



**REAL ESTATE  
INDEX POLAND**

**RAPORT Q4 2022**

## Szanowni Państwo,

Rok 2022 był przełomowym rokiem dla polskiego rynku nieruchomości mieszkaniowych – skumulowały się skutki inflacji, wojny, napływu uchodźców. Pomimo tej kumulacji – w większości negatywnych – czynników i osłabienia popytu, deweloperzy giełdowi pokazują dobre wyniki finansowe i są w stanie w dalszym ciągu bronić poziomów zysków i marży, jakie pamiętamy z okresu szczytu koniunktury. Czy w 2023 r. wejda równie mocni? Postaramy się to pokazać w naszym raporcie.

Ubiegły rok to przede wszystkim załamanie popytu na mieszkania i reakcja deweloperów – zmniejszenie podaży mieszkań. IV kwartał 2022 r. oraz pierwszy kwartał bieżącego roku przyniósł odbudowę popytu – było to wyraźnie widoczne w wynikach sprzedaży deweloperów giełdowych, jednak liczby pokazujące podaż mieszkań nie wróciły do poziomów z 2021 r. Były to najgorsze dwa kwartały od 2016 r., licząc lokale, których budowę rozpoczęto oraz na które wydano pozwolenia na budowę.

Ta wyrwa w podaży mieszkań będzie jeszcze długo wpływała na rynek. W 2022 r. rozpoczęto budowę 28% mniej lokali niż w 2021 r., pierwsze dwa miesiące 2023 r. pokazują, że ten trend spadkowy się utrzymuje – rozpoczęto budowę 21% mniej lokali niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Skalę spadku podaży pokazują też wydane pozwolenia na budowę – w 2022 r. wydano PnB na 13% mniej lokali mieszkalnych niż w 2021 r. W okresie styczeń-luty 2023 r. spadek – w relacji do stycznia-lutego 2022 r. – był jeszcze silniejszy: wydano PnB na 34% mniej lokali mieszkalnych. Reakcja deweloperów na osłabienie popytu była – jak pokazują powyższe liczby – bardzo mocna, lecz możliwa do przewidzenia. Deweloperzy nie chcieli bronić poziomów sprzedaży, za cel obrali obronę marży – i jak pokazują sprawozdania roczne, cel tej w dużej mierze osiągnęli.

Kilka lat znakomitej koniunktury pozwoliło giełdowym deweloperom wejść w okres dekoniunktury bez wykonywania nerwowych posunięć. Malejące inwestycje znacząco zmniejszyły zadłużenie – delewarowanie to kolejne charakterystyczne zjawisko w branży deweloperskiej w 2022 r.

Rok 2022 to też rok drogiego i trudniej dostępnego pieniądza – i dla deweloperów, i dla nabywców. Nie był to czas na budowanie banków ziemi, nie był to też czas na emisje obligacji. Inwestorzy instytucjonalni doświadczyli rzadko spotykanego odpływu kapitałów, a po początkowej euforii inwestorzy indywidualni, ochocho inwestujący w publiczne oferty obligacji, w drugiej połowie roku odnaleźli inne kierunki inwestowania – stąd też rzadsze i mniejsze oferty publiczne deweloperów w drugiej połowie roku. Na rynku obligacji – w końcu 2022 r. i w pierwszych miesiącach bieżącego roku – zobaczyliśmy na rynku Catalyst wcześniejsze wykupy obligacji, często poniżej wartości nominalnej. Przy dużych redukcjach aktywów funduszy inwestycyjnych, zarządzający często zareagowali na takie propozycje ze strony emitentów z entuzjazmem.

Co dalej z obligacjami deweloperów mieszkaniowych? Druga połowa 2022 r. pokazała, że apetyt inwestorów indywidualnych na publiczne oferty obligacji wyraźnie wygasł – ofert było mniej, wolumeny uległy redukcji. Złożyło się na to parę przyczyn. Po pierwsze, banki, choć z opóźnieniem, zareagowały na inflację i podniosły oprocentowanie lokat. Po drugie, zarządzający funduszami dłużnymi ostrożnie podchodzili do tego typu inwestycji – złożyło się na to wiele przyczyn, między innymi chęć zredukowania udziału obligacji deweloperów w portfelach funduszy. Trzecia przyczyna leżała po stronie podaży – deweloperzy ograniczyli nowe projekty, bardzo mocno ograniczyli zakupy gruntów.

Jak powyższe zdarzenia przełożyły się na ceny mieszkań? Jak prognozowaliśmy wcześniej, nie doszło do spadków cen –

deweloperzy postawili na obronę marż, a nie wolumenów sprzedaży.

W 2022 r. zmieniła się też sytuacja na rynku działek budowlanych pod budownictwo mieszkaniowe. Przed 2022 r. był to rynek, na którym przewagę mieli sprzedający działki – było to widoczne szczególnie w dużych miastach, gdzie deficyt działek z uregulowaną sytuacją planistyczną zaczął wyraźnie – nawet w warunkach doskonałej koniunktury – ograniczać podaż mieszkań. Początek 2022 r. wywarł bardzo duże zmiany na rynku gruntów inwestycyjnych – ceny przestały rosnąć – szczególnie działek z nieuregulowaną sytuacją planistyczną. Można przewidywać, że rok 2023 umocni ten trend.

Co zatem będzie się działo z cenami mieszkań w 2023 r.? Aby spróbować odpowiedzieć na to pytanie, musimy przyrzeć się zjawiskom po stronie popytowej – bo tu działo się w 2022 r. bardzo dużo, a 2023 r. też przyniesie parę kluczowych zmian. Ale zacznijmy od początku: pierwsza była inflacja, która spowodowała zacieśnienie polityki monetarnej i wzrost stóp procentowych. W oczywisty sposób podniosło to koszt kredytów hipotecznych i ogromnie ograniczyło popyt wśród klientów kredytowych. Zaostrzenie polityki kredytowej banków było naturalną tego konsekwencją, która bardzo mocno w kolejnych kwartałach 2022 r. ograniczyła popyt, szczególnie na mniejsze mieszkania. Wybuch wojny zadział dwutorowo – zmniejszył znowu popyt (bo wzrosła niepewność wśród konsumentów), z drugiej strony wywołał niespotykany, niewidoczny od dwóch dekad, wzrost cen najmu, co zachęciło klientów gotówkowych do lokowania aktywów w mieszkania pod wynajem. Skoro już wspomnieliśmy o nabywcach gotówkowych – szczególnie w dużych miastach ta grupa nabywców zaczęła dominować w 2022 r. Można zaryzykować stwierdzenie, że napływ uchodźców z Ukrainy oraz brak ciekawych alternatyw na rynku finansowym uratował ceny mieszkań przed spadkiem.

Co z PRS? Na razie, w 2022 r. fundusze inwestycyjne odgrywały marginalną rolę w ogólnym wolumenie popytu. Oczekujemy jednak, że w dłuższym horyzoncie czasowym, szczególnie w największych miastach (oraz ośrodkach akademickich) nabywcy instytucjonalni będą odgrywać coraz większą rolę. Regulator będzie ograniczał napływ tego rodzaju nabywców na rynek mieszkaniowy, ale migracja do miast (oraz migracje w ogóle) sprawi, przy faktycznej niedostępności kredytów hipotecznych dla dużej grupy konsumentów, że obecność PRS na krajowym rynku mieszkaniowym jest nieuchronna. Oczywiście, także na globalnym rynku finansowym skończyła się era taniego pieniądza – to dotyka też fundusze inwestujące na rynku mieszkaniowym. Przewidujemy, że rynek mieszkań pod wynajem instytucjonalny będzie w Polsce stopniowo rość.

I ostatnia, być może najbardziej znacząca rzecz po stronie popytowej – kredyt 2%. Już sama zapowiedź wprowadzenia tego programu, zdaniem wielu deweloperów, wstrzymała sprzedaż mniejszych lokali. Jest powszechne oczekiwanie, że wdrożenie tego programu będzie kolejnym czynnikiem broniącym poziomu cen.

Podsumowując – rok 2022 r. przyniósł deweloperom mieszkaniowym terapię wstrząsową, jakiej nie zaznali od 2008 r. Ich rozsądna polityka sprzedażowa (oraz nagromadzone przez lata doskonałej koniunktury nadwyżki finansowe) pozwoliły im przejść przez ten kryzys suchą stopą. Perspektywy na rok 2023 r. rysują się znacznie korzystniej, przynajmniej dla deweloperów, na których koncentruje się nasz raport. Zapraszamy zatem do lektury!

## Czy IV kwartał 2022 r. przyniósł dalsze osłabienie podaży?

Po rekordowym roku 2021 r. przez rynek mieszkaniowy przetoczyła się gwałtowna burza. W skrócie rekordy 2021 r.: rekordowa liczba lokali, na które wydano pozwolenia na budowę (341 tys.), rekordowa liczba nowo budowanych lokali (277,4 tys. lokali w rozpoczętych budowach). W roku 2022 r. nastąpiły znaczące spadki w każdym z tych obszarów.

Jak pamiętamy, lekką zadyszka deweloperom przyniósł już ostatni kwartał 2021 r. – ale było to spowodowane narastającymi problemami z dostępnością gruntów w największych miastach. Dały się odczuć pierwsze negatywne skutki inflacji, ale załamanie przyszło dopiero w pierwszym kwartale 2022 r. Kolejne kwartały potwierdziły negatywny trend. Przyjrzyjmy się zatem, co działo się po stronie podażowej w 2022 r. oraz w pierwszych dwóch miesiącach 2023 r.

W 2022 r. wydano pozwolenia na budowę dla 297,9 tys. lokali. Stanowiło to spadek o **12,6%** względem 2021 r. W 6 największych miastach ten spadek był mniejszy (**6,1%**). Mimo wszystko, był to ciągle lepszy wynik niż w latach przed rekordowym 2021 r.: w 2020 r. wydano pozwolenia na budowę 276,2 tys. lokali mieszkalnych. Warto dodać, że 2022 r. był pierwszym rokiem ze spadkiem liczby wydanych PnB od 2013 r. W latach 2014-2021 liczba lokali PnB nieprzerwanie rosła. Do 2017 r. rósł udział lokali z PnB w sześciu największych miastach: w 2017 r. stanowił **28,5%** ogółu lokali z wydanym PnB. Począwszy od 2018 r. coraz większy udział miały lokale poza największymi ośrodkami – w 2022 r. już tylko **20,9%** lokali z wydanym PnB zlokalizowanych było w sześciu największych miastach.

W drugim kwartale 2022 r. widzieliśmy jeszcze wzrost liczby lokali z PnB w porównaniu z poprzednim kwartałem, ale począwszy od III kwartału ubiegłego roku rynek pokazuje już spadki. I tak w drugim kwartale wydano PnB na 93,3 tys. lokali mieszkalnych, w kolejnych kwartałach na 66,2 tys. i 60,5 tys. Dla porównania, w rekordowym drugim kwartale 2022 r. wydano pozwolenia na 93,3 tys. lokali mieszkalnych.

Przechodząc do pierwszych dwóch miesięcy 2023 r., widzimy dalsze mocne spadki. W okresie styczeń-luty 2023 r. wydano pozwolenia na budowę 31,4 tys. lokali mieszkalnych, w porównaniu z 47,8 tys. i 50,7 tys. w analogicznych okresach odpowiednio 2022 r. i 2021 r. Dla okresu styczeń-luty rok 2023 przyniósł najgorszy wynik w tej kategorii od 2016 (wtedy w okresie pierwszych dwóch miesięcy wydano pozwolenia na budowę 25,8 tys. lokali mieszkalnych). W 2022 r. spadki były szczególnie widoczne w sześciu największych miastach – ich udział w IV kwartale spadł do **13,4%**, wobec **19,3%** w drugim kwartale 2022 r.

Spadła liczba lokali z wydanym PnB – a trzeba jeszcze dodać, że często deweloperzy występują o PnB „na zapas”, stąd też liczba lokali z wydanymi pozwoleniami przewyższa liczbę lokali rzeczywiście planowanych do budowy w najbliższym okresie. Nawet bez uwzględnienia tego zjawiska, możemy śmiało

stwierdzić, że te spadki dotyczące wydanych pozwoleń na budowę przełożą się na potężną lukę podażową w następnych latach. Ta luka podażowa będzie szczególnie odczuwalna w największych polskich miastach – to kolejny argument za tym, że ceny w tych miastach powinny co najmniej nie spadać.

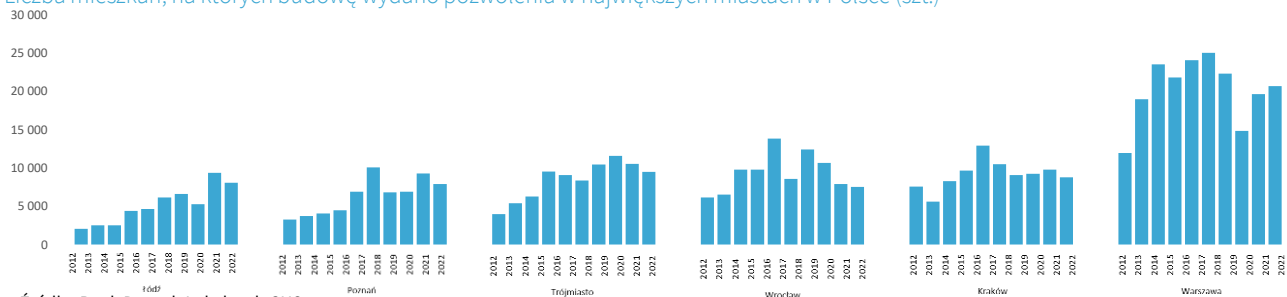
Gdy spojrzymy na liczbę lokali mieszkalnych, których budowę rozpoczęto w 2022 r., widzimy spadek o **27,8%** r/r. W 2022 r. spadki zaczęły się w III kwartale, by w IV kwartale osiągnąć poziom 35,5 tys. lokali – w drugim kwartale rozpoczęto budowę 66,45 tys. lokali mieszkalnych. Porównując IV kwartał 2022 r. do poprzedniego – liczba lokali, których budowę rozpoczęto, zmniejszyła się o **21,1%**, przy czym spadek w sześciu największych miastach był słabszy – o **16,0%**.

Wchodząc w pierwsze dwa miesiące 2023 r., spadki są jeszcze większe. I tak, w okresie styczeń-luty 2023 r. rozpoczęto w Polsce budowę zaledwie 20,3 tys. lokali mieszkalnych – co stanowiło spadek o **31,7%** w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. W rekordowych latach 2020-2021 w tym okresie rozpoczynano budowę odpowiednio 33,8 tys. i 33,5 tys. lokali – spadek w stosunku do tych rekordowych miesięcy wyniósł zatem prawie **40%**. Czy te liczby utrzymają się przez cały 2023 r.? Zapewne na koniec bieżącego roku nie pokażemy czterdziestoprocentowych spadków- kredyt 2% zrobi tu swoje, ale ta luka podażowa nie pozwoli na spadki cen mieszkań. W połączeniu z innymi czynnikami to kolejny argument za tezą, że – przynajmniej w największych ośrodkach ceny wzrosną.

Przejdźmy teraz do lokali oddanych do użytkowania w IV kwartale 2022 r. i pierwszych dwóch miesiącach 2023 r., mając oczywiście na uwadze, że liczby te akumulują w sobie koniunkturę z poprzednich lat. W tej kategorii rok 2022 r. pokazał wzrost (rok do roku) o **1,6%**: w całej Polsce oddano do użytkowania 238,6 tys. lokali. To najwyższa liczba od 1978 r., kiedy oddano do użytku 283,6 tys. lokali mieszkalnych. IV kwartał 2022 r. był najlepszym kwartałem w ubiegłym roku: oddano 71,3 tys. mieszkań, w tym 19 tys. w sześciu największych miastach. Ilość oddanych lokali oddaje nastawienie rynku sprzed paru lat – stąd tak wysoki udział lokali w największych miastach. Pierwsze dwa miesiące 2023 r. przyniosły już lekkie osłabienie: oddano 34,1 tys. lokali mieszkalnych, co stanowiło wynik gorszy o 2,9% w porównaniu z analogicznym okresem roku ubiegłego. Co znaczące, dla dwóch pierwszych miesięcy liczba oddanych do użytkowania lokali spadła (rok do roku) po raz pierwszy od 2015r.

Podsumowując podaż lokali: IV kwartał 2022 r. i pierwsze dwa miesiące bieżącego roku przyniosły kilkudziesięcioprocentową wyrwę w podaży mieszkań – liczoną liczbą lokali, na które wydano pozwolenia na budowę oraz których budowę rozpoczęto. To sytuacja bezprecedensowa przynajmniej od kryzysowego okresu 2008-2009 r. Skutki tej wyrwy będziemy odczuwać jeszcze długo.

Liczba mieszkań, na których budowę wydano pozwolenia w największych miastach w Polsce (szt.)



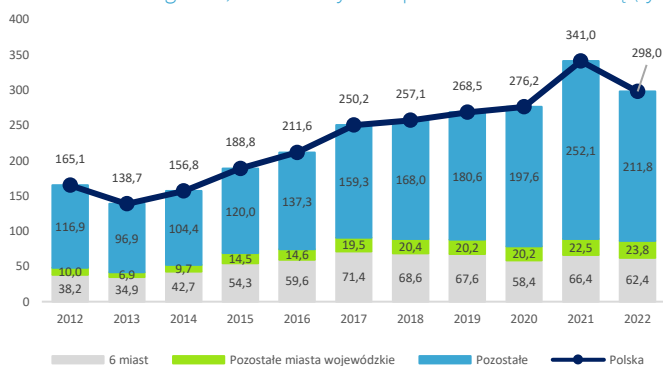
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS



# Rynek mieszkaniowy

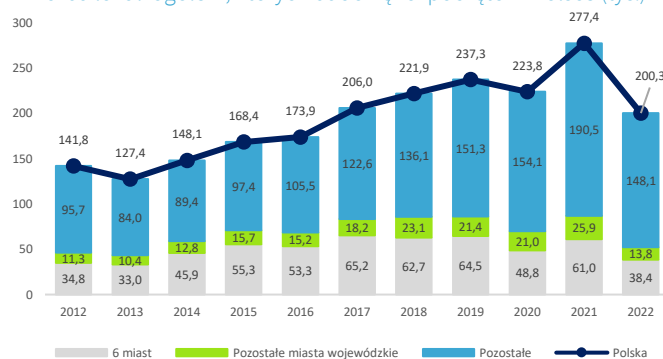
## Gdzie i co się budowało?

Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenie na budowę (tys.)



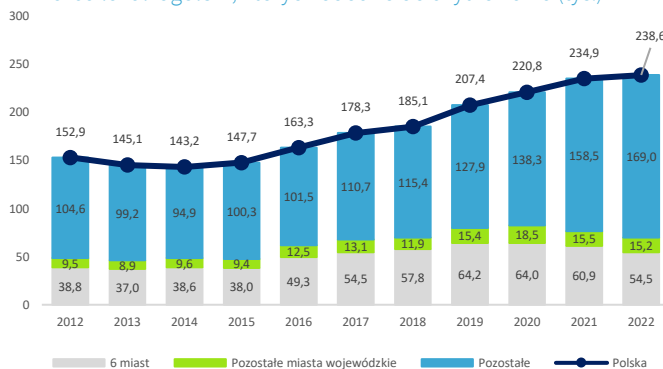
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



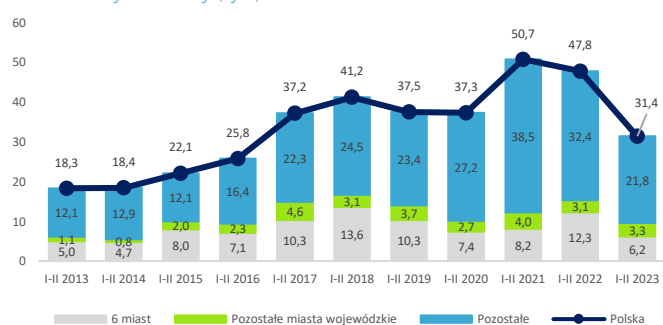
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których oddano do użytkowania (tys.)



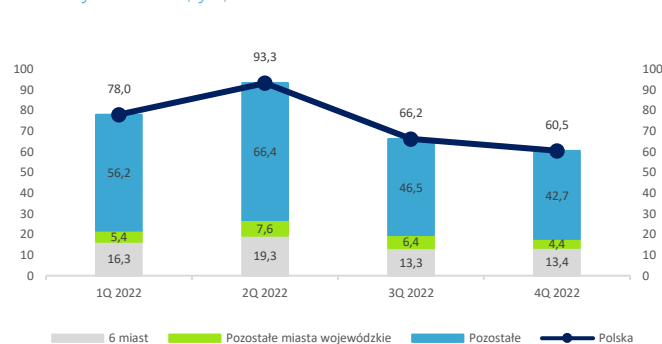
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenie na budowę – okres styczeń-luty (tys.)



