



Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 4Q 2021 r.

Warszawa, styczeń 2022 r.

# Wstęp

## Szanowni Państwo,

Spółki ujęte w naszym zestawieniu mają za sobą rekordowy rok, w którym znalazły nabywców na 22 431 lokali, czyli o 27,2% więcej niż w 2020 r. i o 24,2% więcej niż w 2019 r. Co prawda, w drugiej połowie roku obserwowaliśmy hamowanie wyników sprzedażowych ale naszym zdaniem zarówno trzeci jak i czwarty kwartał deweloperzy mogą zaliczyć do udanych, ponieważ w każdym z nich zakontraktowali ok. 5 200 lokali, a więc po 10-11% więcej niż średnia kwartalna z lat 2018-2021. Uważamy, że zaobserwowany spadek wolumenu to w głównej mierze pochodna malejącej oferty.

Naszym zdaniem w 2022 r. ceny mieszkań będą nadal rosły (ale nie tak szybko jak w 2021 r.) i jednocześnie sprzeda się ich mniej. Uważamy, że na rynku mieszkaniowym przewijać się będą cztery główne motywy w zakresie sprzedaży. Będą to: wysoka baza porównawcza roku ubiegłego, niski poziom oferty i wysoki poziom zakontraktowania, asekuracyjne podnoszenie cen przez deweloperów powodowane niepewnością co do kosztów oraz schłodzenie popytu kredytowego w wyniku podwyżek stóp procentowych. Punktem odniesienia dla kontraktacji deweloperów będzie rekordowy 2021 r., a powtórzenie takich wyników będzie ciężkie. Analiza banku ziemi spółek wskazuje, że potencjał wprowadzeń jest duży natomiast kluczowa będzie sprawność z jaką deweloperzy będą go przekształcać w ofertę. Tymczasem poziom jej wyprzedania jest bardzo wysoki (szacujemy że na koniec 3Q 2021 r. sprzedanych było ok. 64% lokali w realizacji vs. średnia 46% dla lat 2018-19). Jeśli chodzi o koszty, to spółki w przeważającej większości już od początku 3Q 2021 r. „odpuszczały” wyznaczone cele sprzedażowe w celu obrony marż. Dalsze wzrosty kosztów oraz niepewność w ich zakresie postawią deweloperów przed wyborem: wolumen albo marża. Istotny będzie również wzrost stóp procentowych w relacji do wzrostu realnych wynagrodzeń. Naszym zdaniem wyższe raty kredytów będą wciąż do zaakceptowania dla sporej części kupujących, których dodatkowo wspomagać będą rosnące zarobki. Wsparcie dla wyników sprzedażowych będzie stanowić rozwój segmentu najmu instytucjonalnego (PRS), w którym chcą operować kolejne podmioty (np. Ronson). Uważamy, że ubytek popytu na skutek wzrostu stóp procentowych może być „załatany” poprzez dalszy PRS w Polsce.

W listopadzie ofertę publiczną próbował przeprowadzić Murapol ale IPO nie doszło do skutku. Jako powód odwołania listingu spółka cytowała koniunkturę na rynkach akcji jednak wielu komentatorów zwracało również uwagę na wysoką wycenę (wskaźnik P/BV na poziomie 3,8). Niemniej, branża deweloperska



Mateusz Mucha  
Menedżer Domu Maklerskiego Navigator S.A.

w Polsce jest wciąż aktywna pod kątem fuzji i przejęć. Pod koniec 2021 r. rynek obiegrała informacja o zakupie Robyga przez niemiecki fundusz typu PRS, tj. TAG Immobilien. Przejmowaną spółkę wyceniono na 3,15 mld zł. TAG jest już obecny na polskim rynku (2 lata temu kupił Vantage Development) ale nabycie Robyga skokowo zwiększy jego skalę działalności – fundusz planuje przeznaczyć nawet 12 tys. lokali z portfolio Robyga na PRS. Z kolei w połowie stycznia zostało ogłoszone wezwanie na 66% akcji Develii przez Forseti IV S.À R.L., Invest Line E oraz BEKaP FlZ. Również w przypadku Develii istotnym elementem transakcji jest rozwój dewelopera w segmencie PRS. Ponieważ cena z wezwania implikuje wycenę znacznie poniżej poziomu po jakim sprzedano Robyg oraz ze względu na duży udział w akcjonariacie funduszy emerytalnych, nie będziemy zaskoczeni jej podniesieniem. Naszym zdaniem w 2022 r. zobaczymy kolejne transakcje M&A na polskim rynku deweloperskim oraz dalszy rozwój segmentu PRS.

W styczniu 2022 r. poznaliśmy projekt zmian prawnych w zakresie planowania przestrzennego, który m.in. wprowadza trzyletni termin ważności dla decyzji o warunkach zabudowy oraz przekształca przepisy spec-ustawy mieszkaniowej. Kształt proponowanych przepisów niesie ze sobą co najmniej dwa ryzyka. Po pierwsze decyzja WZ może się przeterminować w przypadku trudniejszych postępowań o pozwolenia na budowę lub gdy będą się toczyć postępowania odwoławcze. Drugie ryzyko wiąże się z nowelizacją specustawy. Po ponad trzech latach wydaje się, że rynek zaczął z niej wreszcie korzystać. Wprowadzanie zmian może oznaczać, że przyjdzie nam poczekać kolejnych kilka lat zanim wszyscy zainteresowani „nauczą” się nowej wersji przepisów a w międzyczasie nie będzie konwersji przemysłowych gruntów pod inwestycje mieszkaniowe. Wraz z początkiem lipca 2022 r. wejdzie w życie większość przepisów ustawy o Deweloperskim Funduszu Gwarancyjnym (DFG). Do tego czasu powinniśmy też poznać wielkość składek na DFG, która wyniesie do 1% wartości środków wpłaconych przez klientów na otwarte rachunek powierniczy (0,1% w przypadku zamkniętych rachunków powierniczych). Koszty składki zostaną zapewne przerzucone na klientów ale trzeba zwrócić uwagę, że oskładkowane zostaną dopiero lokale z inwestycji wprowadzonych do sprzedaży po 1 lipca 2022 r.

Zadłużenie netto analizowanych przez nas deweloperów wyniosło na koniec września 2021 r. 1,9 mld zł co oznacza spadek o 5,9% w porównaniu do 2Q 2021 r., który był spowodowany wysokimi przepływami z działalności operacyjnej. Naszym zdaniem zadłużenie sektora jest raczej niskie a jego zdolność do zaciągania nowych zobowiązań duża. O powyższym świadczy wskaźnik długu netto do kapitału własnego, który wg naszych kalkulacji wyniósł ok. 24,3%, a więc sporo niż niż w rekordowym 2019 roku, gdy wskaźnik wynosił ok. 40,0%. Oczywiście, dynamika całego rynku długu będzie istotna dla nowych obligacji deweloperów i nie spodziewamy by wartość emisji w obecnym roku zbliżyła się do także rekordowych zeszłorocznych poziomów. Natomiast po ostatnich wiadomościach z zakresu M&A zaczęliśmy zastanawiać się czy wkrótce nie będziemy świadkami przetarasowań polegających na spadku liczby oraz aktywności emitentów na rynku Catalyst. Nowy właściciel Robyga może finansować się po o wiele niższym koszcie niż sam deweloper i spodziewamy się, że obligacje spółki mogą zniknąć z Catalyst do końca 2023 r. Innym potencjalnym przykładem jest Archicom, który po przejęciu przez Echo na razie nie wychodzi na rynek dłużny, w przeciwieństwie do samego Echo. Jeśli wezwanie na Develię dojdzie do skutku to nowi właściciele być może zdecydują się na zmianę struktury finansowania (choć samo wezwanie mówi jedynie o bardziej efektywnym wykorzystaniu bilansu dewelopera i optymalizacji jego struktury). Z kolei Ronson ogłaszając wejście w PRS poinformował o chęci pozyskania partnera finansowego w tych działaniach.

# Otoczenie makroekonomiczne

## Czy problemy z gruntami widać w danych?

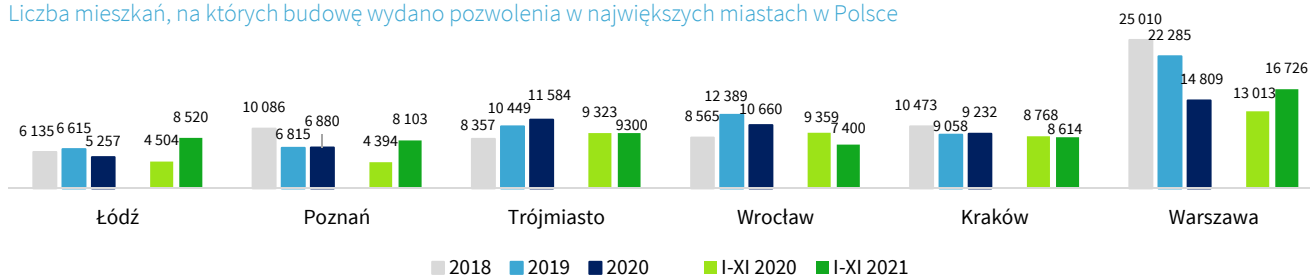
W minionym roku rynek nieruchomości pobił kolejny rekord - liczba lokali w Polsce, na które wydano pozwolenia na budowę po raz pierwszy w historii przebiła pułap 300 tysięcy, osiągając 307,9 tys. **(+27,5% r/r)** a dane te nie obejmują jeszcze grudnia. Należy zaznaczyć, że omawiany wskaźnik znajduje się w trendzie wzrostowym już od 2013 r., a kolejne rekordy są bite już od 2017 r. W miastach Wielkiej Szóstki w okresie styczeń - listopad 2021 r. wydano pozwolenia na budowę 58,7 tys. lokali co oznacza **wzrost o 18,8%** w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku. Natomiast jest to wynik wyraźnie gorszy od liczby pozwoleń w 2019 r., kiedy urzędy dały zielone światło dla 63,6 tys. lokali (okres styczeń - listopad 2019 r.). Dodatkowo, wyniki największych miast zostały „wyciągnięte” przez Łódź **(+89,2% r/r)** i Poznań **(84,4% r/r)**, które też jako jedyne w tej grupie odnotowały większe liczby lokali niż w 2019 r. W przypadku Warszawy wzrost w zakresie lokali z urzędową zgodą wyniósł **28,5% r/r** natomiast Trójmiasto i Kraków odnotowały nieznaczne spadki, odpowiednio **-0,2% r/r** oraz **-1,8% r/r**. Stawkę kolejny raz z rzędu zamyka Wrocław gdzie liczba lokali, na które wydano pozwolenia **spadła o 20,9% r/r**.

W 2021 r. (nie licząc grudnia) w Polsce rozpoczęto budowę 260,1 tys. lokali w porównaniu do 206,7 tys. w analogicznym okresie ubiegłego roku **(+25,8% r/r)**. W przypadku największych miast wprowadzono „do produkcji” 56,5 tys. lokali co stanowi wzrost o 29,6% w porównaniu do 2020 r., ale wciąż jest słabszym wynikiem w porównaniu do 59,4 tys. rozpoczętych w okresie styczeń - listopad 2019 r. A zatem, tak jak w przypadku pozwoleń na budowę, mamy kolejny historyczny rekord w skali kraju oraz lekką zadyszkę na poziomie Wielkiej Szóstki, gdzie dodatkowo występują różnice pomiędzy poszczególnymi miastami. Liderami wzrostów były Poznań i Łódź **(+75,8% r/r i +71,7% r/r)**. Wrocław, Trójmiasto i Warszawa odnotowały wyniki na poziomie +35,5%, +20,3% oraz 18,9%. Z kolei najniższy wynik spośród największych miast odnotowano w Krakowie gdzie **wzrost** w liczbie rozpoczętych lokali wyniósł **10,0%** w porównaniu do analogicznego okresu 2020 r.

Jak już pisaliśmy wielokrotnie w poprzednich edycjach naszego raportu problemem dla dużych miast jest dostępność gruntów oraz przewlekłość procedur administracyjnych. W obecnym

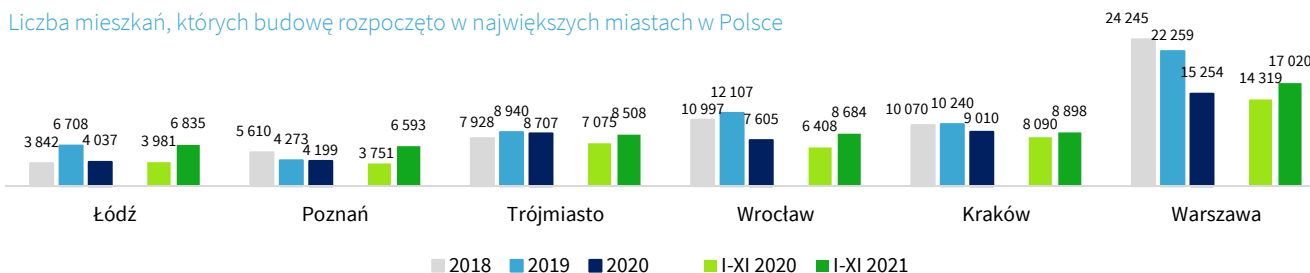
wydaniu postanowiliśmy przyjrzeć się dynamice pozwoleń na nowe lokale w powiatach bezpośrednio przylegających do sześciu największych miast i zestawili ją z liczbą lokali, które dostały pozwolenia na budowę w tychże miastach. Wyniki naszej analizy wskazują, że wokół miast które „cierpią” na niedobór gruntów widać wyraźny wzrost aktywności deweloperów. Można to tłumaczyć większą dostępnością łatwych działek w przylegających powiatach oraz ich niższymi cenami. Ponadto, część klientów decyduje się na kupno mieszkania pod miastem ze względów finansowych. Najlepszym przykładem tego zjawiska jest Warszawa. W podwarszawskich powiatach w latach 2015-2019 (celowo pomijamy 2020 r. ze względu na pandemię) deweloperzy dostawali średnio pozwolenia na budowę ok. 5,5 tys. lokali rocznie co stanowiło prawie 27% liczby „zaaprobowanych” lokali w samej Warszawie. W 2021 r. (styczeń - listopad) było to już 12,9 tys. lokali co stanowi 82,0% w porównaniu do liczby lokali, które dostały pozwolenia na budowę w stolicy. Podobnie rzecz ma się we Wrocławiu, gdzie stosunek liczby lokali, na które wydano pozwolenia w podmiejskich powiatach wobec pozwoleń w mieście wzrósł z 29,8% w latach 2015-19 do 68,8% w 2021 r. Dla Trójmiasta mówimy o wzroście z poziomu 41,2% do 74,3% a w przypadku Krakowa z 14,5% do 33,4%. Na wpływ trójmiejskich danych może mieć wpływ rosnąca popularność przedsięwzięć deweloperskich nastawionych na turystykę w powiatach pod Trójmiastem i co za tym idzie wzrost omawianego wskaźnika może mieć inną charakterystykę niż w przypadku innych dużych miast. Pewnym zaskoczeniem są dane dla Krakowa, gdzie nie widać żeby wysokie ceny działek masowo skłaniały deweloperów do budowania „pod miastem”. Z kolei pod Łodzią deweloperzy są mało aktywni - omawiany wskaźnik wyniósł tam tylko 19,0% w 2021 r. wobec średniej na poziomie 12,1% z lat 2015-19. Nie jest to specjalnym zaskoczeniem biorąc pod uwagę stosunkowo niskie ceny mieszkań w samej Łodzi. Z jeszcze inną sytuacją mamy do czynienia w przypadku Poznania - tam na przestrzeni ostatnich lat deweloperzy byli równie aktywni w mieście jak i w jego okolicach (wskaźnik na poziomie 83,0% w latach 2015-19 wobec 69,1% w 2021 r.). Oczywiście, omawiane zjawisko może być po części efektem zmiany modelu pracy spowodowanym pandemią. Naszym zdaniem efekt „pracy z domu” jest jednak ograniczony biorąc pod uwagę wyżej opisane różnice pomiędzy poszczególnymi miastami.

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

## Szereg czynników przemawia za wzrostem cen

Na wstępie należy zaznaczyć, że dane o cenach mieszkań za trzeci kwartał obejmują transakcje zawierane jeszcze przed rozpoczęciem serii podwyżek stóp procentowych, tj. kiedy stopa referencyjna wynosiła 0,1%. Ponadto, październikowa decyzja Rady Polityki Pieniężnej (RPP) była dużym zaskoczeniem dla rynku w związku z czym można założyć że dynamika rynku mieszkaniowego w okresie lipiec-wrzesień 2021 r. odzwierciedla oczekiwania co do gołębiego nastawienia Rady.

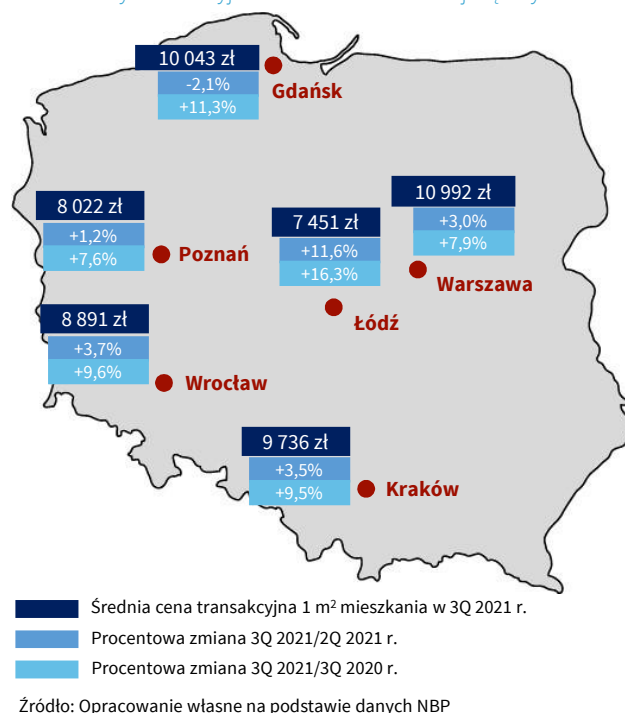
W trzecim kwartale ceny transakcyjne mieszkań w 6 największych miastach odnotowały wzrost średnio o **3,5% q/q**, w porównaniu do 2,4% q/q w poprzednim kwartale. Za tak silny odczyt odpowiada rynek łódzki gdzie ceny wzrosły aż o **11,6% q/q**. Należy zwrócić uwagę, że w pierwszej połowie 2021 r. ceny na rynku pierwotnym w Łodzi stały w miejscu (+0,7% okresie styczeń-czerwiec) podczas gdy w pozostałych największych miastach szły one w górę. Jeśli pominąć Łódź, to średni wzrost cen mieszkań w największych miastach wyniósł w trzecim kwartale 1,9% w porównaniu do 2,4% w 2Q 2021 r. W Warszawie, Krakowie i Wrocławiu kwartalne wzrosty znalazły się w przedziale od 3,0% do 3,7% a stosunkowo niską dynamikę odnotowała stolica wielkopolski (+1,2% q/q). Natomiast w Gdańsku zaobserwowano spadek cen w trzecim kwartale (-2,1% q/q) co nie jest specjalnym zaskoczeniem biorąc pod uwagę bardzo silne wzrosty z pierwszej połowy roku.

