



REAL ESTATE INDEX POLAND

RAPORT H1 2025

Drugi kwartał 2025 r. przyniósł obraz rynku mieszkaniowego, który – mimo wyraźnych spadków w aktywności inwestycyjnej – porusza się już w spokojniejszym, bardziej przewidywalnym rytmie niż w latach naznaczonych pandemią i gwałtownymi impulsami popytowymi. W danych za II kwartał widać jednocześnie hamowanie w pozwoleniach i startach budów oraz stabilizację liczby mieszkań oddawanych do użytkowania. Skala zmian jest istotna, ale nieporównywalna z turbulencjami z pierwszej połowy 2022 r. Wprost przeciwnie – coraz częściej wracamy do wolumenów i relacji charakterystycznych dla końcówki poprzedniej dekady. Ten „powrót do normalności” to wspólny mianownik większości analiz w niniejszym opracowaniu.

W raporcie pokazujemy trzy kluczowe wektory zmian. Po pierwsze, w całym kraju widać dalsze ochłodzenie nastrojów inwestycyjnych mierzonych pozwoleniami na budowę oraz liczbą rozpoczętych lokali. Zwracamy uwagę, że skala spadków jest większa w największych miastach niż poza nimi, co czyni z metropolii swoisty „barometr ostrożności” deweloperów. Po drugie, w przypadku mieszkań ukończonych utrzymuje się względna stabilność – to efekt domykania projektów rozpoczętych w poprzednich latach. Po trzecie, środek ciężkości rynku powoli przesuwa się poza największe ośrodki, a inwestorzy coraz częściej szukają tempa i dostępności w miejscach, gdzie grunty i procedury planistyczne działają na ich korzyść.

Perspektywa „wielkiej szóstki” – Warszawy, Łodzi, Wrocławia, Krakowa, Poznania i Trójmiasta – jest w tym kwartale szczególnie interesująca. To właśnie tu spadki w nowych pozwoleniach oraz startach budów są najgłębsze, co interpretujemy jako dowód na ostrożne podejście do podejmowania nowych faz i projektów w otoczeniu rosnącej selektywności popytu. Jednocześnie pojawiają się wyjątki: część rynków – jak Poznań w pozwoleniach czy Kraków w rozpoczęciach – wybija się ponad przeciętną, co pokazuje, że decyzje inwestycyjne są dziś bardziej „punktowe”, oparte na jakości lokalizacji i gotowości podaży, niż na szerokich, horyzontalnych impulsach. Ten rozjazd dynamik między miastami będzie – naszym zdaniem – jednym z kluczowych tematów kolejnych kwartałów.

Oddzielnego komentarza wymaga zjawisko rozlewania się miast. Po okresie wyhamowania, w aglomeracji warszawskiej widzimy jego wyraźny powrót: w powiatach okalających stolicę aktywność inwestycyjna znów przewyższa tę w granicach miasta. Poza Warszawą tak silnego efektu nie obserwujemy – w innych dużych aglomeracjach relacja między rdzeniem a strefą podmiejską pozostaje stabilna. To zniuansowanie jest ważne: wskazuje, że presja na tereny i projekty w „pierścieniu” stolicy może w najbliższych kwartałach rosnąć, podczas gdy w pozostałych metropoliach decydujące będą raczej czynniki lokalne – dostępność działek, tempo procedur planistycznych i gotowość infrastrukturalna.

W tle tych zmian – i to dobra wiadomość – utrzymuje się „spokój w finansowaniu”. Rynek kredytów mieszkaniowych rośnie bez wsparcia programów dopłat, w tempie, które sprzyja przewidywalności. Uporządkowanie popytu – bez nagłych zwrotów wywoływanych polityką publiczną – pozwala lepiej dopasowywać skalę podaży do realnych możliwości zakupowych gospodarstw domowych. Jednocześnie stabilizacja cen na rynku

pierwotnym i powrót do niższych kosztów pieniądza nie rozwiązują automatycznie problemu dostępności – szczególnie w metropoliach, gdzie barierą staje się malejąca podaż nowych projektów. Ten wątek rozwijamy szerzej w części makro i rynkowej.

Część kapitałowa przynosi z kolei dwa wnioski. Po pierwsze, aktywa krajowych TFI pozostają na historycznie wysokich poziomach, a wyjątkowo długa passa wzrostowa wzmacnia potencjał popytu na instrumenty dłużne. Po drugie, po stronie podaży długu deweloperskiego nadal widać wstrzemięźliwość – mniejsza liczba i wartość emisji nie wynika z braku zainteresowania inwestorów, ale z ostrożniejszych planów zakupów gruntów i starannejszej selekcji nowych faz. Taki układ sił sprzyja stabilizacji marż i stwarza przestrzeń do szerszego otwarcia TFI na emitentów spoza grona spółek giełdowych.

Brak gwałtownych ruchów stóp procentowych, wygaszenie programów dopłat, uspokojenie na rynku najmu – wszystkie te elementy sprzyjają dojrzałszemu, bardziej „operacyjnemu” zarządzaniu podażą. Nasze prognozy – co podkreślamy w raporcie – zakładają utrzymywanie się tej stabilizacji, z lekką tendencją spadkową po stronie wolumenów, w horyzoncie najbliższych kilku-kilkunastu miesięcy. W takim środowisku przewagę zdobywają podmioty dobrze przygotowane operacyjnie: z bezpiecznym bankiem ziemi, klarowną strategią wejścia na kolejne rynki i konserwatywnym podejściem do finansowania.

W skrócie: to był kwartał bez fajerwerków, ale z wieloma sygnałami dotyczącymi kształtowania się rynku w najbliższej przyszłości.

Zapraszamy do lektury!

Zespół Obligacji
Domu Maklerskiego Navigator S.A.

Rynek mieszkaniowy

Mniej nowych inwestycji – zapowiedź spadku podaży

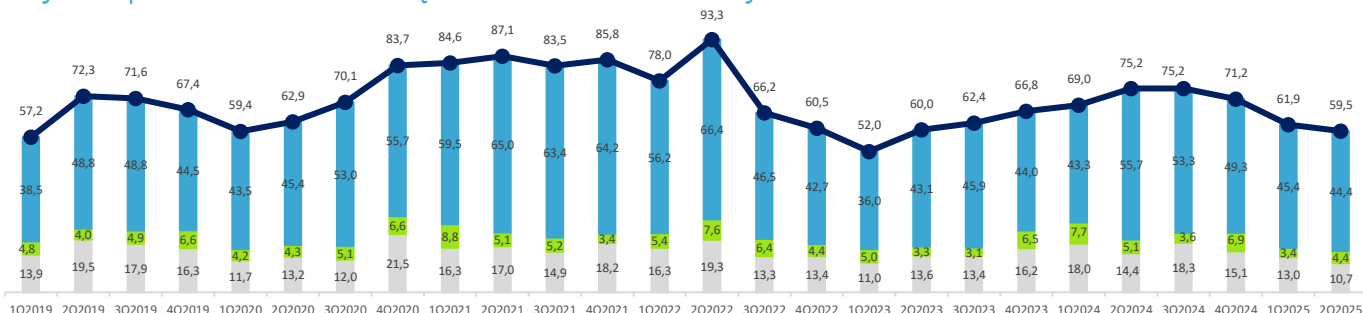
Drugi kwartał 2025 r. upłynął pod znakiem spadków – zarówno pod względem lokali z pozwoleniami, jak i rozpoczętych budów. Trzeba jednak podkreślić, że spadki te – choć wyraźne – nie są porównywalne w swojej gwałtowności ze spadkami, które nastąpiły w pierwszej połowie 2022 r. Podtrzymujemy zatem naszą prognozę o uspokojeniu krajowego rynku nieruchomości – spadki są powrotem do poziomów sprzed wojny i pandemii.

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).

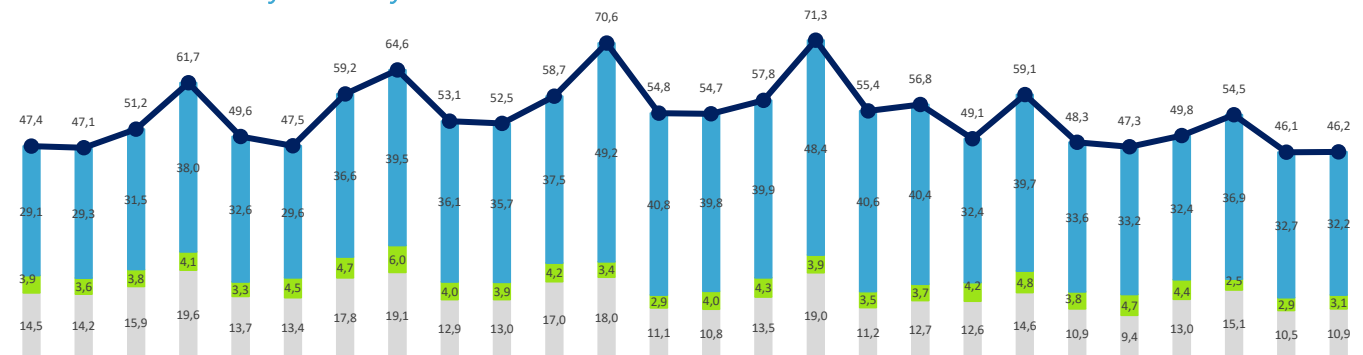
Wydane pozwolenia na budowę – liczba lokali mieszkalnych



Liczba lokali, których budowę rozpoczęto



Liczba lokali oddanych do użytkowania



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

6 miast Pozostałe miasta wojewódzkie Pozostałe Polska

Rynek mieszkaniowy

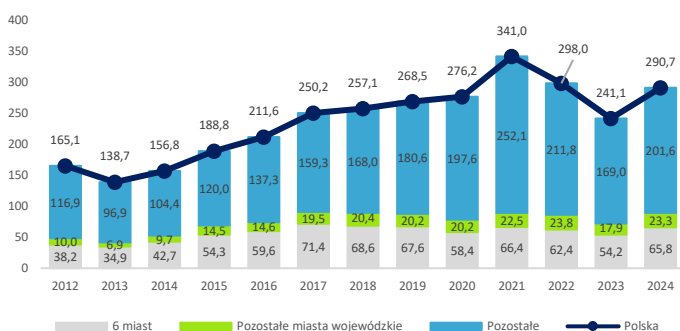
W pierwszej kolejności przeanalizujemy liczbę lokali z nowowydanymi PnB. W II kw. 2025 r. liczba lokali mieszkalnych z nowymi pozwoleniami wyniosła 59,4 tys. – to najniższy poziom od I kw. 2023 r. W skali całego pierwszego półrocza liczba ta wyniosła 121,4 tys. lokali – to drugie najniższe półrocze od 2016 – w tym okresie niższy wynik odnotowano w pierwszym półroczu 2023 r. Wracając do analizy kwartalnej – w II kw. 2025 r. liczba mieszkań z nowymi PnB spadła w skali całego kraju o 3,7% w porównaniu z poprzednim kwartałem. Spadki w porównaniu z analogicznym kwartałem ubiegłego roku były już na poziomie dwucyfrowym: 20,8% w skali całego kraju, i aż 25,4% w sześciu największych miastach. Porównując analogiczne kwartały w roku od 2019 r. widzimy, że II kw. 2025 r. był najniższym kwartałem od 2019 r. – a porównując kwartały na przestrzeni ostatnich 15 lat

możemy zauważyć, że poziom z II kw. br. oznacza powrót do przeciętnych wartości z około 2017-2018 r.

