

Deweloperzy mieszkaniowi na Catalyst

Adrianna Kocięda
Analityk
adrianna.kocieda@nwai.pl
tel: 22 201 97 66

Na koniec kwietnia 2016r. łączna wartość obligacji korporacyjnych notowanych na Catalyst wyemitowanych przez deweloperów mieszkaniowych wynosiła 1,5 mld PLN, co stanowi 2,7% wszystkich notowanych emisji. Rok 2016 ma być rekordowy dla sektora deweloperów mieszkaniowych, których wyniki wspierają programy rządowe oraz otoczenie niskich stóp procentowych. Spodziewamy się, że spółki, które posiadają bogaty bank ziemi oraz potencjał do pozyskania relatywnie taniego finansowania, będą rozpoczynać kolejne inwestycje. W związku z tym, większość podmiotów z branży, których instrumenty są notowane na Catalyst oraz ma relatywnie dobre wskaźniki zadłużenia będzie skłonna refinansować zapadające obligacje lub wychodzić na rynek z nowymi emisjami. W niniejszym raporcie porównujemy kondycję finansową deweloperów mieszkaniowych porównując główne wskaźniki determinujące ryzyko kredytowe w oparciu o zaraportowane ostatnio wyniki. Dodatkowo próbujemy wskazać, które podmioty mogą planować nowe emisje w horyzoncie 1-2 lat.

Kluczowe wnioski:

- **Potencjał do nowych emisji** - Wartość obligacji wyemitowanych przez deweloperów mieszkaniowych, które zapadną do końca 2016r. to 233,6 mln PLN. Prawdopodobne jest, że pod koniec 2016r. z kolejnymi emisjami wyjdą: **Ronson**, którego emisje o łącznej wartości 84 ml PLN zapadają w połowie 2017r. oraz **Dom Development**, którego emisja o wartości 120 mln PLN zapada w lutym 2017r. W zależności od potrzeb inwestycyjnych na emisję pomiędzy 70-100 mln PLN w 2H16 może zdecydować się **Robyg**.
- **Po słabym dla Polnordu roku 2015 (spółka wykazała 136 mln PLN straty netto), wdrażana jest restrukturyzacja**, w ramach której planowane jest obniżenie poziomu zadłużenia z 436,9 mln PLN na koniec 2015r. do 100 mln PLN na koniec 2019r. W 2017 i 2018r. zapadają obligacje o łącznej wartości 144,5 mln PLN, które mogą być spłacone z prognozowanych przez spółkę wpływów w wartości 537 mln PLN. Na dzień wydania raportu Polnord był bliski złamania kowenantu, który zakłada wskaźnik zadłużenia finansowego netto do kapitałów własnych na poziomie 0,55x podczas gdy na koniec 1Q16 wynosił on 0,54x.
- **J.W. Construction, która ma relatywnie wysoki poziom zadłużenia** (wskaźnik ogólnego zadłużenia 0,62x, dług netto/EBITDA 12 mies 12,5x) pokazała wynik za 1Q16 obciążony jednorazową stratą na sprzedaży nieruchomości w Łodzi, przy czym przepływy operacyjne kształtowały się na przyzwoitym poziomie (CFO 1Q16 = 35,3 mln PLN zaś za 12 mies. 198, 2 mln PLN). Zarząd spodziewa się poprawy wyników w 2Q16, w związku z rozliczeniem 500 lokali w inwestycji Bliska Wola.
- **Atal, LC Corp i ED Invest** – to spółki, które utrzymują relatywnie niski poziom ogólnego zadłużenia (poniżej mediany analizowanej grupy) i jednocześnie raportują wysokie marże operacyjne (powyżej mediany).
- **Murapol i Victoria Dom efektywnie wykorzystują zadłużenie realizując wysokie dynamiki przychodów i atrakcyjne poziomy marż operacyjnych.** Na koniec 2015r. obydwie spółki wykazały wysokie poziomy rentowności EBITDA (Murapol: 25%; Victoria Dom: 20%) ale niskie przepływy operacyjne (Murapol - 2,0 mln PLN, Victoria Dom +4,4 mln PLN), co wskazuje na wysokie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Obydwie spółki plasują się wysoko w analizowanej grupie pod względem rentowności EBITDA a jednocześnie miały jedno z najwyższych wskaźników zadłużenia.
- **Zwracamy uwagę na spółkę ED Invest**, która w analizowanej grupie bardzo dobrze wypada pod kątem rentowności przy niskich wskaźnikach zadłużenia.
- **Wskazujemy na ryzyko kredytowe w przypadku spółki Wikana**, która w analizowanej grupie plasuje się nisko pod względem rentowności oraz przepływów operacyjnych utrzymując jednocześnie jedno z najwyższych wskaźników zadłużenia.

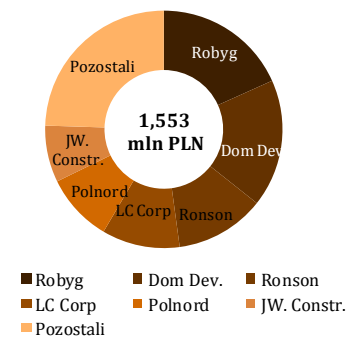
Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]
ATAL	ATL0616	30,0
ATAL	ATL1016	17,6
DEVELOPRES	DVR0318	15,0
DOM DEVELOPMENT	DOM0217	120,0
DOM DEVELOPMENT	DOM0318	50,0
DOM DEVELOPMENT	DOM0620	100,0
ED INVEST S.A.	EDI1116	6,6
J.W. CONSTRUCTION HOLDING	JWC1217	120,0
LC CORP	LCC0320	65,0
LC CORP	LCC0619	50,0
LC CORP	LCC1018	50,0
LOKUM DEWELOPER	LKD1017	30,0
LOKUM DEWELOPER	LKD1218	30,0
MAK DOM	MKD0317	5,5
MARVIPOL	MVP0819	60,0
MURAPOL	MUL1116	18,6
MURAPOL	MUR0418	30,0
MURAPOL	MUR0816	6,7
MURAPOL	MUR1018	22,5
MURAPOL	MUR1116	8,9
NORDIC DEVELOPMENT	NOR1016	22,0
POLNORD	PND0118	10,5
POLNORD	PND0217	50,0
POLNORD	PND0218	34,0
POLNORD	PND0618	50,0
ROBYG	ROB0218	45,0
ROBYG	ROB0219	20,0
ROBYG	ROB0616	84,0
ROBYG	ROB0619	60,0
ROBYG	ROB1018	60,0
ROBYG	ROG0218	15,0
RONSON EUROPE	RON0119	10,0
RONSON EUROPE	RON0218	5,0
RONSON EUROPE	RON0220	10,0
RONSON EUROPE	RON0419	15,5
RONSON EUROPE	RON0518	28,0
RONSON EUROPE	RON0616	15,6
RONSON EUROPE	RON0617	83,5
RONSON EUROPE	RON0619	4,5
RONSON EUROPE	RON0716	2,3
RONSON EUROPE	RON1218	15,0
SALWIRAK	SAL0317	5,0
UNIDEVELOPMENT	UND0317	20,0
VICTORIA DOM	VDM0217	8,1
VICTORIA DOM	VDM0618	15,0
WIKANA	WIK0117	7,6
WŁODARZEWSKA	WLD0516	4,6
WŁODARZEWSKA	WLO0516	16,8