W trzecim kwartale obserwowaliśmy dalszy silny wzrost spread'ów między cenami ofertowymi a transakcyjnymi. W 6 największych miastach ceny transakcyjne na rynku pierwotnym były niższe o **6,6%** w porównaniu do cen ofertowych, co oznacza wzrost w wysokości 1,6% w stosunku do 2Q 2021 r. Podtrzymujemy naszą opinię, że poszerzające się spread'y to oznaka strukturalnego problemu po stronie podaży, który skłania deweloperów do mocniejszego podnoszenia cen ofertowych, celem uniknięcia zbyt szybkiego wyprzedania oferty w warunkach rosnących kosztów.

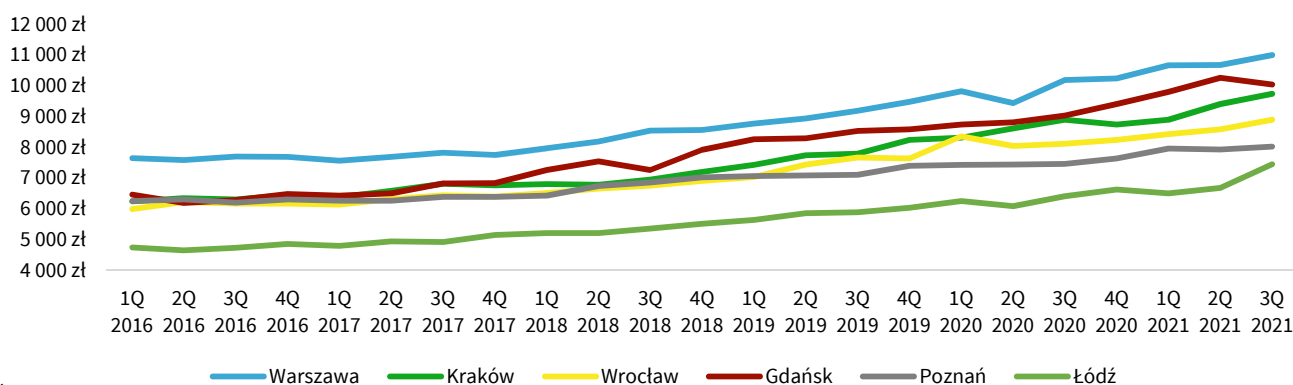
Rynek nieruchomości zakończył 2021 r. zwyżkami cen. O tym jak dokładnie kształtowała się ich dynamika dowiemy się wraz publikacją danych za czwarty kwartał. W 2022 r. o cenach nieruchomości w największych miastach zadecyduje wypadkowa poziomu stóp procentowych, popytu inwestycyjnego oraz dostępności oferty (co jest pochodną małej podaży gruntów). Naszym zdaniem zaobserwujemy dalszy wzrost cen mieszkań przy zmniejszonym wolumenie sprzedaży. Na początku stycznia 2022 r. RPP po raz kolejny w ostatnich miesiącach podniosła stopę referencyjną, która na moment publikacji tego raportu wynosi 2,25%. W naszej opinii taki poziom już powinien znaleźć przełożenie na schłodzenie popytu na nowe lokale ze strony klientów posługujących się kredytem. Dodatkowo rynek wycenia, że seria podwyżek zakończy się w okolicy 4,00%. Natomiast

należy zwrócić uwagę, że wyższe stopy procentowe nie zniechęca wszystkich kupujących, więc część popytu organicznego ostanie się nawet przy wyższych stopach, co będzie wspierane przez niskie bezrobocie oraz wzrost wynagrodzeń. Otwarte pozostaje pytanie co do zachowania inwestorów detalicznych inwestujących na rynku mieszkaniowym. Teoretycznie wraz ze wzrostem stóp procentowych powinna rosnąć atrakcyjność innych form inwestowania, przede wszystkim lokat bankowych. Naszym zdaniem nieruchomości będą się jednak wciąż cieszyć dużą popularnością wśród inwestorów detalicznych i w 2022 r. nie będziemy świadkami hurtowej wyprzedaży lokali przez „Kowalskich”. Oczywiście, gospodarstwa domowe będą się zmagać z efektami inflacji natomiast wydaje się, że wzrost wynagrodzeń powinien zrekompensować efekty inflacyjne. Kupno Robyga-a przez fundusz najmu instytucjonalnego TAG Immobilien pozwala sądzić, że popyt ze strony inwestorów instytucjonalnych w bieżącym roku będzie silny. Wydaje się, że jednym z niewielu „pewnych” elementów rynkowych w 2022 r. będą ograniczenia po stronie podaży w największych metropoliach co będzie czynnikiem przemawiającym za zwyżką cen. Dodatkowo deweloperzy będą się zmagać z rosnącymi cenami energii oraz wysokimi kosztami materiałów i wykonawstwa, a część tych elementów zostanie przerzucona na kupujących poprzez wyższe ceny mieszkań.

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



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





# Otoczenie makroekonomiczne

## Silny rynek pracy

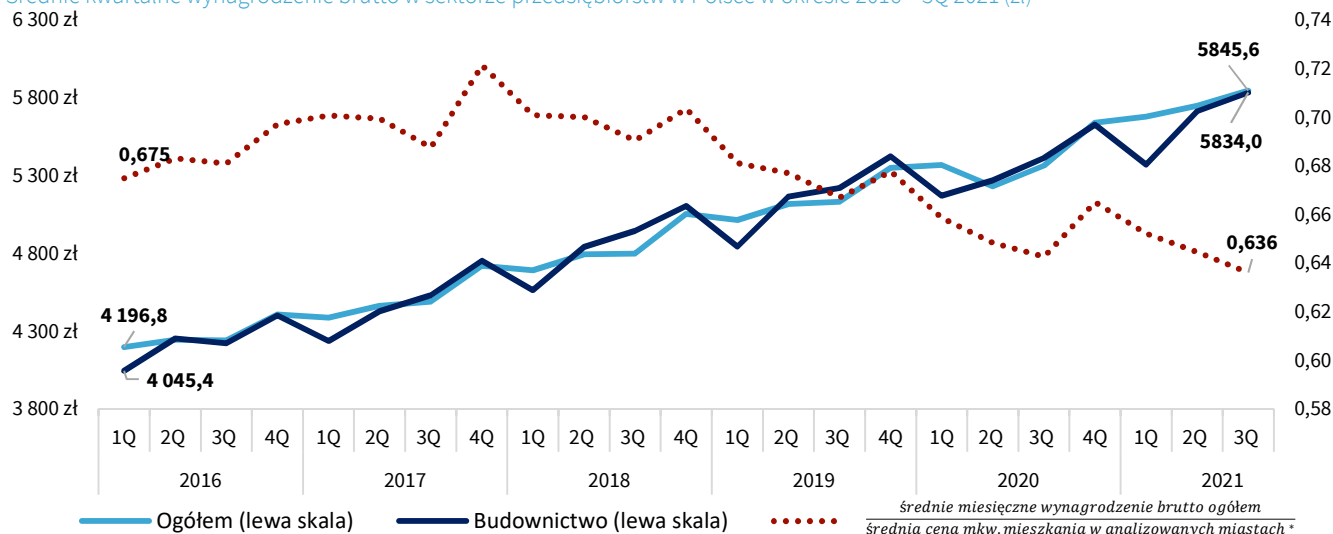
W całym 2021 r. rynek pracy znajdował się w lepszej kondycji niż w pandemicznym 2020 r. W listopadzie ubiegłego roku stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w Polsce 5,4% (dane GUS) co było najlepszym dotychczasowym odczytem w 2021 r. i oznacza poprawę o 0,7 p.p. względem roku ubiegłego. Niemniej jest to słabszy wynik w porównaniu do 5,1% w listopadzie 2019 r. Liczba osób bez pracy po raz pierwszy od wybuchu pandemii zeszła poniżej pułapu 900 tys. z odczytem 898,8 tys. (-12,4% r/r). W tym miejscu warto zaznaczyć, że od kilku lat obserwujemy tendencję w ramach której najlepsza kondycja rynku pracy przypada w październiku lub listopadzie, w związku z czym należy spodziewać się sezonowego pogorszenia statystyk w kolejnych miesiącach. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w listopadzie 6,7 mln (średnia za ostatnie 12 miesięcy) i było w zasadzie na takim samym poziomie jak w ubiegłym roku oraz w 2019 r.

W trzecim kwartale 2021 r. średnia pensja brutto w sektorze przedsiębiorstw wyniosła 5 846 zł, czyli była o 9,0% wyższa niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Warto zaznaczyć, że inflacja w tym czasie wyniosła 5,4% r/r, co istotnie zmniejszyło „realną” wartość wzrostów wynagrodzeń. W sektorze

budowlanym średnia pensja była w zasadzie na takim samym poziomie jak w całym sektorze przedsiębiorstw i wyniosła 5 834 zł. Zgodnie z listopadową projekcją NBP roczna dynamika wynagrodzeń w całej gospodarce wyniesie 8,2% w 2022 r. i 8,0% w 2023 r.

W okresie lipiec-wrzesień 2021 r. wskaźnik dostępności mieszkań (stosunek średniego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw do średniej ceny 1 mkw. w sześciu największych miastach kraju) wyniósł 0,636 w porównaniu 0,645 w poprzednim kwartale i 0,643 w 3Q 2020 r. Innymi słowy, siła nabywcza konsumentów na rynku pierwotnym nieruchomości spadła. Czy to już bańka? Naszym zdaniem nie. 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. Ponadto, zdaniem NBP, na chwilę obecną brak jest wyraźnych sygnałów, które wskazywałyby że ceny nieruchomości są oderwane od „fundamentów”, niemniej bank centralny zwraca uwagę że dalszy silny wzrost cen w połączeniu z przyspieszeniem akcji kredytowej mogą doprowadzić do nierównowagi w sektorze nieruchomości.

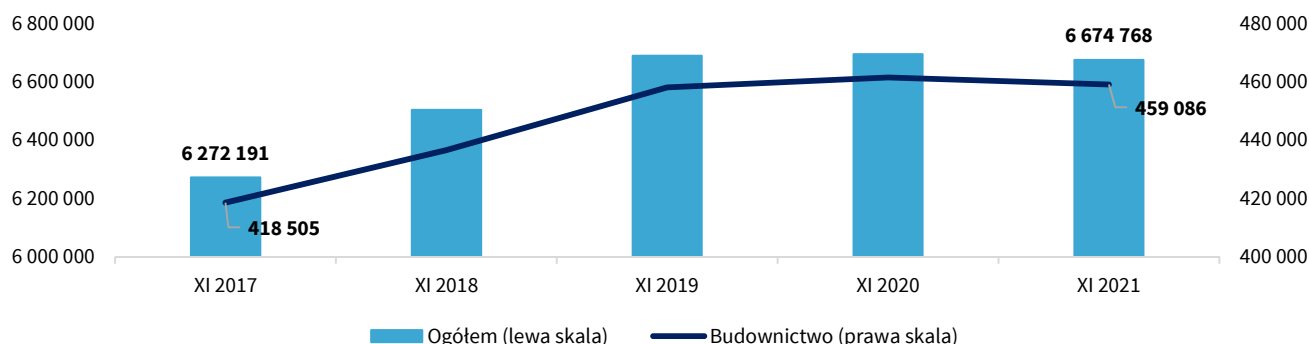
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w okresie 2016 – 3Q 2021 (zł)



\* - 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 listopad 2017 – listopad 2021



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS



# Sprzedaż lokali

## 2021 r. wysoko zawiesił poprzeczkę

Grupa deweloperów, których ujmujemy w naszym zestawieniu sprzedała w czwartym kwartale 2021 r. 5 224 lokale. Jest to nieznacznie więcej (+0,8% q/q) w porównaniu do wyników za trzeci kwartał 2021 r. kiedy sprzedaż wyniosła 5 185 szt. Natomiast zestawienie z ostatnim kwartałem 2020 r. wypada gorzej, ponieważ przed rokiem sumaryczna sprzedaż sięgnęła 5 690 lokali, a zatem roczna dynamika w 4Q 2021 wyniosła -8,2% r/r. Niemniej cały miniony rok zapisze się w historii branży ze względu na rekordową sprzedaż, która wyniosła 22 431 lokali wobec 17 637 w 2020 r. W zasadzie cały ten rok można podzielić na dwa okresy. W pierwsze półrocze wchodziliśmy z ostrożnościowym nastawieniem a skończyliśmy z kwartalnym rekordem sprzedaży w drugim kwartale. Z kolei drugą połowę roku zaczęliśmy z mocno rozpędzonym rynkiem, ale kontraktacja osłabła. Naszym zdaniem za taki stan rzeczy odpowiada spadający poziom oferty, która na podstawie publikowanych przez spółki danych spadła na przestrzeni drugiego i trzeciego kwartału odpowiednio o 11% i 6%. Na to wszystko nałożył się zwrot w podejściu RPP do polityki monetarnej w czwartym kwartale w postaci serii podwyżek stóp procentowych. Biorąc pod uwagę ilość „towaru na półkach”, którym dysponowały spółki oraz otoczenie makroekonomiczne uważamy, że wyniki sprzedażowe w 4Q 2021 r. były dobre. Należy też zwrócić uwagę, że w ujęciu historycznym są one wciąż wysokie.

W naszej opinii kwestia oferty będzie jednym z tematów przewodnich rynku mieszkaniowego w 2022 r. i będzie w dużej mierze determinować wyniki sprzedażowe poszczególnych spółek. Publikowane dane dotyczące lokali w przygotowaniu, które nie zostały jeszcze wystawione na sprzedaż (banku ziemi), wskazują że w minionym roku deweloperzy „dozbroili” się w porównaniu do 2020 r. (wzrost o ok. 16% r/r na podstawie danych dla niektórych podmiotów). Niemniej, należy pamiętać że wprowadzenie nabytych gruntów do sprzedaży zależy od wielu czynników (np. sprawności działania administracji) i może zająć od kilku kwartałów do kilku lat.

Dodatkowo, deweloperzy będą musieli się zmagać z rosnącymi cenami energii, materiałów oraz robocizny. Wraz z nowym rokiem sektor przedsiębiorstw musi się mierzyć z drastycznymi podwyżkami cen gazu co może pośrednio uderzyć w spółki z

sektora deweloperskiego poprzez ceny materiałów. A te dawały już o sobie znać w minionym roku. Przykładowo, publikowany przez Polskie Składy Budowlane (PSB) indeks cen materiałów budowlanych wskazuje, że w grudniu 2021 r. były one średnio o 24% wyższe niż przed rokiem. Oczywiście, skład „koszyka” PSB nie jest dokładnym odzwierciedleniem kosztorysu budynku mieszkalnego, niemniej w dobry sposób obrazuje trendy cenowe z jakimi muszą się mierzyć spółki działające w sektorze.

W naszej opinii popyt na mieszkania ze strony klientów indywidualnych osłabnie w kolejnych kwartałach, ale wciąż będzie jednym z głównych elementów rynku. Oczywistym czynnikiem dla „detalu” są rosnące stopy procentowe, które podnoszą ceny kredytów, natomiast naszym zdaniem elementem balansującym dla klientów polegających na kredycie będzie dynamika realnych wynagrodzeń. Od końca maja 2022 r. rusza program „Mieszkanie bez wkładu własnego” co powinno mieć pozytywne przełożenie na sprzedaż mieszkań. W zakresie popytu inwestycyjnego ze strony klientów indywidualnych spodziewamy się ograniczenia napływu nowych środków na rynek, natomiast uważamy że większość obecnych już inwestorów nie będzie „cashować” swoich inwestycji (chyba, że zobaczymy załamanie na rynku pracy). Ciekawą statystyką w tym zakresie jest saldo depozytów terminowych osób prywatnych w bankach, które od początku pandemii spadło o ok. 125 miliardów złotych (-44%). Zakładamy, że część z tych środków trafiła na rynek mieszkaniowy i zostanie tam na dłużej.

W 2022 r. spodziewamy się wzrostu popytu ze strony funduszy najmu instytucjonalnego (PRS). Zakup Robyga przez TAG Immobilien pokazuje, że inwestorzy instytucjonalni wciąż widzą potencjał w polskim rynku mieszkaniowym. Należy też zwrócić uwagę, że międzynarodowe fundusze PRS które zadłużają się na zagranicznych rynkach cieszą się niższymi kosztami finansowania w porównaniu do rodzimych podmiotów operujących na rynku mieszkaniowym (oraz inwestorów indywidualnych) w związku z czym mają większą zdolność do kupowania lokali. Wynika to z faktu, że stopy procentowe w państwach zachodnich wciąż pozostają na rekordowo niskich poziomach a na rynkach rozwiniętych nie brakuje kapitału. Co więcej, finansowanie to jest przeważnie oparte o stałą stopę procentową, co powoduje że zagraniczne fundusze PRS są mniej wrażliwe na zmiany polityki banków centralnych.

## Łączna sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2018 – 4Q 2021 r.<sup>1,2</sup>

### Łączna sprzedaż lokali analizowanych deweloperów



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

<sup>2</sup>Dane Archicom obejmują tylko działalność w mieście Wrocław.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Sprzedaż lokali

## Mieszane wyniki na poziomie spółek

Na poziomie poszczególnych spółek czwarty kwartał przyniósł mieszane rezultaty. **Dom Development** oraz **Marvipol** mają za sobą najlepsze pod względem sprzedaży kwartały w 2021 r. Z kolei **Lokum**, **JHM** i **Echo-Archicom** poprawiły wyniki wobec poprzedniego kwartału a wzrost q/q wahał się między 5,1% a 51,7%. Natomiast reszta spółek notowała spadek kontraktacji w porównaniu do 3Q 2021 r.

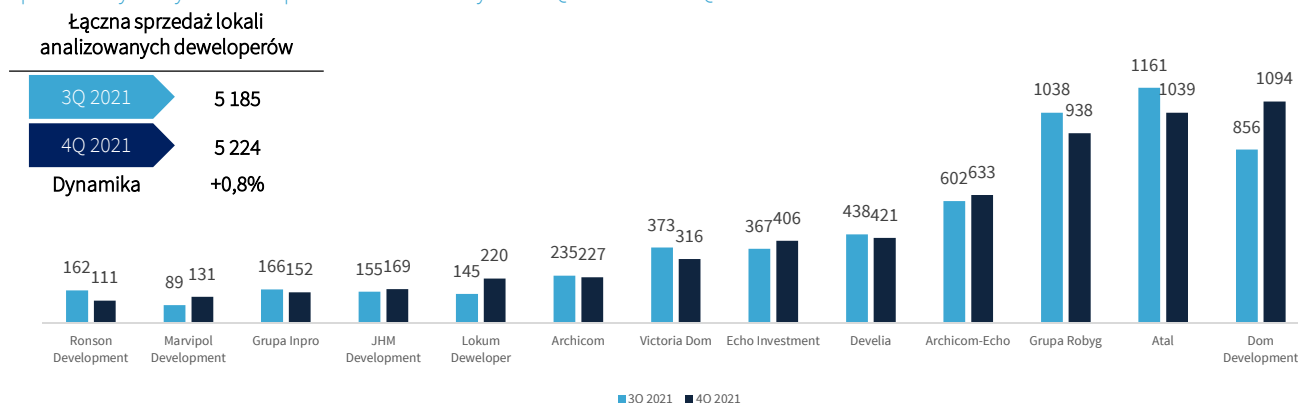
Wyniki za cały rok są już bardziej jednoznaczne, ponieważ spośród deweloperów ujętych w naszym zestawieniu tylko dwa podmioty odnotowały gorszą sprzedaż niż w 2020 r. (**Marvipol** oraz **Ronson**) a cała reszta wyraźnie poprawiła kontraktację, często bijąc przy tym historyczne rekordy. Co więcej, trzej największy deweloperzy sprzedali po ponad 4 tys. mieszkań co dla każdego z nich było najlepszym wynikiem od rozpoczęcia działalności: **Robyg** - 4 276, **Atal** - 4 258, **Dom Development** - 4 066.