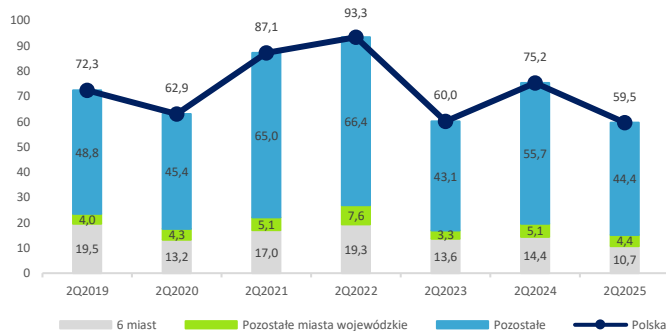
Spadki nie rozłożyły się równomiernie. Widać wyraźnie – a ten trend zarysował się już w poprzednich kwartałach – że środek ciężkości przesuwa się z największych miast w kierunku mniejszych ośrodków. Udział największych miast w liczbie lokali spada wyraźnie. W liczbach bezwzględnych: w II kw. br. wydano tam pozwolenia na 10,7 tys. lokali, podczas gdy w 2024 r. średnia kwartałna wynosiła 16,4 tys. W rekordowym pod tym względem II kw. 2022 r. w największych miastach wydano PnB na 19,3 tys. lokali – prawie dwukrotnie więcej niż w ostatnim kwartale.

Wydane pozwolenia na budowę – liczba lokali mieszkalnych

Okresy roczne (tys.)

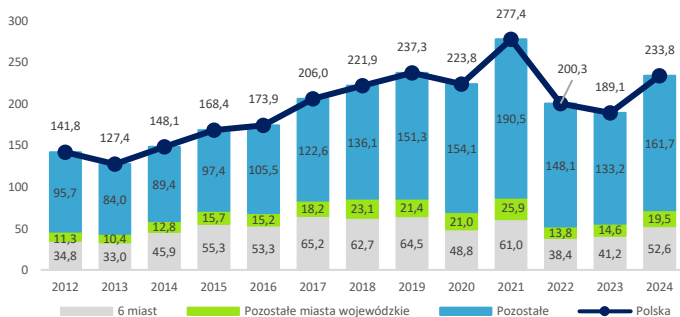


Dane w porównywalnych kwartałach (tys.)

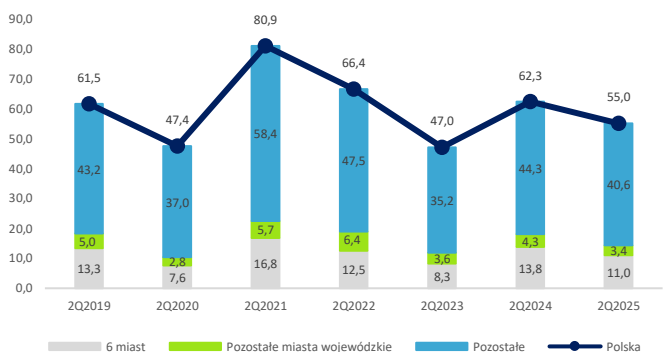


Liczba lokali, których budowę rozpoczęto

Okresy roczne(tys.)

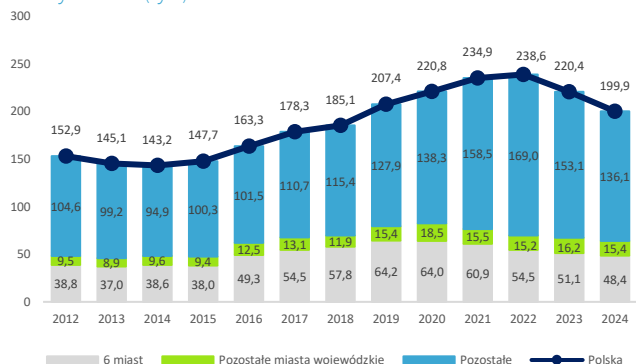


Dane w porównywalnych kwartałach (tys.)

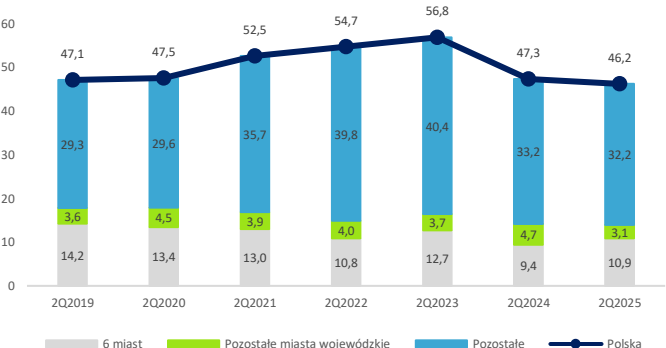


Liczba lokali oddanych do użytkowania

Okresy roczne (tys.)



Dane w porównywalnych kwartałach (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rynek mieszkaniowy

Drugą analizowaną kategorią są lokale, których budowę rozpoczęto. Kategoria ta najlepiej oddaje aktualne nastroje wśród inwestorów – zarówno indywidualnych, jak i deweloperów. W skali całego kraju rozpoczęto budowę 55,0 tys. lokali mieszkalnych – to wynik prawie identyczny jak w I kw. br. (55,7 tys.). W skali całego kraju widać od początku ubiegłego roku pewną stabilizację – liczba ta oscyluje pomiędzy 50 tys. a 62 tys. Daleko oczywiście do rekordowych poziomów – zarówno tych najwyższych (80,8 tys. w II kw. 2022 r.), jak i najniższych (38,5 tys. w I kw. 2023 r.). W skali całego I półroczna br. rozpoczęto budowę 110,7 tys. lokali - w porównaniu do 122,3 tys. lokali rozpoczętych w I półroczu 2024 r. to znaczący spadek. I znowu – podobnie jak w przypadku lokali z nowymi PnB – oznacza to stabilizację na poziomie wyników z lat 2018-2019. Kolejne podobieństwo do zjawisk widocznych odnośnie lokali z nowymi PnB – to odpływ inwestorów z największych miast. W II kw. 2025 r. liczba rozpoczętych lokali w sześciu największych miastach spadła o 20,8% względem analogicznego okresu ubiegłego roku – natomiast poza tymi miastami oraz wszystkimi pozostałymi miastami wojewódzkimi spadek wyniósł zaledwie 8,2% - i był słabszy niż spadek w skali całego kraju (-11,7%). Inwestorzy wyraźnie szukają okazji inwestycyjnych w mniejszych ośrodkach, gdzie grunty są bardziej dostępne a procedury planistyczne szybsze i łatwiejsze.

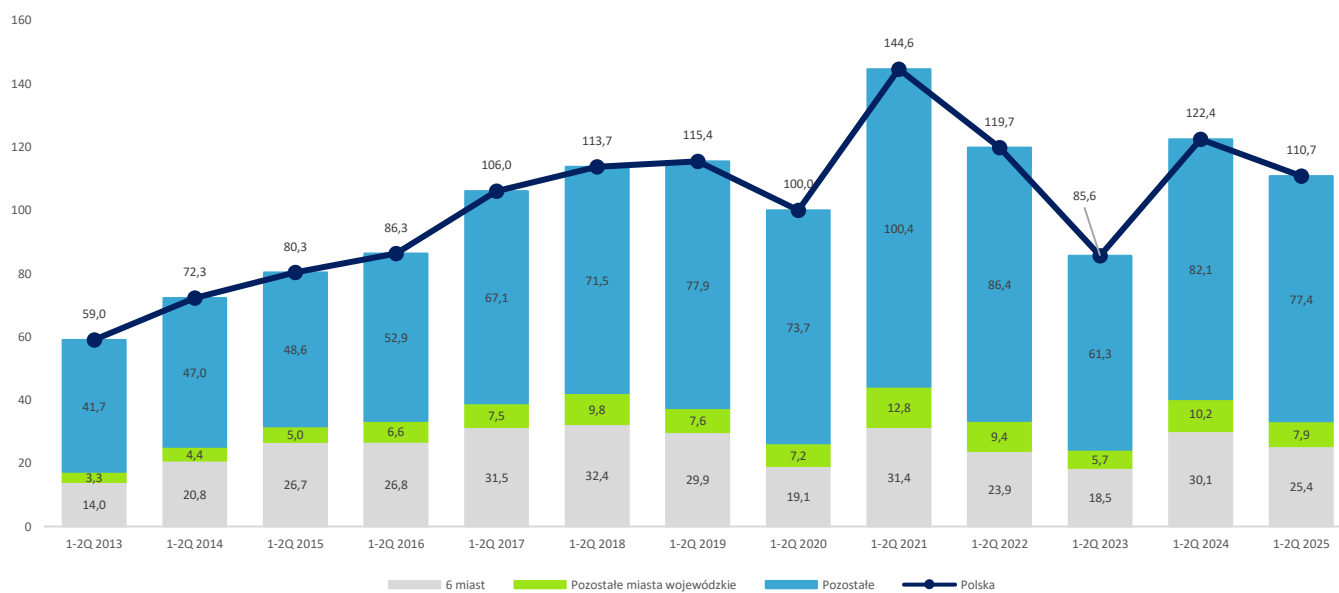
Ostatnią analizowaną kategorią są mieszkania oddane do użytkowania. W II kw. 2025 r. oddano do użytkowania 46,2 tys. lokali mieszkalnych – w skali całego kraju widzimy stabilizację na poziomie ok. 50 tys. od początku 2023 r. W porównaniu z II kw. 2024 r. liczba oddanych lokali spadła o 2,4% w skali całego kraju. Co ciekawe, w sześciu największych miastach dynamika ta wynosiła 15,6% (wzrost w porównaniu do analogicznego okresu ubiegłego roku) – to efekt boomu inwestycyjnego w największych miastach w poprzednich latach. Z uwagi na odwrót inwestorów z największych miastach można oczekiwać, że w kolejnych okresach liczba lokali oddawanych w największych miastach będzie powoli maleć. Tym samym można przewidzieć, że w perspektywie dwóch – trzech lat czynnikiem stabilizującym ceny mieszkań w największych miastach będzie właśnie spadek podaży.

Liczba lokali z nowymi PnB oraz liczba lokali, których budowę rozpoczęto, to kluczowe wskaźniki pozwalające ocenić nastroje wśród deweloperów – a szerzej: wśród inwestorów na rynku nieruchomości. I choć spadki r/r na poziomie 20% mogą wydać się szokujące, wcale nie oznaczają to bessy na rynku mieszkaniowym. Te liczby trzeba widzieć w kontekście ostatnich pięciu lat – a przede wszystkim dwóch zjawisk: niezwyklej hossy na rynku najmu oraz taniego pieniądza („Bezpieczny Kredyt 2%”). To między innymi sprawiło, że w okresie 2022-2023 (na nawet częściowo w 2024) mieliśmy ogromny dopływ inwestorów na rynek mieszkaniowy – można szacować, że w niektórych miastach inwestorzy kupowali 20-30% nowych mieszkań (choć trudno tu o dobrą metodologię pomiaru). Rynek mieszkaniowy przestał być rynkiem konsumenta, stał się rynkiem inwestorów. Obecnie – przy braku programów wsparcia – powoli rośnie dostępność kredytów, i jednocześnie – bo są to połączone zjawiska stabilizują się ceny na rynku najmu.

Patrząc na powyższe liczby w dłuższej perspektywie czasowej widzimy przede wszystkim dwie tendencje: uspokojenie rynku i powrót (nie we wszystkich aspektach oczywiście) do poziomów sprzed wojny i pandemii. Trwa już drugi rok, w którym na rynek mieszkaniowy nie podlegał wpływom silnych zewnętrznych bodźców – takich jak pandemia, inflacja, wzrost kosztów pieniądza, hossa na rynku najmu, programy wsparcia kredytobiorców. Przewidujemy, że ta stabilizacja – w najbliższych kwartałach nawet z lekką tendencją spadkową – będzie trwałym elementem krajowego rynku mieszkaniowego w najbliższych dwóch lub trzech latach.

Wielką niewiadomą rynku mieszkaniowego pozostaje polska demografia. W skali całego kraju będzie obniżała popyt na mieszkania, ale nie jest oczywistym, że tak zadziała w największych miastach. Tu zderzy się wiele czynników – demografia, saldo migracji do tych miast, model pracy czy wreszcie zmiany regulacyjne dotyczące PRS i REIT. W perspektywie najbliższych dwóch – trzech lat sytuacja demograficzna nie będzie wpływać na obniżenie cen mieszkań – przynajmniej w największych miastach.