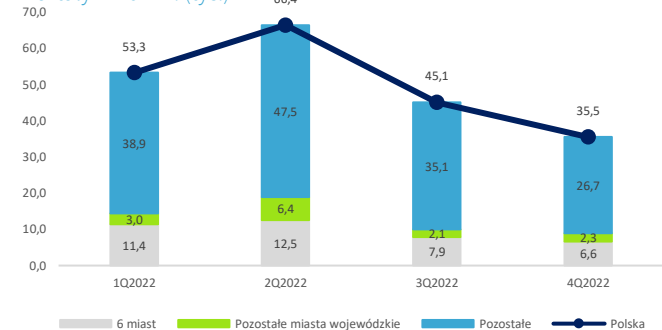
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenia na budowę – kwartały w 2022 r. (tys.)



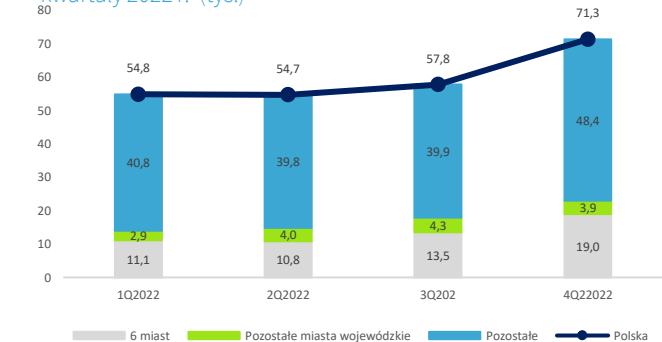
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto – kwartały w 2022 r. (tys.)



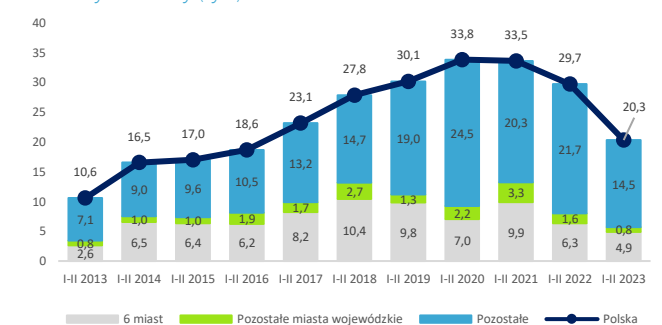
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, które oddano do użytkowania – kwartały 2022 r. (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto – okres styczeń-luty (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

## Gdzie się budowało?

IV kwartał 2022 r. wpisali się w trend widoczny w całym 2022 r.: spadki podaży, spadek udziału lokali w największych miastach, rozlewania się miast. Przejdźmy zatem do głównych trendów, które obserwujemy od paru lat, a które uległy wzmocnieniu w 2022 r.

Po pierwsze, spada udział lokali budowanych w sześciu największych miastach. W latach 2014-2017 ponad **30%** lokali, których budowę rozpoczęto, zlokalizowane było w tych ośrodkach (rekordowo w 2015: **32,8%**). W tym okresie na pozostałe miasta wojewódzkie przypadło ok. **9%** rozpoczynanych lokali. Począwszy od 2018 r., rósł udział lokali, których budowę rozpoczynano poza miastami wojewódzkimi – i tak jeszcze w 2015 r. udział lokali poza miastami wojewódzkimi stanowił **57,8%**, by w 2022 r. wzrosnąć do **74,0%** (dalej liczone ilością lokali, których budowę rozpoczęto). W ubiegłym roku w sześciu największych miastach rozpoczęto budowę **19,2%** lokali (w 2015 r.: **32,8%**), w pozostałych miastach wojewódzkich: **6,9%** (w 2015 r.: **9,3%**), poza miastami wojewódzkimi: **74,0%** (w 2015 r.: **57,85%**).

Patrząc na dynamikę 2022 r. do 2021 r., spadek rozpoczynanych budów (liczonych ilością lokali) najbardziej dotknął Wrocław (spadek o **57,3%**) i Kraków (spadek o **50,7%**). Spadki najmniej dotknęły Trójmiasto: **16,8%**. Warszawa była w środku stawki: spadek o **25,3%**. Warto zaznaczyć, że różnice w dynamice spadków odzwierciedlają specyfikę poszczególnych miast: duże spadki we Wrocławiu i Krakowie nie wynikają z braku zainteresowania kupujących, ale z trudności z dostępem do gruntów. Relatywnie niski spadek w Trójmieście wynika z dużego udziału lokali z przeznaczeniem na wynajem krótkoterminowy, który wydaje się być odporniejszy na spadki koniunktury gospodarczej.

W sześciu największych miastach spadek był silniejszy: **37,1%**, podczas gdy dla całego kraju spadek wyniósł **27,8%**. Co więcej, spadki w największych miastach rozpoczęły się już 2020 r. – rozpoczęto wtedy tam budowę **24%** mniej lokali niż w 2019 r. W tych ośrodkach podaż kurczyła z przyczyn, które wzmiankowaliśmy wcześniej – głównie z powodu ograniczonej podaży gruntów budowlanych. Pod względem liczby lokali, których budowę rozpoczęto, udział sześciu największych miast mała już od 2017 r.: w 2017 r. **31,6%**, w 2022 r.: **19,2%** (w samym IV kwartale 2022 r. już tylko **18,6%**). W liczbach bezwzględnych w sześciu największych miastach rozpoczęto budowę największej ilości lokali w 2019 r.: 64,5 tys., przy 38,4 tys. w 2022 r. W pozostałych miastach wojewódzkich spadki też były widoczne – w 2022 r. rozpoczęto tam budowę 13,8 tys. lokali mieszkalnych, w rekordowym 2021 r.: 25,9 tys. – spadek o **46,7%**. Dla pozostałych miejscowości spadki rok do roku wyniosły **22,2%**.

Patrząc na pierwsze dwa miesiące poszczególnych lat: w sześciu największych miastach w 2023 r. rozpoczęto budowę zaledwie 4,9 tys. lokali, podczas gdy w rekordowych latach 2019 i 2021 odpowiednio 9,8 tys. i 9,9 tys. Mamy zatem do czynienia ze spadkiem rzędu **50%**. W Warszawie spadki rozpoczęły się już od 2019 r.: w rekordowym 2018 r. rozpoczęto budowę 24,2 tys. lokali, w następnym roku 22,2 tys., w następnym roku odnotowano spadek prawie o **50%**: do poziomu 15,2 tys. lokali, a był to przecież rok bardzo dobrej koniunktury. W kryzysowym 2022 r. w Warszawie rozpoczęto budowę zaledwie 13,5 tys. lokali – zaledwie **55%** rekordowego poziomu z 2018 r.

W Warszawie zogniskowały się zjawiska widoczne w różnym natężeniu w pozostałych pięciu największych ośrodkach: trudna dostępność gruntów o uregulowanej sytuacji planistycznej, bardzo wysokie ceny działek, długotrwałe procedury administracyjne, ostra walka konkurencyjna pomiędzy największymi deweloperami, nietransparentny rynek działek budowlanych. To wszystko stopniowo owocowało zjawiskiem rozlewania się miasta (*city sprawl*) na okoliczne powiaty (w przypadku Warszawy – nawet dalej). Przyjrzyjmy się zatem temu zjawisku na przykładzie Warszawy oraz 6 największych miast. Wszystkie liczby odnoszą się tu do ilości lokali, których budowę rozpoczęto.

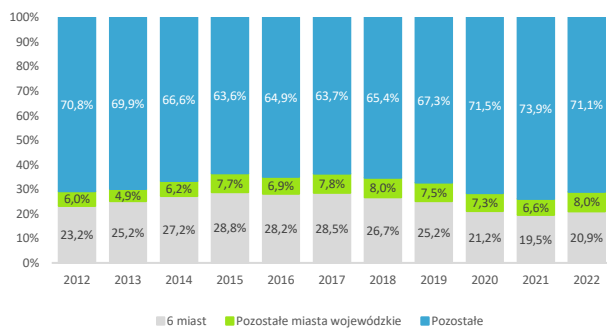
Jak pokazaliśmy wcześniej, w Warszawie ilość rozpoczynanych lokali spadała od 2019 r. – ale w okolicznych powiatach ilość nowo budowanych lokali rosła konsekwentnie od 2016 r. (Warszawa: 22,tys., okoliczne powiaty: 7,9 tys.) aż do 2021 (Warszawa: 18,0 tys. lokali, okoliczne powiaty: 16,2 tys.). W ciągu pięciu kolejnych lat ilość nowo budowanych lokali w powiatach otaczających Warszawę wzrosła dwukrotnie, podczas gdy w samej Warszawie spadła o **18%**. Od 2021 r. liczba nowobudowanych lokali w Warszawie i okolicznych powiatach prawie się zrównała. Rok 2022 przyniósł oczywiście też wyhamowanie nowo rozpoczynanych budów w powiatach otaczających Warszawę (12,4 tys. wobec 16,2 tys.) ale relacja wygląda identycznie (lokale w okolicznych powiatach stanowią **90%** ilości rozpoczynanych lokali w samej Warszawie). W żadnym innym dużym mieście rozlewania się miasta, liczone takim stosunkiem, nie osiągnęło miary warszawskiej. W sześciu największych miastach (wliczając Warszawę) w 2022 r. relacja ta w 2014 r. wynosiła 24% i od tego czasu rok po roku konsekwentnie rosła, osiągając w 2022 r. poziom **53%**.

W samym 2022 r. dla rynku warszawskiego spadki nowo budowanych lokali w powiatach otaczających Warszawę były silniejsze (spadek o **27,5%** porównując do pierwszego kwartału 2022 r.) niż dla samej Warszawy (spadek o **19,5%** odpowiednio). Deweloperzy działający na rynkach domów jednorodzinnych i segmentów w powiatach otaczających Warszawę odczuli spadek popytu, po części wynikający z obaw o koszty energii i rosnącymi problemami z dojazdami do Warszawy. Długoletni trend ekspansji budownictwa mieszkalnego, w tym wielorodzinnego na sąsiednie powiaty nie powinien się jednak zatrzymać, zważywszy dodatkowo fakt, że wiele gmin sąsiadujących z Warszawą ma lepszą sytuację planistyczną (w zakresie uchwalonych MPZP) niż Warszawa. Grunty tam są po prostu znacząco tańsze, a postępowania administracyjne szybsze.

Zjawiska, o których wspomnieliśmy powyżej, przełożą się na ceny w największych miastach. Spadki nowych inwestycji w największych miastach, widoczne od 2020 r., będą miały bardzo duże przełożenie na podaż lokali w najbliższych paru latach. Kilkudziesięcioprocentowa wyrwa w podaży, utrzymująca się przez 3-4 lata, będzie miała decydujący wpływ na co najmniej utrzymanie, a może nawet na wzrost cen lokali w tych miastach.

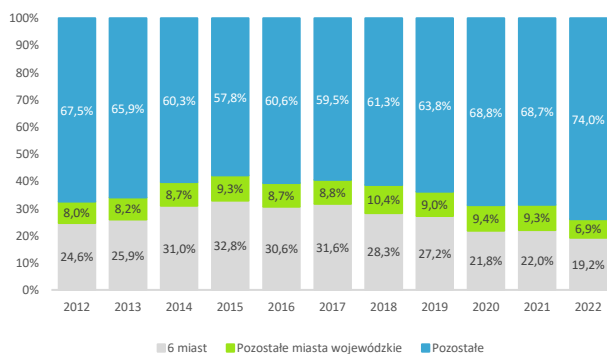
## Gdzie i co się budowało?

Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenie na budowę (%)



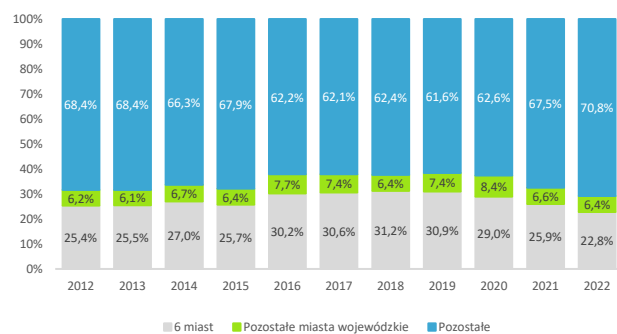
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



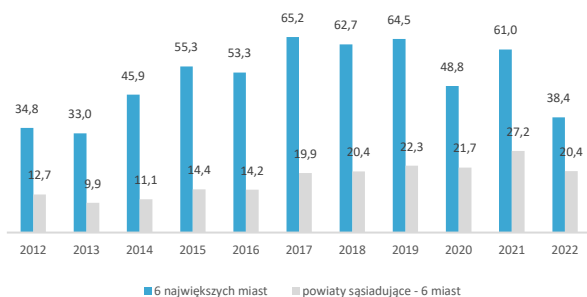
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których oddano do użytkowania (%)



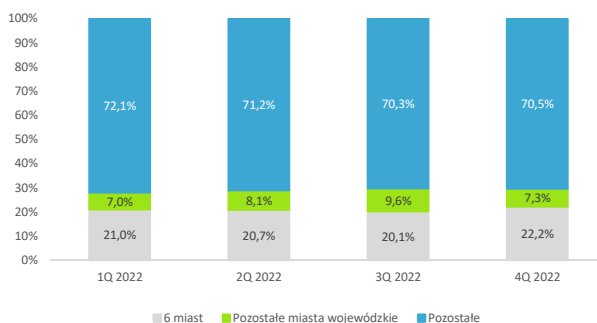
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto: największe 6 miast i otaczające je powiaty (tys.)



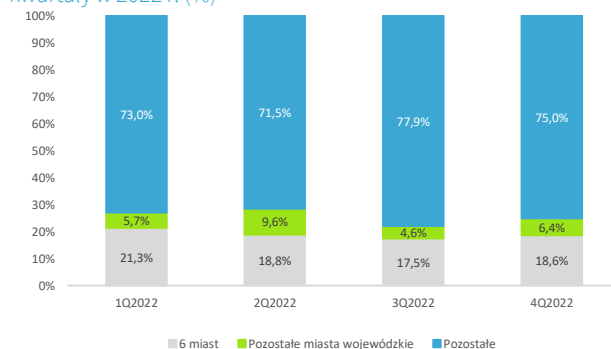
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenia na budowę – kwartały w 2022 r. (%)



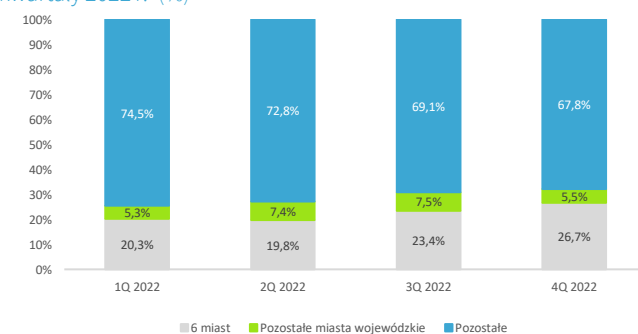
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto – kwartały w 2022 r. (%)



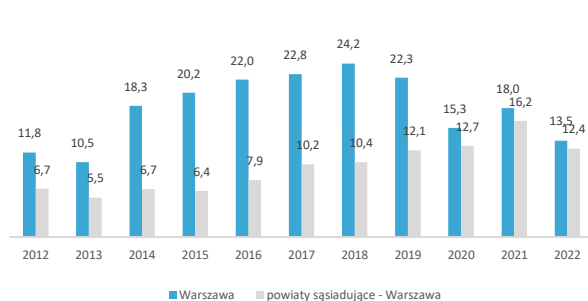
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, które oddano do użytkowania – kwartały 2022 r. (%)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto: Warszawa i otaczające ją powiaty (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

# Rynek mieszkaniowy

## Zahamowanie wzrostu cen w IV kwartale?

Ostatni kwartał 2022 r. przyniósł – po raz pierwszy od 2017 r. – spadek (względem poprzedniego kwartału) cen transakcyjnych mieszkań w sześciu największych miastach (analiza cenowa będzie się odnosiła do Warszawy, Gdańska, Krakowa, Poznania, Wrocławia i Łodzi). Spadek był raczej symboliczny – o **2,1%** ale po 22 kwartałach nieprzerwanych wzrostów ten fakt zmusza do zadania pytania – czy to początek trendu, czy tylko skumulowanie się w jednym kwartale wszystkich niekorzystnych zjawisk z 2022 r.?

Dodajmy jeszcze – jeżeli chcemy badać trendy – że ostatni rok, kiedy w dwóch kolejnych kwartałach odnotowano spadki cen, to rok 2014 (a były to spadki o **0,4%** i **0,9%**). Po tym roku kwartalne spadki cen pojawiły się już tylko dwa razy (w 2016 r., 2017 r. i w pierwszym kwartale 2020 r. – wybuch pandemii). Tym bardziej ten kwartalny spadek w końcówce 2022 r. skłania do wielu pytań o kondycję rynku mieszkaniowego.

W poszczególnych miastach dynamiki kwartalne dość istotnie różniły się między sobą. Mamy dwa zaskakujące spadki: spadek cen transakcyjnych w Gdańsku – spadek znaczący, bo o **7,7%** w porównaniu do III kwartału 2022 r., oraz w Krakowie: o **4,2%**. Oba spadki w warunkach rocznych (lekki) spadków podaży lokali oddanych do użytkowania w tych miastach. Może to pokazywać, że potencjał wzrostowy na tych rynkach się wyczerpuje. W Warszawie, Poznaniu i Wrocławiu mieliśmy spadki poniżej **1%**, w Łodzi symboliczny wzrost o **0,5%**.

Dynamika cen w ujęciu rocznym była – co zaskakujące – dodatnia i wyniosła **8,8%**. Rok 2022 okazał się – wbrew początkowym obawom (lub nadziejom - w zależności od punktu widzenia) dziesiątym kolejnym rokiem wzrostów cen mieszkań w największych miastach Polski (liczonym rok do roku). Ten fenomen – wzrost cen w warunkach ostrego spadku koniunktury – świadczy o potencjale finansowym deweloperów mieszkaniowych: zasoby z lat koniunktury pozwoliły im wygrać walkę o utrzymanie marż i uniknąć wymuszonych ruchów po stronie sprzedaży w celu utrzymania płynności finansowej. Patrząc na kondycję finansową deweloperów, należy przewidywać, że także w 2023 r. priorytetem dla nich – a przynajmniej dla największych z nich, a przecież tacy dominują w analizowanych miastach – będzie utrzymanie marży, a nie wolumenów sprzedaży.

Dodatkowo: problemy z podażą gruntów inwestycyjnych w największych miastach nie znikną w 2023 r. – stoi za nim wiele systemowych przyczyn. Kolejnym czynnikiem po stronie podażowej jest wzrost kosztów finansowania działalności deweloperskiej w 2022 r. Finansowanie zakupów działek za pomocą emisji obligacji stało się w 2022 r. drogie i przede wszystkim trudno dostępne. Poza największymi deweloperami pozostali gracze na rynku mogli się zwrócić do rosnących w siłę – ale mających swoje wymagania cenowe – funduszy private debt.

Po stronie podażowej mamy zatem mocne przesłanki za utrzymaniem – a może nawet wzrostem – cen w największych miastach.

Jeszcze więcej działa się w 2022 r. po stronie popytowej. Zjawiska po stronie popytowej często oddziaływały na ceny w przeciwnych kierunkach, zmieniały się w trakcie burzliwego ubiegłego roku, nie wszystkie muszą się utrzymać też w 2023 r. – przynajmniej z porównywalną siłą.

Jednym z głównych czynników napędzających popyt na mieszkania w Polsce był kredyt hipoteczny. Ten czynnik otrzymał w ubiegłym roku szereg mocnych ciosów: inflacja zwiększyła dramatycznie wysokość odsetek, rekomendacja S (obowiązująca od kwietnia 2022 r.) drastycznie podwyższyła wymogi przy udzielaniu takich kredytów, inflacja uderzyła w portfele potencjalnych kredytobiorców i nabywców mieszkań. Pierwsze

trzy kwartały zmroziły rynek kredytów hipotecznych – polityki kredytowe głównych banków także uległy zacieśnieniu. Jednak IV kwartał przyniósł – na razie bardzo delikatnie – rozluźnienie polityki kredytowej banków. Oczekujemy, że ten trend się utrzyma i klient kredytowy w 2023 r. wróci na rynek mieszkaniowy, nawet bez programu Bezpieczny Kredyt 2%.

Rządowy program – z uwagi na swoje założone ograniczenia – nie wpłynie na całość rynku, lecz doprowadzi do istotnych przegrupowań po stronie podaży. Obserwując deweloperów mieszkaniowych oraz inwestorów finansujących projekty deweloperskie można było zauważyć preferowanie projektów z górnej półki cenowej. Należy oczekiwać, że kredyt 2% przeniesie środek ciężkości na mieszkania z segmentu budżetowego. Może też doprowadzić do mocnego rozwarcia nożyc cenowych pomiędzy segmentem budżetowym – gdzie dominować będą klienci kredytowi – a segmentem premium, gdzie przewagę będą mieli klienci gotówkowi.

