

## Polnord S.A.

Niniejszy raport kredytowy przedstawia aktualną sytuację finansową spółki Polnord pod kątem obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji oraz potencjalnych nowych emisji. Przedstawiono w nim również ocenę atrakcyjności inwestycyjnej ostatnio wyemitowanych obligacji.

Polnord wykorzystuje dobrą koniunkturę na rynku deweloperskim oraz pozytywny sentyment na rynku długu, obniżając systematycznie marżę w kolejnych emisjach oraz wydłużając terminy zapadalności zobowiązań finansowych. W czerwcu 2015 r. Spółka wyemitowała po raz pierwszy od dłuższego czasu obligacje niezabezpieczone (50 mln zł), na rekordowo niskiej marży wynoszącej 3,5%.

W związku z wysokim poziomem zadłużenia w odniesieniu do skali prowadzonej działalności i generowanych przepływów operacyjnych oraz w kontekście coraz niższych marż oferowanych inwestorom, ocena atrakcyjności długu emitowanego przez Spółkę nie jest jednoznaczna. Zapowiadane przez przedstawicieli Polnordu obniżanie długu netto o kilkadziesiąt milionów złotych rocznie wydaje się ambitnym celem, biorąc pod uwagę konieczność uzupełniania banku ziemi oraz wysokie bieżące koszty finansowe.

W naszej ocenie, do podstawowych aspektów, na które należy zwrócić uwagę, analizując bieżącą sytuację Polnordu należą:

- wysokie zadłużenie netto w stosunku do liczby lokali sprzedanych w ciągu ostatnich 4 kwartałów (ponad 260 tys. zł długu na jeden lokal), najwyższe w badanej grupie deweloperów;
- duży udział w bilansie aktywów trwałych, z których większość stanowią nieruchomości inwestycyjne i grunty, nie stanowiące potencjalnego źródła obsługi zadłużenia z powodu mało operacyjnego charakteru tych gruntów;
- wysoka, w odniesieniu do chłonności poszczególnych lokalizacji, koncentracja banku ziemi w kilku miejscach - zaprezentowana w półrocznym sprawozdaniu finansowym wartość gruntów położonych w warszawskim Wilanowie przekracza 400 mln zł, w podpoznańskim Dopiewcu wynosi 128 mln zł, a w Sopocie ok. 60 mln zł;
- projekty w ramach struktur joint-venture (z takimi partnerami jak: Fadesa, Semeko, Waryński) - za realizację prawie 40% liczby lokali zakontraktowanych w 2014 r. oraz w pierwszej połowie 2015 r. odpowiedzialne są spółki celowe, w których Polnord posiada 49%-50% udziałów;
- poprawa efektywności sprzedaży, czego skutkiem jest rosnąca kontraktacja przy stabilnej wielkości oferty;
- bezpieczny poziom wskaźnika zadłużenia *Dług Netto/Kapitał Własny* - 0,37 na dzień 30.09.2015;
- niski udział zobowiązań krótkoterminowych (ok. 40 mln zł) w zobowiązaniach finansowych na dzień sporządzenia Raportu.

## PROFIL SPÓŁKI:

Ogólnopolski deweloper mieszkaniowy, prowadzący obecnie działalność na 6 rynkach:

- Warszawa,
- Trójmiasto,
- Wrocław,
- Łódź,
- Olsztyn,
- Szczecin

## Obligacje do wykupu\*: (stan na 18.12.2015)

PLN0616 (06.2016)  
13 500 000 zł

Seria B (09.2016)  
8 500 000 zł

b.d. (12.2016)  
10 500 000 zł

Seria NS1 (02.2017)  
50 000 000 zł

PLN0617 (06.2017)  
20 000 000 zł

b.d. (12.2017)  
18 500 000 zł

Seria NS3 (01.2018)  
10 500 000 zł

Seria NS2 (02.2018)  
34 000 000 zł

Seria M1 (06.2018)  
50 000 000 zł

Seria D (12.2019)  
60 000 000 zł

\* szczegółowe parametry wyemitowanych obligacji zaprezentowane zostały w dalszej części opracowania

Podstawowe skonsolidowane dane finansowe (w tys. zł):

Bilans	30.09.2015	31.12.2014	Sprawozdanie z całkowitych dochodów	1-3Q 2015	2014
Aktywa trwałe	984 813	970 808	Przychody ze sprzedaży	185 808	183 188
- nieruchomości inwestycyjne	742 924	758 022	Koszty własny sprzedaży	(149 124)	(143 433)
- inwestycje w jednostkach zależnych <sup>1</sup>	85 246	73 867	<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>36 683</b>	<b>(39 755)</b>
- należności długoterminowe	118 996	107 703	Koszty sprzedaży	(5 343)	(6 739)
Aktywa obrotowe	786 105	793 096	Koszty ogólnego zarządu	(14 546)	(20 200)
- zapasy	557 188	590 160	<b>Zysk brutto z działalności operacyjnej</b>	<b>8 111</b>	<b>23 756</b>
- należności krótkoterminowe	58 261	37 430	Przychody finansowe	3 998	12 432
- udzielone pożyczki	63 423	74 821	Koszty finansowe	(17 685)	(36 371)
- środki pieniężne i ekwiwalenty	81 775	80 400	Udział w zysku jednostek zależnych <sup>1</sup>	8 429	11 437
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 762 118</b>	<b>1 773 104</b>	Zysk brutto	2 854	11 255
			<b>Zysk netto</b>	<b>5 075</b>	<b>20 457</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 072 165</b>	<b>1 067 382</b>			
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>317 541</b>	<b>406 824</b>	<b>Rachunek przepływów pieniężnych</b>		
- finansowe	316 487	405 256	Przepływy z działalności operacyjnej	43 295	(20 789)
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>372 413</b>	<b>298 898</b>	Przepływy z działalności inwestycyjnej	13 367	57 849
- finansowe	162 170	102 903	Przepływy z działalności finansowej	(55 288)	9 069
- zaliczki od klientów na lokale	104 473	98 105	<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>1 375</b>	<b>46 129</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 762 118</b>	<b>1 773 104</b>			

<sup>1</sup> wycena metodą praw własności

Źródło: Roczne oraz Śródroczne Skrócone Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Polnord za 2014 r. oraz 3Q 2015 r.

## Opis Spółki

Polnord S.A. jest deweloperem mieszkaniowym prowadzącym działalność wyłącznie na terytorium Polski, na trzech dużych rynkach - warszawskim, trójmiejskim i wrocławskim (we Wrocławiu za inwestycje odpowiada podmiot, w którym Spółka posiada 49% udziałów), a także olsztyńskim i szczecińskim. Pierwszy projekt deweloperski Spółki został zrealizowany w 1992 r. Od 1999 r. akcje Polnordu są notowane na GPW w Warszawie. Przez wiele lat głównym akcjonariuszem w Spółce był Pan Ryszarda Krauze, pośrednio przez Prokom Investment, który sprawował realną kontrolę. Obecnie akcjonariat jest mocno rozdrobniony i dominują w nim instytucje finansowe – fundusze (zarządzane m.in. przez Altus TFI) oraz banki (PKO BP i BGK). Wśród akcjonariuszy nie ma już Pana Krauze ani podmiotów przez niego kontrolowanych.

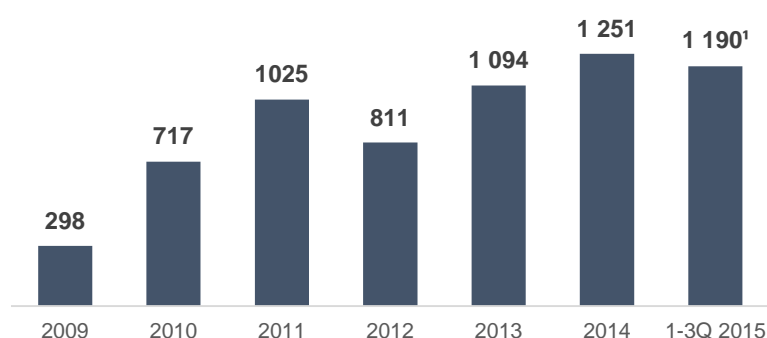
W dniu 14.12.2015 Rada Nadzorcza Polnordu powołała nowy skład Zarządu Spółki. Dotychczasowi Członkowie Zarządu pełnili swoje funkcje od listopada 2012 r. Prezesem Zarządu został Pan Dariusz Krawczyk, poprzednio Prezes m.in. takich spółek jak Synthos czy Ciech.

Polnord koncentruje się na sprzedaży mieszkań w segmencie popularnym, głównie poza centralnymi lokalizacjami. W ofercie Spółki przeważają projekty wieloetapowe, co wynika z faktu, że wielkość historycznie nabytych gruntów pozwala na budowanie relatywnie dużych osiedli mieszkaniowych. Rolę generalnego wykonawcy na większości projektów mieszkaniowych (poza projektami powstającymi w ramach joint-venture) pełni publiczny podmiot KB Dom S.A., w którym Polnord posiada ok. 32% udziałów.

Uzupełnieniem oferty jest przeznaczona na wynajem powierzchnia w dwóch budynkach biurowych zlokalizowanych w warszawskim Wilanowie, które powstały w ramach projektu Wilanów Office Park w czasach, gdy Polnord rozważał rozszerzenie działalności skupiającej nieruchomości komercyjne.

## Sprzedaż oraz efektywność sprzedaży

Historycznie, skala działalności, mierzona wg liczby podpisanych umów deweloperskich wyglądała następująco:



Począwszy od 2012 r. w kolejnych latach rośnie liczba umów podpisanych przez podmioty z Grupy Polnord z nabywcami mieszkań. W 2015 r., podobnie jak w większości spółek deweloperskich, z wysokim prawdopodobieństwem odnotowany zostanie rekord sprzedaży - ostatecznie sprzedaż w tym roku może zbliżyć się do 1 500 lokali.

Źródło: Raporty bieżące Spółki oraz Śródroczne Skrócone Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Polnord po 3Q 2015 r.