Liczba lokali, których budowę rozpoczęto – porównanie okresów półrocznych



Gdzie się budowało?

W II kw. 2025 r. – przy stabilizacji podaży mieszkań w skali całego kraju – bardzo dużo działa się na poziomie poszczególnych ośrodków miejskich. Ponownie – przeanalizujemy to w przekroju na lokale planowane, rozpoczęte i zakończone.

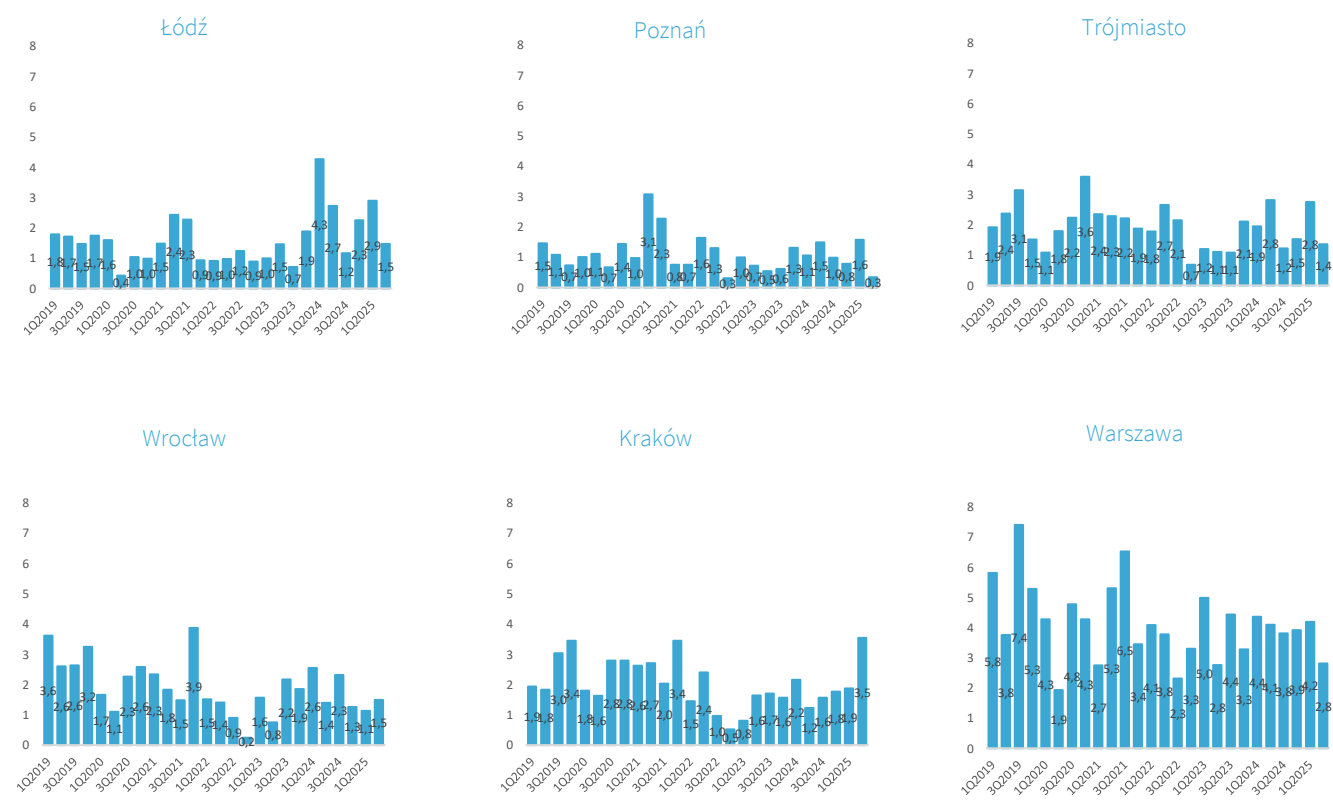
Analizując lokale z nowymi PnB – widzimy, że dynamiki zmian kwartalnych i rocznych były w poszczególnych miastach z największej szóstki bardzo różne. Ogólnie – w sześciu największych miastach liczba mieszkań z nowymi PnB spadła o 17,5% w porównaniu z poprzednim kwartałem i aż o 25,4% w porównaniu z odpowiednim okresem 2024 r. Podobnie porównując półrocza – tu spadek w porównaniu z I półroczem 2024 r. wyniósł 26,6%. Jak wyraźnie widać, dla największej szóstki spadki były o wiele mocniejsze niż spadki lokali z nowymi PnB w skali całego kraju (-3,7% q/q). Jeżeli spojrzymy na poszczególne miasta – różnice są jeszcze większe. Porównajmy zatem II kw. 2025 r. do II kw. 2024 r. Zaskakującym liderem wzrostów jest Poznań – wzrost o 206,7%. Zostańmy zatem jeszcze w tym mieście – Poznań przed latami pozostawał w tyle stawki wśród największej szóstki – jeszcze w II i III kw. 2024 r. wydawano tam kwartalnie PnB na ok. 800 mieszkań kwartalnie. W ostatnim kwartale – na 2 322 mieszkania. To drugi wynik w ostatnim kwartale po Warszawie (3 235 mieszkań z PnB). W pozostałych miastach obserwujemy spadki (za wyjątkiem Łodzi: wzrost o 14,6%). Wszędzie spadki były dwucyfrowe (w porównaniu z II kw. 2024 r.), największe odnotowano w Trójmieście (-49,9%).

Taka skala kwartalnych spadków liczby lokali z nowymi PnB w największych miastach jest czymś bezprecedensowym w ostatnich latach – traktując PnB jako wyprzedzający wskaźnik nastrojów deweloperów, możemy śmiało mówić o bardzo negatywnym sentymencie inwestycyjnym na rynku mieszkaniowym w największych miastach Polski.

Przejdźmy teraz do analizy liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto. Tu także widzimy potężne spadki skoncentrowane w sześciu największych miastach – spadki o wiele silniejsze niż w całej Polsce. W największej szóstce w II kw. 2025 r. rozpoczęto budowę 25,4 tys. mieszkań – oznacza to spadek o 20,0% w porównaniu z II kw. 2024 r. Dla porównania: w całej Polsce spadek ten wyniósł 11,7%, w pozostałych miastach wojewódzkich: 20,9%. Dla reszty kraju (bez miast wojewódzkich): 8,2% spadku. Porównując poszczególne miasta, mamy zaskakującego lidera wzrostu: w Krakowie rozpoczęto budowę 3,5 tys. mieszkań (wzrost o 188,6% w porównaniu z II kw. 2024 r.). Kraków zresztą pokazywał systematyczny wzrost w tej kategorii – przy czym w 2024 r. średnio w Krakowie rozpoczynano budowę ok. 1,6 tys. mieszkań kwartalnie. Drugim miastem z dodatnią dynamiką okazał się Wrocław – wzrost o 7,2%. W pozostałych z sześciu największych ośrodków miejskich odnotowano dwucyfrowe spadki. Warto pokreślić, że w Warszawie te spadki wyniosły 31,3%.

Ostatnią kategorią są lokale mieszkalne oddane do użytkowania. W skali całego kraju liczba lokali oddanych do użytkowania wyniosła 46,2 tys. – oznacza to spadek o 0,2% w stosunku do poprzedniego kwartału i spadek o 2,4% w stosunku do II kw. 2024 r. W największych miastach konsumowaliśmy jeszcze efekty hossy z poprzednich lat – liczba mieszkań oddanych do użytkowania wzrosła o 3,6% (w Warszawie: o 5,3%), ale można oczekiwać, że to jeden z ostatnich kwartałów – o ile nie ostatni – kiedy liczba mieszkań oddanych do użytku w tych ośrodkach wzrastała. Prognozujemy, że w nadchodzących kwartałach wejdziemy coraz mocniej w okres spadku podaży mieszkań. To niewątpliwie będzie czynnik, który najmocniej wpłynie na osłabienie spadkowego trendu cenowego – w szczególności na rynku pierwotnym. Podaż będzie zmierzać do wolumenów zanych z lat 2018-2019.

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

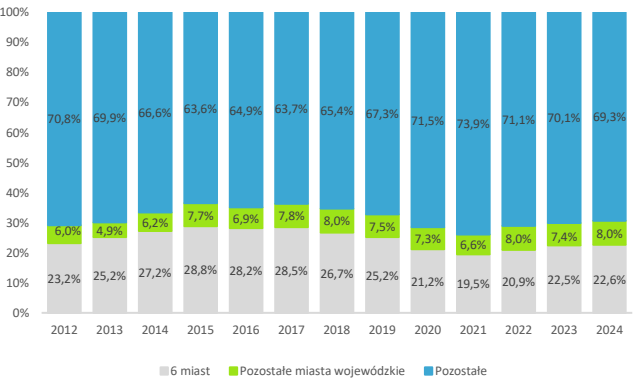


Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

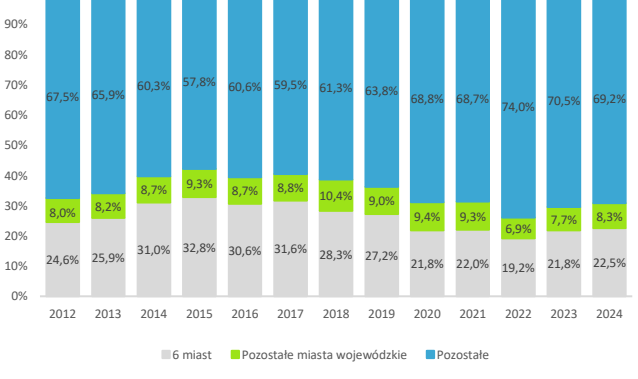
Rynek mieszkaniowy

Przejdźmy teraz do powiatów otaczających największe miasta w Polsce. W poprzednich raportach wskazywaliśmy, że zjawisko rozlewania się miast (*city sprawl*) uległo po okresie pandemii osłabieniu. W ostatnich kwartale widzimy bardzo mocny powrót tego zjawiska wokół Warszawy: w II kw. br. w powiatach otaczających Warszawę rozpoczęto budowę 4,2 tys. lokali mieszkalnych – to taka sama liczba jak w I kw. br. – ale co warto podkreślić – po raz pierwszy od II kw. 2024 r. liczba lokali, których budowę rozpoczęto w sąsiedztwie Warszawy przekroczyła analogiczną liczbę dla Warszawy. W 2021 r. – co zapewne wynikało z „pandemicznych” tendencji w na rynku mieszkaniowym, w sąsiedztwie Warszawy budowało się więcej niż w samej Warszawie. Trend ten uległ odwróceniu w następnych latach (za wyjątkiem II kw. 2024 r.). Za wcześniej prognozować, ale może *city sprawl* znowu wraca z pełną mocną do aglomeracji warszawskiej.