Podsumowanie

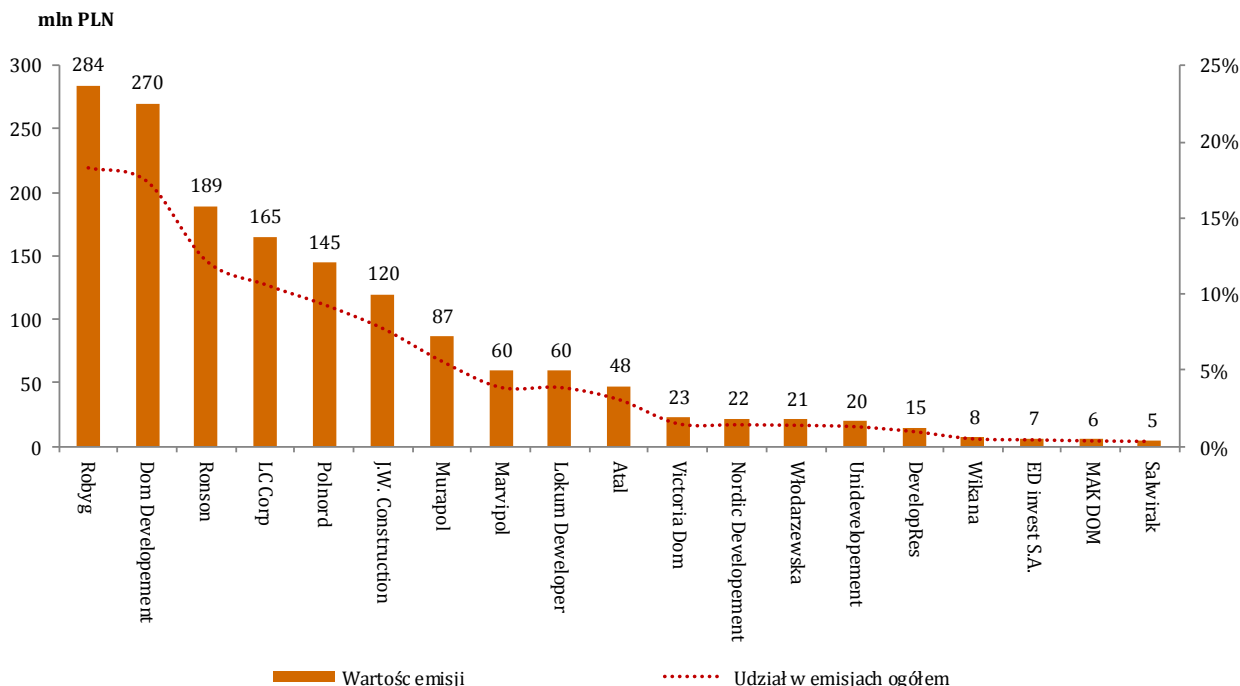
Na koniec kwietnia 2016r. łączna wartość obligacji korporacyjnych notowanych na Catalyst wyemitowanych przez deweloperów mieszkaniowych wynosiła 1,5 mld PLN, co stanowi 2,7% wszystkich notowanych emisji. Dokładnie 75% łącznej wartości obligacji deweloperów mieszkaniowych (1,173 mld PLN) zostało wyemitowanych przez 6 spółek: Robyg, Dom Development, Ronson; LC Corp, Polnord oraz J.W. Construction. Pozostałych 13 deweloperów uplasowało na Catalyst obligacje o wartości 380 mln PLN. W związku z tym zapotrzebowanie na finansowanie ze strony tych 6 graczy zdeterminuje podaż obligacji deweloperów mieszkaniowych w najbliższych latach. Przy sprzyjającej koniunkturze rynkowej większość wymienionych deweloperów powinna być skłonna do kontynuowania projektów oraz finansowania ich obligacjami korporacyjnymi, które w porównaniu do zadłużenia bankowego zapewniają im większą elastyczność operacyjną. Wyjątkiem jest Polnord, który chce istotnie zmniejszyć poziom zadłużenia, jednak jest to uzależnione od powodzenia prowadzonego aktualnie przez spółkę procesu restrukturyzacji. Prawdopodobne jest, że już pod koniec 2016r. z kolejnymi emisjami wyjdą: Ronson, którego emisje o łącznej wartości 84 mln PLN zapadają w połowie 2017r. oraz Dom Development, którego emisja o wartości 120 mln PLN zapada w lutym 2017r. W zależności od potrzeb inwestycyjnych na emisję pomiędzy 70-100 mln PLN w 2H16 może zdecydować się Robyg. Wartość obligacji wyemitowanych przez deweloperów mieszkaniowych, które zapadną do końca 2016r. to 233,6 mln PLN, są to przede wszystkim papiery spółki Robyg (84 mln PLN) i Atal (47,6 mln PLN). W 2017r. wykupowi powinny podlegać emisje o łącznej wartości 449,7 mln PLN obejmujące m.in. Dom Development i J.W. Construction – obydwie po 120 mln PLN oraz spore emisje Polnordu i Ronsona. Wartość obligacji zapadających w 2018r. to 475 mln PLN, gdzie największa wartość przypada na Polnord (94,5 mln PLN) oraz Robyg (120 mln PLN).

Łączna wartość obligacji deweloperów mieszkaniowych na Catalyst na koniec kwietnia wynosiła 1,5 mld PLN.

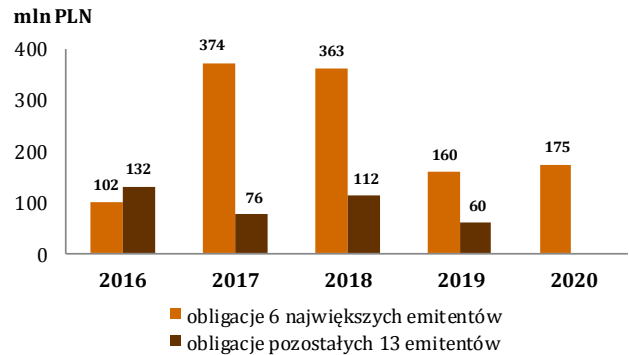
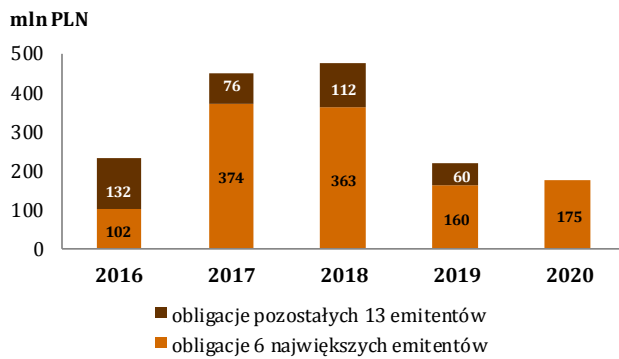
Struktura emisji deweloperów mieszkaniowych na Catalyst



Wartość emisji deweloperów mieszkaniowych notowane na Catalyst (30/04/2016)