<sup>1</sup> W tym 190 lokali (całość pierwszego etapu) sprzedanych w ramach transakcji pakietowej w projekcie Smart Aparthotel w Wilanowie. Spółka nie podaje szczegółów transakcji, budowa projektu rozpoczęła się w grudniu 2015 r.

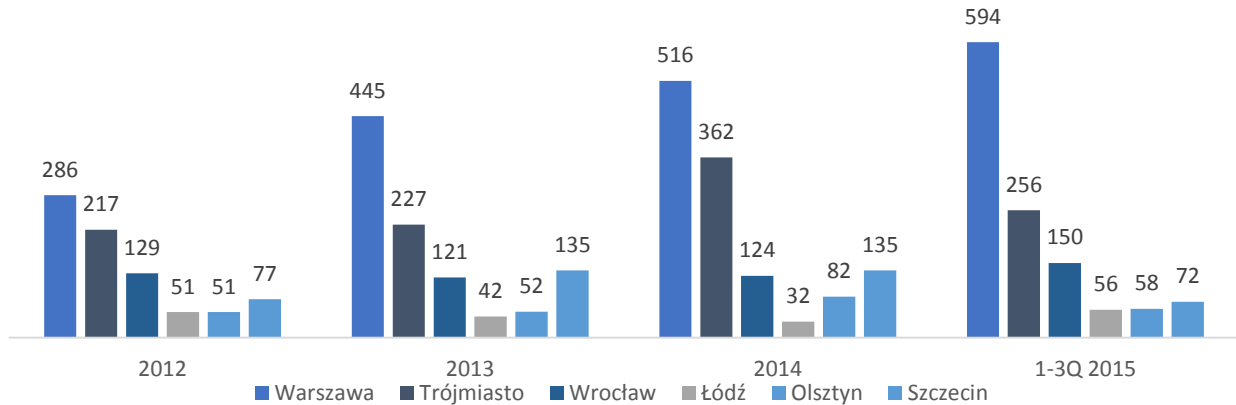
Najważniejszym rynkiem pod względem wolumenu sprzedaży jest dla Grupy Polnord rynek warszawski, gdzie prowadzona jest sprzedaż w takich dzielnicach jak Wilanów i Wola, a także w podwarszawskiej miejscowości Żąbki. Na tym rynku deweloper podpisywał w latach 2013-2014 średniorocznie ok. 400 – 500 umów, ale w tym roku wynik przekroczy zapewne 700 umów. Sprzedaż w obszarze aglomeracji warszawskiej stanowiła 43% łącznej sprzedaży zrealizowanej w okresie 2012 – 3Q 2015.

Kolejnym rynkiem pod względem wielkości sprzedaży jest Trójmiasto (zdecydowana większość transakcji ma miejsce w Gdańsku, ale także w Redzie, która na potrzeby opracowania zaliczona została do rynku trójmiejskiego), gdzie w 2014 r., na skutek zwiększenia oferty, Grupa podpisała 362 w porównaniu z 227 umowami w 2013 r. Statystycznie, w analizowanym okresie co czwarte mieszkanie sprzedane przez Spółkę dotyczyło oferty trójmiejskiej.

Roczna sprzedaż na terenie Wrocławia wynosiła historycznie ok. 120 umów, przy czym należy zauważyć, że odbywała się ona w jednej lokalizacji (niektóre etapy budowane były pod inną nazwą i różniły się od poprzednich wysokością i standardem wykończenia). Również po jednej lokalizacji Polnord posiada w pozostałych miastach, czyli w Szczecinie (10% sprzedaży z okresu 2012-3Q2015), Olsztynie (6%) i Łodzi (4%).

Powyższe zestawienie dotyczy tylko lokali sprzedanych na terenie Polski i nie uwzględnia transakcji w ramach rosyjskiego projektu Leżena w Nowosybirsku, gdzie w latach 2011 i 2012 Spółka podpisała odpowiednio 58 oraz 95 umów.

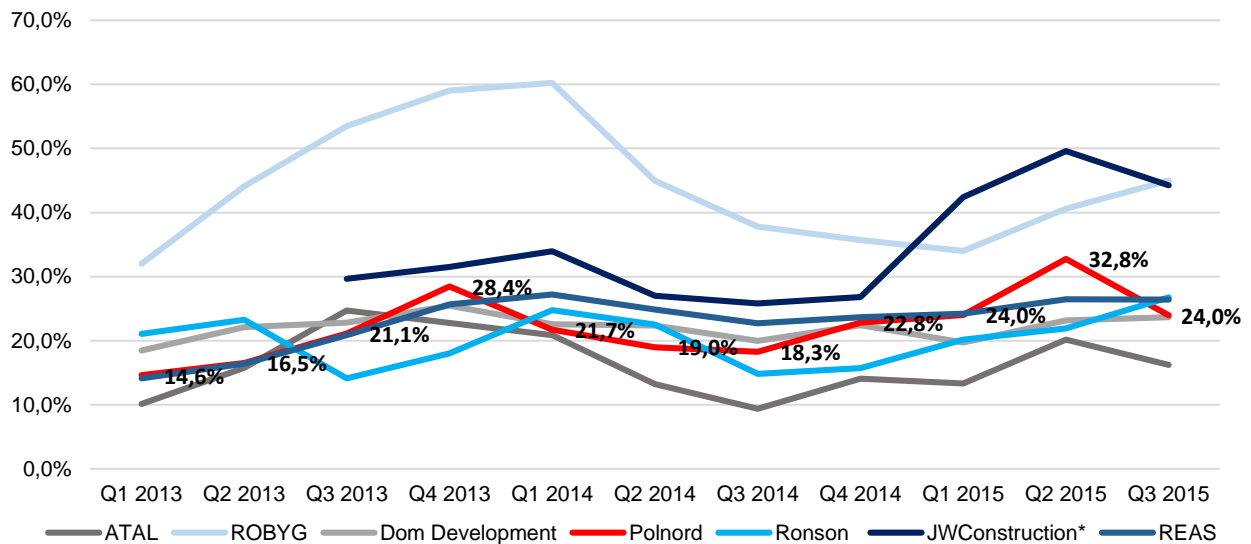
Na poniższym wykresie przedstawiona została liczba podpisanych umów deweloperskich w podziale na miasta w okresie 2012 r. – 3Q 2015 r.



Źródło: Roczne i Śródroczne Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe Polnord S.A.

Poniższy wykres przedstawia historyczną efektywność sprzedaży, mierzoną jako relacja liczby sprzedanych lokali netto (po uwzględnieniu rezygnacji) do średniej wielkości oferty w kwartale, dla Grupy Polnord oraz innych deweloperów. Do grupy porównawczej wybrano podmioty, które podają publiczne dane o ofercie. Dodatkowo zaprezentowano również efektywność sprzedaży na 6 głównych rynkach (Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk, Poznań, Łódź) na podstawie danych raportowanych przez REAS.

Wykres: Efektywność sprzedaży dla wybranych podmiotów z branży deweloperskiej



\* W przypadku Spółki JW. Construction nie uwzględniono rezygnacji klientów z podpisanych umów, ponieważ Spółka takich danych nie podaje, dane o wielkości oferty tego podmiotu dostępne są od 3Q 2013.

Źródło: Sprawozdania finansowe oraz prezentacje inwestorskie spółek, obliczenia Michael/Ström DM

Efektywność sprzedaży Grupy Polnord w okresie od początku 2013 r. oscyluje wokół średniej rynkowej raportowanej przez REAS. Z grupy analizowanych podmiotów podobne tempo sprzedaży, aczkolwiek przy 1,5 krotnie wyższych wolumenach, utrzymuje Dom Development. W 2015 r. Polnord wykorzystuje sprzyjającą koniunkturę na rynku mieszkaniowym, wyprzedając kwartalnie ¼ oferty. Efektywność w II kwartale była

zdecydowanie wyższa (32%) dzięki jednorazowej sprzedaży całego projektu, określanego przez Spółkę jako hotelowy, składającego się z 190 lokali. Spółka niestety nie ujawnia nazwy podmiotu, który nabył projekt. Wiadomo natomiast, że jego budowa rozpoczęła się na początku grudnia, a w żadnej z ksiąg wieczystych działek Polnordu przeznaczonych pod projekty hotelowe nie ma wzmianek dotyczących podpisanej przedwstępnej umowy sprzedaży projektu.

Liczba umów podpisanych netto w ciągu trzech kwartałów 2015 r. wynosi 1190 (z czego 510 to sprzedaż zrealizowana w ramach JV-projektów, w których Polnord osiada 50% udziałów), co plasuje Polnord na 5. miejscu wśród publicznych deweloperów mieszkaniowych (za takimi podmiotami jak: ROBYG, Dom Development, LC Corp i ATAL). O jedną umowę więcej zaraportowała spółka JW Construction, ale wynik ten nie uwzględnia rezygnacji. W ciągu ostatnich czterech kwartałów kontraktacja Polnordu wyniosła 1518 (z czego 641 zrealizowane w ramach JV-projektów), co mniej więcej odpowiada wielkości średniej oferty utrzymywanej w tym okresie.

Proces sprzedaży w Polnordzie charakteryzuje się wysoką efektywnością, statystyczny okres wyprzedzenia oferty wynosi 4 kwartały. Jest to wynik odpowiadający średniej rynkowej raportowanej przez REAS. Należy zauważyć, że ok 40% sprzedaży jest generowane przez spółki celowe, w których Polnord ma 50% udziałów (Fadesa Polnord, Stacja Kazimierz, Semeko Aquasfera).

## Posiadany bank ziemi

W bilansie Spółki widać spory udział gruntów w zapasach i nieruchomościach inwestycyjnych, co może świadczyć, że powiększanie banku ziemi nie jest tak bardzo konieczne jak w przypadku innych deweloperów. Poniższa tabela pokazuje jednak, że posiadany bank ziemi jest mocno skoncentrowany w kilku lokalizacjach (Warszawa Wilanów, Dopiewiec pod Poznaniem, Łódź), a dodatkowo nie wszystkie działki mogą być wykorzystane do zwiększenia oferty w ciągu kilku najbliższych lat. Analizując potencjał posiadanego banku ziemi należy również wziąć pod uwagę chłonność rynków, na których jest on zlokalizowany.