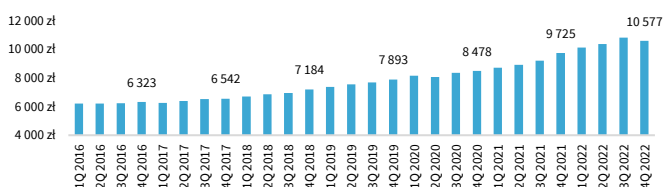
Drugi czynnik popytowy – wzrost czynszów – stracił swoją dynamikę w IV kwartale ubiegłego roku. Warto jednak pamiętać o trzech kwestiach – czynsze w największych miastach zaczęły rosnąć w 2022 r. po około dwóch dekadach spadków, wzrost czynszów miał głównie charakter egzogeniczny (uchodźcy z Ukrainy) a rentowność najmu (analizując stawki w Warszawie) jest dalej niższa niż w latach dziewięćdziesiątych. Obecne – relatywnie wysokie – poziomy czynszów są zagrożone przez dwa czynniki: wejście (na dużą skalę) PRS na krajowy rynek i liberalizację przepisów w zakresie ochrony lokatora, co może uwolnić duży zasób mieszkań. Faktyczny potencjał mieszkań do uwolnienia dla rynku najmu pozostaje jednak ciemną liczbą.

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



- Średnia cena transakcyjna 1 m<sup>2</sup> mieszkania w IV kw. 2022 r.
- Procentowa zmiana 4Q 2022/3Q 2022 r.
- Procentowa zmiana 4Q 2022/4Q 2021 r.

## Średnie ceny transakcyjne 1m<sup>2</sup> mieszkania w największych miastach [zł]



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

# Otoczenie makroekonomiczne

## Pierwsze oznaki ożywienia na rynku kredytów hipotecznych

Inflacja oraz cykl podwyżek stóp procentowych wyhamował w IV kwartale, ale rynek kredytów hipotecznych ciągle się kurczył – był to czwarty kolejny kwartał, w którym zmniejszeniu uległa zarówno liczba, jak i wartość nowo udzielonych kredytów hipotecznych. Porównując ostatni kwartał 2022 r. z analogicznym okresem poprzedniego roku zobaczymy ogromne spadki: wartość nowo udzielonych kredytów spadła o **72%**, a ilość o **70%**. Spadki kwartalne też były wysokie: **12%** spadek wartości udzielonych kredytów w porównaniu do III kwartału 2022 r.

Pomimo stabilizacji stóp bazowych i lekkiego odbudowania popytu na mieszkania rynek kredytów hipotecznych jest daleki do powrotu do stanu sprzed 2022 r. Powstaje nawet pytanie, czy w dającej się przewidzieć przyszłości wróci na ścieżkę, którą kroczył nieprzerwanie od 2009 do 2021 r. Inflacja zmniejszyła – pomimo wzrostu płac – realne dochody gospodarstw domowych, szczególnie tych spoza ogólnie nakreślonego grona „klientów gotówkowych” deweloperów.

Od strony podażowej, zarówno w całym 2022 r., jak i w ostatnim kwartale, przeważały tendencje negatywne – zarówno w obszarze regulacyjnym, jak i polityki kredytowej banków komercyjnych.

Ogromny wpływ na rynek kredytowy miało zalecenie NBP z lutego 2022 r. dla banków, dotyczące stosowania w ocenie ryzyka założenia o możliwym wzroście stopy procentowej o 5 pkt. proc. – to pozornie niewielkie zalecenie dotyczące stosowania rekomendacji S spowodowało bardzo mocne zaostrożenie metod oceny potencjalnych kredytobiorców. W rezultacie przez sito oceny ryzyka od lutego ubiegłego roku mogło przecisnąć się znacznie mniej klientów. W lutym 2023 r. NBP zaleciło do powrotu do pierwotnego poziomu zakładanego wzrostu o 2,5 pkt. proc. – to z pewnością da impuls do wzrostu wartości nowych kredytów hipotecznych.

Ale rynek kredytów hipotecznych to nie tylko zalecenia regulatora i poziomy stóp bazowych – niezmiernie ważne jest nastawienie banków komercyjnych – i też IV kwartał 2022 r. nie przyniósł istotnych zmian. Zgodnie z raportem NBP „Sytuacja na rynku kredytowym” banki komercyjne utrzymały dotychczasowe, zaostrożone z początkiem ubiegłego roku, kryteria przyznawania

kredytów mieszkaniowych. Co więcej, z uwagi na obserwowane pogorszenie się sytuacji finansowej gospodarstw domowych banki podniosły marże dla kredytów z większym ryzykiem. Pierwszy kwartał 2023 r. nie przyniósł w polityce banków komercyjnych istotnych zmian – wprowadzie lekko poluzowano kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych, ale jednocześnie podniesiono marże kredytową.

Odmienne niż strona podażowa, strona popytowa w końcu 2022 r. wysłała bardziej optymistyczne sygnały. Wg danych BIK (BIK Indeks – Popytu na Kredyty Mieszkaniowe), popyt mierzony wartością wnioskowanych kredytów mieszkaniowych, po okresie spadków (kwiecień-sierpień), we wrześniu wszedł na ścieżkę wzrostową, z wyraźnym odbiciem w górę w pierwszych dwóch miesiącach 2023 r. Dalej wartość zapytań jest daleka do rekordowych poziomów z roku 2021 r.

Co ważne, kredyty mieszkaniowe to jedyna kategoria kredytów dla klientów detalicznych, która skurczyła się tak mocno w 2022 r. (spadek o 72%). Dla porównania, zgodnie z danymi BIK, dynamika sprzedaży kredytów ratalnych wyniosła **-7,6%**, kredytów gotówkowych **-1,6%**, a kredytów na kartach kredytowych **-4,2%**.

Kluczowym wydarzeniem na rynku kredytów hipotecznych w 2023 r. będzie wdrożenie rządowego programu Bezpieczny Kredyt 2%. Już sama zapowiedź, zdaniem niektórych deweloperów, wpłynęła na zahamowanie sprzedaży tańszych lokali. Należy zatem oczekiwać bardzo dużego impulsu popytowego po wdrożeniu tego programu. Program – z uwagi na wbudowane ograniczenia kwoty kredytu – zwiększy popyt na mieszkania poza największymi miastami. Tym samy wzmocni się, widoczny od paru lat, trend przesuwania się popytu na lokale poza największe miasta. W dużych miastach nabywcy zasilani kredytem 2% będą – w segmencie lokali budżetowych – konkurowali z podmiotami inwestującymi w mieszkania pod wynajem.

Niewątpliwie program Bezpieczny Kredyt 2% przemodeluje zarówno rynek kredytowy, jak i strukturę popytu na mieszkania. Dalej jest to jednak impuls po stronie popytowej, brakuje mocnych impulsów po stronie podażowej.

### Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w okresie 2016 – 2022

Rok	Wartość (mln zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2015	39,3	6,8%	181 325	4,2%	216,8	2,5%
2016	39,5	0,4%	178 409	-1,6%	221,4	2,1%
2017	44,6	12,9%	190 634	6,9%	233,8	5,6%
2018	53,9	20,8%	212 596	11,5%	253,3	8,3%
2019	62,6	16,3%	225 073	5,9%	278,3	9,9%
2020	60,7	-3,1%	204 170	-9,3%	297,2	5,1%
2021	85,8	41,4%	256 456	25,6%	334,4	12,5%
2020	16,4	16,2%	53 756	10,2%	305,7	5,5%
1Q 2021	17,9	9,2%	57 172	6,4%	313,8	2,6%
2Q 2021	22,1	23,4%	67 013	17,2%	330,3	5,3%
3Q 2021	23,2	4,9%	68 353	2,0%	339,8	2,9%
4Q 2021	22,5	-3,3%	63 918	-6,5%	351,3	3,4%
1Q 2022	16,9	-24,6%	47 767	-25,3%	354,5	0,9%
2Q 2022	13,5	-20,1%	38 398	-19,6%	352,5	-0,6%
3Q 2022	7,0	-48,2%	21 218	-44,7%	330,2	-6,3%
4Q 2022	6,169	-12,0%	18 932	-10,8%	325,9	-1,3%

Źródło: Raport AMRON-SARFiN 4/2022.



# Otoczenie makroekonomiczne

## Silny rynek pracy

W IV kwartale 2023 r. rynek pracy pozostawał w bardzo dobrej kondycji. Stopa bezrobocia w grudniu była równa **5,1%** - dla grudnia był to poziom równy grudniowi 2019 r. - najniższy poziom dla grudnia od początku 1990 r. i drugi najlepszy miesięczny odczyt (też od 1990 r.) - tylko 0,1 pkt. proc. dzieli ten wynik od najlepszego odczytu z października 2019 r.

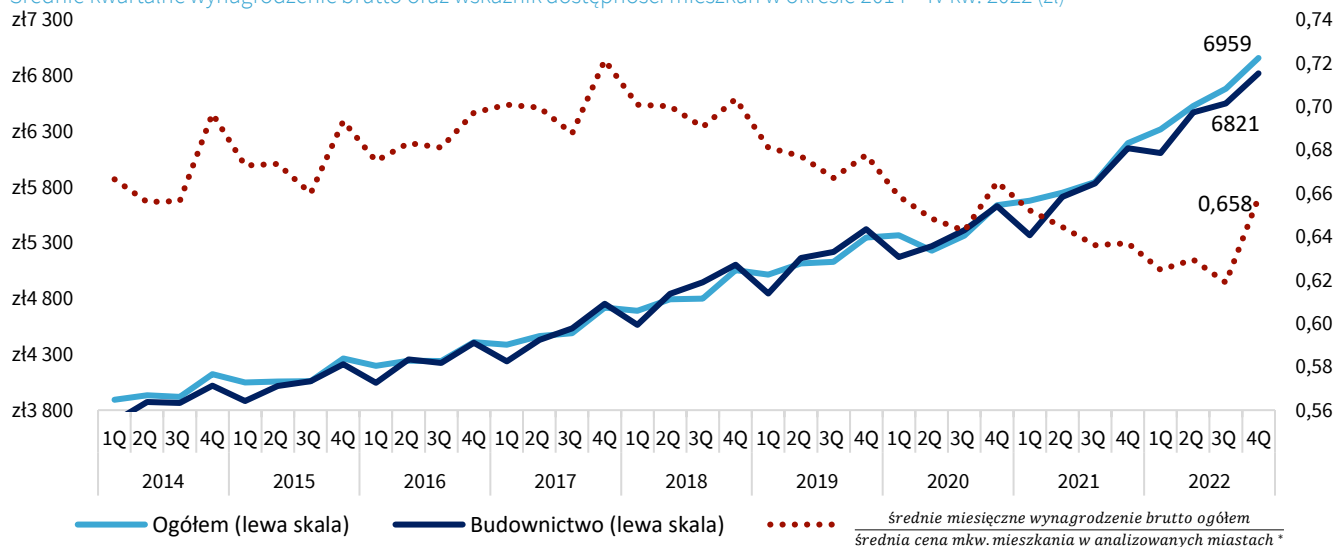
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło na koniec IV kwartału 6,8 mln - wzrost o **2,0%** rok do roku. Zatrudnienie w budownictwie - pomimo generalnie kryzysowych wydarzeń - wyniosło 461 tys. - co stanowiło wzrost o **1,0%** w porównaniu z IV kw. 2021 r. Zatrudnienie w budownictwie pozostaje praktycznie na tym samym poziomie od 2019 r. Nie sprawdziły się pesymistyczne prognozy o masowym odpływie pracowników z Ukrainy.

Wzrost wynagrodzeń w IV kwartale pozostał w tyle za inflacją, podobnie jak w poprzednich kwartałach. Średnie wynagrodzenie na koniec grudnia 2022 r. wzrosło (rok do roku) o **12,3%**, w

sektorze budowlanym wzrost był słabszy: **10,9%**. W samym IV kwartale płace w tych sektorach wzrosły odpowiednio o **4,12%** i **4,13%** - była to dynamika wyższa niż wskaźnik inflacji za ten okres: **3,6%**.

Wzrosty wynagrodzeń i lekki spadek cen w największych miastach przełożył się na poprawę - pierwszą istotną od IV kwartału 2020 r. - wskaźnika dostępności mieszkań (stosunek średniego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw do średniej ceny transakcyjnej 1 mkw. mieszkania w największych miastach Polski). Liczona tym wskaźnikiem dostępność spada od początku 2018 r. Pozostaje zatem poczekać, czy poprawa w jednym kwartale przełoży się na trwałą zmianę trendu. Ciągłe jednak tak liczona dostępność mieszkań jest lepsza niż ta przed kryzysem 2008 r. Dostępności mieszkań nie można rozpatrywać tylko w kontekście tego wskaźnika, ważna jest też dostępność i cena kredytu hipotecznego.

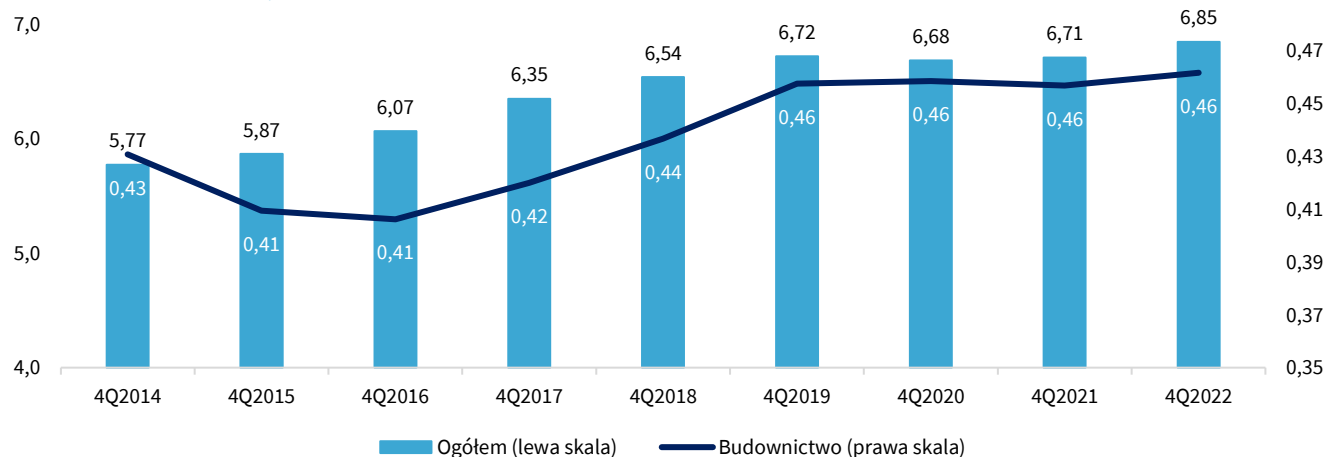
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto oraz wskaźnik dostępności mieszkań w okresie 2014 - IV kw. 2022 (zł)



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

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS

Zatrudnienie\* w sektorze przedsiębiorstw w Polsce 2014-2022 (dane w mln)



\* - średnia arytmetyczna zatrudnienia w danym kwartale

Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

# Sprzedaż lokali

## Kolejny wzrostowy kwartał

Grupa deweloperów, których ujmujemy w naszym zestawieniu sprzedała w 1Q 2023 r. 4 054 lokali, w porównaniu do 3 403 mieszkań kwartał wcześniej i 4 162 w tym samym okresie ubiegłego roku, co stanowi wzrost o **19,1%** q/q i spadek o **2,6%** r/r. Był to drugi z rzędu wzrostowy kwartał deweloperów po bardzo słabym 2022 r. W poprzedniej edycji raportu zastanawialiśmy się czy jest to koniec spadków sprzedaży... Wiemy już, że w zasadzie od początku wojny na Ukrainie deweloperzy próbowali ratować sprzedaż m.in. poprzez korzystniejszy harmonogram płatności dla klientów (system 10/90), czy stosowane promocje.

Jeśli spojrzymy na sprzedaż jak i zainteresowanie potencjalnych nabywców nowym mieszkaniem to możemy stwierdzić, że pierwszy kwartał 2023 r. przyniósł ożywienie na rynku pierwotnym. Sprzyja temu stabilizacja otoczenia makroekonomicznego (spadek oprocentowania kredytów, dobre dane z rynku pracy), a ponadto m.in. nowe zalecenia wydane przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz zbliżający się program rządowych dot. preferencyjnego kredytu. Jeśli chodzi o ten ostatni czynnik to wyrażamy pogląd, że wskutek niskiej podaży nieruchomości wzrosną ich ceny, stąd część osób (m.in. kupująca mieszkania inwestycyjnie czy osoby które planują zmienić mieszkanie ale nie kwalifikują się do programu) zdecydowała się na transakcje już teraz.

Spoglądając na wyniki sprzedażowe deweloperów na przestrzeni kilkunastu poprzednich kwartałów, dojdziemy do wniosku, że branża zdołała znaleźć nabywców na niespełna **10%** mniej lokali niż średnia kwartalna z ostatnich kilku lat. Sprzedaż zbliżyła się do kilkuletniej średniej i stoimy na stanowisku, że drugi kwartał powinien wyglądać podobnie. Większej sprzedaży natomiast można spodziewać się w drugiej połowie roku. Szacunki rządu wskazują, że banki mogą udzielić 40-50 tys. preferencyjnych kredytów rocznie, co stanowi około **20%** w relacji do liczby kredytów udzielanych przed kryzysowym 2022 r.

Oferta deweloperów nadal pozostaje wysoka, więc jest to dobra baza na odbudowujący się rynek mieszkaniowy. Przypominamy,

że gwałtowny wzrost oferty na koniec 2Q 2022 r. był związany z wejściem nowych przepisów dot. ustawy deweloperskiej, a obecnie deweloperzy mogą to przekuć w zwiększoną sprzedaż. W grupie obserwowanych przez nas spółek oferta zwiększyła się z poziomu 11,4 tys. mieszkań do 19,8 tys. lokali na koniec czerwca 2022 r., po czym spadła do ok. 16,9 tys. jednostek na koniec grudnia ubiegłego roku.

Cały czas niezasypana pozostaje luka mieszkaniowa w Polsce, której nie sposób zredukować w kilka lat. Ponadto, w dalszym ciągu trwa proces migracji ludności do większych miast, który w naturalny sposób wspiera popyt, a z chwilą wybuchu wojny pojawił się też nowy czynnik. Osoby przebywające w Polsce potrzebują powierzchni mieszkalnej, co widać po stawkach najmu, które w ubiegłym roku wzrosły o ok. **30%** i zatrzymały się obecnie na relatywnie wysokich poziomach. Nie wkraczając zbyt daleko w dyskusję nt. tego jaki procent z tych osób zostanie w Polsce na stałe, sytuacja przynajmniej krótkoterminowo jest korzystna dla wynajmujących. My uważamy, że zmiana nie jest trwała, a większość osób, które przyjechały wróci do Ukrainy, albo skieruje się do innych krajów UE.

Jeśli chodzi o segment rynku PRS to w naszych danych dotyczących sprzedaży, co do zasady uwzględniamy sprzedaż do klienta detalicznego (wyjątkiem był np. Marvipol w 4Q 2020 r.), Ten czynnik będzie jednak nabierał w kolejnych latach stopniowego znaczenia. Warto tu wspomnieć o Echo Investment, które najem instytucjonalny traktuje jako oddzielny segment działalności Robygu, który został przejęty przez TAGImmobilien, czy Develii której sprzedaż do segmentu PRS jest jednym z elementów strategii, a także o Dom Development, który w grudniu ubiegłego roku sfinalizował pierwszą transakcję z inwestorem z rynku PRS i wybuduje mieszkania na wynajem na warszawskim Bemowie. Spodziewamy się dalszego rozwoju segmentu najmu instytucjonalnego w Polsce, który z punktu widzenia deweloperów może pełnić rolę pewnego bezpiecznika w niepewnym otoczeniu wysokich stóp procentowych.

Łączna sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2019 – 1Q 2023 r.

Łączna sprzedaż lokali analizowanych deweloperów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Sprzedaż lokali

## Wiosna zapukała do deweloperów

Na poziomie poszczególnych spółek niemal wszystkie z nich odnotowały sprzedaż lepszą niż w poprzednim kwartale. Najwyższą dynamikę sprzedaży odnotował Marvipol gdzie kontrakcja kwartalna wyniosła 107 lokali (**94,5%** q/q). Dynamika robi wrażenie, jednak należy pamiętać o niskiej bazie na poziomie 55 sprzedanych mieszkań w 4Q 2022 r. Na drugim miejscu znalazł się Archicom (**+56,6%** q/q) z 285 sprzedanymi mieszkaniami a podium, pod względem dynamiki, zamyka Ronson (**+54,9%** q/q). Ten ostatni deweloper celuje w sprzedaż na poziomie 700 jednostek w br., w porównaniu do 442 sprzedanych lokali w ubiegłym roku.

