
Navigator Dom Maklerski[®]

Value delivered.

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 3Q 2017 r.

Warszawa, październik 2017

Podsumowanie

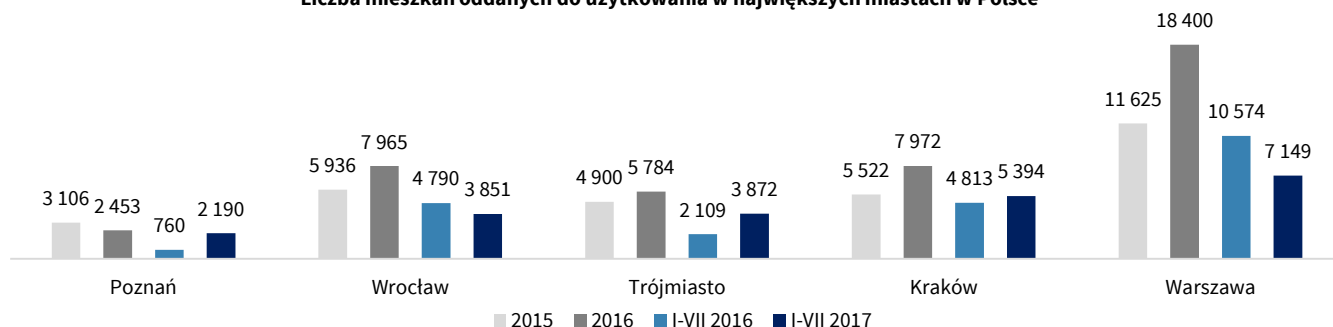
- Pierwsze trzy kwartały 2017 r. były okresem dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym. Utrzymanie się niskich stóp procentowych oraz stabilny poziom cen mieszkań w największych miastach pozwalają na kontynuację **optymizmu deweloperów**, **widocznego w znaczącym wzroście udzielonych pozwoleń na budowę nowych mieszkań** w okresie styczeń-sierpień (+30,2% r/r).
- Mimo dobrej sytuacji makroekonomicznej w najbliższej przyszłości dużego znaczenia mogą nabrać **ryzyka społeczno-polityczne**, takie jak **programy rządowe** (Mieszkanie+), **migracje** (emigracja ekonomiczna Ukraińców do Europy Zachodniej), bądź **wzrost stóp procentowych**.
- Analizowani deweloperzy skorzystali ze sprzyjającej koniunktury i kontynuowali bicie rekordów sprzedażowych – w okresie 1-3Q 2017 r. czternaście podmiotów **sprzedało o 25,8% więcej lokali niż w analogicznym okresie 2016 r.** Tak wysoki poziom sprzedaży **pozwala optymistycznie patrzeć na możliwość realizacji przyjętych przez zarządy spółek bardzo ambitnych celów sprzedażowych na 2017 r.**, zrealizowanych już średnio w 80%.
- W ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy 2017 r. odnotowano o 3,2% mniej przekazania niż w analogicznym okresie 2016 r., lecz bardzo dobre wyniki sprzedaży w 2016 r. i 1-3Q 2017 r. pozwalają spodziewać się wzrostu przychodów analizowanych spółek w całym 2017 i 2018 r. **Ze względu na cykl budowlany można się spodziewać znacząco wyższej liczby przekazania w czwartym kwartale.**
- Obserwowany jest **wzrost zadłużenia finansowego** deweloperów w ostatnich latach, za sprawą zwiększającej się skali działalności. Jednocześnie, analizowane podmioty starają się utrzymywać **wysokie saldo środków pieniężnych**, by móc szybko reagować na okazje inwestycyjne w postaci zakupu atrakcyjnych gruntów. Na koniec 1H 2017 r. analizowani deweloperzy posiadali na rachunkach około 2,0 mld zł środków pieniężnych, natomiast dług netto utrzymał się na podobnym poziomie.
- Najbardziej zadłużonymi spółkami na koniec 1H 2017 r. są **Atal**, **Polnord** oraz **Murapol**. Brak LC Corp na pierwszy miejscu najbardziej zadłużonych deweloperów to efekt wydzielenia działalności komercyjnej od mieszkaniowej przez zespół DM Navigator. W ostatnich miesiącach znacząco zadłużył się Murapol za sprawą kilku emisji obligacji. Jedyнным deweloperem posiadającym wyższe saldo gotówki od salda zobowiązań finansowych na koniec 1H 2017 r. był **Dom Development**.
- W dalszym stopniu spada udział kredytów bankowych i innych zobowiązań finansowych w strukturze zadłużenia deweloperów **na rzecz obligacji** – na koniec 1H 2017 r. udział finansowania obligacyjnego w strukturze zadłużenia finansowego analizowanych deweloperów mieszkaniowych wynosiła około 65,5%.
- W pierwszych trzech kwartałach 2017 r. deweloperzy wyemitowali obligacje o wartości ponad 770 mln zł, z czego większość jest zastugą udanych emisji **Murapolu**, **Atalu**, **Marvipolu**, **Lokum Deweloper**, **J.W. Construction** oraz **Ronson**. W czwartym kwartale 2017 r. deweloperzy są zobowiązani wykupić papiery o wartości ponad 163 mln zł. W 2018 r. natomiast upływa termin zapadalności obligacji o wartości **ponad 637 mln zł**. Według naszych prognoz, deweloperzy będą chcieli zrefinansować te obligacje poprzez nowe emisje.
- Naszą analizą objętych zostało **15 deweloperów mieszkaniowych**, posiadających obligacje wprowadzone na **Catalyst** o łącznym **outstandingu** przekraczającym 15 mln zł, tj.: **Archicom SA**, **Atal SA**, **Developres Sp. z o. o.**, **Dom Development SA**, **i2 Development SA**, **J.W. Construction SA**, **LC Corp SA**, **Lokum Deweloper SA**, **Marvipol SA**, **Murapol SA**, **Polnord SA**, **Robyg SA**, **Ronson Europe NV**, **Vantage Development SA** oraz **Victoria Dom SA**.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

Rosnąca liczba wydanych pozwoleń na budowę wskazująca na optymizm wśród deweloperów

Pierwsze osiem miesięcy 2017 r. było okresem kontynuacji dobrej koniunktury na rynku deweloperskim. Według danych GUS w okresie styczeń-sierpień 2017 r. deweloperzy oddali do użytkowania 53.241 mieszkań, co jest wynikiem o 12,6% wyższym niż w analogicznym okresie 2016 r., kiedy odnotowano wzrost rzędu 37,2% względem 2015 r. Interesującym zjawiskiem jest kontynuacja spadków liczby mieszkań oddanych do użytkowania w niektórych największych miastach w Polsce. Na szczególną uwagę zasługuje znaczący spadek liczby mieszkań oddanych do użytkowania w Warszawie (-3.425 lokali, -32,4% r/r) oraz duże wzrosty w Poznaniu (+1.430 lokali, +188,2% r/r) i Trójmieście (+798 lokali, 57,4% r/r). Tak znaczne wahania mogą jednak być związane z cyklem budowlanym, sprawiającym, że większość mieszkań oddawanych jest do użytkowania pod koniec roku oraz harmonogramami inwestycji największych deweloperów.

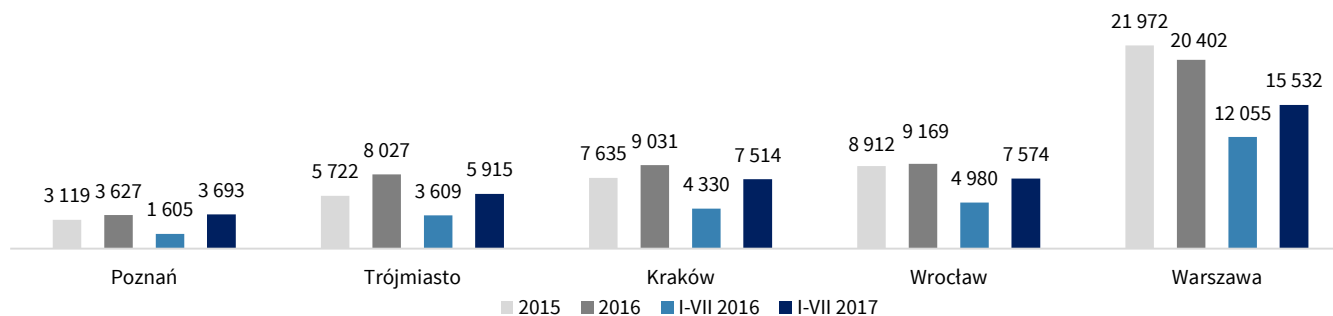
Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w największych miastach w Polsce



Źródło: GUS

W porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku w 2017 nastąpił istotny wzrost liczby mieszkań, dla których wydano pozwolenia na budowę – w przypadku deweloperów mieszkaniowych liczba ta wyniosła 87.761 mieszkań, co oznacza 30,2% wzrost w stosunku do okresu styczeń-sierpień 2016 r. We wszystkich największych miastach w Polsce odnotowano wzrost liczby udzielonych pozwoleń na budowę nowych mieszkań. Po raz kolejny relatywnie największy wzrost zanotowano w Poznaniu (+130,1% r/r), na uwagę zasługują też silnie rosnące wolumeny liczby udzielonych pozwoleń na budowę w Krakowie (+3.184 r/r) oraz Warszawie (+3.477 r/r).