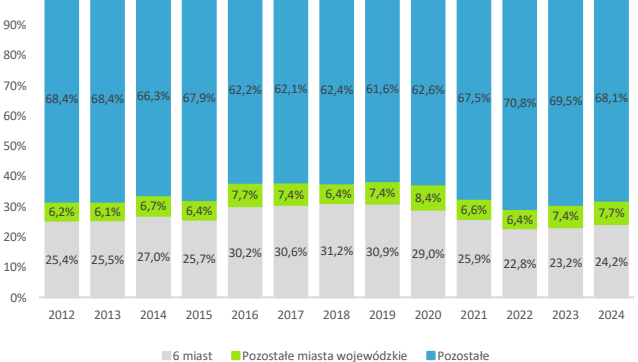
Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenie na budowę – okresy roczne(%)



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



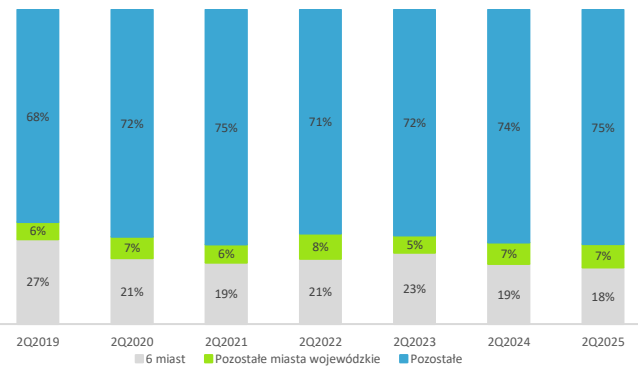
Liczba lokali ogółem, których oddano do użytkowania – okresy roczne (%)



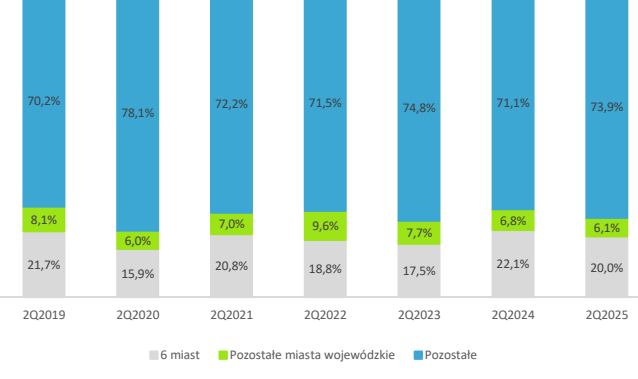
Poza aglomeracją warszawską *city sprawl* nie miał w mijającym kwartale takiego natężenia: w otaczających sześć największych miast powiatach rozpoczęto budowę 5,1 tys. lokali – wobec 11,0 tys. w granicach tych miast. Na przestrzeni ostatnich 5 lat ta relacja utrzymuje się na stabilnym poziomie ok. 50%.

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.

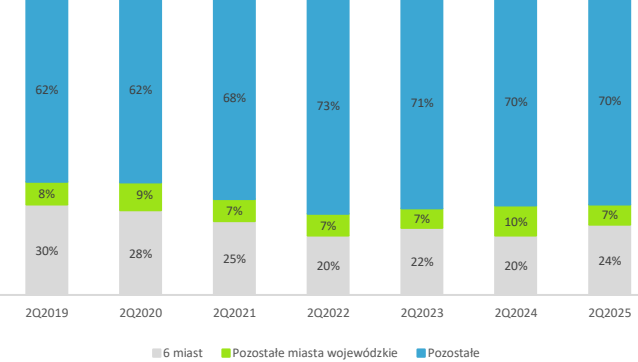
Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenia na budowę – kwartały I kw. 2019- II kw. 2025 r. (%)



Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto – kwartały I kw. 2019- II kw. 2025 r. (%)



Liczba lokali ogółem, które oddano do użytkowania – kwartały I kw. 2019- II kw. 2025 r. (%)



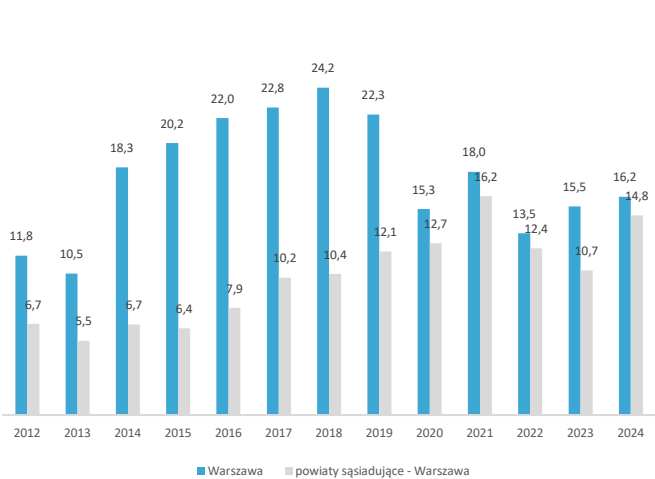
Rynek mieszkaniowy

Na mapie inwestycji mieszkaniowych wokół Warszawy widać dziś nie tylko efekt „ucieczki za obwodnicę”, lecz także selektywny powrót projektów wielorodzinnych do najlepiej skomunikowanych gmin podmiejskich. To w tych lokalizacjach deweloperzy równoważą wyższą dostępność działek i przewidywalność procedur z oczekiwaniami nabywców, dla których kluczowe stają się czas dojazdu i koszt całkowity zakupu. W praktyce oznacza to wzrost udziału inwestycji o średnich metrażach i racjonalnym standardzie, przy jednoczesnym utrzymaniu ważnej roli budownictwa jednorodzinnego. Jeśli w samej Warszawie nie dojdzie do wyraźnego odblokowania

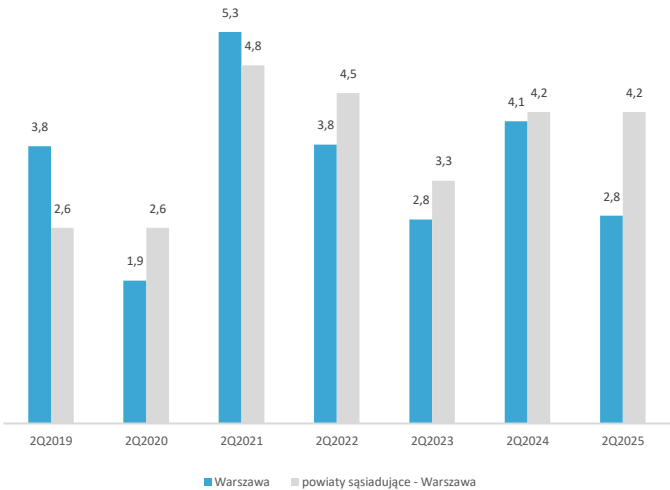
podąży terenów (braki MPZP, uzbrojenia, długie ścieżki administracyjne), relacja „powiaty vs. miasto” może utrzymywać się po stronie powiatów także w II połowie 2025 r., nawet przy ogólnej stabilizacji aktywności w pozostałych metropoliach. To scenariusz spójny z obserwowanym od dwóch kwartałów wyższym wolumenem startów budów w pasie podmiejskim stolicy oraz brakiem podobnego zjawiska wokół sześciu pozostałych największych miast.

Liczba lokali, których budowę rozpoczęto: Warszawa i okoliczne powiaty

Dane roczne (tys.)

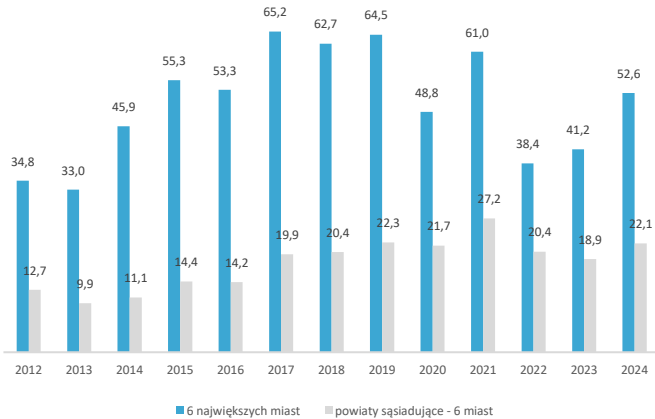


Dane kwartalne (tys.)

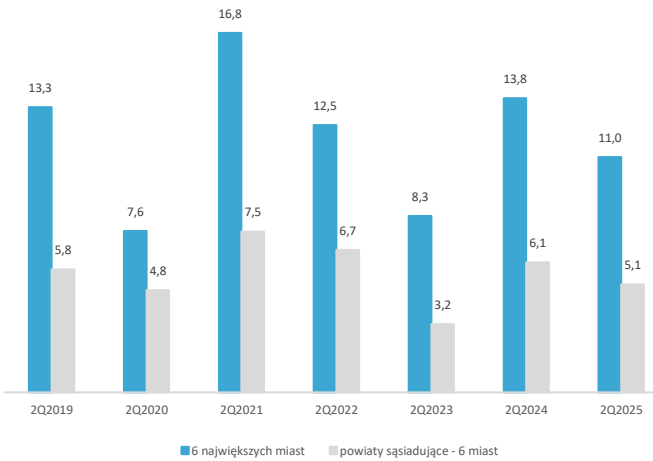


Liczba lokali, których budowę rozpoczęto: 6 największych miast i okoliczne powiaty

Dane roczne (tys.)



Dane kwartalne (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Kredyty hipoteczne – powrót trendu wzrostowego

W II kwartale 2025 wzrosła łączna wartość wniosków o kredyty mieszkaniowe – klienci wnioskowali o kredyty o łącznej wartości 52,3 mld zł. To trzeba podkreślić – rynek jest blisko historycznego rekordu z ostatniego kwartału 2024 r. (54,7 mld zł). Tamte rekordy były jednak wspomagane programem „Bezpieczny Kredyt 2%” – natomiast obecny wynik, równie imponujący, wynika ze spadku stóp procentowych, braku niekorzystnych zjawisk w otoczeniu gospodarki, wzrostu optymizmu wśród konsumentów oraz stabilizacji cen na rynku pierwotnym. Dzieje się to też w warunkach stabilizacji na rynku najmu – a hossa na rynku najmu bardzo mocno napędzała zarówno popyt na mieszkania, jak i popyt na kredyty mieszkaniowe.

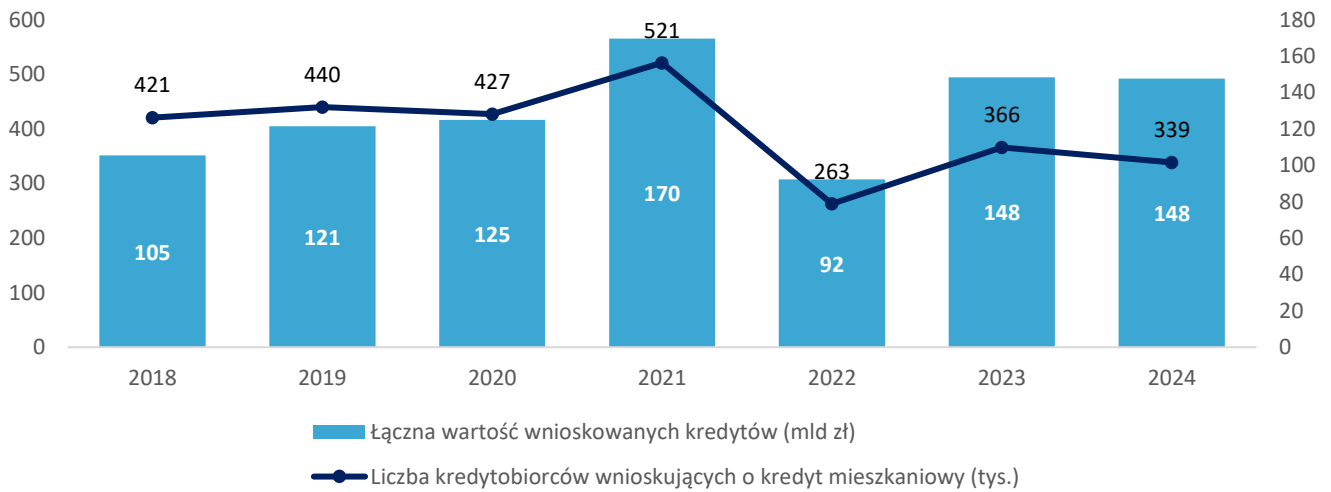
Patrząc na miesięczne dane BIK dotyczące popytu na kredyty mieszkaniowe, widzimy stabilny wzrost od stycznia 2024 r. Jeszcze na początku ubiegłego roku miesięczna wartość wniosków o kredyty mieszkaniowe oscylowała około 10 mld zł –

w lipcu wyniosła już ponad 50 mld zł. I znowu – podobnie jak przy danych dotyczących podaży mieszkań – widzimy powrót rynku do wartości z okresu 2018-2019 – kiedy miesięczna wartość wniosków oscylowała wokół 35-40 mld zł. Oczywiście obecna wartość kredytów przekłada się na mniejszą zdolność zakupową, mierzoną dostępną liczbą metrów kwadratowych mieszkań – i tu raczej nie będzie szybkiego powrotu do okresu sprzed pandemii.

