ciągu w danych widoczne są dwucyfrowe wzrosty wobec 2019 roku (+27,0% dla pozwoleń i +16,9% dla liczby lokali z rozpoczętą budową). Za tak fenomenalny wzrost odpowiada kategoria lokale przeznaczone na sprzedaż i wynajem i to głównie poza ośrodkami wojewódzkimi, a więc miasta średniej i małej wielkości - są to głównie deweloperzy. Co więcej, w zdecydowanej większości podmioty nieobecne na rynku publicznym - ujęte w naszym opracowaniu operują głównie w 6 największych miastach.

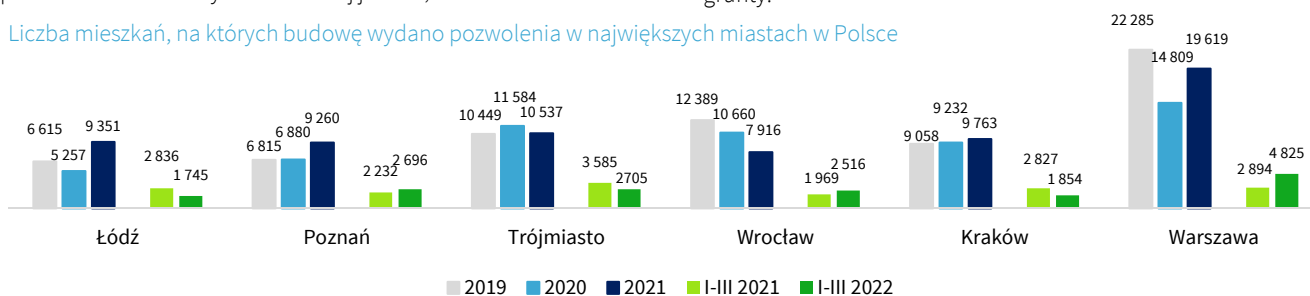
Ubiegły rok to już jednak historia. W obecnym rynek musi mierzyć się z konsekwencjami wojny w Ukrainie, podwyższonej w jej wyniku inflacji oraz wyższymi niż oczekiwano jeszcze kilka miesięcy temu stopami procentowymi. Zazwyczaj jesteśmy sceptyczni odnośnie wyciągania wniosków nt. rynku mieszkaniowego na podstawie danych obejmujących krótkie okresy czasowe preferując dane przynajmniej kilkumiesięczne. Wynika to z relatywnie małej próby danych. Obecnie mamy już dostępne liczby za cały kwartał i widoczne jest w nich wyhamowanie tempa rozpoczynania nowych budów, co można zidentyfikować z niestabilnością rynku oraz ostrożnością deweloperów. Liczba lokali, których budowę rozpoczęto pierwszym kwartale bieżącego roku w sześciu największych miastach wyniosła 11,4 tys. vs 14,6 tys. rok wcześniej (-22,2% r/r) oraz wobec 11,5 tys. w analogicznym okresie 2020 r. (-1,4%). Co ciekawe, w marcu, a więc już po wybuchu wojny, rozpoczęto budowę lokali obejmujących ok. 5,0 tys. jednostek i to najwyższy wynik z dotychczasowych miesięcy 2022 roku oraz wynik o 6,7% wyższy niż w marcu 2021 r., czyli w czasie, w którym kondycja rynku była wyjątkowo dobra. Ujemne dynamiki widoczne są także poza największymi miastami (wykres strona 4), co zdaje się potwierdzać słabość rynku. Niemniej jednak, dane zanotowane

na sześciu największych rynkach są historycznie na dosyć niskich poziomach i w naszej opinii wynika to z deficytu gruntów. Warto zwrócić tu uwagę na Kraków, zanotował wynik niecałe 1,5 tys. lokali, a także Wrocław, z nieco ponad 1,5 tys. lokalami, których budowę rozpoczęto. Na tle np. 2019 roku, w którym Kraków zanotował wynik przekraczający 10,0 tys. lokali, a Wrocław 12,0 tys., wyniki nie nastrajają optymizmem.

W przypadku liczby lokali, na które wydano pozwolenia na budowę, wyniki dla „wielkiej szóstki” są płaskie rok do roku. W okresie styczeń-marzec 2022 r. wydano pozwolenia na budowę ok. 16,3 lokali, o dosłownie 2 lokale mniej niż rok wcześniej. Oczywiście, wyniki poszczególnych miast różnią się między sobą. I tak np. dosyć słabo prezentują się wyniki dla Krakowa, w którym petenci uzyskali pozwolenia na budowę ok 1,9 tys. lokali wobec 2,8 tys. w okresie porównywalnym (-34,4% r/r). Największy procentowo spadek dotyczył Łodzi, w której wydano pozwolenia na budowę ok. 1,7 tys. lokali (-38,5% r/r). Należy jednak zauważyć, że 2021 r. był dla tego miasta wyjątkowo dobry, a obecne poziomy sugerują wolumeny zbliżone do uzyskanych w 2019 roku. Z wynikiem ok. 2,5 tys. bardzo dobrze wygląda Wrocław, który doświadczył wyraźnego zastój w ubiegłym roku, a dobra passa zdaje się być kontynuowana w Poznaniu - 2,7 tys. pozwoleń (+20,8% r/r). Ubiegły rok był rekordowy dla tego miasta. W Warszawie mimo, że dynamika jest najwyższa, wydano pozwolenia na budowę ok. 4,8 tys. lokali - stolica w dobrych latach 2015-2019 uzyskiwała wyniki roczne wyraźnie przekraczające 25,0 tys..

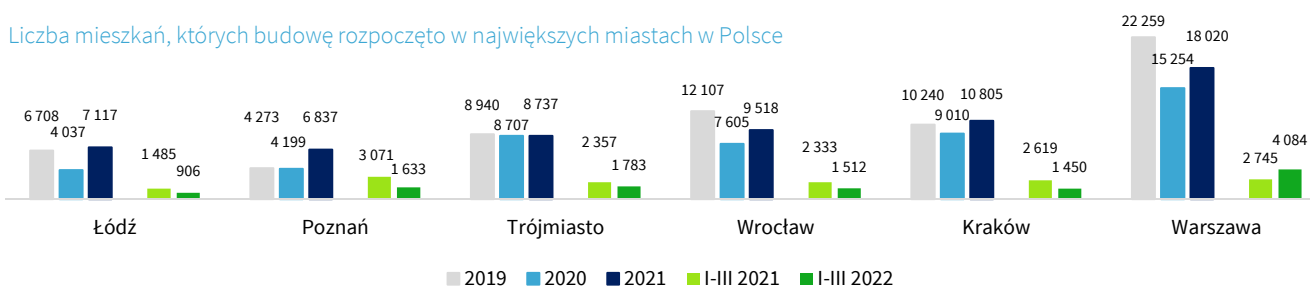
W danych dotyczących lokali oddanych do użytkowania mamy regres. W pierwszym kwartale oddano 11,3 tys. lokali wobec 12,9 tys. rok wcześniej (-12,4% r/r) i wobec 13,7 tys. w analogicznym kwartale przed dwoma laty (-17,2% r/r). Z czego wynika słabość? Przypominamy, że przed dwoma laty rozpoczął się Covid, którego wpływ na te dane polegał na kilku aspektach. Po pierwsze, deweloperzy zareagowali wtedy ostrożnie, odkładając w czasie starty nowych projektów. Po drugie, wolniej zaczęły pracować urzędy, co odbiło się na wolumenie lokali z pozwoleniami na budowę. Po trzecie, początek pandemii spowodował także kilkumiesięczny zastój na rynku obligacji, dzięki którym deweloperzy rozbudowują banki ziemi. Sami deweloperzy ograniczyli wtedy na kilka miesięcy nakłady na

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto w największych miastach w Polsce

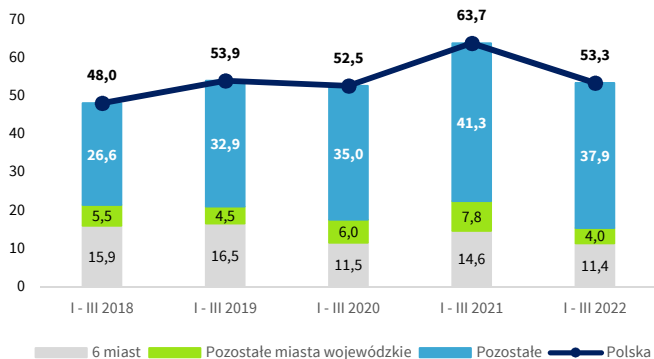


Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Otoczenie makroekonomiczne

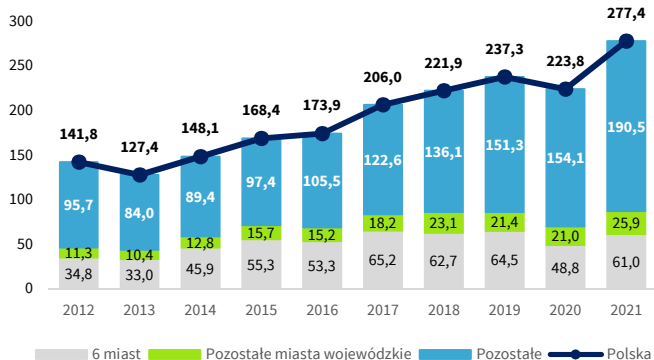
Gdzie i co się budowało?

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w Polsce (tys.)



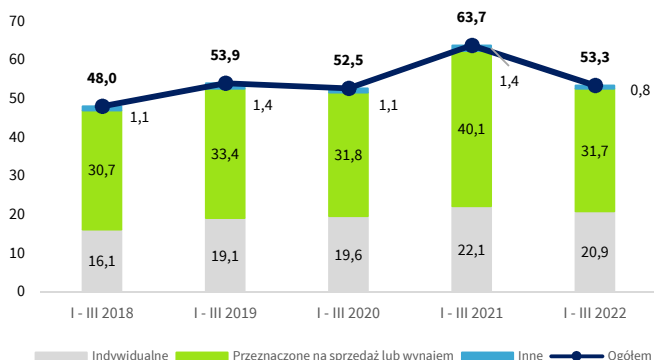
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w Polsce (tys.)



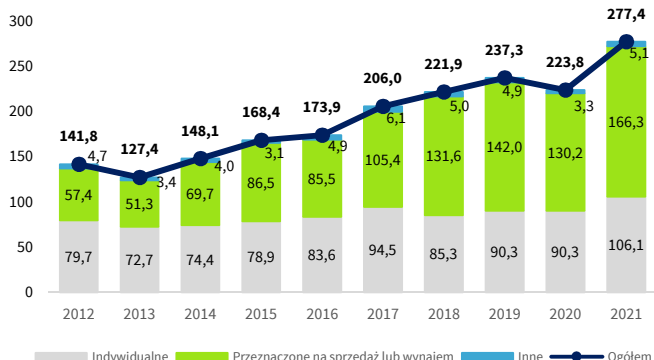
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w Polsce (tys.)



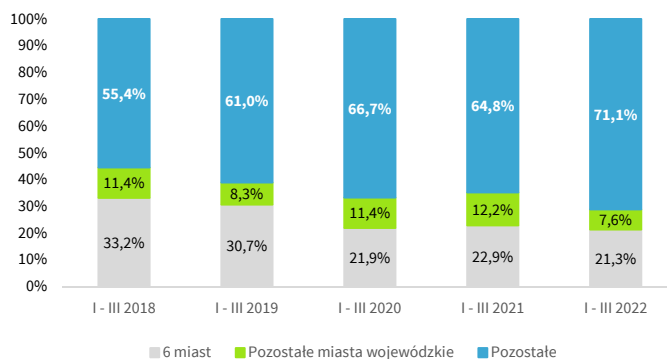
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w Polsce (tys.)



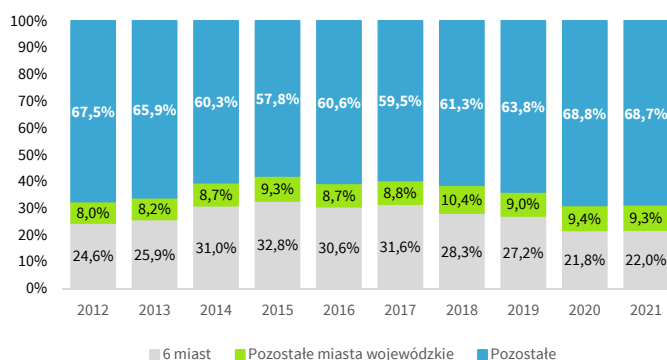
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w Polsce (%)



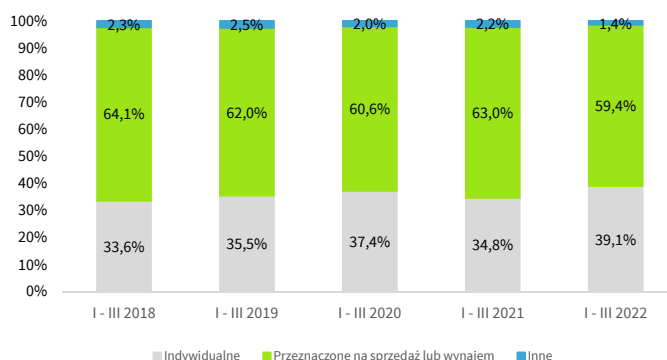
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w Polsce (%)



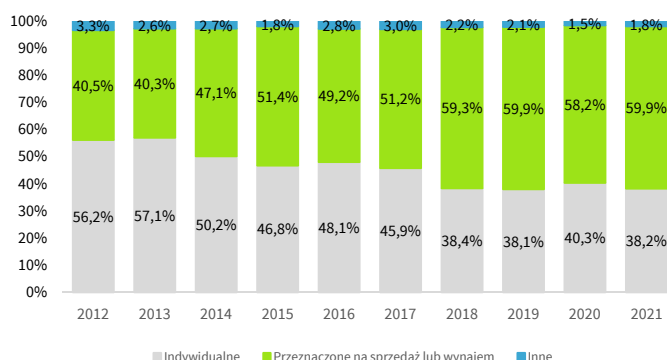
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w Polsce (%)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w Polsce (%)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

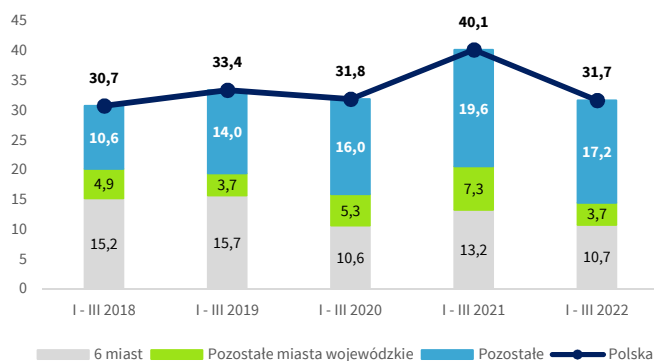
Otoczenie makroekonomiczne

Gdzie i co się budowało?

Na tej i poprzedniej stronie prezentujemy kilka wykresów, pokazując rynek mieszkaniowy w szerszym ujęciu. Szczególną uwagę zwracamy na liczbę lokali, których budowę rozpoczęto w kategorii przeznaczone na sprzedaż lub wynajem dla pozostałych miast. W zeszłym roku deweloperzy w tych miastach rozpoczęli budowę 86,3 tys. lokali, co patrząc historycznie jest wynikiem fenomenalnym (CAGR 15,6% za lata 2012-2021). Sześć największych miast z wynikiem 60,6 tys. w rekordowym dla deweloperów działających w tych miastach 2019 roku, czyli razy dwa względem lat 2012-2013 wygląda dość blado (CAGR 6,9% dla lat 2012-2021). W ujęciu wolumenowym, słowo hossa

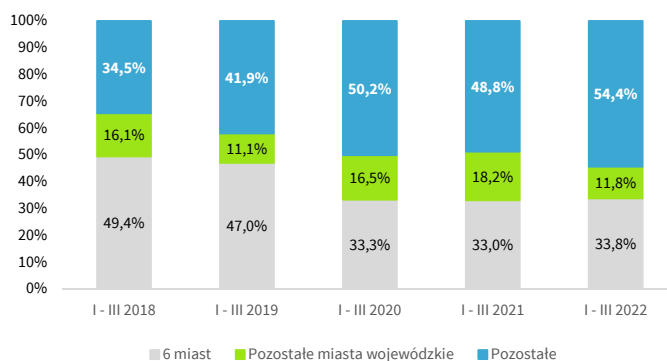
przemawia do nas bardziej, gdy widzimy dane dotyczące pozostałych miast. Jeszcze w 2018 roku, sześć największych miast dominowało. Już rok później ośrodki miejskie niebędące stolicami województw stały się największą grupą, a w 2020 roku odpowiadały za więcej niż 50,0% wolumenu dostarczanych przez deweloperów lokali, a udział sześciu największych miast spadł do ok. 1/3 – w zasadzie poprzez wzrost w kategorii pozostałe. W grupie tej są zapewne zwykłe miasta małe i średnie, gminy sąsiadujące z większymi aglomeracjami, jak i miejscowości turystyczne. Kondycja tego segmentu rynku w dobie bardzo wysokich stóp procentowych jest dla nas największym pytaniem.

Liczba lokali przeznaczonych na sprzedaż lub wynajem, których budowę rozpoczęto w Polsce (tys.)



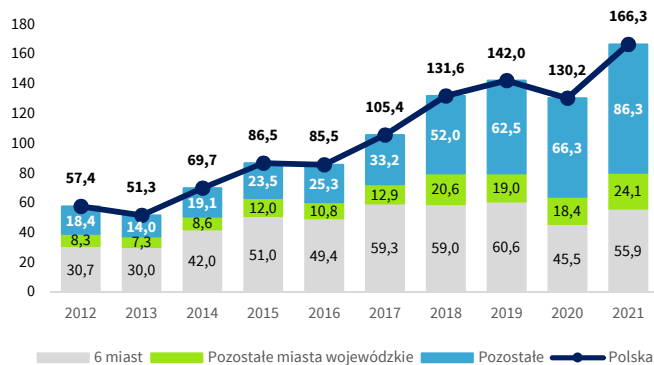
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali przeznaczonych na sprzedaż lub wynajem, których budowę rozpoczęto w Polsce (%)



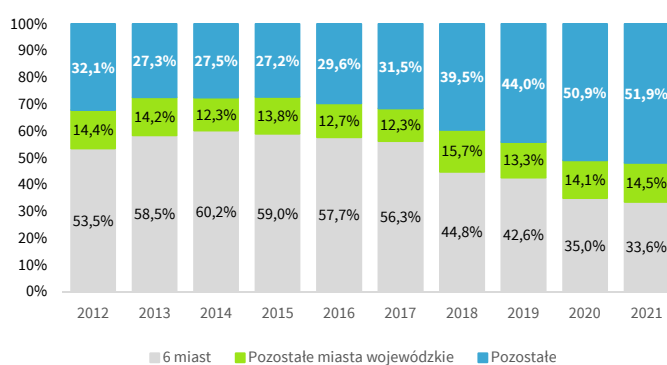
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali przeznaczonych na sprzedaż lub wynajem, których budowę rozpoczęto w Polsce (tys.)



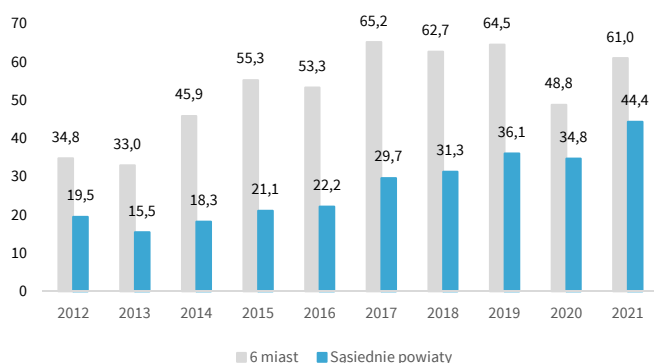
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali przeznaczonych na sprzedaż lub wynajem, których budowę rozpoczęto w Polsce (%)



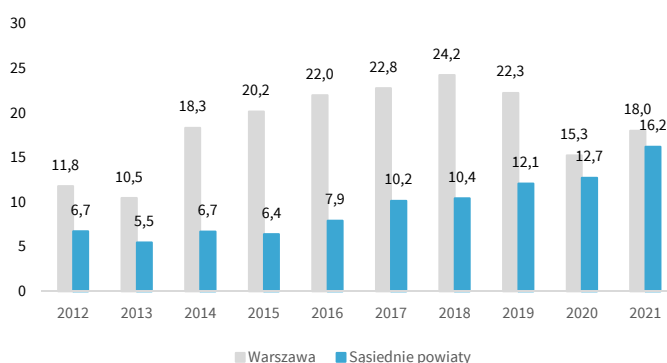
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w Polsce (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w Polsce (%)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Otoczenie makroekonomiczne

Znaczna wyższość cen w 4Q 2021 r.