Liczba mieszkań, na których budowę wydano pozwolenia w największych miastach w Polsce w okresie styczeń-lipiec w latach 2016 i 2017

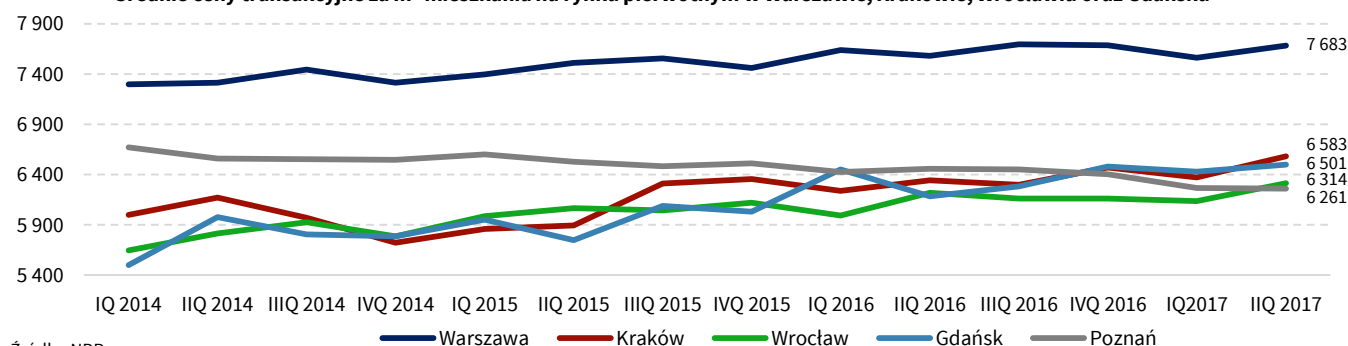


Źródło: GUS

Wzrost cen transakcyjnych na czterech największych rynkach przy stabilizacji cen w Poznaniu

Drugi kwartał 2017 r. był okresem wzrostu cen transakcyjnych metra kwadratowego mieszkania na rynku pierwotnym na rynkach największych miast w Polsce. Liderami wzrostów były rynki miast południowej Polski – Wrocławia i Krakowa, gdzie w ujęciu kwartalnym ceny wzrosły o 3,3% i 2,9%. W ujęciu rocznym to jednak na gdańskim rynku mieszkaniowym ceny wzrosły najszybciej – w porównaniu do 2Q 2016 r. ceny transakcyjne w tym mieście wzrosły o 5,2%. Ceny na rynku warszawskim w dalszym ciągu umiarkowanie rosną, w ostatnim kwartale w tempie 1,3% r/r. W analizowanym okresie nieco wyhamował zapoczątkowany w 2015 r. trend spadkowy cen mieszkań w Poznaniu – w porównaniu do 1Q 2017r. ceny transakcyjne utrzymywały się na stałym poziomie.

Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkania na rynku pierwotnym w Warszawie, Krakowie, Wrocławiu oraz Gdańsku



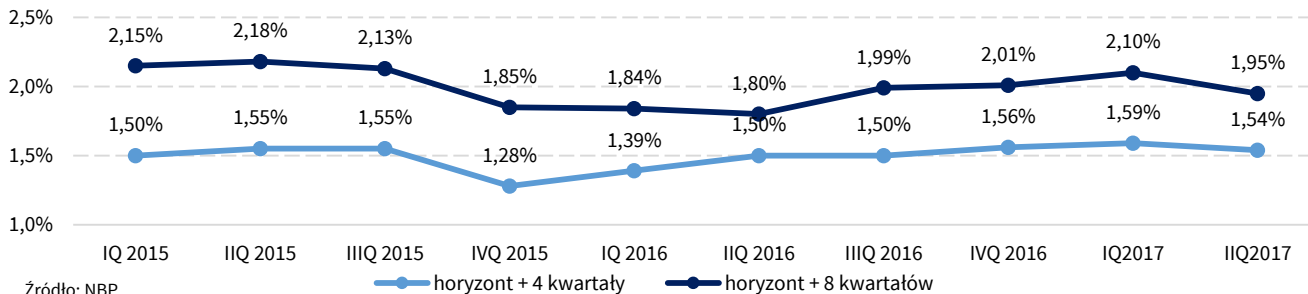
Źródło: NBP

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Stabilne otoczenie makroekonomiczne oraz istotne ryzyka społeczno-polityczne

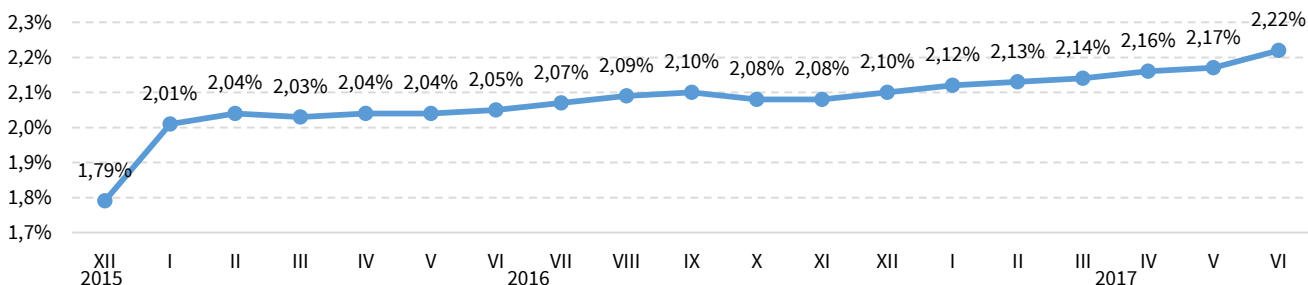
Pierwsze trzy kwartały 2017 r. upłynęły pod znakiem kontynuacji bardzo dobrej koniunktury w polskiej gospodarce – w ostatnich miesiącach odnotowano wysokie tempo wzrostu PKB, zaś wartości produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej istotnie przekroczyły oczekiwania ekonomistów. Co więcej, istotnie przyspieszył nominalny wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, który w sierpniu osiągnął największą wartość od 2012 r. Choć dobra koniunktura korzystnie wpływa na popyt na mieszkania, to jednocześnie rośnie ryzyko wzrostu stóp procentowych – konsensus PAP wskazuje, że już 3 członków RPP może być nastawionych negatywnie do utrzymania stóp procentowych na obecnych poziomach w najbliższych kwartałach. Możliwość podniesienia stóp w najbliższych latach potwierdza konsensus analityków największych instytucji finansowych w Polsce, którzy spodziewają się lekkiego podniesienia stóp do końca II kwartału 2019 r. Wg wyników ankiety makroekonomicznej przeprowadzonej przez NBP w 2Q 2017 r. ekonomiści spodziewają się, że średnia wartość stopy referencyjnej w 2018 r. wyniesie 1,63%, co oznaczałoby wzrost o 0,13 p.p. w stosunku do aktualnej wartości, zaś w 2019 r. średnia wartość tego wskaźnika wyniesie 2,06%, co oznaczałoby wzrost o 0,56 p.p.

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



Jednym z czynników oddziałujących w negatywny sposób na rynek mieszkaniowy jest dalszy umiarkowany wzrost średniej marży kredytu hipotecznego, zapoczątkowany w 2015 r. w konsekwencji wprowadzenia podatku od aktywów bankowych. Po stabilizacji w pierwszej połowie 2016 r. poziom średniej marży stopniowo rośnie, co jest zjawiskiem negatywnym z punktu widzenia popytu na nowe mieszkania finansowane kredytem hipotecznym.

Średnia marża kredytu hipotecznego w okresie wrzesień 2015 r. – czerwiec 2017 r.



Czynnikiem, który może mieć istotny wpływ na popyt na nowe mieszkania jest polityka mieszkaniowa rządu, a w szczególności uruchomienie programu Mieszkanie+. Rządowy program mieszkań na wynajem zyskuje coraz bardziej znaczącą skalę – zarząd BGK Nieruchomości oczekuje, że do końca 2017 r. rozpocznie budowę 10 tys. mieszkań, a pierwsze inwestycje zostaną oddane do użytkowania w pierwszej połowie 2018 r. Należy jednak zwrócić uwagę, że większość mieszkań wybudowanych w ramach programu Mieszkanie+ powstanie w mniejszych miastach, w których obecność analizowanych deweloperów jest bardzo ograniczona. Ponadto w dużej mierze program skierowany będzie dla osób, które mają ograniczoną zdolność kredytową i z tego powodu nie stanowią grupy docelowej analizowanych spółek. Co więcej, niektórzy deweloperzy (np. Polnord) zapowiadają budowę mieszkań objętych programem, więc istnieje możliwość, że budowa mieszkań na potrzeby programu Mieszkanie+ stanie się dodatkowym źródłem ich przychodów. Wg prezesa BGK Nieruchomości, tego typu współpracę szczególnie zainteresowani są mniejsi deweloperzy, którzy gotowi są na rezygnację z dużej części swojej marży w zamian za możliwość zwiększenia skali swojej działalności dzięki współpracy z dużym i stabilnym partnerem. Duże zainteresowanie na rynku deweloperskim wzbudza również ustawa o REIT-ach, które wg zapowiedzi rządu mają być skoncentrowane wyłącznie na rynku mieszkaniowym. REIT-y mogą stać się istotnym źródłem popytu na mieszkania budowane z myślą o wynajmie, co może być w przyszłości stymulować sprzedaż wiodących deweloperów.