W czwartym kwartale liderem sprzedaży był **Dom Development**, który znalazł nabywców na 1 094 lokale (+27,8% q/q), i jak wspomnieliśmy wyżej było to najlepszym kwartalnym wynikiem w 2021 r. Co ciekawe, udział klientów gotówkowych w strukturze sprzedaży dewelopera zrealizowanej w trakcie ostatnich trzech miesięcy 2021 r. wzrósł do 54% z ok. 45% w 3Q 2021 r. i siedzi w parze ze wzrostem wolumenu kontraktacji. Dużo wskazuje, że po rekordowym 2021 r. również bieżący rok będzie dla „Dom-Devu” udany ze względu na wysoki udział klientów gotówkowych w strukturze sprzedaży oraz potencjał do uzupełniania oferty. Na drugim miejscu znalazł się **Atal** z wynikiem 1 039 zakontraktowanych lokali (-10,5% q/q). Pomimo spadku sprzedaży w ujęciu kwartalnym naszym zdaniem to wciąż bardzo dobry wynik, tym bardziej że po raz trzeci z rzędu przyjmuje

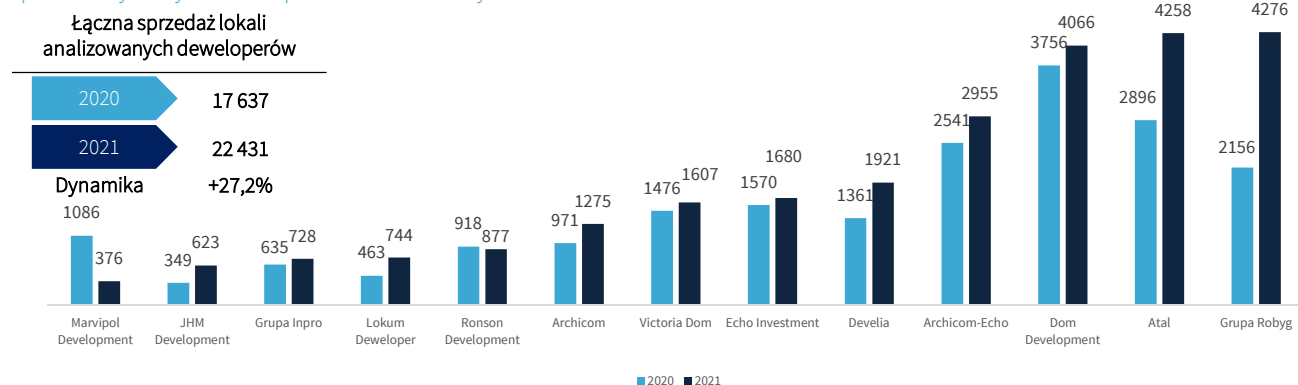
wartości czterocyfrowe. Można sądzić, że **Atal** planuje utrzymanie takiego tempa sprzedaży w bieżącym roku ponieważ wstępny szacowany cel kontraktacji na 2022 r. to 4 tys. mieszkań. Grupa dysponuje obszernym bankiem ziemi a zatem kluczowe będzie tempo uzupełniania oferty. Na trzeciej lokacie melduje się **Robyg** z wynikiem 938 lokali (-9,6% q/q). Pod względem sprzedaży, czwarty kwartał był najsłabszy w całym roku ale nie zmienia to faktu, że jest to wciąż bardzo wysoki wynik. Pod koniec 2021 r. deweloper został kupiony przez niemiecki fundusz najmu instytucjonalnego TAG Immobilien. W momencie ogłoszenia transakcji *pipeline* **Robyga** wynosił ok. 23 tys. lokali z czego TAG planuje przeznaczyć ok. 12 tys. lokali na segment PRS. Co za tym idzie struktura sprzedaży dewelopera ulegnie znaczącej zmianie.

W 4Q 2021 r. ranking sprzedaży zamyka **Ronson** z wynikiem 111 lokali (-31,5% q/q), głównie ze względu na poziom oferty. Deweloper jest aktywny na rynku gruntów i rozbudowuje bank ziemi, którego potencjał na koniec 3Q 2021 r. wynosił 1 870 lokali. Co ciekawe, również ten deweloper dostrzega potencjał segmentu PRS i do 2025 r. zamierza zbudować portfel 3 tys. lokali na wynajem. Przedostatnie miejsce w zestawieniu kwartalnej sprzedaży przypadło **Marvipolowi**, który zakontraktował 131 szt. Sytuacja dewelopera 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. Trzecie od końca było **Inpro** z rezultatem 152 szt. (-8,4% q/q). Taki poziom odzwierciedla skalę działalności spółki.

## Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2021 r. oraz 4Q 2021 r. <sup>1</sup>



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



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

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

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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich



# Przekazania lokali

## Podsumowanie przekazania

Grupa deweloperów ujętych w naszym zestawieniu przekazała w czwartym kwartale 2021 r. **7 215** lokali czyli ponad dwukrotnie więcej w porównaniu do 3Q 2021 r. (dane te nie obejmują Victoria Dom ze względu na brak danych śródrocznych). Bardzo duży wzrost q/q to zjawisko normalne - harmonogram przekazania większości spółek cechuje się dużą sezonowością ze szczytem przypadającym na ostatni kwartał roku. W trakcie ostatnich trzech miesięcy 2020 r. przekazania wyniosły 7 167 szt., co oznacza że sumaryczny wynik deweloperów za 4Q 2021 r. jest w zasadzie na takim samym poziomie jak przed rokiem. W całym roku przekazania wyniosły **19 259** lokali (uwzględniając dane dla Victoria Dom), czyli o 8,4% więcej niż przed rokiem.

W czwartym kwartale 2021 r. numerem jeden pod względem przekazania była grupa **Echo-Archicom** z wynikiem 1 727 lokali w porównaniu do 1 352 w analogicznym okresie 2020 r. (+27,7% r/r). Grupa jest właśnie przykładem dewelopera, który zwykle wydaje najwięcej mieszkań swoim klientom w ostatnim kwartale. W całym roku przekazania dewelopera wyniosły 2 888 lokali względem 2 854 w 2020 r. (+1,2% r/r).

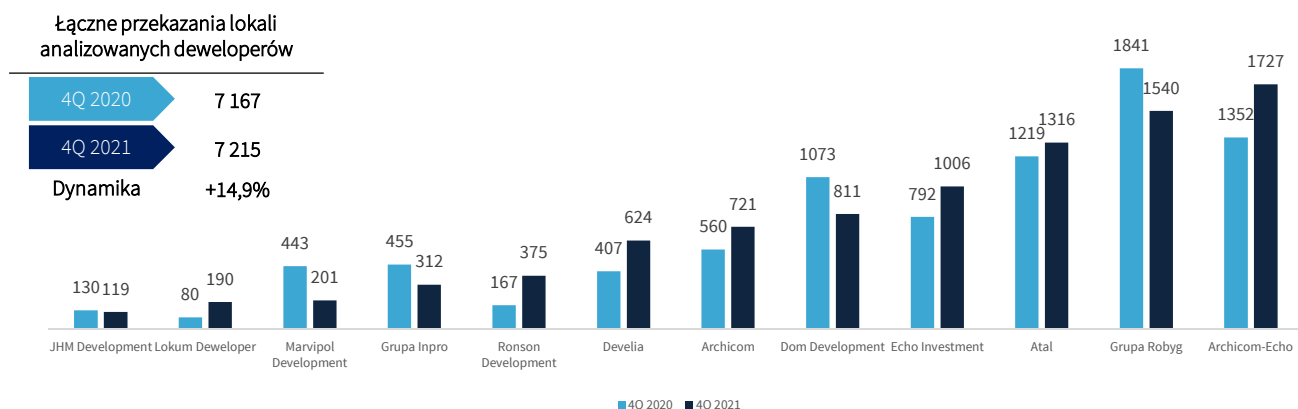
Drugie miejsce w 4Q 2021 r. zajął **Robyg**, który wydał klucze do 1 540 lokali w porównaniu do 1 841 przekazania w okresie porównawczym 2020 r. (-16,3% r/r). W całym 2021 spółka przekazała 2 940 szt. czyli o 8,3% więcej niż w 2020 r., kiedy przekazania wyniosły 2 715 lokali. W ujęciu rocznym Robyg zajął trzecie miejsce pod względem przekazania.

Na ostatnim miejscu na podium znalazł się **Atal**. Deweloper wydał 1 316 lokali, w porównaniu do 1 219 w ostatnim kwartale 2020 r. Atal zakończył cały rok z liczbą przekazania na poziomie 3 700 szt. co daje mu jednocześnie pierwsze wśród deweloperów ujętych w naszym rankingu. W 2020 r. deweloper wydał klucze do 3 002 lokali.

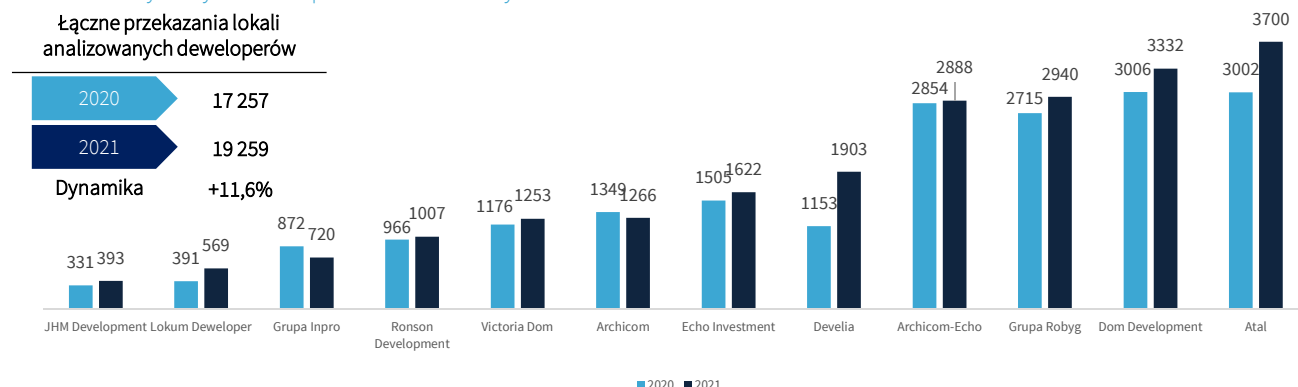
Za podium uplasował się **Dom Development**, który przekazał w czwartym kwartale 2021 r. klucze do 811 lokali. W analogicznym okresie 2020 r. wynik spółki wyniósł 1 073 szt. co oznacza, że roczna dynamika przekazania w 4Q 2021 r. wyniosła -24,4%. Sumarycznie deweloper przekazał w minionym roku 3 332 lokale i co za tym idzie zajął drugie miejsce w zestawieniu przekazania w ujęciu rocznym.

W połowie stycznia Polska Spółka Gazownictwa poinformowała, że w latach 2022-2023 nie będzie już podpisywała nowych umów na przyłączenia do sieci gazowej. Prasa donosi, że problemy mają również podmioty które dysponują warunkami przyłączeniowymi. Co za tym idzie, możemy być świadkami opóźnienia w wydawaniu nowych lokali w kolejnych kwartałach 2022 r. gdy realizowana inwestycja deweloperska w jakimś zakresie bazuje na gazie a instalacja gazowa nie została podłączona. W takich sytuacjach inwestor nie będzie w stanie uzyskać pozwolenia na użytkowanie i przez to nie będzie mógł wydać lokali. Z drugiej strony wydaje się, że problem ten będzie dotyczył raczej osób budujących domy jednorodzinne ponieważ deweloperzy raczej skłaniają się do stawiania budynków bez gazu, często ze względów finansowych i administracyjnych. Będziemy obserwować rozwój sytuacji i jej potencjalny wpływ na przekazania spółek.

## Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2020 r. oraz 4Q 2021 r. <sup>1</sup>



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



<sup>1</sup>Z wyłączeniem i2 Development. Deweloper do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikował poziomu przekazania w 4Q 2021 r. Dane kwartalne nie obejmują Victoria Dom ponieważ spółka nie publikuje śródrocznych danych w zakresie przekazania.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

## Dynamika rynku

W 2Q 2020 r. rynek odnotował znaczący spadek sprzedaży spowodowany pandemią. Od tego czasu kontrakcja znajdowała się w trendzie wzrostowym, który skończył się na 2Q 2021 r. W trakcie drugiej połowy roku obserwowaliśmy wyhamowanie wyników kontraktacji, które jednak wciąż uznajemy za dobre.

Dobre wyniki sprzedażowe odnotowane w okresie 4Q 2020 r. – 4Q 2021 r. przełożą się na wzrost liczby przekazania w 2022 r., którego szczyt przypadnie tradycyjnie w ostatnim kwartale bieżącego roku.

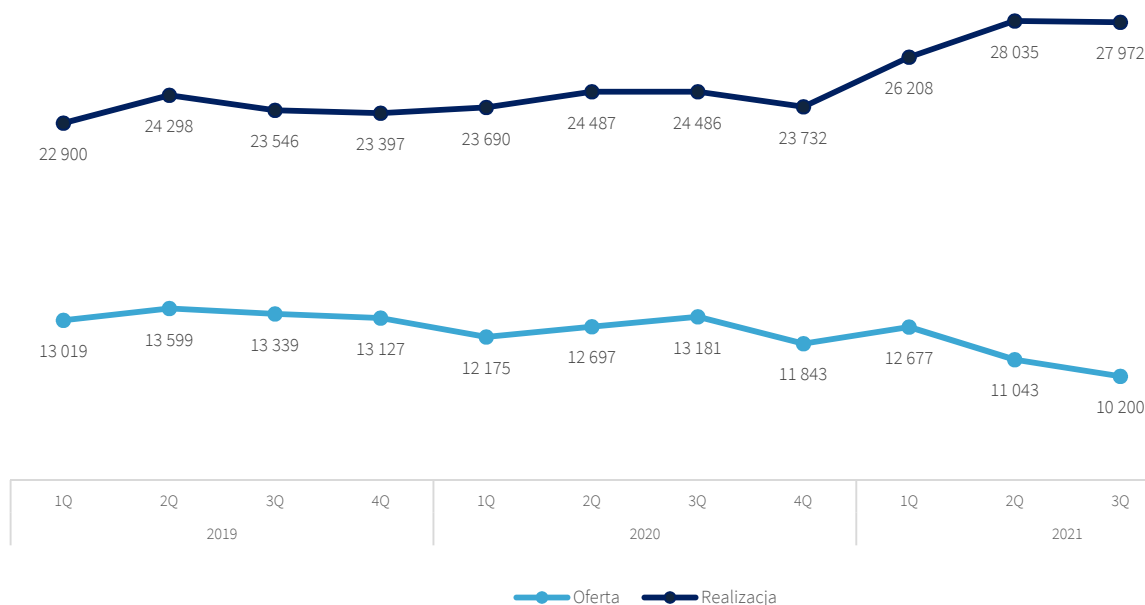
Sprzedaż i przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 4Q 2021 r. <sup>1,2</sup>



Na podstawie dostępnych danych dotyczących lokali w realizacji oraz oferty (nie wszystkie spółki je publikują) w trakcie trzeciego kwartału obserwowaliśmy dalszy spadek liczby lokali w sprzedaży. Dla tych wybranych spółek znajduje się ona znacznie poniżej poziomów z 2019 r.

Współczynnik *oferta-realizacja* wyniósł na koniec 3Q 2021 r. 36,5%, w porównaniu do 39,4% w czerwcu 2021 r. i 53,8% w analogicznym okresie ubiegłego roku. Innymi słowy mimo wzrostu aktywności deweloperów, znacznie spadła liczba wolnych lokali w ofercie.

Oferta i liczba lokali w realizacji wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 3Q 2021 r. <sup>3</sup>



<sup>1</sup>Z wyłączeniem i2 Development. Deweloper do dnia sporządzenia niniejszego raportu nie opublikował poziomu sprzedaży w 3Q 2021 r.

<sup>2</sup>Dane Archicom obejmują tylko działalność w mieście Wrocław.

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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Kolejny kwartał wysokiej płynności

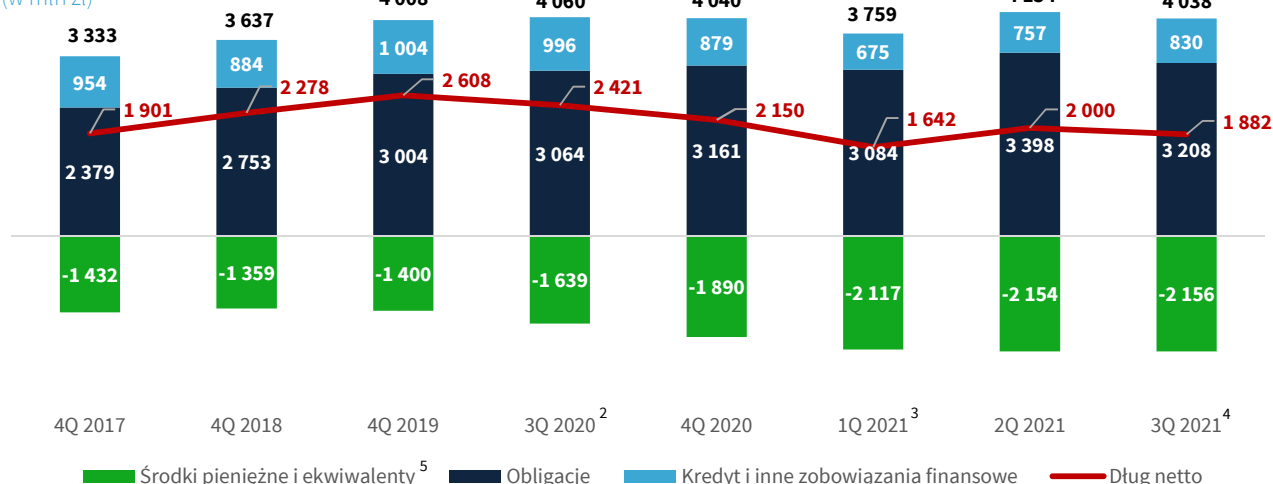
Zaznaczamy, że część podmiotów nie wydzieliła zobowiązań finansowych powstałych na skutek MSSF 16 (głównie ujęcie zobowiązań z tytułu użytkowania wieczystego jako leasing). Z tego względu nasze wyliczenie nie uwzględnia tej kwestii. W niniejszej analizie nie uwzględniamy Echo Investment, gdyż podmiot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

Dług netto podmiotów uwzględnionych w niniejszej analizie spadł na koniec 3Q 2021 r. do poziomu 1,88 mld zł vs 2,0 mld zł kwartał wcześniej. Jednocześnie, jest wyraźnie niższy niż stan w porównywalnym kwartale ubiegłego roku, o 539 mln zł. W poprzednich kwartałach oczekiwaliśmy zatrzymania trendu spadku zadłużenia netto. Powodów upatrywaliśmy w planach deweloperów w zakresie inwestycji w bank ziemi oraz w mniejszym stopniu w wypłatach dywidend. Sytuacja po 3Q 2021 r. jest jednak lepsza z uwagi na bardzo dobrą sprzedaż lokali, zwłaszcza w 1H 2021 r.. Spółki co do zasady mają więcej lokali w realizacji oraz mniejsze oferty, lecz bardzo dobry poziom kontraktacji pozwolił odnotować na tyle wysokie wpływy od klientów, że dług netto finalnie okazał się niższy q/q.

