



**REAL ESTATE  
INDEX POLAND**

**RAPORT Q4 2024**

## Szanowni Państwo,

To był rok stabilizacji na rynku deweloperskim – pierwszy rok bez zawirowań w otoczeniu rynku – rok bez pandemii, wojny, inflacji, jednocześnie rok bez rządowych programów wsparcia, rok bez rajdu na stawkach najmu i napływu kapitału spekulacyjnego na rynek mieszkaniowy. Zatem gdyby wybrać jedno słowo do opisu 2024 r. na rynku mieszkaniowym – byłoby to słowo „stabilizacja”.

Po okresie ograniczenia nowych inwestycji deweloperzy weszli w 2024 r. z optymizmem, zwiększając liczbę nowych projektów – w skali całego kraju rozpoczęto budowę 233,8 tys. lokali mieszkalnych – to najlepszy wynik od trzech lat i zarazem wzrost o 23,6% względem poprzedniego roku. Podobny optymizm widzimy jeżeli chodzi o liczbę mieszkań z nowymi pozwoleniami na budowę – tu odnotowaliśmy roczny wzrost o 20,5%. Ostatni kwartał, porównując go do poprzednich kwartałów, nie dawał już tak optymistycznych sygnałów – rynek odnotował spadki zarówno liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto, jak i liczby mieszkań z nowymi pozwoleniami na budowę. Optymizm deweloperów zaczął się powoli wyczerpywać z uwagi na oddalającą się perspektywę jakichkolwiek rządowych programów wspierających kredytobiorców i rynek pierwotny. Te wartości - nowo rozpoczęte lokale i lokale z nowymi PnB – będą pewnie się pewnie kurczyły w 2025 r. Możliwe, że wrócą do rekordowo niskich poziomów z lat 2022-2023 r.

Podaż nowych, gotowych lokali mieszkalnych – tu brak powodów do optymizmu. Od dwóch lat podaż nowych lokali maleje, w porównaniu z rekordowym 2022 r. w ostatnim roku na rynek trafiło ich mniej o 16,2%. Wielkość podaży osiągnęła poziom najniższy od 2018 r. W sześciu największych ośrodkach miejskich – najniższy od 2015 r. W raporcie pokażemy, czy są szanse na wzrost podaży w nadchodzących latach, jak podaż podzieliła się pod względem lokalizacji i czy dalej rozwija się zjawisko rozlewania się miast.

Stabilizacja przyszła też na rynek kredytów hipotecznych – i to trzeba ocenić zdecydowanie pozytywnie – bo przełożyło się to, przynajmniej w ostatnim kwartale 2024 r., na stabilizację cen. Kolejna stabilizacja – cen najmu – spowodowała, że zmniejszył się napływ kapitału inwestycyjnego na rynek pierwotny. W drugiej połowie roku przestał spadać - po paru latach nieustannych spadków – wskaźnik dostępności cenowej mieszkań. Ceny mieszkań przestały uciekać wzrostom średnich płac.

Rynek, na którym nie było stabilizacji – co cieszy – tylko wzrosty, to rynek krajowych towarzystw funduszy inwestycyjnych. Przez cały ubiegły rok rosły aktywa zarządzane przez krajowe TFI – a tak długie cykle wzrostu aktywów zawsze przekładają się na wzrosty apetytu zarządzających na ryzyko. Jednocześnie obserwowaliśmy, że notowani na GPW deweloperzy przeprowadzili emisje o znacząco niższej wartości łącznej. To znowu dobry znak na 2025 r. – w portfelach TFI jest więcej miejsca na nowe emisje obligacji deweloperów, nawet pomimo tego, że w 2025 r. przypadają do wykupu obligacje o wartości o 30% niższej niż w 2024 r.

W naszym raporcie przyjrzymy się sytuacji deweloperów, których obligacje są (lub do niedawna były) notowane na rynku Catalyst. Obraz jest pozytywny: sprzedaż ustabilizowała się na poziomie zbliżonym do 2023 r., wzrosło zadłużenie netto, jednak utrzymuje się na akceptowalnym poziomie (wzrost wynikał głównie ze spadku stanu gotówki), deweloperzy odbudowują podaż.

Oczywiście daleko do rekordowych kwartałów w 2021 i 2023 r. – ale wtedy nabywcy mieszkań reagowali szturmem na mieszkania w reakcji na tani pieniądź (to rok 2021 i 2022) i dopłaty do kredytów i boom na rynku najmu (to rok 2022 r.). W 2024 r. widzimy wreszcie spokój – po raz pierwszy od 2019 r. mieliśmy dwa kolejne kwartały o prawie identycznym poziomie sprzedaży. Znowu – były to poziomy sprzedaży niższe o 35% od napędzanej „Bezpiecznym Kredytem 2%” sprzedaży w III kw. 2023 r., ale słowem – kluczem do opisu 2024 r. jest stabilizacja. Patrząc w szerszej perspektywie: sprzedaż analizowanej przez nas grupy deweloperów w ostatnich w dwóch ostatnich kwartałach 2024 r. była tylko o 16,3% niższa niż średnia kwartalna sprzedaż liczona od 2019 r. Warty odnotowania jest też powrót Dom Development na miejsce lidera sprzedaży w III i IV kw. 2024 r.

Co dalej zatem z rynkiem mieszkaniowym w 2025 r.? Na razie wiemy, że nadzieje na nowy program wsparcia rynku pierwotne zostały rozwiane ogłoszeniem zasad programu „Pierwsze klucze” – tu przynajmniej sytuacja została wyjaśniona po ponad roku oczekiwania. Czy program wpłynie na ceny? Może wpłynąć na przesunięcie inwestycji do mniejszych ośrodków oraz do powiatów otaczających największe miasta, impuls ceny na rynek pierwotny będzie miał pośredni i raczej słaby charakter. Inne impulsy mogą wpłynąć na rynek mieszkaniowy znacznie silniej: zapowiadane uwolnienie obrotu gruntami rolnymi – to droga w dobrym kierunku, bo w największych miastach ceny zakupu gruntu zaczynają stanowić główny składnik kosztów mieszkań. Jednocześnie zbliżamy się do końca obowiązywania ustawy „lex deweloper”, która w wielu miastach znacznie usprawniła proces inwestycyjny, czas pokaże, czy mające ją zastąpić Zintegrowane Plany Inwestycyjne sprawdzą się na terenach z miejscowymi planami. Uwolnienie potencjału gruntów w największych miastach to największe wyzwanie stojące przed krajowym rynkiem mieszkaniowym.

Rynek mieszkaniowy ciągle czeka też na REIT-y, a szerzej – na regulacje pozwalające na szersze wejście inwestorów instytucjonalnych na rynek najmu w największych miastach. Taka zmiana wpłynęłaby jednak bardzo mocno nie tylko na sam rynek najmu, ale także na samych deweloperów, sektor bankowy i ceny nowych mieszkań. Nie wydaje się jednak, aby rok 2025 mógł przynieść przełom w tej kwestii.

Mamy nadzieję na kolejny dobry rok dla deweloperów mieszkaniowych, stabilizację podaży i cen, lepszy dostęp do pozabankowych źródeł finansowania.

Zapraszamy do lektury!



## Więcej nowych inwestycji, spada liczba lokali oddawanych do użytku

W skali całego roku 2024 rynek mieszkaniowy wysyłał sprzeczne sygnały. Z jednej strony – w skali całego roku – ruszyły nowe inwestycje, z drugiej strony spadła podaż nowych mieszkań, do poziomu najniższego od siedmiu lat.

Zacznijmy jednak od paru uwag metodologicznych. Aktywność rynku mierzymy liczbą lokali, na które wydano pozwolenia na budowę oraz których budowę rozpoczęto. Te wartości lepiej odzwierciedlają nastrój deweloperów niż liczba lokali, które oddano do użytkowania. W analizach definiujemy sześć największych ośrodków miejskich następująco: Warszawa, Łódź, Wrocław, Kraków, Poznań, Trójmiasto (Gdańsk, Gdynia, Sopot). Jako okoliczne powiaty określamy wszystkie powiaty, które bezpośrednio graniczą z powyższymi ośrodkami miejskimi. Podawane w raporcie liczby lokali obejmują zarówno lokale w budynkach wielorodzinnych, jak i jednorodzinnych, w projektach realizowanych przez wszystkie rodzaje podmiotów na rynku (od indywidualnych inwestorów, poprzez gminy i spółdzielnie, aż do deweloperów).

Pokażemy rynek mieszkaniowy w trzech przekrojach – liczba lokali, na które wydano w danym okresie nowe pozwolenia na budowę (PnB), lokale, których budowę rozpoczęto oraz lokale oddane do użytkowania. Analizowane statystyki pokazują zarówno lokale mieszkalne w budownictwie wielorodzinnym, jak i jednorodzinnym, niezależnie od podmiotu, który prowadzi daną inwestycję (deweloper, inwestor indywidualny, jednostka samorządu terytorialnego).

W pierwszej kolejności przeanalizujemy liczbę lokali z nowo wydanymi PnB. W IV kw. 2024 r. wydano PnB na 71,2 tys. lokali mieszkalnych. W porównaniu z poprzednim kwartałem oznaczało to spadek 5,3%, zaś w porównaniu z ostatnim kwartałem 2023 r. rynek odnotował wzrost o 6,7%. W całym roku 2024 wydano PnB na 290,6 tys. lokali mieszkalnych – to wzrost o 20,6% w porównaniu z 2023 r. Jest to jednocześnie najwyższa liczba lokali z nowymi PnB od rekordowego 2021 r. (341 tys.). Przyjrzyjmy się długoletnim trendom: jeszcze w 2013 r. wydano PnB na zaledwie 138,7 tys. lokali (dwa razy mniej niż w 2024 r.), lecz począwszy od 2014 r. z każdym rokiem ta liczba stabilnie rosła, osiągając pułap 276,2 tys. po siedmiu latach wzrostów. W pandemicznym 2021 r. liczba ta wystrzeliła do 341 tys. lokali (wzrost roczny o 23%), by w popandemicznym (i jednocześnie wojennym i inflacyjnym) roku 2023 spaść o 13%. W kolejnym, 2023 r. liczba ta spadła o kolejne 19%. W tym kontekście wzrost do 290 tys. lokali nie jest przetomem, lecz raczej powrotem do trendu wzrostowego z lat 2014-2029 – ostatni rok, jak już wspominaliśmy, był pierwszym od 2019 r. okresem bez istotnych zdarzeń o charakterze egzogenicznym (pandemia, wojna, uchodźcy, inflacja), jak i bez rządowych programów mieszkaniowych. Należy jednak dodać, że ekstrapolując trend 2014-2019 do 2024 r., ubiegły rok sytuowałby się poniżej tego trendu.

Spadki w IV kw. (jak i wzrost w skali roku) nie rozłożyły się równomiernie. W IV kw. 2024 r. widać to szczególnie w sześciu największych miastach. Przy spadku 5,3% w skali całego kraju, najbardziej ucierpiała Łódź – kwartalny spadek o 39,5% i roczny 12,3% znamionują dużą niepewność co do kierunku tego miasta. Duże spadki w ostatnim kwartale odnotował też Wrocław (-55,4%, jednak przy rocznym wzroście o 38,9%). Dwucyfrową ujemną dynamikę w ostatnim kwartale odnotował też Kraków (spadek kwartalny o 13,9%), jednak przy rocznym wzroście o 55,4%. W Warszawie w ostatnim kwartale 2024 r. wydano pozwolenia na 4,8 tys. lokali mieszkalnych – oznacza to kwartalny wzrost o 13,2% i roczny o 36,2%. Wysokie kwortalne dynamiki wzrostu widać przede wszystkim w Poznaniu (wzrost q/q o 39,5%) i Trójmieście (q/q 68,6%, r/r 35,2). W skali sześciu największych miast ostatni kwartał przełamywał dodatni trend z

poprzednich kwartałów – liczba lokali z PnB spadła w tych ośrodkach o 17,0%. Co ważne, w ostatnim kwartale prawie podwoiła się (wzrost o 90,7%) liczba lokali z nowymi PnB w pozostałych miastach wojewódzkich. Podsumowując, w całym 2024 r. jak i ostatnim kwartale pod względem liczby lokali z nowymi PnB konsekwentnie na ścieżce wzrostu były: Warszawa, Trójmiasto i miasta wojewódzkie poza największą szóstką.

Przejdźmy teraz do liczby lokali mieszkalnych, których budowę rozpoczęto. W skali całego 2024 r. rozpoczęto w Polsce budowę 233,8 tys. lokali mieszkalnych – to trzeci najlepszy rok od początku lat dziewięćdziesiątych. Wzrost w porównaniu do 2023 r. wyniósł 23,7%, w skali kwartału dynamika była już ujemna – odnotowaliśmy spadek o 11,4%. W porównaniu z analogicznym kwartałem 2023 r. ostatni kwartał 2024 r. było tylko lekko lepszy (wzrost o 4,3%), jednak znacząco lepszy wobec ostatniego kwartału 2022 r. (wzrost o 47%). Był to też drugi kolejny kwartał ze spadkiem liczby rozpoczynanych lokali mieszkalnych (spadek q/q 11,4%). Do rekordowego w ostatnich latach II kw. 2021 r. dzieli analizowany okres też sporo – spadek o 35%). Od początku 2023 r., kwartał po kwartale rosła liczba mieszkań, których budowę rozpoczynano, jednak od połowy 2024 r. widzimy odwrócenie tego trendu, długo zanim osiągnęliśmy wartości zbliżone do rekordowego 2021 r.

Warto jednak zaznaczyć, że w skali roku był to dobry rok pod względem rozpoczynanych inwestycji mieszkaniowych – rynek przewyższył trend spadkowy (z jednorazowym pikim w 2021: popandemicznym roku taniego pieniądza). Jeszcze w 2019 r. rozpoczęto budowę 237,3 tys. mieszkań – ale potem rok po roku (za wyjątkiem nietypowego 2021 r.) rynek odnotowywał spadki, aż do poziomu 189,1 tys. rozpoczętych lokali w 2023 r. (najniższy wynik od 2016 r.). Dopiero 2024 r. przyniósł wzrost – i co warte podkreślenia – wzrost w warunkach drogiego pieniądza, braku rządowych programów wsparcia i stabilizacji na rynku najmu.

Dynamika liczby rozpoczynanych lokali była bardzo różna w zależności od lokalizacji. Tu zdecydowanie na czele wzrostów jest Łódź – wzrost kwartalny o 94,3% i roczny wzrost o 106,7%. W żadnym innym mieście z największej szóstki nie odnotowano nawet zbliżonej dynamiki: w drugim w kolejności Trójmieście odnotowano w IV kw. 2024 r. wzrost liczby rozpoczynanych mieszkań o 24,9 % (r/r wzrost o 36,8%). W ostatnim kwartale ub r. odnotowano spadki jedynie w Poznaniu (-20,9%) i Wrocławiu (-45,9%). Łącznie w sześciu największych polskich miastach w IV kw. 2024 r. rozpoczęto budowę 52,3 tys. lokali mieszkalnych – oznacza to spadek o 11,4% w stosunku do poprzedniego kwartału. W skali całego 2024 r. w tych miastach liczba lokali, których budowę rozpoczęto wzrosła o 23,7%.

Porównując liczbę lokali, których budowę rozpoczęto w całym 2024 r. z 2023 r. widzimy wyraźny wzrost (o 23,7%), który jednak rozłożył się bardzo nierównomiernie. Zaskakującym liderem wzrostu, i to liderem zostawiającym resztę daleko za sobą, jest Łódź – wzrost r/r o 106,7%. W pozostałych z sześciu największych miast (z jednym wyjątkiem, o którym zaraz) wzrosty r/r były w granicach 17-36% - barierę trzydziestoprocentowego wzrostu przekroczyły Poznań (35,4%) i Trójmiasto (36,8%). Wyjątkiem była Warszawa, gdzie roczny wzrost wyniósł zaledwie 4,6%). W Warszawie rozpoczęto w całym 2024 r. budowę 16,1 tys. mieszkań - to wynika najlepszy od 2021 r. (18,0 tys.) i znacząco lepszy od rekordowo słabego 2022 r. (zaledwie 13,5 tys. - wynik najniższy od 2013 r.).

Widać wyraźnie, że pomimo dwóch kolejnych wzrostowych lat podaż mieszkań w Warszawie będzie się kurczyć – w latach 2015-2019 r. corocznie rozpoczynano budowę ponad 20 tys. mieszkań, w 2020 r. liczba ta spadła do zaledwie 15,2 tys. by już nie przekroczyć pułapu 20 tys.

# Rynek mieszkaniowy

W pięciu kolejnych latach 2020-2024 rozpoczęto budowę 78,4 tys. lokali, podczas gdy podczas poprzednich czterech lat (2015-2019) rozpoczęto budowę 111,4 tys. mieszkań: produkcja mieszkań w ciągu ostatnich pięciu lat spadła zatem o 30%. Przełoży się to wyraźnie na podaż nowych lokali w Warszawie w następnych paru latach oraz zapewne ustabilizuje ceny, przynajmniej w najdroższych lokalizacjach. Jedną z przyczyn takiego stanu rzeczy jest dostępność działek budowlanych oraz ich ceny – w centrum ceny w przeliczeniu za 1 m<sup>2</sup> PUM dochodzą czasami do 20 tys. zł.

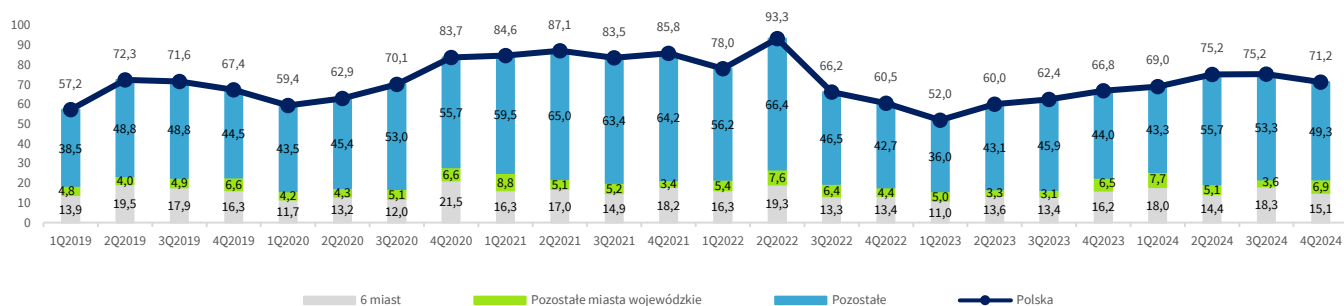
Ostatnią kategorią, którą się zajmujemy, jest liczba lokali mieszkalnych oddanych do użytkowania. Tu ostatni kwartał 2024 r. przyniósł lekki wzrost – w skali całego kraju oddano do użytkowania 54,5 tys. lokali mieszkalnych – oznacza to wzrost w porównaniu do poprzedniego kwartału o 9,5%, lecz mamy tu do czynienia z wyraźną sezonowością – ostatni kwartał roku przynosi od lat największą liczbę mieszkań oddawanych do użytkowania. Porównując zatem ostatnie kwartały w latach 2019-2024 widzimy wyraźny trend spadkowy, utrzymujący się od dwóch lat. W

rekordowym 2022 r. w ostatnim kwartale oddano do użytkowania 71,3 tys. mieszkań, w IV kw. 2023 r.: 59,1 tys., w IV kw. 2024 r.: 54,5 tys. – spadek o 7,7%. Jest to zarazem najgorszy ostatni kwartał od przynajmniej od 2018 r. (49,9 tys. mieszkań).

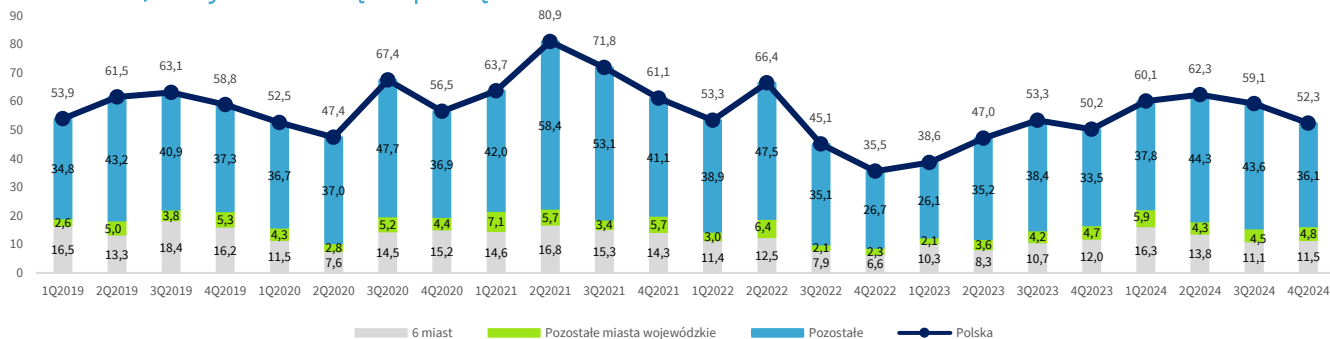
W skali całego roku 2024 widzimy pogłębienie się trendu spadkowego: w ostatnim roku oddano do użytkowania 199,9 tys. mieszkań – to najniższy wynik od 2018 r. (185,1 tys.). W latach 2019-2023 oddawano rocznie ponad 200 tys. mieszkań (w rekordowym roku 2022 r.: 238,6 tys. – był to zarazem najlepszy rok pod tym względem od 1979 r.). W 2024 r. spadek r/r wyniósł 9,3% - był to jednocześnie drugi kolejny spadkowy rok i wyraźnie odwrócenie wzrostowego trendu z lat 2015-2022 (porównywalny wzrostowy trend miał miejsce w latach siedemdziesiątych).