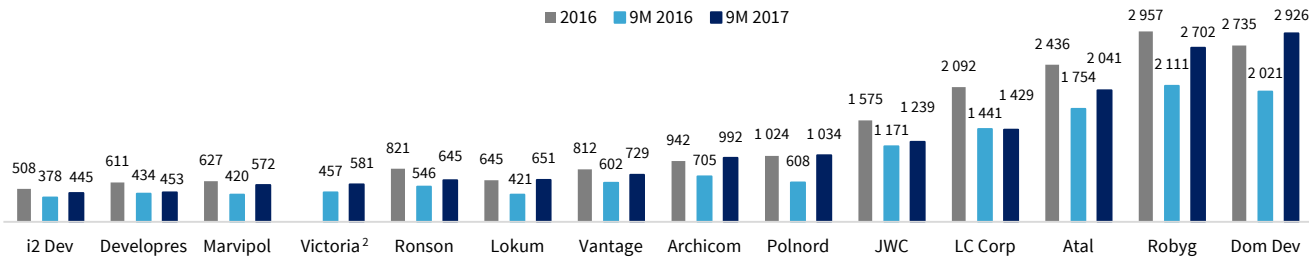
Istotnym elementem ryzyka dla deweloperów mieszkaniowych byłoby też umożliwienie pracy w krajach Unii Europejskiej obywatelom Ukrainy. Potencjalna emigracja znaczącej części obecnych w Polsce Ukraińców do krajów Europy Zachodniej może wywołać spadek popytu na nowe mieszkania, zarówno nabywane przez Ukraińców planujących osiedlić się na stałe w Polsce, jak i Polaków w celach inwestycyjnych. Ponadto odpływ pracowników o niskich wymaganiach płacowych może spowodować wzrost kosztów budowy realizowanych inwestycji oraz pogorszenie rentowności działalności deweloperskiej. Na chwilę obecną brak jest informacji na temat potencjalnego otwarcia rynku pracy w Unii Europejskiej dla obywateli Ukrainy, zaś szacunki Ukraińskiego Centrum Analitycznego wskazują, że do końca 2017 r. w Polsce będzie pracowało już ponad 2 mln Ukraińców.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

■ Bardzo dobra sprzedaż oraz nieznacznie niższa liczba przekazanych lokali

Pierwsze trzy kwartały 2017 r. były bardzo udanym okresem dla deweloperów z rynku Catalyst pod względem sprzedanych lokali – analizowani przez nas deweloperzy sprzedali w formie umów deweloperskich i przedwstępnych **16 439 lokali** w porównaniu do **13 069 lokali** w analogicznym okresie 2016 r. (+25,8% r/r). Prawie wszystkie spółki poprawiły sprzedaż, a najlepiej pod tym względem wypadli: Polnord (+70,1% r/r), Lokum (+54,6% r/r) oraz Dom Development (+44,8% r/r). Z uwagi na rozpoznawanie przychodów przez deweloperów w momencie przekazania lokali nabywcom **wysokie wolumeny sprzedaży w 2016 r. i pierwszych trzech kwartałach 2017 r. powinny przełożyć się na istotną poprawę wyników finansowych analizowanych spółek za 2017 i 2018 r.**

Sprzedaż lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 9M 2016 r. i 9M 2017 r.¹



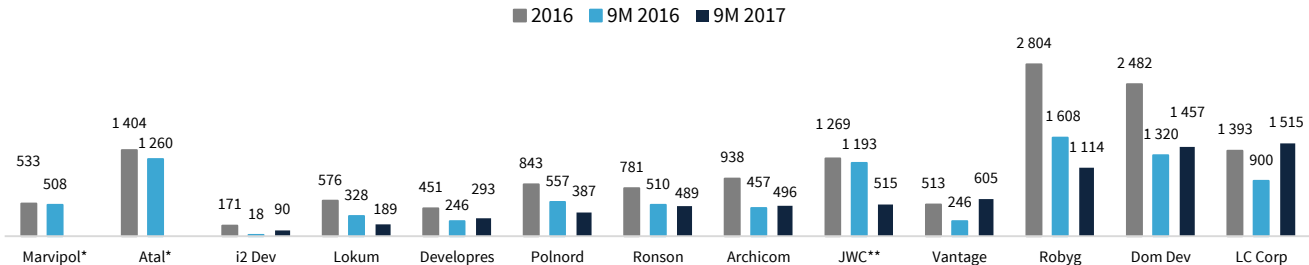
¹ Bez uwzględnienia Murapolu ze względu na brak danych porównywalnych za pierwsze trzy kwartały 2016 i 2017 r.

² Brak danych za 2016 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich.

W ciągu pierwszych trzech kwartałów 2017 r. analizowane podmioty **przekazały 7 150 lokali** przy **7 383 lokalach** w analogicznym okresie 2016 r. (-3,2% r/r). Pięciu z jedenastu deweloperów, którzy opublikowali porównywalne dane, zanotowało spadek liczby przekazanych lokali w porównaniu z pierwszymi trzema kwartałami 2016 r. Szczególnie wysokie spadki zanotowały J.W. Construction (-56,8% r/r), Lokum (-42,4% r/r) oraz Robyg (-30,7% r/r). Wyniki te mogą jednak ulec znacznej poprawie w czwartym kwartale 2017 r., gdyż sprzedaż tych podmiotów w 2016 r. była wysoka, a z racji na cykl budowlany sprzedane mieszkania zostaną rozpoznane przede wszystkim w przychodach ostatniego kwartału. Dla przykładu Lokum i Dom Development zapowiadają wręcz, że większość lokali, które planują rozpoznać w wynikach 2017 r. zostanie przekazana w czwartym kwartale. Największym tempem wzrostu liczby przekazanych mieszkań w analizowanym okresie charakteryzowały się i2 Development (+400,0% r/r), Vantage (+145,9% r/r) oraz LC Corp (+68,3% r/r).

Przekazania lokali wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1-3Q 2016 r. i 1-3Q 2017 r.



* Brak danych za 3Q 2017 r.

** Szacunkowe dane Spółki.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich.

Część deweloperów podała do publicznej wiadomości cele sprzedażowe na 2017 r., w których **zakładają sprzedaż mieszkań na poziomie wyższym niż w 2016 roku**. Większości deweloperów udało się osiągnąć poziom realizacji celu rocznego przekraczający 75%. Na szczególną uwagę zasługuje Dom Development, który dzięki przejęciu Eurostylu **niemalże osiągnął już zakładany cel roczny**, oraz Archicom, który po przejęciu mLocum **podniósł cel sprzedażowy o 250 lokali**. Lokum Deweloper oraz Ronson Europe zrealizowały swój cel w około 65%, w związku z czym deweloperzy ci muszą liczyć na bardzo dobre wyniki sprzedażowe w czwartym kwartale.

Deweloper	Cel sprzedażowy na 2017 r.	Sprzedaż 9M 2017 r.	Stopień realizacji celu
Ronson	1 000	645	64,5%
Lokum	1 000	651	65,1%
Archicom	1 450	992	68,4%
Atal	2 700 - 2 900	2 041	75,6% ¹
Vantage	900	729	81,0%
Marvipol	700	572	81,7%
Robyg	3 300	2 702	81,9%
JWC	1 500 - 1 700	1 239	82,6% ¹
Dom Dev	3 000	2 926	97,5%

¹ Stopień realizacji jako stosunek sprzedaży do dolnych widełek celu sprzedażowego

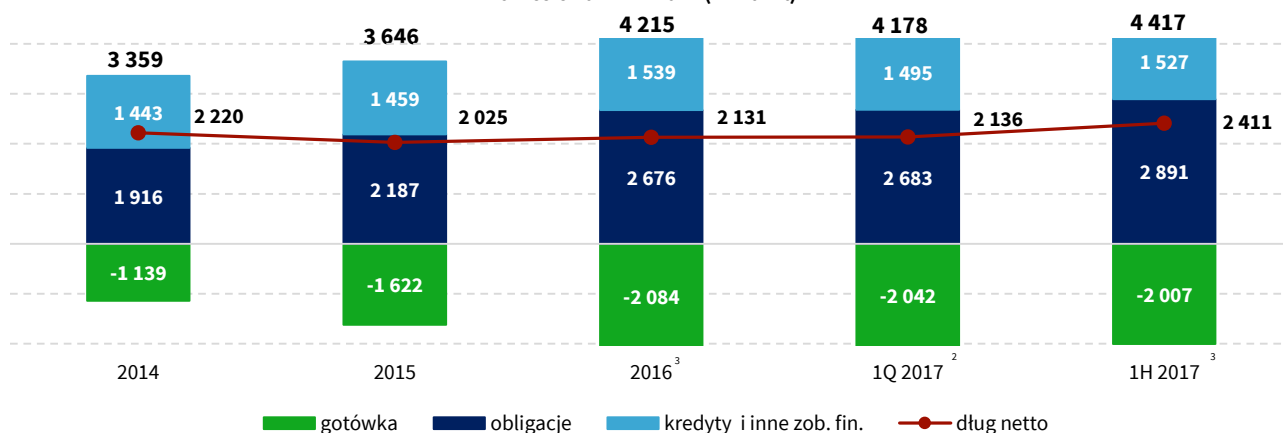
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