Powyższa sytuacja widoczna jest gdy przeanalizuje się składowe dług netto. Spółki co do zasady utrzymują wysokie poziomy środków pieniężnych oraz niższe/porównywalne salda kredytów, co jest charakterystyczne przy wysokich poziomach kontraktacji. To że deweloperzy budują dużo sugeruje wskaźnik ogólnego zadłużenia, który na poziomie analizowanych podmiotów szacujemy na 61,8% na koniec 3Q 2021 r. vs 61,2% kwartał wcześniej i 62,4% rok wcześniej – poziom tylko minimalnie niższy niż w 2019 roku. Jednocześnie skumulowany wskaźnik długu netto do kapitału własnego wyniósł 24,3% wobec 26,2% na koniec 2Q 2021 r. i 34,3% rok wcześniej – wyraźnie niższy niż w 2019 roku, gdy wskaźnik znajdował się na poziomie ok. 40%. Saldo zadłużenia z tyt. obligacji spadło o ok. 190 mln zł z uwagi na niewielką aktywność emitentów w 3Q 2021 r. w zakresie emisji i postępującym wykupom starszych serii.

Podobnie jak w poprzednich kwartałach, także obecnie spodziewamy się, że głównym czynnikiem decydującym o poziomie długu netto sektora w kolejnych okresach będzie apetyt tych podmiotów w kwestii rozbudowy banków ziemi.

Wartość zadłużenia finansowego, stan środków pieniężnych, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2017 – 3Q 2021 (w mln zł) <sup>1</sup>



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

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

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

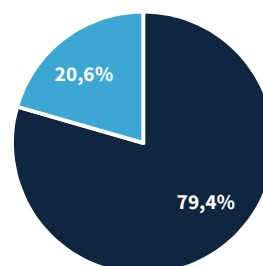
<sup>4</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 3Q 2021 r. wykorzystano dane na koniec 1H 2021 r.

<sup>5</sup> Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

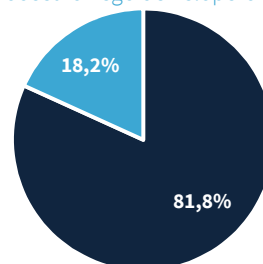
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Deweloperzy, mimo turbulencji na rynku obligacji, uplasowali w 4Q o ok. 257 mln zł więcej obligacji niż spłacili (nie wliczając Echo). Należy jednak pamiętać o znacznej liczbie przekazywanych lokali w 4Q oraz o spodziewanych wysokich wpływach na rachunki powiernicze z uwagi na wysoki poziom zakontraktowania. Powyższe powinno umożliwić deweloperom zachować bardzo dobre wskaźniki w najbliższych kwartałach. W naszej ocenie potrzeba kilka kwartałów by strumień pieniężny wynikłe z podpisanych umów deweloperskich uległy zmniejszeniu w odpowiedzi na ewentualne zmniejszenie popytu z uwagi na rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.09.2021 r. <sup>1</sup>



Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.06.2021 r. <sup>1,3</sup>



■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Niewielkie zmiany bilansów

Sytuację finansową konkretnych spółek z sektora niezmiennie oceniamy co do zasady jako dobrą (w tej sekcji nie uwzględniamy Echo). W zeszły rok rynek wchodził z:

- I. Rekordowo niskim poziomem stóp procentowych
- II. Bardzo wysokim poziomem popytu zarówno konsumpcyjnego jak i inwestycyjnego
- III. Niską inflacją, a tym samym przystępnymi cenami materiałów i robocizny
- IV. Dostatecznym poziomem oferty
- V. Dobrą sytuacją fundamentalną większości spółek
- VI. Dynamicznie poprawiającą się sytuacją funduszy dłużnych

W minionym roku zmieniło się sporo. Na skutek dynamicznego wzrostu cen materiałów, który zaczął się wiosną i kontynuowany był przez większą część roku, deweloperzy zareagowali gwałtownym podniesieniem cen. W dalszej części roku rozpoczęły się wzrosty cen energii, co już ma oraz będzie miało przełożenie na ceny wielu produktów w szeroko pojętej gospodarce oraz na inflację, która osiągnęła w Polsce poziomy niewidziane od ponad 20 lat. W tych warunkach, RPP zdecydowała się na sukcesywne podnoszenie stóp procentowych. To z kolei przełożyło się na znaczny wzrost rentowności obligacji skarbowych, a tym samym spadku ich wycen i finalnie poskutkowało znacznym odpływem środków z funduszy dłużnych, w tym inwestujących w obligacje korporacyjne. Brak forward guidance banku centralnego dołożył w naszej opinii swoje „trzy grosze” do zaistniałej sytuacji. Istotne odpływy już wpłynęły na możliwość pozyskania finansowania przez deweloperów z tego źródła. Naszym zdaniem zmienione otoczenie makroekonomiczne może spowodować osłabienie koniunktury na rynku mieszkań. Trudno jednak wyrokować kiedy ewentualne spowolnienie może być widoczne oraz jaka będzie jego skala.

Należy pamiętać, że zdecydowana większość podmiotów posiada bardzo mocne, zbudowane w ciągu kilku ostatnich lat hossa bilanse, które dodatkowo będą jeszcze przynajmniej przez kilka kwartałów wspierane wysokimi poziomami wpływów od

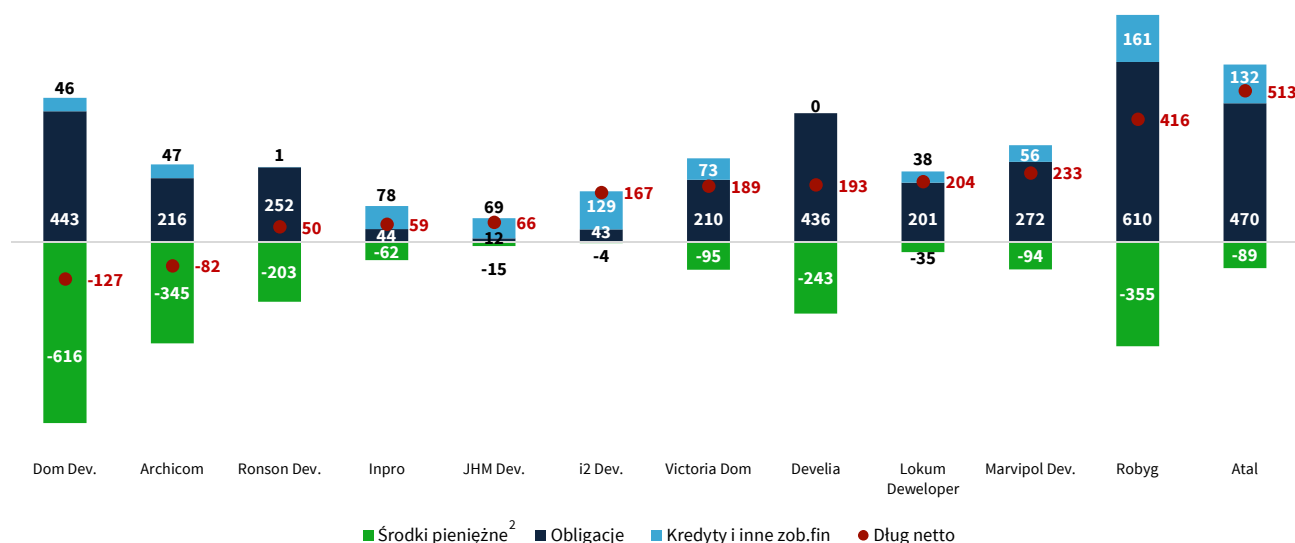
klientów z tytułu podpisanych w minionym roku umów deweloperskich. Dźwignia finansowa jest na względnie niskim poziomie, a pojawienie się sektora PRS stanowi dodatkowe zabezpieczenie od strony popytu. W tych okolicznościach, deweloperzy w dalszym ciągu posiadają dużą swobodę manewru, gdyż de facto mogą ograniczyć podaż zmniejszając liczbę rozpoczynanych projektów lub część z lokali przekierowując do sektora najmu instytucjonalnego, co zresztą już obserwujemy. Z powyższych powodów uważamy, że ewentualne spowolnienie będzie widoczne najwcześniej za kilka kwartałów oraz nie doprowadzi do spadku cen. W większym stopniu oczekivalibyśmy, że rynek w pierwszej kolejności będzie hamował wolumenem, nie ceną.

Tradycyjnie, najlepszą sytuacją finansową mógł pochwalić się Dom Development, którego dług netto czwarty już kwartał z rzędu przyjął ujemną wartość (-126,7 mln zł). W ciągu kwartału wskaźnik poprawił się o 105,0 mln zł. Przypominamy, że zarząd dewelopera w minionych kwartałach wskazywał, że na skutek wydatków na nowe grunty na koniec roku dług netto może przyjąć dodatnie wartości.

Po drugiej stronie zestawienia znalazł się Atal, z długiem netto na poziomie 513 mln zł (-21,5 mln zł q/q i -358,7 mln zł r/r). W stosunku do kapitału własnego dług netto wyniósł 49,8% (z uwzględnieniem 169 mln zł finansowania od akcjonariusza dominującego). Przypominamy, że w ciągu 3Q 2021 r. deweloper poniósł 45,9 mln zł wydatków na nowe grunty oraz wypłacił 117,3 mln zł dywidendy.

Ze spółek z środka zestawienia zwrócilibyśmy uwagę na Archicom, którego sytuacja znacznie poprawiła się w omawianym kwartale (spadek długu netto do poziomu -81,8 mln zł z wartości dodatniej 25,4 mln zł, tj. -107,2 mln zł q/q) oraz Marvipol, który wykazał dług netto w wysokości 233,3 mln zł (+94,1 mln zł q/q). Istotny przyrost zadłużenia Marvipolu wynika ze znacznych nakładów na grunty, w tym nabycia działki na warszawskiej Ochocie za 20,0 mln euro netto. W dalszym ciągu zadłużenie emitenta pozostaje niskie.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 3Q 2021 r. (w mln zł)<sup>1</sup>



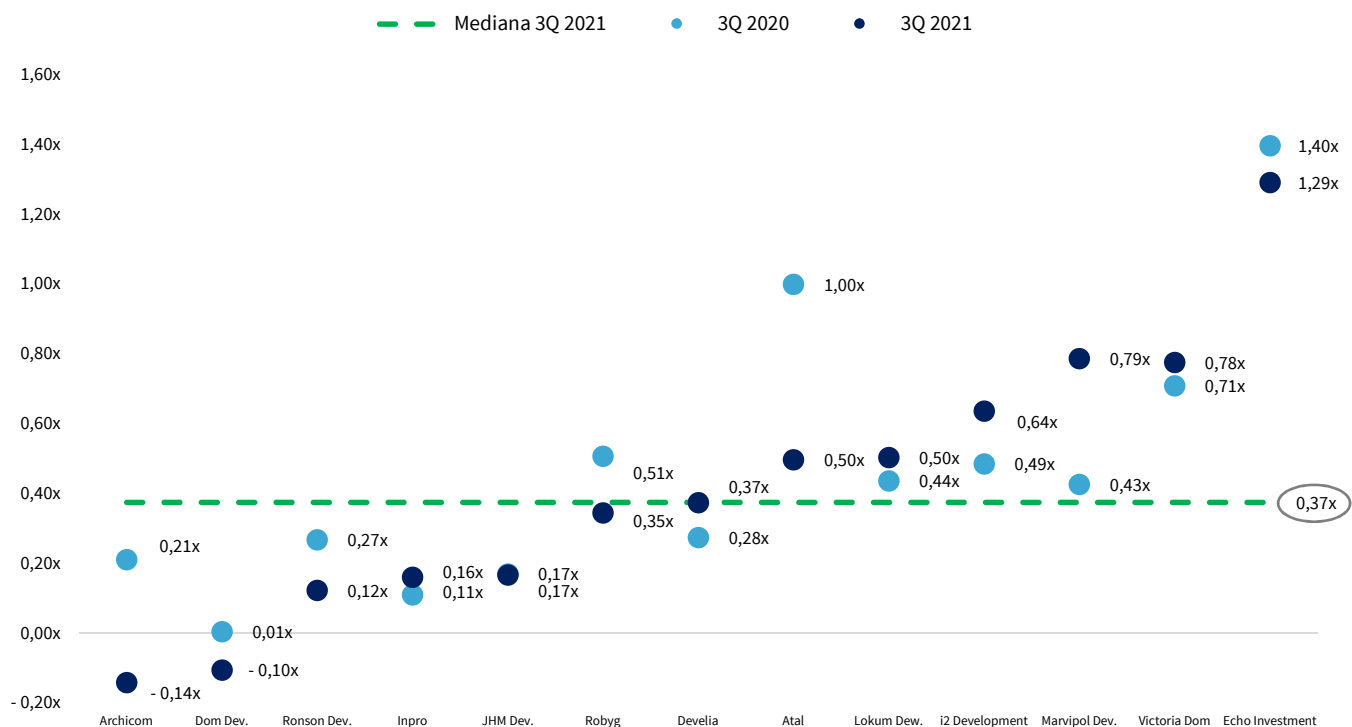
<sup>1</sup> W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe. Ponadto nie uwzględniono Echo Investment z powodu niedostatecznie szczegółowych danych finansowych dot. segmentu mieszkaniowego.

<sup>2</sup> Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

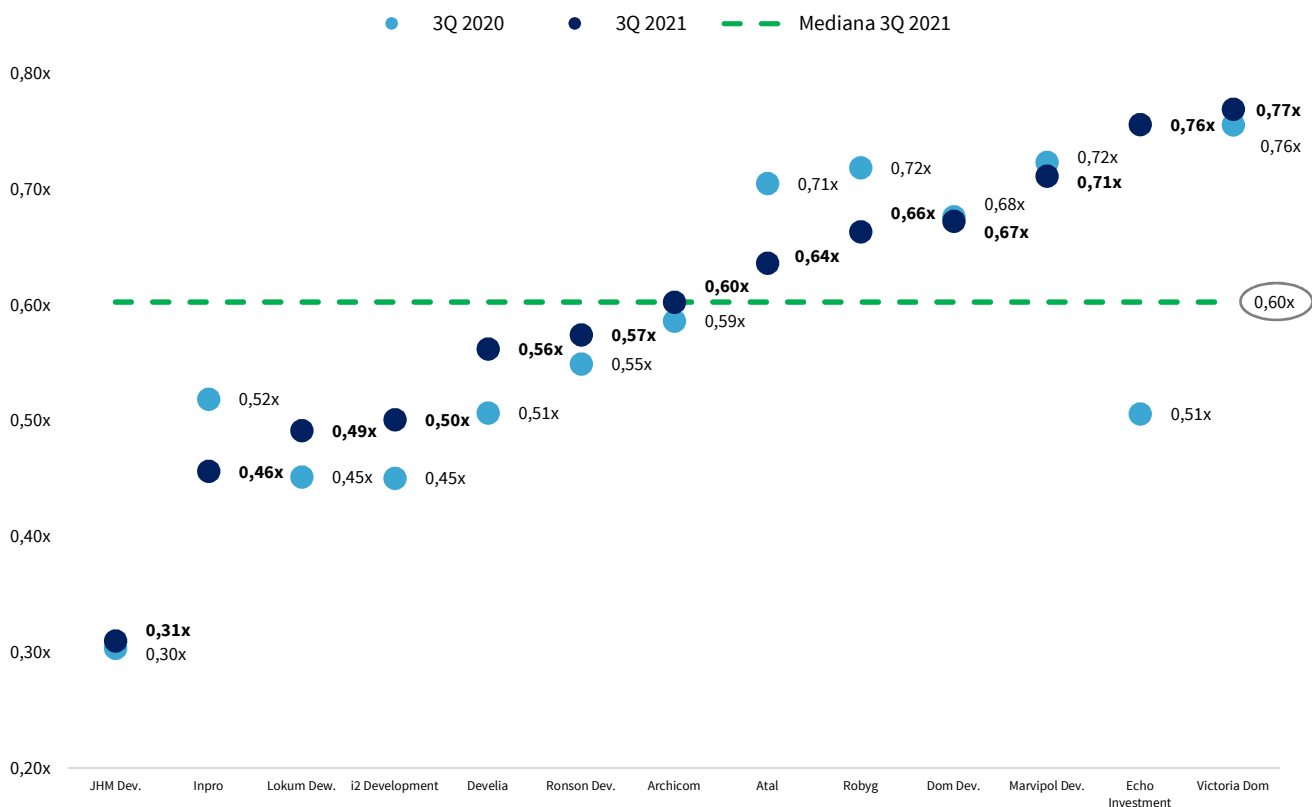
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Analiza wskaźników zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2020 r. oraz 3Q 2021 r. <sup>1,2</sup>



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2020 r. oraz 3Q 2021 r. <sup>1</sup>



<sup>1</sup> W przypadku Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe.

<sup>2</sup> W przypadku Echo Investment nie wydzielono segmentu mieszkaniowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.



# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

## 4Q: Po udanym początku tempo emisji spadło

Ostatni kwartał ubiegłego roku na rynku emisji obligacji korporacyjnych naznaczony był przede wszystkim bessą na rynku obligacji skarbowych wynikłą z drastycznie rosnących odczytów inflacyjnych, a tym samym oczekiwaniem na podwyżki stóp procentowych, które finalnie się wydarzyły. Warto wspomnieć, że rentowność polskich 10-letnich obligacji skarbowych, w momencie pisania tego opracowania wynosi 4,094% podczas, gdy poprzedni rok zaczynał się z rentownością na poziomie 1,2%. Przyspieszenie wzrostu rentowności nastąpiło wraz z końcem 3Q 2021 r., gdy odczyty inflacji zaczęły pięć się niebezpiecznie w górę. Rentowność wynosiła wtedy ok. 2,2%. Wzrost rentowności obligacji oznacza spadek ich wycen, co znalazło odzwierciedlenie w wynikach funduszy dłużnych, w tym inwestujących w obligacje korporacyjne. W efekcie klienci zareagowali umorzeniami jednostek uczestnictwa. W trzy ostatnie miesiące roku wartość aktywów pod zarządzaniem funduszy, które identyfikujemy jako aktywne na rynku obligacji korporacyjnych spadła do poziomu 51,2 mld zł, a więc aż o 6,7 mld zł. W takich warunkach nie można się dziwić, że pod kątem emisji tylko październik wyglądał dobrze.