Podobnie jak w ubiegłym kwartale, JHM Development zanotował sprzedaż poniżej 100 lokali (72 sprzedane mieszkania). Sprzedaż poniżej 100 lokali zanotował również Echo Investment (nie wliczając sprzedaży Archicomu), który sprzedał samodzielnie 89 mieszkań.

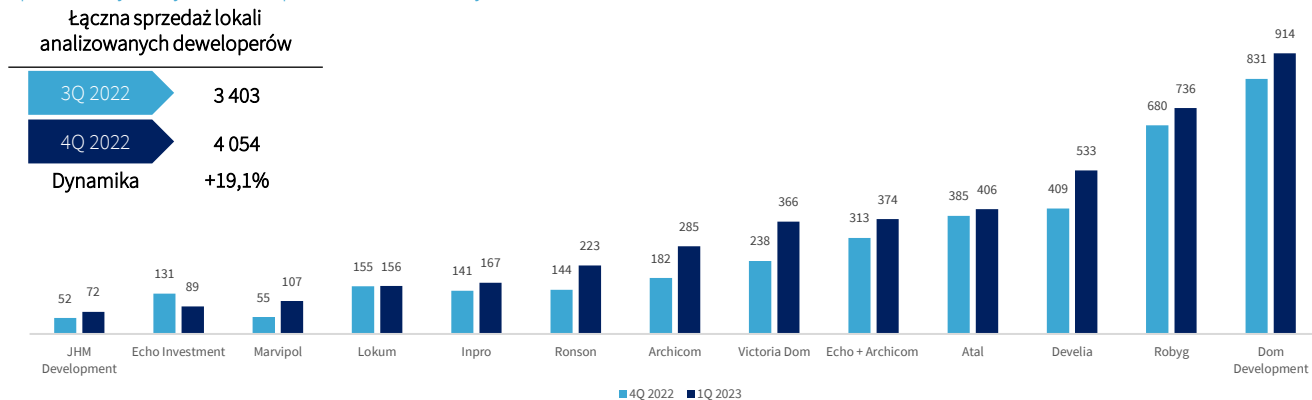
Spoglądając na ofertę deweloperów można zauważyć, że ich oferta jest wyraźnie wyższa aniżeli w analogicznym okresie ubiegłego roku, jednak nieco skromniejsza porównując do 3Q 2022 r. Przypominamy, że do końca czerwca 2022 r. nie obowiązywały jeszcze przepisy nowej ustawy deweloperskiej, a zatem zakup mieszkania do końca I półrocza realizowany był na starych zasadach. Tym samym deweloperzy wzbogacili swoje oferty by realizować sprzedaż przed wejściem w życie nowej ustawy i obecnie jest ona stopniowo wyprzedawana. Spodziewamy się, że w najbliższych kwartałach deweloperzy, mając na uwadze przepisy o preferencyjnym kredycie, który ma wejść w życie 1 lipca br., wzbożą swoją ofertę.

Wielu deweloperów wstrzymuje się z publikacją celów

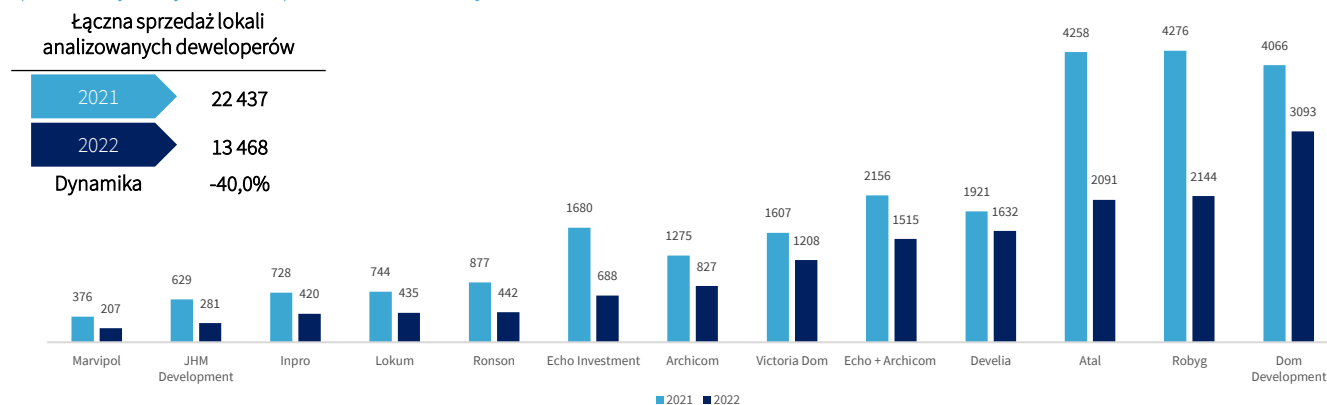
sprzedażowych. Te podmioty, które to uczyniły przeważnie są ostrożne (w ubiegłym roku obserwowaliśmy obniżanie celów sprzedażowych). Z tych, którzy opublikowali cele, podobnego roku pod względem sprzedaży spodziewa się Atal i Develia. Zdecydowanie duże nadzieje w obecnym roku pod względem dynamiki pokłada Lokum Deweloper (cel sprzedaży podobny do wyników sprzedaży w 2021 r.), Ronson, Echo Investment, Victoria Dom i Robyg.

Deweloper	Cel w 2023 r.	Sprzedaż w 2022 r.	r/r
Archicom	bd./nie podano	827	nd.
Atal	~2000	2091	~ 0%
Develia	1600-1800	1632	-2% / +10%
Dom Development	nie podano	3093	nd.
Echo Investment	>2000 (wliczając Archicom)	1515	32%
Inpro	bd./nie podano	420	nd.
JHM Development	nie podano	281	nd.
Lokum Deweloper	700	435	61%
Mavipol Dev.	nie podano	207	nd.
Robyg	2500	2144	17%
Ronson	700	442	58%
Victoria Dom	>1500	1208	24%
<b>razem</b>		<b>13468</b>	

## Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2022 r. oraz 1Q 2023 r.



## Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2021 r. oraz 2022 r.<sup>1,2</sup>



<sup>1</sup>Dane Archicom oraz Echo Investment ukazane zarówno jako pojedyncze spółki jak i łącznie

<sup>2</sup>Liczba zakontraktowanych lokali netto

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Przekazania lokali

## Podsumowanie przekazania

Grupa deweloperów ujętych w naszym zestawieniu przekazała w pierwszym kwartale 2023 r. **3 266** lokali vs **3 307** kwartał wcześniej, a więc o **1,2%** mniej r/r (dane nie obejmują Victorii Dom ze względu na brak danych śródrocznych). Z kolei w całym 2022 r. deweloperzy przekazali 17 585 mieszkań vs 19 252 w analogicznym okresie ubiegłego roku (**-8,7%** r/r).

Wydaje się, że najbliższe dwa kwartały będą obfitować nadal w relatywnie wysoką liczbę przekazania co jest związane z finalizacją inwestycji realizowanych w okresie COVID-19 gdzie obserwowaliśmy rekordową sprzedaż deweloperów w tym okresie, zwłaszcza od 3Q 2020 r. do końca 2021 r.

Numerem jeden pod względem przekazania w pierwszym kwartale 2023 r. był Dom Development z wynikiem 1 350 lokali w porównaniu do 1 094 w analogicznym okresie ubiegłego roku (**+23,4%**). W poprzednim roku deweloper znalazł się na pierwszym miejscu zestawienia przekazując 3 666 mieszkań.

Drugie miejsce zajął Robyg z wynikiem 484 mieszkań, w porównaniu do 278 lokali w 1Q 2022 r. W 2022 Grupa Robyg przekazała w sumie 3500 mieszkań w stosunku do 2 941 jednostek w poprzednim roku.

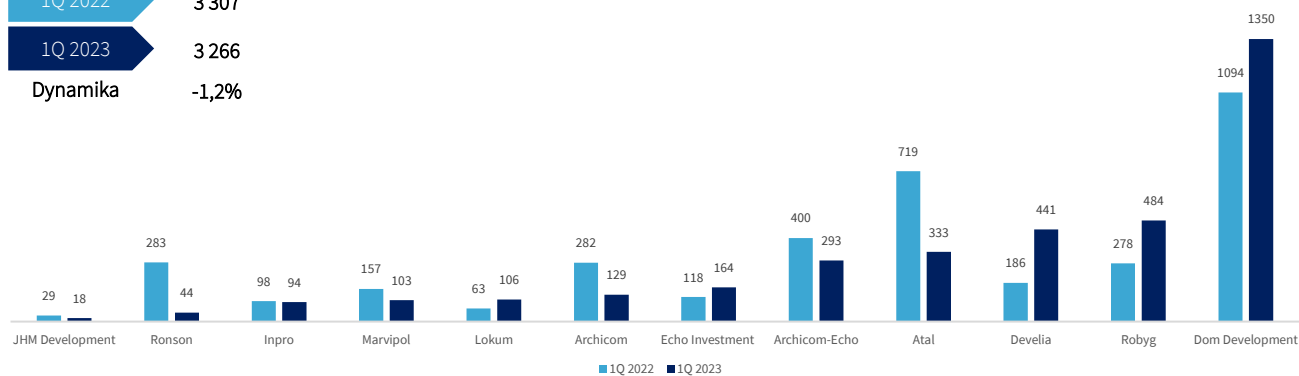
Na trzecim miejscu znalazła się Develia. Deweloper przekazał 441 mieszkań w stosunku do 186 lokali w analogicznym okresie ubiegłego roku. W całym poprzednim roku, spółka przekazała klucze 1903 nabywcom, w porównaniu do identycznej wielkości w 2021 roku.

Poza podium znalazł się Atal, który od stycznia do końca marca br. przekazał 333 mieszkania w porównaniu do 719 w okresie porównawczym roku poprzedniego. W całym 2022 r. deweloper przekazał 3380 lokali wobec 3700 w 2021 r. i zajął trzecie miejsce w rankingu rocznym.

## Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1Q 2022 r. oraz 1Q 2023 r. <sup>1</sup>

### Łączne przekazania lokali analizowanych deweloperów

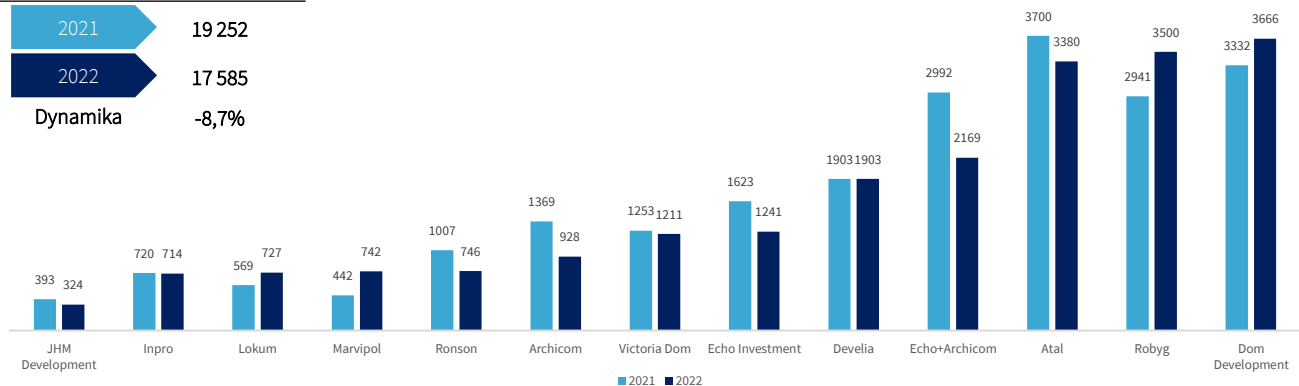
1Q 2022	3 307
1Q 2023	3 266
Dynamika	-1,2%



## Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2021 r. oraz 2022 r.

### Łączne przekazania lokali analizowanych deweloperów

2021	19 252
2022	17 585
Dynamika	-8,7%



<sup>1</sup>Dane kwartalne nie obejmują Victorii Dom ponieważ spółka nie publikuje śródrocznych danych w zakresie przekazania.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

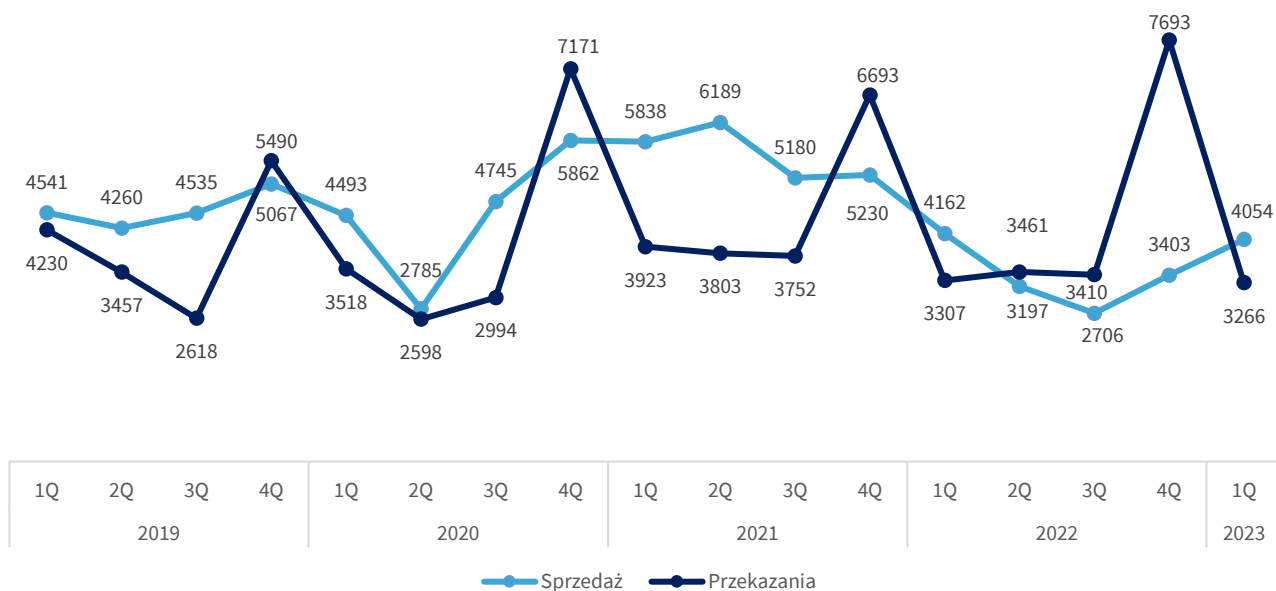


# Dynamika rynku

Od 2Q 2021 r. rynek notował postępujący spadek sprzedaży, który miał swoje źródła w ograniczeniach podaży. Od 4Q 2020 r. do 2Q 2021 r. deweloperzy notowali rekordowe wolumeny sprzedaży. Poprzedni rok był bardzo słaby, a w 3Q 2022 r. zeszliśmy poniżej poziomów z okresu wybuchu pandemii. Pod koniec 2021 r. rozpoczął się proces dynamicznych podwyżek stóp procentowych, który ograniczył zdolności zakupowe nabywców.

Rekordowe wyniki sprzedażowe odnotowane w okresie 4Q 2020 r. – 4Q 2021 r. przekładają się obecnie na wzrost liczby przekazania. Wyniki finansowe deweloperów obecnie notują rekordowe poziomy i przez najbliższe 2-3 kwartały pozostaną na wysokich poziomach. W 2024 r. będziemy obserwować jednak ich ujemną dynamikę.

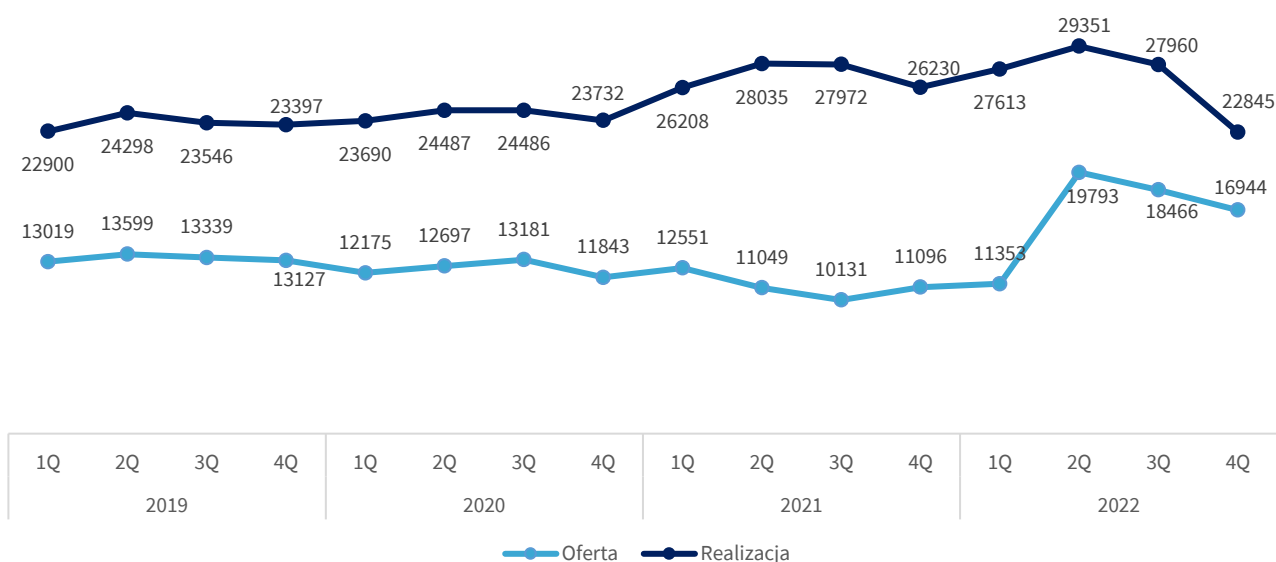
Sprzedaż i przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 1Q 2023 r. <sup>1</sup>



Na podstawie dostępnych danych dotyczących lokali w realizacji oraz oferty (nie wszystkie spółki je publikują) od 2Q 2022 (tzw. nowa ustawa deweloperska) obserwujemy spadek oferty deweloperów. Jednocześnie spada także liczba mieszkań będących w realizacji co jest pochodną wstrzymywania się deweloperów z uruchamianiem kolejnych inwestycji w

poprzednich kwartałach i zachowania obecnie pewnej dozy ostrożności przy podejmowaniu decyzji o nowych realizacjach. Współczynnik *oferta-realizacja* wzrósł na koniec 2022 r. do 74,2%, w porównaniu do 66,0% na koniec 3Q 2022 r. i jest to efekt zakończenia rozpoczętych inwestycji w 2021 i 2022 r.

Oferta i liczba lokali w realizacji wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 4Q 2022 r. <sup>2,3</sup>



<sup>1</sup>Z wyłączeniem przekazania Victoria Dom.

<sup>2</sup>Dane obejmują następujące podmioty: Atal, Develia, Robyg, Lokum, Dom Development oraz Marvipol.

<sup>3</sup>Mimo najlepszej staranności, dane mogą nie być w pełni dokładne z uwagi na różną politykę deweloperów w zakresie wprowadzania projektów do oferty, tzn. wprowadzenie projektu do realizacji nie musi oznaczać jednoczesnego wprowadzenia projektu do oferty.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Spadek zadłużenia

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

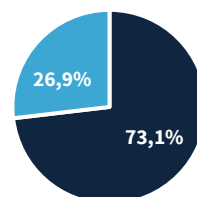
Dług netto podmiotów uwzględnionych w niniejszej analizie spadł do poziomu 2,0 mld zł vs 2,23 mld zł kwartał wcześniej i 1,61 mld zł rok wcześniej. Od trzech kwartałów deweloperzy utrzymują stabilne poziomy zadłużenia. Analiza składowych zadłużenia pokazuje, że spadła kwota obligacji notowanych na bilansach deweloperów, jak również suma środków pieniężnych. Można tłumaczyć to spłatą wyemitowanych wcześniej obligacji i mniejszą skłonnością do rolowania czy też zaciągania nowych zobowiązań przy wysokim oprocentowaniu.

Co do zasady, deweloperzy sukcesywnie zmniejszali swoje zadłużenie i przygotowali się na spowolnienie wynikające z wymagającego otoczenia makroekonomicznego. Skumulowany wskaźnik długu netto względem kapitałów własnych wyniósł na koniec czwartego kwartału 2022 r. roku **23,0%** vs **29,2%** kwartał wcześniej i **19,8%** rok wcześniej. Jeszcze wyraźniejsza jest różnica w porównaniu np. z latami 2018-2019, gdy wskaźnik w niektórych kwartałach przekraczał poziom **40,0%**. Ogólna poprawa sytuacji finansowej wynika z nagromadzenia przez kilka lat dobrej koniunktury kapitału własnego. Jednocześnie wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł **58,5%** vs **64,2%** kwartał wcześniej i **60,4%** rok wcześniej. Są to poziomy porównywalne też z latami 2018-2019. Deweloperzy budują obecnie w znacznym stopniu z wpłat klientów dlatego też wskaźnik ogólnego zadłużenia jest, co do zasady, na porównywalnych poziomach.