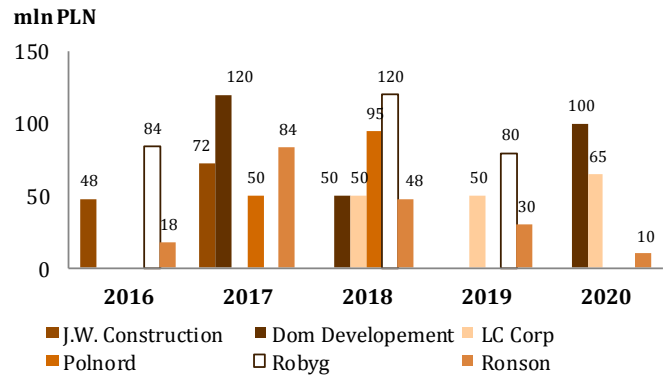
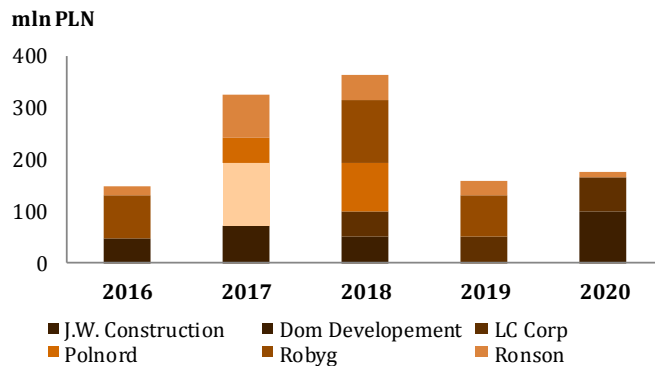


Zapadalność obligacji deweloperów mieszkaniowych na Catalystr



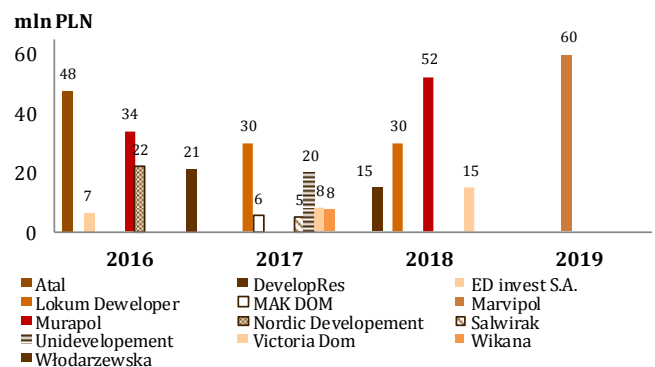
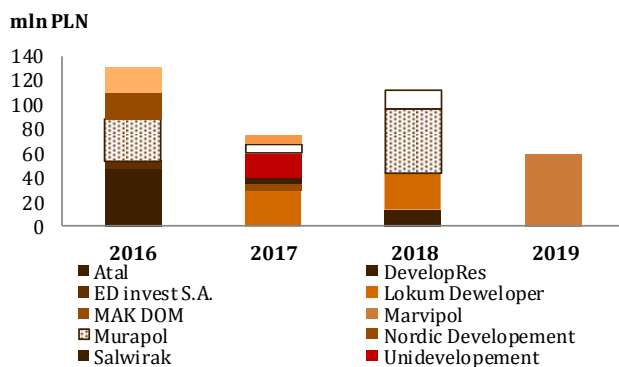
Źródło: GPW Catalystr, Szacunki DM Nwai

Zapadalność obligacji 6 największych emitentów (75% emisji obligacji deweloperów mieszkaniowych na Catalystr)



Źródło: GPW Catalystr, Szacunki DM Nwai

Zapadalność obligacji 13 emitentów (25% emisji obligacji deweloperów mieszkaniowych na Catalystr)



Źródło: GPW Catalystr, Szacunki DM Nwai

Podsumowanie wyników finansowych

W niniejszym rozdziale podsumowaliśmy wyniki finansowe wybranych przez nas deweloperów mieszkaniowych pod kątem zadłużenia oraz rentowności oraz krótko podsumowaliśmy potencjał co do ewentualnych przyszłych emisji.

Robyg - bardzo dobre wyniki za 1Q16, rekomendacja dywidendy 65-80% zysku netto, prawdopodobna emisja o wartości 70-100 mln PLN w 2H16

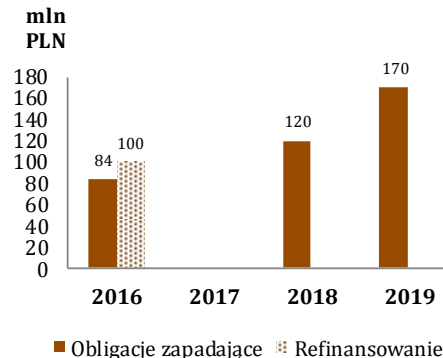
Robyg, aktualnie największy emitent sektora deweloperów mieszkaniowych na Catalyst, posiada wyemitowane obligacje o wartości 374 mln PLN, w tym 284 mln PLN notowanych na Catalyst. W zależności od tempa rozwoju projektów inwestycyjnych min. na rynku wrocławskim, w 2H16 spółka może rozważyć emisje obligacji o łącznej wartości 70-100 mln PLN. Robyg nie określa jasno jak może kształtować się struktura finansowania w kolejnych latach.

Spółka opublikowała bardzo dobre wyniki za 1Q16:

- Przychody wzrosły o 62% do poziomu 122,6 mln PLN (w tym szacowana liczba lokali rozpoznanych w przychodach to 569). Przy założeniu wspólnej konsolidacji przedsięwzięć przychody wyniosłyby 156 mln PLN.
- W 1Q16 zakontraktowano 727 lokali netto (+36% r/r).
- Rozpoczęto sprzedaż 6 etapów projektów obejmujących ok 700 lokali.
- Spółka zwiększyła bank ziemi o ok. 1760 lokali.
- Zysk netto wyniósł 13,8 mln PLN (-19% r/r). Podkreślamy, że w 1Q15 spółka zaraportowała dodatni podatek w wysokości 6,9 mln PLN.
- Zarząd prognozuje EBIT w 2016P na poziomie 115 mln PLN (+95% r/r).
- Zarząd zamierza rekomendować w latach 2016 i 2017 wypłatę dywidendy na poziomie 65-80% zysku netto.
- Na koniec 1Q16 pozycja gotówkowa spółki kształtowała się na poziomie 398 mln PLN (w tym środki na rachunkach powierniczych i jednostki funduszy).

Robyg - wyniki kwartalne i zapadalność obligacji (notowanych i nienotowanych)

mln PLN	1Q16	1Q15	r/r
Przychody	122,6	75,7	62%
EBITDA	20,5	13,39	53%
marża EBITDA	16,7%	17,7%	
zysk netto	13,8	17,0	-19%
marża netto	11,2%	22,5%	
Dług netto	178,5		
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	2,6		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,6		
Dług netto/kapitały własne(x)	0,3		
EBITDA/odsetki (x)	2,9		



*TTM EBITDA - EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, Robyg, Szacunki DM Nwai

Dom Development - niskie koszty finansowania, duże prawdopodobieństwo rolowania obligacji

Dom Development, jest spółką o relatywnie niskim poziomie zadłużenia w porównaniu do pozostałych deweloperów mieszkaniowych na Catalyst. Pomimo niskiego poziomu zadłużenia, spodziewamy się, iż deweloper zdecyduje się na

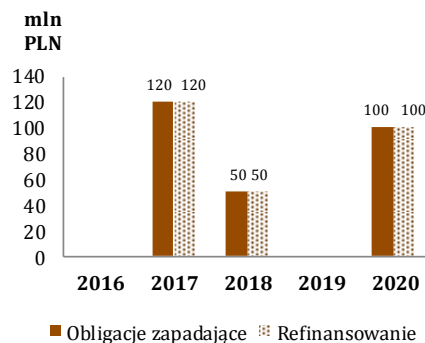
refinansowanie emisji o wartości 120 mln PLN zapadającej w lutym 2017r. oraz emisji o wartości 50 mln PLN zapadającej w marcu 2018r. Spółka nadal będzie miała wysokie zapotrzebowanie na finansowanie projektów inwestycyjnych oraz politykę dywidendową spółki, zgodnie z którą Dom Development dzieli się z akcjonariuszami całością zysku netto. Dom Development ma za sobą historię refinansowania obligacji oraz może liczyć na jedne z najniższych kuponów w sektorze (marża obligacji spółki to pomiędzy 1,9-3,5% ponad WIBOR6M). Emisja o wartości 120 mln PLN miała miejsce 2 miesiące przed terminem zapadalności poprzedniej serii. Gdyby spółka powtórzyła ten scenariusz to kolejna emisja mogłaby mieć miejsce pod koniec 2016r.