Podsumowanie banku ziemi Polnordu, przeznaczonego pod nowe projekty, nie będące kontynuacją projektów już rozpoczętych, przedstawia poniższa tabela.

Tabela: Bank ziemi należący do Spółki, przeznaczony pod nowe projekty

Lokalizacja	Powierzchnia (m <sup>2</sup> )	Wartość w sprawozdaniu (tys. zł)	Szacowana liczba lokali <sup>1</sup>	Dodatkowe informacje
Warszawa Wilanów i Powsin (1 257 zł/m <sup>2</sup> )	93 581	147 671	b.d.	teren przylegający do planowanej obwodnicy południowej, Spółka nie przewiduje realizacji w ciągu najbliższych 3 lat
	98 036	84 017	b.d.	maksymalna chłonność terenu szacowana jest na 22 000 m <sup>2</sup> w domach jednorodzinnych i małych budynkach mieszkalnych
	72 421	79 576	b.d.	spółka zamierza wystąpić o zmianę planu zagospodarowania i nie przewiduje realizacji w ciągu najbliższych 3 lat
	30 899	54 666	500	teren przylegający do planowanej obwodnicy południowej, planowane jest zaprojektowanie osiedla na 30 tys. m <sup>2</sup> PUM
	29 023	34 254	600	planowana realizacja projektu Smart Aparthotel - 8 budynków, pierwsze 2 w budowie
	6 298	15 644	107	w 2Q 2016 planowana realizacja projektu mieszkaniowego o powierzchni 6 592 m <sup>2</sup>

	330 258	415 828	1 207	Warszawa
Dopiewiec (263 zł/m <sup>2</sup> )	487 447	128 133	2 500	Spółka planuje realizację wspólnego przedsięwzięcia z innym podmiotem, przy czym łączna powierzchnia zabudowy może wynieść ok. 210 tys. m <sup>2</sup> , Spółka nie podaje na razie konkretnych terminów realizacji
Sopot (2 173 zł/m <sup>2</sup> )	28 047	60 955	100	możliwość wybudowania budynku biurowego o powierzchni ok. 7,9 tys. m <sup>2</sup> oraz budynku hotelowego na 140-150 pokoi, przy czym Spółka zakłada rozpoczęcie zabudowy od części mieszkaniowej na 6,3 tys. m <sup>2</sup>
Łódź Górna i Łódź Widzew (1 773 zł/m <sup>2</sup> )	19 474	33 990	b.d.	możliwa zabudowa mieszkalna o powierzchni ok. 40 tys. m <sup>2</sup> , Spółka wystawiła ten teren na sprzedaż
	7 941	14 641	b.d.	wydana decyzja o warunkach zabudowy - możliwość realizacji projektu mieszkaniowego i komercyjnego, również na sprzedaż
	27 415	48 631	b.d.	<b>Łódź</b>
Gdańsk Kowale i Morena (338 zł/m <sup>2</sup> )	44 014	11 554	296	pierwszy etap osiedla planowany jeszcze w 2015 r.
	18 955	9 751	400	planowane osiedle na 400 mieszkań i łącznej powierzchni użytkowej wynoszącej 20 000 m <sup>2</sup>
	62 969	21 305	696	<b>Gdańsk</b>
Pozostałe (Głusków, Dobrzewino)	187 662	19 855	b.d.	grunty w takich miejscowościach jak Głusków i Dobrzewino, możliwa budowa domów jednorodzinnych i czterolokalowych
<b>Razem</b>	<b>1 133 798</b>	<b>694 708</b>	<b>4 503</b>	

<sup>1</sup> Szacunki Michael/Ström DM

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe oraz prezentacje inwestorskie Grupy Polnord

**Warszawa:** Wartość banku gruntu posiadanego przez Polnord w Wilanowie i okolicach wynosi na dzień 30.09.2015 r. około 415 mln zł, przy czym możliwości zabudowy 75% są na tę chwilę mocno ograniczone. Ograniczenia dotyczą gruntów wycenionych w sprawozdaniu na ok. 311 mln zł. Prawie połowa z nich (wartość 148 mln zł) przylega bezpośrednio do planowanej południowej obwodnicy, a Spółka nie planuje na tym terenie realizacji w ciągu najbliższych 3 lat. Pozostałe grunty (163 mln zł) wg obecnego planu zagospodarowania są przeznaczone pod budownictwo mieszkaniowe jednorodzinne i w ciągu najbliższych kilku lat prawdopodobnie nie będą wykorzystane do zwiększenia oferty Spółki.

Pozostałe grunty w Wilanowie, o wartości 104 mln zł, w opinii Spółki mogą być zabudowane w ciągu kolejnych 3 lat (łączny szacowany liczba mieszkań wynosi ok. 1 200, a PUM ok. 53 tys. m<sup>2</sup>), przy czym ich lokalizacja jest bardzo zbliżona – całość skoncentrowana jest w sąsiedztwie planowanej obwodnicy oraz prowadzonego projektu Brzozowy Zakątek. Wycena tych działek implikuje koszt ok. 2 tys. zł za m<sup>2</sup> planowanej powierzchni użytkowej mieszkań. Możliwość zabudowy tych działek jest w naszej opinii prawdopodobna, natomiast sporym wyzwaniem dla Spółki będzie utrzymanie obecnego poziomu sprzedaży w Wilanowie w oparciu o jedną, zdecydowanie mniej atrakcyjną niż kończące właśnie Śródmieście Wilanów, lokalizację. Bank ziemi pod bardzo dobrze sprzedające się Śródmieście Wilanów oraz Ostoję Wilanów zostanie wyczerpany jeszcze w 2015 r.).

Na wielkość sprzedaży w najbliższych 3 latach w Warszawie będzie miał również wpływ projekt Stacja Kazimierz, w którym Polnord ma 50% udziałów i który jest realizowany w ramach joint-venture ze spółką Waryński. Poza etapami będącymi w ofercie na dzień 30.09.2015, Spółka ma możliwość uruchomienia budowy 600 lokali w ramach tego projektu.

**Dopiewiec:** Wartość banku ziemi w tej podpoznańskiej miejscowości wynosi 128 mln zł, a potencjał zabudowy ok. 2 500 lokali. Biorąc pod uwagę chłonność tego rynku, roczną wielkość sprzedaży w jednym projekcie w

Dopiewcu szacujemy na 50-60 lokali. Na tę chwilę Spółka nie podaje szczegółów dotyczących planowanych terminów rozpoczęcia inwestycji.

**Trójmiasto:** Pod kątem potencjału oraz możliwości zabudowy w krótkim czasie najkorzystniej prezentuje się bank ziemi Polnordu w Trójmieście. Dzięki ostatnim zakupom oraz w oparciu o posiadany bank ziemi oferta Spółki na tym rynku może zwiększyć się nawet do 500-600 lokali w 2017 r., co powinno przełożyć się na roczną sprzedaż ok. 400 lokali. Większość oferty będzie jednak skupiona w południowych dzielnicach Gdańska (Szadółki, Kowale – bliskie okolice trasy S6), które należą do najtańszych w tym mieście, co może stanowić ograniczenie dla realizowanej marży na sprzedaży oraz obniżyć średnią cenę sprzedanego lokalu.

Poza Gdańskiem, działka zlokalizowana w Sopocie daje możliwość wybudowania zaledwie ok. 100 lokali, ponieważ jej większa część przeznaczona jest pod zabudowę komercyjną (hotel, budynki biurowe). Również potencjał gruntu położonego na granicy Gdyni i Sopotu (projekt Brama Sopotka) jest niewielki i prawdopodobnie do końca 2016 r. zostanie wykorzystany (w ofercie na 30.09.2015 r. było 77 mieszkań i nie będzie kolejnych etapów). Projekt Aquasfera w Redzie, poza etapami już wprowadzonymi do oferty, daje możliwość wybudowania ok. 250 lokali.

**Wrocław:** Działalność w tym mieście prowadzona jest przez podmiot Fadesa Polnord, w którym Spółka posiada 49% udziałów. Jedyny projekt w tym mieście zlokalizowany jest w dzielnicy Krzyki i składa się z trzech osiedli o zróżnicowanym standardzie – Osiedle Innova, Apartamenty Innova oraz Osiedle Moderno. Posiadany obecnie bank ziemi we Wrocławiu, poza 179 lokalami będącymi w ofercie, pozwala na wprowadzenie do sprzedaży około 280 lokali, co Spółka planuje zrobić już w 2016 r. Ewentualna rozpoczęcie nowego projektu we Wrocławiu wiąże się z koniecznością zakupu dużego gruntu, ponieważ realizacja jednego, niewielkiego projektu na jednym rynku nie jest optymalnie kosztowo.

**Łódź:** Bank ziemi pod jedyny projekt realizowany do tej pory w Łodzi (City Park) skończył się wraz z wprowadzeniem do sprzedaży na początku 2015 r. ostatniego etapu. Dwie działki zlokalizowane w dzielnicach Łódź Górna oraz Łódź Widzew są przez Polnord wystawione na sprzedaż i nie są znane konkretne plany ich zabudowy. Ich wartość w sprawozdaniu wynosi ok. 40 mln zł, a ewentualna sprzedaż musiałaby przyczynić się do zmniejszenia zadłużenia z tytułu obligacji, ponieważ na obu wpisana jest hipoteka na rzecz obligatariuszy.