W poszczególnych miastach z największej szóstki kierunki zmian rocznych były różne. W części z nich widzieliśmy wzrosty: Łódź (5,3%), Poznań (9,3%), Trójmiasto (11,0%), w pozostałych były widoczne spadki: największe we Wrocławiu (-26,4%).

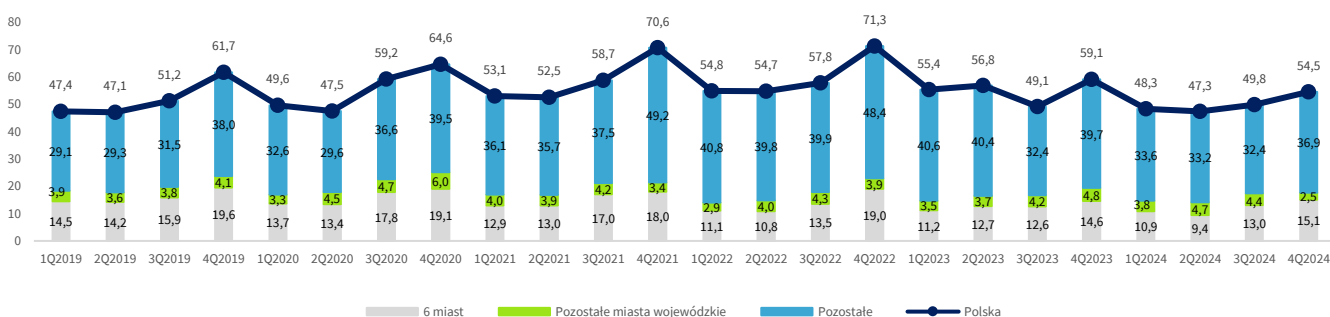
## Wydane pozwolenia na budowę – liczba lokali mieszkalnych



## Liczba lokali, których budowę rozpoczęto



## Liczba lokali oddanych do użytkowania



# Rynek mieszkaniowy

W Warszawie w 2024 r. oddano do użytkowania 14,7 tys. lokali mieszkalnych, co oznaczało spadek o 6,4% w porównaniu z 2023 r. Warto zauważyć, że w Warszawie szczyt liczby oddawanych mieszkań nastąpił wcześniej niż w Polsce – rekordowy był 2020 r. z 23,5 tys. oddanych mieszkań. Po 2020 r. liczba oddawanych w Warszawie mieszkań utrzymywał się poniżej 20 tys. lokali rocznie. Widzimy też różnicę pomiędzy sześcioma największymi miastami i pozostałymi miastami wojewódzkimi – w największej szóstce liczba lokali oddanych do użytku spadła w 2024 r. o 5,2% r/r, natomiast w pozostałych miastach wojewódzkich wzrosła o 7,1% (przy ogólnokrajowym trendzie spadkowym).

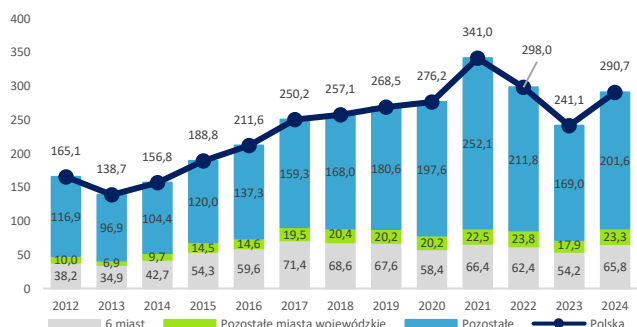
W 2025 r. podaż gotowych lokali odczuje napływ gotowych lokali z rekordowego pod względem rozpoczętych lokali 2021 r. (277,4 tys. rozpoczętych lokali – wynik gorszy tylko minimalnie od rekordowej pod tym względem II połowy lat siedemdziesiątych), jednak w kolejnych latach podaż gotowych lokali, szczególnie w

największych miastach będzie spadać – to owoce spadku nowych budów w największej szóstce od 2022 r. (z jednorocznym odbiciem w 2024 r.). Można przewidywać, że najwięksi deweloperzy, mimo posiadania dużych banków ziemi w dużych miastach, nie będą forsować wzrostów wolumenów sprzedaży kosztem cen.

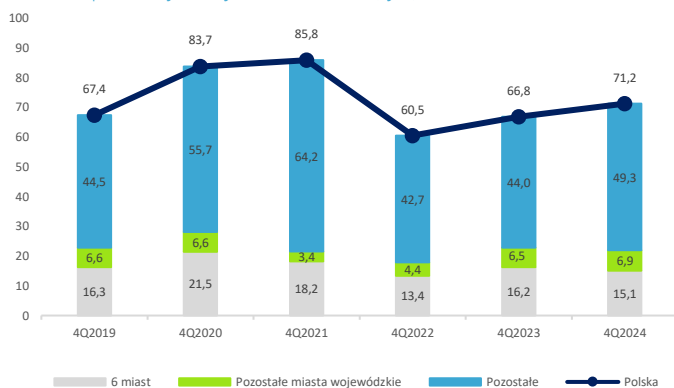
Ogłoszone rządowe programy mieszkaniowe („Klucz do mieszkania” i „Pierwsze klucze”) nie powinny, w odróżnieniu od poprzednich programów, mieć znaczącego wpływu na ceny i podać na rynku pierwotnym – to zatem jeszcze jedna przesłanka na rzecz stabilizacji rynku mieszkaniowego w najbliższych latach.

## Wydane pozwolenia na budowę – liczba lokali mieszkalnych

Okresy roczne (tys.)

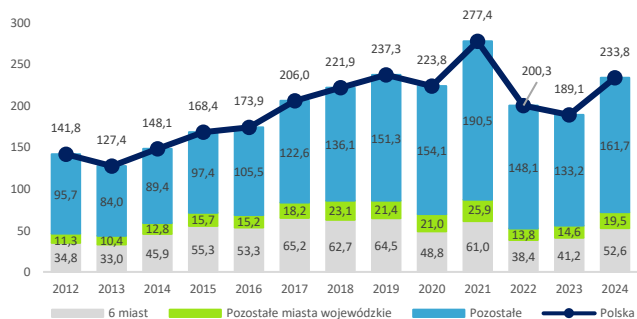


Dane w porównywalnych kwartałach (tys.)

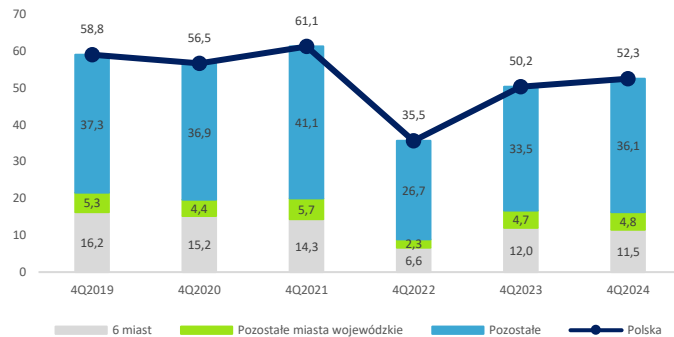


## Liczba lokali, których budowę rozpoczęto

Okresy roczne (tys.)

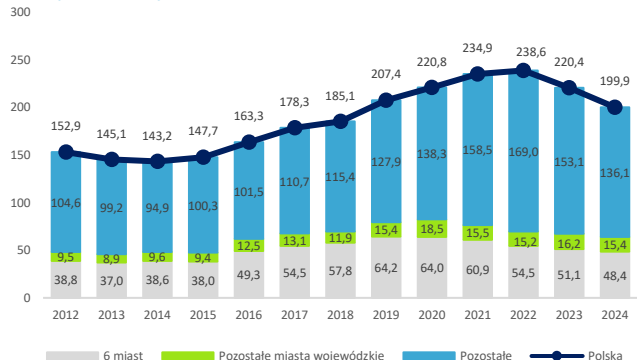


Dane w porównywalnych kwartałach (tys.)

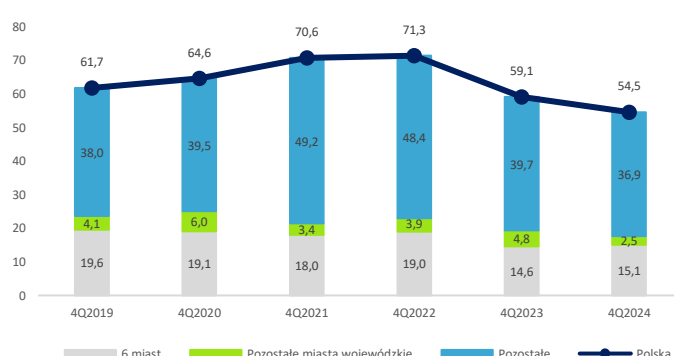


## Liczba lokali oddanych do użytkowania

Okresy roczne (tys.)



Dane w porównywalnych kwartałach (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

# Rynek mieszkaniowy

## Gdzie się budowało?

W IV kw. 2024 r. oraz w całym 2024 r. obserwowaliśmy lekki trend powrotu nowych (lokale z PnB i rozpoczęte) inwestycji do sześciu największych miast Polski. Przyjrzyjmy się zatem, jak wyglądały rozkłady geograficzne w naszych trzech kategoriach analitycznych.

Zacznijmy od lokali z nowo wydanymi pozwoleniami na budowę. W IV kw. 21% lokali z nowymi PnB zlokalizowanych było w sześciu największych miastach – poza II kw. 2024 r. udział największej szóstki utrzymuje się stabilnie w granicach 20-24% od początku 2022 r., z wyraźną zwyżką na przełomie 2023/2024. Oznacza to powrót do trendu sprzed 2020 r. kiedy w największej szóstce zlokalizowanych było około 25% mieszkań z nowymi PnB.

W okresie pandemii obserwowaliśmy odpływ lokali z nowymi PnB poza największe miasta – w okresie III kw. 2020 – III kw. 2021 r. utrzymywał się w przedziale 17%-19% (za wyjątkiem jednego kwartału). W ostatnim kwartale ubr. wzrósł też udział mieszkań z nowymi PnB w pozostałych miastach wojewódzkich: osiągnął 10%, po spadkach w okresie II kw. – III kw. 2024 r. do poziomu ok. 6%.

W skali całego roku udział lokali z nowymi PnB w sześciu

największych miastach rośnie nieprzerwanie od końca pandemii: w 2021 r. osiągnął minimalny poziom 19,5%, by w 2024 r. dojść do 22,6%. Warto jednak przypomnieć, że w rekordowych pod tym względem latach 2015-2016 ponad 28% lokali z nowymi PnB przypadało na największą szóstkę.

Podobnie jak z liczbą lokali z nowymi PnB sytuacja wygląda z lokalami, których budowę rozpoczęto. Znowu jak z lokalami z PnB – 2024 r. był drugim kolejnym rokiem ze wzrostem udziału tej kategorii z sześciu największych miastach. Ich udział wyniósł 22,5%. I podobnie jak z lokalami z PnB – ciągle daleko jest największej szóstce do udziału z lat 2014 – 2017, kiedy ich udział wynosił ponad 30% (32,8% w rekordowym 2015 r.). Co ciekawe, udział pozostałych miast wojewódzkich jest stabilny od miast jest stabilny od 2012 i utrzymuje się w przedziale ok. 7% - 9%.

Jeżeli chodzi o lokale oddane do użytkowania – w 2024 r. udział sześciu największych miast wyniósł 24,2%, wobec 23,2% w 2023 r. i 22,8% w 2022 r. Tu też widzimy łagodny trend powrotu do największych miast. W IV kw. 2024 r. udział ten wyniósł już 28% - blisko rekordowych poziomów z lat 2017-2019 (średnio ok. 31%).

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



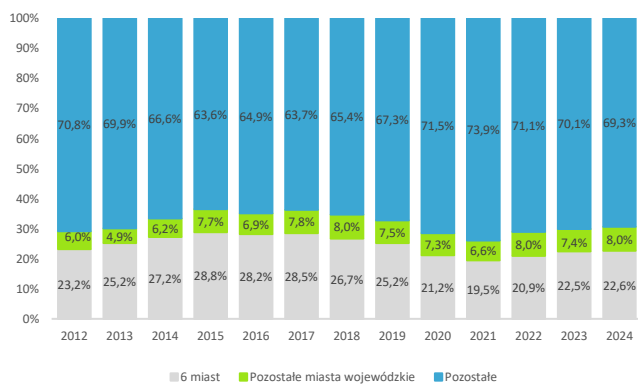
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

# Rynek mieszkaniowy

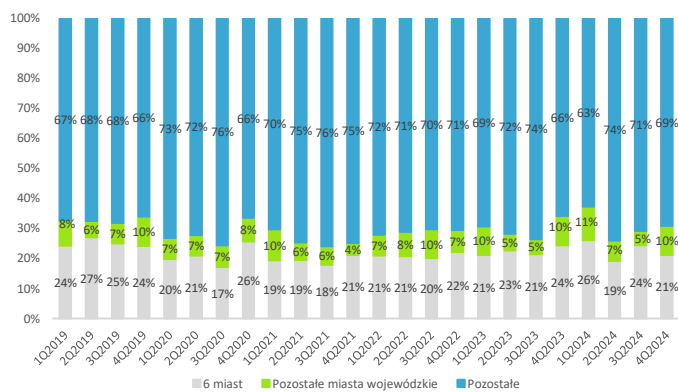
Wydaje się, że jedną z głównych przyczyn stojących za powrotem inwestycji mieszkaniowych do sześciu największych miast jest rosnąca rola zakupów inwestycyjnych – przyczyniła się do tego w szczególności hossa na rynku najmu, która rozpoczęła się na wiosnę 2022 r. Rynek najmu przed 2022 r. doświadczał spadków cen (zarówno w okresie pandemii, jak i długookresowo – od lat dziewięćdziesiątych), natomiast gwałtowne odbicie cen najmu nastąpiło najmocniej w największych miastach. Stąd też koncentracja zakupów inwestycyjnych w tych miastach, wspomaganą przez tani pieniądz z czasów pandemii. Stabilizacja cen najmu może spowodować mniejszy wpływ kapitału spekulacyjnego na rozkład geograficzny nowych inwestycji mieszkaniowych w Polsce.

Poza trendem powrotu nowych inwestycji do największych miast mamy – od czasów pandemii – trend rozlewania się miast (city sprawl). Trend ten stał się szczególnie widoczny w okresie pandemii – ale na jego popularność, poza rozpowszechnieniem się pracy zdalnej, złożyła się także coraz mniejsza dostępność działek budowlanych w największych miastach. Analizując natężenie rozlewania się miast, porównaliśmy liczbę lokali, których budowę rozpoczęto w Warszawie oraz 6 największych miastach oraz analogiczną liczbę lokali, których budowę rozpoczęto w powiatach granicznych odpowiednio z Warszawą oraz z sześcioma największymi miastami.

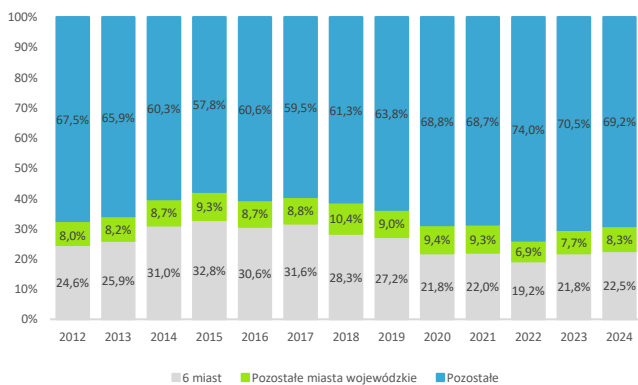
Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenie na budowę – okresy roczne(%)



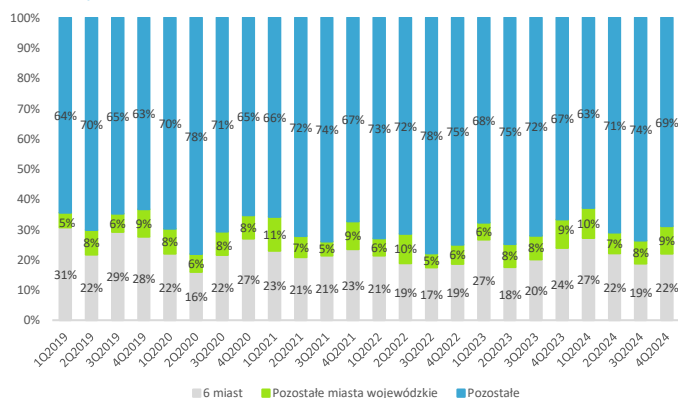
Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenia na budowę – kwartały I kw. 2019- IV kw. 2024 r. (%)



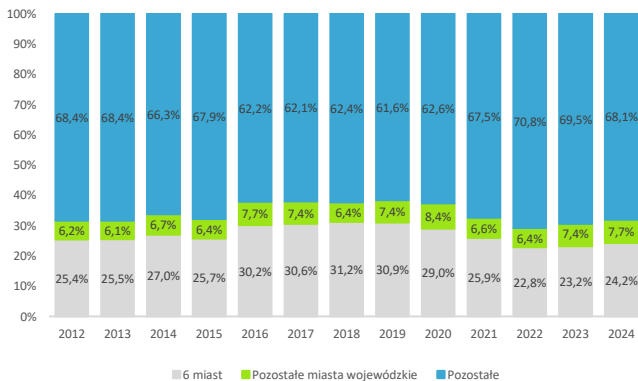
Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w Polsce – okresy roczne (%)



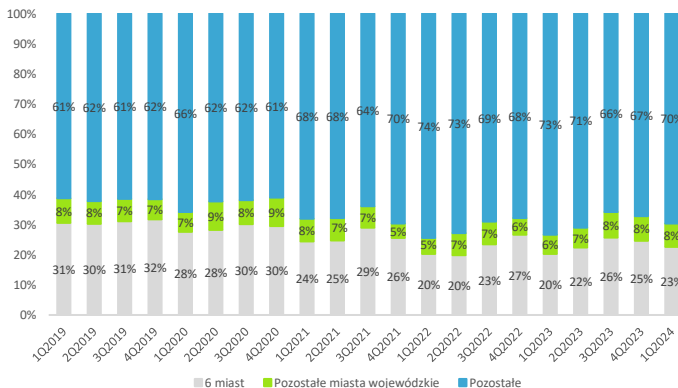
Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto – kwartały I kw. 2019- IV kw. 2024 r. (%)



Liczba lokali ogółem, których oddano do użytkowania – okresy roczne (%)



Liczba lokali ogółem, które oddano do użytkowania – kwartały I kw. 2019- IV kw. 2024 r. (%)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

# Rynek mieszkaniowy

City sprawl najwyraźniej widoczny jest w Warszawie i jej okolicach. Zjawisko to na dobre rozpoczęło się w aglomeracji warszawskiej w pandemicznym 2020 r., kiedy liczba lokali, których budowę rozpoczęto w powiatach sąsiadujących z Warszawą wyniosła 83% łącznej liczby lokali, których budowę rozpoczęto w samej Warszawie. Do roku 2020 ta relacja utrzymywała się średnio na poziomie ok. 45%. W następnych dwóch latach w sąsiadujących powiatach rozpoczynano prawie tyle samo mieszkań, co w granicach Warszawy (w 2021 r.: 90%, w 2022: 92%). W 2023 r. trend przejściowo osłabł (w powiatach sąsiadujących z Warszawą liczba rozpoczętych mieszkań wyniosła 69% tej liczby dla Warszawy), by w 2024 r., głównie z uwagi na bardzo małą dostępność gruntów w Warszawie, znowu wzrosnąć do 91%. Warto też dodać, że wiele gmin wchodzących z skład powiatów sąsiadujących z Warszawą ma o wiele lepsze pokrycie terenu MPZP niż sama Warszawa. Z roku na rok poprawia się też uzbrojenie terenu w tych gminach, w tym w sieć gazową i wodociągową.