Tak jak się spodziewaliśmy, w ostatnim kwartale ubiegłego roku na rynku pierwotnym doświadczyliśmy kolejnego wzrostu cen. W 6 największych miastach ceny wzrosły średnio o 5,7% q/q wobec 3,5% kwartał wcześniej. W skali rok do roku wzrosty cen wyniosły średnio 14,7% w 4Q 2021 r. w porównaniu do 10,4% kwartał wcześniej. Niewątpliwie wzrost bardzo dynamiczny, który odbył się przy zachowaniu różnicy między cenami transakcyjnymi a ofertowymi na zdrowych poziomach (4,6% w 4Q 2021 r. vs 6,8% kwartał wcześniej). Sugeruje to akceptację przez klientów rosnących cen.

Na przełomie roku można było zadawać sobie pytanie czy stopy procentowe dojdą do poziomu 5,0%, czyli poziomu wysokiego, ale jeszcze akceptowalnego dla klientów. Teraz to pytanie jest oczywiście nieaktualne. Właściwym jest czy stopy procentowe dojdą do poziomu 10,0%. Obecnie kontrakty FRA sugerują stopy procentowe na poziomie 7,5-8,0% w perspektywie kilku miesięcy. W tych warunkach, a także po wejściu w życie nowej rekomendacji KNF w zakresie sposobu wyliczania zdolności kredytowej – zaostrzającej kryteria, zdecydowanie spadła zdolność kredytowa (o ok. połowę) osoby ubiegającej się o kredyt hipoteczny. Inne środowisko stóp procentowych naturalnie schłodzi popyt wśród klientów kredytowych. Nie spodziewamy się jednak by nawet taki poziom stóp procentowych zniechęcił wszystkich nabywców. W naszej opinii wzrost stóp procentowych może wpłynąć na dynamikę cen w kolejnych kwartałach, obniżając tempo ich wzrostu, lecz nie spodziewamy się spadku cen. Trudno nam wskazać inne czynniki, które miałyby przemawiać za spadkiem cen. Należy pamiętać, że:

- w dalszym ciągu realna stopa procentowa jest ujemna,
- banki posiadają na bilansach istotne nadwyżki depozytów nad kredytami. Stąd, w warunkach galopującej już inflacji, oprocentowanie depozytów jest niekonkurencyjne względem innych form inwestowania. Alternatyw nawiasem mówiąc brakuje,
- w największych ośrodkach miejskich w dalszym ciągu jest strukturalny problem małej podaży gruntów, która rzutuje finalnie na poziom możliwej do zaproponowania przez deweloperów oferty. Sytuacji nie polepsza brak podaży gruntów ze strony Skarbu Państwa lub podmiotów kontrolowanych przez Skarb Państwa,
- Ceny surowców i materiałów rosły w zeszłym roku, a wybuch wojny w Ukrainie spowodował dodatkowy szok podaży, jeszcze bardziej windując ich ceny. Wzrosła też inflacja, która wzmoże presję na wynagrodzenia. Finalnie, koszt wyprodukowania mieszkania jest wyższy,
- Od lipca 2022 r. deweloperzy będą musieli opłacać składki na

DFG. Według informacji z końca kwietnia Ministerstwo Rozwoju i Transportu zaproponowało stawkę 0,45% w przypadku wpłat na otwarte rachunki powiernicze. Deweloperzy naturalnie przerzucą koszty na klientów. Składka działa w zasadzie podobnie jak dodatkowy VAT,

- Rosnąca aktywność inwestorów instytucjonalnych operujących w formule PRS przełoży się na kolejne hurtowe transakcje zakupu lokali,
- Po kilku latach hossy sytuacja finansowa deweloperów jest bardzo dobra. Spółki mimo wypłat solidnych dywidend zdołały także zbudować znaczne kapitały własne, a wskaźniki zadłużenia spadły do niskich poziomów. Powyższa sytuacja umożliwia zarządzanie podażą.

Zaznaczamy, że w tej części raportu odnosimy się do sytuacji na rynku 6 największych ośrodków miejskich, które są zasadniczo inne niż np. małe miasta. Przede wszystkim wspomniane 6 największych miast to najsilniejsze ekonomicznie rynki w kraju: najwyższe zarobki, najwięcej klientów inwestycyjnych, obecność funduszy PRS. Nie uważamy, że i tych rynków nie dotknie spowolnienie. Uważamy natomiast, że są to rynki wyraźnie odporniejsze niż inne oraz, że w przypadku których dostosowanie może odbyć się poprzez relatywnie nieduże zmniejszenie wolumenu.

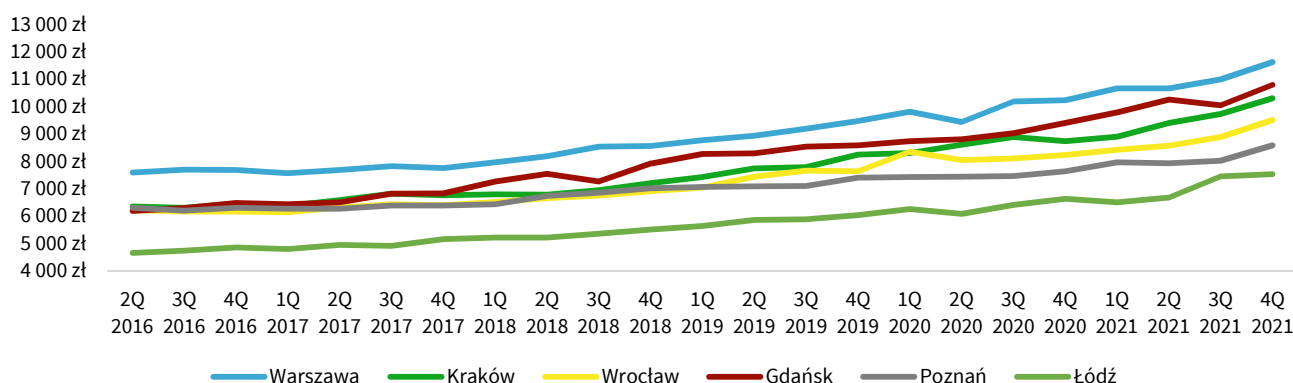
Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkań w największych miastach



■ Średnia cena transakcyjna 1 m² mieszkania w 4Q 2021 r.
■ Procentowa zmiana 4Q 2021/3Q 2021 r.
■ Procentowa zmiana 4Q 2021/4Q 2020 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

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



Źródło: NBP

Otoczenie makroekonomiczne

Wysoka inflacja napędza stopy procentowe

Przypomnijmy, rok zaczynaliśmy z trwającym cyklem podwyżek stóp procentowych, a końca cyklu spodziewano się w okolicach 4,5-5,0%. Po decyzji RPP sprzed kilku dni, stopa referencyjna przekroczyła już poziom 5,0% (5,25%) i nie jest to koniec cyklu, o czym wprost mówią przedstawiciele NBP. Obecne przewidywania niektórych ekonomistów wskazują, że koniec cyklu nastąpi przy poziomie 8-8,5%. Kontrakty FRA wyceniają WIBOR na poziomie 7,5-8,0% w perspektywie kilku miesięcy. Jednym z powodów takiej, a nie innej sytuacji jest szok, który w ostatnich miesiącach doświadczyła nie tylko gospodarka krajowa, spowodowany konsekwencjami sankcji na rosyjską gospodarkę oraz działaniami zbrojnymi w sąsiedniej Ukrainie, a także pożywianymi łańcuchami dostaw. Zdecydowanie w górę poszły ceny energii, a także żywności.

Aktualna projekcja inflacji NBP przewiduje dwucyfrową inflację w tym i przez sporą część przyszłego roku. Przypomnijmy, dane za kwiecień wskazują na inflację 12,3%. Według projekcji, szczyt inflacji nastąpi w 3Q bieżącego roku, po którym inflacja zacznie powoli i systematycznie obniżać się. Natomiast w granice celu inflacyjnego wróci dopiero pod koniec 2024 roku. Nie brakuje jednak opinii, że szczyt nastąpi dopiero w czwartym kwartale, a także, że możemy zobaczyć dynamikę wzrostu cen rzędu 15-20%.

Ponadto, od kwietnia obowiązuje nowa rekomendacja KNF w zakresie wyliczania zdolności kredytowej, która m.in. nakłada na banki obowiązek badania zdolności kredytowej w przypadku zmiany stopy procentowej o 5,0 p.p. vs 2,5 p.p. poprzednio. Oznacza to zaostrzenie kryterium udzielenia kredytu.

W takich warunkach, a więc w sytuacji zmienionej o niemal 180 stopni względem maja 2021 r. należy spodziewać się znacznego wyhamowania akcji kredytowej, w tym kredytów

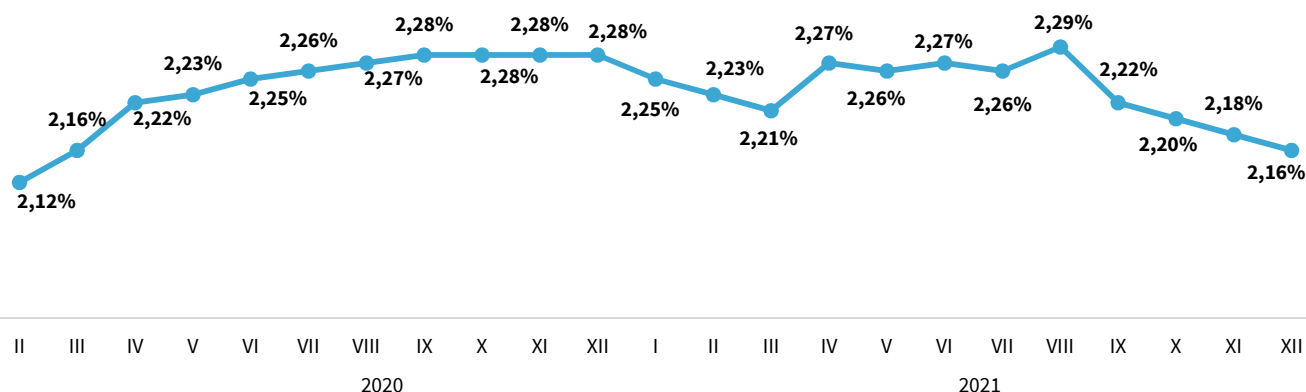
mieszkaniowych. Zdolność kredytowa zmniejszyła się o ok. połowę. Dane BIK za kwiecień już wskazują na istotny spadek liczby zapytań o kredyty mieszkaniowe (**-44,9% r/r** dla ilości w kwietniu 2022 r. vs kwiecień 2021 r.).

Dane dotyczące sprzedaży kredytów za czwarty kwartał 2021 r. dalej były dobre. Banki udzieliły kredytów mieszkaniowych w wysokości 22,5 mld zł (**-3,3% q/q**). Pod kątem sprzedaży kredytów hipotecznych banki, podobnie jak deweloperzy, zakończyły ubiegły rok z rekordem, udzielając kredytów hipotecznych o wartości 85,8 mld zł, w liczbie 256,5 tys. sztuk. Spodziewamy się też, że również dane za 1Q 2022 r. nie będą złe, gdyż wzrost kosztu kredytu nie zdążył jeszcze w pełni znaleźć odzwierciedlenia w sprzedaży. Ponadto, w marcu 2022 r. obserwowano sporą liczbę wniosków osób chcących zdążyć przed wejściem w życie nowej rekomendacji KNF.

Kolejne podwyżki stóp procentowych będą się przekładać na poprawę sytuacji sektora bankowego w Polsce, a w szczególności jego zdolność do generowania zysków i kapitału. Natomiast spadek sprzedaży kredytów jest nieunikniony oraz powstaje pytanie koszty ryzyka w sektorze bankowym.

Średnia marża kredytu hipotecznego dla kredytów mieszkaniowych zaczęła spadać we wrześniu i w ostatnim kwartale ubiegłego roku ten trend był kontynuowany. W grudniu średnia marża spadła do poziomu 2,16% i biorąc pod uwagę hamowanie dynamiki kredytów, rosnące stopy procentowe, które przełożą się na bardzo dobre wyniki banków, należy spodziewać się dalszego spadku średniej marży kredytów hipotecznych mimo utrzymującej się znacznej nadpłynności sektora bankowego.

Średnia miesięczna marża kredytu hipotecznego w okresie luty 2020 – grudzień 2021



Źródło: Opracowanie Centrum AMRON na podstawie ofert banków, Raport AMRON SARFIN 4/2021

Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w okresie 2016 – 4Q 2021

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2016	39,496	0,45%	178 409	-1,61%	221,4	2,09%
2017	44,574	12,86%	190 634	6,85%	233,8	5,62%
2018	53,852	20,81%	212 596	11,52%	253,3	8,33%
2019	62,629	16,30%	225 073	5,87%	278,3	9,85%
2020	60,671	-3,13%	203 570	-9,55%	298,0	5,46%
2021	85,761	41,35%	256 456	25,61%	334,4	12,54%
2Q 2021	22,137	23,38%	67 013	17,21%	329,6	5,62%
3Q 2021	23,229	4,94%	68 353	2,00%	339,1	2,88%
4Q 2021	22,453	-3,34%	63 918	-6,49%	351,3	3,37%

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 4/2021.

Otoczenie makroekonomiczne

Silny rynek pracy

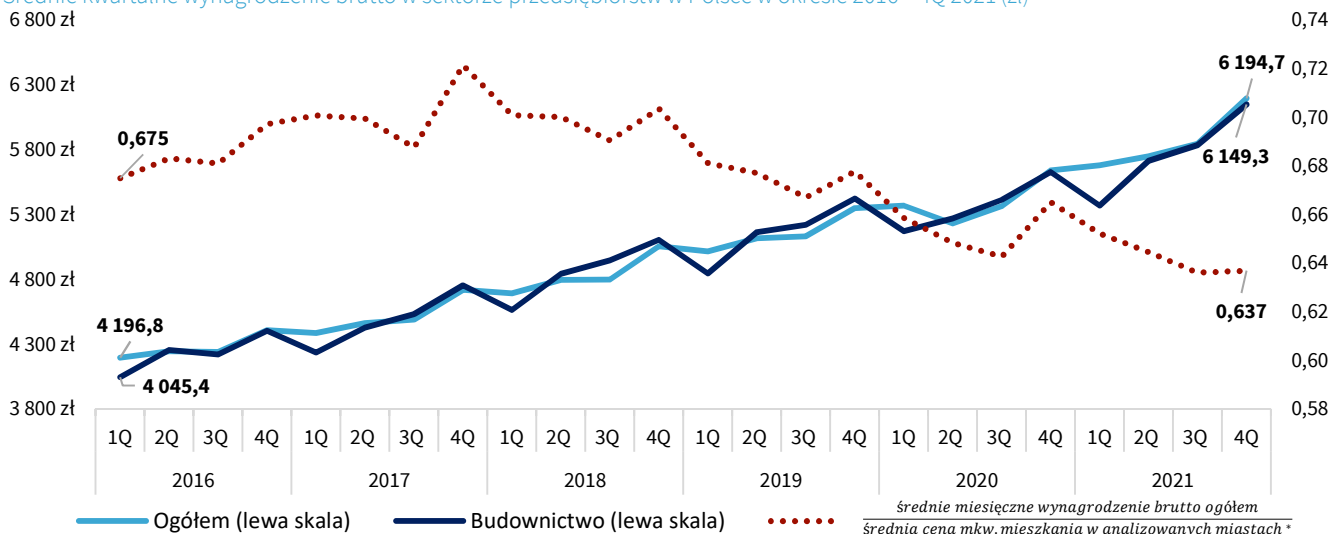
W całym 2021 r. rynek pracy znajdował się w lepszej kondycji niż w pandemicznym 2020 r. Niskie odczyty bezrobocia były obserwowane także w pierwszym kwartale bieżącego roku. W marcu stopa bezrobocia w Polsce wyniosła 5,4% (dane GUS) co oznacza spadek o 1,0 p.p. r/r. Nie jest to poziom rekordowo niski, ale bliski rekordowo niskiego wyniku zanotowanego w październiku 2019 r., gdy stopa bezrobocia wynosiła 5,0%. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw przekroczyło w marcu poziom 6,8 mln osób, a średnia za ostatnie 12 miesięcy 6,7 mln zł. Dane GUS za pierwsze trzy miesiące bieżącego roku wskazują na przyrost zatrudnienia o blisko 100 tys., co można wiązać ze zmianami podatkowymi wprowadzonymi z początkiem roku, tzw. „polski łąd”. Co ciekawe, wraz z wybuchem wojny w Ukrainie, nastąpiły obawy o odpływ pracowników z tego kraju, którzy mieli wracać bronić swojego państwa. Dane GUS za marzec nie potwierdzają by w sektorze budownictwa spadła liczba zatrudnionych – utrzymuje się na stabilnym poziomie oscylującym wokół 460 tys..

Średnia pensja brutto w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w 4Q 2021 r. 6194,7 zł, a więc wzrosła o 9,9% r/r. Od połowy ubiegłego roku obserwujemy znaczny wzrost inflacji, która w marcu stała się już inflacją galopującą, a w kwietniu 2022 r. sięgnęła 12,3% r/r – mimo tzw. „tarcz antyinflacyjnych”. W grudniu 2021 r. inflacja

wyniosła 8,6%, a więc realny wzrost wynagrodzeń był znacznie skromniejszy. Według ankiety makroekonomicznej NBP z marca 2022 r. wynagrodzenia mają wzrosnąć w 2022 r. o 9,0%, w 2023 r. o 7,2%, a w 2024 r. o 6,0%.

W ostatnim kwartale ubiegłego roku nie było charakterystycznego podbicia wskaźnika dostępności mieszkań (stosunek średniego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw do średniej ceny transakcyjnej 1 mkw. w sześciu największych miastach kraju). Zazwyczaj wzrost tego ilorazu wynika z wysokich odczytów danych o wynagrodzeniach w ostatnich miesiącach roku, które z kolei wynikają z czynników sezonowych – wypłat premii etc.. W minionym roku wzrost cen mieszkań był zdecydowanie silniejszy, przez co wskaźnik dostępności mieszkań wyniósł w 4Q 2021 r. 0,637 w porównaniu do 0,636 w 3Q 2021 r. i 0,665 rok wcześniej. Skala wzrostu q/q jest więc symboliczna i biorąc pod uwagę wzrosty cen materiałów, a więc i kosztów wytworzenia mieszkań, sugeruje spadek wskaźnika w kolejnych kwartałach. W dalszym ciągu nie są to jednak poziomy przesadnie niskie i naszym zdaniem nie uprawniają do stwierdzeń typu „bańka”. Należy zaznaczyć, że w szerszym kontekście czasowym dostępność mieszkań znajduje się na poziomach obserwowanych w latach 2012-2013 i wyraźnie powyżej historycznych minimów z lat 2007-2008.