Biorąc pod uwagę analizę banku ziemi z tabeli powyżej, analizę gruntów, na których obecnie już prowadzona jest budowa i trwa sprzedaż lokali oraz zakładając odpowiedni dla każdego z projektów poziom efektywności sprzedaży, przybliżona wielkość kontraktacji w latach 2016-2018 może wyglądać następująco:

Tabela: Prognozy kształtowania kontraktacji w oparciu o posiadany przez Polnord bank ziemi

Rynek	2016	2017	2018
Warszawa	450	400	400
Trójmiasto	350	400	370
Wrocław	120	140	110
Szczecin	90	100	90
Olsztyn	60	60	60
Łódź	50	50	50
Dopiewiec	60	60	60
<b>Razem</b>	<b>1 180</b>	<b>1 210</b>	<b>1 140</b>

W naszej opinii istnieje ryzyko obniżenia kontraktacji na rynku warszawskim do poziomu 400 umów rocznie w związku z zakończeniem projektów, które historycznie napędzały sprzedaż, przy jednoczesnym braku zakupów nowych gruntów. Wykorzystanie banku ziemi zlokalizowanego w południowej części Wilanowa może być mocno utrudnione przez niezbyt korzystne parametry lokalizacji (bliskość planowanej obwodnicy) oraz niesprzyjające zapisy w miejscowym planie zagospodarowania (mała intensywność zabudowy, ograniczenie możliwości zabudowy wielorodzinnej). Dużą niewiadomą jest powodzenie projektu mini-apartamentów w Wilanowie. Na razie pierwszy etap został, jako hotel, nabyty w całości przez jeden podmiot (Spółka nie podaje szczegółów transakcji).

Od 2012 r. Polnord utrzymywał wysoką kontraktację w warszawskim Wilanowie, gdzie w ramach dwóch bardzo dobrze zlokalizowanych projektów (Ostoja Wilanów, Śródmieście Wilanów) był w stanie sprzedawać ok. 300-400 mieszkań rocznie. Obecnie w ofercie są ostatnie etapy obu projektów, a w banku ziemi nie widać lokalizacji, które mogłyby je zastąpić. Kontraktacja na nowej, rozpoczętej w połowie 2015 r. inwestycji Brzozowy Zakątek, również w Wilanowie, wyniosła w pierwszych czterech miesiącach sprzedaży 17 lokali.

Wzrost kontraktacji może być obserwowany w Trójmieście, aczkolwiek oczekiwana jednostkowa cena zakontraktowanego lokalu w projektach trójmiejskich nie będzie wysoka (ok. 250 tys. zł za lokal) ze względu na koncentrację lokalizacji w południowych dzielnicach Gdańska.

Historyczny poziom rocznej kontraktacji w takich miastach jak Wrocław, Szczecin, Olsztyn i Łódź w naszej opinii powinien zostać utrzymany w latach 2016-2018.

W poniższej tabeli przedstawione zostały zakupy gruntów przeznaczonych pod budownictwo mieszkaniowe, zaraportowane przez publiczne podmioty deweloperskie. Należy przypuszczać, że nie wszystkie transakcje zostały podane do publicznej wiadomości i w konsekwencji rzeczywista wartość nakładów na zakup gruntów jest większa.

Spółka	Łączna cena	Liczba lokali	Lokalizacja	Dodatkowe informacje
ROBYG	150,0	3 100	Warszawa, Gdańsk	51,5 mln (1 500 lokali) - cena działek w podpisanych umowach przedwstępnych
Dom Development	150,0 <sup>1</sup>	2 600	Warszawa	1 000 lokali (ok. 60 mln zł) w końcowej fazie zakupu
ATAL	123,7	2 500 <sup>1</sup>	Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk, Poznań	
LC Corp	90,0 <sup>1</sup>	1 500 <sup>1</sup>	Warszawa, Wrocław	w tym 76,6 mln zł to cena za grunt w Warszawie
Ronson	57,0	1 900	Warszawa	
Marvipol	25,0	500 <sup>1</sup>	Warszawa	dodatkowo 19 tys. m <sup>2</sup> PUM (ponad 20 mln zł) w umowach przedwstępnych
Inpro	21,8	1 000 <sup>1</sup>	Gdańsk	
Polnord	9,7	400	Gdańsk	

<sup>1</sup> Szacunki Michael/Ström DM

Źródło: Sprawozdania finansowe, prezentacje inwestorskie oraz raporty bieżące spółek

Na tle innych spółek deweloperskich proces budowania banku ziemi wygląda w Polnordzie skromnie. Biorąc pod uwagę tylko zaraportowane transakcje, Spółka nabyła w tym roku zdecydowanie mniej gruntów w porównaniu do konkurencji, a jej jedyna transakcja dotyczyła działki na gdańskiej Morenie, pozwalającej na wybudowanie ok. 400 lokali. Spółka nie nabyła żadnego gruntu w Warszawie, co wydaje się niezbędne, aby po 2016 r. utrzymać obecny poziom kontraktacji w tym mieście.



Wstępna analiza bilansu Grupy Polnord wskazuje na duży udział banku ziemi w aktywach. Wartość gruntów, które zabudowa jeszcze nie rozpoczęła się wynosi prawie 700 mln zł. Przeglądając się jednak dokładniej strukturze posiadanych nieruchomości gruntowych można zauważyć, że możliwości optymalnej zabudowy większości z nich są obecnie ograniczone zapisami w miejscowym planie zagospodarowania. Dodatkowo są one mocno skupione w kilku lokalizacjach, które z różnych powodów nie są w stanie wygenerować odpowiednio dużego popytu (Wilanów – kwestia lokalizacji, Dopiewiec – niska chłonność lokalnego rynku, Łódź – trudny rynek, na którym Polnord nie odniósł sukcesu). Zwiększenie czy nawet utrzymanie obecnego poziomu sprzedaży będzie wymagało od Spółki uzupełniania banku ziemi, co może zahamować proces zmniejszania zadłużenia.

### Czynniki kształtujące przychody oraz rentowność Spółki

W poniższej tabeli przedstawiony został historyczny poziom przychodów Grupy Polnord wraz z podziałem na miejsca ich wytworzenia, a także poziom rentowności. Ponadto, również w ujęciu historycznym, zaprezentowano statystykę parametrów lokali, których sprzedaż uwzględniano w przychodach.

Projekty mieszkaniowe realizowane przez spółki w 100% zależne od Polnord S.A.	1-3Q 2015	2014	2013*
Przychody ze sprzedaży	165 856	161 961	173 307
Koszty własny sprzedaży	137 214	137 688	159 934
Zysk brutto ze sprzedaży	28 642	24 273	13 373
Marża brutto na sprzedaży	17,3%	15,0%	6,8%
Przekazany PUM	31 293	29 316	32 420
Projekty mieszkaniowe realizowane przez spółki współkontrolowane przez Polnord S.A. , dane nieważone udziałem Polnordu			
Przychody ze sprzedaży	35 455	182 082	96 592
Koszty własny sprzedaży	28 835	137 112	77 398
Zysk brutto ze sprzedaży	6 620	44 970	19 194
Marża brutto na sprzedaży	18,7%	24,7%	19,9%
Przekazany PUM	7 012	26 307	16 926
Łącznie dla wszystkich projektów mieszkaniowych			
Marża brutto na sprzedaży	17,5%	20,1%	12,1%
Liczba przekazanych lokali	722	950	852
Średnia wielkość przekazanego lokalu (m <sup>2</sup> )	53,1	58,6	57,9
Średnia wartość przekazanego lokalu (w tys. zł)	284,3	355,4	324,3
Średnia cena m <sup>2</sup> przekazanego lokalu (w tys. zł)	5,358	6,070	5,599

\* bez uwzględniania lokali wydanych w ramach projektu Aquasfera w Redzie, w którym 50% udziałów Polnord nabył w IV kwartale 2013 r.

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK Polnord, Prezentacje Inwestorskie

Skala prowadzonej działalności pozwala obecnie Spółce na przekazywanie ok. 1000 lokali rocznie (łącznie z lokalami wybudowanymi w ramach wspólnych przedsięwzięć z partnerami), przy czym biorąc pod uwagę wzrost kontraktacji w ostatnich miesiącach, liczba ta może wzrosnąć począwszy od 2016 r. Należy zaznaczyć, że w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym Grupy Polnord, sprzedaż lokali realizowanych przez podmioty współkontrolowane przez Polnord, przez zastosowanie metody praw własności, w rachunku zysków i strat pojawiają się jako wynik netto z tych przedsięwzięć, a nie na poziomie przychodów ze sprzedaży.

**Marża brutto na sprzedaży** wyniosła w 2013 r. niecałe 7%, zdecydowanie poniżej wartości oczekiwanej dla mieszkaniowych projektów deweloperskich. Główną przyczyną był wysoki udział w przychodach lokali w ramach projektu w Sopocie (*Sopocka Rezydencja*), który ze względu na historycznie bardzo wysoką cenę gruntu (ponad 6 tys. zł za m<sup>2</sup> PUM) generował w 2013 r. marżę ok. -30%. Ujemną marżę (do -8%) uzyskiwał projekt *City Park* w Łodzi (jedyne projekty Spółki w tym mieście), co również miało negatywny wpływ na rentowność sprzedaży w 2013 r. Duży udział w przychodach w 2013 r. miały lokale przekazane w szczecińskim projekcie *Ku Słońcu*, dla którego marża brutto wyniosła ok. 6-8%.

Wysoką marżą wśród lokali przekazanych w 2013 r. charakteryzował się nowy warszawski projekt *Śródmieście Wilanów* (20%) oraz wrocławskie *Osiedle Innova* (ponad 30%) - to drugie budowane przez podmiot wspólnie kontrolowany.

W przychodach w 2014 r. uwzględniono sprzedaż kolejnych lokali w ramach pierwszych dwóch etapów *Śródmieścia Wilanów*, która charakteryzowała się marżą brutto ok. 21%. Gdańskie projekty (*Ostoja Myśliwska*, *2 Potoki*, *Dwa Tarasy*) wygenerowały marżę brutto ok. 20%. Ostatecznie rentowność brutto projektów w całości kontrolowanych przez Polnord wyniosła w 2014 r. 15%, ze względu na negatywny wpływ kolejnej transzy lokali z opisanych wcześniej projektów w Sopocie, Łodzi i Szczecinie.