Spółka opublikowała bardzo dobre wyniki za 1Q16:

- Kwartalne przychody wzrosły w ujęciu rocznym o 92% do 139,1 mln PLN dzięki przekazaniom 256 lokali, w tym w projektach: Żoliborz Artystyczny (49), Aleja Piastów (36) i Saska (32) i Rezydencja Mokotów (30).
- Marża EBITDA w 1Q16 wyniosła 6,2% vs. -6,4% w 1Q15.
- W 1Q16 zakontraktowano 615 lokali.
- W 1Q16 spółka zwiększyła bank ziemi o ok. 588 lokali do poziomu 6,648.
- W 2016r. Zarząd spodziewa się: (i) sprzedaży ok. 2,5 tys. lokali (ii) przekazania ok. 2,5 tys. lokali. Na 1Q16 spółka oferowała 2,1 tys. lokali.
- Deweloper podtrzymuje politykę dywidendową zakładającą wypłatę 100% zysku na dywidendę.

Dom Development – wyniki kwartalne i zapadalność obligacji

mln PLN	1Q16	1Q15	r/r
Przychody	139,1	72,5	92%
EBITDA	8,6	-4,7	n.d.
marża EBITDA	6,2%	-6,4%	
zysk netto	5,1	-5,4	n.d.
marża netto	3,7%	-7,5%	
Dług netto	38,9	96,8	
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	0,3		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,5		
Dług netto/kapitały własne(x)	0,0		
EBITDA/odsetki (x)	6,8		



*TTM EBITDA – EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, Dom Development, Szacunki DM NWAi

Ronson – prawdopodobne refinansowanie obligacji wartych 83,5 mln PLN w 2H16, w kolejnych latach 50 mln PLN rocznie

Podczas konferencji po wynikach 1Q16 Zarząd poinformował, iż zapadające w 2017r. obligacje mogą być refinansowane już w drugiej połowie 2016r. zaś w kolejnych latach spółka chciałaby emitować obligacje tak, aby zapadało ok. 50 mln rocznie. Wartość obligacji zapadających w 2017r. to 83,5 mln PLN, w związku z czym spodziewamy się, że spółka może wyjść na rynek z ofertą o analogicznej wartości.

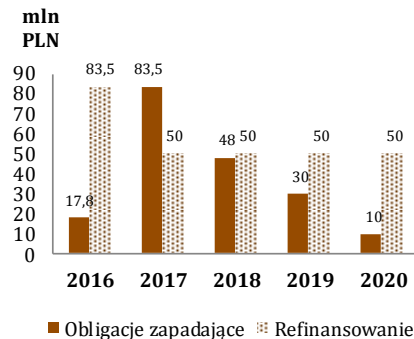
Spółka opublikowała neutralne wyniki za 1Q16:

- Kwartalne przychody wzrosły w ujęciu rocznym o 4,0% do 41,9 mln PLN dzięki przekazaniom 105 lokali, w tym 67 w projekcie Młody Grunwald.
- Marża brutto spadła o 1,9 pp r/r do poziomu 9,5% w 1Q16 ze względu na duży udział w wyniku projektu Młody Grunwald o marży brutto 2%.

- W 1Q16 zakontraktowano 206 lokali.
- W 1Q16 spółka zwiększyła bank ziemi do ok. 3,463 lokali
- W 2016r. Zarząd spodziewa się: (i) sprzedaży ok. 900 lokali (ii) przekazania ok. 1,0 tys. lokali (iii) rozpoczęcia 10 nowych etapów obejmujących 1,2 tys. lokali (iv) ukończenie 7 etapów obejmujących 1,1 tys. lokali.

Ronson – wyniki kwartalne i zapadalność obligacji

mln PLN	1Q16	1Q15	r/r
Przychody	41,9	40,4	4%
EBITDA	-3,8	-2,18	n.d.
marża EBITDA	-9,0%	-5,4%	
zysk netto	-4,4	-2,8	n.d.
marża netto	-10,5%	-7,0%	
Dług netto	112,8	184,2	
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	4,4		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,5		
Dług netto/kapitały własne(x)	0,2		
EBITDA/odsetki (x)	1,7		



*TTM EBITDA – EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, Ronson, Szacunki DM NWA I

LC Corp – W maju 2016: emisja obligacji o wartości 85 mln PLN i wypłata dywidendy 80,6 mln PLN

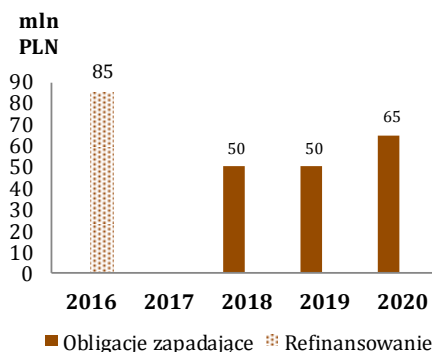
Spółka nie podawała publicznych informacji dotyczących potencjalnych emisji obligacji, w związku z czym trudno jednoznacznie określić w jakim stopniu będą refinansowane serie zapadające od 2018 roku oraz w jaki sposób będą finansowane kolejne projekty. W dniu 10 maja w ramach programu Emisji Obligacji LC Corp wyemitował 5-cio letnie obligacje o wartości 85 mln PLN. Maksymalna łączna wartość nominalna programu to 400 mln PLN, czas trwania programu jest nieokreślony.

Spółka opublikował wyniki za 1Q16:

- Przychody wyniosły 86,3 mln PLN (-27% r/r) w tym: segment mieszkaniowy – 50,8 mln PLN (-41% r/r) z marżą 21% (-3,0pp r/r) i najmu 35,4 mln PLN (+13,0% r/r) z rentownością 70% (+3,0pp r/r).
- Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 41% (+5,0pp r/r).
- W 1Q16 przekazano 166 lokali oraz zakończono biurowiec Silesia
- W dniu 20 maja spółka wypłaci dywidendę w wysokości 80,6 mln PLN.

LC Corp – wyniki kwartalne i zapadalność obligacji

mln PLN	1Q16	1Q15	r/r
Przychody	86,3	117,9	-27%
EBITDA	32,2	-3,79	n.d.
marża EBITDA	37,4%	-3,2%	
zysk netto	18,3	20,9	-13%
marża netto	21,2%	17,8%	
Dług netto	852,0		
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	4,5		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,5		
Dług netto/kapitały własne(x)	0,6		
EBITDA/odsetki (x)	5,5		



*TTM EBITDA – EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, LC Corp, Szacunki DM NWA I

Polnord – wdrażanie nowej strategii

Po bardzo słabym 2015 roku, kiedy Polnord wykazał 136 mln PLN straty, wdrażana jest restrukturyzacja mająca na celu urynkwienie wartości aktywów (dokonano odpisów wartości na łączną kwotę 356mln PLN); obniżenia poziomu zadłużenia i poprawy rentowności. Działania, które mają być podjęte w krótkim terminie obejmują: wdrożenie nowej struktury organizacyjnej, renegecje umów z partnerami handlowymi i wykonawcami, restrukturyzację umów najmu oraz rozpoczęcie sprzedaży nowych inwestycji.