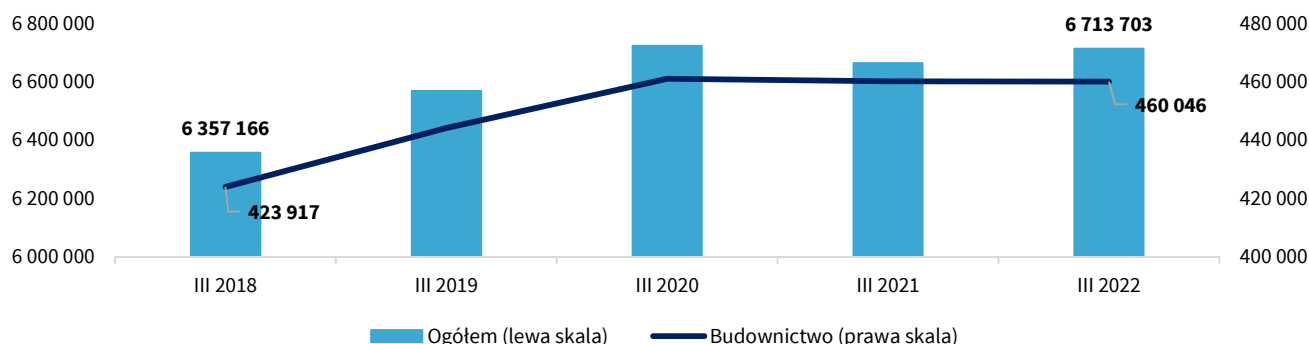
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2016 – 4Q 2021 (zł)



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

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie marzec 2018 – marzec 2022



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Sprzedaż lokali

Rekord, rosnące stopy procentowe i wojna...

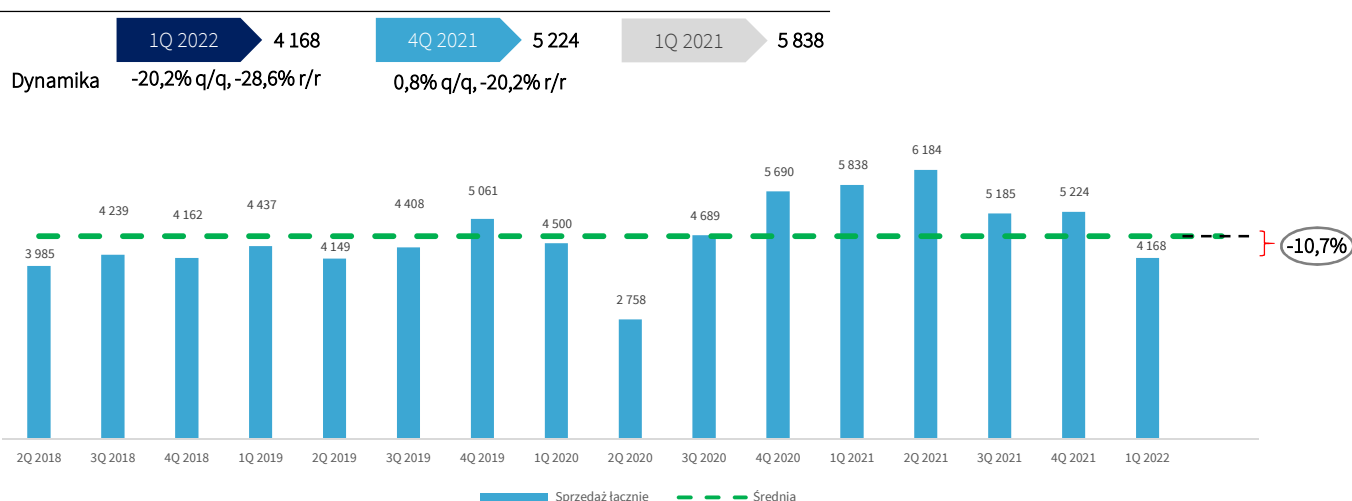
Grupa deweloperów, których ujmujemy w naszym zestawieniu sprzedała w 1Q 2021 r. 4 168 lokali, co stanowi spadek o 20,2% q/q i spadek o 28,6% r/r. Wyniki niewątpliwie są słabsze, lecz nie skłaniamy się ku obiegowej opinii sugerującej, że winne są tylko i wyłącznie rosnące stopy procentowe. To w naszej opinii tylko część prawdy, a sam wzrost stóp w naszym odczuciu będzie materializował się dopiero w kolejnych kwartałach. Natomiast niewątpliwie, systematycznie rosnące stopy procentowe, które w bieżącym roku mogą osiągnąć poziom 8,0% będą istotnie wpływały na możliwy do osiągnięcia wolumen w całym roku.

Gdy spojrzymy na wyniki deweloperów na przestrzeni kilkunastu poprzednich kwartałów, dojdziemy do wniosku, że branża zdołała znaleźć nabywców na zaledwie 10,7% mniej lokali niż średnia kwartałna z ostatnim kilku lat. Biorąc pod uwagę, że w trakcie kwartału wybuchła wojna w sąsiedniej Ukrainie, a według słów deweloperów, pierwsza reakcja klientów przypominała w pewien sposób zachowania sprzed dwóch lat, gdy nastąpił pierwszy „lockdown”, stoimy na stanowisku, że gdyby nie wojna wolumen byłby nieco lepszy. Zawahanie, o którym wspomnieliśmy było krótsze niż przed dwoma laty (2-4 tygodniowe vs prawie dwumiesięczne w 2020 r.), a spadek sprzedaży płytszy, to jednak to wystarczający czas by wpłynąć na wolumeny. Ponadto, o ile ostatni kwartał ubiegłego roku był zbliżony do średniej z ostatnich lat, o tyle wyniki w kwartałach 4Q 2020 – 2Q 2021 r. były rewelacyjne, co naturalnie tworzy efekt wysokiej bazy, który będziemy obserwować przede wszystkim w wynikach sprzedażowych za 2Q 2022 r.

Rynek cały czas pracował też na niższych poziomach oferty, która choć zaczęła nieznacznie podnosić się to nie została odbudowana do poziomów, które widzieliśmy jeszcze w 2020 r. W grupie obserwowanych przez nas spółek zwiększyła się do poziomu 10,8 tys. lokali wg. stanu na koniec 2021 r. vs 10,2 tys. na koniec 3Q 2021 r. i 11,8 tys. rok wcześniej. Według raportu JLL za 1Q 2022 r. obejmującego cały rynek w sześciu największych miastach oferta zwiększała się także w 1Q 2022 r., lecz także w dalszym ciągu była ok. 20,0% niższa niż w poprzednich latach. Uważamy, że w obecnej sytuacji niepewnego popytu i przede wszystkim znacznie niestabilności w zakresie cen wyprodukowania mieszkania, deweloperzy będą sterować podażą ograniczając liczbę wprowadzanych do realizacji projektów, tak by nie dopuścić do obniżek cen.

Łączna sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2018 – 1Q 2022 r.^{1,2}

Łączna sprzedaż lokali analizowanych deweloperów



¹Z wyłączeniem i2 Development. Deweloper do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikował poziomu sprzedaży w 1Q 2022 r.

²Dane Archicom obejmują tylko działalność w mieście Wrocław.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Sprzedaż lokali

Większość spółek na minusie

Na poziomie poszczególnych spółek tylko dwie spółki pokazały dodatnią dynamikę sprzedaży q/q, były nimi **Achicom** (+47,1% q/q i -0,6% r/r) oraz **Develia** (+43,2% q/q i +4,0% r/r). Obie spółki poprawiły sprzedaż dzięki dużej liczbie wprowadzeń. Warto zauważyć, że Develia jest jednocześnie bardzo optymistyczna jeśli chodzi o cel sprzedażowy na bieżący rok, zakładając 28-38% wzrost liczby sprzedanych lokali – głównie dzięki dużej liczbie rozpoczynanych projektów. Natomiast reszta spółek, w tym ścisła czołówka, która zdążyła w zeszłym roku przyzwyczaić do wolumenów przekraczających 1000 sprzedanych lokali kwartalnie, zanotowała spadek.

W gronie liderów znalazł się Dom Development, z kontrakcją na poziomie 758 lokali (-30,7% q/q). Jest to jednocześnie najgorszy kwartalny wynik od kilku lat. Zaraz za nim Atal ze sprzedażą na poziomie 754 lokali (-27,4% q/q). Deweloper zakłada sprzedaż na poziomie 3000-3500 lokali. Na trzecim miejscu Grupa Archicom-Echo, z wynikiem 704 lokale, a więc o 11,4% więcej wobec 4Q 2021 r..

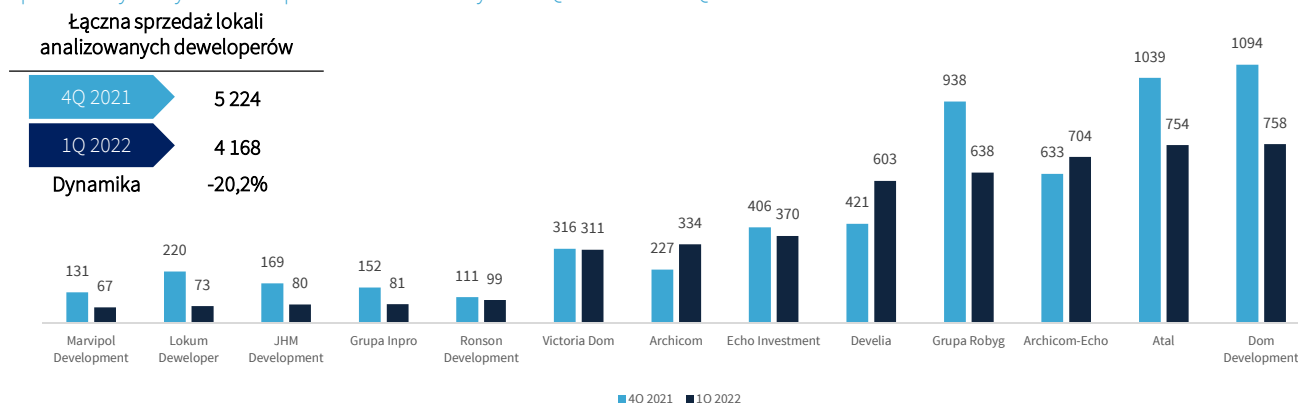
Po drugiej stronie zestawienia aż 5 spółek zanotowało wynik poniżej 100 lokali. W przypadku części z nich powodem był przede wszystkim niski poziom oferty. Dotyczy to zwłaszcza Marvipolu, który znalazł nabywców na 67 lokali (-48,9% q/q), Lokum Deweloper ze sprzedażą 73 lokale (-66,8% q/q) oraz Ronsona, który sprzedał 99 lokali (-10,8% q/q). Sytuację Marvipolu dobrze obrazuje kwestię wpływu oferty na wyniki sprzedaży: dobre rezultaty kontraktacji uzyskane w 2020 r. przełożyły się wybrakowane „menu” a wprowadzenia do oferty planowane na 2021 r. uległy przesunięciu. Innymi słowy nie do końca było co sprzedawać a kluczowe jest przekucie potencjału banku ziemi na ofertę. Wydaje się, że 2022 r. powinien przynieść

poprawę w tej kwestii ponieważ deweloper zakłada wprowadzania na poziomie 1 850 lokali.

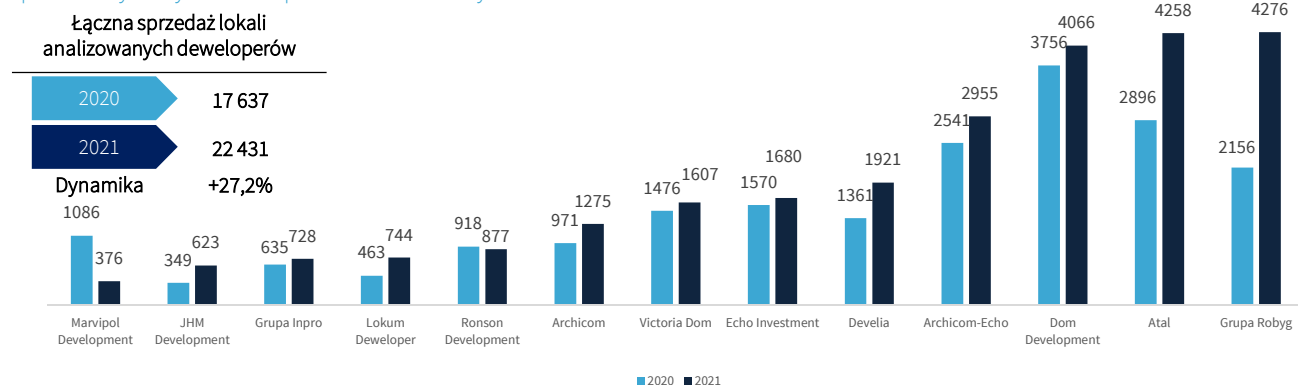
W związku z wyraźnie pogorszoną sytuacją rynkową, część deweloperów wstrzymała się z publikacją celów sprzedażowych na bieżący rok. Te podmioty, które to uczyniły przeważnie są ostrożne. Jedynie Develia jest wyraźnie optymistyczna, co jak pisaliśmy, wynika z planu dużej liczby nowych inwestycji. W dalszej kolejności jest Echo-Archicom, które motywuje swój pogląd sprzyjającą deweloperom sytuacją w dużych miastach. Warto też zwrócić uwagę na JHM, który na koniec 2021 r. dysponował ofertą na poziomie 1439 lokali. Plany w zakresie wprowadzeń nowych inwestycji tego dewelopera sugerują wysoki cel sprzedażowy. Z drugiej strony deweloper działa też w miastach średniej wielkości, które w naszej opinii są potencjalnie mocniej wrażliwe na zmianę koniunktury spowodowaną rosnącymi stopami procentowymi.

Deweloper	Cel w 2022 r.	Sprzedaż w 2021 r.	r/r
Archicom	bd./nie podano	1275	Nd.
Atal	3000-3500	4258	-18-30%
Develia	2450-2650	1921	+28-38%
Dom Development	nie podano	4066	Nd.
Echo Investment	3000 (wliczając Archicom)	2955	+2%
i2 Development	bd./nie podano	210	Nd.
Inpro	bd./nie podano	728	Nd.
JHM Development	nie podano	623	+61%
Lokum Deweloper	350-400	744	-46-53%
Mavipol Dev.	nie podano	376	Nd.
Robyg	2500	4276	-42%
Ronson	700	877	-20%
Victoria Dom	niedokończona r/r	1607	-0-13%
razem		23916	

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2021 r. oraz 1Q 2022 r. ¹



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



¹Z wyłączeniem i2 Development. Deweloper do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikował poziomu sprzedaży w 4Q 2021 r.

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

³Liczba zakontraktowanych lokali netto

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Przekazania lokali

Podsumowanie przekazania

Grupa deweloperów ujętych w naszym zestawieniu przekazała w pierwszym kwartale 2022 r. **3452** lokale vs **3862** rok wcześniej, a więc o 10,6% mniej r/r (dane nie obejmują Victorii Dom ze względu na brak danych śródrocznych). Tradycyjnie pierwszy kwartał roku nie obfituje w zbyt dużą liczbę finalizowanych inwestycji, co przekłada się na relatywnie niską liczbę przekazania. Ponadto, część przekazania to projekty kończone jeszcze w ubiegłym roku, w których deweloper np. otrzymał PNU w samej końcówce roku i zwyczajnie nie zdążył przekazać klientom wszystkich lokali.

Na pierwszym miejscu zestawienia znalazł się Dom Development, który może pochwalić się liczbą 1095 lokali przekazanych klientom (-19,9% r/r). Grupa co prawda pokazała blisko 20% spadek, lecz przekazania zależne są od harmonogramu inwestycji, a ten w okresie porównywalnym ułożył się tak, że spora liczba przekazywanych lokali uległa przesunięciu z 4Q 2020 r. na 1Q 2021 r. Tak czy inaczej, deweloper powinien pokazać mocne wyniki w 1Q 2022 r., jak również w całym roku, w którym planuje przekazać ok. 4000 lokali vs 3332 w 2021 r..

Na drugim miejscu zestawienia uplasował się Atal, z wynikiem 719 przekazanych lokali (-9,4% r/r). W całym ubiegłym roku deweloper przekazał klientom 3700 lokali, w obecnym celuje w niewiele mniejszą liczbę 3500 jednostek. Warto zauważyć, że w inwestycjach zakończonych w ubiegłym roku jeszcze 756 lokali

było nieprzekazana, z czego do sprzedaży pozostawało 224.

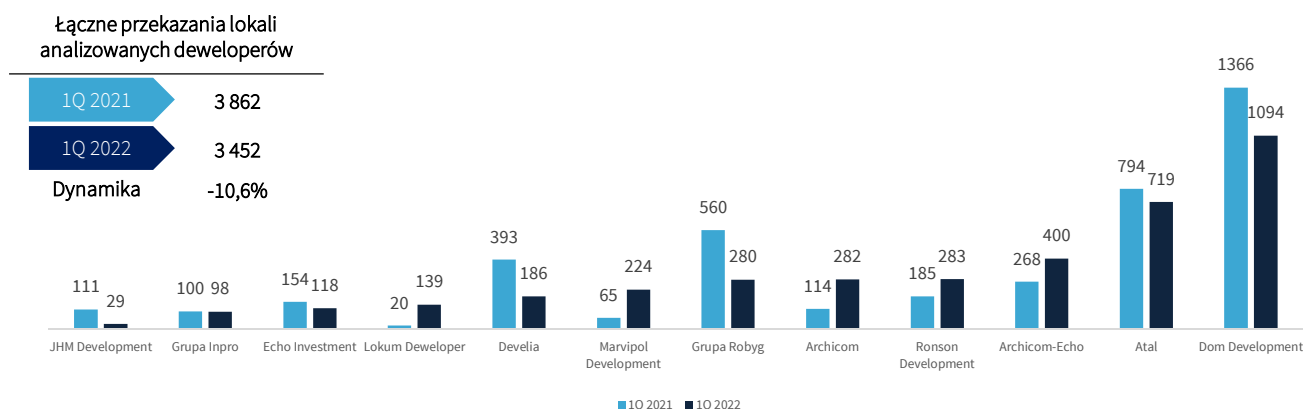
Jako trzecia uplasowała się Grupa Echo-Archicom. Obie spółki łącznie odnotowały przekazania na poziomie 400 jednostek, wobec 268 rok wcześniej.

Na uwagę zasługują także takie spółki jak Robyg, który posiada potencjał by przekazać w całym roku blisko 4000 lokali wobec 2940 lokali w 2021 r. Blisko 30% potencjał wzrostu wolumenu, w połączeniu z rosnącymi cenami stanowi świetną bazę do poprawy wyników oraz odbudowy wartości kapitału własnego dewelopera, który w 1Q 2022 r. wypłacił 550 mln zł dywidendy sprzedającym spółkę właścicielom.

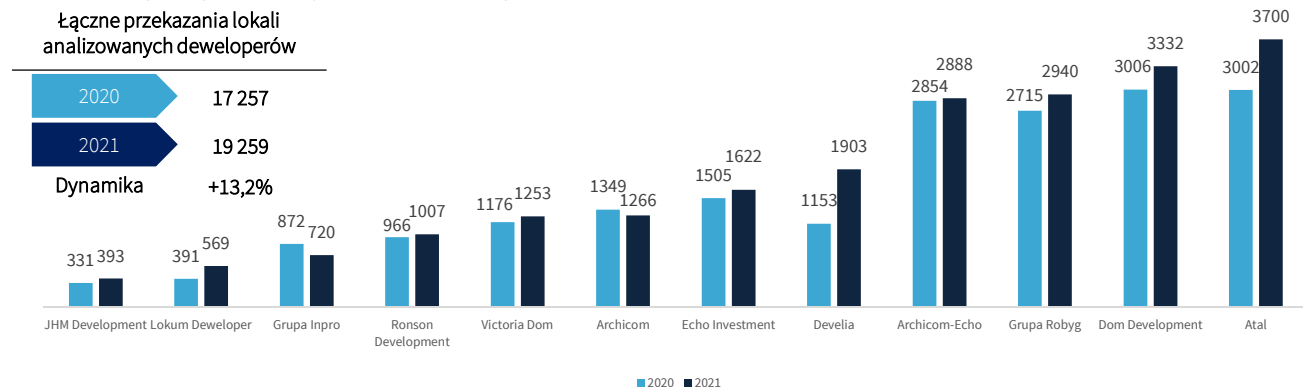
Ciekawa będzie też sytuacja Grupy Lokum Deweloper, która po słabych pod kątem inwestycji w realizacji, zaczęła w zeszłym roku wchodzić na wyższe, znane z lat 2017-2018 obroty. Spodziewamy się, że deweloper ma szansę zbliżyć się z liczbą przekazania do poziomu niewiele poniżej 1000 lokali, co w przypadku emitenta oznacza wzrost wolumenu o duże kilkadziesiąt procent. W połączeniu ze strategią dewelopera polegającą na bronienu przede wszystkim marży, spodziewamy się dosyć przyjemnych wyników finansowych.