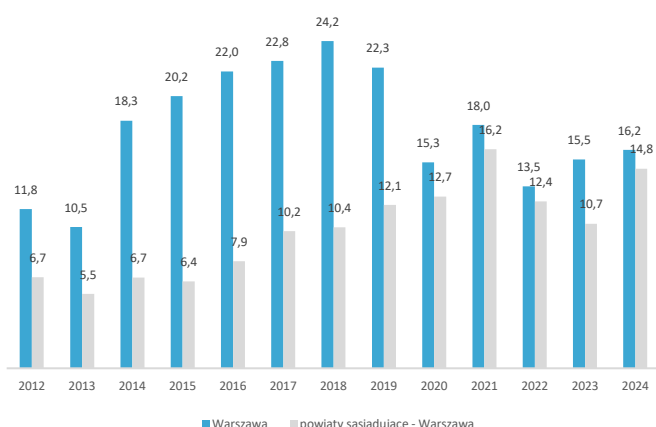
Zjawisko rozlewania się miast pojawiło się także w pozostałych sześciu największych polskich miastach, lecz nie z taką siłą, jak w

Warszawie. Do 2019 r. (włącznie) liczba lokali, których budowę rozpoczynano w danym roku wynosiła średnio ok. 30% lokali rozpoczynanych w tych miastach (liczby uwzględniają Warszawę). W 2020 r. udział ten wzrósł skokowo do 44%, by od tego czasu utrzymywać się na poziomie ponad 40% (53% w 2022 r., 46% w 2023 r., 42% w 2024 r.). Patrząc na poszczególne kwartały 2024 r., w aglomeracji warszawskiej proces ten jest dalej silny – w II kw. w powiatach otaczających Warszawę rozpoczęto budowę większej liczby mieszkań niż w Warszawie. W IV kw. 2024 r. relacja ta wyniosła 86%.

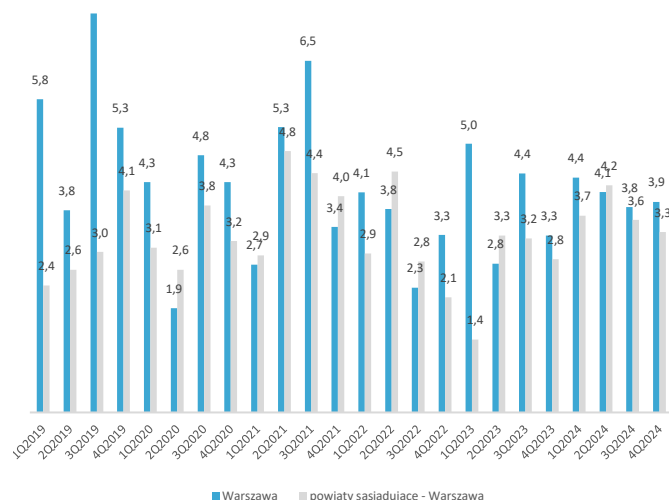
Trend ten – przez urbanistów uważany za niekorzystny – mógłby być zahamowany przez uwolnienie gruntów pod budownictwo, w szczególności w Warszawie, gdzie, przy relatywnie słabej gęstości zabudowy na peryferiach blokadę stanowią skomplikowane stosunki własnościowe, braki planów miejscowych, słabe uzbrojenie oraz długie ścieżki administracyjne.

## Liczba lokali, których budowę rozpoczęto: Warszawa i okoliczne powiaty

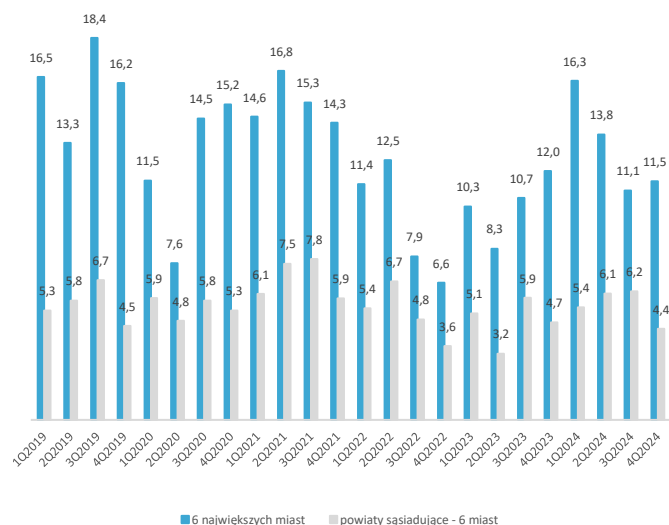
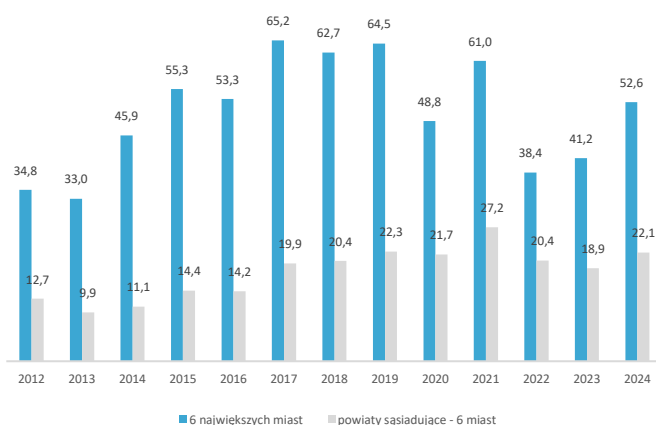
Dane roczne (tys.)



Dane kwartalne (tys.)



## Liczba lokali, których budowę rozpoczęto: 6 największych miast i okoliczne powiaty



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS



## Stabilizacja cen – ale czy potencjał do spadków?

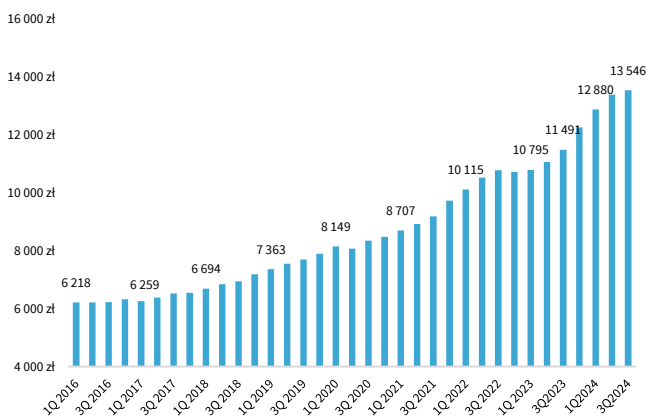
Z uwagi na dostępność danych analiza będzie obejmowała trzy kwartały 2024 r. – lecz nawet na bazie tych danych możemy stwierdzić, że druga połowa ubiegłego roku to okres stabilizacji cen, a nawet spadków w niektórych ośrodkach. O ile w pierwszej połowie ubiegłego roku ceny zastygły – rynek trwał w nadziei na nowy program rządowy, lecz wraz z końcem marzeń o nowym programie wsparcia kredytobiorców ceny w III kw. ustabilizowały się – a nawet w paru miastach lekko spadły.

Jeszcze w I kw. 2024 r. zaliczyliśmy mocne otwarcie cenowe: średnie ceny transakcyjne w sześciu największych miastach Polski<sup>1</sup> wzrosły w porównaniu z ostatnim kwartałem 2023 r. o 5,0%. (14,3% r/r). W III kw. 2024 r. średnie ceny transakcyjne w sześciu największych miastach [2 Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2023 r., Narodowy Bank Polski, grudzień 2024] wzrosły średnio o 0,8% w porównaniu z II kw. 2024 r. Zmiany cen – za wyjątkiem jednego miasta – były niewielkie. W Warszawie wzrosły kwartalnie o 1,8%, w Krakowie o 4,0%. W Gdańsku, Poznaniu i Łodzi odnotowano kwartalne spadki (odpowiednio o 1,4%, 4,7% i 3,6%). Na tym tle wyróżnił się Wrocław, gdzie ceny w III kw. ubr. wzrosły kwartalnie o 8,8%.

W skali roku mieliśmy dwóch zdecydowanych liderów: w Krakowie ceny wzrosły r/r o 31,8%, we Wrocławiu o 25,7%. W Warszawie ceny w skali czterech kwartałów wzrosły o 16,4%, najstabszą roczną dynamikę odnotowano w Gdańsku – wzrost r/r o 6,5%. Wydaje się, że rynek gdański, napędzany najsilniej zakupami inwestycyjnymi, powoli wyczerpuje swój potencjał.

Ceny najmu w IV kw. 2024 r. lekko się stabilizowały – zresztą cały rok 2024 r. upłynął pod znakiem stabilizacji na rynku najmu. To dalej jest rynek wzrostowy: poza lokalami pow. 90 m<sup>2</sup> widzieliśmy wzrosty ok. 5% r/r<sup>2</sup>. W końcówce 2025 r. pojawił się jednak nowy trend: po długim okresie ciągłego wzrostu liczby ofert mieszkań na wynajem w największych miastach liczba lokali oferowanych do wynajęcia zaczęła spadać. Można oczekiwać, że 2025 r. nie przyniesie spadku cen najmu, przeciwnie, w dużych miastach stawki najmu będą lekko rosnąć. To kolejny czynnik stabilizujący ceny lokali. Warto też dodać, że relacja pomiędzy stawkami najmu a cenami mieszkań jest widoczna dla mieszkań z sektora popularnego i średniego zakresu cenowego. Dla górnej części sektora premium nie widać mocnego powiązania kierunków zmian tych wartości – ceny najdroższych mieszkań są co najmniej stabilne przy spadkach cen najmu.

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



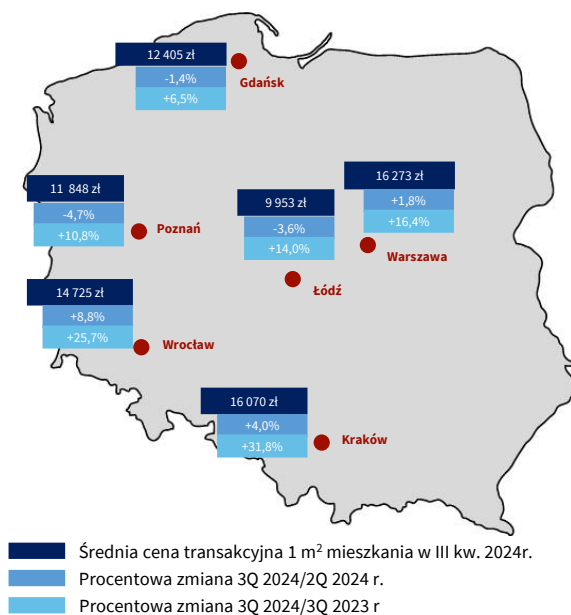
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

<sup>1</sup> Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2024 r., Narodowy Bank Polski, grudzień 2024 r.; 6 miast obejmuje Warszawę, Gdańsk, Kraków, Poznań, Wrocław, Łódź.

<sup>2</sup> Dane dot. cen mieszkań i cen najmu w IV kw. 2024 r. za: Kwartalnik mieszkaniowy. Raport o sytuacji na rynku mieszkań w IV kwartale 2024 r., Polityka Insight i Otodom, Warszawa, 2025.

Wychodząc z analizą poza IV kw. 2024 r.: ogłoszony w lutym 2025 r. rządowy program „Klucz do mieszkania” nie będzie miał takiego wpływu na rynek mieszkaniowy, przynajmniej w ciągu następnych dwóch-trzech lat jak poprzedni program „Bezpieczny Kredyt 2%”. Obecny program stoi na dwóch nogach: „własnościowej” – dopłaty do kredytów na zakup mieszkań na rynku wtórnym oraz „lokatorskiej” – finansowanie budownictwa komunalnego i społecznego. Zgodnie z zapewnieniami, w 2025 r. może zostać sfinansowanych do 15 tys. mieszkań komunalnych oraz społecznych. To znacząca liczba zarówno w kontekście dotychczasowego rozmiaru segmentu komunalno – społecznego, jak i rocznej podaży mieszkań. W ciągu dziesięciolecia 2014-2024 średnio w roku oddawano do użytkowania 3,1 tys. lokali w ramach budownictwa komunalnego i społecznego czynszowego. W poprzedniej dekadzie (2004-2013) było ich średnio w roku ponad dwa razy więcej (6,8 tys.). W rekordowym w ostatnim trzdziestoleciu 2006 r. oddano do użytkowania 10,5 tys. takich lokali. Widać zatem, że rządowe plany oznaczają wielokrotny wzrost segmentu dotowanych (na etapie budowy) mieszkań pod wynajem. Może to oznaczać, że w szczególności segment mieszkań segmentu popularnego pod komercyjny wynajem zostanie poddany – za parę lat – presji cenowej. Tu jednak ważne okaże się, gdzie będą zlokalizowane mieszkania komunalne i społeczne. Jak pokazaliśmy w naszym raporcie za III kwartał 2023 r., największe miasta borykają się z bardzo małą dostępnością uzbrojonych gruntów będących w posiadaniu samorządów. Może się okazać, że środki z tej puli pomocowej będą skonsumowane przez mieszkalnictwo w mniejszych ośrodkach, gdzie dostęp do gruntów jest łatwiejszy, a ceny budowy – niższe. Trudno zatem na etapie pierwszych rządowych deklaracji przewidywać, jak wspieranie budownictwa komunalnego i społecznego wpłynie w perspektywie najbliższych dwóch-czterech lat na segment komercyjny rynku mieszkaniowego.

### Średnie ceny na rynku pierwotnym za m<sup>2</sup> mieszkań w największych miastach na koniec III kw. 2024r.



■ Średnia cena transakcyjna 1 m<sup>2</sup> mieszkania w III kw. 2024r.  
 ■ Procentowa zmiana 3Q 2024/2Q 2024 r.  
 ■ Procentowa zmiana 3Q 2024/3Q 2023 r

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

# Otoczenie makroekonomiczne

## Kredyty hipoteczne – rok stabilizacji

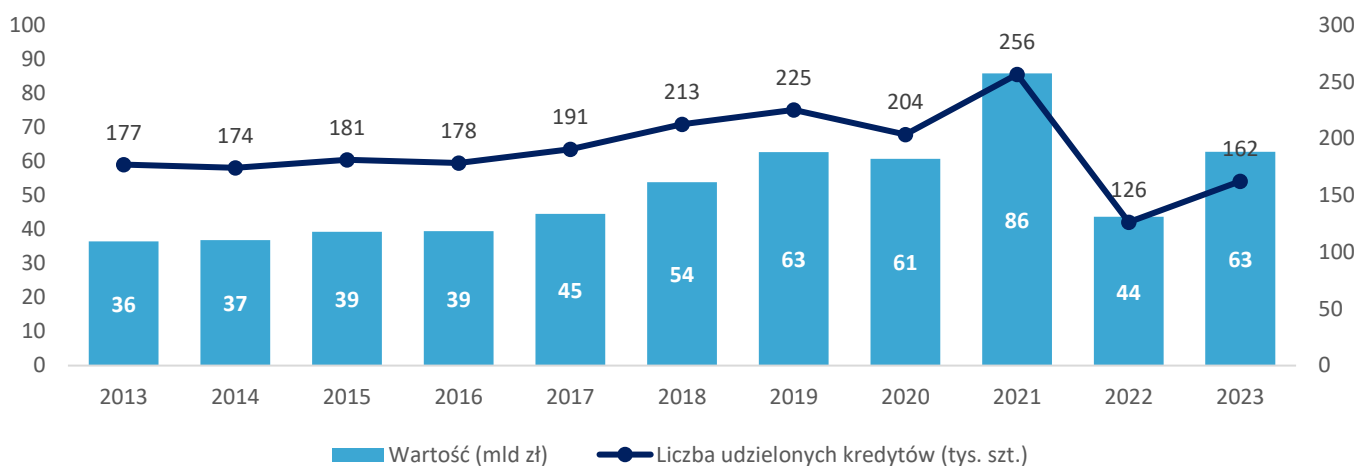
Na rynku kredytów mieszkaniowych rok 2024 można śmiało nazwać pierwszym rokiem spokoju po trzech latach zawirowań – lata 2020-2023 cechowały się skrajnymi nastrojami: od pandemicznej i wojennej depresji po euforię rządowych dopłat.

W II i III kw. 2024 r. zastąpił w oczekiwaniu na nowy program rządowy, mający zastąpić zakończony „Bezpieczny Kredyt 2%”. Jeszcze w I kw. 2024 r. wartość udzielonych kredytów hipotecznych wyniosła 26,9 mld zł, to w II i III kw. wyniosła odpowiednio 19,1 mld zł i 19,3 mld zł. Średnia wartość kredytu w tych kwartałach była stabilna i wynosiła 420 tys. zł<sup>3</sup>. To zarazem najwyższe średnie wartości kredytu hipotecznego od początku istnienia tego rynku. Jeszcze w 2019 r. średnia wartość kredytu wynosiła ok. 300 tys. zł – w ciągu tych czterech lat wartość średniego kredytu wzrosła o 40%. W tym samym okresie ceny na rynku pierwotnym w sześciu największych miastach urosły średnio o 70%.

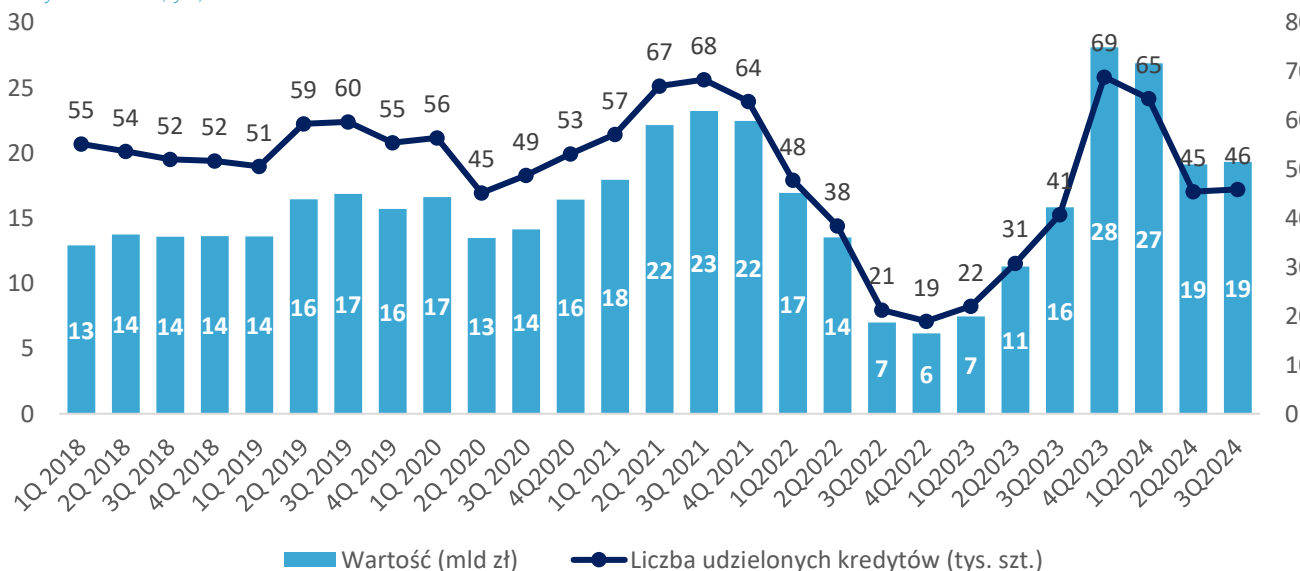
Popyt na kredyty hipoteczne w całym 2024 r. był dość stabilny [dane o popycie: miesięczne raporty BIK]. Po dużym spadku w I kw. 2024 r. (spadek wartości zapytań o 38,2%), począwszy od II kw. ubr. wartość zapytań do BIK utrzymywała się na bardzo stabilnym poziomie: 37,4 mld zł w II i III kw. i 38,5 mld zł w ostatnim kwartale. Jeszcze w ostatnim kwartale 2023 r. wartość zapytań wynosiła 54,7 mld zł. Można przyjąć, że średnia kwartalna wartość zapytań wróciła do poziomów sprzed pandemii – w ostatnim kwartale 2019 r. wartość zapytań wyniosła 29,4 mld zł – po uwzględnieniu rocznych wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych równowartość 37,8 mld zł na koniec 2024 r. Oczywiście w tym czasie ceny mieszkań wzrosły, jak wspomnieliśmy, o 70%. Widać zatem, że kredyt hipoteczny odgrywa mniejszą rolę w finansowaniu zakupów mieszkań w Polsce.

Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych (wartość kredytów w tys. zł)

Okresy roczne(tys.)



Okresy kwartalne (tys.)



Źródło: Raport AMRON-SARFiN *Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości 3/2024*, Raport nr 61, 25 listopada 2024 r. raporty BIK 2018-2024 r.

<sup>3</sup>Raport AMRON-SARFiN 3/2024, Raport nr 61, 25 listopada 2024 r.

# Otoczenie makroekonomiczne

W samym IV kw. 2024 r. z miesiąca na miesiąc wartość zapytań o kredyty hipoteczne spadała<sup>4</sup> – jeszcze w październiku wyniosła 15,2 mld zł (najlepszy miesiąc od grudnia 2023 r.) by w grudniu wynieść zaledwie 11,58 mld zł. Daleko zatem do rekordowych poziomów z grudnia 2023 r.: 20,17 mld zł czy marca 2022 r.: 19,55 mld zł. Trzeba jednak przypomnieć, że w miesiącach lipiec 2022 r. – styczeń 2023 r. utrzymywał się na poziomie ok. 4,5 mld zł miesięcznie. Miesięczna wartość zapytań rzędu 10-11 mld zł to wartość zbliżona (po uwzględnieniu inflacji) do miesięcznych wartości z lat 2018-2019 – to kolejny symptom powrotu do normalności na rynku kredytowym.

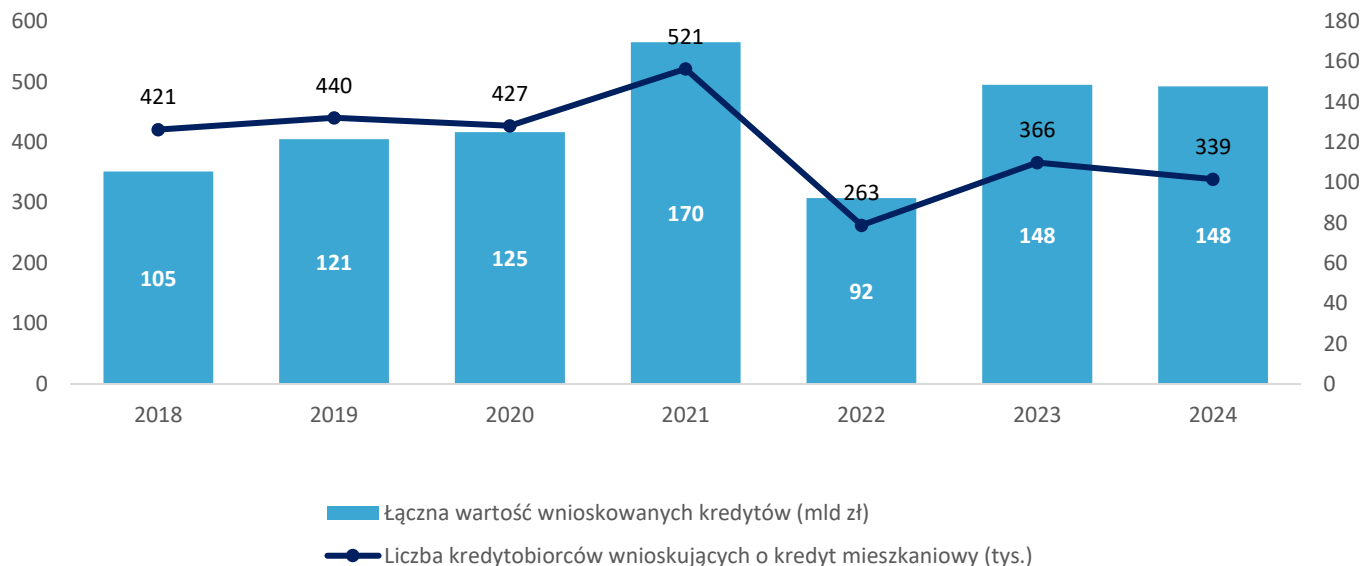
Należy oczekiwać, że 2025 r. będzie kolejnym stabilnym rokiem na rynku kredytów hipotecznych. Sygnał wzrostowy może przyjść

ze strony stóp procentowych – nie będzie to jednak silny sygnał, bo trudno oczekiwać radykalnego poluzowania polityki pieniężnej przez bank centralny.

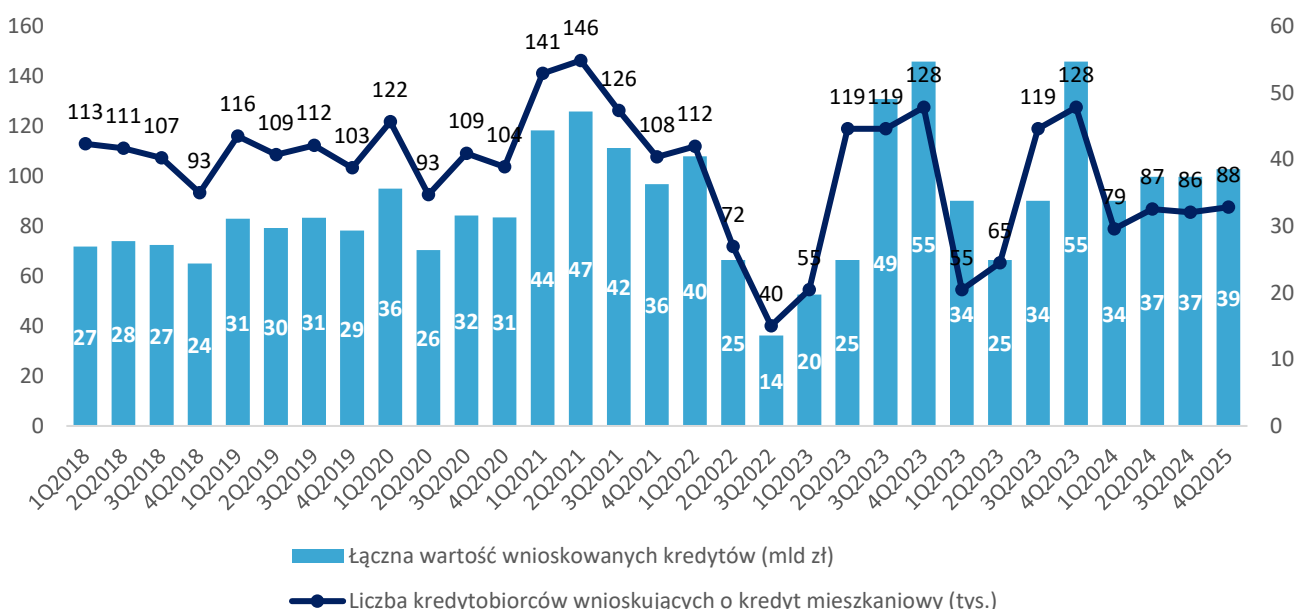
Zgodnie z kwartalną ankietą przeprowadzaną przez NBP wśród komitetów kredytowych banków, w IV kw. 2024 r. banki złągodziły kryteria udzielania kredytów konsumpcyjnych i dla sektora MŚP, kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych i dla dużych przedsiębiorstw pozostały niezmienione. Podobnie dla I kw. 2025 r. – banki zamierzają pozostawić na niezmienionym poziomie kryteria przyznawania kredytów mieszkaniowych, jednocześnie zaostrzając kryteria dla kredytów krótkoterminowych dla dużych przedsiębiorstw<sup>5</sup>.

## Wartość i liczba nowych wniosków o kredyty mieszkaniowe

Dane roczne:



Dane kwartalne:



Źródło: BIK

<sup>4</sup> BIK, miesięczne informacje o popycie na kredyty mieszkaniowe.

<sup>5</sup> Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2024 r., NBP, styczeń 2025 r.

# Otoczenie makroekonomiczne

## Mocny rynek pracy, ceny przestają uciekać wynagrodzeniom

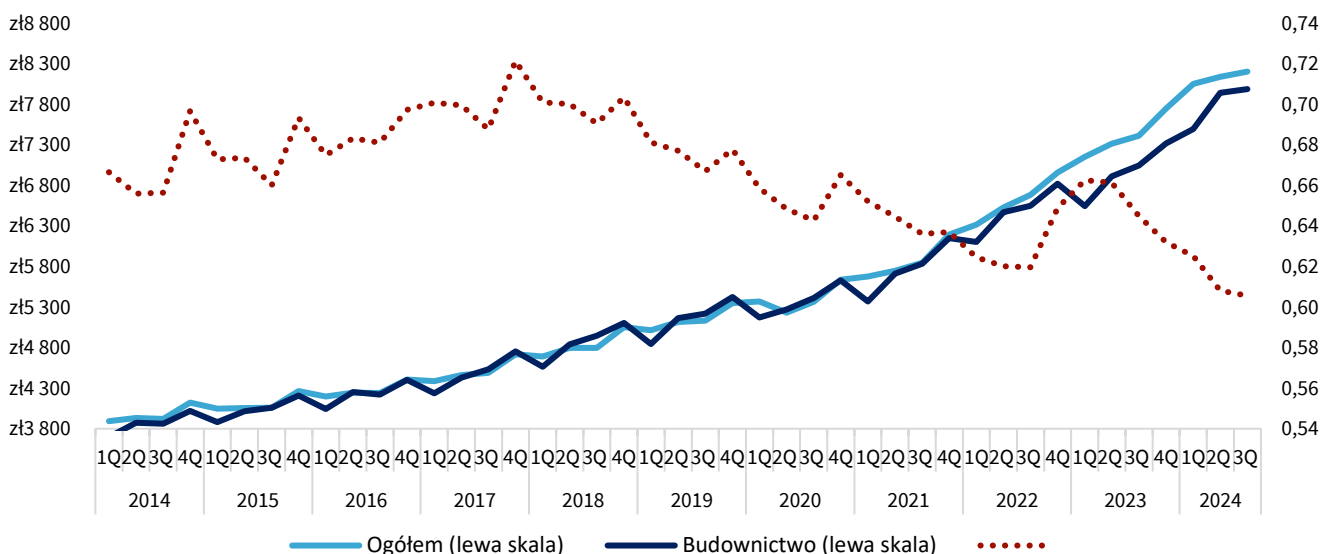
Rynek pracy w IV kw. pozostawał mocny, jednak przy negatywnych sygnałach dochodzących z gospodarki. W grudniu stopa bezrobocia wyniosła 5,1% - tyle samo, co w grudniu 2023 r. W całym ubiegłym roku stopa bezrobocia poruszała się w przedziale 4,9% - 5,4%. To już trzeci kolejny rok, kiedy stopa bezrobocia w każdym miesiącu jest niższa od 6%.

Zatrudnienie w IV kw. 2024 r. praktycznie nie uległo zmianie i wyniosło 6,46 mln w sektorze przedsiębiorstw i 0,42 mln w budownictwie. Zatrudnienie w budownictwie utrzymuje się na tym poziomie niezmiennie (biorąc pod uwagę średnie kwartalne) od I kw. 2019 r. – a zatem jeszcze od czasów sprzed pandemii i wojny. Podobnie jest z zatrudnieniem w sektorze przedsiębiorstw. Te dane, łącznie z danymi dotyczącymi bezrobocia, pokazują, że potencjał wzrostu w oparciu o krajowych pracowników jest praktycznie wyczerpany.

Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w IV kw. 2024 r. 8 539 zł – co oznacza kwartalny wzrost o 4,1% i roczny o 10,2%. W budownictwie średnie wynagrodzenie wyniosło 8 249 zł – w skali roku rośnie szybciej niż w całości przedsiębiorstw – o 12,7%, jednak w IV kw. wynagrodzenia w budownictwie dostały lekkiej zadyszki i rosły wolniej – wzrost o 3,3%.

Co ważne, w III kw. 2024 r. po pięciu kolejnych kwartałach spadku, ustabilizował się wskaźnik dostępności mieszkań (liczony jako iloraz średniego miesięcznego wynagrodzenia i średniej ceny metra kw. w największych miastach). Po 2017 r. tak liczona dostępność mieszkań systematycznie spadała (pomimo lekkich kwartalnych odbić w górę). Wzrost płac w 2023 r. spowodował, pomimo wzrostów cen mieszkań, przejściową poprawę, by w połowie 2023 r. wrócić na ścieżkę osłabienia dostępności. Obecnie możemy obserwować stabilizację, jednak przy wskaźniku dostępności najniższym od przynajmniej 10 lat.

Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto oraz wskaźnik dostępności mieszkań w okresie I kw. 2014 – III kw. 2024 (zł)

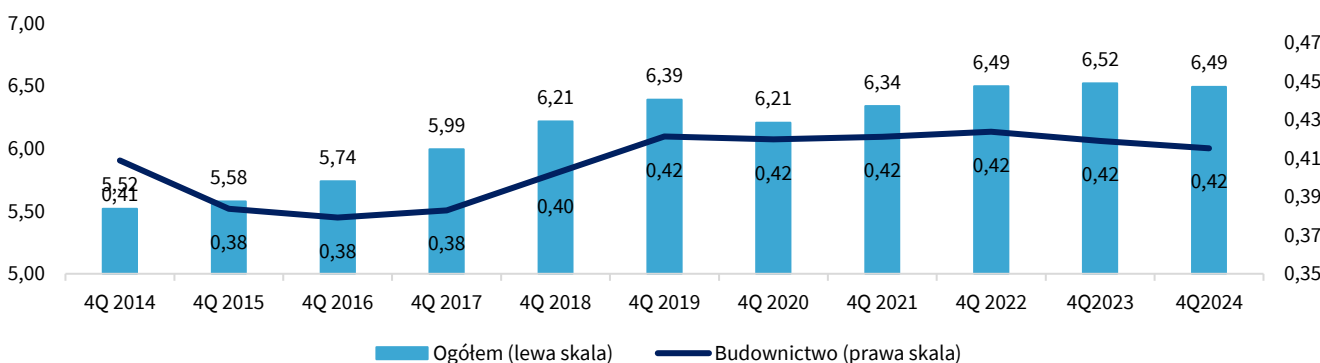


$\frac{\text{średnie miesięczne wynagrodzenie brutto ogółem}}{\text{średnia cena mkw. mieszkania w analizowanych miastach}^*}$

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

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS.

Zatrudnienie\* w sektorze przedsiębiorstw w Polsce w czwartym kwartale (2014-2024, dane w mln)



\* - średnia arytmetyczna zatrudnienia w danym kwartale.

Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS



# Sprzedaż lokali

## Dalsza stabilizacja sprzedaży

Grupa deweloperów, których ujmujemy w naszym zestawieniu w 4Q 2024 r. sprzedała 3 789 lokali, w porównaniu do 3 761 mieszkań kwartał wcześniej i 4 962 w tym samym okresie ubiegłego roku, co stanowi wzrost o 0,7% q/q i spadek o 23,6% r/r. W całym 2024 r. deweloperzy sprzedali 16 655 lokali w stosunku do 19 769 mieszkań w 2023 r.

W ostatnich kwartałach sprzedaż mieszkań wyraźnie osłabła i jest to konsekwencja kilku czynników. Głównym powodem słabego popytu są nadal utrzymujące się wysokie stopy procentowe, które wpływają na wysokie koszty finansowania nieruchomości. Należy zaznaczyć, że przy aktualnej ścieżce inflacji i stóp procentowych, znaczącą obniżkę kosztów kredytów hipotecznych będzie można zaobserwować dopiero w 2026 r. Dodatkowo, pomimo licznych promocji i rabatów, które miały przyciągnąć klientów do biur sprzedaży, relatywnie wysokie są ceny mieszkań co w połączeniu z wysokimi stopami procentowymi znacząco ogranicza zdolność kredytową potencjalnych nabywców.

Ponadto ceny nowych mieszkań przy jednocześnie spadających cenach najmu i niepewnymi prognozami ich wzrostu, a także planowane zmiany w opodatkowaniu wynajmowanych nieruchomości lub pustostanów, odbijają się również na rentowności inwestycji i redukują skłonność zakupów

inwestycyjnych.

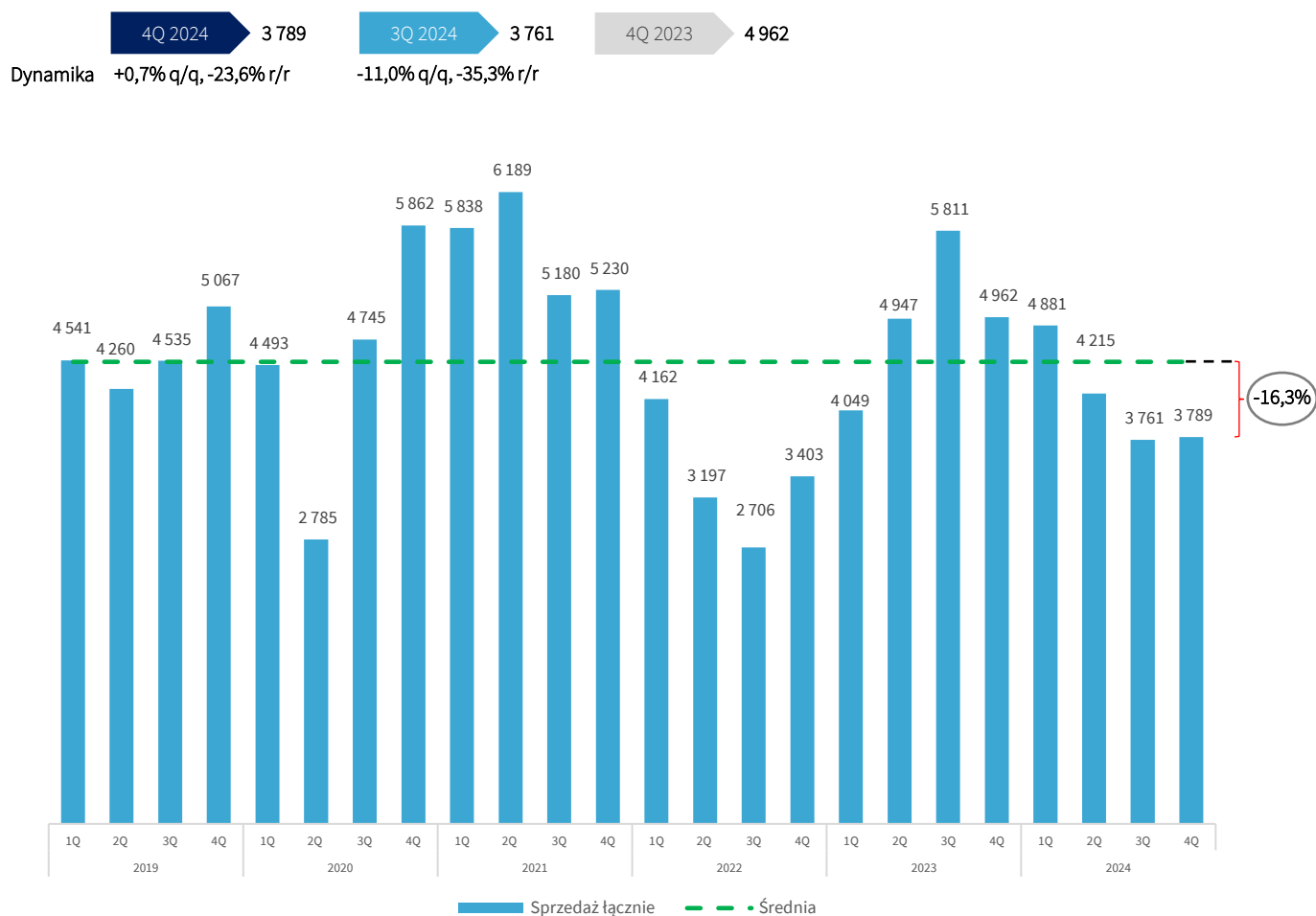
Kolejnym czynnikiem jest brak rządowego programu wsparcia nabywców mieszkań i niepewność co kształtu przyszłej polityki mieszkaniowej. Wiadomo już, że planowanego wcześniej programu wsparcia nie będzie, a z zapowiedzi rządowych przedstawicieli polityki mieszkaniowej wynika, że potencjalny nowy program będzie bardziej celowany co wskazuje, że liczba jego beneficjentów będzie mocno ograniczona.

Wydaje się więc zatem, że można spodziewać się dalszej stabilizacji zarówno popytu jak i cen nieruchomości. Ostatnie miesiące 2024 r. pomimo licznych promocji i rabatów nie wpłynęły znacząco na sprzedaż deweloperów.

Zmniejszony popyt pozwala deweloperom na odbudowę oferty. Ta odbudowa sukcesywnie postępuje, bowiem w grupie obserwowanych przez nas spółek oferta na koniec września wyniosła ponad 19 tys. lokali względem niespełna 13 tys. lokali na koniec września 2023 r.

Łączna sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2019 – 2024 r.