Planowana redukcja zadłużenia i źródła finansowania:

W ramach nowej strategii Polnord planuje istotne obniżenia poziomu zadłużenia z 436,9 mln PLN na koniec 2015r. do 100 mln PLN na koniec 2019r. W 2017 i 2018r. zapadają obligacje o łącznej wartości 144,5 mln PLN, które mogą być spłacone z prognozowanych przez spółkę środków w wartości 537 mln PLN, które mają być wygenerowane do 2019r. (w tym 397 mln PLN do 2017r.). Główne źródła finansowania to: sprzedaż projektów gotowych i w realizacji (223 mln PLN); środki uwolnione ze spółki Fadesa (75 mln PLN); sprzedaż nieruchomości (239 mln PLN). Dodatkowo Polnord zapowiada wypłatę dywidendy począwszy od 2018 roku.

Zadłużenie finansowe/kapitały własne na koniec 1Q16 blisko kowenantów

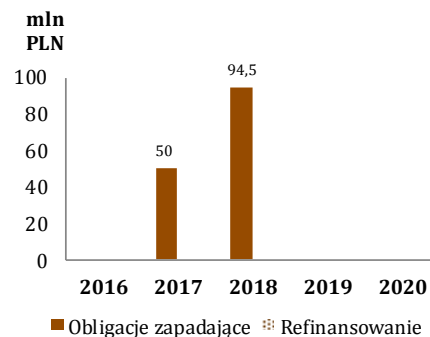
Na dzień wydania raportu Polnord jest bliski złamania kowenantów emisji obligacji, które zakładają wskaźnik zadłużenia finansowego netto do kapitałów własnych na poziomie 0,55 podczas gdy spółka na koniec 1Q16 wykazała 0,54.

Wyniki za 1Q16:

- Kwartalna sprzedaż wzrosła o 5% r/r do poziomu 69,4 mln PLN. W 1Q16 spółka sprzedała 334 lokale (dane nieważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy) lub 277 lokali (dane ważone udziałem Polnord w poszczególnych spółkach Grupy).
- Wynik netto w 1Q16 wyniósł 0,2 mln PLN vs. -0,2 mln PLN w 1Q15
- Zadłużenie netto w 1Q16 wyniosło 390,5 mln PLN vs. 380,2 mln PLN w 1Q15.
- Bank ziemi wynosi 159 Ha.
- Nowe projekty realizowane do 2017r. mają zwiększyć ofertę to 2 869 lokali

Polnord – wyniki kwartalne i zapadalność obligacji

mln PLN	1Q16	1Q15	r/r
Przychody	69,4	66,3	5%
EBITDA	2,4	7,59	-68%
marża EBITDA	3,5%	11,4%	
zysk netto	0,2	-0,2	-203%
marża netto	0,3%	-0,3%	
Dług netto	390,5		
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	n.d.		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,48		
Dług netto/kapitały własne(x)	0,5		
EBITDA/odsetki (x)	n.d.		



*TTM EBITDA – EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, Polnord, Szacunki DM Nwai

J.W. Construction – jednorazowa strata w 1Q16

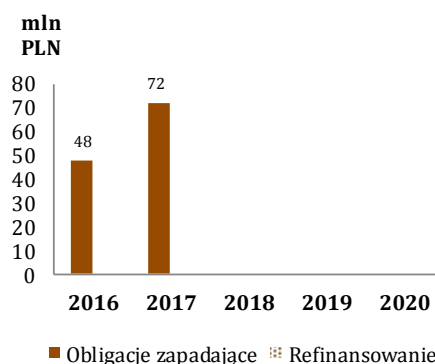
J.W. Construction w 1Q16 spłacił emisję o wartości 120 mln PLN poprzez refinansowanie oraz 60 mln PLN ze środków własnych. Nowa emisja o wartości 120 mln PLN notowana na Catalyst zapada w 2017r., ale według zapowiedzi spółki harmonogram spłat zakłada wykupienie 48 mln PLN w grudniu 2016r. zaś pozostałe 72 mln PLN w grudniu 2017r.

Wyniki za 1Q16 obciążone jednorazową stratą, były poniżej konsensus rynkowego:

- Wyniki za 1Q16 były obciążone jednorazową stratą na sprzedaży nieruchomości na ul. Pogonowskiego w Łodzi) szacowaną na ok. 7 mln PLN.
- W 1Q16 sprzedano 343 lokale (-8% r/r) – spadek kwartalnej sprzedaży w ujęciu rocznym wynikał z braku nowej oferty.
- Aktualny bank ziemi pozwala na budowę 4198 lokali.
- Zarząd spodziewa się poprawy wyników w 2Q16, w którym planuje rozliczyć 500 lokali w wysokomarżowym projekcie Bliska Wola.

J.W. Construction – wyniki kwartalne i zapadalność obligacji

mln PLN	1Q16	1Q15	r/r
Przychody	54,7	43,0	27%
EBITDA	-4,8	9,6	n.d.
marża EBITDA	-8,8%	22,3%	
zysk netto	-9,6	1,6	n.d.
marża netto	-17,5%	3,8%	
Dług netto	252,0		
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	12,5		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,6		
Dług netto/kapitały własne(x)	0,4		
EBITDA/odsetki (x)	0,8		



*TTM EBITDA – EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, J.W. Construction, Szacunki DM Nwai

Pozostałe spółki – wyniki za 1Q16

ATAL

mln PLN	1Q16	1Q15	r/r
Przychody	118,0	51,3	130%
EBITDA	28,1	12,00	134%
marża EBITDA	23,8%	23,4%	
zysk netto	23,3	9,0	159%
marża netto	19,8%	17,6%	
Dług netto	233,2	199,3	
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	4,0		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,53		
Wskaźnik zadłużenia kapitału (x)	1,1		
EBITDA/odsetki (x)	3,9		

*TTM EBITDA – EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, Atal, Szacunki DM Nwai

ED Invest

mln PLN	1Q16	1Q15	r/r
Przychody	10,9	10,8	2%
EBITDA	1,3	2,05	-38%
marża EBITDA	11,5%	19,0%	
zysk netto	0,9	1,6	-41%
marża netto	8,5%	14,7%	
Dług netto	0,5	9,2	
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	0,07		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,54		
Dług netto/kapitały własne(x)	0,01		
EBITDA/odsetki (x)	14,5		

*TTM EBITDA - EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, ED Invest, Szacunki DM Nwai

Developres

mln PLN	1Q16	1Q15	r/r
Przychody	10,9	77,1	-86%
EBITDA	0,5	16,73	-97%
marża EBITDA	5,0%	21,7%	
zysk netto	0,0	13,3	-100%
marża netto	-0,2%	17,2%	
Dług netto	57,1	58,5	
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	69,13		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,70		
Dług netto/kapitały własne(x)	0,98		
EBITDA/odsetki (x)	12,0		

*TTM EBITDA - EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, Developres, Szacunki DM Nwai