Rosnący udział obligacji w strukturze zadłużenia finansowego deweloperów

Całkowite zadłużenie analizowanych deweloperów wzrosło q/q o **5,7%** i na koniec pierwszego półrocza 2017 r. wyniosło **4,42 mld zł** względem pierwszego kwartału b.r. Znacząco wzrosło w tym okresie zadłużenie z tytułu obligacji (**+7,7% q/q**) i wyniosło na koniec 1H b.r. **2,89 mld zł**. Po raz kolejny obserwujemy **utrzymanie struktury zadłużenia deweloperów, z przewagą obligacji korporacyjnych**, których udział na koniec pierwszego półrocza 2017 r. wyniósł **65,5%**, wobec **64,2%** na koniec 1Q 2017 r. oraz **63,5%** na koniec 2016 r. Powyższa tendencja utrzymuje się m.in. za sprawą bardzo dobrej koniunktury na rynku deweloperskim. Deweloperzy w dalszym ciągu finansują swoją działalność przy użyciu obligacji korporacyjnych, które **umożliwiają rozbudowę banku ziemi, dają większą elastyczność w dysponowaniu pozyskanymi środkami, a także mogą być wykorzystane do finansowania wczesnych etapów inwestycji**. W drugim kwartale znacząco wzrosło zadłużenie z tytułu obligacji i kredytów, przy symbolicznym wzroście salda środków pieniężnych, co wskazuje na duże zapotrzebowanie na gotówkę dynamicznie rozwijających się deweloperów. Powyższe czynniki wpłynęły na wzrost długu netto, który na koniec 1H 2017 r. wyniósł **2,41 mld zł**.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2014-1H 2017 (w mln zł)¹



¹ W przypadku LC Corp oraz Vantage wydzielone segmenty mieszkaniowe, zaś w przypadku Marvipolu wydzielono segment deweloperski.

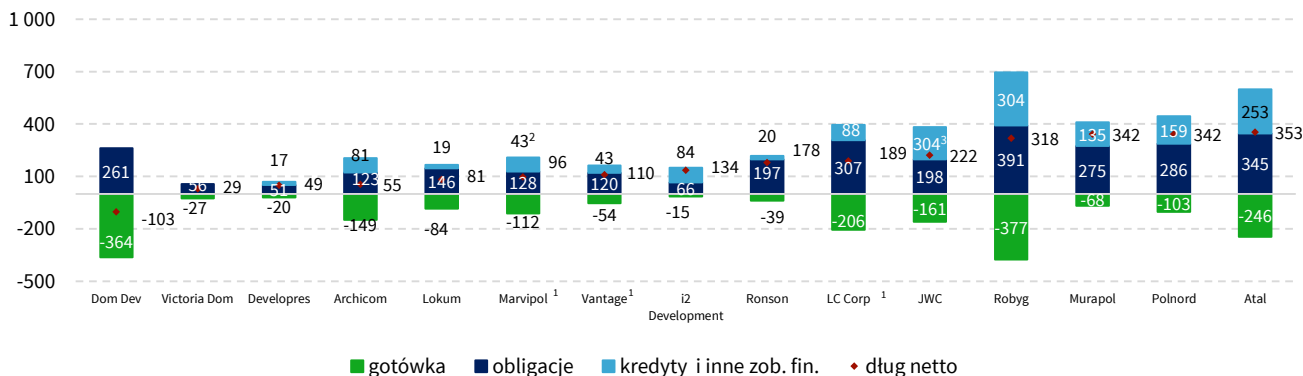
² Wobec braku informacji o wartości zadłużenia na koniec 1Q 2017 r. w przypadku Murapolu i Victoria Dom wykorzystano dane na koniec 2016 r.

³ Uwzględniające dane pro-forma Murapolu

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

W pierwszym półroczu 2017 r. doszło do przetasowań na pierwszych pozycjach najbardziej zadłużonych deweloperów. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że w przypadku LC Corp zespół DM Navigator wydzielił zobowiązania segmentu mieszkaniowego Spółki, co przełożyło się na mniejszy poziom zadłużenia dewelopera. Największym zadłużeniem finansowym charakteryzuje się Atal, którego dług netto na koniec 1H 2017 r. wyniósł ponad **353 mln zł**. Niewiele mniejsze zadłużenie mają Polnord oraz Murapol (po **342 mln zł**). Warto zaznaczyć, że tylko 5 spośród 15 deweloperów **zmniejszyło zadłużenie netto** w pierwszym półroczu 2017 r. wobec pierwszego kwartału b.r. Wśród nich znajdują się J.W. Construction, LC Corp, Polnord, Robyg oraz Vantage Development. Wciąż jedynym deweloperem utrzymującym wyższe saldo gotówki od zobowiązań finansowych jest Dom Development, pomimo że w drugim kwartale b.r. sfinalizował transakcję zakupu trójmiejskiego dewelopera Eurostyl. Struktura zadłużenia w dalszym ciągu ulega zmianie na korzyść obligacji korporacyjnych – u **13** emitentów wartość zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji przewyższa wartość zadłużenia z tytułu zaciągniętych kredytów i innych zobowiązań finansowych.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan gotówki, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 1H 2017 r. (w mln zł)



¹ Zadłużenie oraz środki pieniężne przypisane do segmentu mieszkaniowego oraz deweloperskiego (w przypadku Marvipolu)

² 37,6 mln zł stanowią leasingi finansowe

³ 57,3 mln zł stanowią leasingi finansowe

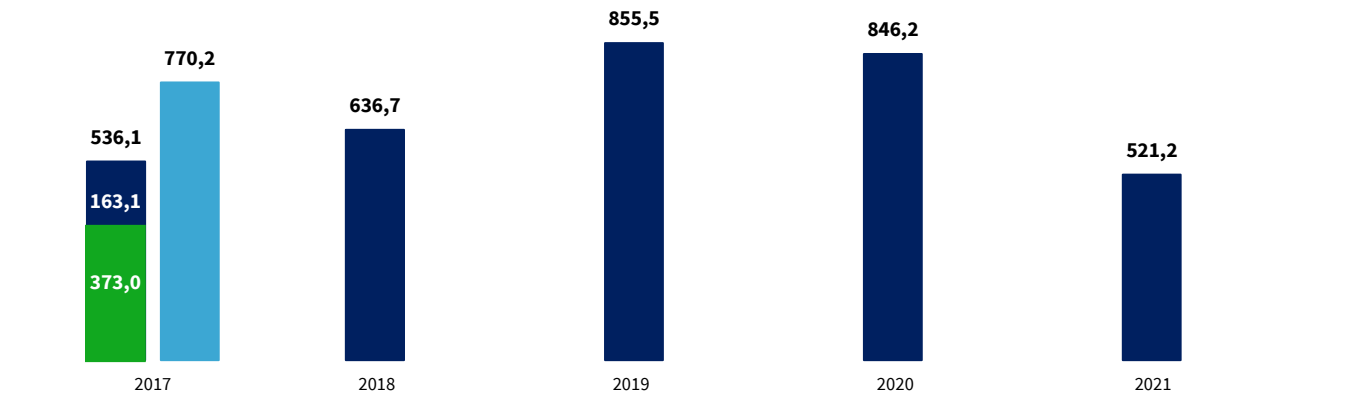
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza sytuacji deweloperów z Catalyst

Prawdopodobna chęć refinansowania obligacji zapadających do końca 2018 r.

W trzecim kwartale 2017 r. deweloperzy wyemitowali obligacje o wartości **157 mln zł**, co może być efektem sezonu wakacyjnego, zaś w okresie dziewięciu miesięcy wartość ta osiągnęła poziom ponad **770 mln zł**. Co istotne, wartość emisji w tym okresie była blisko dwukrotnie wyższa niż wartość wykupów. W pierwszych dziewięciu miesiącach 2017 r. badane podmioty wykupiły papiery dłużne o wartości **373 mln zł**, z czego **83 mln zł** stanowiły wykupy przedterminowe. W czwartym kwartale deweloperzy są zobowiązani wykupić obligacje o wartości **163 mln zł**, natomiast w 2018 r. o blisko **636 mln zł**. Apogeum wykupów przypada natomiast na lata 2019-2020, które są wynikiem emisji z lat 2016-2017. Wartość obligacji do wykupu w tym okresie przekracza **1,70 mld zł**.

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych emitentów.

- Obligacje do wykupu w latach 2017-2021
- Obligacje wykupione w 1Q-3Q 2017 r.
- Obligacje wyemitowane w 1Q-3Q 2017 r.