W samym 4Q 2021 r. analizowani przez nas deweloperzy wyemitowali 597,0 mln zł obligacji w 7 emisjach, z czego 5 z nich na kwotę 375,0 mln zł zostało uplasowane w październiku. Były to: Atal (120,0 mln zł), Inpro (35,0 mln zł), Develia (100,0 mln zł), Victoria Dom (70,0 mln zł), Lokum Deweloper (50,0 mln zł). W listopadzie emisję uplasowało Echo Investment (172,0 mln zł), lecz z koniecznością odkupu 77,3 mln zł starszych serii (62,1 mln zł wygasających 3 tygodnie od dnia emisji oraz 15,2 mln zł zapadających w kwietniu 2022 r.). W grudniu 50,0 mln zł zdołało uplasować JHM Development.

Łącznie w zeszłym roku ujęte w raporcie spółki pozyskały 1 958,4 mln zł w formie obligacji. Spodziewaliśmy się, że kwota zbliży się do 2,0 mld zł. Do dwójki z przodu zabrakło kilkudziesięciu mln zł, lecz w dalszym ciągu pod kątem pozyskania kapitału można przyjąć, że poprzedni rok deweloperzy mogą zaliczyć do udanych. W tym samym czasie wykupione zostały obligacje o wartości 1 528,2 mln zł co oznacza, że outstanding zwiększył się w ciągu roku o 430,2 mln zł. W dalszym ciągu podtrzymujemy pogląd, że w bilansach deweloperów jest jeszcze sporo miejsca na dalsze zwiększanie zadłużenia mimo niewątpliwie mniej sprzyjającego otoczenia makro, z którym deweloperzy będą musieli mierzyć się w obecnym roku. Nie spodziewamy więc by w bieżącym roku aktywność emitentów była porównywalna do zeszłorocznej. Sądzimy, że deweloperzy w najbliższych kwartałach będą ostrożniej podchodzić do nowych inwestycji, co w przypadku tych podmiotów oznacza aktywność na rynku gruntów, w znacznym stopniu uzależniając dalsze kroki od kondycji popytu na mieszkania.

Argumentem za niższą aktywnością jest struktura zapadalności zobowiązań sektora. Skumulowana wartość obligacji do wykupu w bieżącym roku nie jest wymagająca (915,2 mln zł). Sytuacja poszczególnych deweloperów choć co do zasady dobra, to jednak niektóre spółki będą musiały być aktywne na rynku pierwotnym.

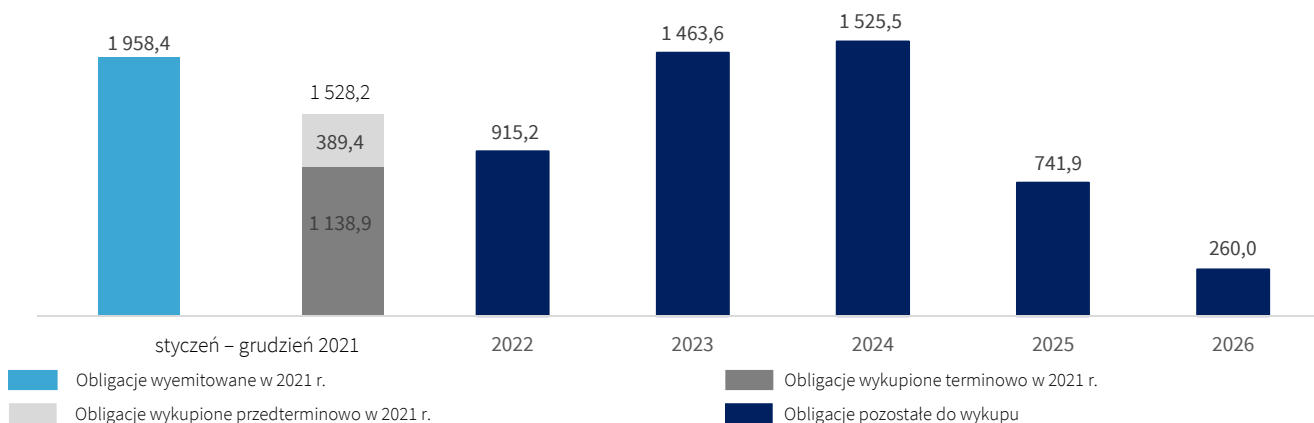
Takimi podmiotami w naszej opinii z pewnością będą: Echo Investment, które już prowadzi emisję 50 mln zł skierowaną do inwestorów detalicznych, Develia oraz Atal. W przypadku pierwszego z wymienionej trójki, mamy do czynienia z zapadalnością dwóch serii obligacji na łącznie 81,4 mln zł. Pierwsza z nich (1/2018 o wartości 31,4 mln zł) zapada 25 kwietnia. Druga z nich (seria H o wartości 50,0 mln zł) będzie wymagalna 22 maja. Spodziewamy się, że Echo zastąpi te serie długiem emitowanym do klienta detalicznego. W obecnej emisji deweloper oferuje WIBOR6M + 400 pb.. Dopiero w 2H będzie musiało mierzyć się z wykupem dwóch serii o łącznej wartości 200,0 mln zł. Wtedy też spodziewalibyśmy się wyjścia z emisją skierowaną do klienta instytucjonalnego.

Wcześniej o rynku długu będzie musiała pomyśleć Develia, która już 28 lutego będzie zobowiązana wykupić 45,0 mln zł obligacji notowanej pod tickerem DLV0222. Następnie 5 czerwca 50,0 mln zł obligacji.

Jeśli chodzi o Atal, to w obecnym roku wymagalne będą dwie serie obligacji o łącznej wartości 200,0 mln zł. Obie serie (AW i AW2) emitent będzie zobowiązany wykupić 11 września. Wspomniane obligacje deweloper kierował do funduszy inwestycyjnych. W naszej opinii spółka nie powinna mieć problemu ze zrolowaniem wspomnianych papierów.

W tym miejscu warto jeszcze zwrócić uwagę na toczącą się obecnie emisję Marvipolu skierowaną do inwestorów indywidualnych. Z tego źródła emitent planuje pozyskać 50,0 mln zł w ramach prospektu emisyjnego do 70,0 mln zł, zatwierdzonego przez KNF w listopadzie. Za nowy dług spółka oferuje WIBOR6M + 450 pb.. Obecna sytuację tego dewelopera oceniamy jako dobrą, a zwrócenie się w stronę klientów detalicznych oceniamy jako dywersyfikację źródeł finansowania. W bieżącym roku Marvipol będzie zobowiązany wykupić 54,3 mln zł kilku serii obligacji, z czego część to amortyzacje, a więc relatywnie niewiele. Dopiero w 2024 roku emitenta czekają większe wydatki z tytułu zapadalności obligacji. Do tego momentu deweloper ma czasu na realizację planowanych projektów, a tym samym generację środków z działalności operacyjnej.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2022 – 2026 (w mln PLN) według stanu na dzień 20.01.2022 r.



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

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Mając na względzie istotnie zmienione otoczenie makroekonomiczne oraz ostatnią słabość funduszy dłużnych spodziewamy się, że większa aktywność na rynku emisji może mieć miejsce najwcześniej w drugim kwartale pod warunkiem, że sytuacja ulegnie co najmniej ustabilizowaniu, a fundusze dłużne zaczną pokazywać dodatnie stopy zwrotu, co z kolei po wzroście rentowności w ostatnich miesiącach ma większe szanse materializacji. Tak jak jednak pisaliśmy, nie sądzimy by aktywność w bieżącym roku była zbliżona do ubiegłorocznej. Dopiero w 2023 roku deweloperzy będą musieli mierzyć się z poważniejszymi kwotami do wykupu (1 463,6 mln zł). Sytuacja emitentów w dalszym ciągu jest więc komfortowa. Deweloperzy mają co najmniej kilka kwartałów na generację środków z działalności operacyjnej oraz rolowanie kolejnych serii na dalsze okresy.

## Strukturalna zmiana na rynku?

Sam rynek obligacji deweloperów może w tym roku dosyć znacząco zmienić się. W minionych dwunastu miesiącach obserwowaliśmy istotny wzrost zainteresowania inwestycjami typu PRS wśród deweloperów. Rok temu segment PRS był dla większości podmiotów nowością. W obecnym już większość przynajmniej dopuszcza możliwość przeprowadzenia transakcji tego typu lub już to zrobiła lub podjęła decyzję o mocnej przebudowie modelu biznesowego w kierunku najmu instytucjonalnego.

Najbardziej doniosłym przykładem jest Robyg, który w drugiej połowie grudnia poinformował o warunkowej umowie sprzedaży 100% akcji przez jedynego akcjonariusza spółki. Nabywcą jest obecny już w Polsce Tag Immobilien, który poinformował o planach osiągnięcia portfela 20 tys. mieszkań na wynajem, z czego ok. połowy z nich ma być zbudowana na banku ziemi przejętego Robygu. Warunkiem zawieszającym transakcję jest zgoda UOKiK. Formalnie zmiana właściciela powinna wydarzyć się w ciągu kilku miesięcy. Warto dodać, że deweloper wg. stanu na koniec 3Q 2021 r. dysponował największym bankiem ziemi w kraju opiewającym na ok. 21 tys. lokali. Ponadto, przed przejściem był to podmiot sceptyczny wobec segmentu PRS.

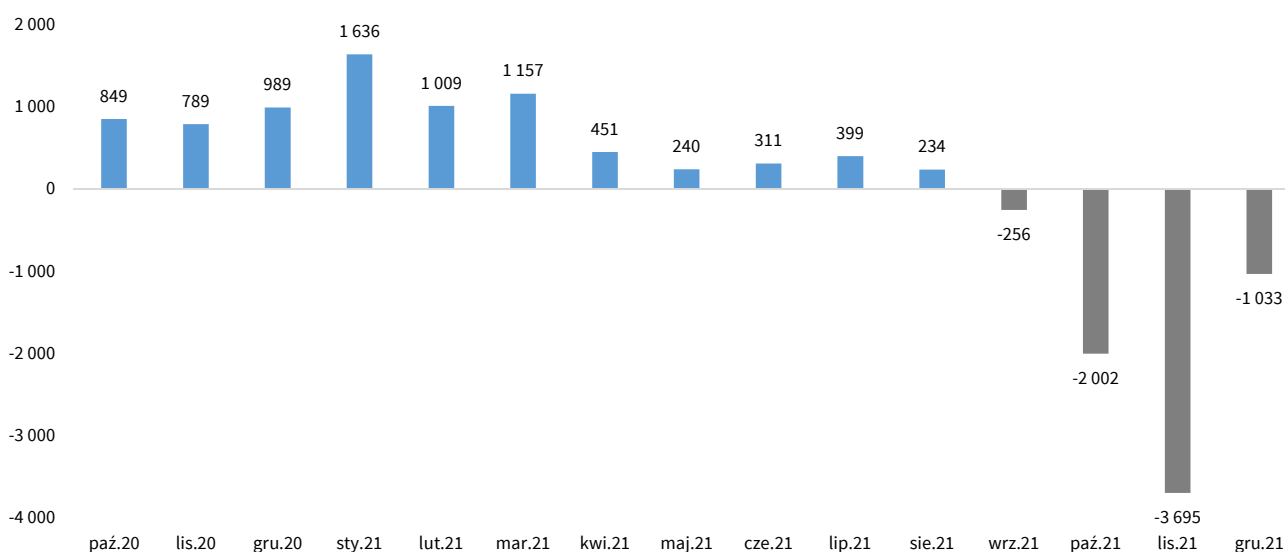
Przejęty został także Archicom, którego nowy właściciel (Echo Investment) był pierwszą spółką rozwijającą segment PRS w

[Zmiana aktywów funduszy aktywnych na rynku obligacji korporacyjnych \(mln zł\)](#)

Polsce. Na drodze do delistingu jest Ronson, co koresponduje z ogłoszonymi przez dewelopera planami budowy do 2025 roku portfela 3 tys. lokali przeznaczonych na wynajem. W ostatnich dniach wezwanie na akcje uprawniające do 66% ogólnej liczby głosów ogłoszono na Develię. Wzywającym jest Lentiya Investments Sp. z o.o., w którym 50% udziałów ma fundusz private equity Metric Capital Partners, a pozostałe 50% przypada na dwóch polskich inwestorów. Zgodnie z wezwaniem, po potencjalnym przejściu również Develia mocniej zaangażuje się w segment PRS. W przypadku wszystkich tych spółek, na skutek podjętych działań, mogą pojawić się pytania o skalę dalszej ich obecności lub obecności na rynku Catalyst w ogóle.

W przypadku przejścia Vantage Development przez TAG Immobilien 2 lata temu, jedną z możliwych do osiągnięcia synergii przez przejmującego był koszt finansowy. Nowy właściciel dysponujący korzystniejszymi możliwościami zaciągania zobowiązań finansowych poza Polską (wg. stanu na koniec 3Q 2021 r. ok. 3,1 mld euro zobowiązań finansowych ze średnim kosztem 1,41%, 98,5% zobowiązań na stałej stopie oprocentowania), wykupił przedterminowo wszystkie obligacje Vantage Development. Również w przypadku obligacji Robyga nowy właściciel mógłby wykonać podobny ruch (610 mln zł na marży W6M + 240-295 pb.) finansując wykup niższej oprocentowanym długiem z rynku poza Polską dodatkowo zabezpieczonym przed ryzykiem stopy procentowej. Spodziewamy się, że w ciągu roku od zamknięcia transakcji Robyg wykupi przedterminowo 460 mln zł obligacji, ostatnią serię PD o wartości 150 mln zł w grudniu 2023 r., gdy umożliwią mu to Warunki Emisji wspomnianej serii.

Do chwili obecnej Archicom nie podjął działań zmierzających do zaciągania nowych zobowiązań z tytułu obligacji korporacyjnych mimo bliskich terminów zapadalności (najdalsza seria zapadająca 14 czerwca 2023 r.). Z jednej strony emitent rozpoczynał 4Q 2021 r. z bardzo dobrą sytuacją finansową (ujemny dług netto na kwotę 81,8 mln zł). Z drugiej należy liczyć się z podporządkowaniem pod strategiczne decyzje akcjonariusza dominującego. W związku powyższym otwarte jest pytanie o dalszą aktywność Archicomu na rynku obligacji. Jesteśmy też ciekawi jak rozwinie się sytuacja Develii, w której również może dojść do zmian właścicielskich, a co za tym idzie, aktualne może być pytanie o korektę strategii w kierunku PRS.



Źródło: Dom Maklerski Navigator, na podstawie danych IZFA

## Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Minione wydarzenia w sektorze deweloperów mieszkaniowych mogą zauważalnie wpłynąć na skład emitentów obecnych na rynku Catalyst. Z jednej strony powyższe może poprawić sytuację emitentów w zakresie pozyskiwania finansowania od inwestorów profesjonalnych poprzez zmniejszenie liczby podmiotów konkurujących o kapitał. Z drugiej, kluczowym czynnikiem będzie koniunktura rynkowa, która na chwilę obecną w dalszym ciągu

jest dobra, lecz pojawiły się też czynniki niepewności. Tak czy inaczej sądzimy, że w obecnym roku, mimo wyboistej drogi, którą podmioty deweloperskie zaczynają kroczyć, nie powinniśmy obserwować problemów z refinansowaniem zapadających w bieżącym roku obligacji.

### Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2021 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln PLN)	Seria	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Lokum Deweloper	5 mar 2021	100,0	H	3,5 <sup>1</sup>	WIBOR 3M + 4,50%	Nie
i2 Development	16 mar 2021	17,9	L	3,0	5,47%	Tak
Echo Investment	17 mar 2021	195,0	1/2021	4,0	WIBOR 6M + 4,45%	Nie
<b>1Q 2021</b>		<b>312,9</b>				
Ronson	15 kwi 2021	100,0	W	4,0 <sup>1</sup>	WIBOR 6M + 4,00%	Nie
i2 Development	16 kwi 2021	9,6	M	3,0	5,47%	Tak
Marvipol	21 kwi 2021	116,0	AD	3,5	WIBOR 6M + 4,50%	Nie
Atal	21 kwi 2021	120,0	AX	2,0	WIBOR 6M + 2,15%	Nie
Echo Investment	22 kwi 2021	188,0	1P/2021	3,5	5,00%	Nie
Develia	11 maj 2021	150,0	DVL0524OZ5	3,0	WIBOR 3M + 2,95%	Nie
Dom Development	12 maj 2021	110,0	DOMDET5120526	5,0	WIBOR 6M + 1,30%	Nie
Victoria Dom	17 maj 2021	25,0	R	3,0	WIBOR 6M + marża	bd.
Robyg	17 cze 2021	150,0	PD	5,0 <sup>1</sup>	WIBOR 6M + 2,40%	Nie
Victoria Dom	23 cze 2021	50,0	S	3,0	WIBOR 6M + 5,50%	Nie
<b>2Q 2021</b>		<b>1 018,6</b>				
Victoria Dom	5 lip 2021	25,0	S2	3,0	WIBOR 6M + 5,50%	Nie
i2 Development	13 sie 2021	4,9	N	3,6	5,80%	Tak
<b>3Q 2021</b>		<b>29,9</b>				
Atal	5 paź 2021	120,0	AY	2,0	WIBOR 6M + 1,75%	Nie
Inpro	7 paź 2021	35,0	C	4,0	WIBOR 6M + 2,75%	Tak
Develia	8 paź 2021	100,0	DVL1024OZ6	3,0	WIBOR 3M + 2,70%	Nie
Victoria Dom	11 paź 2021	70,0	T	3,3	WIBOR 6M + 5,50%	Nie
Lokum Deweloper	19 paź 2021	50,0	I	3,5	WIBOR 6M + 4,20%	Nie
Echo Investment	10 lis 2021	172,0	2/2021	4,0	WIBOR 6M + 4,40%	Nie
JHM Development	17 gru 2021	50,0	E	4,0 <sup>1</sup>	WIBOR 6M + 4,90%	Tak
<b>4Q 2021</b>		<b>597,0</b>				
<b>razem</b>		<b>1 958,4</b>				

<sup>1</sup>okresowa amortyzacja

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 20.01.2022 r.