Marvipol

mln PLN	1Q16	1Q15	r/r
Przychody	170,8	159,1	7%
EBITDA	13,1	11,48	14%
marża EBITDA	7,7%	7,2%	
zysk netto	8,5	5,2	63%
marża netto	5,0%	3,3%	
Dług netto	44,0	103,6	
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	0,9		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,64		
Dług netto/kapitały własne(x)	0,1		
EBITDA/odsetki (x)	3,9		

*TTM EBITDA - EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, Marvipol, Szacunki DM Nwai

Murapol

mln PLN	2015	2014	r/r
Przychody	372,1	232,8	60%
EBITDA	90,1	73,05	23%
marża EBITDA	24,2%	31,4%	
zysk netto	67,4	55,2	22%
marża netto	18,1%	23,7%	
Dług netto	147,8	148,2	
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	1,6		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,56		
Dług netto/kapitały własne (x)	0,6		
EBITDA/odsetki (x)	13,2		

*TTM EBITDA - EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, Murapol, Szacunki DM Nwai

UniDevelopment

mln PLN	2015	2014	r/r
Przychody	112,8	82,6	37%
EBITDA	6,7	6,31	7%
<i>marża EBITDA</i>	<i>6,0%</i>	<i>7,6%</i>	
zysk netto	7,3	5,6	32%
<i>marża netto</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,7%</i>	
Dług netto	43,1	27,8	
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	6,4		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,54		
Dług netto/kapitały własne (x)	0,4		
EBITDA/odsetki (x)	2,6		

*TTM EBITDA - EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, Unidevelopment, Szacunki DM Nwai

Victoria Dom

mln PLN	2015	2014	r/r
Przychody	90,8	81,1	12%
EBITDA	18,4	12,59	46%
<i>marża EBITDA</i>	<i>20,2%</i>	<i>15,5%</i>	
zysk netto	11,3	7,4	54%
<i>marża netto</i>	<i>12,5%</i>	<i>9,1%</i>	
Dług netto	4,1		
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	0,2		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,67		
Dług netto/kapitały własne(x)	0,1		
EBITDA/odsetki (x)	8,9		

*TTM EBITDA - EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, Victoria Dom, Szacunki DM Nwai

WIKANA

mln PLN	1Q16	1Q15	r/r
Przychody	13,3	11,0	21%
EBITDA	1,4	0,69	109%
<i>marża EBITDA</i>	<i>10,9%</i>	<i>6,3%</i>	
zysk netto	-1,2	-2,2	n.d.
<i>marża netto</i>	<i>-9,0%</i>	<i>-20,2%</i>	
Dług netto	96,2	94,7	
Dług netto/TTM EBITDA* (x)	7,5		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,8		
Dług netto/kapitały własne(x)	2,3		
EBITDA/odsetki (x)	2,3		

*TTM EBITDA - EBITDA za ostatnie 4 kwartały

Źródło: GPW Catalyst, WIKANA, Szacunki DM Nwai

Analiza finansowa

W niniejszym rozdziale podsumowaliśmy wyniki wybranych przez nas deweloperów mieszkaniowych pod kątem zadłużenia oraz rentowności. Analizowane przez nas wskaźniki są annualizowane i kalkulowane w oparciu o ostatnie 12 miesięcy dla których są dostępne dane finansowe. W związku z tym wskaźniki dla spółek:

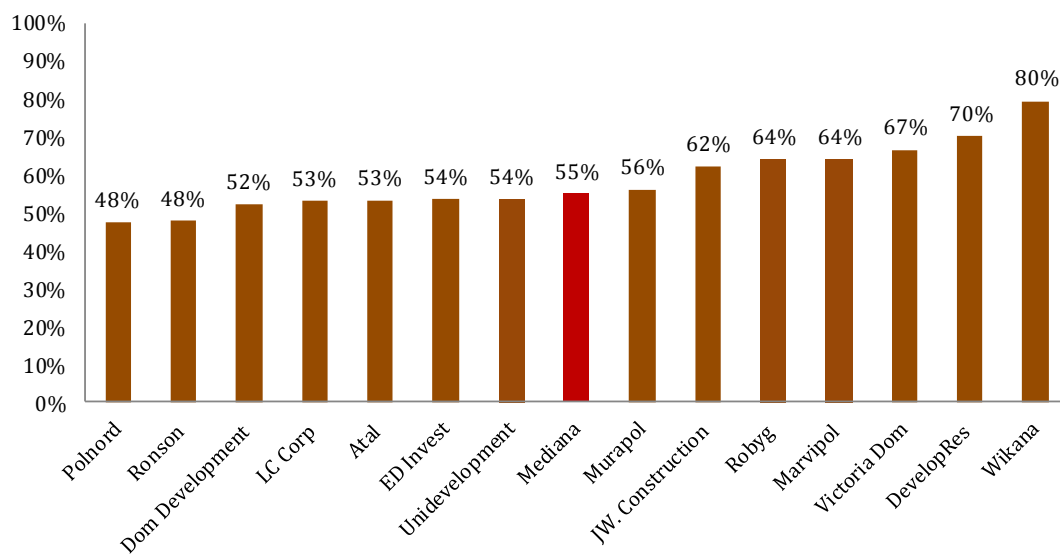
- Wikana, Ronson, Robyg, Marvipol, LC Corp, ED Invest, JW Construction, Dom Development, Polnord, Developres i Atal – są kalkulowane na dzień **31.03.2016r.**
- Victoria Dom, Unidevelopment i Murapol – są kalkulowane na dzień **31.12.2015r.**

Wskaźniki zadłużenia

Wskaźnik ogólnego zadłużenia

- **Najwyższe wskaźniki zadłużenia ma spółka Wikana i Developres**, które w ostatnich 12 miesiącach raportują niskie poziomy zysku operacyjnego.
- **Najlepiej pod kątem ogólnego zadłużenia wypadają Polnord, Ronson i Dom Development, przy czym Polnord** odnotowuje wysokie straty, zaś Dom Development może pochwalić się bardzo dobrymi wynikami.
- **Atal, LC Corp i ED Invest** – to spółki, które utrzymując relatywnie niski poziom ogólnego zadłużenia (poniżej mediany analizowanej grupy) raportują wysokie marże operacyjne (powyżej mediany).

Wskaźnik ogólnego zadłużenia

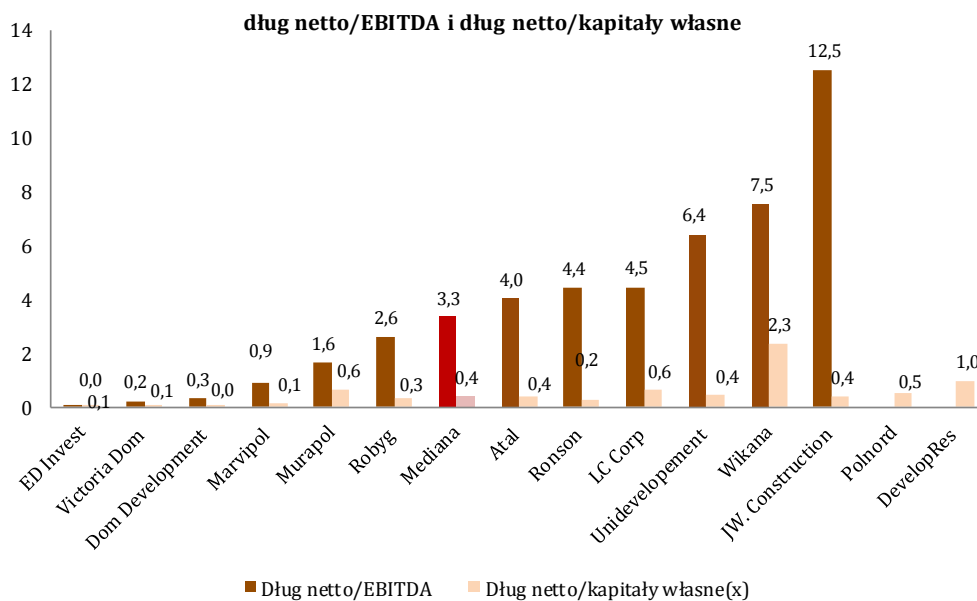


Źródło: GPW Catalyst, Sprawozdania finansowe emitentów, Szacunki DM NWA1

Wskaźniki kalkulowane są: dla spółek Victoria Dom, Unidevelopment i Murapol na dzień 31.12.2015r. ; dla spółek Wikana, Ronson, Robyg, Marvipol, LC Corp, ED Invest, JW Construction, Dom Development, Polnord, Developres i Atal na dzień 31.03.2016r.