Łączna sprzedaż lokali analizowanych deweloperów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Sprzedaż lokali

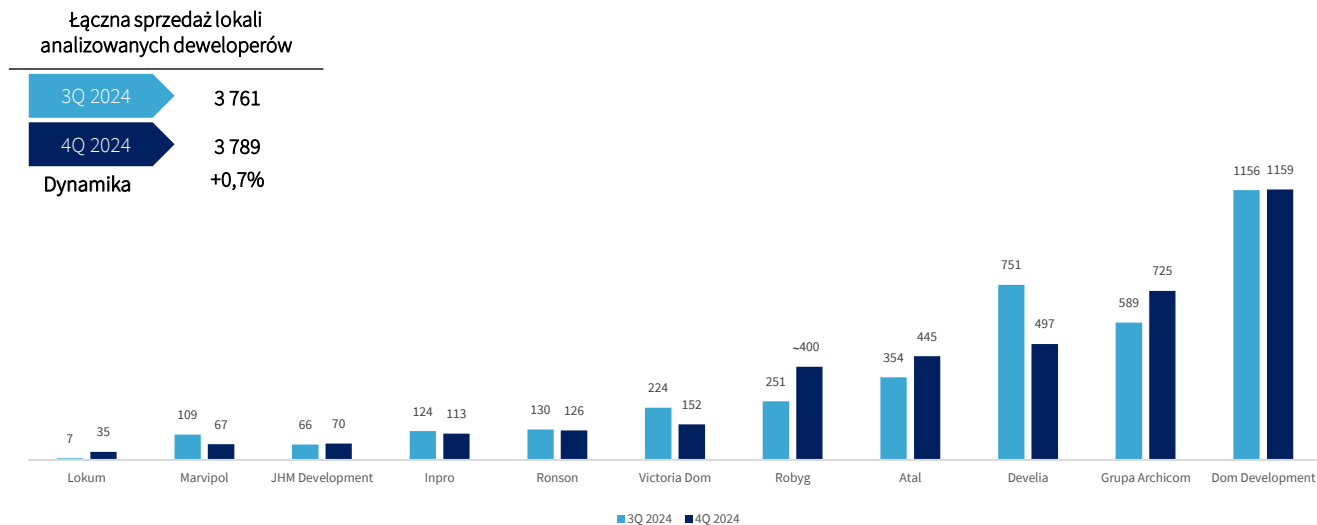
Najwyższą sprzedaż wśród analizowanych deweloperów odnotował Dom Development, który sprzedał 1159 lokali w 4Q ubiegłego roku. W całym 2024 r. spółka znalazła nabywców na 4269 lokali. Drugie miejsce pod względem sprzedaży zajął Archicom, który sprzedał 725 lokali, a w całym ubiegłym roku 2196 mieszkań zajmując trzecią lokatę w naszym zestawieniu. Na trzecim miejscu znalazła się Develia ze sprzedażą na poziomie 497 jednostek w ostatnim kwartale poprzedniego roku. Z kolei w całym ubiegłym roku deweloper znalazł chętnych na 3197 mieszkań.

Sprzedaż mieszkań w 2024 r. okazała się być słabsza niż spodziewała się tego większość deweloperów. Jeszcze na początku ubiegłego roku większość z nich szacowała sprzedaż na poziomach porównywalnych lub nieco słabszych w stosunku do sprzedaży w 2023 r.

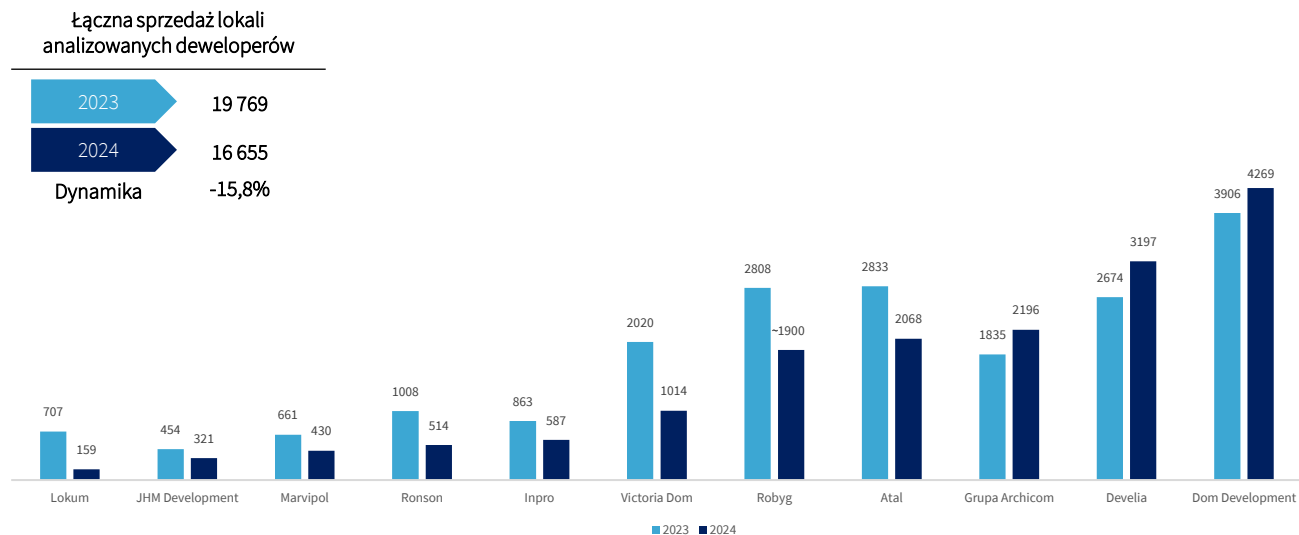
Obecnie znaczna część deweloperów wstrzymuje się z jasnymi deklaracjami co do poziomów sprzedaży w obecnym roku. Niepewność związana z rozpoczęciem cyklu obniżek stóp procentowych oraz ewentualnym wprowadzeniem programu mieszkaniowa jest na tyle wysoka, że trudno jest szacować poziom potencjalnego popytu.

Deweloper	Cel w 2025 r.	Sprzedaż w 2024 r.
Archicom	3000+	2196
Atal	b.d / nie podano	2068
Develia	b.d / nie podano	3197
Dom Development	b.d / nie podano	4269
Inpro	b.d / nie podano	587
JHM Development	b.d / nie podano	321
Lokum Deweloper	b.d / nie podano	159
Mavipol Dev.	b.d / nie podano	430
Robyg	2800	1500
Ronson	b.d / nie podano	514
Victoria Dom	b.d / nie podano	1005
<b>razem</b>		<b>16 246</b>

## Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2024 r. oraz 4Q 2024 r.<sup>1</sup>



## Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2023 r. oraz 2024 r.<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Liczba zakontraktowanych lokali netto

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Przekazania lokali

## Podsumowanie przekazania

Grupa deweloperów ujętych w naszym zestawieniu przekazała w czwartym kwartale 2024 r. **5 683** lokale vs **3 128** kwartał wcześniej i **8 439** w analogicznym okresie 2023 roku. W całym 2024 r. deweloperzy przekazali 17 024 mieszkań vs 19 669 w 2023 r. (-13,4% r/r).

Numerem jeden pod względem przekazania w ostatnim kwartale ubiegłego roku był Dom Development z wynikiem 1 681 lokali w porównaniu do 598 oddanych do użytkowania jednostek w kwartał wcześniej i 1 298 lokali w analogicznym okresie 2023 roku. W całym 2024 r. deweloper przekazał klucze do 3 916 lokali w stosunku do 3 831 mieszkań w 2023 roku.

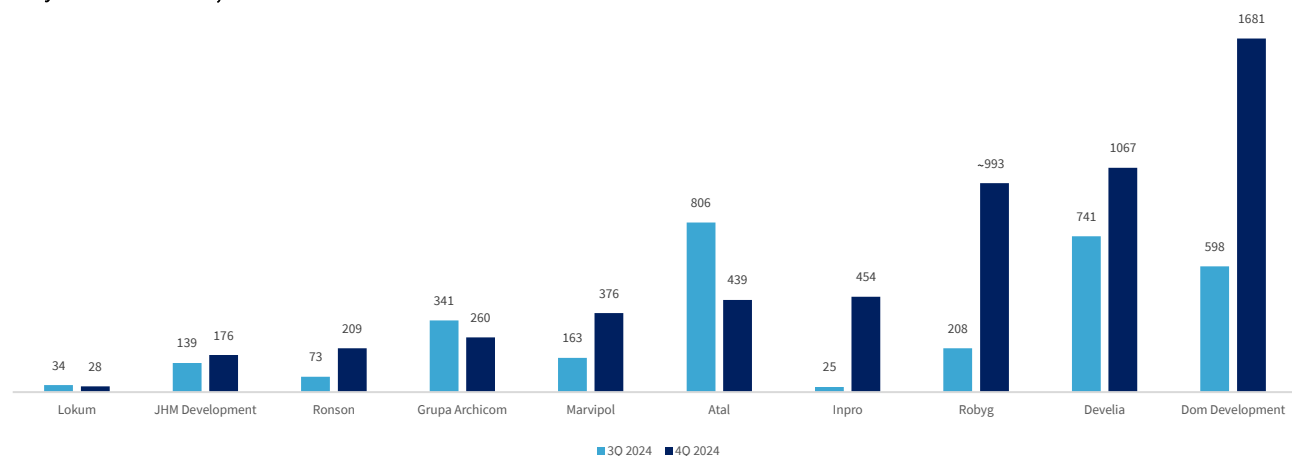
Drugie miejsce zajęła Develia z wynikiem 1 067 mieszkań, w porównaniu do 741 lokali w 3Q 2024 r. i 1 453 w analogicznym okresie 2023 roku. W ostatnim roku deweloper oddał do użytkowania 2 865 lokali w stosunku do 2 751 jednostek w 2023 roku.

Na trzecim miejscu znalazł się Robyg. W 4Q 2024 r. deweloper przekazał około 993 mieszkań w stosunku do 208 lokali w 3Q 2024 r. i 2 059 lokali w analogicznym okresie 2023 roku. W całym 2024 r. spółka przekazała klucze do 2 300 lokali w porównaniu do 3 359 oddanych mieszkań w 2023 r.

### Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2024 r. oraz 4Q 2024 r. <sup>1</sup>

#### Łączne przekazania lokali analizowanych deweloperów

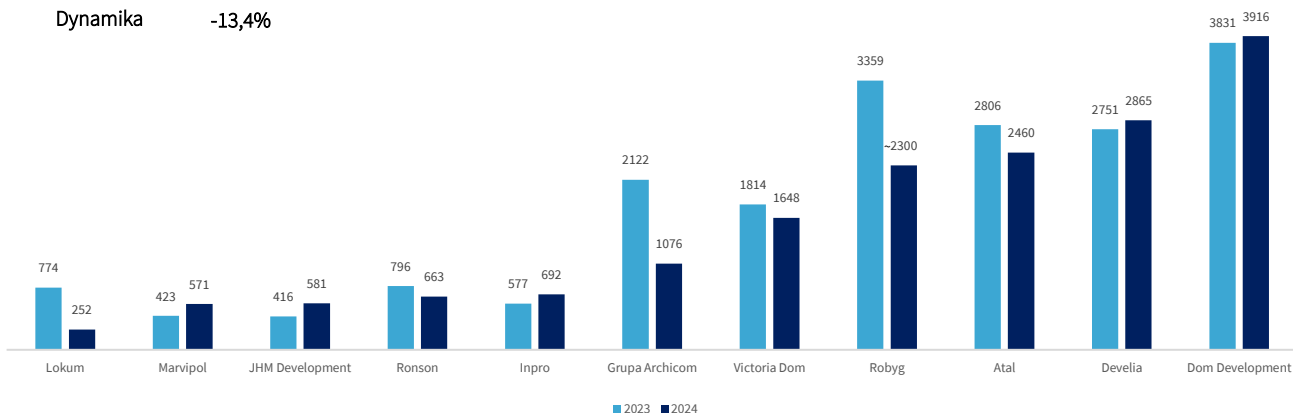
3Q 2024	3 128
4Q 2024	5 683
Dynamika	+81,7%



### Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w okresie 2023 r. oraz w 2024 r. <sup>1</sup>

#### Łączne przekazania lokali analizowanych deweloperów

2023	19 669
2024	17 024
Dynamika	-13,4%



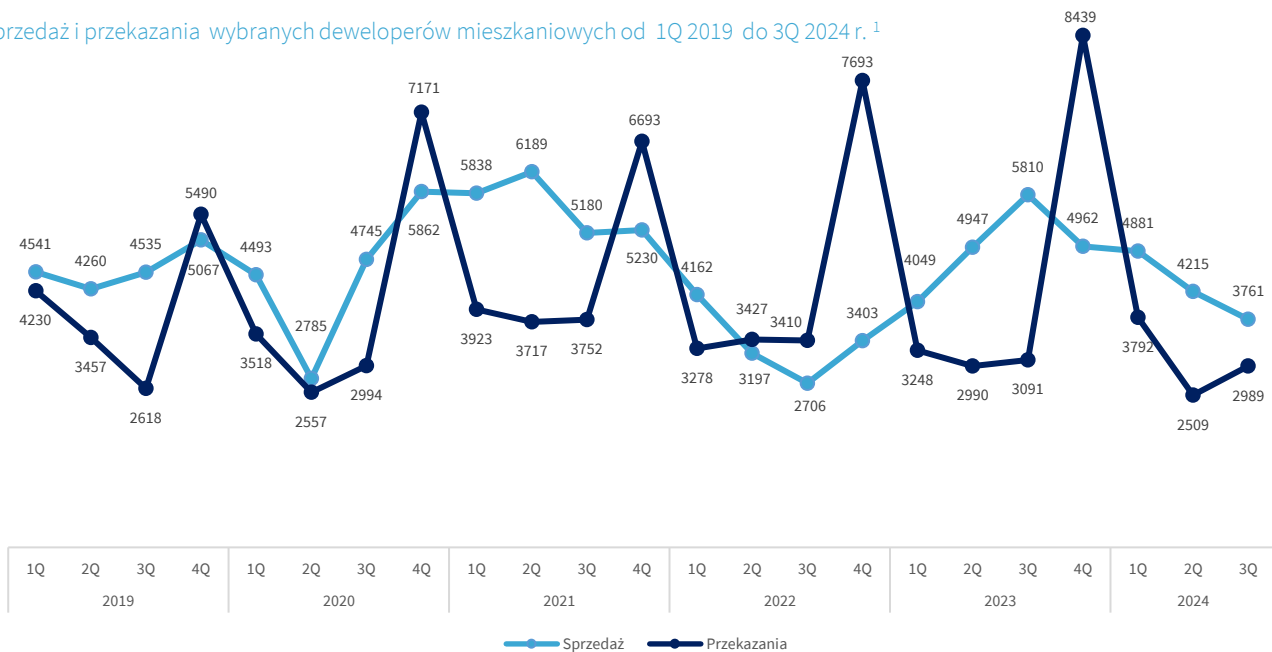
<sup>1</sup>Dane kwartalne nie obejmują Victoria Dom i JHM Development ponieważ spółki nie opublikowały danych w zakresie przekazania. Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

# Dynamika rynku

Po bardzo dobrym 2021 r. rynek notował postępujący spadek sprzedaży. 2022 rok był rokiem, który mocno ostudził chęć zakupu mieszkania - wybuch wojny, a także dynamiczne podwyżki stóp procentowych negatywnie odbiły się na zdolnościach zakupowych nabywców, a w 3Q 2022 r. zeszliśmy poniżej poziomów sprzedaży z okresu wybuchu pandemii. 2023 r. rozpoczął się bardzo dobrze i z kwartału na kwartał deweloperzy

zwiększali sprzedaż. W ostatnich kwartałach widzimy stabilizację sił popytu. Wzrost cen mieszkań, spadek stawek najmu, wysokie stopy procentowe i ograniczona zdolność kredytowa to czynniki, które wciąż studzą nastroje potencjalnych nabywców.

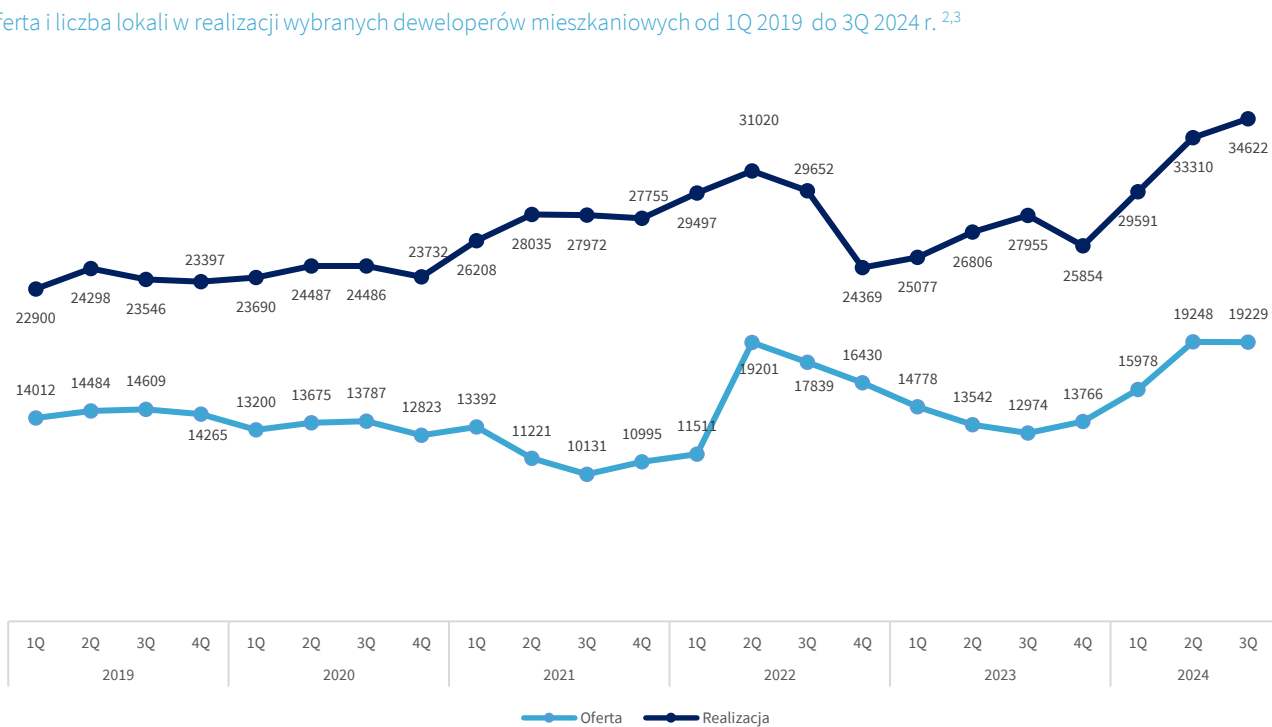
Sprzedaż i przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 3Q 2024 r. <sup>1</sup>



Na podstawie dostępnych danych dotyczących lokali w realizacji oraz oferty (nie wszystkie spółki je publikują) w ostatnich kwartałach widoczny jest wzrost oferty deweloperów. Sprzyja

temu schłodzenie popytu i brak programu rządowego, który wspierałby stronę popytową.

Oferta i liczba lokali w realizacji wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 3Q 2024 r. <sup>2,3</sup>



<sup>1</sup>Z wyłączeniem przekazania Victoria Dom i JHM Development, które nie opublikowały kwartalnych poziomów przekazania.

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

<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

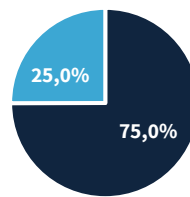
Zaznaczamy, że część podmiotów nie wydzieliła zobowiązań finansowych powstałych na skutek MSSF 16 (głównie ujęcie zobowiązań z tytułu użytkowania wieczystego jako leasing). Z tego względu nasze wyliczenie nie uwzględnia tej kwestii.

Dług netto podmiotów uwzględnionych w niniejszej analizie wyniósł 2,8 mld zł vs 2,0 mld zł kwartał wcześniej. Za wzrost długu netto odpowiada zarówno wzrost zadłużenia z tytułu obligacji jak i kredytów oraz spadek środków pieniężnych na bilansach spółek.

Kwota zadłużenia spółek z tytułu emisji obligacji wzrosła do 3,4 mld zł na koniec 3Q 2024 r. w stosunku do 3,3 mld zł na koniec czerwca 2024 r. Zarówno 2024 jak i 2023 rok obfitują w emisje obligacji prowadzone przez deweloperów, stąd wzrost zadłużenia z tego tytułu. W stosunku do poprzednich kwartałów Spółki aktywnie pozyskiwały również dług bankowy.