Znacząco wyższa była w 2014 r. marża brutto na sprzedaży projektów wspólnie kontrolowanych przez Polnord – wyniosła prawie 25%, głównie dzięki wysokomarżowemu projektowi *Osiedle Innova* we Wrocławiu.

W ciągu trzech kwartałów 2015 r. najkorzystniej pod względem marży brutto na sprzedaży wyglądał projekt *Śródmieście Wilanów* (23%) oraz *Dwa Tarasy* (22%), a marża dla wszystkich projektów kontrolowanych w całości przez Polnord wyniosła ok. 18% (ponownie znaczący udział lokali w Szczecinie, których sprzedaż rozpoznano na marży ok. 0%).

W ostatnim kwartale 2015 r. Spółka zamierza zakończyć budowę następujących projektów:

Nazwa projektu	Lokalizacja	Sprzedane, nierozpoznane <sup>1</sup>	Udział Polnordu	Marża brutto
<i>Neptun I (II)</i>	Warszawa	77	100%	23%
<i>Ostoja Wilanów VIA</i>	Warszawa	96	49%	29%
<i>Tęczowy Las 6</i>	Olsztyn	96	100%	24%
<i>Osiedle Moderno</i>	Wrocław	142	49%	32%
<i>City Park IV (EA 5)</i>	Łódź	79	100%	13%
<b>Suma</b>		<b>490</b>		

<sup>1</sup> Dane na 30.09.2015

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Polnord na dzień 30.09.2015

**Średnia wielkość przekazanego lokalu** od 2013 r. uległa nieznacznemu obniżeniu – z 58 m<sup>2</sup> do 53 m<sup>2</sup>, co wpisuje się w ogólną tendencję rynkową polegającą na budowaniu mniejszych mieszkań i jednocześnie przyczynia się do zwiększenia efektywności sprzedaży i przyspieszenia rotacji zapasów. Średnia cena m<sup>2</sup> w przekazanych lokalach w poszczególnych latach mocno się waha, przede wszystkim w zależności od udziału lokali warszawskich w łącznych przekazaniach – w 2014 r. udział ten wyniósł 61%, podczas gdy w 2015 r. spadł do 40%.

## Bieżące projekty Spółki

### a) oferta oraz sprzedaż na poszczególnych rynkach

Na koniec 3Q 2015 podmioty z Grupy Polnord były w trakcie realizacji budowy ok. 2,5 tys. lokali, z których ponad połowa znajdowała się w Warszawie. Udział każdego z pozostałych rynków w liczbie budowanych lokali wynosił 4%-15%.

Udział lokali gotowych w łącznej ofercie na dzień 30.09.2015 wynosił 17%, przy czym większość z nich to lokale wybudowane na terenie Trójmiasta w ramach takich projektów jak *2 Potoki*, *Dwa Tarasy*, *Brama Sopocka*. Udział gotowych lokali w trójmiejskiej ofercie wynosił 47%, a w Olsztynie 30%. Na pozostałych rynkach praktycznie całość oferty stanowiły lokale w budowie.

Średni poziom komercjalizacji oraz zaawansowanie budowy zostały dla każdego rynku wyznaczone jako średnia ważona liczbą lokali w poszczególnych projektach. Zaawansowanie budowy mierzone jest jako stosunek liczby kwartałów, które na dzień 30.09.2015 minęły od rozpoczęcia budowy, do łącznej liczby kwartałów przewidzianych na budowę konkretnego projektu.

Tabela: Oferta oraz zaawansowanie sprzedaży dla lokali będących w budowie na dzień 30.09.2015, dane nieważone udziałem Polnordu w spółkach celowych

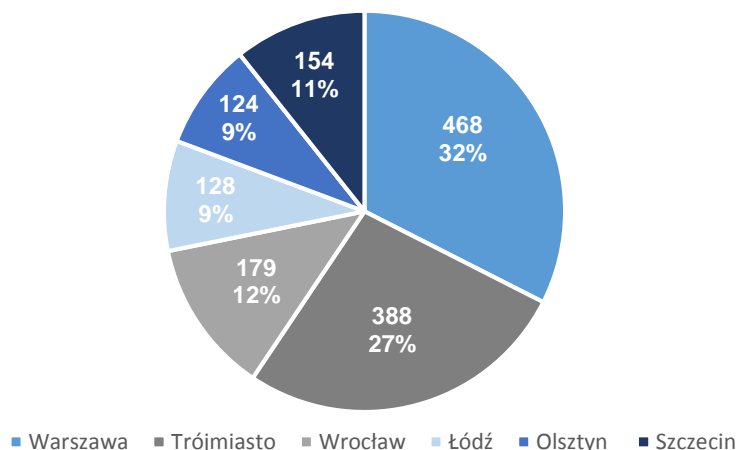
Lokalizacja	Projekty w trakcie realizacji na dzień 30.09.2015							Lokale gotowe	Łączna oferta
	Łączny PUM	Łączna liczba lokali	Średnia pow. lokalu	Lokale w ofercie	Zaawansowanie sprzedaży	Zaawansowanie budowy <sup>1</sup>			
Warszawa	81 779	1 418	57,7	458	68%	48%	10	468	
Trójmiasto	12 066	225	53,6	204	9%	33%	184	388	
Wrocław	17 515	368	47,6	179	51%	62%	0	179	
Łódź	11 269	209	53,9	127	39%	56%	1	128	
Olsztyn	5 083	87	58,4	87	0%	11%	37	124	
Szczecin	9 191	182	50,5	147	19%	22%	7	154	
<b>Suma</b>	<b>136 903</b>	<b>2 489</b>	<b>55,0</b>	<b>1 202</b>	<b>52%</b>	<b>46%</b>	<b>239</b>	<b>1 441</b>	

<sup>1</sup> zaawansowanie budowy wyznaczone jako relacja liczby kwartałów pozostałych do zakończenia budowy do łącznej planowanej długości trwania budowy, liczonej w kwartałach,

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Polnord na dzień 30.09.2015, obliczenia Michael/Ström DM

Łączna oferta Polnordu na dzień 30.09.2015 liczyła 1441 lokali, czyli mniej niż liczba lokali sprzedanych w ciągu ostatnich 4 kwartałów (1516). Zdecydowanie jest to silny argument za koniecznością powiększenia oferty mieszkaniowej, zwłaszcza w Warszawie (w naszej opinii niezbędne są zakupy gruntów) i w Trójmieście (na gruntach na Morenie i w Gdańsku Południowym, nabytych na początku 2015 r.).

Wykres: Podział łącznej oferty mieszkaniowej ze względu na lokalizację, dane na dzień 30.09.2015



Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Polnord na dzień 30.09.2015

Tempo sprzedaży projektów będących w realizacji jest bardzo zbliżone do postępu prac budowlanych (52% vs. 46%), przy czym pod względem stopnia komercjalizacji najlepiej wyglądają projekty w Warszawie i Wrocławiu. Zaskoczeniem może być przeciętne tempo sprzedaży w Trójmieście, gdzie wg raportów REAS rotacja oferty jest najszybsza w grupie 6 największych rynków w Polsce. Budowa oraz sprzedaż nowych etapów w Szczecinie i Olsztynie rozpoczęła się w 3Q 2015, więc ciężko jest obecnie wyciągać wnioski na temat tempa ich komercjalizacji.

#### b) marża brutto na sprzedaży oraz wolne przepływy pieniężne możliwe do wygenerowania

Głównym czynnikiem obniżającym rentowność mieszkaniowych projektów Polnordu jest wysoka wartość księgową zabudowywanego banku ziemi. Średni udział kosztu gruntu w wartości zakontraktowanych lokali wyniósł w okresie 2014-3Q2015 ok. 17%, podczas gdy poziom rynkowy oscyluje w granicy 10%-15%. Dla lokali zakontraktowanych we wspomnianym okresie Spółka podaje w sprawozdaniach finansowych marżę brutto ok. 23%, co jest zadowalającym poziomem, biorąc pod uwagę rentowność innych deweloperów. Szczegóły, w podziale na lokalizacje, przedstawia poniższa tabela. W przypadku projektów realizowanych w formule joint-venture, poniższe kategorie ważone są udziałem Polnordu (przeważnie ok.50%).

Tabela: Parametry kontraktacji dla umów podpisanych łącznie w 2014 r. oraz w 3 kwartałach 2015 r.

Lokalizacja	Śr. cena lokalu (zł)	Przychody (tys. zł)	Marża brutto (tys. zł)	Koszt gruntu (tys. zł)	Marża (tys. zł)	Udział gruntu (tys. zł)	Marża + grunt (tys. zł)
Warszawa	283 446	314 342	76 341	59 376	24,3%	18,9%	43,2%
Trójmiasto	251 610	133 247	30 185	22 216	22,7%	16,7%	39,3%
Wrocław	146 682	40 191	12 956	5 989	32,2%	14,9%	47,1%
Łódź	230 909	20 320	2 216	2 200	10,9%	10,8%	21,7%
Olsztyn	220 836	30 917	7 263	1 674	23,5%	5,4%	28,9%
Szczecin	241 493	49 989	7 655	7 861	15,3%	15,7%	31,0%
<b>Suma</b>	<b>241 792</b>	<b>589 006</b>	<b>136 616</b>	<b>99 316</b>	<b>23,2%</b>	<b>16,9%</b>	<b>40,1%</b>

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK Polnord

Z punktu widzenia zdolności Spółki do obsługi zadłużenia kluczową kwestią jest wielkość środków do uwolnienia z projektu po zakończeniu budowy. Zakładając, że koszt budowy w zdecydowanej większości przypadków jest obecnie w całości finansowany kapitałem obcym (wpłaty od klientów + kredyty budowlane), po zakończeniu projektu deweloper uwalnia koszt gruntu oraz wygenerowaną brutto na sprzedaż.