Dług netto/EBITDA i Dług netto/kapitał własny

- Z zestawienia wyłączyliśmy spółkę: **Polnord**, której strata EBITDA za ostatnie 12 miesięcy wynosi 123 mln PLN przy zadłużeniu netto na poziomie 390,5 mln PLN oraz **Developres**, której wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec 1Q16 wyniósł 69,1x.
- Spółki **ED Invest, Victoria Dom i Dom Development**, które w analizowanej grupie mają najniższe poziomy dług netto/EBITDA w 2015r. rozpoznały wysokie wyniki operacyjne.
- Odwrotnie wygląda sytuacja spółek **J.W. Construction, Unidevelopment i Wikana**, które w ostatnim okresie odnotowały niskie poziomy EBITDA, które w zestawieniu z wysokimi poziomami zadłużenia wskazują na podwyższone ryzyko kredytowe. Wynik spółki J.W. Construction za 1Q16 był obciążony jednorazową stratą na sprzedaży nie ruchomości w Łodzi, przy czym przepływy operacyjne kształtowały się na przyzwoitym poziomie (CFO 1Q16 = 35,3 mln PLN zaś za 12 mies. 198, 2 mln PLN). Dodatkowo Zarząd J.W. Construction spodziewa się poprawy wyników w 2Q16, ponieważ spółka rozliczy 500 lokali w inwestycji Bliska Wola.



Źródło: GPW Catalyst, Sprawozdania finansowe emitentów, Szacunki DM NWA

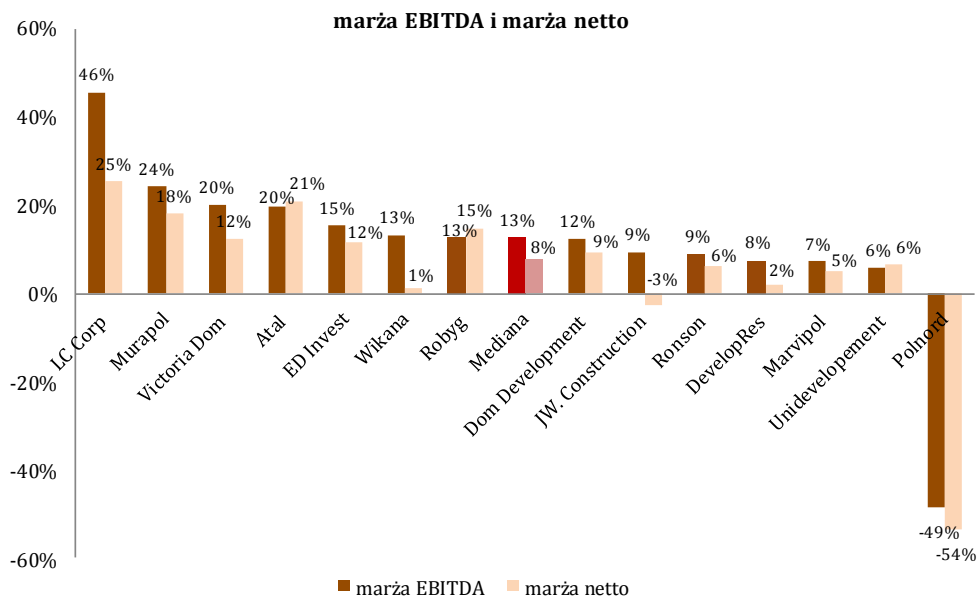
EBITDA TTM – EBITDA annualizowana za ostatnie 12 miesięcy, kalkulowana dla spółek: Victoria Dom, Unidevelopment i Murapol na dzień 31.12.2015r. ; dla spółek Wikana, Ronson, Robyng, Marvipol, LC Corp, ED Invest, JW Construction, Dom Development, Polnord, Developres i Atal na dzień 31.03.2016r.

Wskaźniki rentowności

Marża EBITDA i marża netto

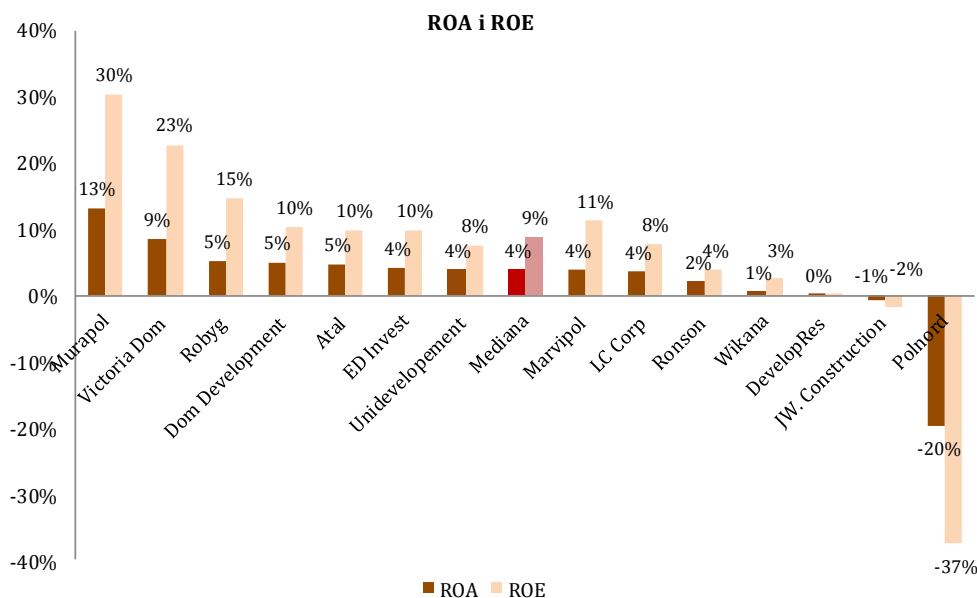
- Pod kątem wskaźników rentowności wśród większych podmiotów najlepiej wypadają spółki **LC Corp, Atal**, zaś wśród mniejszych graczy **Victoria Dom, Murapol oraz ED Invest**.
- Najniżej plasuje się **Polnord**, który w ostatnim roku wykazał bardzo słabe wyniki obciążone ujemną aktualizacją wyceny aktywów.

- Nieco lepiej ale nadal słabo wygląda **J.W. Construction**, który z powodu straty netto w 1Q16 wykazuje ujemne rentowności kalkulowane w oparciu o ostatnie 12 miesięcy.