Spowolnienie sprzedaży w ubiegłym roku mogło wiązać się z niższymi przepływami od klientów. Choć sprzedaż w ostatnich miesiącach odbiła, spółki wciąż muszą z uwagi patrzeć na zdolność do generowania przepływów pieniężnych i obsługi zadłużenia.

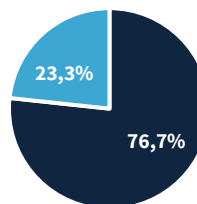
Obecnie deweloperzy nie sygnalizują zwiększonego poziomu zakupów gruntów. Ostrożnie wypowiadają się również o uruchamianiu nowych inwestycji, choć warto zauważyć, że sentyment w ciągu ostatnich 2-3 miesięcy uległ zdecydowanej poprawie, zarówno wśród potencjalnych nabywców jak i deweloperów.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2022 r.<sup>1</sup>



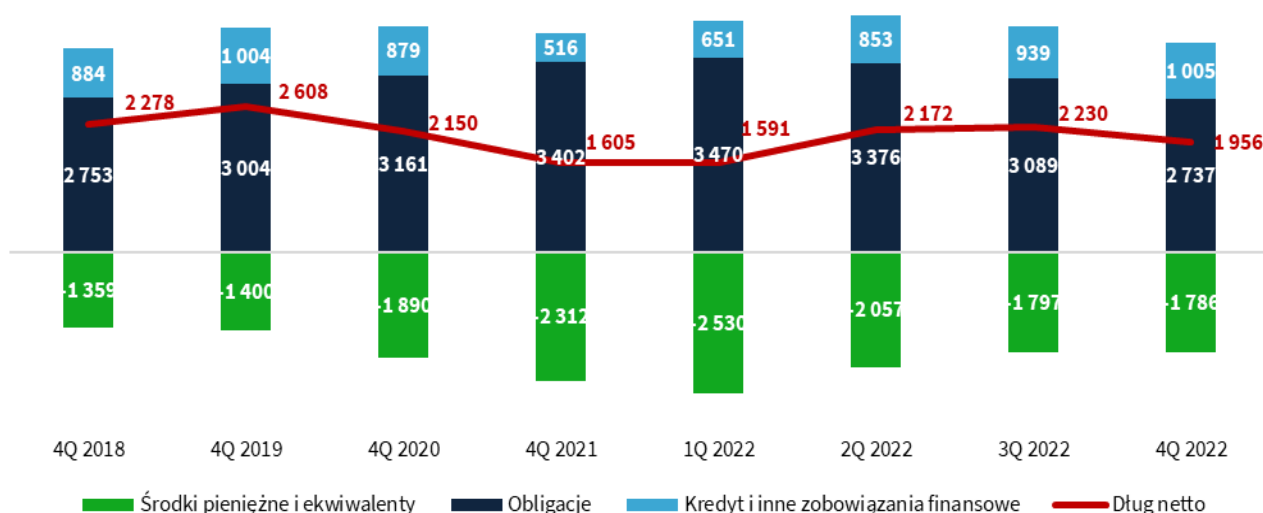
■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.09.2022 r.<sup>1</sup>



■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów



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

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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

## Stabilna sytuacja zadłużenia deweloperów

Sytuację finansową konkretnych spółek z sektora nieruchomości oceniamy jako dobrą (w tej sekcji nie uwzględniamy Echo). Czynniki o których wspominaliśmy w poprzedniej edycji raportu wciąż pozostają aktualne. Przede wszystkim nadal utrzymują się następujące trendy:

- I. wysokie ceny surowców/materiałów, choć deweloperzy mówią o pewnej ich stabilizacji. Według danych PSB ceny wiodących materiałów dla budownictwa wzrosły średnio o 20% porównując grudzień 2022 do grudnia 2021. Ceny w lutym 2023 r., wzrosły średnio o **15%** r/r i odnotowano je we wszystkich grupach towarowych.
- II. Wysokie odczyty inflacji (**17,5%** za listopad 2022 r., **16,6%** w grudniu. W marcu odczyt sięgnął **16,2%** i wydaje się, że po rekordowym odczycie w lutym, szczyt inflacji jest już za nami.
- III. Utrzymanie stóp procentowych na relatywnie wysokim poziomie – **6,75%**. Na ten moment wciąż możemy mówić tylko o zatrzymaniu cyklu podwyżek ceny pieniądza i RPP przeszła do fazy wyczekiwania jak dalek będzie kształtować się inflacja. Na chwilę obecną 3-miesięczny WIBOR będący podstawą do wyliczania oprocentowania większości kredytów hipotecznych opartych o zmienną stopę ustabilizował się i kształtuje się w okolicach **6,9%**, a jeszcze w listopadzie 2022 r. przekroczyliśmy poziom **7,6%**. Rosnące stopy procentowe wraz z nową rekomendacją KNF w zakresie kredytów hipotecznych drastycznie ograniczyły zdolność kredytową klientów. Poprawy sytuacji w przyszłości w tym aspekcie można jednak upatrywać w złagodzonych wymogach KNF w zakresie oceny zdolności kredytowej (kredyty o stałym oprocentowaniu). W ostatnich miesiącach słyszymy w wypowiedziach zarządów deweloperów, że widoczne jest zwiększone zainteresowanie zakupem nieruchomości. Oceniamy, że są to jednak osoby o profilu inwestycyjno-

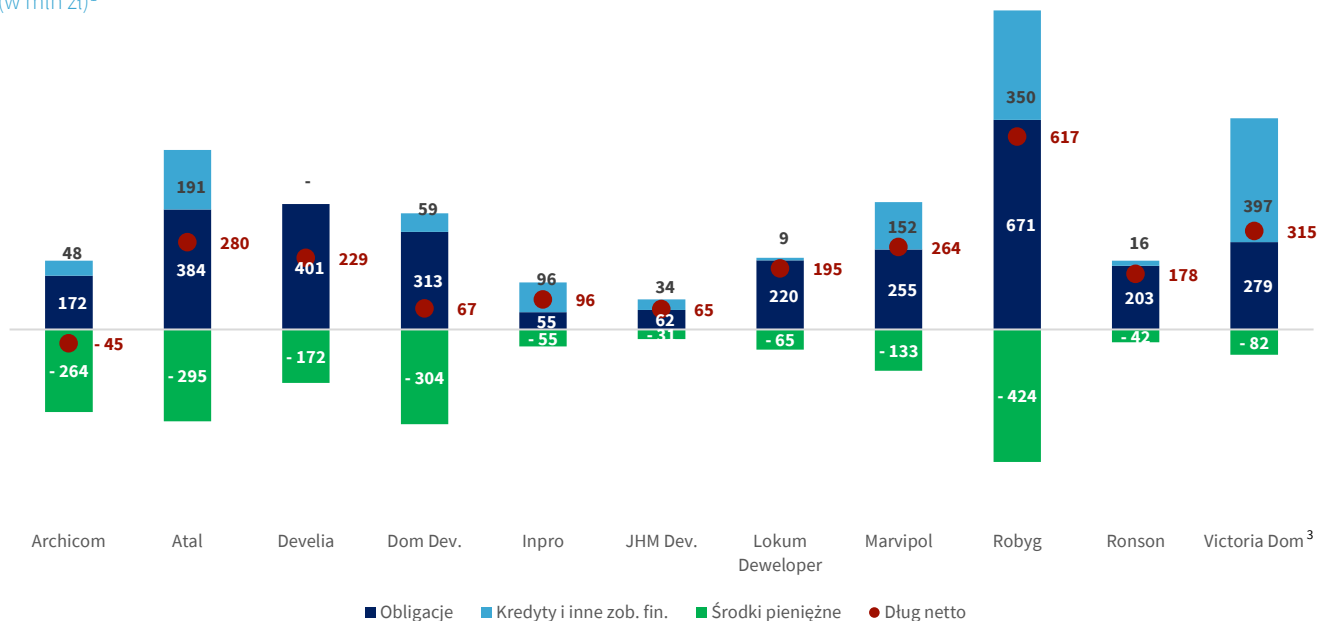
spekulacyjnym, liczący na wzrost cen mieszkań w kolejnych kwartałach, w ślad za, z jednej strony, mieszkaniowymi programami rządowymi, z drugiej zaś, niską podażą mieszkań po okresie wstrzymywania inwestycji przez deweloperów.

- IV. Staby konsument – w wyniku nadal wysokiej inflacji realne wynagrodzenia spadają. Oczywiście spadek inflacji otworzy przestrzeń do odbudowy popytu konsumpcyjnego, ale nie nastąpi to szybko. Ponadto stoimy na stanowisku, że rynek pracy nadal pozostanie silny i nie spodziewamy się istotnego wzrostu stopy bezrobocia, a jedynie mniejszej liczby nowych miejsc pracy i niższych realnych poziomów wynagrodzeń.

Podtrzymujemy nasze stanowisko, w którym wyrażamy pozytywny pogląd dotyczący obecnej sytuacji finansowej większości deweloperów zawartych w niniejszym raporcie. Większość z nich posiada bardzo mocne, zbudowane w ciągu kilku ostatnich lat hossa bilanse. Po wypowiedziach zarządów spółek deweloperskich, przy okazji prezentacji wyników za 2022 r., można wysnuć wniosek, że „najgorsze już za nami”, jednocześnie zachowując pewną dozę ostrożności co do poziomu sprzedaży czy kwestii akwizycji nowych gruntów. Nie sprawdziły się natomiast nasze przypuszczenia, że wraz z niższą sprzedażą coraz częściej deweloperzy będą zainteresowani transakcjami PRS.

Najlepszą sytuacją finansową kolejny kwartał z rzędu mógł pochwalić się Archicom, którego dług netto przyjął ujemną wartość (-44,8 mln zł). Jest to jedyny deweloper w naszym zestawieniu, który miał gotówkę netto na bilansie. Z kolei po drugiej stronie zestawienia znalazł się Robyg, z długiem netto na poziomie 617,1 mln zł.

Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 4Q 2022 r. (w mln zł)<sup>1</sup>



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

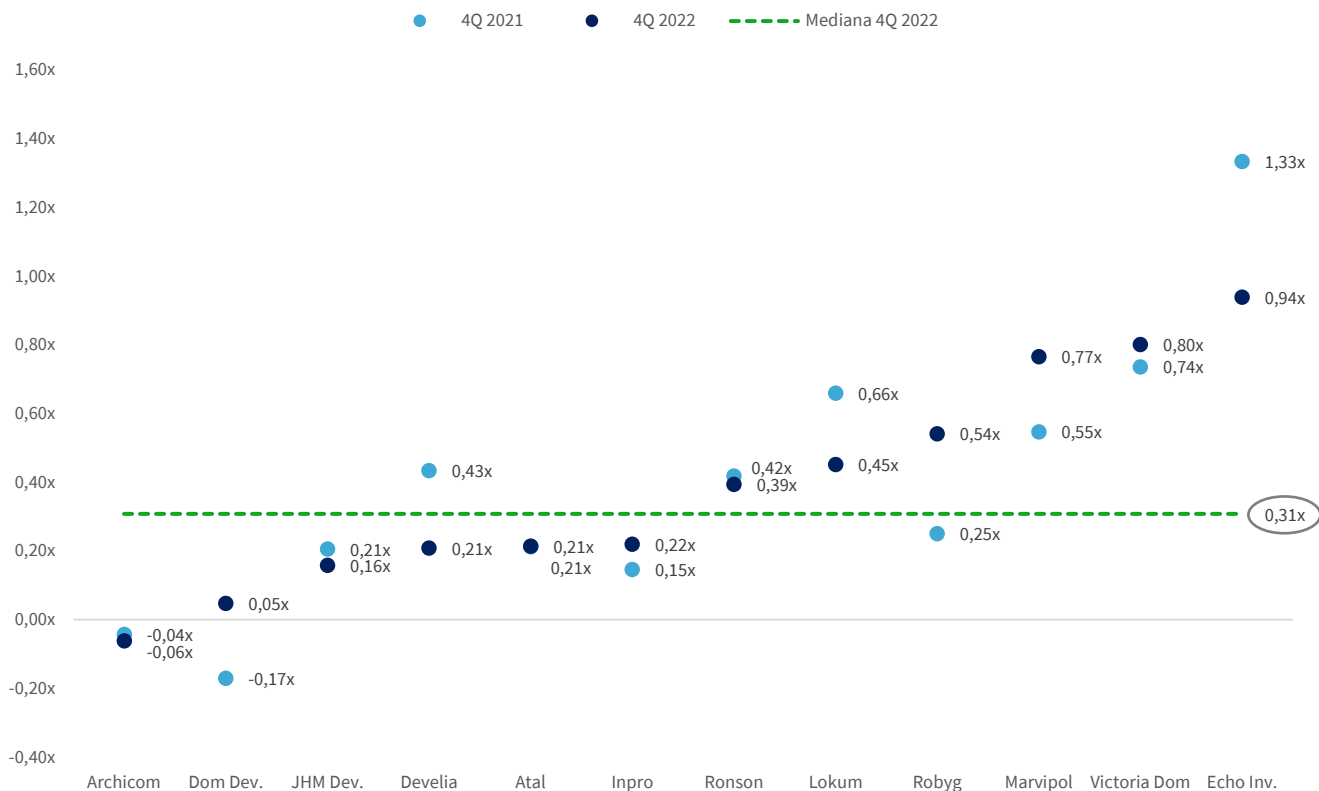
<sup>2</sup> Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

<sup>3</sup> Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 4Q 2022 r. wykorzystano dane na koniec 1H 2022 r.

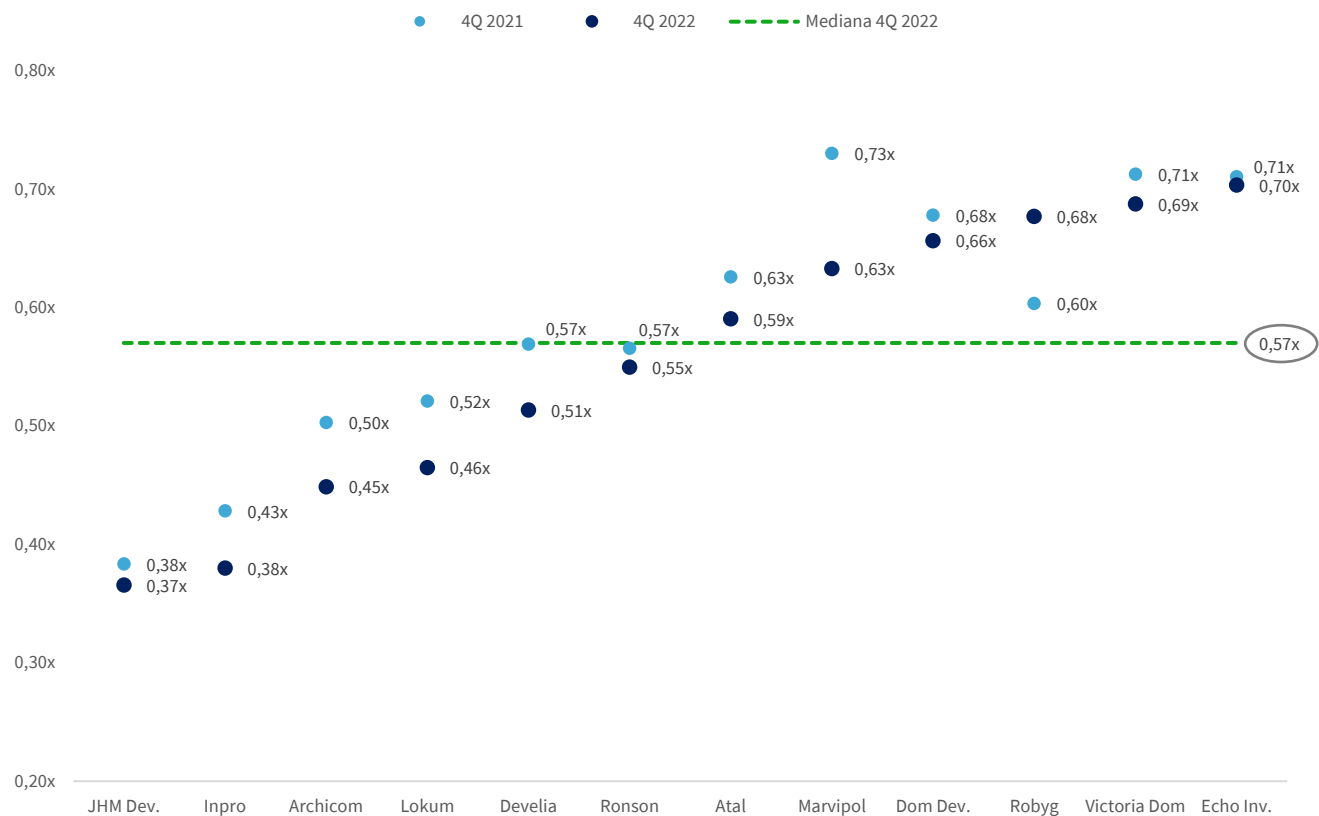
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Analiza wskaźników zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2021 r. oraz 4Q 2022 r. <sup>1,2</sup>



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2021 r. oraz 4Q 2022 r. <sup>1</sup>



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

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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.



# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

## Odwiłż na rynku emisji obligacji

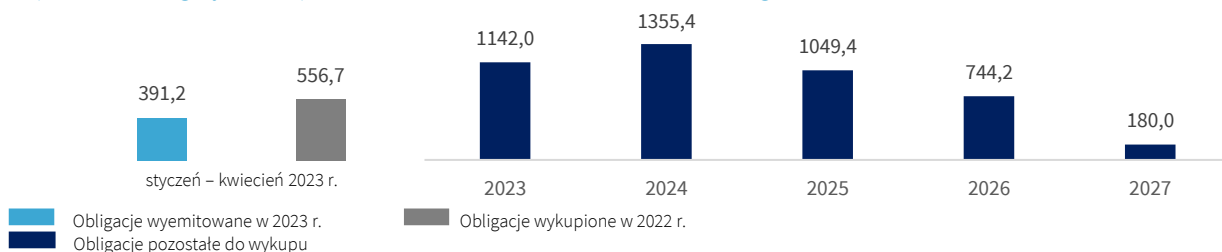
Sytuacja na rynku długu korporacyjnego uległa zdecydowanej poprawie. Możemy mówić o ożywieniu, co jest związane z ustabilizowaniem się sytuacji gospodarczej. Rentowności obligacji dziesięcioletnich spadły z okolic **6,9%** (przełom 2022 i 2023 r.) do poziomu około **6,0%** w kwietniu (a więc wzrosły wyceny). Inflacja, po odczycie z lutego na poziomie **18,4%**, w marcu wyniosła **16,1%** z perspektywą na sukcesywny jej spadek w kolejnych miesiącach. Rozczarowały nas natomiast aktywa funduszy inwestycyjnych aktywnych na rynku obligacji korporacyjnych, które zanotowały odpływy kapitału.

Od początku roku do chwili obecnej, podmioty obecne w naszej analizie zdołały pozyskać 391,2 mln zł, w 6 emisjach. Można stwierdzić, że otworzyło się okienko dla emitentów obligacji, które, jeśli nie wydarzy się nic niespodziewanego, może potwać relatywnie długo. Powodów jest kilka, ale kluczowe to: 1) dobre wyniki funduszy dłużnych, które powinny przyciągnąć kapitał na rynek; 2) obecnie inwestycja w obligacje korporacyjne jest atrakcyjniejsza od lokat bankowych, których oprocentowanie obecnie kształtuje się na poziomie 6-7%, podczas gdy rentowność brutto, solidnych pod względem fundamentów,

emitentów kształtuje się w okolicach 10-11%; 3) zbliżające się terminy wykupów znacznej kwoty obligacji.

W bieżącym roku z pierwszą emisją w naszym zestawieniu wyszła Victoria Dom, która zrefinansowała obligacje na kwotę 10 mln zł. W marcu deweloper po raz kolejny poprosił o pieniądze inwestorów. Tym razem na dużo wyższą kwotę (50,2 mln zł), która ma zostać przeznaczona na kapitał obrotowy i refinansowanie długu. Ciężko mówić w tym przypadku o sukcesie, ponieważ zdecydowana większość zaoferowanych obligacji opłacona została wcześniej wyemitowanymi obligacjami. Na rynek długu wychodził również Archicom (pozyskał 62 mln zł) oraz Develia (180 mln zł). Ten ostatni skierował ofertę do inwestorów instytucjonalnych i co ciekawe, zaoferował kupon na identycznym poziomie, którą deweloper płacił w grudniu inwestorom indywidualnym. W drugim kwartale natomiast na dwie emisje prowadzone równoległe zdecydował się Marvipol. Oferta na kwotę 54 mln zł została skierowana do inwestorów kwalifikowanych, natomiast druga prowadzona była w trybie oferty publicznej.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2022 – 2026 (w mln PLN) według stanu na dzień 27.04.2023 r.