Nieco gorsze wolumeny przekazania mogą w naszej opinii pokazać Marvipol – na skutek przesunięcia dwóch projektów realizowanych na rzecz funduszu Heimstaden, Ronson, który w 2020 r. na skutek wybuchu pandemii Covid rozpoczął małą liczbę projektów, a także Archicom, w którym również harmonogram nie przewiduje finalizacji dużej ilości wolumenów.

Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1Q 2021 r. oraz 1Q 2022 r. ¹



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



¹Z wyłączeniem i2 Development. Deweloper do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikowali poziomu przekazania w 4Q 2021 r. Dane kwartalne nie obejmują Victorii Dom ponieważ spółka nie publikuje śródrocznych danych w zakresie przekazania.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

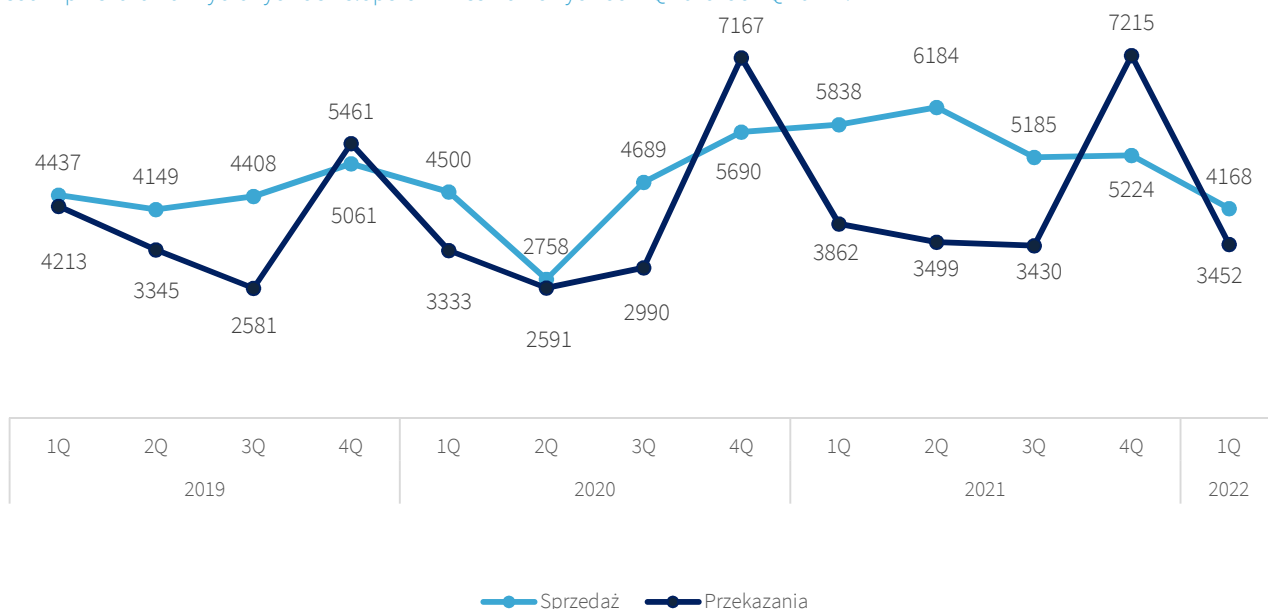
Dynamika rynku

Od 2Q 2021 r. rynek notował postępujący spadek sprzedaży, który miał swoje źródła w ograniczeniach podaży. Należy nadmienić, że od 4Q 2020 r. do 2Q 2021 r. obserwowane spółki notowały rekordowe wolumeny sprzedaży. W dalszym ciągu jednak, wyniki w 2H 2021 r. należy uznać za dobre, przy rosnących cenach oraz z niskiego poziomu oferty. Jednocześnie rozpoczął się proces dynamicznych podwyżek stóp

procentowych, który w naszej opinii zaczął wpływać na sprzedaż dopiero w obecnym roku i jego pełny efekt nie został jeszcze uwidocznił w danych.

Dobre wyniki sprzedażowe odnotowane w okresie 4Q 2020 r. – 4Q 2021 r. przełoży się na wzrost liczby przekazania w 2022 r.

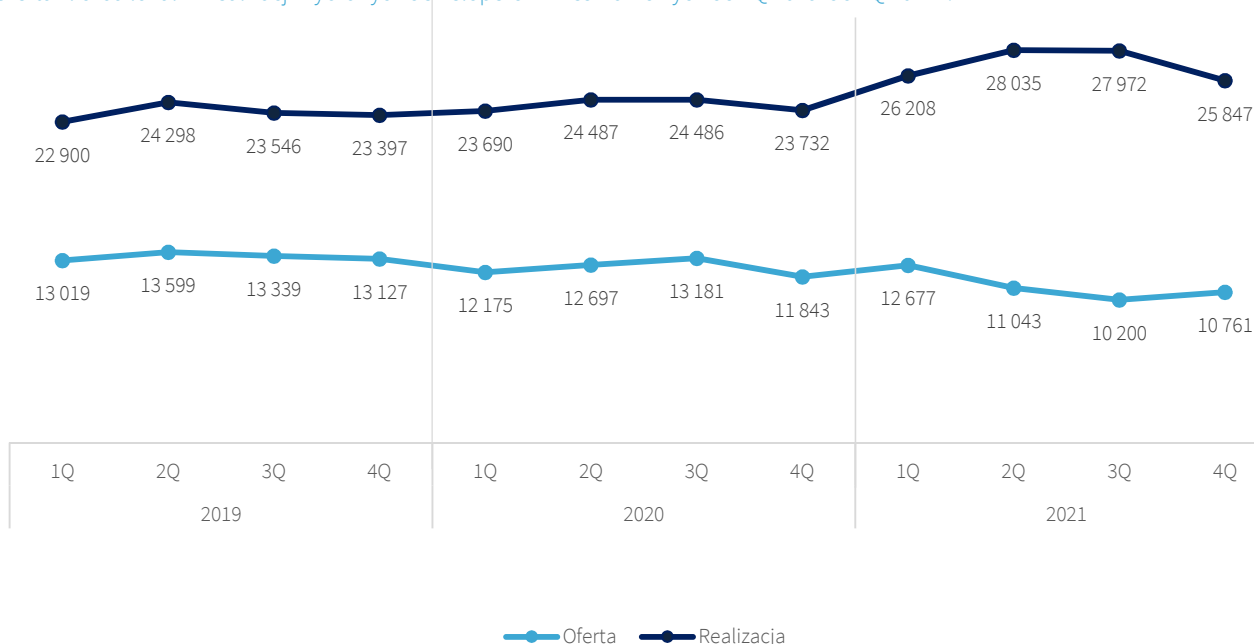
Sprzedaż i przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 4Q 2021 r. ^{1,2}



Na podstawie dostępnych danych dotyczących lokali w realizacji oraz oferty (nie wszystkie spółki je publikują) w trakcie ostatniego kwartału ubiegłego roku zaobserwowaliśmy wzrost liczby lokali w sprzedaży. W dalszym ciągu oferta jest zauważalnie niższa niż w latach 2019-2020. Współczynnik *oferta-realizacja* wyniósł na

koniec 2021 r. 41,6%, w porównaniu do 36,5% na koniec 3Q 2021 r. i 49,9% w analogicznym okresie ubiegłego roku. Wzrost wskaźnika wynika przede wszystkim ze spadku liczby lokali w realizacji – w ostatnim kwartale roku zazwyczaj kumulują się finalizacje inwestycji, a tym samym przekazania.

Oferta i liczba lokali w realizacji wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 4Q 2021 r. ^{3,4}



^{1,2} Z wyłączeniem i2 Development. Deweloper do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikował poziomu sprzedaży w 1Q 2022 r.

² Dane Archicom obejmują tylko działalność w mieście Wrocław.

³ Dane obejmują następujące podmioty: Atal, Develia, Robyg, Ronson, Lokum, Dom Development oraz Marvipol.

⁴ Mimo najlepszej staranności, dane mogą nie być w pełni dokładne z uwagi na różną politykę deweloperów w zakresie wprowadzania projektów do oferty, tzn. wprowadzenie projektu do realizacji nie musi oznaczać jednoczesnego wprowadzenia projektu do oferty.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

Zdelewarowany przed spowolnieniem

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

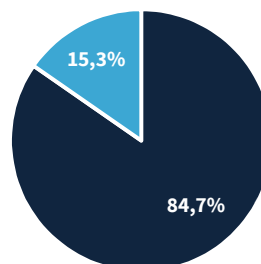
Dług netto podmiotów uwzględnionych w niniejszej analizie spadł na koniec 4Q 2021 r. do poziomu 1,70 mld zł vs 1,89 mld zł kwartał wcześniej i 2,15 mld zł rok wcześniej. Kolejny kwartał z rzędu obserwowaliśmy więc redukcję zadłużenia netto, a także rosnące stany środków pieniężnych. To efekt rekordowej sprzedaży w zeszłym roku, a tym samym szerokiego strumienia pieniędzy płynących od klientów tytułem wpłat na lokale. Spółki co do zasady dalej mają więcej lokali w realizacji oraz mniejsze oferty, co oznacza niższe potrzeby gotówkowe. Potwierdza to analiza składowych zadłużenia, czyli coś na co zwracaliśmy uwagę przy poprzedniej edycji raportu.

Co do zasady, sektor jest wyraźnie zdelewarowany i przygotowany na spodziewane spowolnienie wynikające z gwałtownie rosnących stóp procentowych. Skumulowany wskaźnik długu netto względem kapitałów własnych wyniósł na koniec roku 20,5% vs 24,5% kwartał wcześniej i 28,9% rok wcześniej. Jeszcze wyraźniejsza jest różnica w porównaniu np. z latami 2018-2019, gdy wskaźnik w niektórych kwartałach przekraczał poziom 40,0%. Ogólna poprawa sytuacji finansowej wynika z nagromadzenia przez kilka lat dobrej koniunktury kapitału własnego. Jednocześnie wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 60,5% vs 61,8% kwartał wcześniej i 59,1% rok wcześniej. Są to poziomy porównywalne też z latami 2018-2019. Deweloperzy budują obecnie w znacznym stopniu z wpłat klientów dlatego też wskaźnik ogólnego zadłużenia jest co do zasady na porównywalnych poziomach.

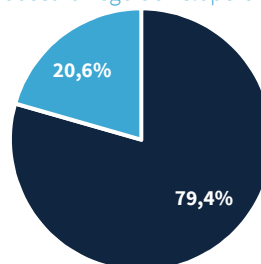
Komfortowa sytuacja nie będzie jednak trwała wiecznie. Oczekiwane spowolnienie sprzedaży negatywnie odbije się na przepływach od klientów, lecz w naszej opinii będzie to odczuwalne za kilka kwartałów, gdy realizowane i wyprzedane projekty z 2021 r. będą finalizowane. Do tego czasu deweloperzy mają znaczną swobodę by dostosować struktury finansowania

poprzez redukcję zadłużenia. Warto zauważyć, że ostatni rok w wielu przypadkach przeznaczony był istotnymi nakładami na rozbudowę banków ziemi, co konsumowało środki. Mimo to, sytuacja finansowa uległa poprawie. Nowe zakupy gruntów już zostały istotnie ograniczone – obecnie obserwujemy zdecydowanie mniej raportów dotyczących zakupów gruntów. Podobnie sprawa ma się ze startami nowych inwestycji – dane sugerują, że deweloperzy przynajmniej wstrzymali się z rozpoczynaniem części nowych projektów. Nie wyczerpuje to jednak narzędzi w rękach deweloperów by zmierzyć się z istotnie pogorszonym otoczeniem. W dalszej kolejności możliwe jest szersze wykorzystanie kredytów deweloperskich.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2021 r. ^{1,4}

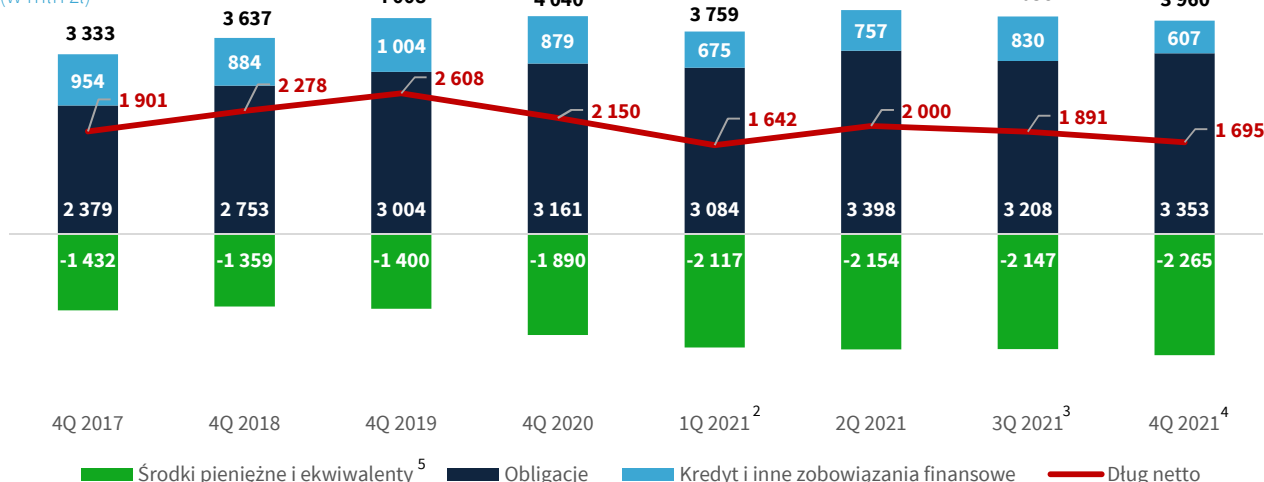


Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.09.2021 r. ^{1,3}



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan środków pieniężnych, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2017 – 4Q 2021 (w mln zł) ¹



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

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

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

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

⁵ Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

Poprawa standingu w większości spółek

Sytuację finansową konkretnych spółek z sektora niezmiennie oceniamy co do zasady jako dobrą (w tej sekcji nie uwzględniamy Echo). W styczniu opisywaliśmy pogarszające się otoczenie gospodarcze, z którym będą musieli zmierzyć się deweloperzy. W lutym wybuchła wojna w Ukrainie, w rezultacie której gospodarka krajowa, jak i europejska zaczęła doświadczać szoku. W rezultacie, pogarszające się perspektywy osłabiły się jeszcze bardziej. Przede wszystkim nastąpił:

- I. wzrost cen surowców/materiałów, niekiedy brak dostępności niektórych.
- II. Odpływ pracowników z Ukrainy, którzy wrócili do Ukrainy bronić kraju. Czynnikiem okazał się mniej groźny niż początkowo się wydawało.
- III. Szybujące ceny podbiły odczyty inflacyjne (12,3% za kwiecień 2022 r.), co prawdopodobnie nie jest szczytem. Co więcej, spadek odczytów nie jest kwestią kilku miesięcy.
- IV. W efekcie musiała zareagować RPP przyspieszając tempo podwyżek stóp procentowych. Trzy ostatnie podwyżki wyniosły kolejno 75, 100 i 75 pb., a stopa procentowa sięgnęła 5,25%. Według przewidywań to nie jest koniec cyklu. Obecne prognozy ekonomistów wskazują na poziom 6,5%, choć są też prognozy wskazujące na istotnie wyższy poziom, nawet powyżej 8,0%. Na chwilę obecną 3-miesięczny WIBOR będący podstawą do wyliczania oprocentowania większości kredytów hipotecznych opartych o zmienną stopę przekroczył już poziom 6,0%, a kontrakty FRA, które w jakimś stopniu mogą być wyznacznikiem przyszłego poziomu WIBOR'u wynoszą 7,5-8,0%. Rosnące stopy procentowe wraz z nową rekomendacją KNF w zakresie kredytów hipotecznych drastycznie ograniczyły zdolność kredytową klientów.

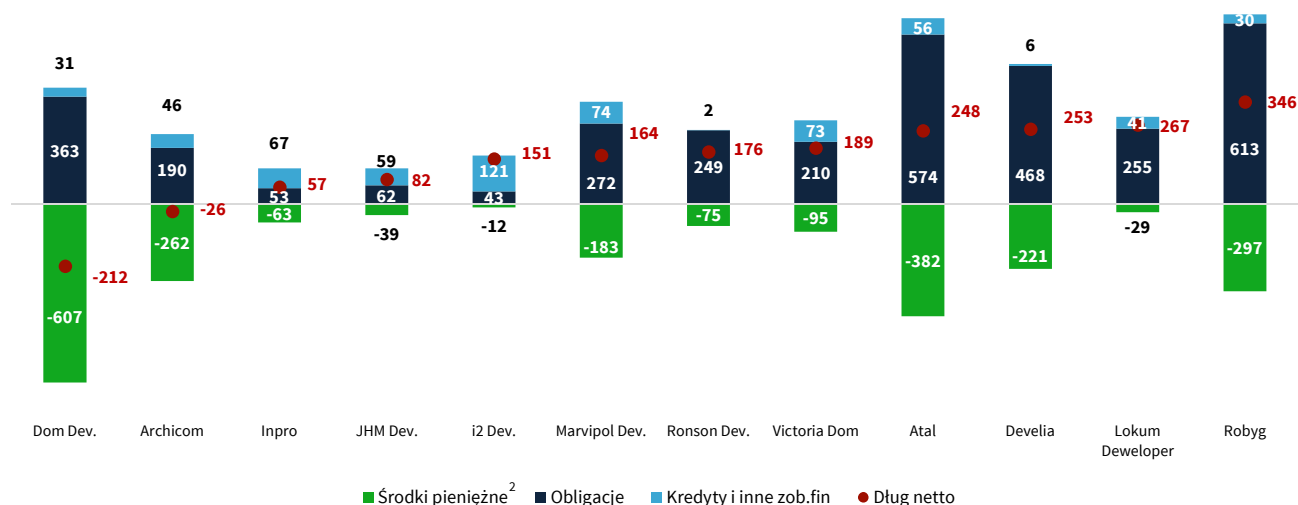
Podobnie jak w styczniu, tak i teraz podtrzymujemy nasze stanowisko, w którym wyrażamy pozytywny pogląd dotyczący obecnej sytuacji finansowej większości deweloperów zawartych w niniejszym raporcie. Większość z nich posiada bardzo mocne, zbudowane w ciągu kilku ostatnich lat hossa bilanse, które

dodatkowo jeszcze w obecnym roku będą wspierane wysokimi poziomami wpływów od klientów z tytułu podpisanych w minionym roku umów deweloperskich. Na znacznie pogarszające się otoczenie deweloperzy już zareagowali. Obserwujemy znacznie mniej raportów dotyczących akwizycji nowych gruntów. Należy domniemywać, że zjawisko jest dosyć szerokie. Niektóre podmioty opóźniły start części projektów, a duża część z nich zakłada sprzedaż niższą niż w 2021 r.. Należy więc domniemywać, że w obecnym roku zobaczymy zauważalnie mniejszą liczbę rozpoczynanych projektów, co pozwoli z kolei zmniejszyć presję na bieżące przepływy pieniężne. Spodziewamy się też, że segment PRS będzie jeszcze bardziej zauważalny w bieżącym roku, co stanowi dodatkowe źródło popytu w sytuacji zmniejszonego popytu ze strony klientów detalicznych. Uważamy też, że deweloperzy będą co do zasady zmniejszać poziom zadłużenia, ze względu na oczekiwaną niższą sprzedaż, a także mogą ograniczyć wypłaty dywidend. Na chwilę obecną Dom Development wstrzymał się z rekomendacją w zakresie podziału zysku motywując decyzję chęcią rzetelniejszej oceny nowego otoczenia rynkowego.

Tradycyjnie, najlepszą sytuacją finansową mógł pochwalić się Dom Development, którego dług netto czwarty już kwartał z rzędu przyjął ujemną wartość (-212,3 mln zł). Z kolei po drugiej stronie zestawienia znalazł się Robyg, z długiem netto na poziomie 345,8 mln zł. „Awans” Robygu wynika przede wszystkim z imponującego delewarowania Atalu, który przez dłuższy czas pokazywał najwyższy dług netto w naszym zestawieniu.

Z środka zestawienia zwrócilibyśmy uwagę na Lokum Deweloper, który spadł o dwa miejsca wobec 3Q 2021 r., pokazując jednocześnie zaledwie 28,5 mln zł środków pieniężnych. Pogorszenie jest tymczasowe, co opisujemy w sekcji dotyczącej spółek. Drugą spółką, na którą chcielibyśmy zwrócić uwagę jest Robyg, w którym doszło do zmian właścicielskich. Jednocześnie przed transakcją doszło do wypłaty 550 mln zł dywidendy, co wyraźnie podniosło dług netto dewelopera. Z kolei nasz niepokój budzi cały czas i2 Development, utrzymujące dług netto na poziomie ok. 150 mln zł, prowadząc przy tym ograniczoną liczbę inwestycji i rozpoznając wysokie zyski tytułem przeszacowań.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 4Q 2021 r. (w mln zł)¹



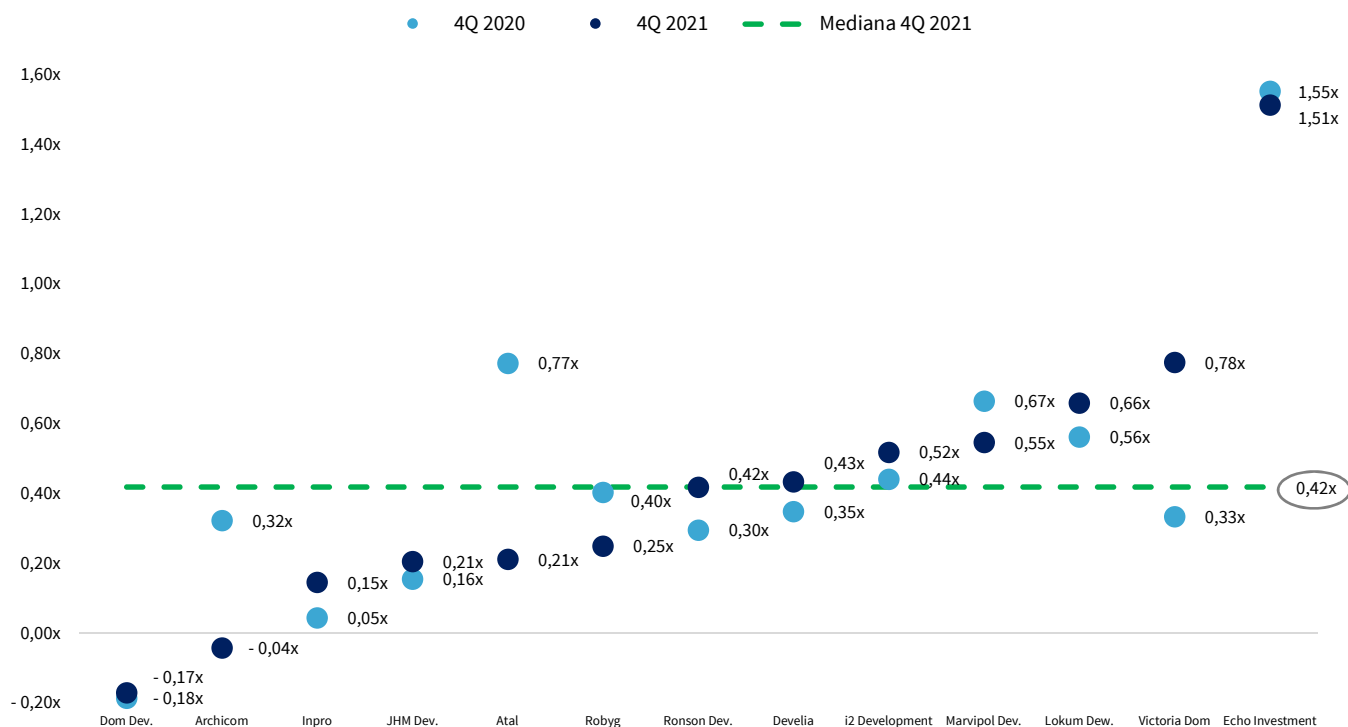
¹ W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe. Ponadto nie uwzględniono Echo Investment z powodu niedostatecznie szczegółowych danych finansowych dot. segmentu mieszkaniowego.

² Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

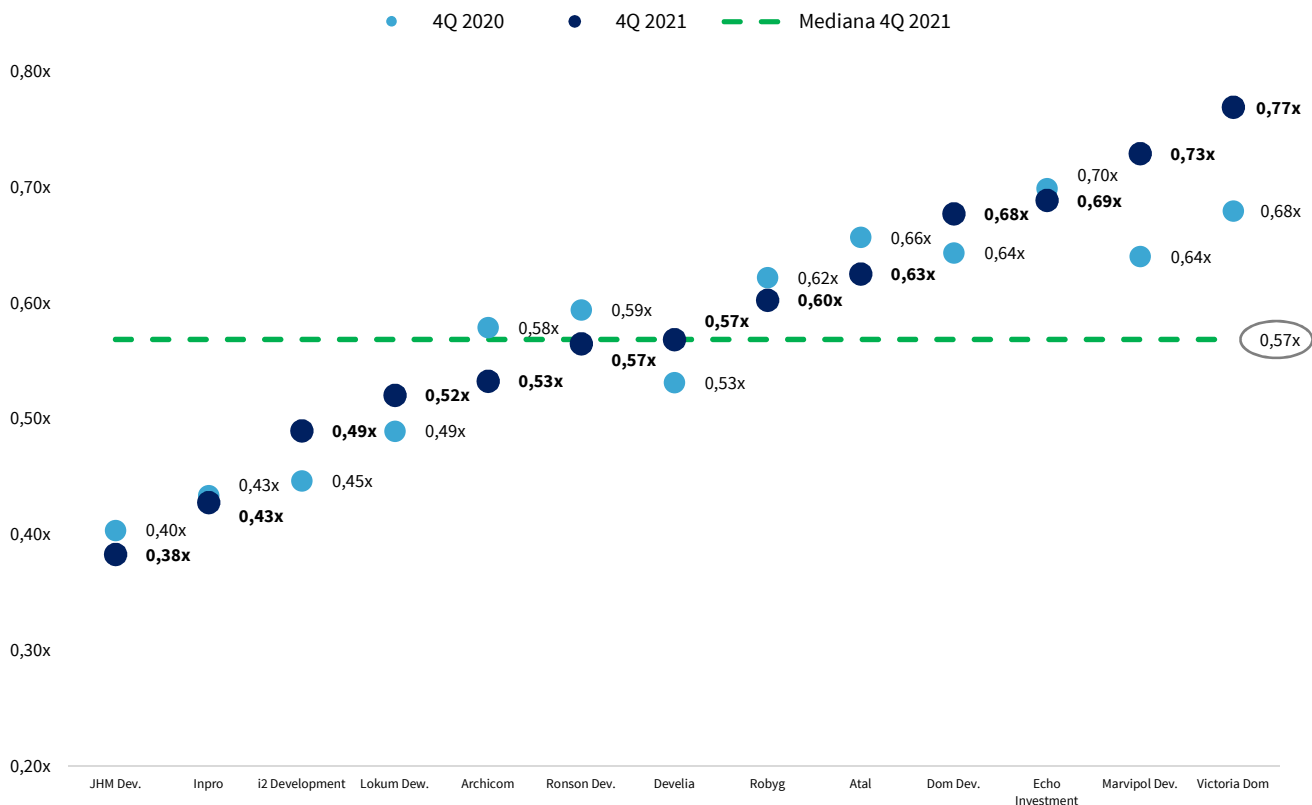
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza wskaźników zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2020 r. oraz 4Q 2021 r. ^{1,2}



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2020 r. oraz 4Q 2021 r. ¹



¹ W przypadku Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe.

² W przypadku Echo Investment nie wydzielono segmentu mieszkaniowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Prawdopodobnie stracony rok

W styczniu opisywaliśmy pogarszanie się otoczenia, z którym muszą mierzyć się deweloperzy, a także inne podmioty chcące zaistnieć na rynku obligacji korporacyjnych. Wyraziliśmy też pogląd, że rynek pierwotny obligacji może odżyć pod warunkiem co najmniej ustabilizowania się sytuacji. Nastąpiło jednak coś dokładnie przeciwnego. Na skutek konsekwencji wojny w Ukrainie, sytuacja uległa dalszemu, dynamicznemu pogorszeniu. Inflacja podskoczyła do poziomu 12,3% w kwietniu, rentowności obligacji dziesięcioletnich wzrosły do poziomu 6,778% vs ~4,0% w styczniu (a więc spadły wyceny), aktywa funduszy identyfikowanych przez nas jako aktywne na rynku obligacji korporacyjnych pogłębiły spadki aktywów. Tylko w 1Q 2022 r. zmniejszyły się o kwotę ok. 8,5 mld zł, do poziomu 42,6 mld zł wg. stanu na koniec marca 2022 r. (w samym marcu 2022 r. aktywa spadły o 5,9 mld zł). Seria spadkowa trwa już 7 miesięcy, w trakcie których aktywa spadły o 15,5 mld zł (-26,7% od szczytu w sierpniu 2021 r.). Obecne poziomy aktywów są już niższe niż w trakcie pierwszego „lockdown’u” w kwietniu 2020 r. (44,3 mld zł). Biorąc pod uwagę dalsze przeceny na rynku obligacji skarbowych nie jest powiedziane, że to już koniec.

Od początku roku do chwili obecnej, podmioty obecne w naszej analizie zdołały pozyskać 286,0 mln zł, w sześciu emisjach. Wynik jednak tylko pozornie jest zadowalający. Wszystkie z przeprowadzonych od początku roku emisji odbyły się w 1Q 2022 r. oraz były kierowane do klienta detalicznego, z wyjątkiem Archicomu (110,0 mln zł), który jest w naszej ocenie bardzo pozytywnym wyjątkiem tym większym, że do emisji doszło już po wybuchu wojny w Ukrainie. Naszym zdaniem Archicomowi niewątpliwie pomogła jego sytuacja finansowa, z nadwyżką gotówki nad zobowiązaniami finansowymi. Nie byłibyśmy też zdziwieni, gdyby pełniący rolę oferującego mBank objął część emisji. Trzy emisje (Echo 50,0 mln zł, Marvipol 50,0 mln zł oraz 20,0 mln zł) odbyły się jeszcze przed rozpoczęciem działań wojennych w sąsiedniej Ukrainie. Druga w tym roku emisja Echo, również na 50,0 mln zł, przez większość czasu trwała już w trakcie działań wojennych i obrazuje pogorszenie się sentymentu także wśród klientów detalicznych. W pierwszej z nich, prowadzonej w styczniu, zapisy sięgnęły 233,3 mln zł, w drugiej 68,7 mln zł.

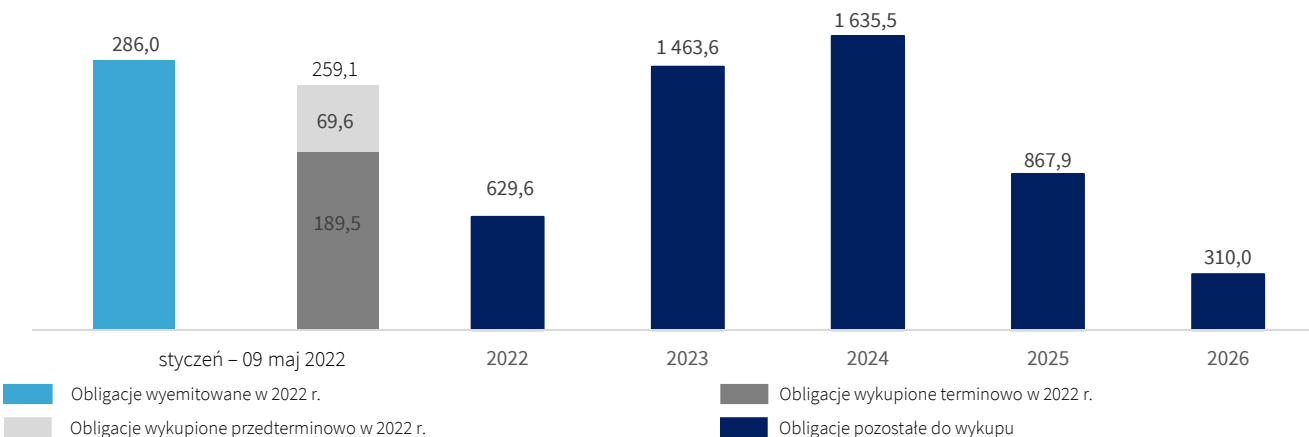
Pod koniec kwietnia z kolejną emisją do inwestorów detalicznych ruszyło ponownie Echo (zapisy kończą się 11 maja). Zasadniczo, trwająca jeszcze emisja ma analogiczne warunki jak dwie poprzednie, poza obniżoną kwotą, o którą stara się emitent (40,0 mln zł vs po 50,0 mln zł w dwóch poprzednich). Tego jakie będą efekty tej emisji dowiemy się niebawem. Ponadto poznamy sentyment jaki obecnie mają inwestorzy detaliczni. W naszej opinii nie należy jednak spodziewać się popytu takiego, jak w przypadku emisji przeprowadzonej w styczniu. W przypadku inwestorów instytucjonalnych należy przyjąć, że rynek w dalszym

ciągu jest zamknięty. W naszej opinii, na skutek wydłużenia się okresu wzrostu odczytów inflacyjnych, a co za tym idzie wzrostu stóp procentowych i spadku wycen obligacji skarbowych, nie należy spodziewać się w obecnym roku zauważalnej aktywności inwestorów instytucjonalnych. Jesteśmy zdania, że w tej grupie inwestorów emisji będzie w obecnym roku mało i będą to raczej rolowania, być może częściowe, w wąskiej grupie emitentów.

Deweloperom sprzyja bardzo dobra bieżąca sytuacja finansowa i niskie kwoty, które zobowiązani są wykupić w obecnym roku. Do wykupu pozostało zaledwie 629,6 mln zł, co biorąc pod uwagę moment cyklu inwestycyjnego nie postrzegamy jako wartość wymagającą. Od początku roku do chwili obecnej, deweloperzy wykupili 259,1 mln zł, z czego 69,6 mln zł to przedterminowe wykupy (Atal 50,6 mln zł i Develia 19,0 mln zł). Również w pierwszej połowie przyszłego roku, uwzględniając także rozkład zapadających emisji u poszczególnych emitentów, nie spodziewamy się by kwoty były wymagające. Sądzymy, że trudniejsze środowisko zacznie się dopiero w 2H 2023 r. mimo, że w 1H 2023 r. do wykupu pozostaje kwota 908,6 mln zł vs 554,9 mln zł w 2H 2023 r.. W kwocie 908,6 mln zł znajduje się jednak 149,0 mln zł w Atalu, które jest długiem objętym przez akcjonariusza dominującego oraz 300,0 mln zł w obligacjach Grupy Robyg, która stała się częścią zdecydowanie większego podmiotu posiadającego szersze możliwości pozyskiwania środków finansowych poza granicami Polski. W całym 2023 r. do wykupu pozostają papiery o wartości 1463,9 mln zł, a w 2024 r. wymagające 1635,5 mln zł.

Rok 2024 będzie też rokiem, w którym przeważająca część emitentów będzie miała do wykupu znaczne kwoty obligacji. Trudno na chwilę obecną prognozować kondycję funduszy inwestycyjnych w perspektywie 2 lat. Natomiast stan na dzisiaj jest znany i jest to obraz istotnie gorszy. Co do zasady, środki z których *de facto* te obligacje byłyby spłacane, pochodzą z projektów, których realizacja rozpoczynałaby się w obecnym roku, jednak na wyższych cenach z uwagi na wzrost kosztów. Na dzień dzisiejszy widzimy, że wolumeny sprzedaży w kolejnych kwartałach będą istotnie niższe, a tym samym przepływy z nowych projektów będą istotnie słabsze. Tak więc naszym zdaniem będziemy obserwować mniejszą liczbę rozpoczynanych projektów, co wpłynie też na potencjalny cash flow w przyszłych okresach. Wpisując zarysowaną sytuację w szerszy obraz sądzymy, że deweloperzy z istotnym wyprzedzeniem będą przygotowywać się do intensywnego 2024 roku, w którym konkurencja o kapitał może być podwyższona. Nie wykluczamy działań zmierzających do delewarowania, także za pomocą przedterminowych wykupów zwłaszcza, że w obecnym roku sytuacja dalej powinna być komfortowa, dzięki przepływowi z dużej liczby lokali sprzedanych w ubiegłym roku.

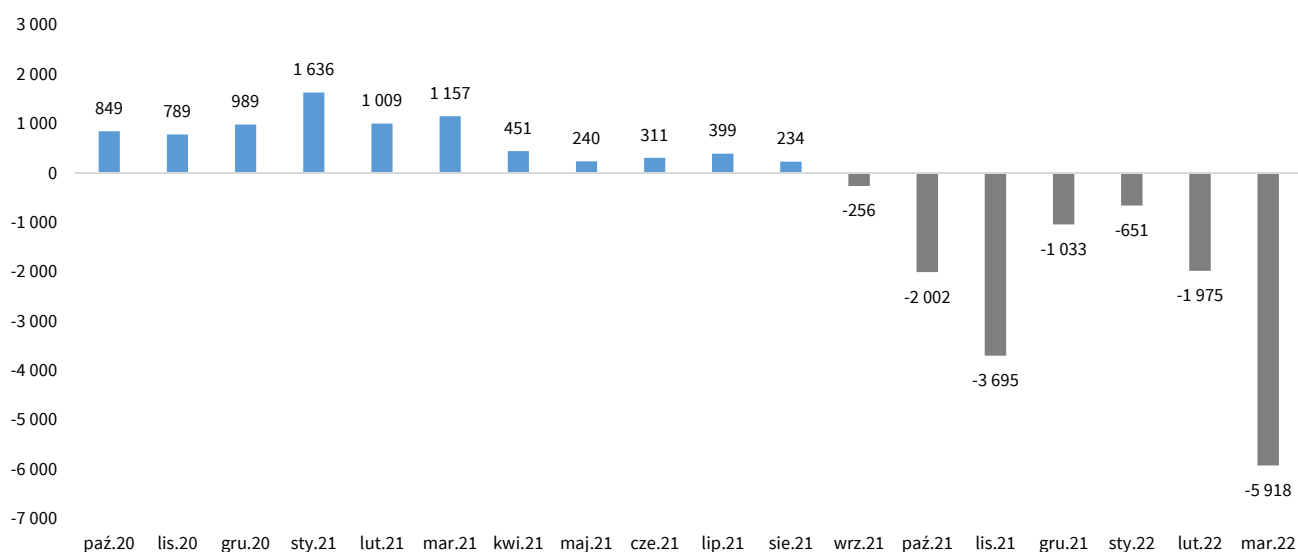
Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2022 – 2026 (w mln PLN) według stanu na dzień 09.05.2022 r.



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

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Zmiana aktywów funduszy aktywnych na rynku obligacji korporacyjnych (mln zł)¹



¹ Wylczenie na podstawie danych grupy 72 subfunduszy.

Źródło: Dom Maklerski Navigator, na podstawie danych IZFA

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2022 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln PLN)	Seria	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Echo Investment	24 sty 2022	50,0	K	3,0	WIBOR 6M + 4,00%	Nie
Marvipol Dev.	03 lut 2022	50,0	P2021A	3,5	WIBOR 6M + 4,50%	Nie
Marvipol Dev.	22 lut 2022	20,0	P2021B	3,5	WIBOR 6M + 4,50%	Nie
Echo Investment	09 mar 2022	50,0	L	4,0	WIBOR 6M + 4,00%	Nie
I2 Development	14 mar 2022	6,0	O	3,0	5,80%	Tak
Archicom	16 mar 2022	110,0	M6/2022	2,0	WIBOR 3M + marża	Nie
1Q 2022		286,0				
2Q 2021		0,0				
razem		286,0				

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

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2022 – 2026 (w mln PLN) według stanu na dzień 9.05.2022 r.

Deweloper	Emisje 2021-2Q 2022			Wykupy 2021-2Q 2022			Wykupy w okresie 2022 - 2026					Suma do wykupu
	2021	1Q 2022	1.4-10.5 2022	2021	1Q 2022	1.4-10.5 2022	2022	2023	2024	2025	2026	
Echo Investment	555,0	100,0	0,0	468,6	0,0	31,4	250,0	180,3	620,6	417,0	50,0	1 517,9
Robyg	150,0	0,0	0,0	45,3	0,0	0,0	0,0	360,0	100,0	0,0	150,0	610,0
Atal	240,0	0,0	0,0	368,0	0,0	50,6	149,4	389,0	0,0	0,0	0,0	538,4 ¹
Develia	250,0	0,0	0,0	166,5	18,5	19,0	51,0	130,0	250,0	0,0	0,0	431,0
Dom Development	110,0	0,0	0,0	110,0	0,0	0,0	50,0	50,0	50,0	100,0	110,0	360,0
Marvipol	116,0	70,0	0,0	66,4	11,1	0,0	43,2	47,6	172,3	70,0	0,0	333,1
Victoria Dom	170,0	0,0	0,0	36,1	0,0	0,0	36,0	84,6	100,0	80,0	0,0	300,6
Lokum Deweloper	150,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	100,0	100,0	50,0	0,0	250,0
Archicom	0,0	110,0	0,0	44,3	78,5	0,0	50,0	60,0	110,0	0,0	0,0	220,0
Ronson Europe N.V.	100,0	0,0	0,0	80,2	0,0	50,0	0,0	40,0	100,0	60,0	0,0	200,0
JHM Development	50,0	0,0	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0	12,1	5,0	45,0	0,0	62,1
I2 Development	32,4	6,0	0,0	43,0	0,0	0,0	0,0	10,0	27,5	10,9	0,0	48,5
Inpro	35,0	0,0	0,0	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	35,0	0,0	35,0
Razem	1 958,4	286,0	0,0	1 554,7	108,1	151,0	629,6	1 463,6	1 635,5	867,9	310,0	4 906,6

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

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

Informacje ze spółtek

ARCHICOM

- Przypominamy, że w 1H 2021 r. deweloper stał się celem przejęcia przez Echo Investment. Powyższe miało też implikacje natury raportowej, w postaci dostosowania standardów do stosowanych przez nowego właściciela, jak też wyłączeniu działalności prowadzonej przez zbytą spółkę zależną – Archicom Polska. W związku z powyższymi zmianami uległy dane dot. sprzedaży, przekazania oraz oferty.
- W 1Q 2022 r. Archicom znalazł nabywców na 334 lokale, w porównaniu do 227 kwartał wcześniej i 336 rok wcześniej. Spadek r/r jest w zasadzie pomijalny. By zrozumieć powody satysfakcjonującej sprzedaży, mimo istotnie pogarszającego się otoczenia, należy zerknąć jak wyglądało uzupełnienie oferty u dewelopera w ostatnich miesiącach.
- Ta ostatnia rzeczywiście jak na Archicom była od 2Q 2021 r. na względnie niskim poziomie – wahała się w przedziale 600-700 jednostek (682 na koniec roku) wobec nawet 1700 dwa lata temu. W tym aspekcie deweloper zaczął nadrabiać: w 4Q 2021 r. do oferty wprowadzono 304 jednostki, a w 1Q 2022 r. ok. 500. Sprzedaż deweloperska ma zasadniczo dwa wektory: sytuacja rynkowa oraz wielkość oferty. Wiedząc więc, że w ramach projektu deweloperskiego w segmentach poza-luksusowych sprzedaż jest wysoka w momencie startu sprzedaży, wyjaśnienie wydaje się logiczne.
- Liczba przekazanych lokali w pierwszym kwartale wyniosła 282 jednostki wobec 721 kwartał wcześniej i 114 rok wcześniej.
- Na koniec roku sytuacja finansowa Archicomu nieznacznie pogorszyła się względem 3Q 2021 r., na co wpływ miał zakup gruntu w Warszawie (65,1 mln zł netto) oraz wypłata dywidendy (31,8 mln zł). W dalszym ciągu jednak standing spółki był bardzo dobry, a deweloper mógł się pochwalić ujemnym długiem netto w kwocie 26,2 mln zł (vs -81,8 mln zł na koniec 3Q 2021 r.).
- W lutym 2022 r., zgodnie z terminem deweloper wykupił obligacje serii M5/2020 w kwocie 78,5 mln zł. 17 marca poinformował o emisji obligacji serii M6/2022 o wartości 110 mln zł, z 2-letnim tenorem oraz oprocentowaniem opartym o stawkę W3M + marża, która do chwili obecnej nie została ujawniona. Biorąc pod uwagę czas przeprowadzenia emisji, można uznać ją za sukces, czemu niewątpliwie sprzyja bardzo dobra sytuacja finansowa spółki.

ATAL

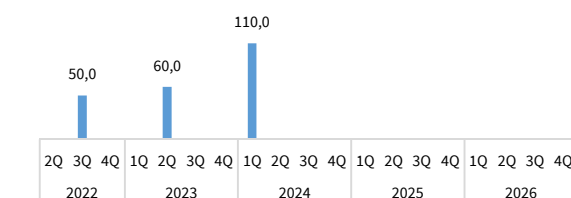
- W pierwszym kwartale br. sprzedaż Atalu wyniosła 754 lokale vs 1039 kwartał wcześniej (-27,4% q/q) i 842 rok wcześniej (-10,5% r/r). Deweloper jako jeden z niewielu odniósł się do potencjału sprzedaży w obecnym roku, który szacuje na 3000 – 3500 jednostek, a więc o 18-30% mniej niż w ubiegłym roku. Spadek nie powinien być znaczny gdy uwzględnimy fakt, że zeszły rok był rekordowy oraz nastąpił powrót do poziomów realizowanych np. w 2019 roku.
- Poziom oferty na koniec 2021 r. wyniósł 3104 jednostki vs 3549 kwartał wcześniej (-12,5% q/q) i 4083 rok wcześniej (-24,0% r/r). Deweloper planuje utrzymywać ofertę na poziomie ok. 3500 jednostek, a więc o ok. 15% mniej niż w ostatnich kilku latach.
- Pod kątem przekazania, w 1Q 2022 r. Atal uzna w wynikach 719 lokali wobec 794 rok wcześniej. W całym roku Emitent planuje przekazania na poziomie ok. 3500 lokali, a więc o ok. 5% mniej r/r. Biorąc pod uwagę wzrost cen, przychody dewelopera w całym 2022 r. mogą być nieco wyższe niż w 2021 r..
- Czwarty kwartał 2021 r. ponownie przyniósł poprawę marży brutto ze sprzedaży, która wyniosła 29,6% (+2,5 p.p. q/q), a w całym roku sięgnęła 27,0% (+6,7 p.p. r/r). Cel zarządu pozostaje niezmienny i jest nim poziom 25%. Osiągnięty w zeszłym roku wynik jest już oczywiście historią, a rynek żyje gwałtownymi wzrostami cen materiałów, które mogą wpłynąć na poziomy marż w przyszłych kwartałach. Sądzymy jednak, że wynik w 2022 r. w dalszym ciągu powinien być dobry, z uwagi na zaawansowanie wydatków w przypadku projektów przewidzianych do zakończenia w bieżącym roku.
- Ubiegły rok Atal zakończył z bardzo dobrą sytuacją finansową. Dług oprocentowany dewelopera wyniósł 630,1 mln zł wobec 601,9 mln zł kwartał wcześniej i 910,9 mln zł rok wcześniej. Jednocześnie stan gotówki sięgnął kwoty 382,2 mln zł (po pomniejszeniu o środki na MRP) wobec 89,3 mln zł kwartał wcześniej i 174,0 mln zł rok wcześniej. Tym samym, dług netto obniżył się do 247,9 mln zł (21,3% kapitału) wobec 512,5 mln zł kwartał wcześniej i 736,8 mln zł rok wcześniej (77,4% kapitału). Imponujący rezultat gdy uwzględnimy się 117,3 mln zł wypłaconej dywidendy oraz 194 mln zł wydatków na grunty.
- Po dniu bilansowym, w kwietniu, deweloper poinformował o transakcjach nabycia obligacji serii AW (zapadających we wrześniu) na łączną kwotę 50,6 mln zł. Również w kwietniu pojawiła się rekomendacja dywidendy za 2021 r., w ramach której Atal wypłaci 232,3 mln zł (6,0 zł/akcję)

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2021	4Q 2021
Przychody	476,5	500,5	648,7	274,2	589,7
Zysk brutto ze sprzedaży	128,2	151,1	194,8	94,4	202,9
Marża brutto ze sprzedaży	26,9%	30,2%	30,0%	34,4%	34,4%
EBIT	88,3	100,3	133,0	51,6	142,0
Marża EBIT	18,5%	20,0%	20,5%	18,8%	24,1%
Zysk netto	61,4	89,2	93,7	32,9	107,9
Marża netto	12,9%	17,8%	14,4%	12,0%	18,3%
Kapitał własny	491,0	543,4	613,9	583,7	631,2
Zadłużenie finansowe	266,7	282,2	373,2	262,9	236,2
Kredyty i inne	53,4	76,0	104,0	47,2	45,8
Obligacje	213,4	206,2	269,2	215,7	190,4
% obligacji w zadłużeniu	80,0%	73,1%	72,1%	82,0%	80,6%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	106,3	92,7	174,3	344,7	262,4
Dług netto	160,5	189,5	198,9	-81,8	-26,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	60,7%	58,0%	60,3%	53,3%
Dług netto/KW	32,7%	34,9%	32,4%	-14,0%	-4,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

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

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

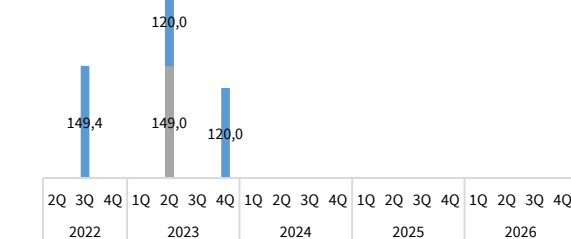


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2021	4Q 2021
Przychody	1 055,0	720,2	1 167,4	1 030,5	1 679,2
Zysk brutto ze sprzedaży	283,5	170,7	237,5	261,4	453,5
Marża brutto ze sprzedaży	26,9%	23,7%	20,3%	25,4%	27,0%
Przychody segmentu dewelop.	1 046,9	713,4	1 160,6	1 025,4	1 672,4
EBIT segmentu dewelop.	255,6	142,6	204,6	232,5	412,8
Marża EBIT	24,4%	20,0%	17,6%	22,7%	24,7%
Zysk netto	206,6	115,6	167,5	189,7	331,2
Marża netto	19,6%	16,0%	14,3%	18,4%	19,7%
Kapitał własny	857,3	788,7	951,8	1 028,5	1 165,7
Zadłużenie finansowe	524,8	837,9	910,9	601,9	630,1
Kredyty i inne	84,4	190,3	185,6	132,0	55,9
Obligacje	440,5	647,7	725,3	469,9	574,2
% obligacji w zadłużeniu	83,9%	77,3%	79,6%	78,1%	91,1%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29,2	14,2	174,0	89,3	382,2
Dług netto	495,6	823,7	736,8	512,5	247,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	54,2%	67,3%	65,8%	63,7%	62,6%
Dług netto/KW	57,8%	104,4%	77,4%	49,8%	21,3%

¹bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Emisje objęte przez podmioty powiązane = 149 mln zł

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

DEVELIA

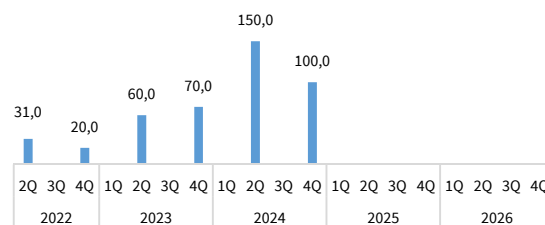
- Również Develia 1Q 2022 r. może zaliczyć do udanych. Sprzedaż wyniosła 603 lokale wobec 421 w 4Q 2021 r. i 580 w 1Q 2021 r.. Cel sprzedażowy także został ujawniony rynkowi – wynosi 2300-2450 lokali w 2022 r., o 20-28% więcej niż wynik osiągnięty w 2021 r.
- Wg. stanu na koniec 2021 r. na półkach dewelopera na nabywców czekało 1531 lokali vs 1413 kwartał wcześniej i 1468 rok wcześniej. Cel wprowadzeń na obecny rok wynosi 2450-2650 lokali (+23-34% r/r) – w tym aspekcie deweloper rozpoczął rok mocno, wprowadzając do oferty w styczniu-lutym 1047 lokali, co wyjaśnia też mocny sprzedażowo kwartał.
- Liczba przekazanych lokali w 1Q 2022 r. sięgnęła 186 vs 624 kwartał wcześniej i 393 rok wcześniej. W całym roku Develia planuje przekazania na poziomie 1950-2050 lokali, a więc o 2-8% więcej niż w 2021 r. (1903 lokale). Wg. prezentacji wynikowej za 2021 r. zdecydowana większość przekazanych w br. planowana jest na ostatni kwartał, w którym powinna zakończyć się realizacja inwestycji na blisko 2 tys. lokali.
- Znaczący wzrost skali działania w segmencie mieszkaniowym jest możliwy dzięki systematycznemu wychodzeniu z segmentu biurowego, dzięki któremu Develia odblokowuje kapitał, które następnie w części reinwestowany jest w segment mieszkaniowy, w części wypłacany jako dywidenda.
- W marcu 2022 r. deweloper podpisał umowę przyrzeczoną sprzedaży budynku Sky Tower we Wrocławiu za 82,4 mln euro. Z kolei w lutym zawarto list intencyjny dot. sprzedaży Arkad Wrocławskich, z orientacyjną ceną sprzedaży wynoszącą 210 mln zł. Umowa przyrzeczona powinna zostać zawarta do końca roku.
- Zysk netto za 2021 r. oraz sprzedaż Sky Tower'a pozwoliła deweloperowi zarekomendować wypłatę 201,4 mln zł jako dywidendę (0,45 zł/akcję). W przypadku zgody WZA, które odbędzie się 17 maja, środki trafią na konta akcjonariuszy 31 maja.
- Mimo dość znacznych zysków w ostatnim kwartale ubiegłego roku wskaźniki zadłużenia uległy pogorszeniu: dług netto Grupy wzrósł do 608,6 mln zł wobec 497,2 na koniec 3Q 2021 r. i 460,1 mln zł rok wcześniej. Powodów należy szukać w znacznych wydatkach na grunty poniesionych w 4Q 2021 r. (263,4 mln zł). W efekcie dług netto do kapitału własnego wyniósł na koniec roku 43,5% wobec 37,5% kwartał wcześniej i 34,9% rok wcześniej.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2021	4Q 2021
Przychody	796,7	819,3	517,1	596,3	911,9
Przychody	649,0	678,3	430,1	532,3	823,0
Zysk brutto ze sprzedaży	201,2	225,3	134,8	131,3	236,7
Marża brutto ze sprz.	31,0%	33,2%	31,3%	24,7%	28,8%
Zysk netto	160,4	117,4	-138,8	84,8	153,9
Marża netto	20,1%	14,3%	-26,8%	14,2%	16,9%
Kapitał własny	1 497,8	1 492,1	1 317,8	1 326,9	1 400,4
Zadłużenie finansowe	1214,5	1075,3	837,1	891,7	941,4
Zadłużenie finansowe	485,5	462,7	385,7	436,2	474,2
Kredyty i inne	33,2	0,0	0,0	0,0	6,3
Obligacje	452,3	462,7	385,7	436,2	468,0
% obligacji w zadłużeniu	93,2%	100,0%	100,0%	100,0%	98,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	259,9	242,7	182,1	243,2	220,8
Dług netto	225,7	220,0	203,6	193,0	253,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	53,5%	53,2%	56,3%	56,9%
Dług netto/KW	50,0%	49,2%	34,9%	37,5%	43,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy

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

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



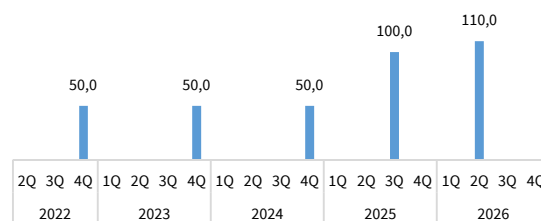
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DOM DEVELOPMENT

- W przypadku Dom Developmentu sprzedaż w 1Q 2022 r. wyniosła 758 lokali wobec 1094 w 4Q 2021 r. (-30,7% q/q) i 1084 rok wcześniej (-30,1% r/r). W przypadku emitenta spadki na pierwszy rzut oka są znaczne. Ponadto, w ujęciu ilościowym jest to najniższy kwartał od przynajmniej 4 lat. Z drugiej strony średnia kwartalna sprzedaż w latach 2018-2021 r. wynosiła ok. 940 jednostek, a zeszły rok był rekordowy. Dom Development nie podał jednak celu sprzedażowego na bieżący rok, ograniczając się do stwierdzenia, że obecna oferta jest odpowiednia w stosunku do przewidywanej sprzedaży.
- Wspomniana była na koniec roku na poziomie 2480 jednostek wobec 1816 na koniec 3Q 2021 r. i wobec 2482 na koniec 2020 r. – niemal identyczna r/r.
- Liczba przekazanych w 1Q 2022 r. sięgnęła 1094 lokale vs 811 w 4Q 2021 r. i 1366 w 1Q 2021 r. (-19,9% r/r). W całym roku można spodziewać się wolumenu ok. 4000 uznanych w wynikach lokali, a więc ok. 20,0% więcej niż w 2021 r.. Taki poziom, wraz ze wzrostem cen w ostatnich kwartałach, sugeruje znaczną poprawę przychodów w bieżącym roku.
- Tradycyjnie dług netto dewelopera był ujemny na kwotę 212,3 mln zł wobec również ujemnej wartości rok wcześniej (214,3 mln zł). Tym samym, wskaźnik zadłużenia netto względem kapitału własnego sięgnął -17,0% wobec -18,5% rok wcześniej. W ciągu 4Q 2021 r. zadłużenie finansowe spadło o 94,0 mln zł, głównie na skutek spłaty 77,9 mln zł obligacji w listopadzie.
- W obliczu wybuchu wojny w Ukrainie, mimo wzorowej sytuacji finansowej, zarząd zdecydował się opóźnić rekomendację odnośnie dywidendy za 2021 rok maksymalnie do terminu publikacji wyników za 1Q 2022 r..
- Wpływ na powyższą decyzję, poza szokiem spowodowanym wojną, mogła mieć akwizycja części Grupy Buma, oczekiwana od kilku miesięcy. W marcu Dom Development podpisał umowę zakupu wybranych spółek, a wartość transakcji wyniosła 209,5 mln zł. Również w marcu, za 9,5 mln zł, deweloper nabył resztę akcji Sento.
- Wymienione wyżej akwizycje już pozwoliły osiągnąć zauważalną wielkość działalności emitenta w Krakowie. W 2021 r. przejęte spółki zanotowały sprzedaż 506 lokali – Dom Development planuje utrzymać ten poziom.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2021	4Q 2021
Przychody	1 653,9	1 661,7	1 815,0	1 475,9	1 897,5
Zysk brutto ze sprzedaży	455,1	500,1	578,8	493,2	625,2
Marża brutto ze sprz.	27,5%	30,1%	31,9%	33,4%	32,9%
Zysk netto	227,0	256,0	302,2	285,7	325,3
Marża netto	13,7%	15,4%	16,7%	19,4%	17,1%
Kapitał własny	1 046,5	1 084,2	1 157,5	1 214,8	1 249,2
Zadłużenie finansowe	396,2	446,3	371,4	489,0	394,7
Kredyty i inne	85,0	85,0	10,0	46,2	31,4
Obligacje	311,2	361,3	361,4	442,8	363,3
% obligacji w zadłużeniu	78,5%	81,0%	97,3%	90,5%	92,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	282,5	253,3	585,7	615,8	607,0
Dług netto	113,7	193,0	-214,3	-126,8	-212,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,8%	63,4%	64,4%	67,3%	67,8%
Dług netto/KW	10,9%	17,8%	-18,5%	-10,4%	-17,0%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółtek

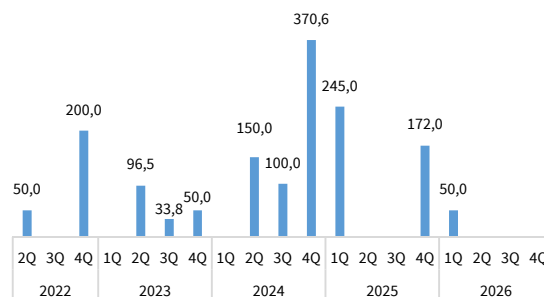
ECHO INVESTMENT

- Grupa Echo-Archicom w 1Q 2022 r. znalazła nabywców na 704 jednostki vs 633 w 4Q 2021 r. (+11,2% q/q) i 799 rok wcześniej (-11,9% r/r). Na samo Echo przypadło kolejno 370 lokali w 1Q 2022 r. 406 w 4Q 2021 r. i 463 rok wcześniej. W kwestii celu sprzedażowego, zarząd pozytywnie wypowiedział się o możliwość zbycia 3000 lokali w ramach Grupy, skupiając się przy tym na obronie marży.
- Oferta na koniec ubiegłego roku wynosiła 1818 lokali vs 1995 rok wcześniej. Osiągnięcie celu sprzedażowego wymaga więc znacznego uzupełnienia pótek sprzedażowych, co deweloper planuje. Przypomnijmy, od jakiegoś czasu Echo komunikuje skupienie się na przygotowaniu banku ziemi. Zauważalne efekty tego procesu powinny zmaterializować się w bieżącym roku, w którym Echo powinno uzyskać pozwolenia na budowę ok. 3250 lokali.
- Liczba przekazanych lokali w Grupie sięgnęła 400 vs 1727 kwartał wcześniej i 268 rok wcześniej. Na samo Echo przypadło 118 jednostek vs 1006 kwartał wcześniej 154 rok wcześniej.
- Harmonogram przekazania lokali przez Grupę cechuje się wysoką sezonowością ze szczytem przypadającym na koniec roku. Nie inaczej było w 2021 r.: w czwartym kwartale Grupa przekazała klucze do 1 727 lokali co stanowi 59,8% liczby lokali przekazanych w całym 2021 r. (2 888). Roczna dynamika przekazania wyniosła w 4Q 2021 r. 27,7% r/r natomiast w całym 2021 r. przekazania były nieznacznie większe niż w 2020 r. (+1,2% r/r).
- Grupa konsekwentnie realizuje strategię zmiany struktury bilansu w kierunku aktywów związanych z działalnością deweloperską. W całym 2021 r. doszło do zbycia trzech budynków komercyjnych. Plany na 2022 r. są ambitne. Łącznie emitent planuje zbycie ośmiu obiektów, z czego do chwili obecnej sprzedano już projekt West 4, a na projekt Fuzja w Łodzi podpisano umowę przedwstępną.
- Dezinwestycje mają być źródłem płynności dewelopera i tym samym umożliwić redukcję zadłużenia, które w ograniczonej części jest wrażliwe na zmianę WIBOR'u (część długu jest w euro, część została zabezpieczona kontraktami IRS). W kwestii obligacji, Echo planuje być obecne na rynku głównie w celu refinansowania kolejnych serii obligacji.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2021	4Q 2021
Przychody	713,0	880,1	1 212,9	819,9	1 532,7
Zysk brutto ze sprzedaży	134,9	203,0	243,8	203,3	400,1
Marża brutto ze sprz.	18,9%	23,1%	20,1%	24,8%	26,1%
Przychody	393,5	554,2	728,6	602,0	1 254,7
Zysk brutto ze sprzedaży	109,4	152,4	164,4	112,7	282,2
Marża brutto ze sprz.	27,8%	27,5%	22,6%	18,7%	22,5%
Aktywa	1 059,0	1 065,5	1 154,4	2 283,9	2 131,5
Kapitał własny	975,3	630,4	346,6	555,6	662,0
Aktywa	3 891,9	4 810,4	5 630,8	6 760,4	6 434,9
Kapitał własny	1 495,5	1 562,2	1 684,6	1 874,4	1 863,5
Zadłużenie finansowe	1 429,5	2 254,6	2 943,2	3 159,8	3 410,6
Kredyty i inne	270,9	1 105,1	1 518,9	1 451,6	1 769,9
Obligacje	1 158,7	1 149,5	1 424,3	1 708,2	1 640,7
% obligacji w zadłużeniu	81,1%	51,0%	48,4%	54,1%	48,1%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	439,5	492,3	327,1	738,6	588,7
Dług netto	990,0	1 762,3	2 616,1	2 421,2	2 821,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	61,6%	67,5%	70,1%	72,3%	71,0%
Dług netto/KW	66,2%	112,8%	155,3%	129,2%	151,4%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

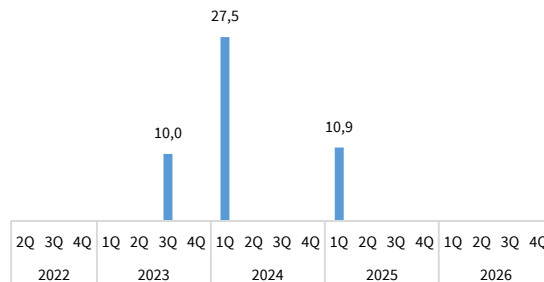
i2 DEVELOPMENT

- Przypomnijmy, deweloper nie publikuje danych sprzedażowych raportami bieżącymi, stąd najaktualniejszymi danymi jakimi dysponujemy są te zaraportowane wraz z raportem okresowym. Według raportu za 2021 r. deweloper znalazł nabywców na 210 lokali wobec 217 rok wcześniej. W poprzedniej edycji naszego opracowania zwracaliśmy uwagę na nieścisłości w sprawozdaniu finansowym dewelopera za 3Q 2021 r.. Zestawiając sprawozdanie roczne ze sprawozdaniem za 3Q 2021 r. można dojść do wniosku, że emitent zdołał odnotować sprzedaż w samym 4Q 2021 r. na poziomie 139 jednostek. Biorąc pod uwagę błędy zawarte w pierwszej wersji sprawozdania za 3Q 2021 r. oraz ułomności estetyczne w sprawozdaniach rocznych wątpimy by to miało miejsce.
- W 4Q 2021 r. i2 zdołało przekazać 19 lokali, a w całym 2021 r. 80 w porównaniu do 427 rok wcześniej. Pierwotne plany przekazania 250-300 lokali w 2021 r. zostały „delikatnie” niedowiezione.
- Niska liczba rozpoznawanych w wynikach lokali przełożyła się na zaledwie 56,8 mln zł przychodów Grupy, z czego część dotyczy działalności budowlanej vs 214,8 mln zł w 2020 r.. Deweloper zaraportował 36,4 mln zł zysku netto w 2021 roku, co oznacza marżę na poziomie 64,2%. Trudno jednak uznać liczby w rachunku wyników za zadowalające, gdy rachunek przepływów pieniężnych zupełnie go nie potwierdza. W 2021 r. deweloper pokazał 46,1 mln zł na linii pozostałych przychodów operacyjnych, z czego w samym 4Q 2021 r. 31,5 mln zł. W zdecydowanej części są to przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych.
- Przepływy z działalności operacyjnej w 2021 r. wyniosły -51,1 mln zł vs +96,3 mln zł w 2020 r. W samym 4Q 2021 r. przepływy były dodatnie na kwotę 22,0 mln zł, co pozwoliło na redukcję długu netto do poziomu 151,4 mln zł vs 167,3 mln zł na koniec 3Q 2021 r. Wobec końca 2020 r. jest jednak wzrost o ok. 40 mln zł. Tym samym, dług netto wobec kapitału własnego wyniósł 51,9% vs 63,7% kwartał wcześniej i 44,2% rok wcześniej. Widać więc wyraźnie, że gdyby nie przeszacowania wskaźnik kształtowałby się gorzej.
- Pod koniec marca br. zmaterializował się przymusowy wykup akcjonariuszy mniejszościowych spółki. W zależności od ilości przekazywanych przez emitenta danych w kolejnych kwartałach, podejmujemy decyzję czy dalej będziemy opisywać dokonania dewelopera.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2021	4Q 2021
Przychody	95,5	139,8	214,8	40,5	56,8
Przychody	75,8	120,0	186,5	26,2	38,9
EBIT	-5,7	40,9	18,4	6,1	6,0
Marża EBIT	-7,6%	34,1%	9,8%	23,3%	15,5%
Zysk netto	29,0	-4,2	10,7	9,9	36,4
Marża netto	30,3%	-3,0%	5,0%	24,3%	64,2%
Kapitał własny	248,6	241,5	252,9	262,6	291,6
Zadłużenie finansowe	217,9	196,7	123,2	171,6	163,8
Kredyty i inne	92,9	96,8	70,3	128,9	121,2
Obligacje	125,0	99,9	52,9	42,6	42,6
% obligacji w zadłużeniu	57,4%	50,8%	43,0%	24,8%	26,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	15,7	3,1	11,4	4,2	12,4
Dług netto	202,2	193,6	111,8	167,3	151,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,7%	56,7%	44,7%	50,2%	49,0%
Dług netto/KW	81,4%	80,2%	44,2%	63,7%	51,9%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółtek

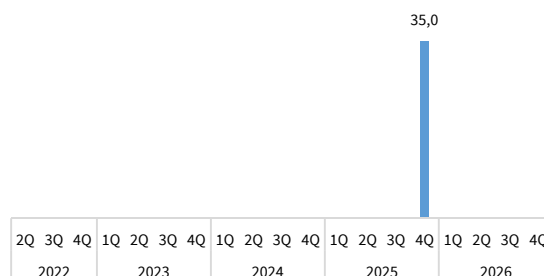
INPRO

- W przypadku Inpro 1Q 2022 r. był dosyć słaby pod kątem sprzedaży. Deweloper sprzedał 81 lokali vs 152 kwartał wcześniej (-46,7% q/q) i 219 jednostek rok wcześniej (-63,0% r/r).
- Liczba przekazanych lokali sięgnęła 98 wobec 312 kwartał wcześniej i 100 rok wcześniej. W całym roku deweloper planuje zakończyć realizację inwestycji na 932 lokale.
- Deweloper w 2022 r. planuje wprowadzić do oferty 1375 lokali w 11 zróżnicowanych projektach – część z nich to kolejne etapy prowadzonych już inwestycji, część to nowe projekty. Emitent zastrzega jednak, że wprowadzenia będą odbywać się w zależności od warunków rynkowych.
- Podobnie jak inni deweloperzy, także Inpro było w zeszłym roku aktywne na rynku gruntów. Zarówno emitent, jak i spółka zależna Domesta nabyły grunty umożliwiające realizację ponad 1500 lokali. Były to działki zarówno w macierzystym Trójmieście, jak i w Olsztynie, do którego wejście deweloper ogłosił w zeszłym roku.
- W 2021 r. Grupa odnotowała przychody na poziomie 321,4 mln zł vs 382,6 mln zł rok wcześniej (-16,0% r/r). Jest to efekt niższej o 17,4% liczby przekazanych. Marża brutto na sprzedaży delikatnie spadła, do poziomu 27,8% vs 28,6% rok wcześniej.
- Zysk netto wyniósł 46,9 mln zł vs 67,8 mln zł rok wcześniej (-30,8% r/r), z czego w samej działalności deweloperskiej ukształtował się na poziomie 41,9 mln zł vs 63,8 mln zł w 2020 r. (-34,3% r/r).
- Dług netto wyniósł 56,6 mln zł vs 59,4 mln zł kwartał wcześniej i 16,6 mln zł rok wcześniej, co stanowiło kolejno 14,6% kapitałów własnych vs 16,2% na koniec 3Q 2021 r. i 4,5% na koniec 2020 r. Grupa niezmiennie utrzymuje bardzo konserwatywne wskaźniki zadłużenia. Na koniec ubiegłego roku miała aktywne dwie serie obligacji. Pierwsza z wymienionych wyemitowana przez samo Inpro, seria B o wartości 35,0 mln zł, zapadająca w październiku 2025 roku oraz druga, wyemitowana przez spółkę zależną Domesta, zapadająca w marcu 2024 r.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2021	4Q 2021
Przychody	259,0	270,5	382,6	194,1	321,4
Przychody	220,1	225,6	361,5	175,6	288,4
Zysk brutto ze sprzedaży	66,3	70,4	103,3	48,2	80,0
Marża brutto	30,1%	31,2%	28,6%	27,5%	27,8%
Zysk netto	35,3	36,1	63,8	27,5	41,9
Marża netto	16,0%	16,0%	17,7%	15,7%	14,5%
Zysk netto	40,9	43,5	67,8	28,2	46,9
Marża netto	15,8%	16,1%	17,7%	14,5%	14,6%
Kapitał własny	295,7	308,7	365,7	367,1	386,3
Zadłużenie finansowe	85,8	82,7	107,2	121,4	119,9
Kredyty i inne	60,9	57,7	82,3	77,8	67,0
Obligacje	24,8	25,0	24,8	43,5	52,9
% obligacji w zadłużeniu	28,9%	30,2%	23,2%	35,9%	44,1%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29,4	19,9	90,6	62,0	63,3
Dług netto	56,4	62,8	16,6	59,4	56,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	45,6%	48,4%	43,4%	45,7%	42,8%
Dług netto/KW	19,1%	20,3%	4,5%	16,2%	14,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

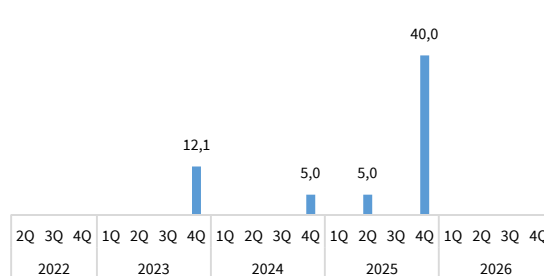
JHM DEVELOPMENT

- JHM Development zanotował w 1Q 2022 r. sprzedaż na poziomie 80 jednostek vs 169 kwartał wcześniej (-52,7% q/q) i 121 rok wcześniej (-33,9% r/r).
- Oferta spółki wg. stanu na koniec 2021 r. wynosiła 1439 lokali, z czego 113 było lokalami gotowymi vs 891 rok wcześniej (+61,5% r/r). Na liście lokali w ofercie są projekty zarówno w dużych miastach (Gdańsk, Łódź), miastach średniej wielkości (np. Bydgoszcz) jak i mniejsze ośrodki miejskie (Żyrardów).
- Deweloper ma bardzo ambitne plany, które w przypadku realizacji wyraźnie przybliżą go do skali sprzedaży ok. 1000 lokali rocznie. Biorąc pod uwagę obecne trudne otoczenie oceniamy ten cel jako ambitny. By go zrealizować, emitent planuje wprowadzić do realizacji w latach 2022-2024 aż 2416 lokali w 14 projektach w 6 ośrodkach miejskich, zarówno w większych ośrodkach, średnich, jak i mniejszych.
- Liczba przekazanych w 1Q 2022 r. lokali sięgnęła 29 vs 119 kwartał wcześniej i 111 rok wcześniej. Większej liczby przekazanych należy spodziewać się w kolejnych kwartałach.
- Przychody z rozpoznanych w 2021 r. 393 lokali sięgnęły kwoty 146,4 mln zł vs 114,6 mln zł rok wcześniej (+27,7% r/r). Cała Grupa rozpoznała 164,6 mln zł przychodów vs 147,5 mln zł rok wcześniej (+11,6% r/r).
- Działalność deweloperska pozwoliła Grupie rozpoznać 33,6 mln zł zysku brutto na sprzedaży vs 27,7 mln zł rok wcześniej (+21,1% r/r), co oznacza marżę na poziomie 22,9% w 2021 r. oraz 24,2% rok wcześniej.
- Z kolei zysk netto Grupy wyniósł 17,1 mln zł vs 15,8 mln zł rok wcześniej, a więc o 7,7% więcej.
- Tradycyjnie dla dewelopera, zadłużenie pozostało na niskich poziomach. Dług netto na koniec 2021 r. wyniósł 82,3 mln zł vs 65,8 mln zł kwartał wcześniej i 71,8 mln zł rok wcześniej, a wobec kapitału własnego 20,6% vs 16,8% na koniec 3Q 2021 r. i 15,6% rok wcześniej. Głównym czynnikiem, który spowodował przyrost zadłużenia była transakcja nabycia spółki Hakamore, którą opisywaliśmy w poprzedniej edycji niniejszego opracowania. Grunt, który był w posiadaniu przejętej spółki to teren po elektrociepłowni, w atrakcyjnej lokalizacji, umożliwiający realizację 2500 lokali w perspektywie do 2032 roku.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2021	4Q 2021
Przychody	143,2	139,4	147,5	114,6	164,6
Przychody	97,8	92,7	114,6	97,0	146,4
Zysk brutto ze sprzedaży	18,8	18,6	27,7	22,9	33,6
Marża brutto	19,2%	20,1%	24,2%	23,7%	22,9%
Zysk netto	10,1	8,7	14,3	11,2	16,5
Marża netto	10,4%	9,4%	12,5%	11,5%	11,3%
Zysk netto	17,4	17,9	15,8	10,8	17,1
Marża netto	12,2%	12,9%	10,7%	9,5%	10,4%
Kapitał własny	349,2	367,1	459,4	392,8	399,1
Zadłużenie finansowe	65,8	65,0	79,7	80,6	120,8
Kredyty i inne	55,2	57,9	66,1	68,7	58,6
Obligacje	10,6	7,0	13,5	11,9	62,2
% obligacji w zadłużeniu	16,1%	10,8%	17,0%	14,8%	51,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	7,7	5,3	7,8	14,8	38,5
Dług netto	58,2	59,7	71,8	65,8	82,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	26,4%	28,1%	40,4%	31,1%	38,3%
Dług netto/KW	16,7%	16,3%	15,6%	16,8%	20,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

LOKUM DEWELOPER

- W 1Q 2022 r. deweloper znalazł nabywców na 73 lokale vs 220 kwartał wcześniej i 139 rok wcześniej. W obecnym roku, na skutek niestabilnej sytuacji w zakresie cen materiałów, Lokum Deweloper zamierza kontynuować praktykę spowalniania sprzedaży. Z tego też względu przedstawiciele zarządu bardzo ostrożnie wypowiadali się o możliwym do osiągnięcia wolumenie, określając go na poziomie ok. 350-400 jednostek, zaznaczając jednak, że jest to szacunek konserwatywny.
- W przeciwieństwie do poprzednich okresów, w których zazwyczaj emitent oczekiwał na pozwolenia na budowę kolejnych projektów, w nowy rok wkroczył z kompletem inwestycji gotowych do rozpoczęcia. Wspomniane dotyczą projektów L. La Vida, L. di Trevi oraz L. Vista, łącznie ok. 1200 lokali. Ponadto, emitent ma w realizacji dwa projekty, które jeszcze nie zostały wprowadzone do sprzedaży (132 lokale). Jest to celowa decyzja biznesowa, która powoduje obciążenie bieżących przepływów pieniężnych, lecz jednocześnie ogranicza ryzyka dla marży.
- Oferta na początek roku (443 lokale) nie oddaje więc w pełni możliwości dewelopera w zakresie wolumenów sprzedaży, gdyż może być ona w każdym momencie uzupełniona. Na koniec 1Q 2022 r. Lokum Deweloper miał w ofercie 509 lokali vs 959 rok wcześniej.
- W przypadku przekazania emitent może zapisać na konto 139 lokali w 1Q 2022 r. vs 190 kwartał wcześniej i 20 rok wcześniej. Możliwości w całym 2022 roku wyglądają jednak zdecydowanie lepiej niż bieżąca sprzedaż. Lokum Deweloper spodziewa się rozpoznać w wynikach 850-900 lokali.
- Dług netto Grupy na koniec ubiegłego roku wyraźnie wzrósł wobec 3Q 2021 r., do 267,3 mln zł z 204,2 mln zł, stanowiąc kolejno 66,0% kapitału własnego vs 50,4% kwartał wcześniej. Jest to jednak czasowe zjawisko związane z transakcjami wewnątrzgrupowymi, które skutkowały z kolei koniecznością zapłaty ok. 44,0 mln zł podatku VAT, który deweloper odzyskał w lutym. Spodziewamy się spadku zadłużenia netto w kolejnych kwartałach zarówno z uwagi na wspomnianą kwestię VAT, jak i przekazaniach kolejnych lokali. Zwracamy uwagę na 90,5 mln zł na linii produkty gotowe w zapasach – część z nich to lokale, których deweloper nie zdążył przekazać w zeszłym roku.