Źródło: GPW Catalyst, Sprawozdania finansowe emitentów, Szacunki DM NWA1

Marża EBITDA kalkulowana w oparciu EBITDA TTM annualizowana za ostatnie 12 miesięcy, kalkulowana dla spółek: Victoria Dom, Unidevelopment i Murapol na dzień 31.12.2015r. ; dla spółek Wikana, Ronson, Robyg, Marvipol, LC Corp, ED Invest, JW Construction, Dom Development, Polnord, Developres i Atal na dzień 31.03.2016r.

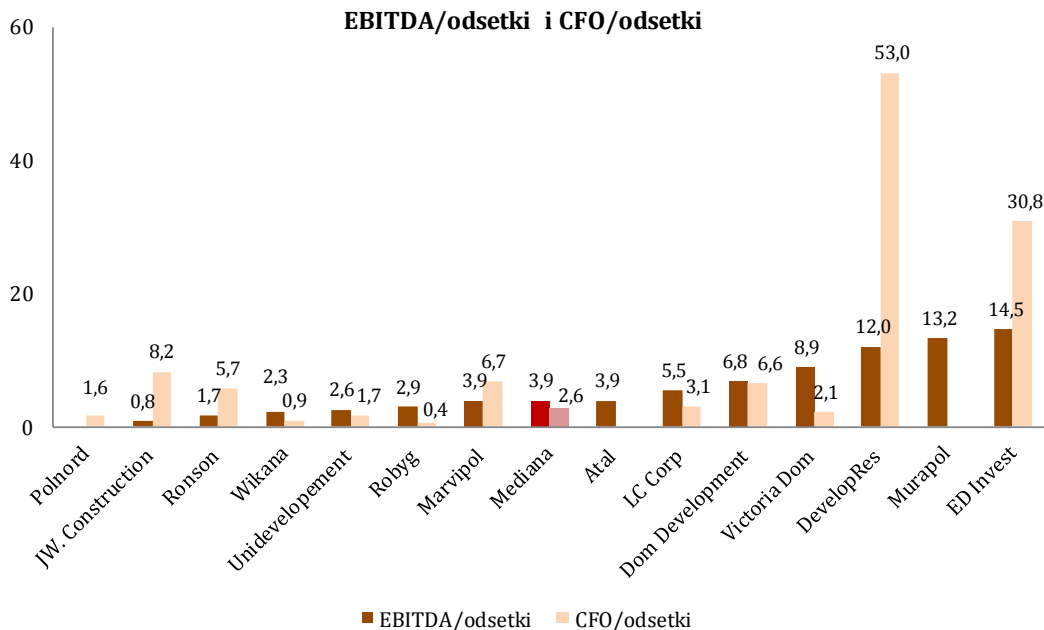


Źródło: GPW Catalyst, Sprawozdania finansowe emitentów, Szacunki DM NWA1

Wskaźniki kalkulowane dla spółek: Victoria Dom, Unidevelopment i Murapol na dzień 31.12.2015r. ; dla spółek Wikana, Ronson, Robyg, Marvipol, LC Corp, ED Invest, JW Construction, Dom Development, Polnord, Developres i Atal na dzień 31.03.2016r.

Pokrycie odsetek CFO i wynikiem EBITDA

- Nie zaprezentowaliśmy wskaźników CFO/odsetki dla spółek **Atal i Murapol**, ponieważ w ostatnich 12 miesiącach wykazały one ujemne przepływy z działalności operacyjnej. Ze względu na ujemną wartość EBITDA za ostatnie 12 miesięcy wykazaną przez **Polnord** (-136 mln PLN), nie zaprezentowaliśmy dla spółki wskaźnika pokrycia odsetek EBITDA.
- **Developres i ED Invest** - Developres i ED Invest wykazały w rachunku przepływów pieniężnych niskie poziomy odsetek zapłaconych, co może się wiązać z ich kapitalizowaniem. Jednocześnie ED Invest wykazała przyzwoite przepływy pieniężne (14,3 mln PLN za ostatnie 12 miesięcy).
- **Spółki Murapol i Victoria Dom** wykazały wysoki wynik EBITDA ale niskie przepływy operacyjne (Murapol - 2,0 mln PLN za 2015r.) co wskazuje na duże zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Obydwie spółki wykazały jedne z najwyższych rentowności operacyjnych w analizowanej grupie (marża EBITDA za 2015r. wyniosła 24% dla Murapolu i 20% dla Victoria Dom) oraz jedne z najwyższych wskaźników zadłużenia. Victoria Dom w 2015r. oddała do użytku Viva Garden przy Białołęckiej i Rzepichy oraz domy jednorodzinne w Olesinie i Białołęce. Prognozy finansowe zakładają osiągnięcie przychodów na poziomie 160 mln PLN oraz 17% marży netto. Murapol w kwietniu 2016r. przejął giełdowy Variant za 37,7 mln PLN, który zamierza przebranżowić na działalność w przedsięwzięciach nieruchomościowych. W 2015r. Murapol sprzedał 1,875 lokali.
- W przypadku **JW. Construction, Ronsona i Marvipolu** generacja gotówki z działalności operacyjnej była znacznie lepsza niż zaraportowana EBITDA, co przełożyło się na istotną różnicę pomiędzy pokryciem odsetek EBITDA a CFO.



Źródło: GPW Catalyst, Sprawozdania finansowe emitentów, Szacunki DM NWA I

Wskaźniki kalkulowane dla spółek: Victoria Dom, Unidevelopment i Murapol na dzień 31.12.2015r. ; dla spółek Wikana, Ronson, Robyg, Marvipol, LC Corp, ED Invest, JW Construction, Dom Development, Polnord, Developres i Atal na dzień 31.03.2016r.

Nota prawna

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej analizy

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Zgodnie z wiedzą Analityków, przedstawiciele NWAJ Dom Maklerski S.A. (dalej: NWAJ) nie zasiadają w zarządzie, radzie nadzorczej spółkach będących przedmiotem niniejszego raportu. Inwestorzy powinni zakładać, że NWAJ ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółkom, której dotyczy niniejszy raport.

NWAJ Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla instrumentów finansowych spółki Victoria Dom. Dla pozostałych opisywanych w niniejszym raporcie spółek NWAJ Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAJ nie świadczył na rzecz Spółek usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności w zakresie oferowania instrumentów finansowych i nie otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenia. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAJ nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Spółki. NWAJ nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Spółkę na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. NWAJ nie posiada akcji Spółek, w łącznej wielkości stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Pomiędzy analitykiem i jego osobami bliskimi a spółkami, których raport dotyczy, nie występują jakiegokolwiek powiązania. NWAJ jego akcjonariusze i pracownicy, w zakresie nieujawnionym w niniejszym raporcie i dopuszczalnym przez prawo, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych wyemitowanych przez emitenta.

Pozostałe klauzule

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAJ wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAJ jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAJ a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAJ w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego. Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Szczegółowe warunki sporządzania Rekomendacji określa Regulamin sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak NWAJ nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raporty były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Analitycy sporządzając niniejszy raport działali z należyłą starannością. Analiza Spółki i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie Analityków.

Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez NWAJ bez uzgodnienia ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Informacji dotyczących wyceny/prognoz wyników finansowych zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzanych przez Spółkę. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami NWAJ. NWAJ nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. NWAJ zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym raporcie, a także do aktualizacji tych informacji w dowolnym czasie i bez powiadomienia.

Niniejszy raport został w zamierzeniu przygotowany i przeznaczony do udostępnienia klientom profesjonalnym w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz. U z 2014 r, poz. 94, z późn. zm.), może być także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa. NWAJ nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać