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

## Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2023 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln PLN)	Seria	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Victoria Dom	02.23	10	-	3	-	-
Archicom	03.23	62	M7/2023	2	WIBOR 3M + marża	Nie
Victoria Dom	03.23	50,2	VID0326	3	WIBOR 6M + 7,0%	Nie
Develia	03.23	180	DVL0326OZ7	3	WIBOR 3M + 4,10%	Nie
<b>1Q 2022</b>		<b>292,2</b>				
Marvipol Development	04.2023	54	AE	3	WIBOR 6M + marża	Nie
Marvipol Development	04.2023	35	P2022A	3	WIBOR 6M + 5,5%	Nie
<b>2Q 2022</b>		<b>89,0</b>				
<b>razem</b>		<b>381,2</b>				

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

## Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2023 – 2027 (w mln PLN) według stanu na dzień 27.04.2023 r.

Deweloper	Emisje w 2023 r.		Wykupy w 2023		Wykupy w okresie 2023 - 2026					Suma do wykupu
	1Q 2023	04.2023	1Q 2023	04.2023	2023	2024	2025	2026	2027	
Echo Investment	0,0	0,0	0,0	0,0	214,2	368,0	417,0	155,0	180,0	1334,2
Robyg	0,0	0,0	237,1	0,0	297,1	100,0	110,0	150,0	0,0	657,1
Atal	0,0	0,0	0,0	120,0	261,6 <sup>1</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	261,6
Develia	180,0	0,0	37,9	0,0	130,0	250,0	15,4	180,0	0,0	575,4
Dom Development	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	50,0	100,0	110,0	0,0	310,0
Marvipol	0,0	89,0	2,5	53,9	16,5	158,9	70,0	89,0	0,0	334,4
Victoria Dom	60,2	0,0	0,0	43,5	63,6	100,0	80,0	60,2	0,0	303,8
Lokum Deweloper	0,0	0,0	58,7	0,0	0,0	100,0	50,0	0,0	0,0	150,0
Archicom	62,0	0,0	0,0	0,0	60,0	110,0	62,0	0,0	0,0	232,0
Ronson Europe N.V.	0,0	0,0	0,0	0,0	40,0	100,0	60,0	0,0	0,0	200,0
JHM Development	0,0	0,0	3,0	0,0	9,1	0,0	50,0	0,0	0,0	59,1
Inpro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,5	35,0	0,0	0,0	53,5
<b>Razem</b>	<b>302,2</b>	<b>89,0</b>	<b>339,3</b>	<b>217,4</b>	<b>1142,0</b>	<b>1355,4</b>	<b>1049,4</b>	<b>744,2</b>	<b>180,0</b>	<b>4471,1</b>

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

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

## ARCHICOM

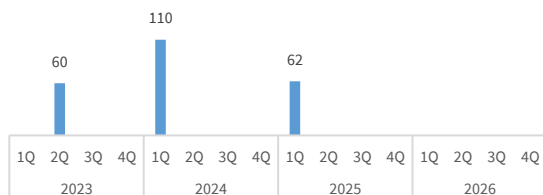
- Przypominamy, że w 1H 2021 r. deweloper stał się celem przejęcia przez Echo Investment. Powyższe miało też implikacje natury raportowej, w postaci dostosowania standardów do stosowanych przez nowego właściciela, jak też wyłączeniu działalności prowadzonej przez zbytą spółkę zależną – Archicom Polska. W związku z powyższym zmianie uległy dane dot. sprzedaży, przekazania oraz oferty.
- W 1Q 2023 r. Archicom znalazł nabywców na 285 lokale, w porównaniu do 182 kwartał wcześniej i 334 rok wcześniej. Wynik ten był zbliżony do wyników uzyskiwanych w dobrych latach 2020-2021. W całym 2022 r. deweloper sprzedał 827 lokali vs 1275 rok wcześniej. Oczywiście na spadek sprzedaży r/r wpływają w dużym znaczeniu czynniki zewnętrzne, ale należy zauważyć, że w ostatnich kwartałach deweloper posiadał niski poziom oferty w porównaniu do poprzednich okresów co również miało pośredni wpływ na niską sprzedaż. Od 2Q 2021 r. oferta lokali była na względnie niskim poziomie – wahała się w przedziale 600-700 jednostek (866 na koniec roku). Sprzedaż deweloperska ma zasadniczo dwa wektory: sytuacja rynkowa oraz wielkość oferty. Wiedząc więc, że w ramach projektu deweloperskiego w segmentach poza-luksusowych sprzedaż jest wysoka w momencie startu sprzedaży, wyjaśnienie wydaje się logiczne.
- Liczba przekazanych lokali w 1Q wyniosła 129 jednostki wobec 253 kwartał wcześniej i 282 rok wcześniej. W całym 2022 r. deweloper przekazał 928 vs 1369 mieszkań w 2021 r.
- Standing spółki pozostaje bardzo dobry, a deweloper jako jedyny w naszym zestawieniu, może pochwalić się ujemnym długiem netto w kwocie 44,8 mln zł (vs -10,5 mln zł na koniec września 2022 r. i -28,0 mln zł na koniec grudnia 2021 r.).
- W kwietniu zostało zawarte porozumienie pomiędzy Echo i Archicom na mocy którego działalność mieszkaniowa Echa Investment zostanie wniesiona aportem do Archicomu w zamian za nowe akcje spółki z Wrocławia. Finalizacja transakcji spodziewana jest w lipcu br. Archicom przejmie tym samym projekty w toku, które już generują cash flow.

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2022	1-4Q 2022
Przychody	500,5	648,7	634,1	378,4	498,8
Zysk brutto ze sprzedaży	151,1	194,8	217,9	138,9	178,4
Marża brutto ze sprzedaży	30,2%	30,0%	34,4%	36,7%	35,8%
EBIT	100,3	133,0	159,8	90,4	114,5
Marża EBIT	20,0%	20,5%	25,2%	23,9%	23,0%
Zysk netto	89,2	93,7	122,4	74,0	94,0
Marża netto	17,8%	14,4%	19,3%	19,6%	18,9%
Kapitał własny	543,4	613,9	653,1	742,5	731,7
Zadłużenie finansowe	282,2	373,2	236,2	220,3	219,7
Kredyty i inne	76,0	104,0	45,8	47,7	47,7
Obligacje	206,2	269,2	190,4	172,6	172,0
% obligacji w zadłużeniu	73,1%	72,1%	80,6%	78,4%	78,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	92,7	174,3	264,1	230,8	264,4
Dług netto	189,5	198,9	-28,0	-10,5	-44,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	60,7%	58,0%	50,3%	44,8%	44,9%
Dług netto/KW	34,9%	32,4%	-4,3%	-1,4%	-6,1%

### Wydzielony segment mieszkaniowy

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

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



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## ATAL

- W 1Q 2023 r. sprzedaż Atalu wyniosła 406 lokali vs 385 kwartał wcześniej (+5,5% q/q) i 748 rok wcześniej (-45,7% r/r). W całym br. deweloper zakłada kontraktację na poziomie podobnym do wyniku z 2022 r., która to wyniosła 2091 mieszkań. Najwięcej umów deweloperskich i przedwstępnych Atal podpisał w marcu (styczeń – 63, luty – 109, marzec – 234). Ponadto na koniec I kwartału deweloper miał 246 aktywnych umów rezerwacyjnych. Spółka podkreśla, że widzi zwiększone zainteresowanie swoją ofertą, zwłaszcza na inwestycjach, których zakończenie planowane jest w ciągu 12 miesięcy.
- Poziom oferty na koniec grudnia 2022 r. wynosił 4639 jednostki vs 4852 kwartał wcześniej (-4,4% q/q) i 3104 rok wcześniej (+49,5% r/r).
- Pod kątem przekazania, w okresie całego 2022 r. Atal uznał w wynikach 3380 lokali wobec 3700 rok wcześniej. W obecnym roku Emitent planuje potencjał przekazania na poziomie ok. 2756 lokali.
- Marża brutto ze sprzedaży wzrosła do poziomu 28,4% (+1,4 p.p. r/r), co wynika z przekazania mieszkań charakteryzujących się wyższą marżowością. Cel zarządu pozostaje niezmienny i jest nim poziom 25%. Ceny materiałów przestały dynamicznie rosnąć, ale nadal pozostają wysokie. Deweloper zauważa również stabilizację kosztów wykonawstwa.
- Atal zakończył 2022 r. z dobrą sytuacją finansową. Dług oprocentowany dewelopera wyniósł 574,3 mln zł wobec 578,4 mln zł kwartał wcześniej i 630,1 mln zł rok wcześniej. Jednocześnie stan gotówki sięgnął kwoty 294,7 mln zł (po pomniejszeniu o środki na MRP) wobec 415,6 mln zł kwartał wcześniej i 382,2 mln zł rok wcześniej. Tym samym, spadek salda środków pieniężnych spowodował wzrost długu netto do poziomu 279,6 wobec 162,9 mln zł kwartał wcześniej i 247,9 mln zł rok wcześniej.
- W kwietniu zapadły obligacje o wartości 120 mln zł, które zostały spłacone ze środków własnych. Z kolei w czerwcu przypada wykup serii AS oraz AT (łącznie 139,2 mln zł), które objęły podmioty powiązane i które deklarują gotowość dalszego pozostawienia środków w Spółce. Ponadto w marcu Spółka poinformowała o ustanowieniu programu emisji obligacji do kwoty 150 mln zł.
- Zarząd nie widzi przesłanek, które miałyby wpłynąć na brak wypłaty dywidendy za 2022 r. W ubiegłym roku deweloper wypłacił rekordową dywidendę w wysokości 232 mln zł (6 zł / akcję), natomiast w tym roku wypłaci 5 zł / akcję.

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2022	1-4Q 2022
Przychody	720,2	1 167,4	1 679,2	1 253,9	1 657,8
Zysk brutto ze sprzedaży	170,7	237,5	453,5	323,9	470,3
Marża brutto ze sprzedaży	23,7%	20,3%	27,0%	25,8%	28,4%
Przychody segmentu dewelop.	713,4	1 160,6	1 672,4	1 246,4	1 647,1
EBIT segmentu dewelop.	142,6	204,6	412,8	291,9	429,8
Marża EBIT	20,0%	17,6%	24,7%	23,4%	26,1%
Zysk netto	115,6	167,5	331,2	252,4	368,2
Marża netto	16,0%	14,3%	19,7%	20,1%	22,2%
Kapitał własny	788,7	951,8	1 165,7	1 185,8	1 301,7
Zadłużenie finansowe	837,9	910,9	630,1	578,4	574,3
Kredyty i inne	190,3	185,6	55,9	194,9	190,7
Obligacje	647,7	725,3	574,2	383,5	383,6
% obligacji w zadłużeniu	77,3%	79,6%	91,1%	66,3%	66,8%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	14,2	174,0	382,2	415,6	294,7
Dług netto	823,7	736,8	247,9	162,9	279,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	67,3%	65,8%	62,6%	62,8%	59,0%
Dług netto/KW	104,4%	77,4%	21,3%	13,7%	21,5%

\* bez uwzględnienia leasingu finansowego

\*\* bez uwzględnienia wykupionej w kwietniu serii o wartości 120 mln zł

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



\* objęte przez podmioty powiązane

\*\* z uwzględnieniem wykupionej w kwietniu serii o wartości 120 mln zł

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

## DEVELIA

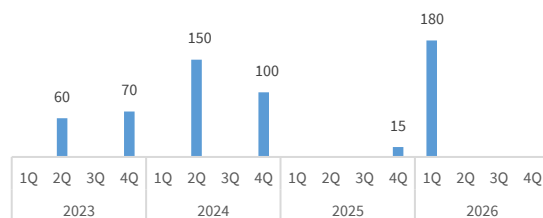
- Sprzedaż Develii w 1Q 2023 r. wyniosła 533 lokali wobec 409 w 4Q 2022 r. i 603 w 1Q 2022 r. Celem sprzedażowym na 2023 r. jest poziom 1450-1650 lokali, a więc podobny poziom jak sprzedaż w 2022 r., który ostatecznie delikatnie udało się przekroczyć. W segmencie PRS celem jest zawarcie umów w zakresie realizacji 600-800 lokali.
- Na koniec grudnia 2022 r. oferta wynosiła 3116 lokali vs 3526 kwartał wcześniej i 2187 rok wcześniej. Cel wprowadzeń do oferty na obecny rok wynosi 1850 - 2050 lokali.
- Liczba przekazanych lokali w 1Q 2023 r. sięgnęła 441 vs 1277 kwartał wcześniej i 186 rok wcześniej. W 2022 r. deweloper przekazał łącznie 1903 co było wartością podobną do notowanej rok wcześniej. W całym roku Develia planuje przekazania na podobnym poziomie 1900-2050 lokali, a więc na podobnym poziomie jak w 2022 r.
- Znaczący wzrost skali działania w segmencie mieszkaniowym jest możliwy dzięki systematycznemu wychodzeniu z segmentu biurowego, dzięki któremu Develia odblokowuje kapitał, który następnie w części reinwestowany jest w segment mieszkaniowy, a w części wypłacany jako dywidenda.
- W III 2022 r. deweloper podpisał umowę przyrzeczoną sprzedaży budynku Sky Tower we Wrocławiu za 84,3 mln euro. Z kolei w lutym zawarto list intencyjny dot. sprzedaży Arkad Wrocławskich, z orientacyjną ceną sprzedaży wynoszącą 210 mln zł. Umowa przyrzeczona powinna zostać zawarta do końca roku. Pod koniec kwietnia podpisano umowę na sprzedaż budynku Wola Retro w Warszawie. Cenę sprzedaży ustalono na 69,3 mln euro (ok. 318 mln zł).
- Sytuacja finansowa Develii jest dobra i nie zmieniła się znacznie w stosunku do poprzedniego kwartału. Dług netto Grupy spadł do 299,9 mln zł wobec 445,7 na koniec 3Q 2022 r. i 608,6 mln zł rok wcześniej. W efekcie dług netto do kapitału własnego wyniósł na koniec września br. 20,9% wobec 35,5% kwartał wcześniej i 34,9% rok wcześniej.
- Z grudniowej emisji deweloper pozyskał 15,4 mln zł z planowanych 20 mln PLN. Tenor wynosił 3 lata przy oprocentowaniu WIBOR 3M + 4,1 p.p. Z kolei w marcu spółka wyemitowała 3-letnie obligacje przy identycznym oprocentowaniu na kwotę 180,0 mln zł.

w mln zł	2018	2019	2020	1-3Q 2022	1-4Q 2022
Przychody	796,7	819,3	517,1	320,3	1 067,9
Przychody	649,0	678,3	430,1	277,6	1 013,6
Zysk brutto ze sprzedaży	201,2	225,3	134,8	62,8	334,0
Marża brutto ze sprz.	31,0%	33,2%	31,3%	22,6%	33,0%
Zysk netto	160,4	117,4	-138,8	34,8	231,8
Marża netto	20,1%	14,3%	-26,8%	10,9%	21,7%
Kapitał własny	1 497,8	1 492,1	1 317,8	1 256,9	1 434,9
Zadłużenie finansowe	1214,5	1075,3	837,1	709,3	652,0
Zadłużenie finansowe	485,5	462,7	385,7	418,9	400,9
Kredyty i inne	33,2	0,0	0,0	13,3	0,0
Obligacje	452,3	462,7	385,7	405,6	400,9
% obligacji w zadłużeniu	93,2%	100,0%	100,0%	96,8%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	259,9	242,7	182,1	140,2	172,1
Dług netto	225,7	220,0	203,6	278,8	228,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	53,5%	53,2%	60,9%	51,3%
Dług netto/KW	50,0%	49,2%	34,9%	35,5%	20,9%

### Wydzielony segment mieszkaniowy

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

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



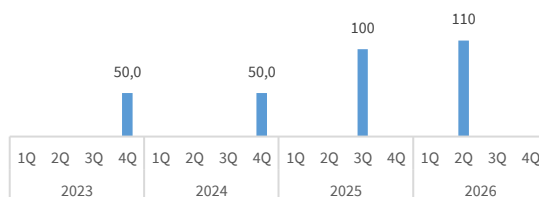
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## DOM DEVELOPMENT

- Dom Development sprzedał w 1Q 2023 r. 914 lokali wobec 831 w 4Q 2022 r. i 758 rok wcześniej. Tym samym jest to najwyższa sprzedaż od roku. Spółka oczekuje, że pod względem sprzedaży 2023 r. nie będzie gorszy niż rok ubiegły. W I kwartale struktura finansowania zakupu nieruchomości przez klientów nieco się poprawiła. Jak wskazuje deweloper 40% sprzedaży stanowiły transakcje sfinansowane kredytem hipotecznym vs 32% w IV kwartale 2022 r. i 30% średnio w całym poprzednim roku.
- Liczba przekazanych lokali w 1Q 2023 r. sięgnęła 1350 lokali vs 1068 w 4Q 2022 r. i 1094 w 1Q 2022 r. W całym 2022 r. Spółka przekazała 3666 lokali w stosunku do 3332 rok wcześniej (+10,0% r/r).
- Poziom oferty na koniec grudnia 2022 r. wyniósł 2082 jednostki vs 2280 kwartał wcześniej i 2480 rok wcześniej (+49,5% r/r).
- Deweloper wykazał 67,5 mln zł długu netto wobec gotówki netto na poziomie 212,3 mln zł rok wcześniej. Gotówkę w Spółce uszczupli zapewne dywidenda. Na obecną chwilę zarząd zarekomendował wypłatę 282,7 mln zł z zysku za 2022 r. tj. 11,00 zł/akcję. Wskaźnik zadłużenia netto względem kapitału własnego na koniec 2022 r. sięgnął 4,8% wobec -17,0% rok wcześniej.
- Dom Development obecnie nie widzi dużych potrzeb w zakresie pozyskania finansowania, jednak w lutym Spółka ustanowiła program emisji obligacji do 400 mln zł. Deweloper wskazuje, że wróci na rynek obligacji jeśli marże będą bardziej atrakcyjne.
- Spółka rozważa wejście do kolejnego miasta, jednak raczej nie należy się spodziewać tego w bieżącym roku.
- W grudniu deweloper poinformował o zawarciu umowy na sprzedaż gruntu z inwestorem PRS za kwotę 90 mln zł na warszawskim Bemowie, gdzie wybudowanych ma zostać 397 lokali. Ponadto Spółka zawarła umowę generalnego wykonawstwa na rzecz tego inwestora o wartości 200,4 mln zł. Przychody z tego tytułu będą rozpoznawane proporcjonalnie do postępu prac budowlanych. W ten sposób deweloper będzie próbował rekompensować spadek sprzedaży do inwestorów indywidualnych na rzecz sprzedaży do inwestorów instytucjonalnych.