Analizowani deweloperzy nie zwalniają tempa i plasują kolejne emisje na rynku. W pierwszych dziewięciu miesiącach 2017 r. **aż 11 spośród analizowanych podmiotów** wyemitowało obligacje o łącznej wartości około **770 mln zł**. Oznacza to wzrost **17,6% r/r**, kiedy w analogicznym okresie 2016 r. deweloperzy wyemitowali obligacje o wartości **655 mln zł**. Najaktywniejszą spółką na rynku długu był **Murapol**, który wyemitował **6 serii** obligacji o wartości ponad **162 mln zł** (w tym 3 serie o wartości **109 mln zł**, wyemitowane przez spółki zależne – Abadon Real Estate oraz Aoram sp. z o.o.). Na kolejnych pozycjach znajduje się **Atal** (3 serie obligacji o łącznej wartości 98,5 zł, z czego 58,5 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane z głównym akcjonariuszem spółki) oraz **Marvipol**, który zgodnie z zapowiedziami wyemitował obligacje serii T o wartości **80 mln zł**. Na koniec 3Q 2017 r. największy outstanding obligacji posiada **Robyg** (blisko **390 mln zł**) oraz za sprawą wcześniejszych emisji **Atal** (ponad **350 mln zł** – należy jednak pamiętać, że blisko **120 mln zł** stanowią obligacje objęte przez podmioty powiązane). W najbliższym czasie swoje emisje powinni przeprowadzić J.W. Construction, który ogłosił na początku września b.r. chęć emisji obligacji o wartości około **100 mln zł** oraz Marvipol, który zapowiedział emisję o wartości **50 mln zł**. 2 października b.r. Atal emisji dokonał emisji obligacji serii AF o wartości nominalnej **80 mln zł**.

Zapadalność obligacji deweloperów w poszczególnych latach (mln zł)

Deweloper	Emisje		Wykupy					Suma do wykupu
	3Q 2017	1Q-3Q 2017	4Q 2017	2018	2019	2020	2021	
Robyg	0,0	0,0	0,0	98,9	170,0	20,0	100,0	388,9
Atal	0,0	98,5 ¹	42,6	173,2	138,5	0,0	0,0	354,3 ²
Polnord	18,0	43,2	18,5	107,5	136,8	43,2	0,0	306,0
LC Corp	0,0	0,0	0,0	50,0	50,0	65,0	140,0	305,0
Murapol ³	59,1	162,3	0,0	52,5	60,0	162,3	0,0	274,8
Dom Development	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0	100,0	110,0	260,0
Ronson Europe N.V.	0,0	70,0	0,0	54,0	50,0	35,0	70,0	209,0
J.W. Construction	0,0	70,0	72,0	0,0	0,0	121,5	0,0	193,5
Marvipol ⁴	80,1	80,1	0,0	12,7	60,0	40,0	80,1	192,8 ⁵
Lokum Deweloper	0,0	75,0	30,0	0,0	40,0	75,0	0,0	145,0
Archicom	0,0	60,0	0,0	7,9	55,4	59,5	0,0	122,8
Vantage Development ⁴	0,0	0,0	0,0	0,0	24,8	74,7	0,0	99,5
i2 Development	0,0	55,0	0,0	0,0	35,0	30,0	0,0	65,0
Victoria Dom	0,0	21,1	0,0	15,0	0,0	20,0	21,1	56,1
Developres	0,0	35,0	0,0	15,0	35,0	0,0	0,0	50,0
SUMA	157,2	770,2	163,1	636,7	855,5	846,2	521,2	3 022,7

¹ 58,5 mln zł objęte przez podmioty powiązane
² w tym 120 mln zł do podmiotów powiązanych
³ W tym 109 mln zł wyemitowane przez Abadon Real Estate oraz Aoram sp. z o.o.
⁴ Obligacje przypisane do segmentu deweloperskiego
⁵ 12,7 mln zł objęte przez podmioty powiązane
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Najważniejsze informacje ze spółek

ARCHICOM

- W 3Q 2017 r. Archicom osiągnął **rekordowo wysokie wyniki sprzedażowe – 391 lokali sprzedanych** (z czego 46 przez mLocum), co oznacza 46,4% wzrost sprzedaży w stosunku do 3Q 2016 r. Całkowita sprzedaż spółki w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy 2017 r. wyniosła **992 lokale**, co znacznie przybliżyła ją do podwyższonego celu sprzedażowego na 2017 r. na poziomie 1.450 lokali.
- W sierpniu b.r. spółka zawarła finalną umowę zakupu **51% akcji mLocum** za kwotę **55,9 mln zł**. Docelowo Archicom ma zamiar nabyć od mBanku prawie **80% akcji mLocum** za łączną kwotę **87,6 mln zł**.
- Na początku września spółka zależna Archicomu nabyła działkę w dzielnicy Wrocławia Krzyki o potencjale budowy **ok. 770 lokali za 27,5 mln zł**. Szacunkowa cena netto działki w przeliczeniu na 1 m² PUM to około 650 zł (przy zakładanej średniej powierzchni jednego lokalu na poziomie 55 m²).
- W drugiej połowie września Archicom podpisał umowę kredytową w wysokości **17,6 mln EUR oraz 4 mln zł**. Pozyskane finansowanie zostanie przeznaczone na realizację nowej inwestycji – biurowca City One we Wrocławiu.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań	611	942	366	235	601
Przekazania mieszkań	490	938	167	173	340
Przychody	147,1	270,2	49,9	66,9	116,8
Zysk brutto ze sprzedaży	45,5	72,9	10,9	21,7	32,6
Marża brutto	30,9%	27,0%	21,8%	32,4%	27,9%
Zysk netto	28,3	38,5	3,4	11,5	14,9
Marża netto	19,2%	14,2%	6,8%	17,2%	12,8%
Zadłużenie finansowe	72,5	115,8	168,8	204,1	
Obligacje	16,4	62,7	122,9	122,9	
% Obligacji w zadłużeniu	22,6%	54,1%	72,8%	60,2%	
Kredyty i inne	56,1	53,2	45,8	81,2	
Gotówka	35,6	72,8	139,5	149,4	
Dług netto	36,9	43,0	29,3	54,7	

Wydzielony segment mieszkaniowy

ATAL

- Atal w 3Q 2017 r. utrzymał bardzo dobre wyniki sprzedażowe – sprzedaż osiągnęła w tym okresie poziom **677 lokali, co było wynikiem o 17,7% lepszym niż w 3Q 2016 r.** Łącznie w ciągu pierwszych 9 miesięcy 2017 r. spółka sprzedała **2041 lokale**, poprawiając ubiegłoroczną sprzedaż o **16,4%**.
- Na początku października b.r. Atal dokonał emisji obligacji serii AF o wartości nominalnej **80 mln zł**. Środki zostaną przeznaczone na zakup gruntów oraz finansowanie przedsięwzięć deweloperskich.
- Atal podtrzymał prognozę zysku netto oraz przekazania za 2017 r., które mają wynieść odpowiednio **175-190 mln zł** przy **2,5-2,7 tys. lokali przekazanych**.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań	1 689	2 436	676	688	1 364
Przekazania mieszkań	628	1 404	501	579	1 080
Przychody	215,8	495,9	196,1	218,0	414,1
Zysk brutto ze sprzedaży	62,8	136,9	57,0	69,7	126,7
Marża brutto	29,1%	27,6%	29,1%	32,0%	30,6%
Zysk netto	47,4	93,1	41,0	52,5	93,5
Marża netto	22,0%	18,8%	20,9%	24,1%	22,6%
Zadłużenie finansowe	327,1	509,7	540,2	598,8	
Obligacje	89,9	256,9	305,5	345,4	
% Obligacji w zadłużeniu	27,5%	50,4%	56,6%	57,7%	
Kredyty i inne	237,2	252,8	234,6	253,4	
Gotówka	129,6	187,5	262,3	245,6	
Dług netto	197,5	322,2	277,9	353,3	

DEVELOPRES

- Sprzedaż Developresu w 3Q 2017 r. wyniosła **136 lokali**, w porównaniu do **199 lokali** w 3Q 2016 r. (**-31,7%**). W okresie 1-3Q 2017 r. spółka sprzedała **453 lokale**, co było wynikiem o **4,4%** lepszym niż w analogicznym okresie 2016 r.
- W 4Q b.r. Developres planuje rozpocząć realizację **I etapu Osiedla Bella Dolina** – dwóch budynków mieszkalnych o łącznej liczbie **154 lokali**. Docelowo w ramach Osiedla Bella Dolina, realizowanego w formule joint venture we współpracy z Mayland Real Estate, na działce o powierzchni 10 ha planowane jest wybudowanie **ponad 1.800 lokali mieszkalnych w 22 budynkach**. Udział Developres we wspólnym przedsięwzięciu wynosi około 67%.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań	350	611	223	94	317
Przekazania mieszkań	317	451	100	55	155
Przychody	77,1	107,2	23,1	13,3	36,4
Zysk brutto ze sprzedaży	24,9	25,8	6,2	3,5	9,7
Marża brutto	32,3%	24,1%	26,8%	26,3%	26,6%
Zysk netto	13,5	9,7	1,6	-0,7	0,9
Marża netto	17,5%	9,0%	6,9%	-5,3%	2,5%
Zadłużenie finansowe	63,9	61,7	66,7	68,4	
Obligacje	41,0	41,0	50,0	51,4	
% Obligacji w zadłużeniu	64,2%	66,5%	74,9%	75,2%	
Kredyty i inne	22,9	20,7	16,7	17,0	
Gotówka	5,4	12,7	18,3	19,9	
Dług netto	58,5	49,0	48,4	48,5	

DOM DEVELOPMENT

- Po trzech kwartałach sprzedaż Grupy Dom Development wyniosła **2.926 lokali** (z uwzględnieniem lokali sprzedanych przez Euro Styl). W efekcie Dom Development niemalże zrealizował już zamierzony cel sprzedażowy na 2017 r., przyjęty na poziomie 3.000 mieszkań. W samym 3Q 2017 r. Grupa sprzedała **1.081 lokale**, o 53,3% więcej niż w 3Q 2016 r.
- Pod koniec lipca b.r. Dom Development zawarł umowę dotyczącą nabycia za **184,6 mln zł** działki przy ulicy Powązkowskiej w Warszawie, o potencjale **1.350 lokali** i szacunkowej cenie w przeliczeniu na 1 m² PUM na poziomie 2.500 zł (przy zakładanej średniej powierzchni 1 lokalu na poziomie 55 m²).
- W niedalekiej przyszłości Dom Development **planuje szersze wejście na rynek wrocławski** – na koniec 2Q 2017 r. bank ziemi Grupy w tym mieście wynosił 132 lokale. Docelowo działalność na rynku wrocławskim ma osiągnąć skalę porównywalną do działalności Eurostylu w Trójmieście.
- Dom Development w **całym 2017 r. planuje przekazać do użytkowania 2.900 mieszkań**, co oznacza wzrost o blisko **17%** w stosunku do poziomu z 2016 r. Potencjał przekazania na 2018 r. sięga natomiast poziomu **3.500 mieszkań**.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań	2 383	2 735	806	1 039 ¹	1 845 ¹
Przekazania mieszkań	2 062	2 482	230	674 ²	904
Przychody	904,2	1 153,0	113,0	322,5	435,5
Zysk brutto ze sprzedaży	203,9	271,1	26,0	90,4	116,4
Marża brutto	22,6%	23,5%	23,0%	28,0%	26,7%
Zysk netto	80,8	125,8	-1,0	49,0	48,0
Marża netto	8,9%	10,9%	-0,9%	15,2%	11,0%
Zadłużenie finansowe	373,4	383,9	262,6	261,3	
Obligacje	273,4	383,9	262,6	261,3	
% Obligacji w zadłużeniu	73,2%	100%	100%	100%	
Kredyty i inne	100,0	0,0	0,0	0,0	
Gotówka	225,3	437,1	409,8	364,0	
Dług netto	148,1	-53,2	-147,2	-102,7	

¹ Z czego 189 lokali: sprzedaż Euro Styl

² Z czego 39 lokali: przekazane przez Euro Styl w okresie 8-30 czerwca 2017 r.

Najważniejsze informacje ze spółek

I2 DEVELOPMENT

- Sprzedaż i2 Development w 3Q 2017 r. wyniosła **192 lokale** (z czego część w ramach umów rezerwacyjnych), co oznacza poprawę wyniku z 3Q 2016 r. o 31,5%. W okresie 1-3Q 2017 r. i2 Development sprzedało **445 lokali** (+17,8% r/r).
- Na początku sierpnia b.r. spółka zależna od i2 Development zawarła przedwstępną umowę nabycia działki w dzielnicy Wrocławia Krzyki za kwotę **16,1 mln zł netto**. Na nieruchomości deweloper planuje wybudować ponad **500 lokali mieszkalnych**, a całkowita PUM wyniesie powyżej **20 000 m²**, co implikuje średnią cenę działki w przeliczeniu na 1 m² PUM na poziomie 800 zł. Rozpoczęcie inwestycji planowane jest na przełomie II i III kwartału 2018 r.
- W 3Q 2017 r. spółka zawarła dwie znaczące umowy kredytowe – kredyt na **12,5 mln EUR** przeznaczony na finansowanie projektu biurowo-usługowego „Wielka 27” oraz **57,4 mln zł** na realizację projektu mieszkaniowego „Awicenny” we Wrocławiu.

J.W. CONSTRUCTION

- JW. Construction w 3Q 2017 r. sprzedało **389 lokali** w formie umów przedwstępnych, deweloperskich i płatnych rezerwacji, wobec **438 lokali** w 3Q 2016 r. (**-11,2% r/r**). Łączna sprzedaż mieszkań spółki w okresie pierwszych 9 miesięcy wyniosła **1.239 lokali** (**+5,8% r/r**).
- Deweloper pod koniec lipca b.r. zawarł przedwstępną umowę zakupu nieruchomości w postaci lokali użytkowych i mieszkalnych w Krakowie od banku PKO BP. Wartość transakcji opiewa na **44,1 mln zł.**
- Posiadany bank ziemi umożliwia spółce realizację **17 inwestycji deweloperskich o łącznej powierzchni prawie 151 tys. m²**, co ma umożliwić wzrost sprzedaży w najbliższych latach do 1.500-2.000 lokali rocznie.
- Spółka rozważa wyemitowanie obligacji o łącznej wartości nominalnej do **100 mln zł** w trybie oferty prywatnej. Celem będzie sfinansowanie zakupu gruntów pod projekty deweloperskie.

LOKUM DEWELOPER

- Lokum Deweloper odnotował w 3Q 2017 r. sprzedaż **na poziomie 213 lokali**, co jest wynikiem **o prawie 90% lepszym** niż w 3Q 2016 r. Z wynikiem na poziomie **651 lokali w okresie 1-3Q 2017 r.** Lokum Deweloper przekroczył już 645 lokali sprzedanych w całym 2016 r. i **ma szansę zrealizować ambitny cel sprzedażowy na 2017 r. wynoszący 1.000 mieszkań.**
- O wysokim potencjale sprzedaży spółki w 4Q2017 r. świadczy **wysoka liczba umów rezerwacyjnych** zawartych do końca 3Q 2017 r. – **271**, z których duża część powinna zostać przekonwertowana na umowy przedwstępne i deweloperskie w 4Q 2017 r.
- Ze względu na niską liczbę przekazanych przychody ze sprzedaży spółki w 1Q i 2Q 2017 r. były bardzo niskie w stosunku do jej skali działalności. **Sytuacja ta powinna ulec zmianie w 3Q i 4Q 2017 r.**, kiedy Grupa Lokum rozpozna w przychodach mieszkania sprzedane w inwestycjach kończących się w 2017 r. – **potencjał rozpoznać w 2017 r. wynosi 679 lokali**, z czego **93% zostało sprzedane do końca 3Q 2017 r.**

LC CORP

- W trzecim kwartale 2017 r. LC Corp sprzedał **477 lokali**, co jest wynikiem **o 13,3% gorszym niż w analogicznym okresie ubiegłego roku**. Łącznie w okresie 1-3Q 2017 r. spółka sprzedała **1.429 lokali**, wobec **1.441 lokali** w okresie 1-3Q 2016 r. (**-0,8%**).
- **15 września 2017 r.** główny akcjonariusz spółki, Leszek Czarnecki wraz z kontrolowanymi podmiotami sprzedał w transakcjach pakietowych **51,17%** akcji LC Corp po cenie **2,10 zł** za akcję. Wartość sprzedawanego pakietu wyniosła około **481 mln zł**. Obecnie największymi akcjonariuszami dewelopera są inwestorzy instytucjonalni, w głównej mierze TFI oraz OFE.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań ¹	b.d.	508	117	136	253
Przekazania mieszkań	b.d.	171	11	1	12
Przychody	84,6	93,5	17,1	22,3	39,4
EBIT	0,6	10,2	-3,4	-7,6	-9,7
Marża EBIT	0,7%	10,9%	-19,9%	-34,1%	-24,6%
Zysk netto	16,8	6,0	-4,1	-7,6	-11,7
Marża netto	19,9%	6,4%	-24,0%	-35,0%	-29,7%
Zadłużenie finansowe	96,8	84,6	123,6	149,7	
Obligacje	10,0	10,0	55,7	65,9	
% Obligacji w zadłużeniu	10,4%	11,8%	45,1%	44,0%	
Kredyty i inne	86,8	74,6	67,9	83,7	
Gotówka	1,2	4,1	15,4	15,2	
Dług netto	95,6	80,5	108,1	134,4	