Deweloper	Emisje w 2021 r.			Wykupy w 2021 r.			Wykupy w okresie 2022 - 2026					Suma do wykupu
	1-3Q 2021	4Q 2021	2021	1-3Q 2021	4Q 2021	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Echo Investment	383,0	172,0	555,0	255,0	213,6	468,6	281,4	180,3	620,6	367,0	0,0	1 449,3
Robyg	150,0	0,0	150,0	45,3	0,0	45,3	0,0	360,0	100,0	0,0	150,0	610,0
Atal	120,0	120,0	240,0	368,0	0,0	368,0	200,0	389,0	0,0	0,0	0,0	589,0 <sup>1</sup>
Develia	150,0	100,0	250,0	100,0	40,0	140,0	115,0	130,0	250,0	0,0	0,0	495,0
Dom Development	110,0	0,0	110,0	32,1	77,9	110,0	50,0	50,0	50,0	100,0	110,0	360,0
Victoria Dom	100,0	70,0	170,0	36,1	0,0	36,1	36,0	84,6	100,0	80,0	0,0	300,6
Marvipol	116,0	0,0	116,0	66,4	0,0	66,4	54,3	47,6	172,3	0,0	0,0	274,2
Lokum Deweloper	100,0	50,0	150,0	100,0	0,0	100,0	0,0	100,0	100,0	50,0	0,0	250,0
Ronson Europe N.V.	100,0	0,0	100,0	80,2	0,0	80,2	50,0	40,0	100,0	60,0	0,0	250,0
Archicom	0,0	0,0	0,0	19,1	25,2	44,3	128,5	60,0	0,0	0,0	0,0	188,5
JHM Development	0,0	50,0	50,0	1,4	0,0	1,4	0,0	12,1	5,0	45,0	0,0	62,1
i2 Development	32,4	0,0	32,4	43,0	0,0	43,0	0,0	10,0	27,5	4,9	0,0	42,4
Inpro	0,0	35,0	35,0	0,0	25,0	25,0	0,0	0,0	0,0	35,0	0,0	35,0
<b>Razem</b>	<b>1 361,4</b>	<b>597,0</b>	<b>1 958,4</b>	<b>1 146,6</b>	<b>381,7</b>	<b>1 528,2</b>	<b>915,2</b>	<b>1 463,6</b>	<b>1 525,5</b>	<b>741,9</b>	<b>260,0</b>	<b>4 906,2</b>

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

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

# Informacje ze spółtek

## ARCHICOM

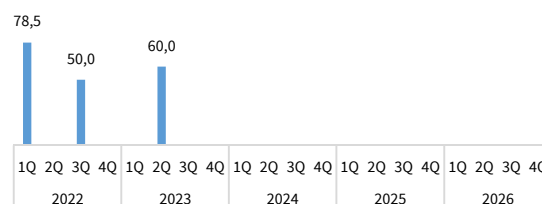
- Przypominamy, że w 1H 2021 r. deweloper stał się celem przejęcia przez Echo Investment. Powyższe miało też implikacje natury raportowej, w postaci dostosowania standardów do stosowanych przez nowego właściciela, jak też wyłączeniu działalności prowadzonej przez zbytą spółkę zależną – Archicom Polska. W związku z powyższym zmianie uległy dane dot. sprzedaży, przekazania oraz oferty tak, że obecnie prezentują tylko działalność we Wrocławiu.
- Archicom zakończył ostatni kwartał 2021 r. ze sprzedażą na poziomie 227 lokali w porównaniu do 235 w 3Q 2021 (-3,4% q/q) i 194 rok wcześniej (+17,0% r/r). Sprzedaż w całym 2021 r. uplasowała się na poziomie 1 275 jednostek wobec 971 w 2020 r. Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli spółki powinniśmy poznać cel sprzedażowy spółki na 2022 r. w pierwszym kwartale br. Przekazania w 4Q 2021 r. wyniosły 721 jednostek vs 560 w ostatnim kwartale 2020 r. Łącznie w całym 2021 r. deweloper przekazał 1 266 lokali czyli nieznacznie powyżej ustanowionego celu, który mieścić się w granicach 1000 - 1200. W 2020 r. przekazania wyniosły 1 349 lokali.
- Na początku listopada emitent poinformował o zawarciu umowy przedwstępnej zakupu użytkowania wieczystego gruntu na warszawskim Stuzewcu, na którym zamierza wybudować 260 mieszkań. Sprzedającym jest Echo Investment S.A. czyli większościowy właściciel Archicomu a wartość transakcji opiewa na 65,1 mln zł netto. Tym samym emitent wejdzie na rynek warszawski. Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli spółki, projekt uzupełni działalność Grupy Echo na warszawskim rynku.
- Na koniec września 2021 r. Archicom mógł się pochwalić dobrą sytuacją finansową. Niezastreżone środki pieniężne i ekwiwalenty osiągnęły prawie 350 mln zł, co jest najlepszym wynikiem od co najmniej 2016 r. Jednocześnie zadłużenie finansowe wyniosło 262,9 mln zł w porównaniu do 373,2 mln zł na koniec 2020 r. Tym samym dług netto spółki przyjął wartości ujemne.
- Otwarte pozostaje pytanie co do kolejnych kroków emitenta w zakresie finansowania obligacyjnego. W lutym 2022 r. następuje wykup obligacji serii M5/2020 w kwocie 78,5 mln zł. Biorąc pod uwagę silną pozycję bilansową emitenta nie będziemy zaskoczeni jeśli Archicom spłaci ww. obligacje a ewentualną emisję nowych papierów przełoży na później.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2020	3Q 2021
Przychody	476,5	500,5	648,7	388,9	274,2
Zysk brutto ze sprzedaży	128,2	151,1	194,8	114,1	94,4
Marża brutto ze sprzedaży	26,9%	30,2%	30,0%	29,3%	34,4%
EBIT	88,3	100,3	133,0	75,8	51,6
Marża EBIT	18,5%	20,0%	20,5%	19,5%	18,8%
Zysk netto	61,4	89,2	93,7	51,2	32,9
Marża netto	12,9%	17,8%	14,4%	13,2%	12,0%
Kapitał własny	491,0	543,4	613,9	638,4	583,7
Zadłużenie finansowe	266,7	282,2	373,2	341,1	262,9
Kredyty i inne	53,4	76,0	104,0	73,2	47,2
Obligacje	213,4	206,2	269,2	268,0	215,7
% obligacji w zadłużeniu	80,0%	73,1%	72,1%	78,6%	82,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	106,3	92,7	174,3	205,7	344,7
Dług netto	160,5	189,5	198,9	135,5	-81,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	60,7%	58,0%	58,7%	60,3%
Dług netto/KW	32,7%	34,9%	32,4%	21,2%	-14,0%

### Wydzielony segment mieszkaniowy

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

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

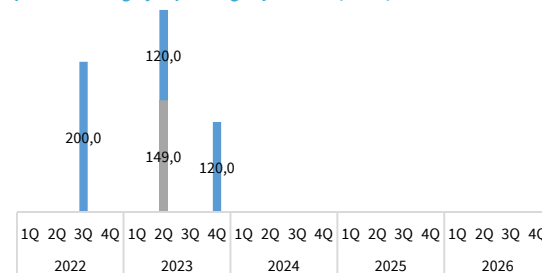
## ATAL

- Czwarty kwartał w wykonaniu Atalu przełożył się na sprzedaż na poziomie 1 039 lokali w porównaniu do 1 161 sztuk w 3Q 2021 r. (-10,5% q/q). To już trzeci kwartał z rzędu kiedy kwartalna sprzedaż przekroczyła pułap 1 tys. sprzedanych jednostek. Co interesujące, pomimo podwyżek stóp procentowych deweloper może się pochwalić solidnymi wynikami sprzedażowymi zarówno za listopad jak i za grudzień, odpowiednio 353 i 350 sprzedanych lokali. Łącznie, w 2021 r. Atal sprzedał 4 258 tj. o 47% więcej niż w 2020 r. (sprzedaż na poziomie 2 896). Po rekordowym 2021 r. Atal nie zwalnia tempa i celuje w sprzedaż na poziomie 4 tys. w 2022 r.
- W czwartym kwartale mijającego roku deweloper przekazał 1 316 lokali wobec 740 w 3Q 2021 r. (+79,3% q/q) oraz 1 219 rok wcześniej (8,0% r/r). Deweloper cały rok zakończył z wynikiem 3 700 przekazania w porównaniu do 3 002 w całym 2020 r. co oznacza wzrost o 23,3%.
- Trzeci kwartał 2021 r. przyniósł ponowną poprawę marży brutto ze sprzedaży, która wyniosła 27,1%. Marża za pierwszych dziewięć miesięcy 2021 r. wyniosła 25,4%. Przypomnijmy, celem zarządu jest utrzymanie marży powyżej poziomu 25,0%.
- W porównaniu z grudniem 2020 r. Atal znacząco wzmocnił swoją pozycję bilansową. Zadłużenie finansowe spadło o 33,9% i na koniec 3Q 2021 r. wyniosło ok. 600 mln zł co jest najniższym poziomem od 2018 r. W tym samym czasie dług netto w stosunku do kapitału własnego spadł do 49,8%. Co prawda, wskaźniki te nie obejmują emisji obligacji serii AY o wartości 120 mln zł, która nie jest ujęta w danych na 3Q 2021 r. Niemniej nawet biorąc pod uwagę jej wpływ na poziom zadłużenia uważamy, że Atal poprawił swoją sytuację finansową.
- W okresie 1Q – 3Q 2021 r. Atal nabył grunty pozwalające na realizację projektów o potencjale 174 tys. PUM za 139 mln zł co przekłada się na średnią cenę w wysokości 794 zł/m<sup>2</sup>. Dla porównania, w 2019 r. spółka nabyła grunty z potencjałem 164 tys. PUM przy średniej cenie wynoszącej ok. 542 zł/m<sup>2</sup> a w 2020 r. było to 51 tys. PUM po ok. 593 zł. W naszej opinii cena po jakiej Atal nabywał grunty w latach 2019-21 będzie stanowiła mocny element modelu biznesowego spółki i powinna pozwolić na generowanie zadowalających marż w 2022 r. Co ciekawe, średni koszt gruntów nabytych między styczniem a wrześniem 2021 r. był tylko nieznacznie wyższy od cen jakie spółka płać za działki w latach 2016-17.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2020	3Q 2021
Przychody	1 055,0	720,2	1 167,4	671,1	1 030,5
Zysk brutto ze sprzedaży	283,5	170,7	237,5	132,0	261,4
Marża brutto ze sprzedaży	26,9%	23,7%	20,3%	19,7%	25,4%
Przychody segmentu dewelop.	1 046,9	713,4	1 160,6	665,9	1 025,4
EBIT segmentu dewelop.	255,6	142,6	204,6	104,2	232,5
Marża EBIT	24,4%	20,0%	17,6%	15,7%	22,7%
Zysk netto	206,6	115,6	167,5	82,4	189,7
Marża netto	19,6%	16,0%	14,3%	12,3%	18,4%
Kapitał własny	857,3	788,7	956,1	871,1	1 028,5
Zadłużenie finansowe	524,8	837,9	910,9	1 040,2	601,9
Kredyty i inne	84,4	190,3	185,6	218,3	132,0
Obligacje	440,5	647,7	725,3	821,9	469,9
% obligacji w zadłużeniu	83,9%	77,3%	79,6%	79,0%	78,1%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29,2	14,2	174,0	169,0	89,3
Dług netto	495,6	823,7	736,8	871,2	512,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	54,2%	67,3%	65,8%	70,6%	63,7%
Dług netto/KW	57,8%	104,4%	77,1%	100,0%	49,8%

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

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Emisje objęte przez podmioty powiązane = 149 mln zł

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółtek

## DEVELIA

- Kontraktacja Develii w czwartym kwartale 2021 r. wyniosła 421 lokali w stosunku do 438 w poprzednim kwartale (-3,9% q/q). W całym 2021 r. deweloper zakontraktował 1 921 jednostek w porównaniu do 1 361 w 2020 r. (+41,1% r/r). Tym samym deweloper przebił górny pułap celu sprzedażowego na 2021 r. który mieścił się w przedziale 1 750 – 1 850 jednostek.
- Pod kątem przekazania, deweloper zakończył ostatni kwartał 2021 r. z wynikiem 624 lokali, w porównaniu do 522 w 3Q 2021 r. (+19,5% q/q) oraz 407 w 4Q 2020 r. (+53,3%).
- Oferta dewelopera na koniec września wyniosła 1 413 lokali w porównaniu do 1 432 w poprzednim kwartale (-1,3% q/q), a wprowadzenia do oferty wyniosły w okresie 1Q-3Q 2021 r. 1 446 lokali. Cel wprowadzeń na 2021 r. znajdował się w przedziale 1 500 – 1 700. Biorąc pod uwagę poziom sprzedaży w 4Q 2021 nie będzie dla nas zaskoczeniem jeśli oferta Develii na koniec grudnia 2021 r. spadnie w okolice 1 200 lokali.
- We wrześniu 2021 r. Develia zawarła umowę przedwstępną sprzedaży udziałów w biurowcu Sky Tower. Pierwotnie finalizacja transakcji miała nastąpić do końca 2021 r. natomiast umowa przedwstępna zakłada opcję wydłużenia tego terminu do 30 kwietnia 2022 r. Pozostałe zrealizowane aktywa komercyjne przeznaczone do sprzedaży to biurowce Arkady Wrocławskie we Wrocławiu oraz Wola Retro w Warszawie. W trakcie konferencji wynikowej za 3Q 2021 r. przedstawiciele dewelopera poinformowali, że w przypadku wrocławskiego biurowca spółka bierze pod uwagę również realizację alternatywnej inwestycji w jego miejsce. Obecne uwarunkowania administracyjne pozwala na projekt w formule PRS lub budynku biurowe.
- Na przełomie 2021/2022 r. Develia była bardzo aktywna pod względem nabywania nowych gruntów. W ramach czterech transakcji spółka nabyła działki z potencjałem wynoszącym ok. 2 tys. lokali, z czego blisko 1 900 przypada na inwestycję w Krakowie. Pozostałe transakcje objęły Warszawę (dwie działki z potencjałem po 50 lokali) oraz Gdańsk (potencjał 50 lokali). Łączna wartość transakcji wyniosła 265,8 mln zł brutto.
- Już w nowym roku Forseti IV S.a.r.l., Invest Line E S.A. oraz BEKaP FIZ ogłosiły wezwanie na akcje Develii reprezentujące 66% ogólnej liczby głosów. Cena jaką zaproponowali wzywający wynosi 3,34 zł/akcję, co oznacza wskaźnik P/BV na poziomie 1,13. Na rynku akcje emitenta handlowane są po wyższej cenie. Można domniemywać, że rynek oczekuje podniesienia ceny.

## DOM DEVELOPMENT

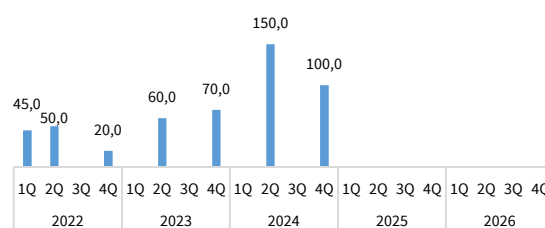
- Ostatni kwartał 2021 r. Dom Development może zaliczyć do udanych. W tym czasie zawarł umowy na sprzedaż 1 094 lokali wobec 856 kwartał wcześniej (+27,8% q/q) i 1 130 rok wcześniej (-3,2% r/r). Cały ubiegły rok deweloper zakończył z wynikiem 4 066 umów deweloperskich wobec 3 756 w 2020 r. (+8,3% r/r). Osiągnięty wynik jest rekordowy, a także wyższy niż cel komunikowany przez zarząd (3 750 lokali).
- Deweloper rozpoczął ostatni kwartał z ofertą na poziomie 1 816 lokali w porównaniu do 1 771 kwartał wcześniej (+2,5% q/q) i 2 377 lokali rok wcześniej (-23,6% r/r). Osiągnięta w 4Q 2021 r. sprzedaż sugeruje, że emitentowi w znacznym stopniu udało się zapowiadane uzupełnienie półek sprzedażowych. Zarząd przy okazji wyników półrocznych deklarował znaczne uzupełnienie oferty w drugiej połowie roku. Do oferty miało trafić ok. 3 000 lokali, w tym 1 800-1 900 w Warszawie. Na podstawie prezentacji za 3Q 2021 r. wnioskujemy, że do oferty w 3Q 2021 r. trafiło ok. 900 lokali co oznacza, że w ostatnim kwartale do oferty mogło trafić nawet 2 100 lokali. Finalne dane poznamy przy okazji wyników rocznych.
- Liczba przekazanych lokali 2021 r. jest zbieżna z oczekiwaniami zarządu i wyniosła 3 332 lokale wobec 3 006 rok wcześniej (+10,8% r/r) i wobec oczekiwań w przedziale 3 300 – 3 400. W samym czwartym kwartale deweloper uzna w wynikach 811 lokali.
- Dom Development nieprzerwanie cieszy się bardzo dobrą sytuacją finansową. Czwarty już kwartał z rzędu dług netto dewelopera był ujemny – zamknął się kwotą -126,7 mln zł. Jednocześnie poziom środków na kontach dewelopera wyniósł 615,8 mln zł mimo wypłaty w 2Q 2021 r. 254,0 mln zł dywidendy.
- Przypomnijmy, przy okazji poprzednich konferencji wynikowych zarząd sugerował znaczne wydatki na grunty, które mogą spowodować pojawienie się dodatniego długu netto na koniec roku. Jesteśmy ciekawi czy taka sytuacja nastąpi.
- Jednocześnie istotnym wydatkiem Grupy może być przejęcie wybranych spółek Grupy Buma. Transakcja pozwoli emitentowi na znaczne zwiększenie skali działalności w Krakowie.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2020	3Q 2021
Przychody	796,7	819,3	517,1	318,5	596,3
Przychody	649,0	678,3	430,1	252,6	532,3
Zysk brutto ze sprzedaży	201,2	225,3	134,8	77,6	131,3
Marża brutto ze sprz.	31,0%	33,2%	31,3%	30,7%	24,7%
Zysk netto	160,4	117,4	-134,5	23,0	84,8
Marża netto	20,1%	14,3%	-26,0%	7,2%	14,2%
Kapitał własny	1 497,8	1 492,1	1 317,8	1 479,6	1 326,9
Zadłużenie finansowe	1214,5	1075,3	837,1	787,7	891,7
Zadłużenie finansowe	485,5	462,7	385,7	344,9	436,2
Kredyty i inne	33,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligacje	452,3	462,7	385,7	344,9	436,2
% obligacji w zadłużeniu	93,2%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	259,9	242,7	182,1	114,5	243,2
Dług netto	225,7	220,0	203,6	230,4	193,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	53,5%	53,2%	50,7%	56,3%
Dług netto/KW	50,0%	49,2%	34,9%	27,5%	37,5%

### 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

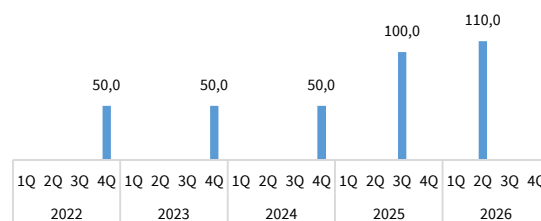
### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2020	3Q 2021
Przychody	1653,9	1661,7	1815,0	1135,4	1475,9
Zysk brutto ze sprzedaży	455,1	500,1	578,8	355,6	493,2
Marża brutto ze sprz.	27,5%	30,1%	31,9%	31,3%	33,4%
Zysk netto	227,0	256,0	302,2	175,2	285,7
Marża netto	13,7%	15,4%	16,7%	15,4%	19,4%
Kapitał własny	1046,5	1084,2	1157,5	1026,9	1214,8
Zadłużenie finansowe	396,2	446,3	371,4	385,9	489,0
Kredyty i inne	85,0	85,0	10,0	23,0	46,2
Obligacje	311,2	361,3	361,4	362,9	442,8
% obligacji w zadłużeniu	78,5%	81,0%	97,3%	94,0%	90,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	282,5	253,3	585,7	380,6	615,8
Dług netto	113,7	193,0	-214,3	5,3	-126,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,8%	63,4%	64,4%	67,7%	67,3%
Dług netto/KW	10,9%	17,8%	-18,5%	0,5%	-10,4%

### Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta



# Informacje ze spółtek

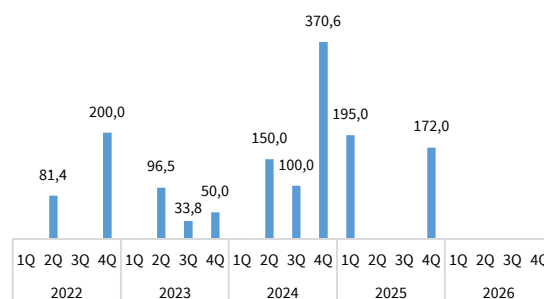
## ECHO INVESTMENT

- Czwarty kwartał w wykonaniu Grupy Echo-Archicom to sprzedaż 633 lokali w porównaniu do 603 w 3Q 2021 (+5,1% q/q) oraz 658 w trakcie trzech miesięcy zamykających 2020 r. (-3,8% r/r). Cały rok Grupa zamyka z rezultatem 2 955 lokali, czyli o 16,3% lepszym niż w 2020 r. Do osiągnięcia celu sprzedażowego w 2021 r. zabrakło ok. 200 lokali, niemniej przedstawiciele Emitenta już wcześniej wskazywali że cele nie będą realizowane kosztem marży.
- 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, czego przykładem jest podpisanie umowy przedwstępnej sprzedaży trzech budynków biurowych wchodzących w skład kompleksu Fuzja w Łodzi. Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli Emitenta, w bieżącym roku możemy się jeszcze spodziewać sprzedaży co najmniej trzech budynków biurowych a łączne wpływy z tego tytułu przekroczyć 600 mln zł, uwzględniając spłatę finansowania zaciągniętego na realizację sprzedawanych projektów. W ocenie Grupy powinno to przełożyć się na spadek wskaźnika Dług netto / Kapitał własny poniżej 100%.
- Na początku 2022 r. Grupa rozpoczęła sprzedaż obligacji serii K, w ramach której zostanie wyemitowane do 50 mln zł w oparciu o WIBOR 6M + 4,0%. Należy zaznaczyć, że oferowana marża jest o 40 p.b. niższa w porównaniu do serii 2/2021 wyemitowanej w listopadzie 2021 r. Jest to pierwsze wyjście na rynek w ramach Programu obligacji pozwalającego Grupie na emisję do 300 mln zł. Prospekt Programu został zatwierdzony przez KNF w listopadzie 2021. W bieżącym roku zapada blisko 300 mln zł z tytułu obligacji wyemitowanych przez Echo i spodziewamy się kolejnych emisji w ramach Programu.
- W październiku 2021 r. Grupa sfinalizowała umowę nabycia za 221,6 mln zł nieruchomości w Warszawie, na której planuje wybudować między 1 250 a 1 600 mieszkań.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2020	3Q 2021
Przychody	713,0	880,1	1212,9	746,3	819,9
Zysk brutto ze sprzedaży	134,9	203,0	243,8	110,3	203,3
Marża brutto ze sprz.	18,9%	23,1%	20,1%	14,8%	24,8%
Przychody	393,5	554,2	728,6	371,2	602,0
Zysk brutto ze sprzedaży	109,4	152,4	164,4	76,2	112,7
Marża brutto ze sprz.	27,8%	27,5%	22,6%	20,5%	18,7%
Aktywa	1059,0	1065,5	1179,9	1081,7	2283,9
Kapitał własny	975,3	630,4	645,1	533,8	555,6
Aktywa	3891,9	4810,4	5630,8	5402,3	6760,4
Kapitał własny	1495,5	1562,2	1684,6	1649,7	1874,4
Zadłużenie finansowe	1429,5	2254,6	2943,2	2745,6	3159,8
Kredyty i inne	270,9	1 105,1	1 518,9	1 523,7	1 451,6
Obligacje	1 158,7	1 149,5	1 424,3	1 221,9	1 708,2
% obligacji w zadłużeniu	81,1%	51,0%	48,4%	44,5%	54,1%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	439,5	492,3	327,1	439,8	738,6
Dług netto	990,0	1 762,3	2 616,1	2 305,8	2 421,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	61,6%	67,5%	70,1%	69,5%	72,3%
Dług netto/KW	66,2%	112,8%	155,3%	139,8%	129,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

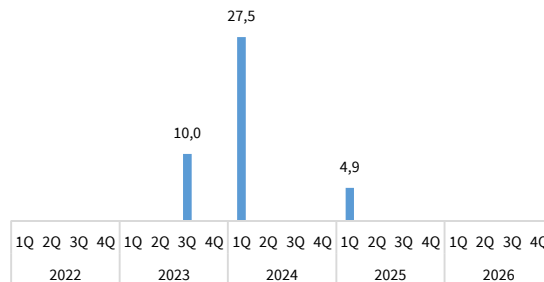
## i2 DEVELOPMENT

- Przypomnijmy, deweloper nie publikuje danych sprzedażowych raportami bieżącymi, stąd najaktualniejszymi danymi jakimi dysponujemy są te zaraportowane wraz z raportem okresowym. W obecnym przypadku (3Q 2021 r.) dane podane przez dewelopera są dla nas niezrozumiałe. Z raportu za 3Q 2021 r. wynika, że deweloper w okresie od 1 stycznia 2021 r. do 30 września 2021 roku znalazł nabywców na 71 lokali. Tymczasem w raporcie za 1H 2021 r. deweloper podawał, że w pierwszym półroczu znalazł nabywców na 130 lokali. Z danych wynika więc, że deweloper odnotował ujemną sprzedaż w trzecim kwartale. Możliwe wytłumaczenia dla nas są dwa: albo któryś raport prezentuje błędne dane, albo deweloper zmienił któryś z projektów i tym samym rozwiązał umowy rezerwacyjne na duże kilkadziesiąt lokali. Porównując raport za 3Q 2021 r. z raportem za 1H 2021 r. widoczna jest różna całkowita liczba lokali niektórych projektów.
- W okresie 1-3Q 2021 r. i2 przekazało klientom 61 lokali w porównaniu do 363 rok wcześniej. W poprzednim raporcie emitent wskazywał, że w drugiej połowie 2021 r. planuje przekazać klientom 250-300 lokali, w raporcie za 3Q 2021 r. takie sformułowanie już się nie pojawia.
- Pod koniec roku deweloper poinformował o działaniach akcjonariuszy dominujących, którzy zawarli porozumienie oraz nabyli pakiet akcji reprezentujący 5,50% ogólnej liczby głosów od FRAM FIZ. W efekcie, strony porozumienia przekroczyły próg 95% ogólnej liczby głosów uprawniający do ogłoszenia przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych. Strony porozumienia jeszcze w grudniu rozpoczęły działania zmierzające do zdjęcia spółki z giełdy poprzez ogłoszenie wezwania na pozostałe 3,82% akcji. Cena oferowana w wezwaniu wynosi 11,5 zł/akcję i odpowiada wskaźnikowi 0,45 wartości księgowej.
- Dyskonto do wartości księgowej wydaje się więc znaczne. Należy jednak pamiętać, że emitent nie był podmiotem stroniącym od stosowania przeszacowań, co np. w kwartałach 1-3Q 2021 r., kiedy linia aktualizacja wartości aktywów niefinansowych w pozostałych przychodach operacyjnych dodała 12,7 mln zł do wyniku, pozwoliło emitentowi zaraportować dodatni wynik netto.
- Kolejny kwartał rósł też poziom długu netto, który na koniec 3Q 2021 r. wyniósł 167,3 mln zł (63,7% kapitału własnego) vs 111,8 mln zł.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2020	3Q 2021
Przychody	95,5	139,8	214,8	167,7	40,5
Przychody	75,8	120,0	186,5	149,5	26,2
EBIT	-5,7	40,9	18,4	15,5	6,1
Marża EBIT	-7,6%	34,1%	9,8%	10,3%	23,3%
Zysk netto	29,0	-4,2	10,7	11,8	9,9
Marża netto	30,3%	-3,0%	5,0%	7,1%	24,3%
Kapitał własny	248,6	241,5	252,9	253,0	262,6
Zadłużenie finansowe	217,9	196,7	123,2	126,8	171,6
Kredyty i inne	92,9	96,8	70,3	64,6	128,9
Obligacje	125,0	99,9	52,9	62,2	42,6
% obligacji w zadłużeniu	57,4%	50,8%	43,0%	49,0%	24,8%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	15,7	3,1	11,4	3,9	4,2
Dług netto	202,2	193,6	111,8	122,9	167,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,7%	56,7%	44,9%	45,1%	50,2%
Dług netto/KW	81,4%	80,2%	44,2%	48,6%	63,7%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

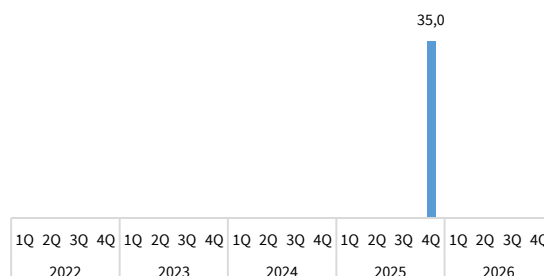
## INPRO

- Sprzedaż Inpro w czwartym kwartale wyniosła 152 lokale w porównaniu do 166 w 3Q 2021 r. (-8,4% q/q) i 161 w analogicznym okresie 2020 r. (-5,6% r/r). W całym roku deweloper sprzedał 728 lokali co przekłada się na 14,5% wzrost w porównaniu do 2020 r. kiedy sprzedaż wyniosła 635 jednostek.
- W ostatnim kwartale 2021 r. deweloper przekazał 312 lokali czyli o 66,8% więcej niż w poprzednim kwartale, kiedy wydano klucze do 187 lokali i o 31,4% mniej niż w 4Q 2020 r., gdy było to 455 szt. (-31,4% r/r). W całym 2021 r. przekazania wyniosły 720 lokali w porównaniu do 872 w 2020 r. (-17,4% r/r). Tym samym deweloper zrealizował roczny cel przekazania, który wynosił ok. 700 lokali.
- W okresie 1Q-3Q 2021 r. Inpro wprowadziło do oferty ok. 750 lokali a cel wprowadzeń na cały 2021 r. wynosi ok. 850 szt. Zgodnie z informacjami prasowymi publikowanymi w listopadzie, deweloper dysponował ofertą w wysokości 756 lokali i domów jednorodzinnych.
- W trakcie pierwszych trzech kwartałów 2021 r. przychody Grupy Inpro w ramach segmentu deweloperskiego wyniosły 175,6 mln zł a marża brutto na sprzedaży segmentu osiągnęła poziom 27,5%. W analogicznym okresie 2020 r. było to odpowiednio 169,8 mln zł oraz 20,6%. Niemniej, przedstawiciele Emitenta spodziewają się spadku marży w segmencie ze względu na rosnące ceny gruntów oraz materiałów i robocizny.
- Dobre wyniki z działalności deweloperskiej przełożyły się na zysk netto całej Grupy w wysokości 28,2 mln zł wobec 18,1 mln zł w okresie 1Q-3Q 2020 r.
- W trakcie trzeciego kwartału poziom gotówki Inpro spadł z 90,2 mln zł do 62,0 mln zł, głównie za sprawą przyrostu zapasów oraz wypłaty dywidendy w wysokości 20 mln zł.
- Stosunek Długu netto do Kapitału Własnego na koniec września 2021 r. wyniósł 16,2% i znalazł się na najwyższym poziomie od blisko dwóch lat. Wzrost wskaźnika na przestrzeni ostatnich kwartałów nie stanowi dla nas powodów do niepokoju ponieważ wraca on do poziomów sprzed pandemii a jego poziom w omawianym okresie był przejawem ostrożnościowego zarządzania bilansem. Ponadto, zadłużenie Emitenta wciąż pozostaje niskie na tle konkurencji.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2020	3Q 2021
Przychody	259,0	270,5	382,6	184,4	194,1
Przychody	220,1	225,6	361,5	169,8	175,6
Zysk brutto ze sprzedaży	66,3	70,4	103,3	35,0	48,2
Marża brutto	30,1%	31,2%	28,6%	20,6%	27,5%
Zysk netto	35,3	36,1	63,8	17,0	27,5
Marża netto	16,0%	16,0%	17,7%	10,0%	15,7%
Zysk netto	40,9	43,5	67,8	18,1	28,2
Marża netto	15,8%	16,1%	17,7%	9,8%	14,5%
Kapitał własny	295,7	308,7	365,7	318,6	367,1
Zadłużenie finansowe	85,8	82,7	107,2	95,0	121,4
Kredyty i inne	60,9	57,7	82,3	69,6	77,8
Obligacje	24,8	25,0	24,8	25,4	43,5
% obligacji w zadłużeniu	28,9%	30,2%	23,2%	26,7%	35,9%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29,4	19,9	90,6	59,7	62,0
Dług netto	56,4	62,8	16,6	35,3	59,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	45,6%	48,4%	43,4%	51,9%	45,7%
Dług netto/KW	19,1%	20,3%	4,5%	11,1%	16,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

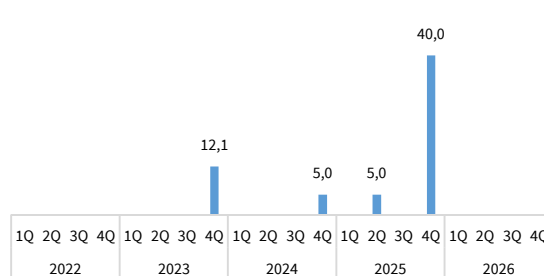
## JHM DEVELOPMENT

- W czwartym kwartale 2021 r. JHM sprzedał 169 lokali względem 155 w poprzednim kwartale (+9,0% q/q) i 144 w ostatnich trzech miesiącach 2020 r. (17,4% r/r). W całym 2021 deweloper może pochwalić się rekordowymi wynikami ponieważ znalazł nabywców na 623 lokale (+78,5% r/r).
- W ostatnim kwartale 2021 r. JHM przekazał 119 lokali wobec 77 szt. w 3Q 2021 (+54,5%) i 130 w 4Q 2020 r. (-8,5% r/r). Sumarycznie, w 2021 r. przekazania osiągnęły poziom 393 lokali czyli o 18,7% więcej niż w 2020 r., kiedy deweloper wydał 331 szt.
- W grudniu 2021 r. JHM wyemitował 50 mln zł w ramach obligacji serii E. Nowe papiery są zabezpieczone a ich oprocentowanie jest oparte o stawkę WIBOR 6M powiększoną o marżę w wysokości 4,90%. Koszt tych obligacji jest niższy o 60 p.b. w porównaniu do emisji serii C oraz D (oprocentowanie WIBOR 3M + 5,50%), które były emitowane w pandemicznym 2020 r. i nie posiadają zabezpieczenia. Redukcja premii za ryzyko uzyskana przez dewelopera jest ciekawa ze względu na dynamikę sentymentu rynkowego od 2020 r. oraz element w postaci dodania zabezpieczenia. Ponadto, należy wziąć pod uwagę różnicę pomiędzy wielkością emisji: serie C i D są znacznie mniejsze i opiewają łącznie na 12,1 mln zł. Termin wykupu obligacji przypada na grudzień 2025 r., przy czym mają one wbudowane mechanizm amortyzacji, która nastąpi w dwóch transzach: 5 mln zł w grudniu 2024 r. oraz 5 mln zł w czerwcu 2025 r.
- Począwszy od 3Q 2021 r. JHM zmienił prezentację udziałów w spółce Marywilska 44 z konsolidacji metodą pełną na wycenę metodą praw własności. W zakresie rachunku zysków i strat efekty tych zmian widać już w wynikach za sam trzeci kwartał, gdzie przychody spółki to w zasadzie wyłącznie działalność deweloperska. Natomiast w ujęciu narastającym sprzedaż obejmuje jeszcze wyniki wypracowane przez Marywilską 44 w pierwszym półroczu, tj. ok 17 mln zł. Księgowe zmiany są bardziej widoczne jeśli spojrzeć na bilans. Między czerwcem a wrześniem Kapitał Własny spadł z 545,7 mln zł do 392,8 mln zł a łączna wartość aktywów zmniejszyła się z 876,6 mln zł do 569,8 mln zł. Na koniec trzeciego kwartału 2021 r. wskaźnik Dług netto / Kapitał własny wzrósł do 16,8% z 11,6% na koniec 2Q 2021, niemniej to wciąż solidny poziom.
- Pod koniec stycznia 2022 r. JHM wypłaci swoim akcjonariuszom 3,5 mln zł zaliczki na dywidendę za 2021 r.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2020	3Q 2021
Przychody	143,2	139,4	147,5	88,9	114,6
Przychody	97,8	92,7	114,6	64,1	97,0
Zysk brutto ze sprzedaży	18,8	18,6	27,7	14,9	22,9
Marża brutto	19,2%	20,1%	24,2%	23,2%	23,7%
Zysk netto	10,1	8,7	14,3	6,3	11,2
Marża netto	10,4%	9,4%	12,5%	9,8%	11,5%
Zysk netto	17,4	17,9	15,8	7,2	10,8
Marża netto	12,2%	12,9%	10,7%	8,2%	9,5%
Kapitał własny	349,2	367,1	459,4	374,3	392,8
Zadłużenie finansowe	65,8	65,0	79,7	68,0	80,6
Kredyty i inne	55,2	57,9	66,1	57,8	68,7
Obligacje	10,6	7,0	13,5	10,2	11,9
% obligacji w zadłużeniu	16,1%	10,8%	17,0%	14,9%	14,8%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	7,7	5,3	7,8	4,0	14,8
Dług netto	58,2	59,7	71,8	64,0	65,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	26,4%	28,1%	40,4%	30,4%	31,1%
Dług netto/KW	16,7%	16,3%	15,6%	17,1%	16,8%

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

- Lokum Deweloper zakończył ostatni kwartał ubiegłego roku z 220 sprzedanymi jednostkami vs 145 kwartał wcześniej i 169 rok wcześniej. W całym roku emitent może pochwalić się wynikiem 744 sprzedanych lokali w porównaniu z 463 rok wcześniej (+60,7% r/r). Ostatecznie wynik roczny jest wyższy niż obniżony cel zarządu (700 lokali) mimo spadającej oferty.
- Ta ostatnia wyniosła na koniec roku 443 lokale w porównaniu z 627 kwartał wcześniej i 949 rok wcześniej (-53,3% r/r). W kolejnych kwartałach będziemy z ciekawością obserwować poczynania Emitenta w zakresie uzupełniania pótek sprzedażowych. Należy pamiętać, że Lokum Deweloper podobnie jak inni przedstawiciele sektora, koncentrował się na obronie marż co przejawiało się w podnoszeniu cen ofertowych, a także wprowadzaniu kolejnych projektów danych inwestycji na późniejszym etapie realizacji. Wolumenowy cel sprzedażowy nie był w mijającym roku wysoko na liście priorytetów. Tak czy inaczej w bieżącym roku deweloper planuje wprowadzić do oferty ok. 1 100 lokali.
- W przypadku przekazania emitent zakończył cały rok z wynikiem 569 jednostek wobec 391 rok wcześniej (+45,5% r/r). W samym czwartym kwartale było to 190 lokali vs 80 rok wcześniej. Mimo niższej niż pierwotnie oczekiwano liczby przekazania, osiągnięty wynik powinien w dalszym ciągu pozwolić deweloperowi rozpoznać zauważalny poziom zysku netto. Z drugiej strony, potencjał przekazania na 2021 r. wynosił 853 jednostki, których realizacja została zakończona. Powyższe oznacza, że deweloper wszedł w nowy rok z istotną jak na obecną skalę działalności liczbą lokali gotowych, które nie wymagają dalszego ponoszenia nakładów. Zbycie tych lokali umożliwi emitentowi odblokowanie gotówki, której ilości w istotny sposób mogą poprawić cash flow dewelopera.
- W minionym kwartale deweloper nie informował o transakcjach zakupu gruntów, którym zapewne miała służyć emisja 50 mln zł obligacji serii I. Powyższe wraz z istotną liczbą przekazania powinno pozwolić emitentowi zraportować poprawę wskaźników zadłużenia netto na koniec roku. Przypomnijmy na koniec 3Q 2021 r. dług netto w relacji do aktywów wyniósł 50,4% vs 53,1% na koniec 2020 r.