W takim scenariuszu wysoki koszt gruntu w bilansie, wpływający na obniżenie marży, nie jest negatywny z punktu widzenia obsługi długu, o ile oczywiście nie jest on dopiero nabywany z nowopozyskanych środków. Zdecydowanie gorszym scenariuszem byłaby sytuacja, w której marża jest niższa z powodu ponadprzeciętnie wysokiego kosztu budowy przy relatywnie tanim gruncie.

W przypadku Polnordu średni udział marży i kosztu gruntu w przychodach wynosi ok. 40%, a średnia wartość podpisanej umowy sprzedaży lokalu wynosi ok. 242 tys. zł. Statystycznie, z każdego zakontraktowanego lokalu prawie 100 tys. zł stanowią środki, które po zakończeniu budowy są przeznaczane na obsługę kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży, kosztów finansowych, a na końcu na redukcję zadłużenia.

W poniższej tabeli przedstawiona została symulacja podziału wolnych środków z rocznej sprzedaży lokali na poszczególne koszty, które Spółka pokrywa w skali roku. Poziom kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży w ujęciu rocznym w sprawozdaniu skonsolidowanym Polnordu wynosi ok. 26 mln zł. W związku ze zmianą sposobu konsolidacji podmiotów współkontrolowanych (Fadesa Polnord, Stacja Kazimierz, Semeko Aquasfera) na metodę praw własności kwota ta nie uwzględnia kosztów generowanych przez te podmioty. Na podstawie liczby lokali sprzedawanych przez te podmioty oszacowano udział kosztów ogólnych przypadających na Polnord na kwotę 10 mln zł w skali roku (Fadesa – 6 mln zł, Stacja Kazimierz – 3 mln zł, Aquasfera – 1 mln zł).

Tabela: Symulacja wielkości wolnych środków generowanych przez Polnord przed spłatą zadłużenia (dane w tys. zł)

Śr. cena lokalu	Liczba rozpoznanych lokali	Przychody ze sprzedaży	Marża + grunt	SG&A <sup>1</sup>	Odsetki zapłacone <sup>2</sup>	Wolna kwota
242,000	1 200	290 000	116 000	36 000	25 000	55 000

<sup>1</sup> Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży raportowane przez Spółkę, powiększone o tę samą kategorię kosztów generowanych przez podmioty współkontrolowane (założenia Michael/Ström DM)

<sup>2</sup> Założenia Michael/Ström DM

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Grupy Polnord

Marża brutto na sprzedaż uzyskana na lokalach zakontraktowanych od początku 2014 r. kształtuje się na poziomie ok. 23%, co należy uznać za dobry wynik, biorąc pod uwagę wysoki udział kosztu gruntu w przychodach. Z powyższego zestawienia wynika, że rocznie, bez realizacji zakupu nowych gruntów, Polnord jest w stanie generować ok. 55 mln zł wolnych środków, które może przeznaczyć na redukcję zadłużenia. Kwota ta stanowi ok. 14% skonsolidowanego zadłużenia netto Spółki na dzień 30.09.2015 r. Chcąc jednak uzupełniać ofertę mieszkaniową, co wydaje się niezbędne zwłaszcza na rynku warszawskim, Spółka powinna przeznaczać na powiększenie banku ziemi ok. 20 mln zł rocznie (średnia cena za grunt dający możliwość wybudowania 400 - 500 lokali w Warszawie, czyli tyle, ile wynosi roczna sprzedaż Polnordu na tym rynku).

## Roszczenia dochodzone przez Polnord na drodze sądowej

W poniższej tabeli wskazane zostały najistotniejsze postępowania w grupie wierzytelności prowadzone przez Polnord lub spółki zależne. Większość z nich na dzień 30.09.2015 r. nie jest ujęta w skonsolidowanych aktywach Spółki. Pierwsza grupa roszczeń dotyczy nieodpłatnego przejęcia przez m.st. Warszawa gruntów zlokalizowanych w Wilanowie, należących wcześniej do Grupy Polnord, przeznaczonych pod drogi publiczne (roszczenia na łączną kwotę 182,2 mln zł). Pośrednio związany jest z tym inny pozew, który Spółka wytoczyła

m.st. Warszawie oraz Skarbowi Państwa (Wojewoda Mazowiecki), a dotyczy on odszkodowania za szkodę poniesioną w skutek wydania przez organy administracyjne decyzji niezgodnych z prawem (123 mln zł).

Druga grupa roszczeń dotyczy odszkodowania za infrastrukturę wodno-kanalizacyjną na terenie Miasteczka Wilanów przejętą i użytkowaną przez MPWiK w Warszawie (łącznie ponad 130 mln zł).

Tabela: Roszczenia dochodzone na drodze sądowej przez Polnord i podmioty zależne:

	Data złożenia pozwu	Kwota roszczenia	Status sprawy	Wartość w skonsolidowanych aktywach
Odszkodowanie deliktowe od m. st. Warszawa oraz Skarbu Państwa	16.09.2013	123,0 mln zł	Proces w toku (wartość roszczenia rośnie z upływem czasu)	<b>0 zł</b> (123 mln zł w Aktywach warunkowych)
Odszkodowanie za 10ha terenów wydzielonych pod drogi publiczne	28.06.2013	182,2 mln zł	Pozytywny dla Spółki wyrok WSA	<b>0 zł</b> (182,2 mln zł w Aktywach warunkowych)
Odszkodowania za infrastrukturę wodno – kanalizacyjną od MPWiK	Data złożenia pozwu	Kwota roszczenia	Status sprawy	Wartość w skonsolidowanych aktywach
Odszkodowanie za bezumowne korzystanie z urządzeń wodno-kanalizacyjnych na terenie Miasteczka Wilanów 2004-2011	25.04.2012	20,1 mln zł*	Proces w toku (wartość roszczenia rośnie z upływem czasu)	<b>0 zł</b>
Pozew o odpłatne przejęcie infrastruktury wodnokanalizacyjnej na terenie Miasteczka Wilanów	05.03.2013	57,3 mln zł*	Proces w toku	<b>109 mln zł</b> , w tym: 74,4 mln zł należności 34,6 mln zł zapasy

\* kwoty roszczenia podstawowego nie obejmują odsetek ustawowych

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Polnord na dzień 30.09.2015 r.

Ze wszystkich powyżej opisanych spraw sądowych, najbardziej zaawansowany jest proces z m.st. Warszawy o odszkodowania za nieodpłatne przejęcie działek o powierzchni 10 ha pod drogi publiczne (182,2 mln zł). W dniach 9. oraz 16. października 2015 r. w Wojewódzkim Sądzie Administracyjnym w Warszawie zapadły w tej sprawie wyroki, uchylające decyzje Wojewody Mazowieckiego oraz wcześniejszą decyzję Prezydenta m. st. Warszawy. Tym samym WSA przesądził o istnieniu odpowiedzialności odszkodowawczej m. st. Warszawy w stosunku do Spółki z tytułu przejęcia dróg. Wyroki te nie są prawomocne - m. st. Warszawa ma teraz prawo odwołać się do Naczelnego Sądu Administracyjnego.

Korzystne prawomocne wyroki mogą zapewnić Spółce wpływ odszkodowania w bardzo znaczące wysokości i w konsekwencji doprowadzić do zmniejszenia zadłużenia Polnordu. Ciężko jednak ocenić prawdopodobieństwo ich wydania, wysokość zasądzonego odszkodowania oraz termin jego ewentualnej wypłaty. Pod tym kątem należy również ocenić czy zasadne jest utrzymywanie przez Spółkę w skonsolidowanych aktywach 109 mln zł należności i zapasów związanych infrastrukturą przejętą przez MPWiK – proces o odszkodowanie jest obecnie na bardzo wczesnym etapie.

## Struktura zobowiązań finansowych

Model biznesowy Grupy Polnord zakłada, że budowa projektów finansowana jest z wpłat klientów oraz środków własnych spółki celowej odpowiedzialnej za projekt. Na dzień 30.09.2015 podmioty z Grupy Polnord nie korzystały z standardowych kredytów budowlanych. Większość długu stanowią **obligacje (ok. 338 mln zł)** oraz **kredyty obrotowe** wykorzystywane m.in. do zmniejszenia zadłużenia obligacyjnego, finansowania nakładów

budowlanych, a także do zwiększania banku ziemi. Saldo zadłużenia z tytułu takich kredytów wynosiło na dzień 30.09.2015 prawie **47 mln zł**, przy czym Spółka posiadała jeszcze 90 mln zł niewykorzystanych limitów w GNB oraz BOŚ. Około **96 mln zł** wynosiło saldo **kredytów inwestycyjnych** w PKO BP, udzielonych na budowę oraz refinansowanie nakładów poniesionych na realizację budynków biurowych w Wilanowie.

Tabela: Obligacje wyemitowane przez Polnord S.A.:

Oferujący	Data spłaty	Saldo (tys. zł)	Marża	Tenor	Zabezpieczenie
DM Banku BPS	2015-10-24	24 000 <sup>1</sup>	b.d.	3	Tak
DM Banku BPS	2016-01-16	8 900 <sup>1</sup>	4,85%	3	Tak
SGB	2016-05-13	29 000 <sup>1</sup>	4,30%	3	Tak
mBank	2016-06-12	13 500	4,00%	2	Tak
SGB	2016-08-20	60 000 <sup>2</sup>	b.d.	4	Tak
SGB	2016-09-21	8 500	b.d.	4	Tak
mBank	2016-12-12	10 500	ok. 3%	2	Tak
Noble Securities	2017-02-11	50 000	4,35%	3	Tak
mBank	2017-06-12	20 000	4,30%	3	Tak
mBank	2017-12-11	18 500	b.d.	3	Tak
Noble Securities	2018-01-27	10 500	4,05%	3	Tak
Noble Securities	2018-02-13	34 500	4,07%	3	Tak
mBank	2018-06-30	50 000	3,50%	3	Nie
<b>Razem</b>		<b>337 900</b>			

<sup>1</sup> po 30.09.2015 Spółka wykupiła wszystkie obligacje wskazanych serii, możliwym źródłem środków na wykup był wykorzystanie kredytu odnawialnego w BOŚ, opisanego poniżej

<sup>2</sup> w dniu 18.12.2015 r. Spółka wyemitowała 4-letnie obligacje zabezpieczone w kwocie 60 mln zł, które w całości objął SGB Bank. Celem nowej emisji był wykup obligacji wyemitowanych w dniu 20.08.2012 r. w kwocie również 60 mln zł, podanych w tabeli powyżej.