¹ Z uwzględnieniem umów rezerwacyjnych

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań	1 569	1 575	401	449	850
Przekazania mieszkań	403	1 269	145	145	290
Przychody	144,1	495,1	57,0	45,2	102,2
Zysk brutto ze sprzedaży	30,6	121,3	12,5	8,2	20,7
Marża brutto	21,2%	24,5%	21,9%	18,1%	20,3%
Zysk netto	6,7	22,6	0,2	-6,2	-6,0
Marża netto	4,6%	4,6%	0,4%	-13,7%	-5,9%
Zadłużenie finansowe	450,0	337,0	297,4	386,0	
Obligacje	314,2	127,5	128,3	197,6	
% Obligacji w zadłużeniu	60,1%	38,7%	37,5%	51,7%	
Kredyty i inne	208,7	202,2	214,2	184,8	
Gotówka	188,4	88,3	99,0	160,9	
Dług netto	334,5	241,4	243,5	221,5	

Wydzielony segment mieszkaniowy

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań	485	645	117	321	438
Przekazania mieszkań	377	576	15	9	24
Przychody	129,2	189,3	6,5	4,2	10,7
Zysk brutto ze sprzedaży	45,3	60,4	2,3	0,5	2,8
Marża brutto	29,0%	24,8%	-34,2%	11,9%	-68,1%
Zysk netto	37,5	46,9	-2,2	-5,1	-7,3
Marża netto	29,0%	24,8%	-34,2%	-120,5%	-68,1%
Zadłużenie finansowe	68,7	101,3	109,8	165,2	
Obligacje	60,1	101,0	101,3	146,0	
% Obligacji w zadłużeniu	87,5%	99,7%	92,3%	88,4%	
Kredyty i inne	8,6	0,3	8,5	19,2	
Gotówka	98,5	56,0	33,2	84,1	
Dług netto	-29,8	45,3	76,6	81,1	

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań	2 072	2 092	553	399	952
Przekazania mieszkań	1 108	1 393	503	344	847
Przychody	318,2	401,9	156,1	125,9	282,0
Zysk brutto ze sprzedaży	83,0	104,3	54,4	33,7	88,1
Marża brutto	26,1%	26,0%	34,8%	26,8%	31,2%
Zysk netto	108,9	113,1	11,0	31,7	42,7
Marża netto	24,2%	20,7%	5,7%	25,2%	12,0%
Zadłużenie finansowe	283,0	394,6	396,6	394,4	
Obligacje	165,5	306,5	308,9	306,8	
% Obligacji w zadłużeniu	58,5%	77,7%	77,9%	77,8%	
Kredyty i inne	117,5	88,1	87,7	87,6	
Gotówka	105,7	158,9	203,2	205,9	
Dług netto	177,3	235,7	193,4	188,5	

Wydzielony segment mieszkaniowy

Najważniejsze informacje ze spółek

MARVIPOL

- Sprzedaż Marvipolu w okresie 1-3Q 2017 r. wzrosła o **36,3% r/r** do poziomu **572 lokali**. W samym trzecim kwartale 2017 r. spółka sprzedała 208 lokali, co oznacza wzrost o 38,0% w stosunku do 3Q 2016 r.
- Spółka w I połowie 2018 r. planuje **rozpoczęcie pierwszej inwestycji mieszkaniowej poza rynkiem warszawskim** w okolicach Wyspy Spichrzów w centrum Gdańska.
- W lipcu b.r. Marvipol nabył za **37,1 mln zł** nieruchomość przy ul. Siedmiogrodzkiej w Warszawie, na terenie której planuje zrealizować inwestycję mieszkaniową o powierzchni użytkowej **12,8 tys. m²**. Cena działki w przeliczeniu na 1 m² powierzchni użytkowej wyniosła 2.900 zł.
- W sierpniu b.r. Marvipol **dokonał emisji czteroletnich obligacji** o wartości nominalnej **80,8 mln zł**.
- Zarząd Marvipolu podjął decyzję o możliwości wyemitowania **trzyletnich obligacji** o wartości nominalnej **50 mln zł**.

MURAPOL

- W lipcu i sierpniu 2017 r. Murapol za pośrednictwem spółek Abadon Real Estate oraz Aoram sp. z o.o. dokonał przydziału dwóch serii **obligacji o łącznej wartości nominalnej 59,1 mln zł**.
- Grupa Murapol przygotowała sprawozdanie finansowe po forma za okres 1H 2017 r. w wyniku zobowiązań wynikających z Warunków Emisji Obligacji serii S, T, U, W oraz Z. Sprawozdanie to zgodne jest z warunkami emisji oraz MSSF i konsoliduje wszystkie spółki zależne Grupy, a tym samym oddaje pełny obraz finansów Murapolu.
- Pod koniec września b.r. deweloper zawarł przedwstępną umowę zakupu gruntu w Krakowie o wartości **27,1 mln zł**, który pozwala na wybudowanie około **530 lokali**, a PUM ma wynieść **23 500 m²**. Cena działki w stosunku do 1 m² PUM wyniosła **około 1.150 zł**.

POLNORD

- Sprzedaż Polnord w 3Q 2017 r. wyniosła **383 lokale (+60% r/r)**. W okresie 1-3Q 2017 r. spółka sprzedała **1.034 mieszkania**, co jest wynikiem lepszym o 10 mieszkań niż całkowita Polnordu sprzedaż w 2016 r.
- We wrześniu b.r. Polnord dokonał emisji trzyletnich obligacji serii **NS10** o wartości do **18 mln zł** w trybie oferty prywatnej. W tym roku wykupowi podlega jedna seria obligacji spółki o wartości **18,5 mln zł**.
- Deweloper na początku lipca podpisał umowę nabycia nieruchomości w Gdańsku o łącznej powierzchni **40,6 tys. m²**, gdzie planuje wybudować około **276 apartamentów wakacyjnych**.
- Fadessa Polnord, w której Polnord posiada 49% udziałów zawarła przedwstępną umowę zakupu działki we Wrocławiu, gdzie planuje wybudować **144 mieszkań**, a całkowity PUM ma wynieść **8.200 m²**

ROBYG

- Sprzedaż Grupy Robyg w 3Q 2017 r. **osiągnęła rekordowy wolumen 1.009 lokali**, co jest wartością o 27% wyższą niż w 3Q 2016 r. W okresie 1-3Q 2017 r. Robyg sprzedał **2.702 mieszkania**, co wskazuje, że cel sprzedażowy na poziomie 3.300 mieszkań w 2017 r. powinien zostać zrealizowany przy utrzymaniu dotychczasowych tendencji rynkowych.
- Na początku sierpnia b.r. Robyg dokonał **przedterminowego wykupu części obligacji serii O** o łącznej wartości nominalnej **4 mln zł** w celu zwolnienia hipoteki pod kolejne etapy inwestycji Green Mokotów.
- Po zakończonej w czerwcu emisji akcji serii H o wartości **78,9 mln zł** Grupa Robyg **planuje wejście na rynek krakowski bądź wrocławski**. Zarząd Grupy nie wyklucza współpracy z lokalnymi deweloperami bądź przejęcia dewelopera działającego na jednym z tych rynków.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań	600	627	180	184	364
Przekazania mieszkań	615	547	27	14	41
Przychody	269,8	225,6	15,4	11,3	26,7
EBIT	13,1	47,3	-2,7	6,0	3,3
Marża EBIT	4,9%	21,0%	-17,5%	53,1%	12,4%
Zysk netto	2,4	40,1	3,9	8,0	11,9
Marża netto	0,9%	17,8%	25,3%	70,8%	44,6%
Zadłużenie finansowe	254,0	173,9	224,3	207,7	
Obligacje	158,5	141,4	140,4	127,9	
% Obligacji w zadłużeniu	62,4%	81,3%	62,6%	61,6%	
Kredyty i inne	95,5	32,5	83,9	79,8	
Gotówka	155,4	192,6	144,4	112,1	
Dług netto	98,6	-18,7	79,9	95,6	

Wydzielony segment deweloperski

Liczba lokali/mln zł	2015	2016 ¹	1Q 2017	2Q 2017 ¹	1H 2017 ¹
Sprzedaż mieszkań	965	1 626	b.d.	b.d.	b.d.
Przekazania mieszkań	1 242	1 764	b.d.	b.d.	b.d.
Przychody	306,4	486,9	b.d.	b.d.	190,6
Zysk EBIT	88,8	123,4	b.d.	b.d.	49,2
Marża EBIT	23,9%	26,3%	b.d.	b.d.	25,8%
Zysk netto	67,4	120,7	b.d.	b.d.	37,2
Marża netto	18,1%	24,8%	b.d.	b.d.	19,5%
Zadłużenie finansowe	161,2	307,7	b.d.	409,6	
Obligacje	90,6	112,5	b.d.	215,7	
% Obligacji w zadłużeniu	56,2%	36,6%	b.d.	52,7%	
Kredyty i inne	70,6	120,9	b.d.	193,9	
Gotówka	13,3	106,9	b.d.	67,9	
Dług netto	147,9	200,8	b.d.	341,7	