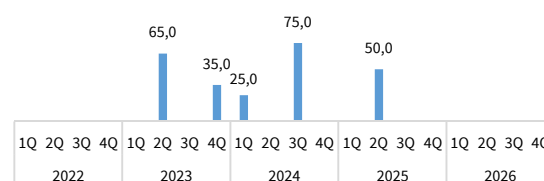
## MARVIPOL DEVELOPMENT

- W 4Q 2021 r. Marvipol zakontraktował 131 lokali wobec 89 kwartał wcześniej i 702 rok wcześniej. W całym 2021 roku sprzedaż wyniosła 376 lokali vs 1 086 rok wcześniej (-65,4% r/r). Liczby są zdecydowanie niższe z uwagi na transakcję sprzedaży pakietu ponad 650 lokali do inwestora instytucjonalnego w okresie porównywalnym, a tym samym bardzo niskimi poziomami oferty przez większą część roku. W ujęciu wartościowym spadek sprzedaży jest niższy. W 4Q 2021 r. deweloper zakontraktował lokale o wartości 132,4 mln zł, w całym 2021 r. 369,0 mln zł (-41,8% r/r).
- W zakresie stanu oferty, nie zaobserwowaliśmy by deweloper uzupełniał ją w ostatnim kwartale minionego roku. Tym samym, widząc relatywnie wyższe liczby sprzedaży spodziewamy się, że oferta na koniec roku spadła poniżej 200 jednostek.
- W przyszłym roku kluczowa dla Marvipolu będzie sprawność w uzupełnianiu oferty. Przypomnijmy, na 2H 2021 r. deweloper planował wprowadzić do oferty ponad 900 lokali. Z planów tych wyszła jedynie inwestycja na warszawskim Natolinie opiewająca na 68 lokali. Emitent doświadczył więc prawdopodobnie tego z czym zmagają się cały rynek, tj. przewlekłymi procedurami administracyjnymi. Plany na 2022 r. są jednak znaczące, gdyż Marvipol zapisał jako projekty do wprowadzenia bieżącym roku 1 869 lokali. Będziemy z uwagą przyglądać się poczynaniom emitenta w tym zakresie. Niska baza sprzedaży powoduje, że nawet połowiczny sukces we wprowadzeniach powinien pozwolić deweloperowi osiągnąć dodatnią dynamikę sprzedaży w ujęciu wartościowym w bieżącym roku.
- W całym 2021 roku deweloper nabył 8 działek za 204,7 mln zł. Rok wcześniej wydatki na grunty sięgnęły kwoty 132,9 mln zł. Łącznie, na zakupionych w ostatnich dwóch latach gruntach emitent będzie mógł zbudować ok. 144,2 tys. PUM. Odbudowany bank ziemi powinien wystarczyć na ok. 3 lata.
- Liczba przekazanych lokali w 4Q 2021 r. wyniosła 201 jednostek wobec 443 przed rokiem (-54,6% r/r). W całym roku liczba przekazania wyniosła 554 wobec 791 rok wcześniej (-30,0% r/r). Podobnie jak w przypadku sprzedaży, ujęcie wartościowe w tej kategorii wygląda lepiej. W całym roku wartość wydanych lokali sięgnęła 410,2 mln zł wobec 424,0 mln zł rok wcześniej (-3,3% r/r).
- Sytuacja finansowa emitenta pozostaje dobra. Dług netto całej Grupy na koniec 3Q 2021 r. zamknął się na poziomie 40,1%, co nie jest poziomem wygórowanym.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2020	3Q 2021
Przychody	322,4	285,9	191,0	135,0	198,1
Zysk brutto ze sprz.	115,2	99,0	54,0	43,5	72,9
Marża brutto ze sprz.	35,7%	34,6%	28,3%	32,2%	36,8%
Zysk ze sprz.	96,6	81,1	35,6	31,2	55,5
Marża zysku ze sprz.	29,9%	28,4%	18,6%	23,1%	28,0%
Zysk netto	73,0	62,2	20,3	21,7	39,0
Marża netto	22,6%	21,8%	10,7%	16,1%	19,7%
Kapitał własny	349,6	367,3	378,2	380,0	405,0
Zadłużenie finansowe	175,3	189,2	285,3	250,8	238,7
Kredyty i inne	0,5	24,8	86,2	85,8	37,9
Obligacje	174,7	164,4	199,1	165,0	200,8
% obligacji w zadłużeniu	99,7%	86,9%	69,8%	65,8%	84,1%
Srodki pieniężne i ekwiwalenty	140,5	121,3	84,4	84,6	34,6
Dług netto	34,8	67,9	200,9	166,2	204,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	51,9%	46,6%	49,0%	45,2%	49,2%
Dług netto/KW	9,9%	18,5%	53,1%	43,7%	50,4%

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

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

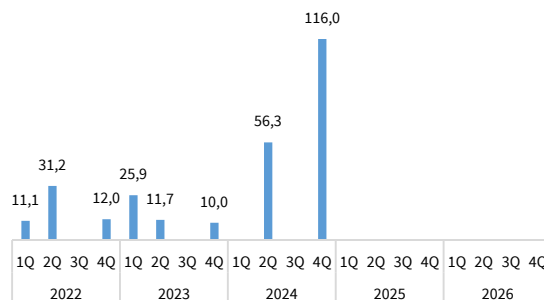


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł <sup>1</sup>	2018	2019	2020	3Q 2020	3Q 2021
Przychody	266,1	290,8	431,4	168,5	263,9
Zysk brutto ze sprzedaży	62,1	67,0	105,8	47,2	68,6
Marża brutto ze sprz.	23,3%	23,0%	24,5%	28,0%	26,0%
Zysk netto	27,3	24,2	52,0	20,9	37,6
Marża netto	10,3%	8,3%	12,1%	12,4%	14,2%
Kapitał własny	178,8	233,0	339,3	350,3	296,1
Zadłużenie finansowe	341,5	380,3	347,4	380,1	327,5
Kredyty i inne	57,3	168,7	125,5	157,0	55,7
Obligacje	284,2	211,6	221,9	223,1	271,8
% obligacji w zadłużeniu	83,2%	55,6%	63,9%	58,7%	83,0%
Gotówka	105,3	97,7	121,5	230,6	94,2
Dług netto	236,2	282,6	225,9	149,5	233,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	75,7%	76,1%	64,1%	72,4%	71,2%
Dług netto/KW	132,1%	121,3%	66,6%	42,7%	78,8%

<sup>1</sup>Wydzielony segment deweloperski

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółtek

## ROBYG

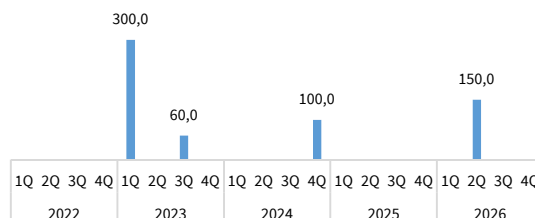
- W ostatnich kwartale ubiegłego roku na rynku spekulowano o możliwej zmianie właściciela w Robygu, co zmaterializowało się w ostatnich dniach grudnia. 23 grudnia 2021 r. na rynek trafiła informacja o sprzedaży przez Bricks Acquisitions Limited wszystkich akcji emitenta. Nabywcą okazał się TAG Immobilien – spółka dysponująca w Niemczech portfelem ok. 87,6 tys. mieszkań na wynajem + zabezpieczonym pipeline'em ok. 12,1 tys. lokali w Polsce poprzez przejęty dwa lata temu Vantage Development. Wycenę za pakiet 100% akcji emitenta ustalono na 3,15 mld zł, a cena jaką TAG Immobilien zapłaci wyniesie ok. 2,5 mld zł (przed finalizacją transakcji spodziewanej na 1Q 2022 r., uwarunkowanej zgodą organu antymonopolowego, obecny akcjonariusz wypłaci ok. 700 mln zł dywidendy). Powyższa wycena oznacza wskaźnik P/BV na poziomie ok. 2,85 (po odliczeniu pożyczki od dominującego akcjonariusza w wysokości 100,0 mln zł). W naszej opinii Bricks Acquisitions Limited może zaliczyć inwestycję w Robyg do udanych. Zakładając finansowanie nabycia emitenta poprzez LBO 50% dług, 50% equity IRR osiągnięty na inwestycji mógł wynieść ok. 55-60%.
- Akwizycja zauważalnie zmieni obraz rynku w Polsce. Przejęcie największego dewelopera w kraju pozwoli na stworzenie lidera wyraźnie odstającego od konkurencji, który będzie dysponował portfelem ok. 35 tys. lokali (bank ziemi + oferta). Z tej liczby ok. 14,8 tys. lokali zostanie przeznaczonych na sprzedaż do klientów indywidualnych, a reszta posłuży stworzeniu portfela ok. 20,3 tys. lokali na wynajem. Warto dodać, że Robyg był deweloperem sceptycznie odnoszącym się do inwestycji typu PRS.
- Podobnie jak w przypadku przejęcia Vantage Development, także i w tym przypadku należy spodziewać się synergii nowego właściciela z tytułu niższych kosztów finansowania – na skutek wzrostu WIBOR'ów porównywalnych obecnie z kosztem, który ponosił Vantage. Spodziewamy się zniknięcia Robyga z rynku Catalyst do końca 2023 roku.
- Sam Robyg może zaliczyć rok do udanych, zamykając go liczbą 4 276 umów sprzedaży vs 2 156 rok wcześniej (+98,3% r/r).

## RONSON

- Niskie poziomy oferty, na które zwracaliśmy uwagę przy okazji poprzedniego opracowania zanotowane zostały także na koniec 3Q 2021 r. Choć oferta wyniosła 604 jednostek vs 476 kwartał wcześniej i wobec 842 rok wcześniej, to oferowany PUM zwiększył się nieznacznie (do 30,6 tys. vs 29,0 tys. na koniec 1H 2021 r.). Ronson deklarował wprowadzenie do oferty jeszcze 3 projektów obejmujące 361 lokali, z czego 2 z nich to kolejne etapy realizowanych już inwestycji. Nie zaobserwowaliśmy by przed końcem roku deweloper powiększył ofertę o te projekty.
- Powyższa sytuacja w połączeniu ze skupieniem się na obronie marży spowodowała spadek ilości sprzedanych lokali do 111 jednostek w 4Q 2021 r. vs 162 w 3Q 2021 r. i 257 rok wcześniej. W całym roku Ronson zakontraktował 877 lokali wobec 918 rok wcześniej (-4,5% r/r). Mimo nieznacznie niższego wyniku oceniamy go jako dobry. Należy pamiętać o istotnym wzroście cen oraz wysokiej bazie roku ubiegłego.
- Liczba przekazanych w 4Q 2021 r. lokali wyniosła 375 wobec 187 kwartał wcześniej i 167 rok wcześniej. W całym roku deweloper przekazał 1 007 jednostek w porównaniu do 966 rok wcześniej (+4,2% r/r).
- Podobnie jak w 2020 roku tak i w 2021 roku deweloper wykazywał podwyższoną aktywność na rynku gruntów, szczególnie w 4Q 2021 r. Działania te oceniamy pozytywnie. Łączna wartość podpisanych umów przedwstępnych i ostatecznych przekracza kwotę 200 mln zł.
- W samej końcówce rynku Ronson poinformował o rozszerzeniu przedmiotu działalności Grupy o segment PRS. W myśl ogłoszonych planów, Emitent do końca 2025 roku planuje zbudować portfel ok. 3,0 tys. lokali pod wynajem w Warszawie, we Wrocławiu oraz w Poznaniu. Ponadto plany obejmują zabezpieczenie banku ziemi na ok. 5,0 tys. lokali oraz pozyskanie partnerów posiadających doświadczenie w segmencie PRS, w tym finansowych.
- Ogłoszone plany oceniamy jako ambitne, wiążące się z koniecznością istotnego zwiększenia ilości lokali w realizacji vs dotychczasowa działalność (ok. 1,5 tys. lokali).
- W drugiej połowie roku niemal codziennie obserwowaliśmy aktywność dominującego akcjonariusza dewelopera w zakresie zwiększania zaangażowania w kapitale. W ostatnich dniach główny akcjonariusz przekroczył poziom 95% ogólnej liczby głosów. W tych okolicznościach ogłoszenie przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych jest formalnością.

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2020	3Q 2021
Przychody	1034,5	1115,2	1105,3	378,7	641,0
Zysk brutto ze sprz.	266,8	275,4	305,0	93,8	193,0
Marża brutto ze sprz.	25,8%	24,7%	27,6%	24,8%	30,1%
EBIT	224,0	239,4	269,2	47,9	165,3
Marża EBIT	21,7%	21,5%	24,4%	12,6%	25,8%
Zysk netto	181,5	202,1	213,5	33,4	130,6
Marża netto	17,5%	18,1%	19,3%	8,8%	20,4%
Kapitał własny	705,0	777,2	970,9	790,8	1 202,1
Zadłużenie finansowe	721,9	706,0	570,5	660,5	770,7
Kredyty i inne	313,1	197,1	65,4	155,2	160,7
Obligacje	408,8	508,9	505,0	505,3	610,0
% obligacji w zadłużeniu	56,6%	72,1%	88,5%	76,5%	79,1%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	285,8	374,0	178,1	259,0	354,8
Dług netto	436,1	331,9	392,3	401,6	416,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	69,5%	67,7%	62,3%	71,9%	66,4%
Dług netto/KW	61,9%	42,7%	40,4%	50,8%	34,6%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

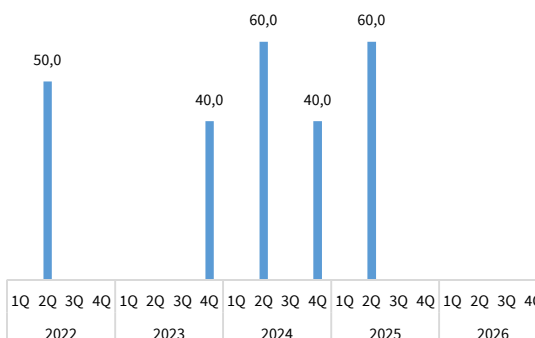


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2018	2019	2020	3Q 2020	3Q 2021
Przychody	294,1	232,6	401,2	321,9	349,4
Przychody	291,8	223,5	400,3	321,2	348,7
Zysk brutto ze sprz.	43,4	41,5	85,2	74,6	62,1
Marża zysku ze sprz.	14,9%	18,6%	21,3%	23,2%	17,8%
Zysk brutto ze sprz.	45,7	44,3	86,2	75,3	62,8
Marża brutto ze sprz.	15,5%	19,1%	21,5%	23,4%	18,0%
Kapitał własny	343,5	350,5	379,8	377,8	408,5
Zadłużenie finansowe	243,2	200,8	230,1	153,4	253,9
Kredyty i inne	37,7	12,9	0,0	0,0	1,4
Obligacje	205,5	188,0	230,1	153,4	252,5
% obligacji w zadłużeniu	84,5%	93,6%	100,0%	100,0%	99,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	68,5	91,8	117,5	52,0	203,4
Dług netto	174,7	109,1	112,6	101,3	50,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	57,3%	62,8%	59,5%	55,0%	57,5%
Dług netto/KW	50,9%	31,1%	29,6%	26,8%	12,3%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

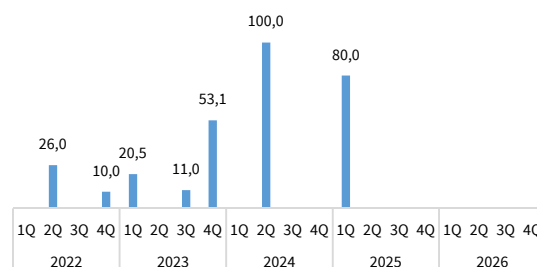
# Informacje ze spółtek

## Victoria Dom

- W 4Q 2021 r. Victoria Dom podpisała umowy na sprzedaż 316 lokali wobec 373 kwartał wcześniej (-15,3% q/q) i 310 rok wcześniej (+1,9%). Odnotowany w czwartym kwartale wynik pozwolił deweloperowi zamknąć rok z rekordowym wynikiem 1 607 lokali vs 1 476 w 2020 r., a więc o 8,9% więcej.
- Deweloper nie podał informacji jaką dysponował ofertą na koniec roku. Stąd trudno określić czy obserwowane w 2H 2021 r. spadające wolumeny sprzedaży są wynikiem osłabienia popytu czy po prostu pustych pótek sprzedażowych. Warto pamiętać, że na początku ubiegłego roku deweloper planował wprowadzenie do oferty w całym 2021 roku ok. 2 100 lokali.
- Wraz z początkiem roku poznaliśmy także osiągnięcia emitenta w zakresie przekazania. Spółka zamknęła rok z wynikiem 1 253 lokale vs 1 176 lokali w roku 2020 r., a więc o 6,5% więcej. Warto pamiętać, że deweloper kolejny rok z rzędu notuje wyraźną nadwyżkę sprzedaży nad przekazaniami, która w 2021 r. wyniosła ok. 28%. Powyższe sugeruje szanse na poprawę wyników finansowych w kolejnych okresach.
- W październiku spółka uplasowała 70 mln zł obligacji serii T, których kupon ustalono w oparciu o konstrukcję WIBOR 6M + 550 pb.. Zapadalność wspomnianej emisji wyznaczono na styczeń 2025 roku.
- Również w październiku spółka poinformowała o wprowadzeniu do sprzedaży kolejnego projektu w Lipsku. Wspomniany projekt obejmuje 122 lokale. Drugim projektem wprowadzonym do oferty w tym miesiącu była inwestycja na 33 lokale zlokalizowana w Berlinie.
- Z kolei w grudniu deweloper poinformował o rozszerzeniu współpracy z Funduszem Ekspansji Zagranicznej zarządzanym przez PFR TFI. Na podstawie nowej umowy fundusz zwiększył kwotę finansowania udzielanego emitentowi z kwoty 7 mln euro do 10 mln euro.
- Victoria Dom kontynuuje swoją działalność w stolicy Polski gdzie, wg swoich szacunków, w drugim kwartale bieżącego roku zajęła pierwsze miejsce pod względem sprzedanych lokali. Deweloper jest jeszcze obecny w Krakowie i dodatkowo planuje ekspansję w innych aglomeracjach w kraju.

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 =  $\frac{\text{EBIT}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- 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.

---

## Dane kontaktowe

---

### Mateusz Mucha

Dyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: +48 537 837 098

Mail: [mateusz.mucha@dmnavigator.pl](mailto:mateusz.mucha@dmnavigator.pl)

### Kamil Jędrej

Analitik Departamentu emisji obligacji

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

### Aleksander Blacha, CFA

Analitik Departamentu emisji obligacji

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

**Navigator** Capital Group®  
 Value delivered.

[ul. Twarda 18](#)

[00-105 Warszawa](#)

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

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

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