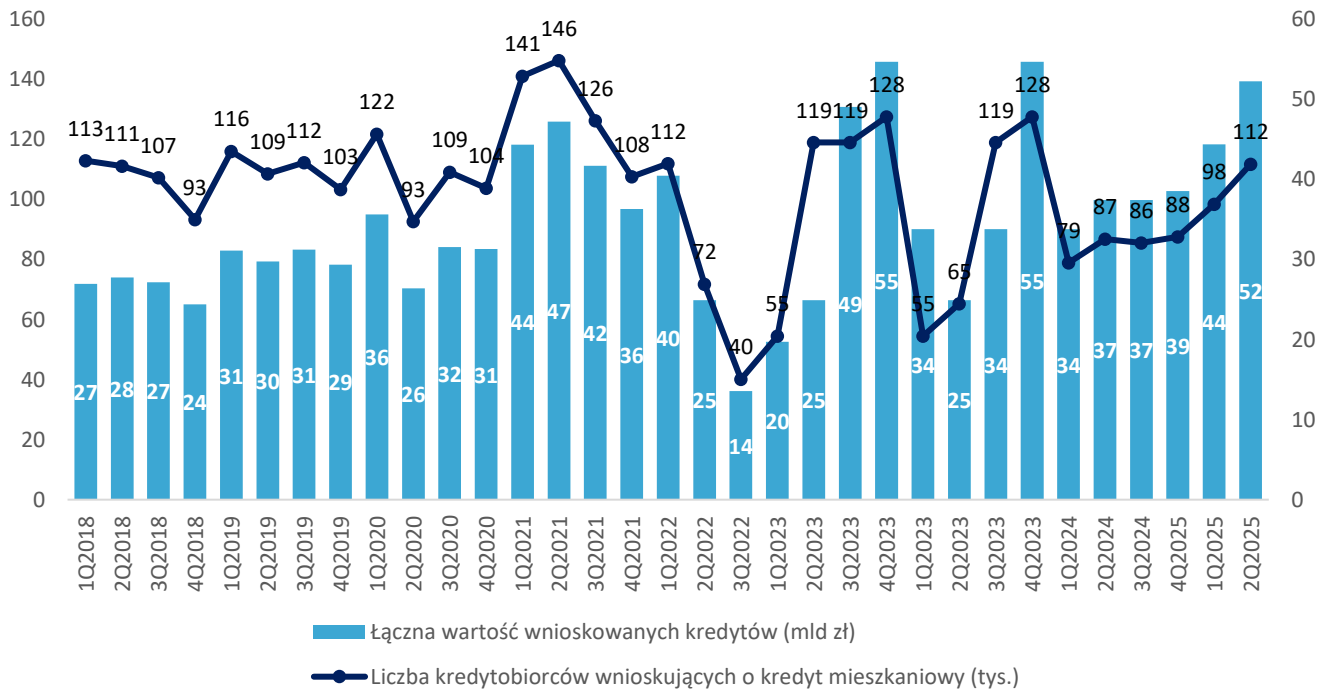
Czas gra na korzyść potencjalnych kredytobiorców – wchodzimy w okres spadku stóp procentowych i większej dostępności kredytów mieszkaniowych. Głównym zagrożeniem będzie spadek podaży – możemy oczekiwać, że mieszkania w największych miastach będą nadal trudno dostępne dla przeciętnego kredytobiorcy.

Wartość i liczba wniosków o kredyty mieszkaniowe (wartość kredytów w tys. zł)

Okresy roczne(tys.)



Okresy kwartalne (tys.)



Źródło: raporty BIK 2018-2025 r.

Sprzedaż lokali

Dalsza stabilizacja sprzedaży

Grupa deweloperów, których ujmujemy w naszym zestawieniu w 2Q 2025 r. sprzedała 4 092 lokale, w porównaniu do 3 968 mieszkań kwartał wcześniej i 4 215 w tym samym okresie ubiegłego roku, co stanowi wzrost o 3,1% q/q i spadek o 2,9% r/r. Przypominamy, że w całym 2024 r. deweloperzy sprzedali 16 655 lokali w stosunku do 19 769 mieszkań w 2023 r.

Po dwóch obniżkach stóp procentowych i oczekiwaniu na kolejną po wakacjach widać zwiększone zainteresowanie ofertą deweloperską, która jednak do tej pory nie do końca przekładała się na transakcyjność. Przypomnijmy, że na początku maja Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o obniżce stóp procentowych o 50 punktów bazowych. Był to ruch spodziewany przez rynek. Z kolei lipcowy ruch RPP był pozytywnym zaskoczeniem. Stawki WIBOR (3M i 6M) zeszły już poniżej 5 pkt. proc., a więc rośnie zdolność kredytowa potencjalnych nabywców. Należy jednak zaznaczyć, że jesteśmy na początku procesu obniżki stóp procentowych. Spodziewamy się, że transakcyjność powinna zwiększyć się po wakacjach, szczególnie w segmencie popularnym, a więc tym który jest najbardziej wrażliwy na koszt pieniądza.

Ceny mieszkań utrzymują się na wysokich poziomach, jednak nic nie wskazuje na to, aby miałyby one podążać w kierunku obniżek. Oczywiście szeroka oferta pozwala na negocjacje cenowe.

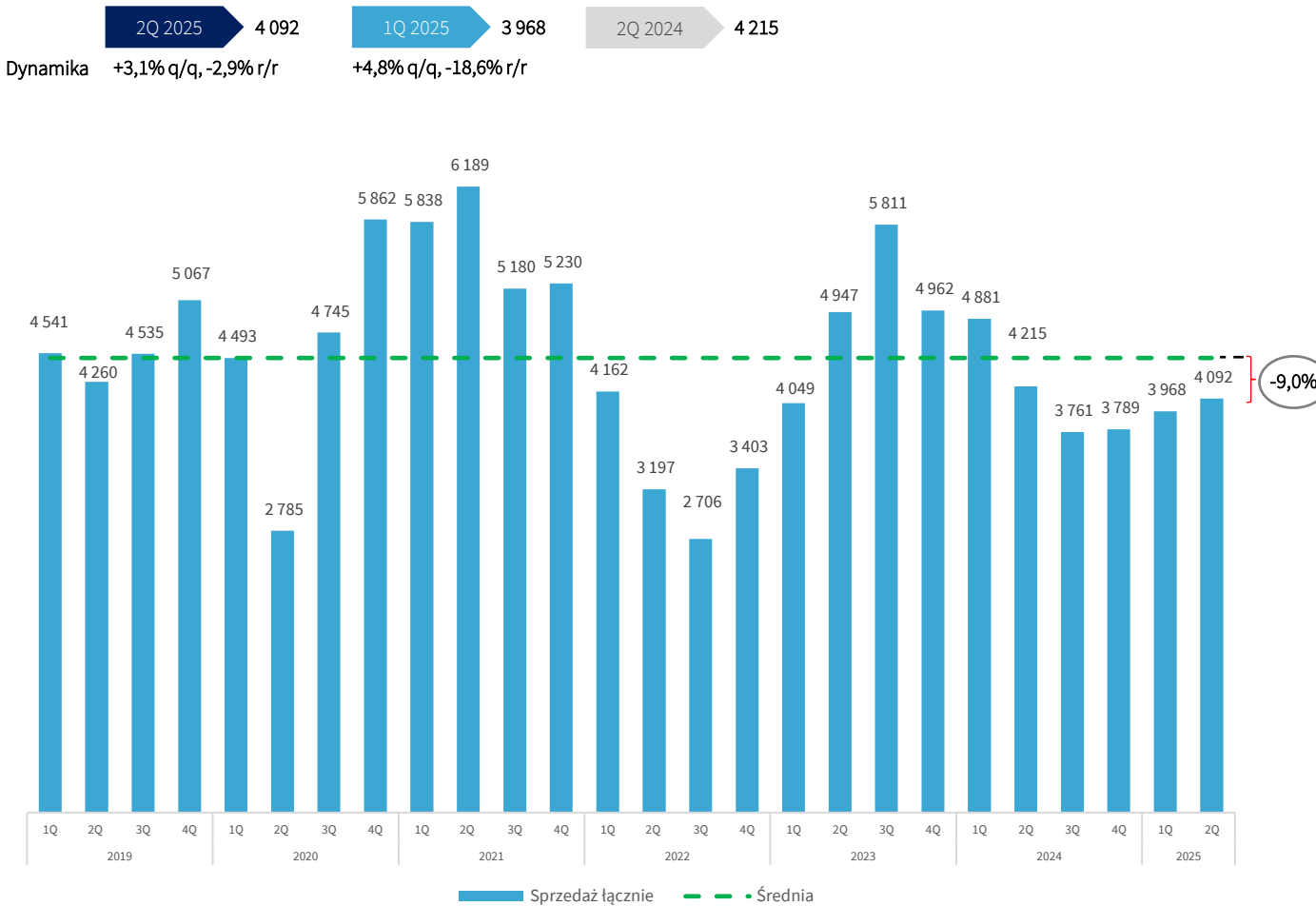
Jednak deweloperzy są bardziej skłonni do udzielania rabatów czy promocji aniżeli na zmianę swoich cenników. Dodatkowo, widzimy szeroką ofertę mieszkań, coraz więcej lokali jest gotowych lub na ostatnim etapie prac. Zatem presja na obniżki cen ze strony klientów jest duża.

Jednocześnie nadal utrzymuje się trend spadających cen najmu (choć nie na wszystkich rynkach), co odbija się na rentowności inwestycji i redukuje skłonność zakupów inwestycyjnych. Poprzedni rok klienci inwestycyjni wykorzystali do zakupów mieszkań również w mniejszych miastach, które zyskały poprzez relatywnie niższe ceny.

Wydaje się również, że przesądzona została już kwestia potencjalnego wsparcia ze strony państwa kupujących mieszkania. Oczywiście, w lutym poznaliśmy założenia nowego programu mieszkaniowego przedstawionego przez MRiT, jednak są one na tyle ogólne, że na tym etapie trudno jest sformułować jego ocenę, zwłaszcza, że sam minister Krzysztof Paszyk zastrzegł wówczas, że program ten może ulec głębokim zmianom na etapie prac legislacyjnych. Ze wstępnych informacji wynika jednak, że program ten będzie dotyczył tylko nabywców mieszkań z rynku wtórnego.

Łączna sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w okresie 2019 – 2Q 2025 r.