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Polnord na dzień 30.09.2015 r.

Dodatkowym źródłem finansowania dłużnego są **kredyty obrotowe** zabezpieczone na gruntach, których Spółka nie zamierza w najbliższym czasie zabudowywać (wyjątkiem jest kredyt udzielony przez BPS na zakup gruntu w Ząbkach, zabezpieczony na tym gruncie), udzielane na okres do 3 lat. Z ekonomicznego punktu widzenia przyznane kredyty inwestycyjne mają charakter zbliżony do finansowania obligacjami – w obu przypadkach Spółka wykorzystuje fakt, że posiada bardzo duży bank ziemi, który w najbliższych kilku latach nie będzie zabudowany i zabezpiecza na nim 3-4 letnie finansowanie dłużne. Podstawowym celem przyznanego niedawno limit w Getin Noble Banku do kwoty 40 mln zł jest prawdopodobnie refinansowanie limitu w tym samym banku w kwocie 33 mln zł (został spłacony w październiku).

Tabela: Kredyty obrotowe zabezpieczone na banku ziemi (dane na dzień 30.09.2015):

Bank	Data spłaty	Przyznany limit	Saldo (tys. zł)	Rodzaj kredytu
Getin Noble Bank <sup>1</sup>	2016-12-20	33 000	33 000	inwestycyjny
Getin Noble Bank	2018-12-20	40 000	0	w rachunku bieżącym
BOŚ Bank	2018-08-03	50 000	0	odnawialny
BPS	2019-12-31	13 800	13 800	inwestycyjny (grunt)
<b>Razem</b>		<b>136 800</b>	<b>46 800</b>	

<sup>1</sup> kredyt spłacony w dniu 12.10.2015 r.

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Polnord na dzień 30.09.2015 r.

Znaczącą część zadłużenia stanowią długoterminowe kredyty inwestycyjne zabezpieczone na dwóch budynkach biurowych B1 oraz B3, które powstały w ramach kompleksu Wilanów Office Park.

Tabela: Długoterminowe kredyty inwestycyjne Spółki zabezpieczone na budynkach biurowych:

Budynek	Powierzchnia najmu (m <sup>2</sup> )	Bank	Data spłaty	Saldo (tys. zł)	Roczna rata (tys. zł) <sup>1</sup>	NOI gotówkowe (tys. zł) <sup>1</sup>	Wartość (tys. zł)	Yield gotówkowy
B1 (Pol Aqua)	7 277	PKO BP	2030-12-31	62 700	5 300	0	170 415	3,1%
B3	9 885	PKO BP	2025-04-30	33 100	4 500	5 300		
<b>Razem</b>	<b>17 162</b>			<b>95 800</b>	<b>9 800</b>	<b>5 300</b>		

<sup>1</sup> szacunki Michael/Ström Dom Maklerski

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Polnord na dzień 30.09.2015 r.

Łączna powierzchnia najmu oferowana w ramach dwóch budynków biurowych wynosi ok. 17 000 m<sup>2</sup>. Na chwilę obecną budynek B3 jest wynajęty praktycznie w całości przez kilka podmiotów zewnętrznych (m.in. Millward Brown, Triumph, CSL), natomiast budynek B1, zbudowany w ramach umowy build-to-suit dla spółki Pol-Aqua, został w połowie 2014 r. przez tę spółkę opuszczony (Pol-Aqua na drodze sądowej stara się o unieważnienie stosunku najmu).

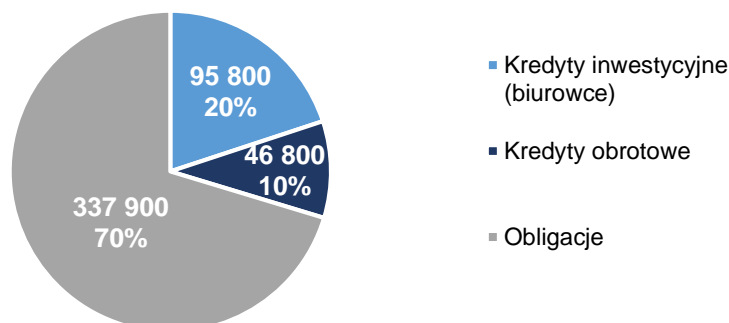
W 2014 r. łączne przychody Polnordu z tytułu najmu wyniosły 16,3 mln zł, z czego za ponad 10 mln zł odpowiadają przychody z tytułu umowy z firmą Pol-Aqua. Przepływy z tytułu obsługi przez Polnord kredytu zabezpieczonego na biurowcu B1 (wysokość zadłużenia wynosi obecnie prawie 63 mln zł) wynoszą ponad 5 mln zł rocznie przy jednoczesnym braku wpływów z tytułu najmu.

Na dzień 30.09.2015 wartość należności od Pol-Aqua wyniosła 21,3 mln zł wobec 13,1 mln zł na koniec 2014 r.

Zadłużenie z tytułu kredytu zabezpieczonego na drugim z budynków wynosi ok. 33 mln zł, a wg dostępnych danych wpływy z najmu pokrywają wydatki związane z obsługą kredytu.

Podsumowanie struktury zobowiązań finansowych na dzień 30.09.2015 r. przedstawia poniższy wykres. Około 70% stanowi zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji, 20% to kredyty inwestycyjne na budynkach biurowych, a za 10% odpowiadają kredyty obrotowe zabezpieczone na banku ziemi.

Wykres: Podział zadłużenia finansowego ze względu na charakter zobowiązania (dane na dzień 30.09.2015, w tys. zł)

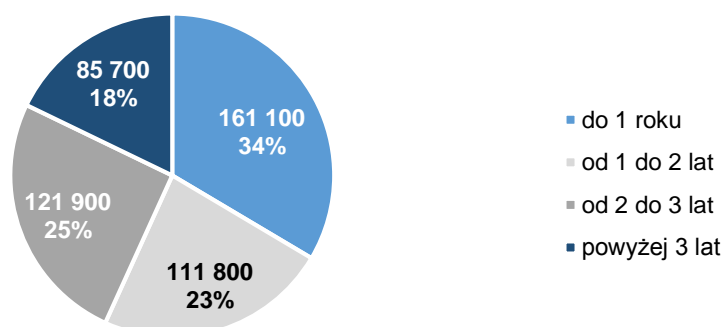


Źródło: Śródroczne Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe Spółki po III kwartale 2015 r.



1/3 zadłużenia (ponad 160 mln zł) na dzień 30.09.2015 charakteryzowała się terminem wykupu do 12 miesięcy, przy czym po dniu bilansowym Spółka zmniejszyła to saldo o ponad 120 mln zł, dokonując przedterminowego wykupu obligacji. Źródłem spłaty mogły być posiadane środki pieniężne oraz środki z wykorzystania limitów w kredytach obrotowych oraz. W przypadku obligacji objętych przez SGB w kwocie 60 mln zł źródłem spłaty była nowa emisja obligacji w tej samej kwocie, objęta przez ten sam podmiot. Na dzień sporządzenia Raportu, Polnord posiadał zaledwie 40 mln zł krótkoterminowych zobowiązań finansowych.

Wykres: Podział zadłużenia finansowego ze względu na termin zapadalności (dane na dzień 30.09.2015, w tys. zł)



Źródło: Śródroczne Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe Spółki po III kwartale 2015 r.

Zadłużenie finansowe netto Spółki Polnord należy określić jako zdecydowanie wysokie w stosunku do skali prowadzonej działalności. Celem Spółki jest systematyczne obniżanie zadłużenia, co rzeczywiście ma miejsce, ale bez zdarzeń o charakterze jednorazowym (sprzedaż dużego gruntu, otrzymanie odszkodowań za działki i infrastrukturę) Polnord nie przybliży się do osiągnięcia racjonalnego poziomu długu. Terminowe wykupy wyemitowanych obligacji oraz spłata kredytów obrotowych jest mocno uzależniona od pozyskiwania nowego finansowania. Obecnie Spółce się to udaje, co jest związane m.in. z pozytywnym klimatem wokół branży deweloperskiej oraz z osiąganiem dobrych wyników sprzedażowych. Ostatnie działania Spółki w kwestii zmiany terminowej struktury zadłużenia należy z pewnością ocenić pozytywnie. Świadczą one o dobrej współpracy Polnordu z instytucjami finansowymi. Pewnym zagrożeniem dla tego stanu rzeczy jest zwiększanie udziału klientów detalicznych wśród obligatariuszy – w bardziej wymagających czasach prowadzenie rozmów o wydłużeniu terminu zapadalności obligacji uplasowanych w detalu może być trudne. Istotnym czynnikiem ryzyka jest konieczność obsługi kredytu w wysokości ok. 63 mln zł zabezpieczonego na budynku biurowym, który nie generuje żadnego gotówkowego dochodu z najmu.

## Podstawowe wskaźniki na tle podmiotów konkurencyjnych

### Sprzedaż oraz rentowność sprzedaży

W poniższej tabeli przedstawiona została wielkość przychodów ze sprzedaży oraz jej rentowność dla największych publicznych deweloperów mieszkaniowych.

Udział w przychodach (zysku brutto na sprzedaży oraz kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży) został zagregowany dla całego okresu od 2013 r. do 30.09.2015 r.