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2022	1-4Q 2022
Przychody	1661,7	1815,0	1897,5	1649,0	2419,3
Zysk brutto ze sprzedaży	500,1	578,8	625,2	490,6	755,8
Marża brutto ze sprz.	30,1%	31,9%	32,9%	29,8%	31,2%
Zysk netto	256,0	302,2	325,3	259,6	410,3
Marża netto	15,4%	16,7%	17,1%	15,7%	17,0%
Kapitał własny	1084,2	1157,5	1249,2	1262,9	1413,3
Zadłużenie finansowe	446,3	371,4	394,7	400,4	371,7
Kredyty i inne	85,0	10,0	31,4	35,2	59,2
Obligacje	361,3	361,4	363,3	365,2	312,6
% obligacji w zadłużeniu	81,0%	97,3%	92,0%	91,2%	84,1%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	253,3	585,7	607,0	337,2	304,2
Dług netto	193,0	-214,3	-212,3	63,3	67,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	63,4%	64,4%	67,8%	69,6%	65,6%
Dług netto/KW	17,8%	-18,5%	-17,0%	5,0%	4,8%

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



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

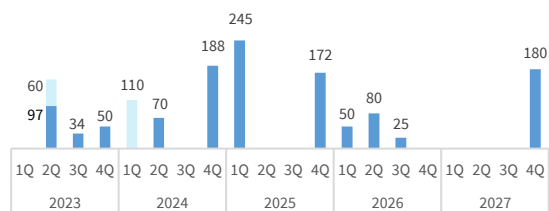
## ECHO INVESTMENT

- Grupa Echo-Archicom w 1Q 2023 r. znalazła nabywców na 374 jednostki vs 131 w 4Q 2022 r. (+19,5% q/q) i 704 rok wcześniej (-46,9% r/r). Na samo Echo przypadło kolejno 89 lokali w 1Q 2023 r. 131 w 4Q 2022 r. i 370 rok wcześniej. W całym 2023 roku zarząd szacuje że sprzedaż może oscylować na poziomie 3000-4000 lokali.
- Liczba przekazanych lokali w Grupie sięgnęła 293 vs 654 kwartał wcześniej i 400 rok wcześniej. W całym 2022 r. liczba przekazanych lokali wyniosła 2169 jednostek w stosunku do 2992 lokali w analogicznym okresie ubiegłego roku. Z 2169 mieszkań na samo Echo przypadło 1241 lokali, zaś na Archicom 928 jednostek.
- W całym 2022 r. doszło do zbycia siedmiu budynków w 4 projektach: Fuzja, Midpoint 71, West 4 Business Hub, Face 2 Face Business Campus za łączną kwotę 318 mln EUR. Z kolei w bieżącym roku planowana jest sprzedaż budynków w czterech projektach biurowych (My Place II w Warszawie, React I w Łodzi, Brain Park I w Krakowie i City II we Wrocławiu), z czego na początku kwietnia deweloper poinformował o zawarciu umowy na sprzedaż My Place II na kwotę 44,2 mln EUR netto.
- Zgodnie z kwietniowym porozumieniem pomiędzy Echo i Archicomem, Echo Investment skupić się ma na rozwijaniu segmentu nieruchomości komercyjnych, mieszkaniach na wynajem oraz tworzeniu wielofunkcyjnych projektów „destination”. Z kolei działalność mieszkaniowa Echa Investment zostanie wniesiona aportem do Archicomu w zamian za nowe akcje spółki z Wrocławia. Finalizacja transakcji spodziewana jest w lipcu br.
- Jeszcze podczas konferencji wynikowej za 2022 r. Zarząd informował, że Grupa planuje rozpocząć budowę blisko 2,5 tys. mieszkań, głównie we Wrocławiu (37%) oraz w Warszawie (33%) i tym samym znacząco zwiększyć sprzedaż. Bank ziemi pozwala na zbudowanie blisko 12 tys. lokali.
- Na początku kwietnia deweloper poinformował raportem bieżącym o ustanowieniu publicznego programu emisji obligacji do kwoty 300 mln zł.

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2022	1-4Q 2022
Przychody	880,1	1 212,9	1 532,7	1 023,7	1 394,3
Zysk brutto ze sprzedaży	203,0	243,8	400,1	366,3	492,4
Marża brutto ze sprz.	23,1%	20,1%	26,1%	35,8%	35,3%
Przychody	554,2	728,6	1 254,7	814,6	1 109,4
Zysk brutto ze sprzedaży	152,4	164,4	282,2	278,6	377,5
Marża brutto ze sprz.	27,5%	22,6%	22,5%	34,2%	34,0%
Aktywa	1 065,5	1 154,4	2 131,5	2 256,9	2 267,6
Kapitał własny	630,4	346,6	662,0	671,6	644,1
Aktywa	4 810,4	5 630,8	6 434,9	6 429,1	6 087,0
Kapitał własny	1 562,2	1 684,6	1 863,5	1 895,7	1 806,3
Zadłużenie finansowe	2 254,6	2 943,2	3 074,1	2 614,0	2 639,0
Kredyty i inne	1 105,1	1 518,9	1 433,5	1 078,6	1 084,5
Obligacje	1 149,5	1 424,3	1 640,7	1 535,3	1 554,5
% obligacji w zadłużeniu	51,0%	48,4%	53,4%	58,7%	58,9%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	492,3	327,1	588,7	693,4	942,0
Dług netto	1 762,3	2 616,1	2 485,5	1 920,6	1 697,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	67,5%	70,1%	71,0%	70,5%	70,3%
Dług netto/KW	112,8%	155,3%	133,4%	101,3%	93,9%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Obligacje wyemitowane przez Grupę Archicom

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

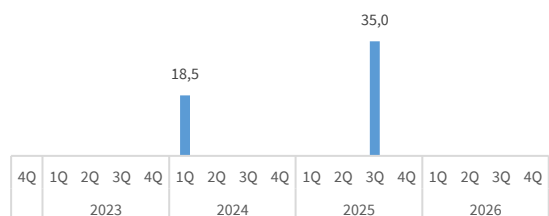
## INPRO

- Po udanej końcówce roku deweloper zaliczył jeszcze bardziej udany 1Q 2023 r. gdzie sprzedał 167 lokali vs 141 kwartał wcześniej (+18,4% q/q) i 81 jednostek rok wcześniej (106,2% r/r).
- Liczba przekazanych lokali sięgnęła 94 wobec 421 kwartał wcześniej i 98 rok wcześniej. W całym roku deweloper planował zakończyć realizację inwestycji na 932 lokale, a ostatecznie oddał do użytkowania 714 mieszkań.
- Deweloper jeszcze w 2022 r. planował wprowadzić do oferty 1333 lokali w 11 zróżnicowanych projektach – część z nich to kolejne etapy prowadzonych już inwestycji, część to nowe projekty. Emitent zastrzega jednak, że wprowadzenia będą odbywać się w zależności od warunków rynkowych.
- W 2022 r. Grupa odnotowała przychody na poziomie 357,7 mln zł vs 321,4 mln zł rok wcześniej (+11,3% r/r). Zwracamy uwagę, że pomimo nieco niższej liczby przekazanych (714 lokali w 2022 r. vs 720 mieszkań rok wcześniej) przychody wzrosły. Jest to efekt m.in. korzystniejszych lokalizacji oddanych inwestycji. Marża brutto na sprzedaży wzrosła, z poziomu 27,8% rok wcześniej do 33,0%, co jest skutkiem spowolnienia wzrostu kosztów materiałów i robocizny.
- Zysk netto Grupy wyniósł 64,1 mln zł vs 46,9 mln zł rok wcześniej (+36,7% r/r). W działalności deweloperskiej zysk netto wyniósł 63,2 mln zł vs 41,9 mln zł (+50,8% r/r). Na poziomie całej Grupy dobry wynik zanotował segment produkcji prefabrykatów, który zanotował wysoką rentowność na poziomie 23,2%.
- Dług netto wyniósł 95,7 mln zł vs 99,3 mln zł kwartał wcześniej i 56,6 mln zł rok wcześniej, co stanowiło kolejno 22,2% kapitałów własnych vs 25,2% na koniec września 2022 r. i 14,6% na koniec ubiegłego roku. Wzrost długu netto wynika z zaciągnięcia kredytów pod inwestycje i nieco niższego stanu środków pieniężnych na koniec grudnia 2022 r. Pomimo wzrostu zadłużenia, Grupa utrzymuje umiarkowane wskaźniki zadłużenia. Na koniec grudnia miała aktywne dwie serie obligacji. Pierwsza z wymienionych wyemitowana przez samo Inpro, seria B o wartości 35,0 mln zł, zapadająca w październiku 2025 roku oraz druga, wyemitowana przez spółkę zależną Domesta, zapadająca w marcu 2024 r.

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2022	1-4Q 2022
Przychody	270,5	382,6	321,4	168,5	357,7
Przychody	225,6	361,5	288,4	140,0	317,4
Zysk brutto ze sprzedaży	70,4	103,3	80,0	45,8	104,8
Marża brutto	31,2%	28,6%	27,8%	32,7%	33,0%
Zysk netto	36,1	63,8	41,9	26,5	63,2
Marża netto	16,0%	17,7%	14,5%	18,9%	19,9%
Zysk netto	43,5	67,8	46,9	23,7	64,1
Marża netto	16,1%	17,7%	14,6%	14,0%	17,9%
Kapitał własny	308,7	365,7	386,3	393,4	430,5
Zadłużenie finansowe	82,7	107,2	119,9	142,3	150,4
Kredyty i inne	57,7	82,3	67,0	86,8	95,5
Obligacje	25,0	24,8	52,9	53,9	54,8
% obligacji w zadłużeniu	30,2%	23,2%	44,1%	37,9%	36,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	19,9	90,6	63,3	43,0	54,7
Dług netto	62,8	16,6	56,6	99,3	95,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	48,4%	43,4%	42,8%	48,1%	38,1%
Dług netto/KW	20,3%	4,5%	14,6%	25,2%	22,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta



## JHM DEVELOPMENT

- JHM Development po raz kolejny zanotował najniższą sprzedaż w naszym zestawieniu. W 1Q 2023 r. sprzedaż wyniosła 72 jednostki vs 52 kwartał wcześniej i 80 rok wcześniej.
- Oferta spółki na początku kwietnia wynosiła 867 lokali w budowie, oraz 175 mieszkań gotowych. Na liście lokali w ofercie są projekty zarówno w dużych miastach (Gdańsk, Łódź), miastach średniej wielkości (np. Bydgoszcz) jak i mniejsze ośrodki miejskie (Żyrardów).
- Deweloper ma bardzo ambitne plany, które w przypadku realizacji wyraźnie przybliżą go do skali sprzedaży ok. 1000 lokali rocznie. Biorąc pod uwagę obecne trudne otoczenie oceniamy ten cel jako ambitny. By go zrealizować, emitent planuje wprowadzić do realizacji w latach 2022-2024 aż 2201 lokali w 12 projektach w 6 ośrodkach miejskich, zarówno w większych ośrodkach, średnich, jak i mniejszych.
- Liczba przekazanych w 4Q 2022 r. lokali sięgnęła 152 vs 109 kwartał wcześniej i 119 rok wcześniej. Na wypracowane wyniki w ostatnim dwóch kwartałach 2022 r. wpływ miało oddanie do użytkowania inwestycji Aura Towers w Bydgoszczy.
- Przychody z rozpoznanych w 2022 r. lokali sięgnęły kwoty 131,0 mln zł vs 146,4 mln zł rok wcześniej (-10,5% r/r). Cała Grupa rozpoznała 131,5 mln zł przychodów vs 164,6 mln zł rok wcześniej (-20,1% r/r).
- Działalność deweloperska pozwoliła Grupie rozpoznać 38,0 mln zł zysku brutto na sprzedaży vs 33,6 mln zł rok wcześniej (+13,0% r/r), co oznacza marżę na poziomie 29,0% w całym okresie 2022 r. oraz 22,9% r/r.
- Z kolei zysk netto Grupy wyniósł 14,6 mln zł vs 16,5 mln zł rok wcześniej, a więc był niższy o 11,5%.
- Tradycyjnie dla dewelopera, zadłużenie pozostało na niskich poziomach. Dług netto na koniec grudnia 2022 r. wyniósł 64,8 mln zł vs 52,7 mln zł kwartał wcześniej i 82,3 mln zł rok wcześniej, a wobec kapitału własnego 15,9% vs 13,1% na koniec 3Q 2022 r. i 20,6% rok wcześniej. Pod koniec marca deweloper poinformował o częściowym wykupie obligacji serii C i D o łącznej wartości nominalnej 3,0 mln zł, a zatem 25% łącznej liczby obligacji tych serii.

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2022	1-4Q 2022
Przychody	139,4	147,5	164,6	73,7	131,5
Przychody	92,7	114,6	146,4	73,3	131,0
Zysk brutto ze sprzedaży	18,6	27,7	33,6	20,0	38,0
Marża brutto	20,1%	24,2%	22,9%	27,3%	29,0%
Zysk netto	8,7	14,3	16,5	8,7	14,6
Marża netto	9,4%	12,5%	11,3%	11,8%	11,2%
Zysk netto	17,9	15,8	17,1	9,3	12,8
Marża netto	12,9%	10,7%	10,4%	12,6%	9,7%
Kapitał własny	367,1	459,4	399,1	403,5	407,0
Zadłużenie finansowe	65,0	79,7	120,8	92,4	96,2
Kredyty i inne	57,9	66,1	58,6	30,3	33,9
Obligacje	7,0	13,5	62,2	62,1	62,3
% obligacji w zadłużeniu	10,8%	17,0%	51,5%	67,2%	64,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	5,3	7,8	38,5	39,7	31,5
Dług netto	59,7	71,8	82,3	52,7	64,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	28,1%	40,4%	38,3%	40,1%	36,6%
Dług netto/KW	16,3%	15,6%	20,6%	13,1%	15,9%

### Wydzielony segment mieszkaniowy

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



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

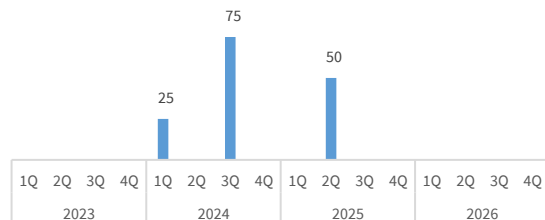
## LOKUM DEWELOPER

- W 1Q 2023 r. deweloper sprzedał 156 lokali vs 155 kwartał wcześniej i 73 rok wcześniej. Jest to najlepszy wynik od rekordowego 2021 r. W całym 2023 r. spółka planuje sprzedać ok. 700 lokali.
- Spółka weszła w 2023 r. z szeroką pulą mieszkań gotowych i takich których realizacja niebawem się zakończy. Na koniec grudnia Lokum Deweloper miał w ofercie 772 lokale. Z kolei na koniec marca br. w wyniku zwiększonej sprzedaży oferta nieco stopniała i wyniosła 591 mieszkań. W realizacji obecnie jest blisko 700 mieszkań. Daje to dobrą podstawę do generowania korzystnego cash-flow spółki i zapowiadanego dalszego ograniczania zadłużenia.
- W przypadku przekazania emitent może zapisać na konto 727 lokali w całym 2022 r. vs 569 rok wcześniej. Spółka zakończyła realizację 9 inwestycji: Lokum Monte I i IIb, Lokum Salsa III i Lokum Porto I-III, Lokum Verde I i II oraz Lokum Vista IIIa na łączną liczbę 987 lokali. Potencjał rozpoznania szacowany był na poziomie 1321 lokali, jednak z uwagi na utrudniony dostęp klientów do kredytów hipotecznych nie udało się go zrealizować.
- Pomimo znacznie większej liczby przekazania wzrost zysku netto wyniósł zaledwie 3%, co jest pochodną wzrostu kosztów realizacji i finansowania.
- Spółka w istotny sposób zredukowała zadłużenie. W 4Q 2022 r. i w 1Q 2023 r. deweloper przedwcześnie wykupił obligacje na łączną kwotę 100 mln zł. Tym samym dług netto Grupy na koniec grudnia wyraźnie spadł do 194,8 mln zł z 243,1 mln zł na koniec września i 267,3 na koniec grudnia 2021 r. Deweloper dalej planuje ograniczanie zadłużenia finansowego.
- Na koniec grudnia wskaźnik długu netto do kapitałów własnych spadł z poziomu 64,9% na koniec września do 45,2% na koniec grudnia 2022 r. Zwracamy uwagę również na pozostający wciąż wysoki poziom zapasów, a w szczególności wyroby gotowe i kwotę 199,1 mln zł na – część z nich to lokale, których deweloper nie zdążył przekazać w poprzednich kwartałach i rozpoznanie ich w wynikach powinno być widoczne w kolejnych kwartałach
- Zarząd komunikuje, że w najbliższych latach, osiągnięcie celu marżowego zysku netto na poziomie 20% będzie trudne do realizacji, a wręcz niemożliwe.
- Na ten moment nie jest również pewna wysokość ewentualnej dywidendy za 2022 r. Deweloper uzależnia decyzję od trwałości pozytywnych trendów na rynku mieszkaniowym, które wystąpiły w I kwartale.

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2022	1-4Q 2022
Przychody	285,9	191,0	309,8	143,2	366,7
Zysk brutto ze sprz.	99,0	54,0	112,8	54,3	135,3
Marża brutto ze sprz.	34,6%	28,3%	36,4%	37,9%	36,9%
Zysk ze sprz.	81,1	35,6	87,7	37,4	109,3
Marża zysku ze sprz.	28,4%	18,6%	28,3%	26,2%	29,8%
Zysk netto	62,2	20,4	60,1	5,6	60,9
Marża netto	21,8%	10,7%	19,4%	3,9%	16,6%
Kapitał własny	367,3	356,9	404,9	374,8	430,7
Zadłużenie finansowe	189,2	285,3	295,9	330,9	260,2
Kredyty i inne	24,8	86,2	41,1	65,6	39,7
Obligacje	164,4	199,1	254,7	265,3	220,5
% obligacji w zadłużeniu	86,9%	69,8%	86,1%	80,2%	84,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	121,3	84,4	28,5	87,9	65,4
Dług netto	67,9	200,9	267,3	243,1	194,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	46,6%	49,0%	52,1%	61,6%	46,5%
Dług netto/KW	18,5%	56,3%	66,0%	64,9%	45,2%

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

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



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

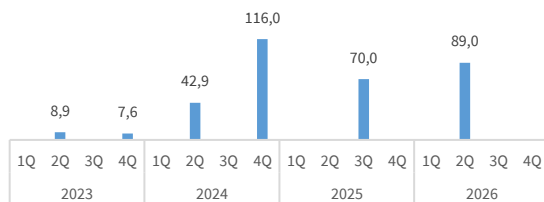
## MARVIPOL DEVELOPMENT

- Deweloper rozpoczął rok bardzo dobrze. Sprzedaż w 1Q br. wyniosła 107 jednostek wobec 55 kwartał wcześniej i 67 rok wcześniej. W ciągu ostatnich dwóch lat tylko dwa razy udało się Emitentowi przebić barierę 100 sprzedanych mieszkań. Poprzednio miało to miejsce w 4Q 2021 r.
- Poziom oferty dewelopera nadal nie jest zbyt wysoki. W obecny rok Spółka wchodziła z ofertą na poziomie 569 lokali, vs 623 kwartał wcześniej i 539 rok wcześniej. W 2023 r. deweloper planuje rozpocząć budowę ponad 320 mieszkań. W ubiegłym roku Spółka wstrzymała realizację części projektów, co pomogło również w stabilizacji CF. W obecnym roku sytuacja pod względem potencjalnej sprzedaży wydaje się być lepsza, stąd w drugiej połowie roku być może będziemy mogli zobaczyć większą skłonność do uruchamiania kolejnych inwestycji.
- Liczba przekazanych lokali w 1Q 2023 r. wyniosła 103 jednostki vs 296 kwartał wcześniej i 157 rok wcześniej. Na wynik bieżącego kwartału wpływ miało głównie przekazanie lokali w projektach Studio Okęcie (94 lokale) i Unique Tower (7 lokali). Potencjał przekazania na ten rok to 487 lokali, z czego prawie połowa to inwestycja Lazurova Concept.
- Dług netto części mieszkaniowej dewelopera ukształtował się na poziomie ok. 274,7 mln zł wobec 263,5 mln zł kwartał wcześniej i 163,8 mln zł rok wcześniej. Względem kapitału własnego zadłużenie wyniosło 76,6% vs 79,1% kwartał wcześniej i 54,7% rok wcześniej.
- Mimo słabej sytuacji rynkowej, struktura zapadalności obligacji dewelopera nie budzi naszych zaniepokojenia. W kwietniu Spółka przeprowadziła dwie emisje prowadzone równolegle. Oferta na kwotę 54 ml zł została skierowana do inwestorów kwalifikowanych, natomiast druga prowadzona była w trybie oferty publicznej.
- Ponadto zarząd zarekomendował WZA niewypłacanie dywidendy za 2022 r. Pod koniec kwietnia WZA przegłosowało uchwałę dot. przeznaczenia zysku na kapitał zapasowy. Zarówno wpływy z potencjalnej emisji jak i brak dywidendy pozwolą deweloperowi złapać oddech w okresie słabszej sprzedaży. Jednocześnie zatrzymana gotówka w bilansie dewelopera pozwoli na przygotowanie zwiększonej oferty w okresie bardziej sprzyjających warunkach i większego popytu. Przypominamy, że polityka dywidendowa z 2020 r. zakładała wypłatę dywidendy w wysokości 40% za 2022 r. i 50% za 2023 r. i każdy kolejny rok obrotowy.

w mln zł <sup>1</sup>	2019	2020	2021	1-3Q 2022	1-4Q 2022
Przychody	290,8	431,4	360,9	316,5	481,8
Zysk brutto ze sprzedaży	67,0	105,8	105,7	79,2	131,9
Marża brutto ze sprz.	23,0%	24,5%	29,3%	25,0%	27,4%
Zysk netto	24,2	52,0	57,1	34,1	62,1
Marża netto	8,3%	12,1%	14,5%	8,3%	10,6%
Kapitał własny	233,0	339,3	299,3	333,1	358,7
Zadłużenie finansowe	380,3	347,4	346,7	428,5	407,3
Kredyty i inne	168,7	125,5	74,3	140,8	152,0
Obligacje	211,6	221,9	272,4	287,7	255,4
% obligacji w zadłużeniu	55,6%	63,9%	78,6%	67,1%	62,7%
Gotówka	97,7	121,5	183,0	164,9	132,6
Dług netto	282,6	225,9	163,8	263,5	274,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	76,1%	64,1%	73,0%	69,2%	63,3%
Dług netto/KW	121,3%	66,6%	54,7%	79,1%	76,6%

<sup>1</sup> Wydzielony segment deweloperski

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



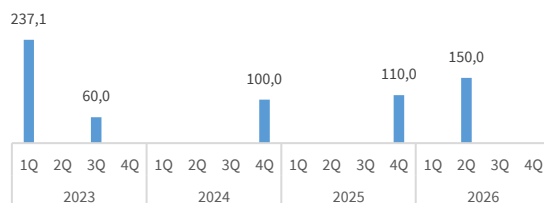
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## ROBYG

- Przypomnijmy, w marcu 2022 r. TAG Immobilien sfinalizował przejęcie 100% akcji Robyga. Trzy lata temu niemiecka Grupa nabyła Vantage Development i zakończyła tym samym proces integracji działalności w Polsce. Strategia Grupy Robyga w porozumieniu z TAG Immobilien zakłada, że Robyga nadal ma działać w segmencie sprzedaży mieszkań dla klienta detalicznego, natomiast Vantage Development będzie rozwijać działalność PRS.
- W 1Q 2023 r. deweloper znalazł nabywców na 736 lokali vs 680 kwartał wcześniej i 638 rok wcześniej. Są to najlepsze wyniki sprzedażowe od 4Q 2021 r. Dane dot. kontraktacji netto.
- Plany dewelopera na bieżący rok obejmują sprzedaż do klienta detalicznego na poziomie ponad 2500 lokali, a więc o prawie połowę mniej niż w rekordowym 2021 roku.
- Przekazania sięgnęły 484 jednostek vs 2329 kwartał wcześniej i 278 rok wcześniej. W całym 2022 r. deweloper przekazał ok. 3500 mieszkań vs 2941 rok wcześniej.
- Oferta Robyga od 2Q 2022 r. pozostaje na relatywnie wysokim poziomie w stosunku do wcześniej notowanych okolic 2000-2600 mieszkań. W 2023 r. deweloper wszedł z ofertą prawie 4400 lokali.
- W marcu deweloper poinformował o rozpoczęciu negocjacji z luksemburskim funduszem inwestycyjnym w zakresie umowy joint-venture. Umowa ma dotyczyć nabycia gruntów o wartości 100 mln USD. Robyga zakłada przeniesienie do JV własnych projektów o potencjale przekraczającym 100 tys. m<sup>2</sup> PUM i nabycie dodatkowych projektów. Robyga będzie posiadał 50% udziałów w JV.
- Wskaźniki zadłużenia uległy poprawie w stosunku do wyników za 3Q 2022 r. Dług netto do kapitału własnego osiągnął na koniec grudnia 2022 r. poziom 54,2% vs 68,1% kwartał wcześniej i 25,1% rok wcześniej.
- W grudniu deweloper zamknął emisję trzyletnich (spółka wcześniej regularnie finansowała się pięcioletnimi papierami) obligacji na kwotę 110 mln zł, z czego blisko połowę emisji rozliczono obligacjami zapadającymi w marcu 2023 r.