Łączna sprzedaż lokali analizowanych deweloperów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

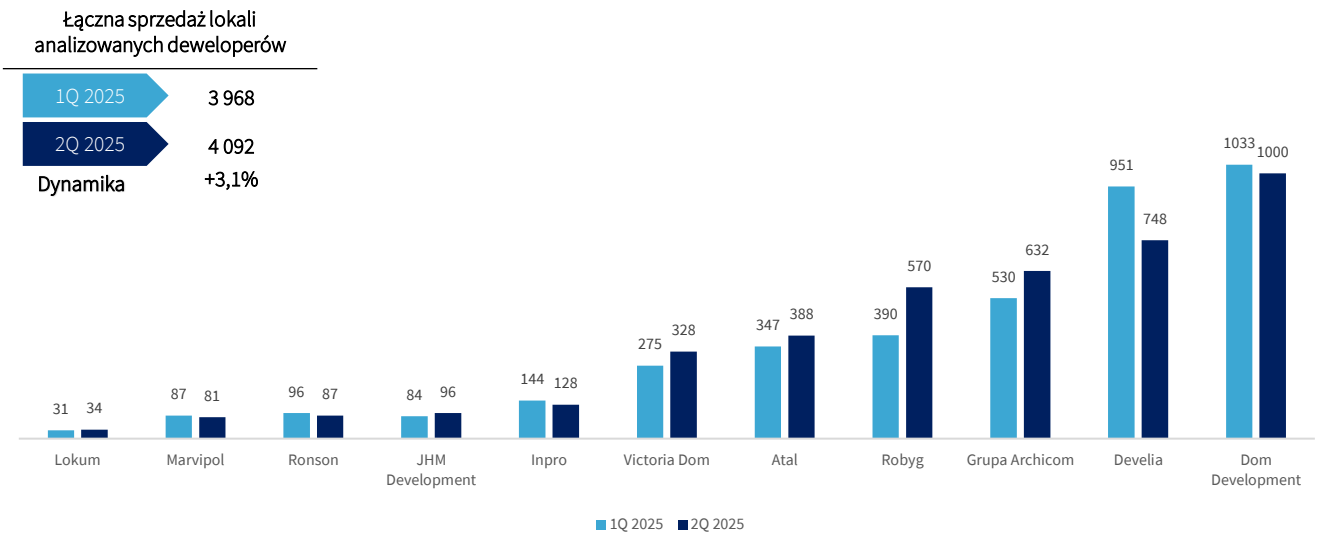
Sprzedaż lokali

Najwyższą sprzedaż wśród analizowanych deweloperów odnotował Dom Development, który w 2Q br. sprzedał równo 1 000 lokali. W całym 2024 r. spółka znalazła nabywców na 4269 lokali. Na drugim miejscu znalazła się Develia ze sprzedażą na poziomie 748 jednostek w drugim kwartale bieżącego roku. Z kolei w całym ubiegłym roku deweloper znalazł chętnych na 3 197 mieszkań. Trzecie miejsce pod względem sprzedaży zajęł Archicom, który sprzedał 632 lokale, a w całym ubiegłym roku 2 196 mieszkań zajmując trzecią lokatę w naszym zestawieniu.

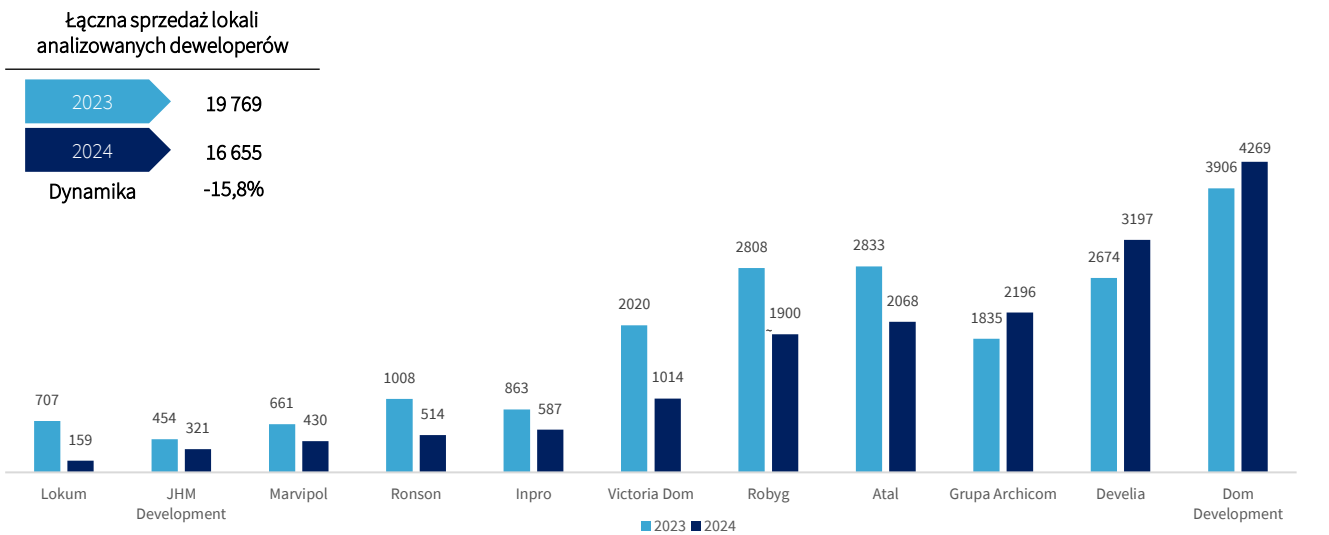
Sprzedaż mieszkań w 2Q 2025 r. nieznacznie wzrosła w stosunku do poprzedniego kwartału. Kilku deweloperów z naszego zestawienia przedstawiło plany sprzedażowe na 2025 r. Najbardziej ambitną strategię ma Archicom, który liczy na sprzedaż ponad 3 tys. lokali, a w kolejnych latach nawet powyżej 4 tys. mieszkań. Z kolei mniejsi deweloperzy wstrzymują się z jasnymi deklaracjami co do poziomów sprzedaży w obecnym roku. Z wypowiedzi zarządów spółek deweloperskich wynika, że obniżka stóp procentowych na początku maja przyczyniła się do zwiększonego zainteresowania potencjalnych nabywców. Być może w kolejnych miesiącach deweloperzy będą chętniej dzielić się prognozami sprzedaży.

Deweloper	Cel w 2025 r.	Sprzedaż w 2024 r.
Archicom	3000+	2196
Atal	2500	2068
Develia	3100 - 3300	3197
Dom Development	>4269	4269
Inpro	b.d / nie podano	587
JHM Development	b.d / nie podano	321
Lokum Deweloper	300 - 350	159
Mavipol Dev.	b.d / nie podano	430
Robyg	2800	1900
Ronson	b.d / nie podano	514
Victoria Dom	b.d / nie podano	1005
razem		16 646

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1Q 2025 r. oraz 2Q 2025 r. ¹



Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2023 r. oraz 2024 r. ¹



¹ Liczba zakontraktowanych lokali netto
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Przekazania lokali

Podsumowanie przekazania

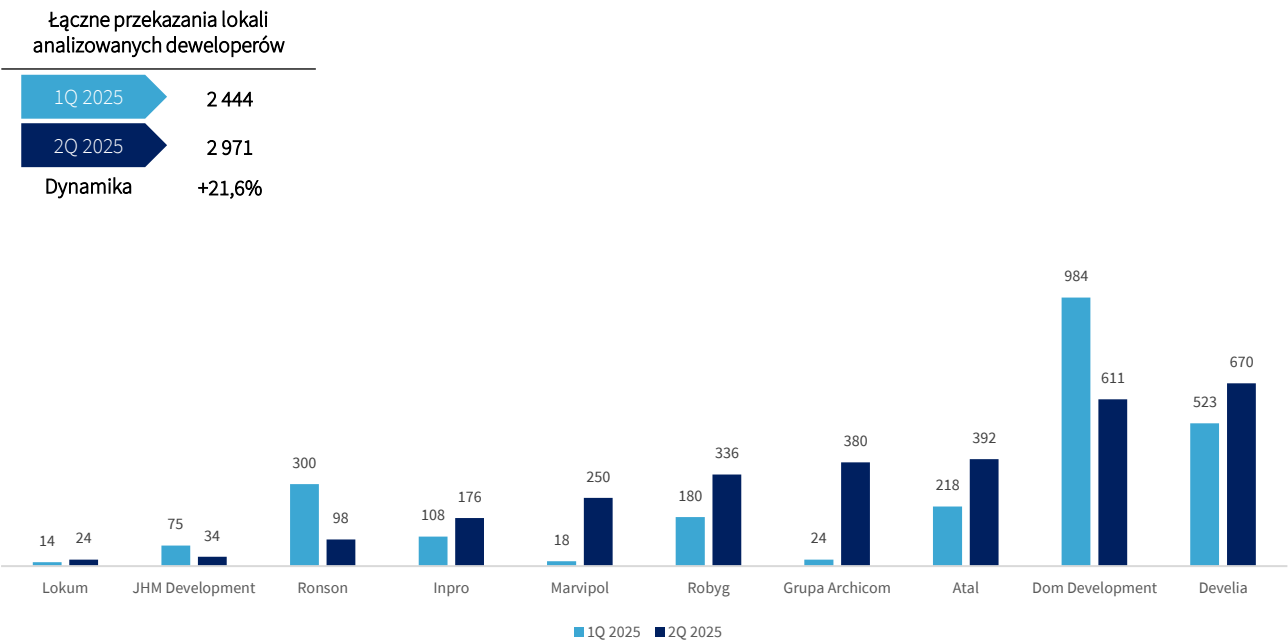
Grupa deweloperów ujętych w naszym zestawieniu przekazała w drugim kwartale 2025 r. **2 971** lokali vs **2 444** kwartał wcześniej i **2 620** w analogicznym okresie 2024 roku. W całym 2024 r. deweloperzy przekazali 17 024 mieszkań vs 19 669 w 2023 r. (-13,4% r/r).

Numerem jeden pod względem przekazania w pierwszym kwartale bieżącego roku była Develia z wynikiem 670 lokali w porównaniu do 523 oddanych do użytkowania jednostek kwartał wcześniej i 459 lokali w analogicznym okresie 2024 roku. W ostatnim roku deweloper oddał do użytkowania 2 865 lokali w stosunku do 2 751 jednostek w 2023 roku.

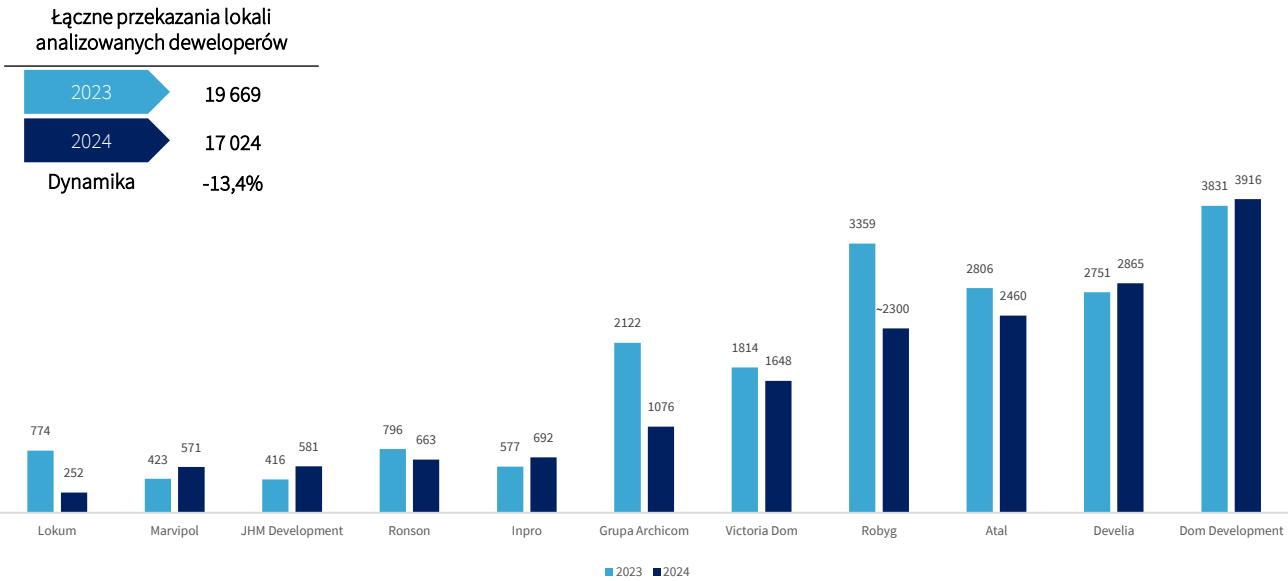
Drugie miejsce zajęła Dom Development z wynikiem 611 mieszkań, w porównaniu do 984 lokali w 1Q 2025 r. i 598 w analogicznym okresie 2024 roku. W całym 2024 r. deweloper przekazał klucze do 3 916 lokali w stosunku do 3 831 mieszkań w 2023 roku.