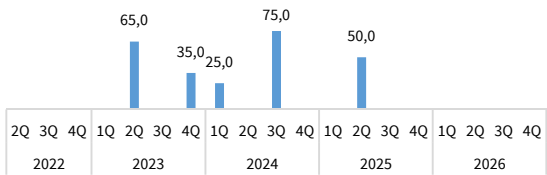
MARVIPOL DEVELOPMENT

- W 1Q 2022 r. Marvipol w dalszym ciągu cierpiał na niedobory oferty. Z tego powodu sprzedaż w pierwszym kwartale wyniosła zaledwie 67 jednostek wobec 131 kwartał wcześniej i 83 rok wcześniej. W ujęciu wartościowym sprzedaż w 1Q 2022 r. sięgnęła 53,0 mln zł vs 132,4 mln zł kwartał wcześniej i 65,6 mln zł rok wcześniej.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, poziom oferty na koniec roku do 204 lokali wobec 322 kwartał wcześniej i 189 rok wcześniej. Po dniu bilansowym deweloper rozpoczął proces uzupełniania pól sprzedaży. W lutym wprowadził do sprzedaży projekt w dzielnicy Włochy w Warszawie (In place etap I na 371 lokali). Wg. prezentacji wynikowej, do końca roku planuje wprowadzić do oferty jeszcze ok. 1480 lokali, co łącznie powinno dać ok. 1850 wprowadzonych do oferty jednostek. Plany są więc niewątpliwie ambitne.
- Liczba przekazanych lokali w 1Q 2022 r. wyniosła 224 jednostki o wartości 135,2 mln zł vs 201 kwartał wcześniej i 65 rok wcześniej. W skład przekazywanych w pierwszym kwartale lokali wchodzi głównie jednostki z inwestycji Unique Tower oraz Moko Botanika. Przekazania z inwestycji Moko Botanika wynikają z aneksów, które deweloper zawarł z funduszem Heimstaden. Na mocy wspomnianych Marvipol przyspieszył przekazania etapu I tego projektu.
- Pozostałe inwestycje realizowane dla funduszu Heimstaden, a więc Moko Botanika etap II, Unique Tower wieża D, Studio Okęcie przekazane zostaną ok. pół roku później wobec pierwotnej umowy. Jednocześnie, deweloper uzyska wyższe wynagrodzenie o łącznie ok. 8,9 mln zł.
- Dług netto części mieszkaniowej dewelopera ukształtował się na poziomie ok. 163,8 mln zł wobec 233,3 mln zł kwartał wcześniej i 225,9 mln zł rok wcześniej. Względem kapitału własnego zadłużenie wyniosło 54,7% vs 78,8% kwartał wcześniej i 66,6% rok wcześniej. Względem całej Grupy wskaźniki są zauważalnie niższe, kolejno 163,8 mln zł i 26,7%.
- Mimo pogarszania się sytuacji rynkowej, struktura zapadalności obligacji dewelopera nie budzi naszych zastrzeżeń. Natomiast, w kolejnych kwartałach deweloper będzie zmuszony uruchomić nowe projekty, tak by zgrać przepływy z projektów z obligacjami zapadającymi w 2024 roku.
- W lutym Marvipol wyemitował 70 mln zł obligacji w dwóch seriach, skierowanych do inwestorów detalicznych, a w kwietniu wypłacił 47,5 mln zł dywidendy.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2021	4Q 2021
Przychody	322,4	285,9	191,0	198,1	309,8
Zysk brutto ze sprz.	115,2	99,0	54,0	72,9	112,8
Marża brutto ze sprz.	35,7%	34,6%	28,3%	36,8%	36,4%
Zysk ze sprz.	96,6	81,1	35,6	55,5	87,7
Marża zysku ze sprz.	29,9%	28,4%	18,6%	28,0%	28,3%
Zysk netto	73,0	62,2	20,4	39,0	60,1
Marża netto	22,6%	21,8%	10,7%	19,7%	19,4%
Kapitał własny	349,6	367,3	356,9	405,0	404,9
Zadłużenie finansowe	175,3	189,2	285,3	238,7	295,9
Kredyty i inne	0,5	24,8	86,2	37,9	41,1
Obligacje	174,7	164,4	199,1	200,8	254,7
% obligacji w zadłużeniu	99,7%	86,9%	69,8%	84,1%	86,1%
Srodki pieniężne i ekwiwalenty	140,5	121,3	84,4	34,6	28,5
Dług netto	34,8	67,9	200,9	204,2	267,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	51,9%	46,6%	49,0%	49,2%	52,1%
Dług netto/KW	9,9%	18,5%	56,3%	50,4%	66,0%

¹bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

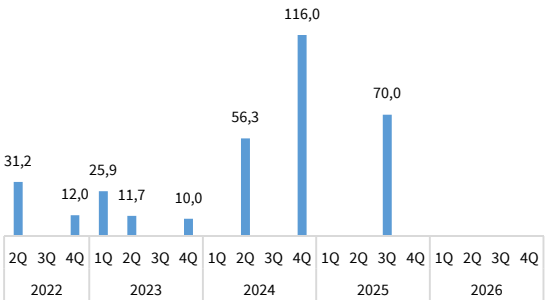


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł ¹	2018	2019	2020	3Q 2021	4Q 2021
Przychody	266,1	290,8	431,4	263,9	360,9
Zysk brutto ze sprzedaży	62,1	67,0	105,8	68,6	105,7
Marża brutto ze sprz.	23,3%	23,0%	24,5%	26,0%	29,3%
Zysk netto	27,3	24,2	52,0	37,6	57,1
Marża netto	10,3%	8,3%	12,1%	14,2%	14,5%
Kapitał własny	178,8	233,0	339,3	296,1	299,3
Zadłużenie finansowe	341,5	380,3	347,4	327,5	346,7
Kredyty i inne	57,3	168,7	125,5	55,7	74,3
Obligacje	284,2	211,6	221,9	271,8	272,4
% obligacji w zadłużeniu	83,2%	55,6%	63,9%	83,0%	78,6%
Gotówka	105,3	97,7	121,5	94,2	183,0
Dług netto	236,2	282,6	225,9	233,3	163,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	75,7%	76,1%	64,1%	71,2%	73,0%
Dług netto/KW	132,1%	121,3%	66,6%	78,8%	54,7%

¹Wydzielony segment deweloperski

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółtek

ROBYG

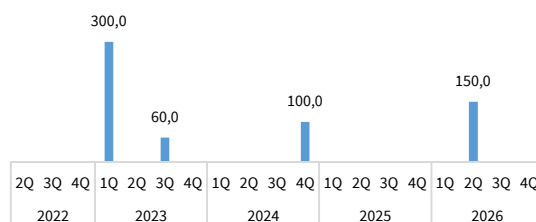
- Przypomnijmy, w ostatni dzień marca finalizacji uległ proces przejęcia emitenta przez TAG Immobilien. Najważniejsze założenia transakcji opisywaliśmy w poprzedniej edycji naszego opracowania. Po akwizycji można już mówić o zmianie strategii Grupy polegającej na znacznym zaangażowaniu się w segment najmu instytucjonalnego, tak jak się spodziewaliśmy. Robyg do końca 2024 roku zamierza ukończyć 4500 lokali z przeznaczeniem na wynajem, a do 2027 roku 12000. Oznacza to, że by spełnić założony cel, Grupa powinna rozpoczynać realizację 3000 lokali rocznie dedykowanych segmentowi PRS. Należy więc oczekiwać, że działalność z przeznaczeniem na wynajem stanie się dominująca w ciągu kilku lat.
- W 1Q 2022 r. deweloper znalazł nabywców na 638 lokali vs 938 kwartał wcześniej i 1110 rok wcześniej. Dane dot. kontraktacji netto.
- Plany dewelopera na bieżący rok i kolejne lata obejmują sprzedaż do klienta detalicznego na poziomie ok. 2500 lokali, a więc o blisko połowę mniej niż w rekordowym 2021 roku.
- Przekazania sięgnęły 280 jednostek vs 1540 kwartał wcześniej i 560 rok wcześniej. Potencjał na 2022 r. wynosi ok. 3900 jednostek.
- W ramach transakcji przejęcia dewelopera, przed transakcją sprzedający uzyskali 550,0 mln zł dywidendy. Wpłata niewątpliwie wpłynie na wskaźniki zadłużenia emitenta, które w zależności od tego jak ukształtują się przepływy operacyjne, zbliżą się do poziomów 100%. Ubiegły rok deweloper zakończył z rekordowo niskimi wskaźnikami zadłużenia. Dług netto do kapitału własnego osiągnął na koniec 2021 r. poziom 25,1% vs 34,6% kwartał wcześniej i 40,4% rok wcześniej.
- Podtrzymujemy nasze stanowisko, że Robyg w ciągu ok. 2-3 lat może zniknąć z rynku Catalyst dzięki finansowaniu pieniędzmi właściciela. Robyg na koniec 2021 r. posiadał 642,7 mln zł zadłużenia, z czego 612,6 to obligacje. Posiadał jednocześnie kontrakty IRS chroniące przed wzrostem stóp procentowych w łącznej kwocie 470 mln zł, które jednak systematycznie będą wygasać.

RONSON

- Od 3Q 2021 r. na sprzedaż dewelopera miał wpływ niski poziom oferty oraz polityka emitenta skoncentrowana na obronie marży. Pod koniec roku Ronson rozpoczął proces odbudowywania oferty, która w dalszym ciągu nie znajdowała się na wysokich jak na dewelopera poziomach. W 1Q 2022 r. doszedł nowy czynnik, negatywnie rzutujący na sprzedaż dewelopera – pogarszająca się sytuacja rynkowa. Ronson znalazł w 1Q 2022 r. nabywców na 99 jednostek vs 111 kwartał wcześniej i 355 rok wcześniej. Cel sprzedażowy na bieżący rok wynosi ok. 700 jednostek.
- Oferta na koniec 2021 r. wyniosła 785 jednostek vs 604 kwartał wcześniej i 651 rok wcześniej. Licząc po PUM oferta jest jednak niższa – wg. stanu na koniec 2021 r. wyniosła 36,0 tys. PUM vs 30,6 tys. kwartał wcześniej i 44,7 tys. rok wcześniej. Ronson komunikował chęć znaczącego uzupełnienia oferty w 2Q 2022 r., co powinno pozwolić notować wyższą sprzedaż.
- Liczba przekazanych jednostek wyniosła 283 w 1Q 2022 r., 375 w 4Q 2021 r. i 185 w 1Q 2021 r. Przekazywane w pierwszym kwartale lokale pochodziły z projektów, których realizację emitent zakończył jeszcze w ubiegłym roku, lecz nie zdążył ich przekazać. W 2022 r. Ronson planuje zakończyć realizację 677 lokali, z czego 524 wg. stanu na koniec 2021 r. były już sprzedane. Sumując wymienione liczby, szacujemy tegoroczny potencjał przekazań na 800-900 jednostek vs 1007 w 2021 r., przy założeniu braku opóźnień.
- Dług netto dewelopera wyniósł 175,9 mln zł vs 58,7 mln zł kwartał wcześniej i 112,6 mln zł rok wcześniej. W stosunku do kapitału własnego 41,9% vs 14,4% na koniec 3Q 2021 r. i 29,6% na koniec 2020 r.. Wzrost zadłużenia w ostatnim kwartale należy identyfikować z nakładami na grunty, które wyniosły ok. 110,9 mln zł. Łączna wartość umów przyrzeczonych oraz przedwstępnych zawartych w 2021 r. to ok. 440,8 mln zł, z czego do opłacenia pozostała kwota 236,5 mln zł. Inwestycje w bank ziemi można więc śmiało uznać jako znaczne: obejmują ok. 5,9 tys. lokali, ok. 295 tys. PU.
- Mimo istotnych nakładów nie spodziewamy się by ich sprostanie nastręczało emitentowi znacznych trudności. W lutym deweloper poinformował o dwóch umowach z kilkoma funduszami zagranicznymi, które zobowiązały się do zainwestowania w emitenta łącznie 60 mln szekli izraelskich, tj. ok. 78,5 mln zł.
- Inwestycje tych funduszy należy wiązać z rozszerzeniem działalności emitenta o segment PRS, o czym pisaliśmy w poprzedniej edycji opracowania. W tym też celu, co było też oczekiwane, akcjonariusz dominujący ogłosił przymusowy wykup i zdjął spółkę z giełdy. W dalszym ciągu emitent zamierza być obecny na rynku Catalyst.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2021	4Q 2021
Przychody	1 034,5	1 115,2	1 105,3	641,0	1 299,9
Zysk brutto ze sprz.	266,8	275,4	305,0	193,0	370,1
Marża brutto ze sprz.	25,8%	24,7%	27,6%	30,1%	28,5%
EBIT	224,0	239,4	269,2	165,3	490,6
Marża EBIT	21,7%	21,5%	24,4%	25,8%	37,7%
Zysk netto	181,5	202,1	213,5	130,6	397,1
Marża netto	17,5%	18,1%	19,3%	20,4%	30,5%
Kapitał własny	705,0	777,2	970,9	1 202,1	1 380,4
Zadłużenie finansowe	721,9	706,0	570,5	770,7	642,7
Kredyty i inne	313,1	197,1	65,4	160,7	30,0
Obligacje	408,8	508,9	505,0	610,0	612,6
% obligacji w zadłużeniu	56,6%	72,1%	88,5%	79,1%	95,3%
Srodki pieniężne i ekwiwalenty	285,8	374,0	178,1	354,8	296,9
Dług netto	436,1	331,9	392,3	416,0	345,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	69,5%	67,7%	62,3%	66,4%	60,3%
Dług netto/KW	61,9%	42,7%	40,4%	34,6%	25,1%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

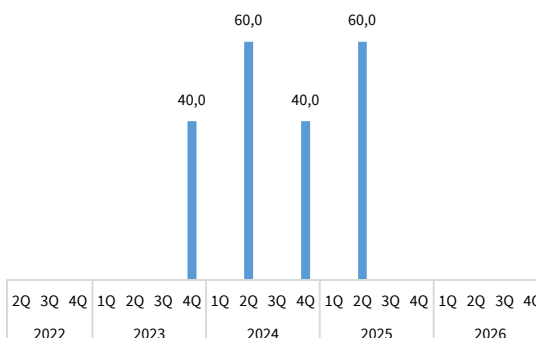


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2021	4Q 2021
Przychody	294,1	232,6	401,2	349,4	480,9
Przychody	291,8	223,5	400,3	348,7	457,7
Zysk brutto ze sprz.	43,4	41,5	85,2	62,1	86,5
Marża zysku ze sprz	14,9%	18,6%	21,3%	17,8%	18,9%
Zysk brutto ze sprz.	45,7	44,3	86,2	62,8	84,7
Marża brutto ze sprz.	15,5%	19,1%	21,5%	18,0%	17,6%
Kapitał własny	343,5	350,5	379,8	408,5	420,0
Zadłużenie finansowe	243,2	200,8	230,1	253,9	250,8
Kredyty i inne	37,7	12,9	0,0	1,4	1,6
Obligacje	205,5	188,0	230,1	252,5	249,2
% obligacji w zadłużeniu	84,5%	93,6%	100,0%	99,5%	99,4%
Srodki pieniężne i ekwiwalenty	68,5	91,8	117,5	195,2	74,9
Dług netto	174,7	109,1	112,6	58,7	175,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	57,3%	62,8%	59,5%	57,5%	56,5%
Dług netto/KW	50,9%	31,1%	29,6%	14,4%	41,9%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

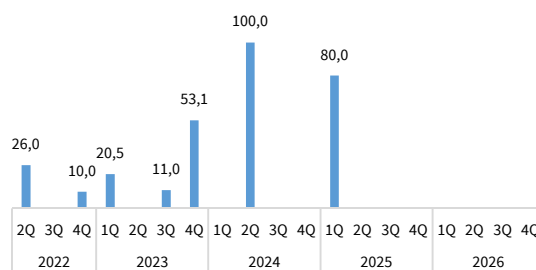
Informacje ze spółek

Victoria Dom

- W 1Q 2022 r. deweloper podpisał umowy na sprzedaż 311 lokali vs 316 kwartał wcześniej (-1,6% q/q) i 506 rok wcześniej (-38,5% r/r). Victoria Dom poinformowała, że w bieżącym roku liczy na sprzedaż porównywalną lub nieco niższą do ubiegłorocznej, która wyniosła 1607 lokali. Spełnienie tego celu będzie wymagało od emitenta sprzedaży na poziomie ok. 400 jednostek kwartalnie, co samo w sobie nie jest poziomem przesadnie wysokim jak na możliwości dewelopera. Natomiast w sytuacji mocno rosnących cen nieruchomości oraz spadku zdolności kredytowej nabywców cel należy uznać za ambitny.
- Deweloper nie opublikował jeszcze sprawozdania finansowego za 2021 r. Z tego względu najświeższe dane, którymi dysponujemy dotyczą 1H 2021 r.
- We wspomnianym raporcie Victoria Dom zaraportowała 49,3 mln zł przychodów vs 61,7 mln zł rok wcześniej, bardzo dobrą, 37,2% marżę brutto ze sprzedaży vs 29,6% rok wcześniej i stratę netto na poziomie 9,3 mln zł vs zysk rok wcześniej w kwocie 3,8 mln zł.
- Emitent był relatywnie mocno zalewarowany w porównaniu do grupy porównawczej. Dług netto wynosił 189,0 mln zł vs 93,0 mln zł na koniec 2020 r. i wobec 137,2 mln zł rok wcześniej. W stosunku do kapitału własnego zadłużenie netto wynosiło kolejno 77,6% na koniec 1H 2021 r., 33,5% na koniec 2020 r. i 70,9% na koniec 1H 2020 r. Sugerując się jednak, podobnie jak w większości spółek porównawczych, dobrymi wynikami sprzedaży w zeszłym roku oraz tradycyjnie większością przekazania w drugiej połowie roku, należy oczekiwać zauważalnej poprawy sytuacji finansowej emitenta.
- Ponadto, deweloper przez kilka ostatnich lat realizował strategię dynamicznego rozwoju, dzięki czemu, korzystając na dobrej koniunkturze rynkowej, notował nadwyżkę sprzedaży nad przekazaniami. W obecnym roku plany w zakresie sprzedaży są nieco bardziej stonowane, co oznacza potencjalnie mniejszą liczbę rozpoczętych projektów, a tym samym mniejsze zapotrzebowanie na kapitał obrotowy i finalnie poprawę przepływów operacyjnych.

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

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Słownik pojęć

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

Przyjęta w raporcie metodologia

- Naszą analizą objętych zostało 13 deweloperów mieszkaniowych, posiadających obligacje wprowadzone na Catalyst
- Dług finansowy = zobowiązania z tyt. kredytów + zobowiązania z tyt. wyemitowanych obligacji + inne zobowiązania finansowe (bez uwzględnienia zmian wynikających z MSSF 16, o ile było to możliwe)
- Dług netto = zobowiązania finansowe – środki pieniężne i ich ekwiwalenty (z wyłączeniem środków pieniężnych o ograniczonej możliwości dysponowania)
- $DN / KW = \frac{\text{dług netto}}{\text{kapitał własny}}$
- Marża brutto ze sprzedaży = $\frac{\text{zysk brutto ze sprzedaży}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- Marża EBIT = $\frac{EBIT}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- Marża netto = $\frac{\text{zysk netto}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia = $\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem}}$
- % obligacji w zadłużeniu = $\frac{\text{zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji}}{\text{dług finansowy}}$

Zastrzeżenie

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

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

Autorzy materiału: Kamil Jędrej

Zakończenie sporządzenia nastąpiło 10.05.2022 r. o godz. 10:50

Dane kontaktowe

Tomasz Puzyrewicz

Wicedyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: 881 566 177

Mail: tomasz.puzyrewicz@dmnavigator.pl

Kamil Jędrej

Analitik Departamentu emisji obligacji

Mail: kamil.jedrej@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