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2022	1-4Q 2022
Przychody	1115,2	1105,3	1299,9	508,7	1505,5
Zysk brutto ze sprz.	275,4	305,0	370,1	143,3	410,8
Marża brutto ze sprz.	24,7%	27,6%	28,5%	28,2%	27,3%
EBIT	239,4	269,2	490,6	165,9	438,8
Marża EBIT	21,5%	24,4%	37,7%	32,6%	29,1%
Zysk netto	202,1	213,5	397,1	138,1	353,6
Marża netto	18,1%	19,3%	30,5%	27,2%	23,5%
Kapitał własny	777,2	970,9	1 380,4	929,0	1 138,8
Zadłużenie finansowe	706,0	570,5	642,7	824,3	1041,6
Kredyty i inne	197,1	65,4	30,0	214,3	370,3
Obligacje	508,9	505,0	612,6	610,0	671,3
% obligacji w zadłużeniu	72,1%	88,5%	95,3%	74,0%	64,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	374,0	178,1	296,9	191,9	424,5
Dług netto	331,9	392,3	345,8	632,4	617,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	67,7%	62,3%	60,3%	75,0%	67,7%
Dług netto/KW	42,7%	40,4%	25,1%	68,1%	54,2%

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



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

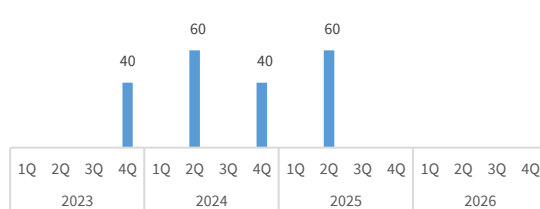
## RONSON

- Przypomnijmy, że pod koniec kwietnia ub. roku nastąpiło wycofanie akcji z obrotu na GPW. Zarząd deklarował, że spotkania i prezentacje inwestorskie będą odbywać się co pół roku. Obecnie bazujemy na informacjach zawartych w raporcie rocznym za 2022 r. i raportach bieżących.
- W 1Q br. Ronson znalazł nabywców na 223 lokali vs 144 kwartał wcześniej i 99 rok wcześniej. Cel sprzedażowy na bieżący rok wynosi około 700 jednostek, w stosunku do zakontraktowanych w 2022 r. 442 mieszkań.
- Oferta na koniec grudnia 2022 r. wyniosła 1380 jednostek vs 1512 kwartał wcześniej i 785 rok wcześniej. Ronson komunikował wcześniej chęć znaczącego uzupełnienia oferty w 2Q 2022 r. i jest to zauważalny skok liczby lokali w ofercie. Najwyższy od co najmniej 2016 r. Przy bardziej sprzyjającym otoczeniu rynkowym powinno przełożyć się to na liczbę zawieranych umów deweloperskich.
- Liczba przekazanych jednostek wyniosła 44 w 1Q 2023 r. W całym 2022 r. deweloper przekazał 746 jednostek vs 1007 w 2021 r.
- Deweloper uważa początek roku za satysfakcjonujący i widzi zwiększoną aktywność klientów sugerując odbicie rynkowe. Spółka oczekuje na dobry wynikowo 2Q 2023 r. gdzie zbiega się oddanie kilku inwestycji.
- Dług netto dewelopera wyniósł 177,8 mln zł vs 133,2 mln zł kwartał wcześniej i 175,9 mln zł rok wcześniej. W stosunku do kapitału własnego 39,4% vs 30,8% na koniec 3Q 2022 r. i 41,9% na koniec grudnia ubiegłego roku. Zadłużenie dewelopera od 2022 r. utrzymuje się na stabilnych poziomach, przypominamy że w maju Spółka wykupiła obligacje serii T w wysokości 50 mln zł, a warto wspomnieć o znacznych zakupach gruntów w ubiegłym roku. W marcu 2023 r. podpisano finalną umowę nabycia działki na Ochocze w Warszawie za 7,1 mln zł.
- W lutym 2022 r. deweloper poinformował o dwóch umowach z kilkoma funduszami zagranicznymi, które zobowiązały się do zainwestowania w emitenta łącznie 60 mln szekli izraelskich, tj. ok. 74,6 mln zł.
- Spółka wstępnie deklaruje, że rozpoczęcie współpracy z inwestorem PRS i uruchomienie projektów na większą skalę będzie możliwe najwcześniej w połowie roku.

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2022	1-4Q 2022
Przychody	232,6	401,2	480,9	199,4	300,3
Przychody	223,5	400,3	457,7	199,4	300,3
Zysk brutto ze sprz.	41,5	85,2	86,5	48,8	79,4
Marża zysku ze sprz.	18,6%	21,3%	18,9%	24,5%	26,5%
Zysk brutto ze sprz.	44,3	86,2	84,7	48,8	79,4
Marża brutto ze sprz.	19,1%	21,5%	17,6%	24,5%	26,5%
Kapitał własny	350,5	379,8	420,0	432,1	451,4
Zadłużenie finansowe	200,8	230,1	250,8	210,5	219,7
Kredyty i inne	12,9	0,0	1,6	8,3	16,3
Obligacje	188,0	230,1	249,2	202,3	203,4
% obligacji w zadłużeniu	93,6%	100,0%	99,4%	96,1%	92,6%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	91,8	117,5	74,9	77,4	41,8
Dług netto	109,1	112,6	175,9	133,2	177,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	62,8%	59,5%	56,5%	57,7%	55,0%
Dług netto/KW	31,1%	29,6%	41,9%	30,8%	39,4%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

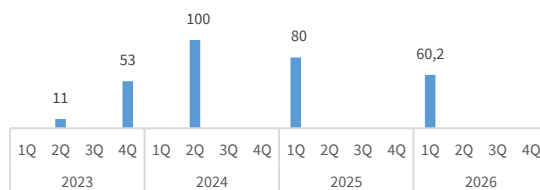
## Victoria Dom

- Wyniki finansowe za 2022 r. Spółka publikuje dopiero 12 maja 2023 r., jednak wstępne wyniki Victorii Dom znane nam są od początku lutego.
- W 1Q 2022 r. deweloper podpisał umowy na sprzedaż 366 lokali, w 4Q 2022 r. Spółka sprzedała 238 lokali, zaś w 1Q 2022 r. sprzedaż wyniosła 311 mieszkań. W całym 2022 r. Victoria znalazła nabywców na 1208 lokali, a więc o 25% mniej niż rok wcześniej. W bieżącym roku deweloper planuje osiągnięcie kontraktacji na poziomie co najmniej 1500 mieszkań.
- Na początku 2023 r. Spółka poinformowała, że poza rozwojem na obecnych rynkach (Warszawa i Kraków) planuje wejść z ofertą mieszkaniową również do Trójmiasta.
- Według wstępnych wyników za 2022 r. Victoria Dom zaraportowała 538,7 mln zł przychodów vs 515,1 mln zł rok wcześniej. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 32,6% vs 35,5% rok wcześniej i zysk netto na poziomie 77,6 mln zł vs 91,0 mln zł rok wcześniej.
- Emitent wciąż jest relatywnie mocno zalewarowany w porównaniu do grupy porównawczej. Dług netto na koniec grudnia 2022 r. wyniósł 315,3 mln zł vs 252,4 mln zł na koniec 2021 r. W stosunku do kapitału własnego zadłużenie netto wyniosło kolejno 80,2% na koniec grudnia 2022 r., 98,2% na koniec 1H 2022 r. i 73,6% na koniec 2021 r. Opisując wyniki w poprzedniej edycji raportu liczyliśmy, że większa liczba przekazania w ostatnim kwartale roku, które obserwujemy u większości deweloperów, pozwoli na poprawę sytuacji zadłużeniowej Emitenta, jednak nic takiego się nie wydarzyło. Należy jedynie oczekiwać, że najtrudniejsza sytuacja na rynku mieszkaniowym jest już za nami i to pozwoli Spółce nieco ograniczyć zadłużenie.
- Ponadto, deweloper przez kilka ostatnich lat realizował strategię dynamicznego rozwoju, dzięki czemu, korzystając na dobrej koniunkturze rynkowej, notował nadwyżkę sprzedaży nad przekazaniami. W obecnym roku plany w zakresie sprzedaży są nieco bardziej stonowane, co oznacza potencjalnie mniejszą liczbę rozpoczętych projektów, a tym samym mniejsze zapotrzebowanie na kapitał obrotowy i finalnie poprawę przepływów operacyjnych.

w mln zł	2019	2020	2021	2022
Przychody	441,9	453,8	515,1	538,7
Zysk brutto ze sprzedaży	147,5	147,1	182,6	175,9
Marża brutto ze sprz.	33,4%	32,4%	35,5%	32,6%
Zysk netto	86,4	88,7	91,0	77,6
Marża netto	19,6%	19,6%	17,7%	14,4%
Kapitał własny	214,5	277,7	342,7	393,3
Zadłużenie finansowe	157,7	255,4	405,3	397,0
Kredyty i inne	36,0	83,7	103,5	101,3*
Obligacje	121,7	171,7	301,8	279,3*
% obligacji w zadłużeniu	77,2%	67,2%	74,5%	70,4%*
Środki pieniężne i ekwiwalenty	84,4	162,4	153,0	81,7
Dług netto	73,3	93,0	252,4	315,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	62,6%	68,0%	71,3%	68,7%
Dług netto/KW	34,2%	33,5%	73,6%	80,2%

\* dane finansowe za 1H 2022 r.

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

W ostatnim kwartale 2022 oraz w pierwszych miesiącach 2023 zobaczyliśmy w końcu ożywienie na rynku nieruchomości. Mowa tu nie tylko o rynku mieszkaniowym, ale także o sektorze obiektów przemysłowych i parków handlowych. W ubiegłym roku na polskim rynku nieruchomości odnotowano transakcje inwestycyjne o wartości ponad 5,7 mld euro. Jednak odnotowano spadek transakcji na już wybudowane nieruchomości magazynowe. Przewiduje się jednak, że zainteresowanie kupujących tym produktem inwestycyjnym powróci w najbliższej przyszłości, ze względu na ograniczenie nowej podaży i presję na wzrost czynszów. Wystarczy spojrzeć na aktywność deweloperów: w Q1 2023 oddano najwięcej metrów kwadratowych nowoczesnej powierzchni handlowej od ośmiu lat. Z kolei lider europejskiego rynku powierzchni przemysłowych, Panattoni, pod koniec 2022 roku rozpoczęła realizację nowych inwestycji m.in. na Pomorzu i Śląsku. Do najważniejszych należy m.in. Panattoni Park Katowice Airport o powierzchni 215 tys. mkw. i wartości 161 mln euro, który będzie kolejną rekordową inwestycją tego dewelopera.

Po trudnym roku 2022, w którym wysokie stopy procentowe i inflacja mocno ograniczyły popyt na zakup nieruchomości, ożywienie widać również w sektorze mieszkaniowym. Zgodnie z danymi PKO BP, w I kw. 2023 r. średnia kwota płacona za metr kwadratowy mieszkania w sześciu największych polskich miastach (Warszawie, Krakowie, Wrocławiu, Łodzi, Poznaniu i Gdańsku) wzrosła o 3,9 proc. w ujęciu kwartalnym oraz o 4,7 proc. względem I kw. 2022 r.. Realnie, tj. po uwzględnieniu inflacji, stawki jednak nadal spadają. Mimo to, w najbliższym okresie analitycy spodziewają się dalszego stopniowego wzrostu sprzedaży i powrotu do trendu wzrostowego cen mieszkań. Istnieje kilka powodów, które przyczyniają się do tej sytuacji. Po pierwsze, obniżka buforu Kapitałowego Nadzoru Finansowego (KNF) poprawiła zdolność kredytową potencjalnych nabywców, co z kolei zwiększyło popyt na rynku nieruchomości. Po drugie, zapowiedź programu "Bezpieczny Kredyt 2%" na pierwsze

mieszkanie wywołała zainteresowanie wielu Polaków, którzy czekają na okazję, aby skorzystać z tej oferty. Deweloperzy już teraz przygotowują się na wzmożony wzrost popytu i intensywnie reklamują swoje inwestycje, co zwiększy jeszcze bardziej zainteresowanie rynkiem nieruchomości.

## Co jeszcze możemy zaobserwować na rynku nieruchomości?

Coraz więcej firm stawia na strategię zrównoważonego rozwoju i zwiększa znaczenie kwestii energetycznych w swoich decyzjach inwestorskich. Na popularności zyskują inwestycje typu "brownfield", co potwierdza ich rosnący udział w portfolioch deweloperów. Taka rewitalizacja terenów poprzemysłowych i aktywizacja niewykorzystanych zasobów, które przez lata były zaniedbywane sprzyja ochronie środowiska i wpisuje się w politykę zrównoważonego rozwoju w państwach członkowskich Unii Europejskiej. Rekultywacja terenów poprzemysłowych wiąże się z różnymi działaniami, m.in. dekontaminacją gleby, stabilizacją, wprowadzaniem nowych gatunków roślin. Proces ten sprawia, że stają się one bezpieczne dla ludzi i przyjazne dla środowiska, jednocześnie podnosząc ich wartość estetyczną i użytkową. Połączenie tej strategii z monitorowaniem zużycia energii staje się także priorytetem dla najemców. Jako dostawca rozwiązania Virtual Data Room widzimy też wzrost zapytań o tę usługę ze strony deweloperów. Firmy sprzedają swoje aktywa nieruchomościowe, zmieniają swoje struktury, dokonują przejęć i fuzji - to wszystko wskazuje na to, że w kolejnych miesiącach nie powinniśmy spodziewać się stagnacji na rynku nieruchomości.



Magda Zdunek,  
Business Development Manager  
w Fordata

## Jaką rolę pełni w tym Fordata?

Gwarantuje bezpieczne i wygodne narzędzie Virtual Data Room, z pełnym wsparciem doświadczonego zespołu dostępnego 24/7. Usprawnia realizację wielu procesów biznesowych. Dzięki systemowi data room umożliwiamy profesjonalistom z branży nieruchomości bezpieczne zarządzanie i udostępnianie nawet najbardziej poufnych dokumentów innym osobom, w tym doradcom, audytorom, potencjalnym inwestorom i partnerom biznesowym. Aplikacja VDR zabezpiecza większość formatów plików używanych w branży - mapy, plany budynków, pliki CAD .dwg .dxf i inne, eliminując konieczność tracenia czasu na konwersję plików do PDF, aby bezpiecznie udostępnić je inwestorom. Dodatkowo, zainteresowani nie potrzebują specjalistycznego oprogramowania do otwierania plików graficznych - mogą to wygodnie zrobić w ramach Virtual Data Room. Wystarczy laptop, tablet lub telefon i Internet.

Uczestniczyliśmy już w ponad 500 transakcjach na rynku nieruchomości komercyjnych, co czyni nas ekspertami w zakresie potrzeb firm, doradców i deweloperów powierzchni przemysłowych. Jesteśmy elastyczni i możemy dostosować ofertę do potrzeb użytkowników, niezależnie od tego, czy sprzedają pojedynczą nieruchomość, czy realizują wiele projektów inwestycyjnych w dłuższym okresie czasu

# Słownik pojęć

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

## Przyjęta w raporcie metodologia

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

## Zastrzeżenie

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

Osoby sporządzające niniejszy materiał działały z należytą starannością przy jego sporządzaniu. Niniejsza analiza oraz wnioski z niej wynikające oparte są na osobistych opiniach osób sporządzających niniejszy materiał i mają one charakter wyłącznie poglądowy.

Przy zbieraniu danych stanowiących podstawę niniejszego opracowania osoby działające w imieniu Domu Maklerskiego korzystały wyłącznie z ogólnodostępnych dokumentów oraz z materiałów uznawanych za wiarygodne. Dom Maklerski nie gwarantuje, że wskazane dane są kompletne i precyzyjne. W szczególności informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą ulec zmianie bez powiadomienia odbiorców.

Niniejszy materiał jest przeznaczony wyłącznie do celów informacyjnych oraz do użytku osób, które samodzielnie podejmują decyzje inwestycyjne. Niniejszy materiał nie stanowi porady inwestycyjnej ani rekomendacji. Dom Maklerski w żadnym przypadku nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału, nawet gdyby informacje w nim zawarte okazały się niezgodne ze stanem faktycznym.

Dom Maklerski nie będzie traktował odbiorców niniejszego materiału jako swoich klientów ze względu na fakt otrzymania przez nich tego dokumentu. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu Cywilnego oraz nie stanowi również zobowiązania do świadczenia jakichkolwiek usług na rzecz jakiegokolwiek podmiotu.

Dom Maklerski wykonywał zlecenie na rzecz wybranych podmiotów wskazanych w niniejszym opracowaniu w ramach emisji obligacji, które oni przeprowadzali.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym opracowaniu są objęte prawami autorskimi Domu Maklerskiego. Zabronione jest kopiowanie niniejszego opracowania, w całości lub części, streszczanie, korzystanie z jego fragmentów, cytowanie lub publiczne powoływanie się na niniejsze opracowanie, jak również jego omawianie lub ujawnianie osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody Domu Maklerskiego.

Autorzy materiału: Tomasz Puzyrewicz, Piotr Poddębniak

Zakończenie sporządzenia nastąpiło 15.05.2023 r. godz. 16:00



---

## Dane kontaktowe

---

### Tomasz Puzyrewicz

Dyrektor Departamentu Emisji Obligacji

Tel: 881 566 177

Mail: [tomasz.puzyrewicz@dmnavigator.pl](mailto:tomasz.puzyrewicz@dmnavigator.pl)

### Piotr Poddebniak

Analitik, Makler Papierów Wartościowych

Mail: [piotr.poddebniak@dmnavigator.pl](mailto:piotr.poddebniak@dmnavigator.pl)

## Navigator Dom Maklerski®

---

Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: +48 22 630 83 33

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

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

---

#### Autorzy strony 24:

---

### Magda Zdunek

Business Development Manager

Tel: +48 881 547 888

Mail: [magda.zdunek@fordata.pl](mailto:magda.zdunek@fordata.pl)

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

**fordata** 

Fordata Sp. Z o.o.

ul. Taczaka 24

61-819 Poznań