	Przychody ze sprzedaży			Zysk brutto ze sprzedaży				Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży			
	9M2015	2014	2013	9M2015	2014	2013	Udział	9M2015	2014	2013	Udział
Polnord	185 808	183 188	241 776	36 683	39 755	33 085	17,9%	19 889	26 939	34 705	13,3%
ATAL	182 352	576 756	234 300	51 531	186 199	52 594	29,2%	14 294	18 365	14 204	4,7%
ROBYG*	334 863	409 325	488 083	56 208	72 990	91 330	17,9%	31 492	39 144	32 118	8,3%
DOM	230 295	784 264	676 377	56 454	152 049	157 061	21,6%	47 159	87 167	82 512	12,8%
Ronson	162 597	153 155	207 025	24 033	11 930	42 565	15,0%	18 331	25 101	22 726	12,7%
JWC	172 275	211 884	327 533	39 958	38 249	69 010	20,7%	26 295	32 286	40 838	14,0%
Inpro	133 974	147 732	178 348	37 228	34 241	39 558	24,1%	16 850	21 135	20 269	12,7%

\*wysokość marży brutto na sprzedaży została oszacowana z pominięciem zysku z projektów JV, oszacowanie na podstawie sprawozdań finansowych Grupy ROBYG

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania spółek, obliczenia DM Michael/Ström

W zestawieniu nie uwzględniono takich podmiotów jak LC Corp oraz Vantage Development (ze względu na duży udział przychodów z wynajmu nieruchomości komercyjnych oraz związanych z nimi aktywów) oraz Marvipol (ze względu na duży udział przychodów z segmentu motoryzacyjnego).

Z powyższych danych wynika, że marża brutto na sprzedaży wygenerowana w analizowanym okresie przez Polnord (17,9%) jest nieco niższa od średniej rentowności prezentowanej przez wymienione podmioty konkurencyjne, co wynika głównie z wysokiej wartości księgowej banku ziemi, opisanego we wcześniejszej części opracowania. Z tego powodu nie należy oczekiwać znaczącej poprawy marży brutto – przynajmniej tak długo jak w przychodach będzie rozpoznawana sprzedaż lokali na obecnie posiadanych przez Polnord gruntach.

Udział kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży w przychodach (13,3%) jest poziomem zbliżonym jak w większości analizowanych podmiotów. W tym miejscu należy zaznaczyć, że Polnord od dłuższego czasu systematycznie obniża koszty stałe, aczkolwiek dalsza ich obniżka jest sporym wyzwaniem - utrzymywany duży bank ziemi (jego charakterystyka i możliwości zabudowy zostały opisane wcześniej) generuje wysokie koszty stałe, choćby w postaci podatków od nieruchomości oraz opłat za użytkowanie wieczyste. Koszty sprzedaży są relatywnie wysokie, ponieważ Polnord w procesie komercjalizacji korzysta na dość dużą skalę z usług pośredników, utrzymując jednocześnie własne biura sprzedaży.

## Poziom zadłużenia

Dane na 30.06.2015	Kapitał własny	Dług netto	Sprzedaż <sup>1</sup>	Dług netto/KW	Dług netto /sprzedaż
Polnord	1 072 165	396 882	1 516	0,37	261 796
ATAL	596 835	165 031	1 515	0,28	108 931
ROBYG	508 528	210 582	2 318	0,41	90 846
DOM	817 232	83 806	2 236	0,10	37 480
Ronson	453 151	188 007	804	0,41	233 840
JWC	627 508	360 257	1 481	0,57	243 253
Inpro	208 782	39 036	503	0,19	77 606

<sup>1</sup> liczba sprzedanych lokali w ciągu ostatnich 4 kwartałów (4Q 2014 – 3Q 2015)

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania spółek, obliczenia Michael/Ström

Sensowność analizowania wskaźnika zadłużenia kapitału własnego w przypadku Polnordu najlepiej jest ocenić porównując tę spółkę ze spółką ROBYG. W przypadku obu podmiotów wskaźnik *dług netto/kapitał własny* jest zbliżony i wynosi ok. 0,4. Jednak w przypadku Polnordu wartość księgowa zbudowana jest w znaczącym stopniu przez aktywa trwałe, charakteryzujące się długą rotacją, w związku z czym trudno je uznać za źródło spłaty zadłużenia. W ich skład, poza budynkami biurowymi, wchodzi przede wszystkim grunty zaksięgowane jako nieruchomości inwestycyjne (łączna wartość tej kategorii na dzień 30.09.2015 wyniosła ok. 743 mln zł). Tymczasem nieruchomości inwestycyjne oraz grunty przeznaczone pod zabudowę osiągnęły w spółce ROBYG łączną wartość ok. 190 mln zł.

Analizując poziom zapasów (bieżące projekty w budowie oraz grunty przeznaczone do zabudowy w krótkim terminie) – ich wartość w obu spółkach jest zbliżona i wynosi ok. 540 mln zł. Szybkość rotacji zapasów jest jednak na zupełnie innym poziomie, ponieważ przy ich zbliżonej wartości kontrakcja ROBYGa jest w ostatnich kwartałach ok. 50% większa.

Przedstawione powyżej porównania są jednymi z powodów, dla których dług obu wspomnianych spółek, zdaniem inwestorów, charakteryzuje się obecnie zupełnie innym poziomem ryzyka. Z tych samych powodów ocenę kredytową spółki Polnord należy w większym stopniu oprzeć na relacji długu netto do liczby sprzedawanych lokali niż na statycznej relacji długu netto do kapitału własnego. Wg tej pierwszej miary, dług netto przypadający na jeden lokal sprzedany przez Polnord w ciągu ostatnich 4 kwartałów wynosi ponad 260 tys. zł. Średnia wartość lokalu sprzedanego w okresie 2014-3Q2015, ważona udziałem Polnordu w projektach, wyniosła 242 tys. zł.

Podobnymi wskaźnikami zadłużenia charakteryzuje się spółka Ronson, aczkolwiek w przypadku tego podmiotu średnia wartość lokalu zakontraktowanego w ciągu ostatnich 4 kwartałów jest o ok. 25% wyższa niż w Polnordzie i wynosi ponad 300 tys. zł, przy zadłużeniu netto przypadającym na jeden sprzedany lokal wynoszącym 234 tys. zł. Obie spółki odnotowują zbliżoną marżę brutto na sprzedaży, Ronson ma nieco niższą relację kosztów stałych do przychodów.

#### Ostatnie emisje niezabezpieczonych obligacji deweloperów mieszkaniowych:

Spółka	Kwota emisji	Dzień wykupu	Tenor	Marża
Polnord	50 000 000	2018-06-30	3 lata	3,5%
DOM	100 000 000	2020-06-12	5 lat	1,9%
LC Corp	65 000 000	2020-03-20	5 lat	3,2%
ROBYG (seria L)	60 000 000	2018-10-29	4 lata	3,0%
ROBYG (seria M)	20 000 000	2019-02-06	4 lata	2,8%
Ronson (seria I)	10 000 000	2019-01-25	4 lata	4,0%
Ronson (serie J i K)	20 000 000	2019-04-19	4 lata	3,6%
Vantage seria H	24 530 000	2018-04-16	3 lata	5,0%

Źródło: GPW Catalyst

### Ostatnie emisje zabezpieczonych obligacji deweloperów mieszkaniowych:

Spółka	Kwota emisji	Dzień wykupu	Tenor	Marża
Polnord (seria NS2)	10 500 000	2018-01-27	3 lata	4,05%
Polnord (seria NS3)	34 000 000	2018-02-13	3 lata	4,07%
Vantage (seria I)	10 000 000	2018-05-18	2 lata	4,30%

Źródło: GPW Catalyst

Pod koniec czerwca 2015 r. Polnord wyemitował obligacje 3-letnie na rekordowo niskiej marży, wynoszącej 3,5%, a dodatkowo są to pierwsze od bardzo długiego okresu niezabezpieczone obligacje Spółki. Marża jest zbliżona do tej, którą za obligacje 4-letnie proponowała dwa miesiące wcześniej spółka Ronson. W naszej opinii niższym ryzykiem, nawet przy dłuższym o 1 rok horyzoncie czasowym, charakteryzuje się dług wyemitowany przez spółkę Ronson. Dodatkowo, obligacje tego podmiotu są w zdecydowanej większości obejmowane przez klientów instytucjonalnych, co może pomóc w sytuacji wydłużenia terminów zapadalności. Wśród obligatariuszy Polnordu coraz większy udział mają klienci detaliczni, którzy w znacznej części obejmowali m.in. publiczną emisję czerwcową oraz dwie emisje z początku 2015 r.

Różnica w marży między serią czerwcową a 4-letnimi obligacjami wyemitowanymi również w czerwcu przez spółkę ROBYG wynosi 70bps. i wydaje się niska, biorąc pod uwagę analizę porównawczą obu spółek przedstawioną powyżej.

Wydaje się, że potencjalni inwestorzy powinni zwracać się ku zabezpieczonym obligacjom Polnordu, oczywiście przy założeniu racjonalnego poziomu wskaźnika LTV (stosunek wartości emisji do wartości zabezpieczeń z operatów. Należy zauważyć, że czerwcowe obligacje to obecnie jedyny niezabezpieczone zobowiązanie finansowe Spółki.

---

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Niniejszy materiał:

- sporządzony został tylko i wyłącznie na podstawie publicznie dostępnych danych,
- ma charakter opinii jego autora według stanu wiedzy na dzień sporządzenia i nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej a autor nie ponosi odpowiedzialności za skutki takich decyzji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie koniecznych do oceny jego sytuacji finansowej,
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t.j: Dz. U. 2013 r. Poz. 1422) i jest upowszechniany w celu promocji lub reklamy usług Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.,
- został sporządzony na zlecenie Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, adres: Al. Jerozolimskie 134, 02-305 Warszawa, adres e-mail: [kontakt@michaelstrom.pl](mailto:kontakt@michaelstrom.pl),
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej

Niniejszy materiał nie stanowi:

- analizy inwestycyjnej,
- rekomendacji inwestycyjnej
- porady inwestycyjnej.

Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o. jak i autor na moment sporządzenia niniejszego materiału nie łączy z Polnord S.A. jakkolwiek umowa o świadczenie usług.

Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.

Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Niniejszy materiał nie był zatwierdzany lub w jakikolwiek sposób konsultowany z Komisją Nadzoru Finansowego.