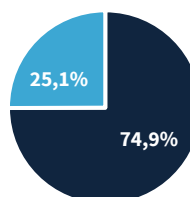
Skumulowany wskaźnik długu netto względem kapitałów własnych wyniósł na koniec 3Q 2024 roku 26,3% vs 18,9% kwartał wcześniej i 24,7% rok wcześniej. Jeszcze wyraźniejsza jest różnica w porównaniu np. z latami 2018-2019, gdy wskaźnik w niektórych kwartałach przekraczał poziom 40,0%. Jednocześnie wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 59,5% vs 60,0% kwartał wcześniej i 61,9% rok wcześniej. Są to poziomy porównywalne z latami 2018-2019.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.09.2024 r.<sup>1</sup>



■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

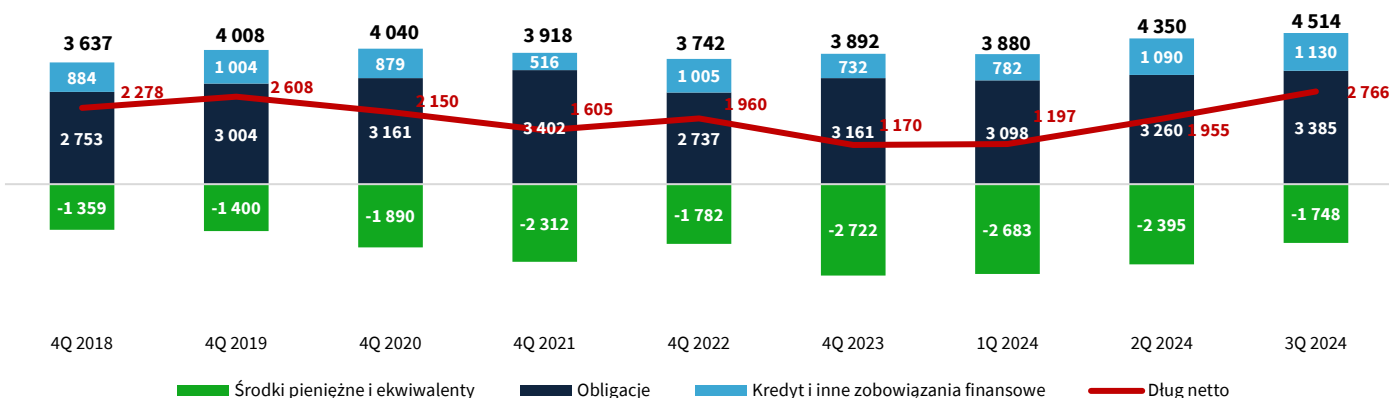
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.06.2024 r.<sup>1</sup>



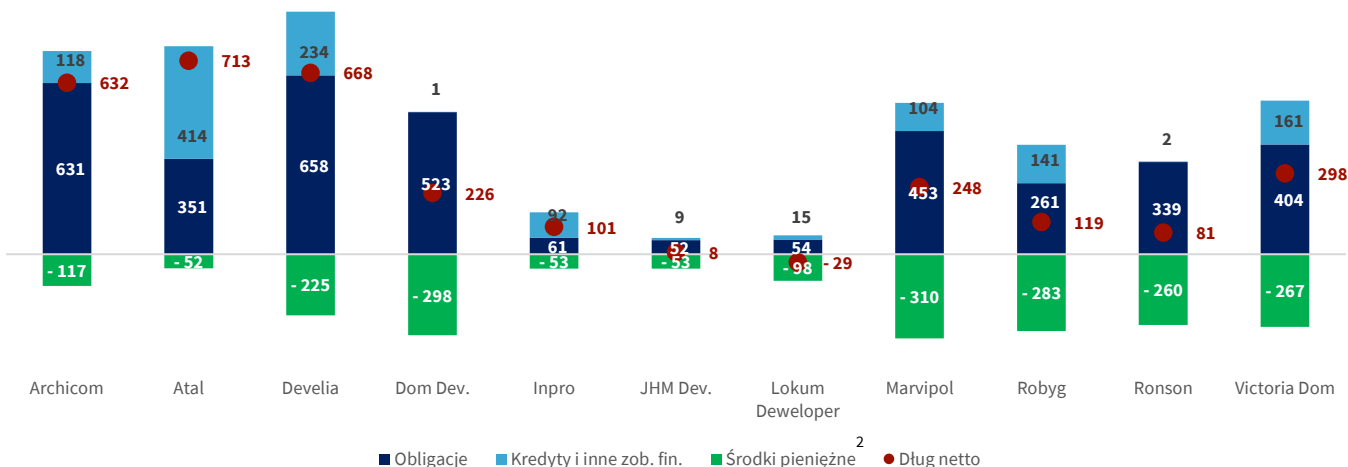
■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan środków pieniężnych, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2018 – 3Q 2024 r. (w mln zł).<sup>1</sup>



Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 3Q 2024 r. (w mln zł)<sup>1,2</sup>



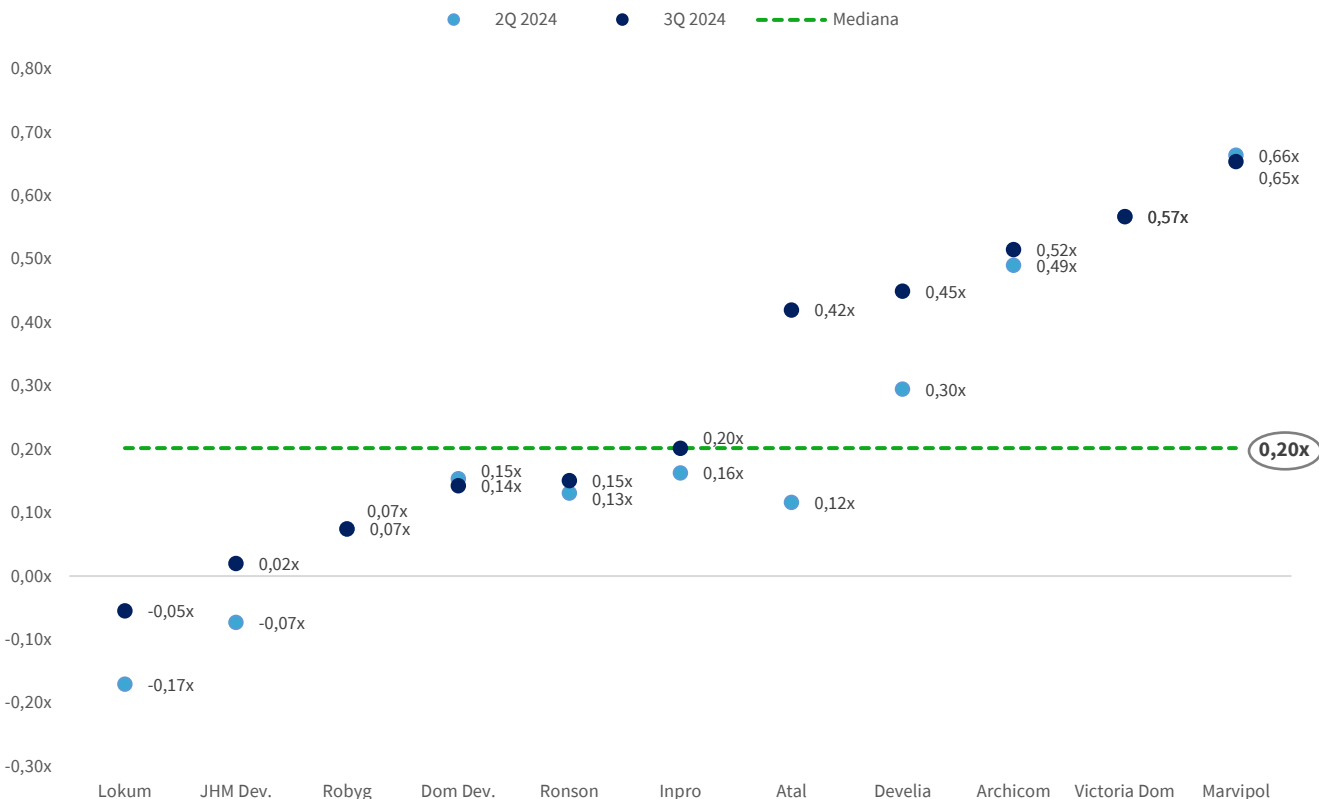
<sup>1</sup> W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe.

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

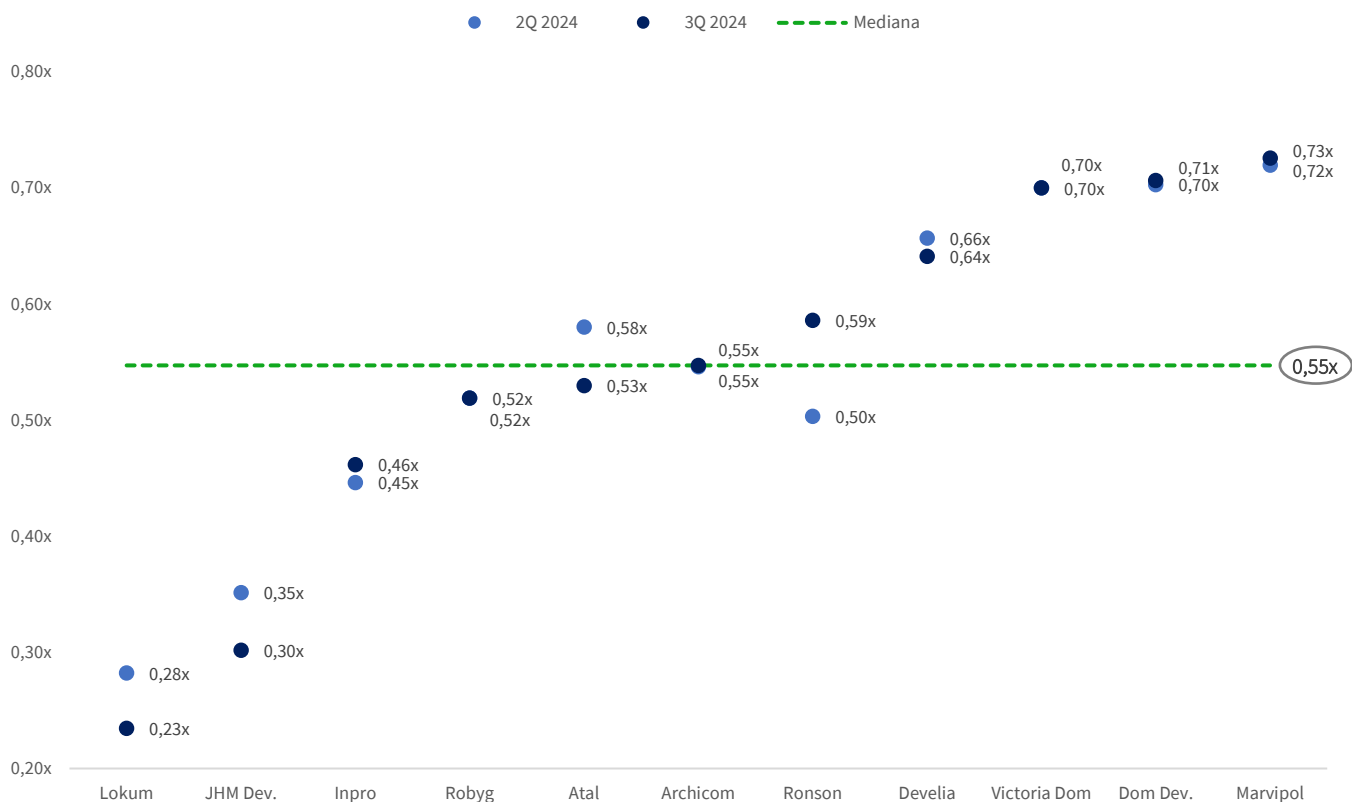
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Wskaźniki zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych na koniec 2Q 2024 r. i 3Q 2024 r.<sup>1</sup>



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych na koniec 2Q 2024 r. i 3Q 2024 r.<sup>1</sup>



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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

## Wyższe aktywa, więcej emisji

Na koniec 2024 r. aktywa krajowych TFI kontynuowały rekordowo długi trend wzrostowy, osiągając rekordowy poziom 379,3 mld zł. To 22 kolejny miesiąc wzrostów aktywów TFI – od końca marca 2023 r. urosły o 37,5%. Nie wskaźnik wzrostu jest tu jednak najważniejszy, ale najprawdopodobniej najdłuższa w historii funkcjonowania polskich TFI passa wzrostu aktywów. Poprzednia passa wzrostowa trwała od maja 2020 r. do września 2020 r. i przeszła w dziewięciomiesięczny ciąg spadków, który oznaczał odpływ ponad 50 mld zł z aktywów TFI. Dodajmy jeszcze, że poprzedni cykl wzrostowy został zakończony przed podwyżki stóp spowodowane inflacją, a następnie wojnę. Obecnie, choć stopy spadają wolno, sytuacja makroekonomiczna i otoczenie rynkowe sprzyjają wzrostom aktywów. Oczekujemy, że w 2025 r. wartość aktywów pobije rekordy od początku powstania TFI w Polsce.

Patrząc na aktywa funduszy aktywnych na rynku obligacji korporacyjnych mamy też powody do optymizmu. Na koniec 2024 r. aktywa tej grupy funduszy wyniosły 87,3 mld zł, co oznacza przyrost w skali roku o 20,9% - więcej niż roczna dynamika wzrostu aktywów TFI łącznie (18,4%). W porównaniu z końcem września 2022 r. (rekordowo niskim dla tej klasy

funduszu) aktywa odnotowały wzrost o 57,9%.

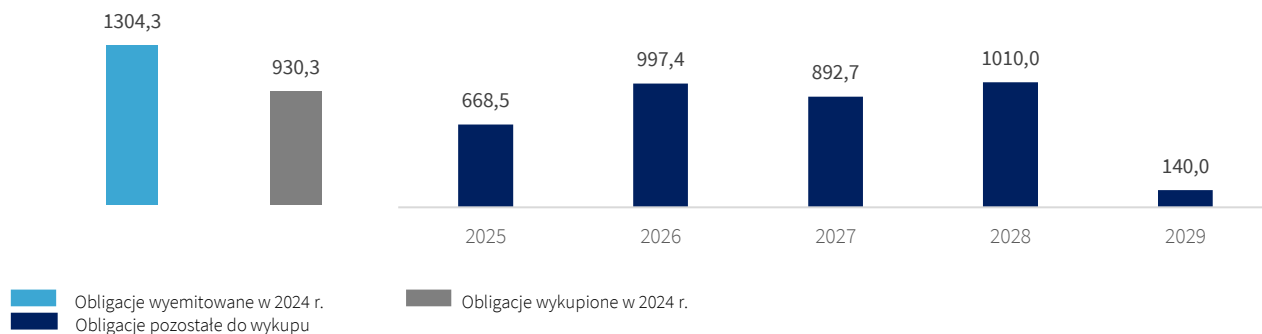
W II połowie 2024 r. obserwowaliśmy zmniejszenie aktywności analizowanych przez nas deweloperów na rynku obligacji. W GPW – to ograniczenie jest zasadne w kontekście analizy aktywów, bo głównie na tej grupie deweloperów koncentruje się uwaga TFI poza funduszami private debt. Jeszcze w II kw. 2024 r. emitenci ci uplasowali obligacje o wartości 490 mln zł, ale już w III kw. 2024 r. tylko 210 mln zł, a w IV kw. : 236 mln zł. W całym 2024 r. deweloperzy z tej grupy uplasowali obligacje o łącznej wartości nominalnej 1 164 mln zł., wobec 2 167 mln zł w 2023 r. Spadek ten nie wynikał oczywiście ze spadku popytu wśród TFI, wynikał z mniejszych potrzeb samych deweloperów – co wynikało z mniejszego apetytu na nowe grunty. Przełożyło się to na spadek marż (ponad stawkę WIBOR 6M): dla obligacji 3-letnich analizowana w raporcie grupa deweloperów osiągnęła średnią marżę 5,57%, w 2024 r.: 5,00%. Przewidujemy zatem, że 2025 r. będzie bardzo dobrym rokiem dla obligacji deweloperów mieszkaniowych. W kontekście mniejszej podaży nowych emisji i rosnących aktywów przewidujemy, że TFI otworzą się na obligacje deweloperów nienotowanych na GPW.

Wartość aktywów funduszy obligacji korporacyjnych zarządzanych przez TFI w okresie 2020-2023 r. (dane w mld zł)



Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2025 – 2029 (w mln PLN) według stanu na dzień 31.12.2024 r.



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

# Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2024 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln PLN)	Seria	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Ronson	02.2024	60	P2023A	3,5	WIBOR6M+3,85%	Nie
Archicom	03.2024	168	M9/2024	3,3	WIBOR3M + marża	Nie
Victoria Dom	03.2024	50	P2023B	3	WIBOR6M + 5,25%	Nie
<b>1Q 2024</b>		<b>278</b>				
Develia	05.2024	100	DVL0528OZ10	4	WIBOR3M + 3,0%	Nie
Marvipol	05.2024	150	P2024A	39msc	WIBOR 6M + 4,5%	nie
Archicom	06.2024	190	M10/2024	4	WIBOR3M + marża	Nie
<b>2Q 2024</b>		<b>440</b>				
Victoria Dom	07.2024	50	P2023C	3	WIBOR 6M + 4,95%	Nie
Ronson	09.2024	160	Y	4	WIBOR 6M + 3,3%	Nie
<b>3Q 2024</b>		<b>210</b>				
Develia	10.2024	100	DVL1028OZ11	4	WIBOR3M + 2,5%	Nie
Dom Development	12.2024	140	DOMDEM2051229	5	WIBOR6M + 1,4%	Nie
Marvipol	12.2024	50	P2024B	4	WIBOR6M + 3,75%	Nie
Victoria Dom	12.2024	86,3	Z	3	WIBOR6M + 4,8%	Nie
<b>4Q 2024</b>		<b>376</b>				
<b>razem</b>		<b>1 088</b>				

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

Emisje i wykupy obligacji analizowanych deweloperów w okresie 2023 – 2029 (w mln PLN) według stanu na dzień 31.12.2024 r.