¹ Na podstawie sprawozdań finansowych pro-forma, które konsolidują wszystkie spółki zależne Emitenta.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań	1 054	1 024	335	316	651
Przekazania mieszkań	990	843	113	224	337
Przychody	224,2	163,6	10,5	81,6	92,1
Zysk brutto ze sprzedaży	-34,4	50,4	1,8	15,9	17,7
Marża brutto	-15,5%	30,8%	17,1%	19,5%	19,2%
Zysk netto	-136,4	-16,9	-5,5	b.d.	14,6
Marża netto	-54,4%	-9,6%	-42,6%	b.d.	15,9%
Zadłużenie finansowe	437,0	487,7	479,7	444,8	
Obligacje	275,5	330,9	296,8	286,3	
% Obligacji w zadłużeniu	63,0%	67,8%	61,9%	64,4%	
Kredyty i inne	161,5	156,6	182,8	158,5	
Gotówka	53,7	143,5	130,6	102,6	
Dług netto	383,3	344,2	349,1	342,2	

Wydzielony segment mieszkaniowy

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań	2 333	2 957	937	756	1 693
Przekazania mieszkań	2 045	2 804	320	400	720
Przychody	480,4	517,1	69,5	145,1	214,6
Zysk brutto ze sprzedaży	77,0	116,1	13,2	36,9	50,1
Marża brutto	16,0%	22,5%	19,0%	25,4%	23,3%
Zysk netto	81,6	104,0	1,1	34,5	35,6
Marża netto	17,0%	20,1%	1,6%	23,8%	16,6%
Zadłużenie finansowe	603,3	819,0	699,9	694,7	
Obligacje	373,2	396,7	390,5	390,8	
% Obligacji w zadłużeniu	61,9%	48,4%	55,8%	56,3%	
Kredyty i inne	230,1	422,3	309,4	303,9	
Gotówka	376,6	382,4	314,5	377,0	
Dług netto	226,7	436,6	385,3	317,7	

Najważniejsze informacje ze spółek

RONSON EUROPE

- W 3Q 2017 r. Ronson Development sprzedał **206 lokali**, 12% więcej niż w analogicznym okresie 2016 r. W okresie 1-3Q 2017 r. spółka sprzedała **645 lokali**, co znacznie przybliża ją do przyjętego celu sprzedażowego na poziomie 800 mieszkań.
- Zarząd spółki zapowiada wydać do końca roku ponad **50 mln zł na nowe grunty** w celu uzupełnienia posiadanego banku ziemi, w szczególności na terenie Warszawy.
- Pomimo planowanych zakupów nieruchomości poziom zadłużenia spółki ma zostać utrzymany w najbliższym czasie **na stałym poziomie**.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań	906	821	259	180	439
Przekazania mieszkań	696	781	299	76	375
Przychody	281,4	309,6*	110,1	32,3	142,4
Zysk brutto ze sprzedaży	51,2	61,4	18,6	6,1	24,7
Marża brutto	18,2%	19,8%	16,9%	18,9%	17,3%
Zysk netto	19,0	65,1	7,4	-2,8	4,6
Marża netto	6,8%	13,4%	6,7%	-8,7%	3,1%
Zadłużenie finansowe	250,1	226,1	237,2	217,0	
Obligacje	190,3	222,6	224,6	196,8	
% Obligacji w zadłużeniu	76,1%	98,5%	94,7%	90,7%	
Kredyty i inne	59,8	3,5	12,6	20,2	
Gotówka	99,5	69,1	79,3	38,8	
Dług netto	150,6	157,0	157,9	178,2	

VANTAGE DEVELOPMENT

- Sprzedaż Vantage Development w 3Q 2017 r. wyniosła **257 lokali**, co oznacza wzrost o 49,4% w stosunku do 3Q 2016 r. Od początku 2017 r. Vantage sprzedał **729 lokali**, o 17% więcej niż w okresie 1-3Q 2016 r. Osiągnięty poziom sprzedaży pozwala zakładać, że spółka powinna zrealizować cel sprzedażowy na 2017 r. w liczbie 900 mieszkań.
- W lipcu b.r. podmiot zależny od Vantage Development podpisał przedwstępną umowę zakupu działki we Wrocławiu za łączną kwotę **8,75 mln zł**. Plany spółki zakładają wybudowanie około **300 lokali**. Szacunkowa cena działki w przeliczeniu na 1 m² PUM to około 530 zł.
- Spółka w sierpniu i wrześniu b.r. dokonała przedterminowego wykupu dwóch serii obligacji o łącznej wartości blisko **20 mln zł**.
- Vantage Development, zgodnie z umową przedwstępną z marca 2016 r., sprzedał spółce FSMnW Wrocław nieruchomość mieszkalną we Wrocławiu o PUM 6,3 tys. m² za łączną kwotę **38,3 mln zł**.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań	612	812	253	219	472
Przekazania mieszkań	356	513	181	35	216
Przychody	81,5	117,5	19,1	41,6	60,7
Zysk brutto ze sprzedaży	18,6	23,4	3,9	0,6	4,5
Marża brutto	22,8%	19,9%	20,4%	1,4%	7,4%
Zysk netto	7,7	11,0	2,2	-1,5	0,7
Marża netto	9,4%	9,4%	11,5%	-3,6%	1,2%
Zadłużenie finansowe	109,0	184,3	183,7	163,1	
Obligacje	105,4	147,8	148,0	119,7	
% Obligacji w zadłużeniu	96,7%	80,2%	80,6%	73,4%	
Kredyty i inne	3,6	36,5	35,7	43,4	
Gotówka	40,7	70,9	71,2	53,5	
Dług netto	68,3	113,4	112,5	109,6	

Wydzielony segment mieszkaniowy

VICTORIA DOM

- W pierwszych trzech kwartałach Victoria Dom sprzedała **581 mieszkań**, czyli o ponad 27% więcej niż w analogicznym okresie 2016 r. Spółka do tej pory zrealizowała **72,6%** rocznej zakładanej kontraktacji mieszkań na poziomie **800 lokali**.
- W 2017 r. deweloper **wyemitował trzy serie obligacji** o łącznej wartości **21,1 mln zł**. Łączny outstanding Victorii Dom na koniec 3Q wyniósł ponad **56 mln zł**.
- Do końca roku spółka planuje wprowadzić do oferty **1 lub 2 projekty**. W samym 2017 r. Victoria Dom rozpoczęła **6 inwestycji** w Warszawie, wprowadzając do oferty łącznie **715 mieszkań**.

Liczba lokali/mln zł	2015	2016	1Q 2017	2Q 2017	1H 2017
Sprzedaż mieszkań	b.d.	b.d.	261	149	410
Przekazania mieszkań	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Przychody	90,1	166,0	b.d.	b.d.	28,2
Zysk brutto ze sprzedaży	24,7	46,2	b.d.	b.d.	9,4
Marża brutto	27,4%	27,8%	b.d.	b.d.	33,4%
Zysk netto	11,3	26,5	b.d.	b.d.	0,3
Marża netto	12,6%	16,0%	b.d.	b.d.	1,2%
Zadłużenie finansowe	24,4	35,8	b.d.	56,1	
Obligacje	23,4	35,1	b.d.	56,1	
% Obligacji w zadłużeniu	95,9%	98,0%	b.d.	100,0%	
Kredyty i inne	1,0	0,7	b.d.	0,0	
Gotówka	21,3	24,3	b.d.	27,1	
Dług netto	3,1	11,5	b.d.	29,0	

Słownik pojęć

- CAGR – średnioroczna geometryczna stopa wzrostu
- Catalyst – rynek obligacyjny prowadzony przez GPW SA oraz Bondspot SA
- Dług netto – zadłużenie z tytułu kredytów, wyemitowanych obligacji oraz innych zobowiązań finansowych, pomniejszone o środki pieniężne
- Dług netto/Kapitał własny – stosunek zobowiązań z tytułu kredytów, wyemitowanych obligacji oraz innych zobowiązań finansowych do wartości kapitałów własnych (średnia z początku i końca roku)
- DPR – wskaźnik wypłaty dywidendy liczony jako stosunek dywidendy wypłaconej do zysku netto za dany rok
- EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
- FIZ – Fundusz Inwestycyjny Zamknięty
- KW – kapitał własny
- GLA – powierzchnia najmu brutto (włącznie z pomieszczeniami pomocniczymi, korytarzami, klatkami, toaletami)
- Przekazania – lokale, które zostały oddane do użytkowania nabywcom (przeniesienie własności)
- PUM – powierzchnia użytkowa mieszkalna
- REIT – *Real Estate Investment Trust*, notowany na giełdzie fundusz inwestycyjny inwestujący na rynku nieruchomości na wynajem
- Stopa kapitalizacji – stosunek zysku z najmu powierzchni do wartości wynajmowanego budynku
- Umowy przedwstępne i deweloperskie – umowy, które zobowiązują do zawarcia w przyszłości umowy przeniesienia własności lokalu
- WIBOR – Warsaw Interbank Offer Rate – stopa procentowa, po jakiej banki udzielają sobie pożyczek – ustalana w każdy dzień roboczy
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia – stosunek całkowitych zobowiązań do wartości pasywów
- Wynik segmentu – EBIT pomniejszony o zyski z inwestycji
- W3M – stawka referencyjna WIBOR 3M
- W6M – stawka referencyjna WIBOR 6M

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.

Navigator Dom Maklerski®
 Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: (22) 630 83 33

fax: (22) 630 83 30

mail: obligacje@dmnavigator.pl

www.navigatorcapital.pl