Deweloper	Emisje		Wykupy		Zapadalność obligacji w kolejnych latach					
	2023	2024	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Suma do wykupu
Robyg	0,0	0,0	297,1	210,0	0,0	150,0	0,0	0,0	0,0	150,0
Atal	410,0	0,0	280,2	92,7	340,0	0,0	0,0	0,0	0,0	340,0
Develia	440,0	200,0	159,7	101,0	0,0	280,0	160,0	200,0	0,0	640,0
Dom Development	260,0	140,0	50,0	50,0	100,0	110,0	0,0	260,0	140,0	610,0
Marvipol	156,5	200,0	69,0	111,6	70,0	101,0	55,5	200,0	0,0	426,5
Victoria Dom	271,4	186,3	120,7	95,0	11,5	271,4	186,3	0,0	0,0	469,2
Lokum Deweloper	100,0	0,0	158,7	50,0	0,0	0,0	53,0	0,0	0,0	53,0
Archicom	272,0	358,0	108,8	61,2	62,0	0,0	378,0	190,0	0,0	630,0
Ronson Europe N.V.	60,0	220,0	40,0	158,8	0,0	60,0	60,0	160,0	0,0	280,0
JHM Development	0,0	0,0	12,0	0,0	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0
Inpro	25,0	0,0	18,5	0,0	35,0	25,0	0,0	0,0	0,0	60,0
<b>Razem</b>	<b>1994,9</b>	<b>1304,3</b>	<b>1584,7</b>	<b>930,3</b>	<b>668,5</b>	<b>997,4</b>	<b>892,7</b>	<b>1010,0</b>	<b>140,0</b>	<b>3708,6</b>

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



# Informacje ze spółek

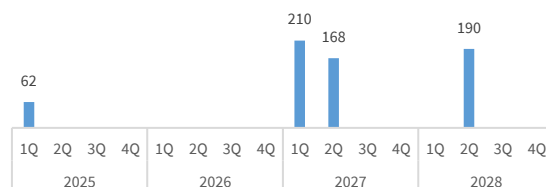
## GRUPA ARCHICOM

- W 4Q 2024 r. Grupa Archicom znalazła nabywców na 725 lokali, w porównaniu do 589 kwartał wcześniej i 521 rok wcześniej. Na początku ubiegłego roku Archicom zakładał, że sprzedaż w całym 2024 roku wyniesie 3000 mieszkań jednak we wrześniu Grupa zrewidowała cel i wynosił on 2600 mieszkań, a w listopadzie został obniżony do 2400-2500 lokali. Spółka zdecydowała nawet o sprzedaży mieszkań z portfela PRS Echo Investment – lokale z umowami najmu są dostępne w ofercie Archicomu. Ostatecznie w całym poprzednim roku Spółka sprzedała 2196 lokali. Co istotne, cel sprzedażowy na 2025 r. również został obniżony z początkowych 4000 lokali do 3000 jednostek. Sprzedaż na poziomie 4000 mieszkań ustalony został jako docelowy, strategiczny.
- W minionym kwartale deweloper przekazał nabywcom 260 lokali w stosunku do 341 w 3Q 2024 r. i 1362 w analogicznym okresie ubiegłego roku. W całym 2024 roku Spółka przekazała klucze do 1076 lokali.
- Po rozszerzeniu oferty sprzedaży, która częściowo była związana z przejściem biznesu od Echo na koniec września 2024 r. deweloper posiadał 2983 mieszkań w ofercie, podczas gdy na koniec czerwca ubiegłego roku Spółka dysponowała 3237 lokalami do sprzedaży.
- W okresie pierwszych trzech kwartałów deweloper odnotował przychody na poziomie 567,6 mln zł w porównaniu do 316,4 mln zł w analogicznym okresie ubiegłego roku. Marża brutto na sprzedaży nadal pozostaje wysoka, ale jest niższa niż w 2023 r. - wyniosła 38,1%.
- W maju ubiegłego roku Spółka podwyższyła program emisji obligacji z kwoty 500 mln zł do 800 mln zł, zaś w czerwcu deweloper wyemitował czteroletnie obligacje o wartości 190 mln zł. Oprocentowanie wyniosło WIBOR 3M + 3,1%.
- Emisje obligacji podniosły poziom zadłużenia spółki. Na koniec września ub. r. wskaźnik dług netto/kapitał własny wyniósł 0,5x.
- Pod koniec września zarząd spółki podjął decyzję o warunkowej wypłacie zaliczki na poczet przewidywanej dywidendy za 2024 r. w kwocie 82,5 mln zł, a więc w wysokości 1,41 zł na akcję. Warunkiem wypłaty zaliczki było uzyskanie zgody rady nadzorczej spółki w terminie do dnia wypłaty zaliczki. W październiku rada nadzorcza dewelopera wyraziła zgodę na wypłatę zaliczki na poczet przyszłej dywidendy za 2024 r.

w mln zł	2021	2022	2023	1-3Q 2023	1-3Q 2024
Przychody	634,1	498,8	1 101,1	316,4	567,6
Zysk brutto ze sprzedaży	217,9	178,4	396,1	144,0	216,5
Marża brutto ze sprzedaży	34,4%	35,8%	36,0%	45,5%	38,1%
EBIT	159,8	114,5	296,6	96,0	108,4
Marża EBIT	25,2%	23,0%	26,9%	30,3%	19,1%
Zysk netto	122,4	94,0	245,2	86,1	77,6
Marża netto	19,3%	18,9%	22,3%	27,2%	13,7%
Kapitał własny	653,1	731,7	1 257,5	898,6	1 225,8
Zadłużenie finansowe	236,2	219,7	532,0	506,0	748,3
Kredyty i inne	45,8	47,7	198,0	334,6	117,7
Obligacje	190,4	172,0	334,0	171,4	630,6
% obligacji w zadłużeniu	80,6%	78,3%	62,8%	33,9%	84,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	264,1	264,4	511,0	375,8	116,6
Dług netto	-28,0	-44,8	21,1	130,1	631,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	50,3%	44,9%	48,3%	64,5%	54,7%
Dług netto/KW	-4,3%	-6,1%	1,7%	14,5%	51,5%

\* 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)



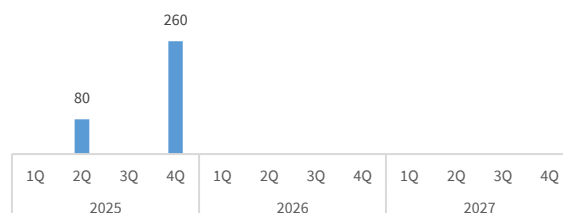
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## ATAL

- W 4Q 2024 r. sprzedaż Atalu wyniosła 445 lokali vs 354 kwartał wcześniej i 940 rok wcześniej. W 2024 r. deweloper liczył na wyższą sprzedaż (około 3 tys. jednostek) jednak we wrześniu skorygował szacunki sprzedaży na 2024 r. do poziomu 2,3 – 2,5 tys. mieszkań. W całym 2024 r. sprzedaż Atalu wyniosła 2068 lokali w porównaniu do 2833 mieszkań w 2023 r.
- Od kilku kwartałów rośnie poziom oferty dewelopera. Na koniec 3Q 2024 r. było to 7024 lokali w stosunku do 6615 jednostek na koniec czerwca 2024 r. i 4170 mieszkań rok wcześniej.
- W 4Q 2024 r. deweloper przekazał 439 lokali w stosunku do 806 mieszkań w poprzednim kwartale i 1200 jednostek w 4Q 2023 r.
- Marża brutto ze sprzedaży w okresie trzech kwartałów 2024 r. spadła w stosunku do porównywalnego okresu roku poprzedniego. Wyniosła 23,8% w stosunku do 26,4% w 2023 r. Celem Atalu jest utrzymywanie marży na poziomie 25%.
- Na koniec czerwca 2024 roku dług oprocentowany dewelopera wyniósł 765,3 mln zł i był wyższy o ponad 200 mln zł w stosunku do stanu z września 2023 r. Dług netto do kapitału własnego wyniósł 42,0% na koniec września 2024 r. wobec 29,6% na koniec września 2023 r.
- W styczniu Spółka poinformowała o uchwaleniu nowego programu emisji obligacji o wartości 250 mln zł. Do końca bieżącego roku deweloper będzie mógł zatem oferować niezabezpieczone obligacje. Uchwalenie programu najprawdopodobniej związane jest z nadchodzącymi terminami wykupu obecnych obligacji – w maju deweloper musi wykupić obligacje o wartości 80 mln zł, zaś w październiku zapada dług w wysokości 260 mln zł.

w mln zł	2021	2022	2023	1-3Q 2023	1-3Q 2024
Przychody	1 679,2	1 657,8	1 500,5	861,1	1 215,5
Zysk brutto ze sprzedaży	453,5	470,3	448,6	266,8	333,3
Marża brutto ze sprzedaży	27,0%	28,4%	29,9%	31,0%	27,4%
Przychody segmentu dewelop.	1 672,4	1 647,1	1 486,3	849,9	1 206,5
EBIT segmentu dewelop.	412,8	429,8	392,2	224,2	287,1
Marża EBIT	24,7%	26,1%	26,4%	26,4%	23,8%
Zysk netto	331,2	368,2	341,3	196,0	254,8
Marża netto	19,7%	22,2%	22,7%	22,8%	21,0%
Kapitał własny	1 165,7	1 301,7	1 698,8	1 553,6	1 698,0
Zadłużenie finansowe	630,1	574,3	589,0	544,5	765,3
Kredyty i inne	55,9	190,7	157,6	170,8	414,0
Obligacje	574,2	383,6	431,5	373,8	351,3
% obligacji w zadłużeniu	91,1%	66,8%	73,2%	68,6%	45,9%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	382,2	294,7	476,8	84,4	52,3
Dług netto	247,9	279,6	112,2	460,2	713,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	62,6%	59,0%	52,0%	53,4%	53,0%
Dług netto/KW	21,3%	21,5%	6,6%	29,6%	42,0%

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



\* w tym 60 mln zł objęte przez fundację Akcjonariusza

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

## DEVELIA

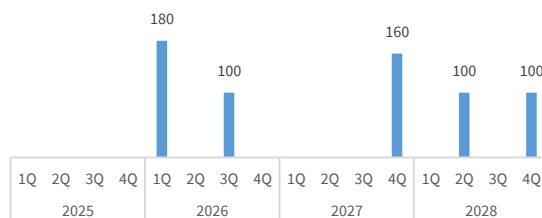
- Sprzedaż Develii w 4Q 2024 r. wyniosła 497 lokali wobec 751 w 3Q 2024 r. i 614 w 4Q 2023 r. W całym ubiegłym roku deweloper sprzedał 3197 lokali w stosunku do 2674 w 2023 r. Zgodnie z zaprezentowaną strategią rozwoju na lata 2024-2028 celem Spółki jest osiągnięcie rocznej sprzedaży ponad 4500 lokali od 2028 r., co będzie możliwe poprzez wzrost udziału rynkowego w miastach, w których obecnie działa do 7-8%. Oznacza to średnioroczny wzrost sprzedaży mieszkań powyżej 11 proc.
- Na koniec września 2024 r. oferta dewelopera wynosiła 3423 lokale vs 3597 kwartał wcześniej i 2571 rok wcześniej.
- Liczba przekazanych lokali w 4Q 2024 r. sięgnęła 1067 vs 741 kwartał wcześniej i 1453 rok wcześniej. W całym 2024 r. Spółka przekazała 2865 lokali w stosunku do 2751 mieszkań w 2023 r.
- Na koniec września dług netto dewelopera wyniósł 668,1 mln zł wobec 494,4 mln zł długu netto kwartał wcześniej. Wskaźnik dług netto do kapitału własnego wyniósł na koniec września 2024 r. 45,0% wobec 29,5% kwartał wcześniej.
- W maju ubiegłego roku Spółka przeprowadziła emisję 4-letnich obligacji na kwotę 100 mln. Oprocentowanie zostało ustalone na poziomie WIBOR3M +3,0%. Z kolei w październiku zarząd podjął uchwałę w sprawie emisji 4-letnich obligacji o wartości 100 mln zł. Przypominamy, że na początku października przypadł wykup papierów o wartości 100 mln zł. Deweloperowi z każdą kolejną emisją udaje się obniżyć wysokość marży, wydłużając przy tym tenor. W październikowej emisji została ona ustalona na poziomie WIBOR3M + 2,5%, podczas gdy w marcu ubiegłego roku plasowała papiery na 4,1% marży ponad WIBOR3M.
- Deweloper przedterminowo wykupił obligacji, które plasowane były wśród inwestorów indywidualnych – DVL1225 o wartości 15,4 mln zł. W ramach wcześniejszego wykupu inwestorzy otrzymali 0,1% premii.
- W styczniu br. Spółka poinformowała o podwyższeniu kwoty programu emisji obligacji z 750 do 800 mln zł. Deweloper zamierza przeprowadzić emisję 4-letnich niezabezpieczonych obligacji do końca I kwartału 2025 r.

w mln zł	2021	2022	2023	1-3Q 2023	1-3Q 2024
Przychody	911,9	1 067,9	1 607,8	786,2	1 037,6
Przychody	823,0	1 013,6	1 572,9	759,3	1 029,7
Zysk brutto ze sprzedaży	236,7	334,0	466,0	224,1	337,3
Marża brutto ze sprz.	28,8%	33,0%	29,6%	29,5%	32,8%
Zysk netto	153,9	231,8	275,4	124,7	215,6
Marża netto	16,9%	21,7%	17,1%	15,9%	20,8%
Kapitał własny	1 400,4	1 434,9	1 548,4	1 384,5	1 541,7
Zadłużenie finansowe	941,4	652,0	790,7	913,0	1004,7
Zadłużenie finansowe	474,2	400,9	643,5	582,8	892,6
Kredyty i inne	6,3	0,0	0,0	0,0	234,4
Obligacje	468,0	400,9	643,5	582,8	658,2
% obligacji w zadłużeniu	98,7%	100,0%	100,0%	100,0%	73,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	220,8	172,1	354,7	311,9	224,5
Dług netto	253,4	228,8	288,8	270,8	668,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,9%	51,3%	59,3%	64,2%	64,1%
Dług netto/KW	43,5%	20,9%	29,4%	20,8%	45,0%

### Wydzielony segment mieszkaniowy

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

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



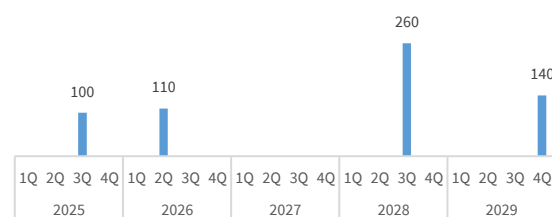
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

## DOM DEVELOPMENT

- Dom Development sprzedał w 4Q 2024 r. 1159 lokali wobec 1156 w 3Q 2024 r. i 980 rok wcześniej. W całym ubiegłym roku deweloper znalazł nabywców na 4269 mieszkań w stosunku do 3906 lokali w 2023 r. Ubiegły rok był zatem rekordowy dla Spółki. Na moment pisania raportu deweloper nie wskazuje celu sprzedażowego na bieżący rok.
- Liczba przekazanych lokali w 4Q 2024 r. sięgnęła 1681 lokali vs 598 w 3Q 2024 r. i 1298 w 4Q 2023 r. W całym 2024 r. Spółka przekazała klucze do 3916 mieszkań w stosunku do 3831 lokali w 2023 r., zatem pod tym względem ubiegły rok również był rekordowy dla dewelopera. Dodatkowo Dom Development przekazał 300 mieszkań na rzecz inwestora PRS (przekazania te nie są ujmowane w naszych zestawieniach). Poziom oferty na koniec września 2024 r. wyniósł 3082 jednostek vs 2915 kwartał wcześniej - w Warszawie było to 1203 lokali (+73 proc. r/r), w Trójmieście 580 (-4 proc. r/r), we Wrocławiu 646 lokali (+4 proc. r/r) oraz 653 w Krakowie (+198 proc. r/r).
- Na koniec września deweloper wykazywał dług netto na poziomie 225 mln zł. Wskaźnik zadłużenia netto względem kapitału własnego na koniec września 2024 r. sięgnął 14,3% wobec 15,4% na koniec czerwca 2024 r. i 26,5% na koniec września 2023 r.
- W grudniu 2024 r. Spółka przeprowadziła emisję 5-letnich obligacji o wartości 140 mln zł. Oprocentowanie ustalono na WIBOR 6M + 1,4% marży. Emisję objęli inwestorzy kwalifikowani.
- W grudniu 2024 r. Dom Development wypłacił zaliczkę na poczet dywidendy za 2024 r. Zarząd przeznaczył na ten cel 154,8 mln zł co oznacza, że dywidenda na jedną akcję wyniosła 6 zł.
- Jednocześnie należy wskazać, że w związku z rezygnacją Jarosława Szanajcy z funkcji prezesa zarządu spółki, od 1 stycznia 2025 r. stery w spółce przejął Mikołaj Konopka, dotychczasowy członek zarządu Dom Development S.A., a wcześniej prezes zarządu Euro Styl S.A.

w mln zł	2021	2022	2023	1-3Q 2023	1-3Q 2024
Przychody	1897,5	2419,3	2550,3	1600,4	1851,9
Zysk brutto ze sprzedaży	625,2	755,8	815,1	499,9	589,6
Marża brutto ze sprz.	32,9%	31,2%	32,0%	31,2%	31,8%
Zysk netto	325,3	410,3	460,3	260,3	295,8
Marża netto	17,1%	17,0%	18,0%	16,3%	16,0%
Kapitał własny	1249,2	1413,3	1449,5	1389,9	1581,4
Zadłużenie finansowe	394,7	422,5	520,0	565,9	523,5
Kredyty i inne	31,4	59,2	0,0	6,4	0,0
Obligacje	363,3	363,3	520,0	559,5	523,5
% obligacji w zadłużeniu	92,0%	86,0%	100,0%	98,9%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	607,0	304,2	286,3	197,9	298,3
Dług netto	-212,3	118,3	233,7	367,9	225,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	67,8%	65,6%	68,2%	70,8%	70,6%
Dług netto/KW	-17,0%	4,8%	16,1%	26,5%	14,3%

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



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

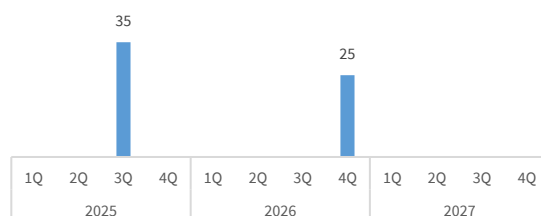
## INPRO

- W 4Q 2024 r. deweloper sprzedał 113 lokali vs 124 kwartał wcześniej i 221 jednostek rok wcześniej. W całym 2024 r. Spółka znalazła nabywców na 587 mieszkań w stosunku do 863 lokali w 2023 r.
- Liczba przekazanych lokali w okresie październik – grudzień sięgnęła 454 mieszkań wobec 25 kwartał wcześniej i 227 rok wcześniej. W całym 2024 r. deweloper przekazał klucze do 692 lokali w stosunku do 577 mieszkań w 2023 r.
- W okresie pierwszych trzech kwartałów 2024 r. Grupa odnotowała przychody na poziomie 170,9 mln zł vs 199,5 mln zł w analogicznym okresie 2023 r. W działalności mieszkaniowej przychody wyniosły 151,1 mln zł w stosunku do 174,2 mln zł r w tym samym okresie 2023 r. Marża brutto na sprzedaży w tym okresie ukształtowała się na poziomie 28,9% w stosunku do 30,7% w okresie 1-3Q 2023 roku.
- Na koniec września 2024 r. dług netto wyniósł 101,1 mln zł vs 80,9 mln zł kwartał wcześniej i 134,9 mln zł rok wcześniej, co stanowiło 20,2% kapitałów własnych vs 16,3% na koniec czerwca 2024 r. i 30,6% na koniec września 2023 roku.
- Grupa utrzymuje stabilne wskaźniki zadłużenia. Spółka obecnie posiada dwie aktywne serie obligacji. Pierwsza z wymienionych wyemitowana przez samo Inpro seria B o wartości 35,0 mln zł, zapadająca w październiku 2025 roku. Druga z kolei, która została wyemitowana przez spółkę zależną – Domesta Sp. z o.o. – o wartości 18,5 mln zł została przedterminowo wykupiona, a w jej miejsce Domesta przeprowadziła emisję nowego długu. Spółka wyemitowała nowy, zabezpieczony dług na łączną kwotę 25 mln zł zapadający w listopadzie 2026 r. Oprocentowanie obligacji jest zmienne i wynosi WIBOR3M + 5,25%.

w mln zł	2021	2022	2023	1-3Q 2023	1-3Q 2024
Przychody	321,4	357,7	308,6	199,5	170,9
Przychody	288,4	317,4	277,6	174,2	151,1
Zysk brutto ze sprzedaży	80,0	104,8	81,9	53,6	43,6
Marża brutto	27,8%	33,0%	29,5%	30,7%	28,9%
Zysk netto	41,9	63,2	40,8	26,6	20,9
Marża netto	14,5%	19,9%	14,7%	15,3%	13,9%
Zysk netto	46,9	64,1	42,9	25,4	19,7
Marża netto	14,6%	17,9%	13,9%	12,7%	11,5%
Kapitał własny	386,3	430,5	454,9	440,4	501,0
Zadłużenie finansowe	119,9	150,4	158,8	165,9	153,9
Kredyty i inne	67,0	95,5	98,5	110,7	92,5
Obligacje	52,9	54,8	60,3	55,2	61,4
% obligacji w zadłużeniu	44,1%	36,5%	37,9%	33,2%	39,9%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	63,3	54,7	47,2	31,0	52,8
Dług netto	56,6	95,7	111,6	134,9	101,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	42,8%	38,1%	38,1%	38,5%	46,2%
Dług netto/KW	14,6%	22,2%	24,5%	30,6%	20,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

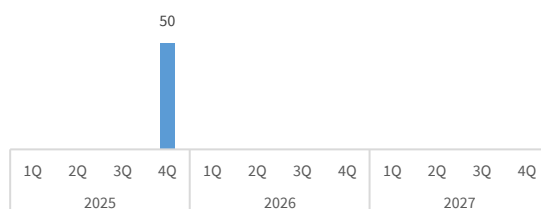
## JHM DEVELOPMENT

- W 4Q 2024 r. deweloper sprzedał 70 mieszkań vs 66 kwartał wcześniej i 169 rok wcześniej. W trakcie całego poprzedniego roku Spółka sprzedała 321 mieszkań w stosunku do 454 lokali w analogicznym okresie 2023 roku.
- W 4Q ubiegłego roku Spółka przekazała nabywcom 176 lokali mieszkalnych w porównaniu do 139 lokali mieszkalnych przekazanych w poprzednim kwartale. Narastająco w ciągu całego poprzedniego roku deweloper przekazał klientom 581 mieszkań.
- Przychody z rozpoznanych w okresie 1-3Q 2024 r. lokali wyniosły 191,7 mln zł vs 49,5 mln zł rok wcześniej, na co wpłynął harmonogram oddawania ukończonych projektów. Przekazania dotyczyły głównie lokali w Gdańsku, w Żyrardowie i w Bydgoszczy.
- Działalność deweloperska pozwoliła Grupie rozpoznać 61,7 mln zł zysku brutto na sprzedaży vs 14,3 mln zł w analogicznym okresie 2023 roku. Wzrosła marża brutto na sprzedaży. Za okres trzech kwartałów 2024 r. wyniosła 32,2% w stosunku do 29,0% w tym samym okresie 2023 r.
- Spadło zadłużenie dewelopera, wskutek czego spółka na koniec września dług netto wyniósł 7,8 mln zł vs 75,7 mln zł na koniec 3Q 2023 r., a wobec kapitału własnego 2,0% vs 22,6% rok wcześniej.
- Deweloper posiada aktualnie komfortową sytuację jeśli chodzi o zadłużenie. Do wykupu pozostaje seria E o wartości 50 mln zł, która wygasa w 4Q 2025 r.

w mln zł	2021	2022	2023	1-3Q 2023	1-3Q 2024
Przychody	164,6	131,5	203,5	49,9	192,8
Przychody	146,4	131,0	203,0	49,5	191,7
Zysk brutto ze sprzedaży	33,6	38,0	49,7	14,3	61,7
Marża brutto	22,9%	29,0%	24,5%	29,0%	32,2%
Zysk netto	16,5	14,6	16,2	-1,9	42,1
Marża netto	11,3%	11,2%	8,0%	-3,8%	21,9%
Zysk netto	17,1	12,8	16,6	-1,6	42,6
Marża netto	10,4%	9,7%	8,1%	-3,2%	22,1%
Kapitał własny	399,1	407,0	354,0	335,8	391,7
Zadłużenie finansowe	120,8	96,2	76,7	107,2	60,4
Kredyty i inne	58,6	33,9	26,5	55,3	8,8
Obligacje	62,2	62,3	50,2	51,9	51,5
% obligacji w zadłużeniu	51,5%	64,7%	65,5%	48,4%	85,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	38,5	31,5	39,8	31,5	52,6
Dług netto	82,3	64,8	36,9	75,7	7,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	38,3%	36,6%	36,1%	47,7%	30,2%
Dług netto/KW	20,6%	15,9%	10,4%	22,6%	2,0%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

## LOKUM DEWELOPER

- W 4Q 2024 r. deweloper sprzedał 35 lokali vs 7 kwartał wcześniej i 148 rok wcześniej. Był to kolejny słaby kwartał dewelopera po drastycznym spadku sprzedaży w 3Q 2024 r. W całym 2024 r. Spółka znalazła nabywców 159 mieszkań w stosunku do 707 lokali w 2023 r.
- Oferta dewelopera na koniec września spadła do poziomu 389 mieszkań w stosunku do 421 lokali na koniec czerwca ubiegłego i pozostaje na niskim poziomie. Warto przypomnieć, że w 2023 r. deweloper wchodził z 772 lokalami w ofercie. Z drugiej strony niedostateczny popyt spowodowany wstrzymaniem się z decyzjami zakupowymi przez klientów nie zachęca do rozpoczynania nowych budów.
- W 4Q 2024 r. deweloper przekazał nabywcom 28 lokali vs 34 kwartał wcześniej i 408 rok wcześniej. W całym 2024 r. Spółka oddała do użytkowania klientom 252 lokale w stosunku do 774 w 2023 r.
- W okresie pierwszych trzech kwartałów 2024 r. przychody wyniosły 164,3 mln zł i były niższe o 23,8% w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego na co wpłynęła niższa liczba przekazanych lokali. Spółce udaje się jednak utrzymywać relatywnie wysokie marże. W okresie 1-3Q 2024 r. marża brutto na sprzedaży wyniosła 38,4% w stosunku do 37,0% w tym samym okresie 2024 r., zaś marża netto wyniosła 22,0% vs. 20,2% w analogicznym okresie 2023 r.
- Zarząd komunikuje, że w najbliższych latach, osiągnięcie celu marżowego zysku netto na poziomie 20% będzie trudne do realizacji, a wręcz niemożliwe.
- Spółka posiada zadłużenie finansowe w kwocie 68,9 mln zł. Jednocześnie na rachunku bankowym Lokum zgromadził 98,0 mln zł. Tym samym na koniec września Spółka dysponowała gotówką netto w wysokości niemal 29,0 mln zł. Na koniec września wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wyniósł -5,5% vs 27,1% na koniec września 2023 r. Przypomnijmy, że jeszcze w 2022 r., wyniósł on 45,2%.
- W grudniu 2024 r. zarząd spółki poinformował, że planuje emisję papierów dłużnych o wartości 100 mln zł w 1Q 2025 r. Nie znamy jednak szczegółów dotyczących planowanej emisji.

w mln zł	2021	2022	2023	1-3Q 2023	1-3Q 2024
Przychody	309,8	366,7	451,3	215,7	164,3
Zysk brutto ze sprz.	112,8	135,3	169,7	79,8	63,1
Marża brutto ze sprz.	36,4%	36,9%	37,6%	37,0%	38,4%
Zysk ze sprz.	87,7	109,3	137,9	59,6	40,9
Marża zysku ze sprz.	28,3%	29,8%	30,6%	27,6%	24,9%
Zysk netto	60,1	60,9	142,4	43,6	36,2
Marża netto	19,4%	16,6%	31,5%	20,2%	22,0%
Kapitał własny	404,9	430,7	541,6	442,2	530,9
Zadłużenie finansowe	295,9	260,2	119,5	184,1	68,9
Kredyty i inne	41,1	39,7	15,6	29,3	14,8
Obligacje	254,7	220,5	103,9	154,8	54,1
% obligacji w zadłużeniu	86,1%	84,7%	86,9%	84,1%	78,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	28,5	65,4	236,0	64,3	98,0
Dług netto	267,3	194,8	-116,6	119,8	-29,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	52,1%	46,5%	35,5%	47,2%	23,5%
Dług netto/KW	66,0%	45,2%	-21,5%	27,1%	-5,5%

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

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



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

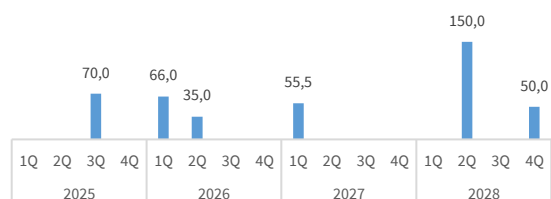
## MARVIPOL DEVELOPMENT

- W 4Q 2024 r. Spółka zakontraktowała sprzedaż 67 mieszkań wobec 109 kwartał wcześniej i 200 rok wcześniej. W całym 2024 r. deweloper znalazł nabywców na 430 lokale w stosunku do 661 mieszkań w 2023 r.
- Po okresie niskiej oferty, w połowie 2024 r., deweloper zasilił swoje zasoby dostępne na sprzedaż. Na koniec czerwca Spółka mogła zaoferować 768 lokali potencjalnym klientom, zaś na koniec września dysponowała 749 mieszkaniami dostępnymi na sprzedaż.
- Poprawiła się również statystyka związana z przekazywaniem lokali. W 4Q ubiegłego roku Spółka przekazała klucze do 376 lokali mieszkalnych, w stosunku do 163 mieszkań kwartał wcześniej. Jeszcze wcześniej bo w 2Q 2024 r. było to 18 lokali, w 1Q deweloper przekazał klucze do 14 mieszkań, a w 4Q 2023 r. jedynie do 5 lokali. W całym 2024 r. deweloper przekazał klucze do 571 mieszkań.
- Dług netto części mieszkaniowej dewelopera na koniec września 2024 r. ukształtował się na poziomie ok. 247,7 mln zł wobec 257,2 mln zł na koniec czerwca ubiegłego roku i 238,6 mln zł na koniec września 2023 r. Względem kapitału własnego zadłużenie netto wyniosło 65,4% vs 66,4% kwartał wcześniej i 55,7% na koniec września 2024 r.
- W grudniu 2024 r. Spółka przeprowadziła emisję obligacji. W publicznej emisji oferowała 4-letnie niezabezpieczone obligacje o wartości 50 mln zł. Oprocentowanie ustalono na WIBOR 6M + 3,75% marży, a więc o 0,75 pkt proc. niżej w stosunku do emisji z maja ubiegłego roku.
- Zapadalność obligacji dewelopera jest rozłożona w czasie. Na początku stycznia br. Marvipol poinformował o przedterminowym wykupie obligacji o wartości 70 mln zł. Termin wykupu ustalono na 3 lutego br., a więc najbliższy dzień płatności odsetek.

w mln zł	2021	2022	2023	1-3Q 2023	1-3Q 2024
Przychody	393,7	588,6	377,5	355,0	187,2
Przychody	360,9	481,8	328,4	318,2	142,2
Zysk brutto ze sprzedaży	105,7	131,9	111,3	104,8	31,6
Marża brutto ze sprz.	29,3%	27,4%	33,9%	32,9%	22,2%
Zysk netto	57,1	62,1	67,8	68,9	-4,2
Marża netto	14,5%	10,6%	18,0%	19,4%	-2,3%
Kapitał własny	299,3	358,7	430,8	428,6	378,9
Zadłużenie finansowe	346,7	407,3	458,5	450,0	557,2
Kredyty i inne	74,3	152,0	114,3	101,7	103,8
Obligacje	272,4	255,4	344,2	348,4	453,4
% obligacji w zadłużeniu	78,6%	62,7%	75,1%	77,4%	81,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	183,0	132,6	239,5	211,4	309,5
Dług netto	163,8	274,7	219,0	238,6	247,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	73,0%	63,3%	60,8%	57,6%	72,6%
Dług netto/KW	54,7%	76,6%	50,5%	55,7%	65,4%

Wydzielony segment mieszkaniowy

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



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

# Informacje ze spółek

## ROBYG

- W związku z tym, że deweloper nie wskazuje dokładnych danych sprzedażowych, na podstawie dostępnych danych szacujemy, że w 4Q 2024 r. deweloper znalazł nabywców na około 400 lokali vs 251 kwartał wcześniej i 563 rok wcześniej. W 2025 r. Spółka celuje w sprzedaż na poziomie 2800 lokali. W całym poprzednim roku Spółka sprzedała 1900 lokali w stosunku do 2808 jednostek w 2023 r.
- Robyg próbuje odbudowywać ofertę mieszkaniową, jednak dane z czerwca i września ubiegłego roku pokazały, że wzrost oferty w I kwartale 2024 r. był incydentem aniżeli trwałym trendem odbudowy oferty. Na koniec września Spółka mogła zaoferować klientom 1579 mieszkań podczas gdy na koniec czerwca było to 1695 lokali a na koniec grudnia oferta wyniosła 1729 lokali. Jeszcze w 2022 r. oferta przekraczała nawet 5000 jednostek. Deweloper posiada jednak znaczący bank ziemi pozwalający na wybudowanie około 14 tys. mieszkań stąd wydaje się, że przy korzystnym otoczeniu będzie on sukcesywnie uwalniany. Spółka rozważa również wejście do kolejnych miast.
- W 1H 2024 r. Spółka wypracowała ponad 704 mln zł przychodów, co oznacza wzrost o ponad 100% r/r. Marża brutto na sprzedaży uległa spadkowi i za i wyniosła 22,5% w stosunku do 28,6% w analogicznym okresie ubiegłego roku.
- Na koniec czerwca wskaźnik dług netto/kapitały własne wyraźnie spadł w stosunku do wyników na koniec czerwca 2023 r. i wyniósł 7,5%.
- W poprzednim roku Robygd dokonał redukcji zadłużenia. Ponadto w maju 2024 r. Spółka zdecydowała o przedterminowym wykupie obligacji ROB1224 o wartości nominalnej 100 mln zł. Z kolei w październiku ubiegłego roku deweloper wykupił obligacje o wartości 110 mln zł.
- Na początku 2025 r. Spółka poinformowała o emisji obligacji w wysokości 250 mln zł. Emisja została uplasowana przy oprocentowaniu na poziomie WIBOR 6M + 2,6%.

w mln zł	2021	2022	2023	1H 2023	1H 2024
Przychody	1299,9	1505,5	1813,0	347,9	704,6
Zysk brutto ze sprz.	370,1	410,8	462,2	99,4	158,8
Marża brutto ze sprz.	28,5%	27,3%	25,5%	28,6%	22,5%
EBIT	490,6	438,8	456,6	111,7	114,4
Marża EBIT	37,7%	29,1%	25,2%	32,1%	16,2%
Zysk netto	397,1	353,6	368,1	80,7	103,2
Marża netto	30,5%	23,5%	20,3%	23,2%	14,7%
Kapitał własny	1 380,4	1 138,8	1 497,5	1 219,5	1 600,7
Zadłużenie finansowe	642,7	1041,6	460,8	728,0	402,6
Kredyty i inne	30,0	370,3	98,5	301,2	141,3
Obligacje	612,6	671,3	362,3	426,8	261,3
% obligacji w zadłużeniu	95,3%	64,4%	78,6%	58,6%	64,9%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	296,9	424,5	340,9	206,1	283,2
Dług netto	345,8	617,1	120,0	521,9	119,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	60,3%	67,7%	54,5%	65,5%	51,9%
Dług netto/KW	25,1%	54,2%	8,0%	42,8%	7,5%

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

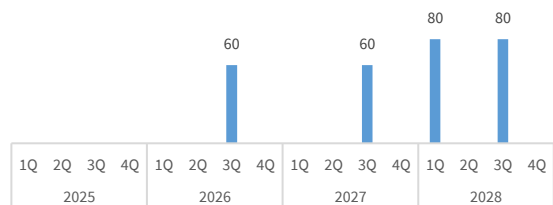
## RONSON

- W 4Q ubiegłego roku Ronson znalazł nabywców na 126 lokali vs 130 kwartał wcześniej i 205 rok wcześniej. W całym 2024 roku zarząd spodziewał się, że Ronson sprzeda około 1000 mieszkań – ostatecznie sprzedaż wyniosła 514 lokali. W całym 2023 roku Spółka zrealizowała sprzedaż na poziomie 1006 lokali o łącznej wartości 589,7 mln zł i był to historyczny rekord sprzedaży.
- Oferta dewelopera na koniec września 2024 r. wzrosła do 808 lokali vs 577 kwartał wcześniej i 590 na koniec 3Q 2024 r. Spółka zapowiada, że pod względem rozbudowy banku ziemi szczególnie aktywna będzie we Wrocławiu i w Warszawie.
- Projekty będące w trakcie budowy obejmują łącznie 1426 lokale. W 2025 roku planowane jest ukończenie budowy 289 lokali.
- Dług netto dewelopera na koniec września 2024 r. wyniósł 80,5 mln zł vs 76,5 mln zł kwartał wcześniej i 60,9 mln zł rok wcześniej. Wskaźnik długu netto w stosunku do kapitału własnego wyniósł 15,1% na koniec września vs 13,1% na koniec czerwca br. i 11,9% na koniec września 2023 roku.
- Pod koniec lipca 2023 roku KNF zatwierdziła prospekt dot. programu emisji obligacji o łącznej wartości do 175 mln zł. Spółka skorzystała z niego w lutym oferując w lutym 2024 r. 3,5-letni niezabezpieczone obligacje z 3,85 pkt proc. marży ponad WIBOR6M. Była to pierwsza publiczna oferta obligacji Ronsona na podstawie prospektu zatwierdzonego przez KNF. Spółka uplasowała papiery o wartości 60 mln zł. Termin zapadalności obligacji został wyznaczony na 3Q 2027 r.
- We wrześniu 2024 r. Ronson uplasował papiery dłużne o wartości 160 mln zł. 4-letnie obligacje nie są zabezpieczone, a oprocentowanie zostało ustalone na poziomie WIBOR6M + 3,3%.
- W październiku ubiegłego roku Spółka poinformowała o wykupie wszystkich istniejących obligacji serii W.

w mln zł	2021	2022	2023	1-3Q 2023	1-3Q 2024
Przychody	480,9	300,3	395,5	318,9	275,9
Przychody	457,7	300,3	395,5	318,9	275,9
Zysk brutto ze sprz.	86,5	79,4	139,4	108,6	88,8
Marża zysku ze sprz	18,9%	26,5%	35,2%	34,1%	32,2%
Zysk brutto ze sprz.	84,7	79,4	139,4	108,6	88,8
Marża brutto ze sprz.	17,6%	26,5%	35,2%	34,1%	32,2%
Kapitał własny	420,0	451,4	533,7	512,2	534,9
Zadłużenie finansowe	250,8	219,7	243,7	286,1	341,0
Kredyty i inne	1,6	16,3	8,8	16,3	1,7
Obligacje	249,2	203,4	225,3	269,8	339,3
% obligacji w zadłużeniu	99,4%	92,6%	92,5%	94,3%	99,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	74,9	41,8	190,0	225,2	260,5
Dług netto	175,9	177,8	53,7	60,9	80,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,5%	55,0%	55,7%	55,9%	58,6%
Dług netto/KW	41,9%	39,4%	10,1%	11,9%	15,1%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta



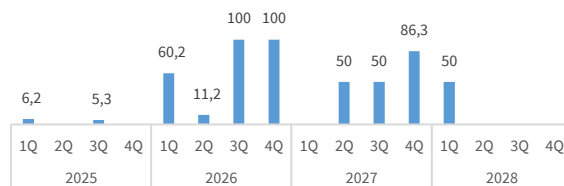
# Informacje ze spółek

## Victoria Dom

- W 4Q 2024 r. deweloper podpisał umowy na sprzedaż 152 lokali w stosunku do 224 mieszkań kwartał wcześniej i 401 rok wcześniej. W całym 2024 r. Victoria znalazła nabywców na 1014 lokali, w stosunku do 2020 mieszkań w 2023 r.
- W I półroczu 2024 r. Victoria Dom zaraportowała 245,9 mln zł przychodów vs 343,7 mln zł rok wcześniej. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 38,3% vs 31,8% rok wcześniej. Z kolei zysk netto wygenerowany przez dewelopera wyniósł 27,1 mln zł w I półroczu br. w porównaniu do 48,5 mln zł w analogicznym okresie roku poprzedniego.
- Dług netto na koniec czerwca 2024 r. wyniósł 298,2 mln zł vs 373,6 mln zł na koniec czerwca 2023 r. W stosunku do kapitału własnego zadłużenie netto wynosiło 56,7% na koniec 1H 2024 r., w stosunku do 89,5% na koniec czerwca 2023 r.
- W lipcu 2024 r. Spółka wyemitowała niezabezpieczone obligacje na kwotę 50 mln zł. Oprocentowanie wynosi WIBOR 6M + 4,95%. Była to ostatnia emisja w ramach prospektu obowiązującego do listopada.
- Z kolei w październiku deweloper dokonał przedterminowego wykupu obligacji serii T o wartości 70 mln zł zapadających, zgodnie z pierwotnym terminem wykupu, w styczniu 2025 r.
- W listopadzie 2024 r. KNF zatwierdziła prospekt obligacyjny dewelopera w ramach którego Spółka będzie mogła pozyskać do 400 mln zł z publicznych ofert papierów dłużnych.
- W grudniu ubiegłego roku deweloper pozyskał 86,3 mln zł w ramach emisji obligacji. Tenor papierów wynosi 3 lata, zaś oprocentowanie ustalono na WIBOR6M + 4,8%. Z kolei w styczniu br. W ramach publicznej oferty Spółka wyemitowała 3 letnie obligacje na podobnych warunkach cenowych pozyskując 50 mln zł.

w mln zł	2021	2022	2023	1H 2023	1H 2024
Przychody	515,1	540,0	934,1	343,7	245,9
Zysk brutto ze sprzedaży	182,6	175,2	326,4	109,2	94,3
Marża brutto ze sprz.	35,5%	32,4%	34,9%	31,8%	38,3%
Zysk netto	91,0	77,6	183,9	48,5	27,1
Marża netto	17,7%	14,4%	19,7%	14,1%	11,0%
Kapitał własny	342,7	390,9	552,8	417,3	526,0
Zadłużenie finansowe	405,3	397,8	522,8	385,9	565,2
Kredyty i inne	103,5	101,3	116,4	113,1	161,1
Obligacje	301,8	267,3	406,4	272,8	404,0
% obligacji w zadłużeniu	74,5%	67,2%	77,7%	70,7%	71,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	153,0	81,7	248,8	12,3	267,0
Dług netto	252,4	316,1	274,0	373,6	298,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	71,3%	69,1%	65,8%	68,5%	70,0%
Dług netto/KW	73,6%	80,9%	49,6%	89,5%	56,7%

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta



# Słownik pojęć

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

## Przyjęta w raporcie metodologia

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

## Zastrzeżenie

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

Osoby sporządzające niniejszy materiał działały z należytą starannością przy jego sporządzaniu. Niniejsza analiza oraz wnioski z niej wynikającego 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 3 marca 2025 r., godz. 15.00.

---

## Dane kontaktowe

---

### Tomasz Puzyrewicz

Wicedyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: 881 566 177

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

### Piotr Poddebniak

Analityk

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

**Navigator** Capital Group®  
Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: +48 22 630 83 33

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

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