Na trzecim miejscu znalazł się Atal. W 2Q 2025 r. deweloper przekazał 392 mieszkania w stosunku do 218 lokali w 1Q 2025 r. i 548 lokali w analogicznym okresie 2024 roku. W całym 2024 r. spółka przekazała klucze do 2 460 lokali w porównaniu do 2 806 oddanych mieszkań w 2023 r.

Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1Q 2025 r. oraz 2Q 2025 r. ¹



Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w okresie 2023 r. oraz w 2024 r. ¹



¹Dane 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 wciąż stopy procentowe i ograniczona zdolność kredytowa to czynniki, które wciąż studzą nastroje potencjalnych nabywców.

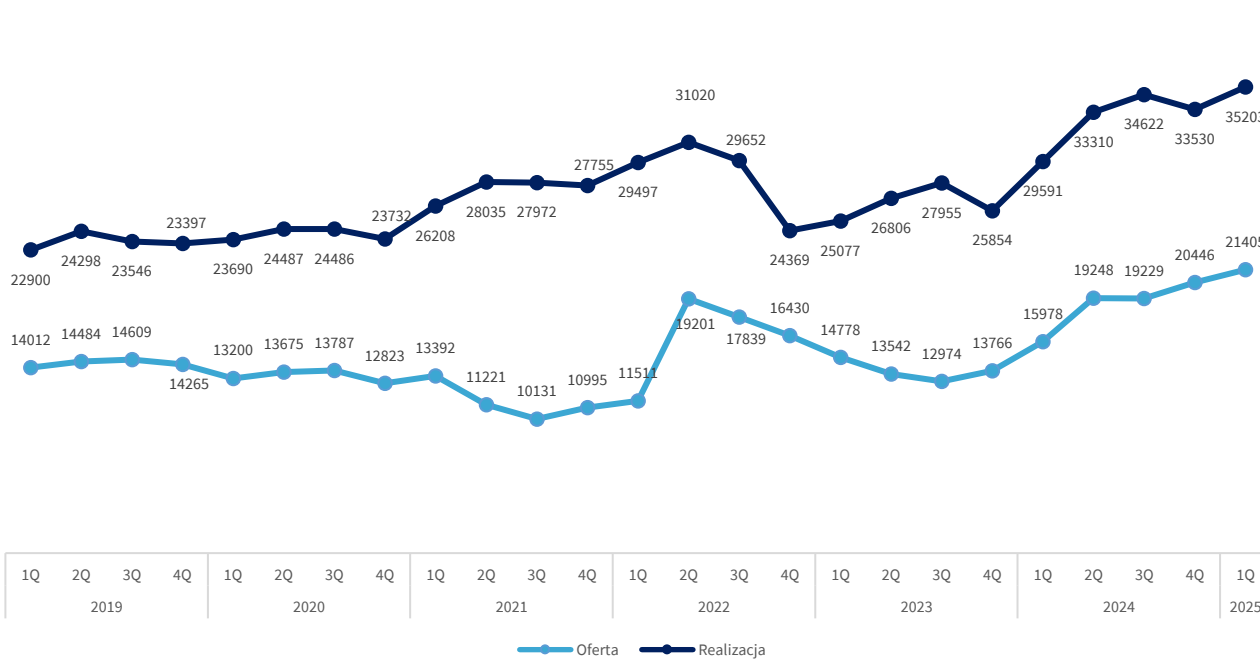
Sprzedaż i przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 2Q 2025 r. ¹



Na podstawie dostępnych danych dotyczących lokali w realizacji oraz oferty (nie wszystkie spółki je publikują) w ostatnich kwartałach widać, że deweloperzy wykorzystali poprzedni rok do

odbudowy swojej oferty mieszkaniowej. 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 2Q 2025 r. ^{2,3}



¹Z wyłączeniem przekazania Victoria Dom i JHM Development, które nie opublikowały kwartalnych poziomów przekazania.
²Dane obejmują następujące podmioty: Archicom, Atal, Develia, Dom Development, Lokum, Marvipol, Roby, Ronson.
³Mimo 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

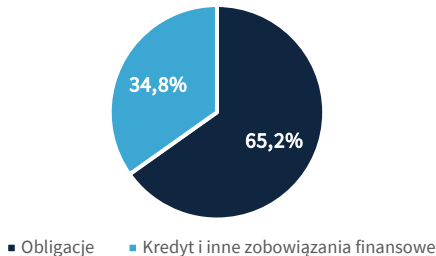
Zaznaczamy, że część podmiotów nie wydzieliła zobowiązań finansowych powstałych na skutek MSSF 16 (głównie ujęcie zobowiązań z tytułu użytkowania wieczystego jako leasing). Z tego względu nasze wyliczenie nie uwzględnia tej kwestii.

Dług netto podmiotów uwzględnionych w niniejszej analizie wyniósł 3,6 mld zł vs 3,2 mld zł kwartał wcześniej. Za wzrost długu netto odpowiada wzrost zadłużenia z tytułu obligacji i kredytów, co spowodowane jest zwiększoną liczbą projektów w budowie.

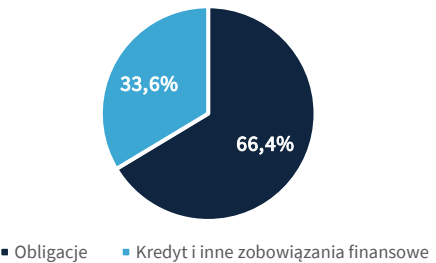
Kwota zadłużenia deweloperów z tytułu emisji obligacji wzrosła do 3,5 mld zł na koniec 1Q 2025 r. w stosunku do 3,3 mld zł na koniec grudnia 2024 r. Wydaje się, że znaczna część deweloperów zaspokoiła swoje potrzeby finansowe pod względem emisji obligacji, stąd możemy obserwować niższą aktywność spółek na rynku długu.

Skumulowany wskaźnik długu netto względem kapitałów własnych wyniósł na koniec 1Q 2025 roku 31,0% vs 28,2% kwartał wcześniej i 10,7% 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 57,5% vs 56,8% kwartał wcześniej i 55,4% rok wcześniej. Są to poziomy porównywalne z latami 2018-2019.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.03.2025 r.¹

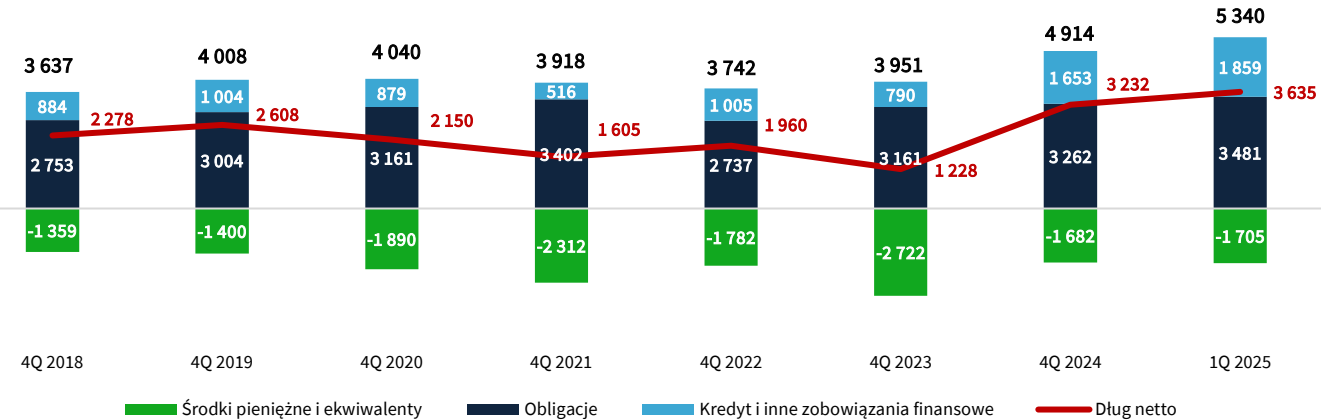


Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2024 r.¹

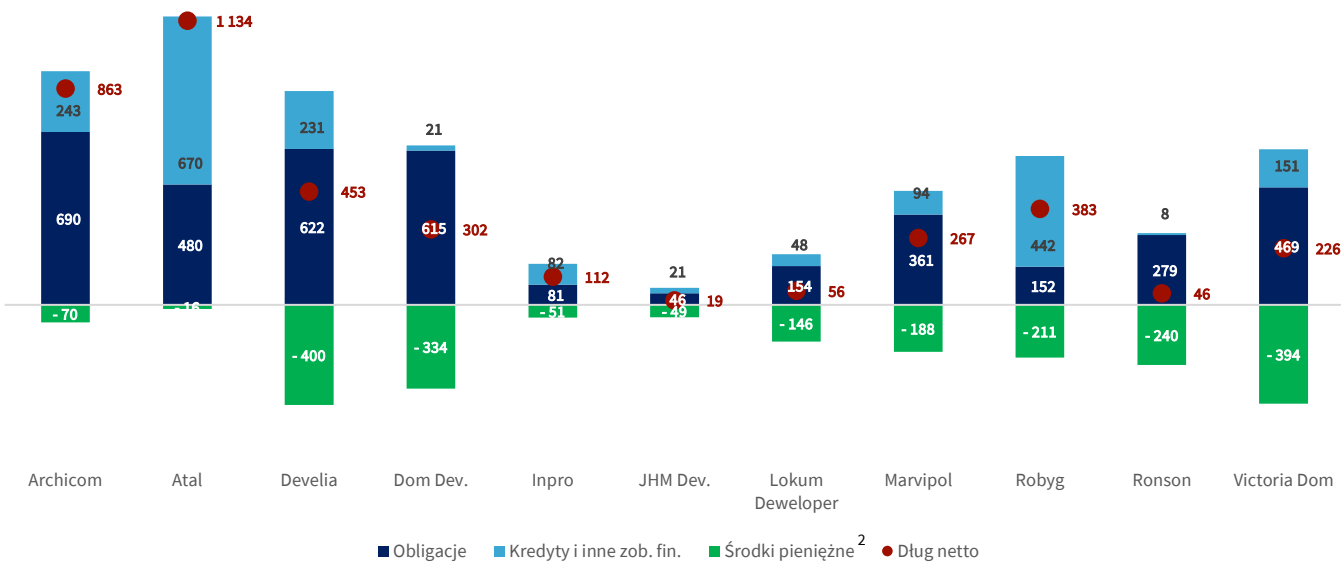


Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan środków pieniężnych, dług netto analizowanych deweloperów w latach 2018 – 2025 r. (w mln zł).¹



Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 1Q 2025 r. (w mln zł)^{1,2}



¹ W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe.

² Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

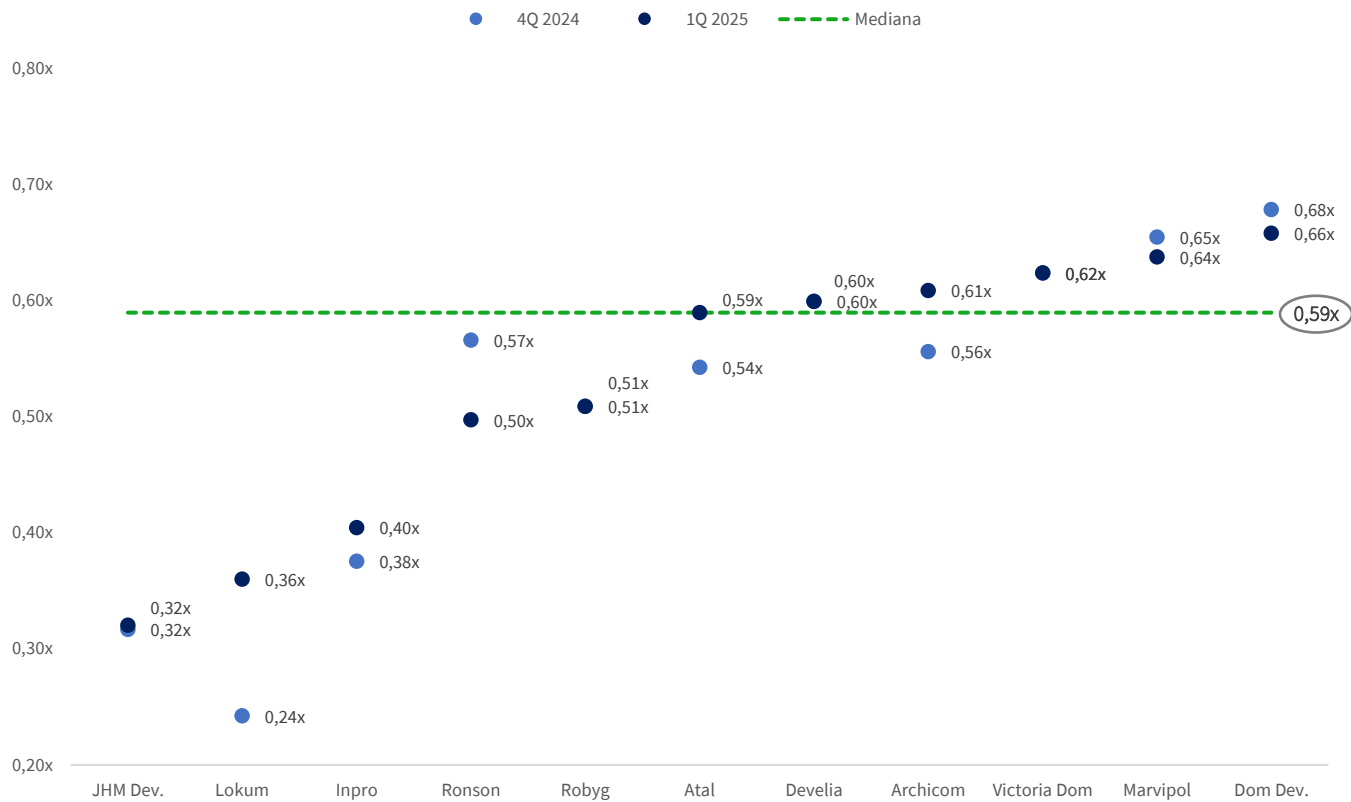
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Wskaźniki zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych na koniec 4Q 2024 r. i 1Q 2025 r.¹



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych na koniec 4Q 2024 r. i 1Q 2025 r.¹



¹ W przypadku Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Aktywa funduszy i zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Wyższe aktywa, więcej emisji

W lipcu 2025 r. aktywa krajowych funduszy inwestycyjnych wzrosły o 2,5% m/m do 391,5 mld zł, co potwierdza, że sektor utrzymuje rekordowe poziomy dzięki połączeniu dodatnich wyników i silnych napływów netto (saldo +6,1 mld zł). Największy udział we wzroście miały fundusze dłużne (w tym krótkoterminowe), podczas gdy fundusze akcyjne zanotowały umiarkowane odpływy.

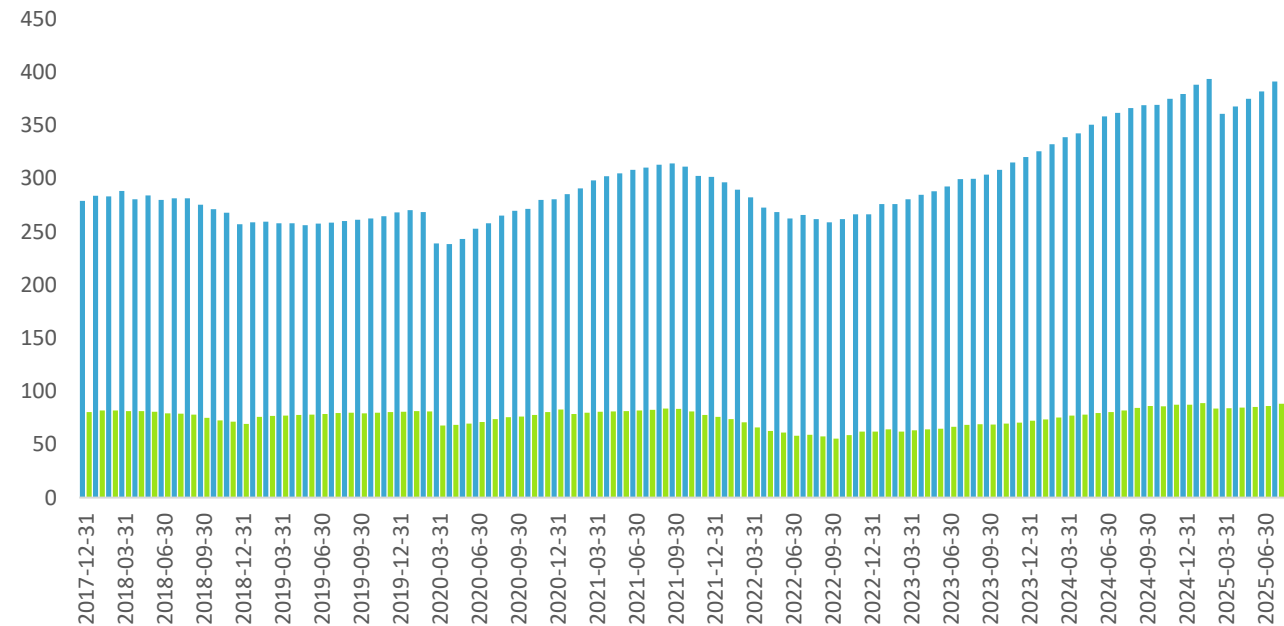
W lipcu najszybciej rosły właśnie fundusze dłużne – aktywa w segmencie obligacyjnym zwiększyły się o ok. 4% m/m, a w podsegmencie obligacji korporacyjnych o ok. 6% m/m. Najsilniejszy strumień nowych środków popłynął do funduszy krótkoterminowych dłużnych (ok. +3,3 mld zł) i dłużnych „uniwersalnych” (ok. +2,3 mld zł), co dobrze wpisuje się w środowisko oczekiwań na łagodny cykl stóp i wrażliwość klientów detalicznych na zmienność. Jednocześnie kategoria akcyjna pokazała niewielkie, ale wciąż ujemne saldo sprzedaży.

W tle trwa stabilny wzrost aktywów PPK zarządzanych przez TFI (ok. +3,3% m/m w lipcu), które pełnią rolę długoterminowego, regularnego dostarczyciela kapitału do segmentu dłużnego i

mieszanych strategii cyklu życia. Po stronie zarządzających największą pozycję w segmencie rynku kapitałowego utrzymuje PKO TFI, zaś na rynku niepublicznym liderem pozostaje PFR TFI.

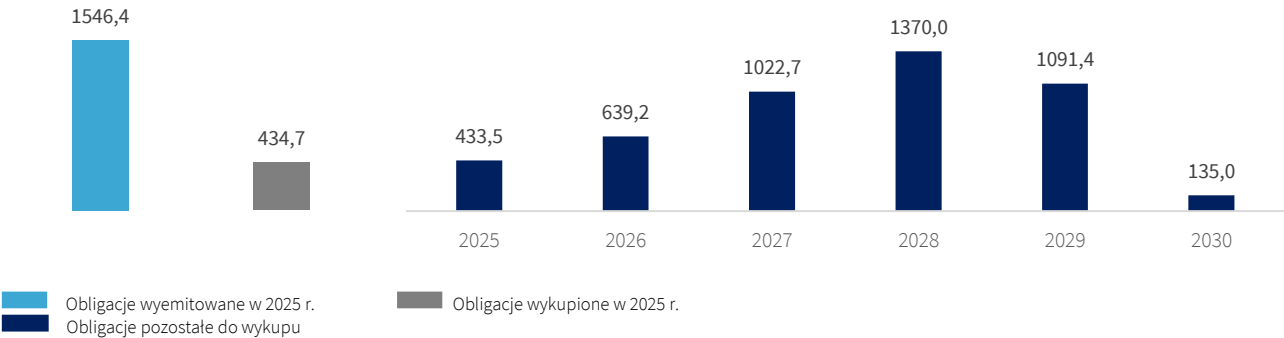
Co to oznacza dla finansowania deweloperów mieszkaniowych? Po pierwsze, poduszka płynności w funduszach dłużnych pozostaje znacząca, a preferencje inwestorów detalicznych sprzyjają strategiom o niskiej zmienności i dodatnim carry. Po drugie, przy wciąż ograniczonej podaży nowych emisji deweloperskich (wynikającej raczej z ostrożności emitentów niż z braku popytu) obserwujemy warunki do stabilizacji marż i selektywnego rozszerzania koszyka emitentów o spółki spoza giełdy – trend, który sygnalizowaliśmy w raporcie. Innymi słowy, rekordowo długa passa wzrostu aktywów TFI zwiększa „pojemność” strony popytowej, a brak gwałtownych zmian stóp utrzymuje atrakcyjność obligacji w horyzoncie najbliższych kwartałów.

Wartość aktywów funduszy obligacji korporacyjnych zarządzanych przez TFI w okresie 2020-2025 r. (dane w mld zł)



Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami ■ Total AUM of PL funds ■ AUM of corporate debt funds

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2025 – 2029 (w mln PLN) według stanu na dzień 04.08.2025 r.



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

Emisje i wykupy analizowanych deweloperów

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2025 r. (w mln PLN) według stanu na dzień 04.08.2025 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln PLN)	Seria	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Robyg	01.2025	250	PF	4	WIBOR 6M + 2,6%	Nie
Victoria Dom	01.2025	50	P2024A	3	WIBOR 6M + 4,8%	Nie
Lokum Deweloper	02.2025	100	K	3,5	WIBOR 6M + 3,7%	Nie
Atal	02.2025	130	BC	2	WIBOR 6M + 1,4%	Nie
Develia	02.2025	160	DVL0229OZ12	4	WIBOR 3M + 2,4%	Nie
Archicom	03.2025	120	M11/2025	4	WIBOR 3M + 2,55%	Nie
1Q 2025		810				
Victoria Dom	04.2025	180	P2024B	3,5	WIBOR 6M + 4,3%	Nie
Robyg	05.2025	150	PG	4	WIBOR 6M + 2,6%	Nie
Dom Development	05.2025	135	DOMDEM1160530	5	WIBOR 6M + 1,4%	Nie
Inpro	05.2025	50	INP0529	4	WIBOR 6M + 2,9%	Nie
JHM Development	06.2025	60	JHM0629	4	WIBOR 6M + 3,95%	Tak
Victoria Dom	06.2025	81,4	P2024C	4	WIBOR 6M + 4,3%	Nie
2Q 2025		656,4				
Marvipol	07.2025	80	AG	4	WIBOR 6M + 3,9%	Nie
3Q 2025		656,4				
razem		1 546,4				

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

Emisje i wykupy obligacji analizowanych deweloperów w okresie 2025 – 2030 (w mln PLN) według stanu na dzień 04.08.2025 r.

Deweloper	Emisje		Wykupy		Zapadalność obligacji w kolejnych latach						
	1H 2025	3Q 2025 (do 04.08.2025)	1H 2025	3Q 2025 (do 04.08.2025)	2025 (od 04.08.2025)	2026	2027	2028	2029	2030	Suma do wykupu
Robyg	150,0	0,0	0,0	0,0	0,0	150,0	0,0	0,0	400,0	0,0	550,0
Atal	0,0	0,0	80,0	0,0	260,0	0,0	130,0	0,0	0,0	0,0	390,0
Develia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	160,0	200,0	160,0	0,0	620,0
Dom Development	135,0	0,0	0,0	0,0	100,0	110,0	0,0	260,0	140,0	135,0	745,0
Marvipol	80,0	80,0	104,3	0,0	0,0	35,0	55,5	200,0	80,0	0,0	370,5
Victoria Dom	261,4	0,0	108,4	0,0	11,5	169,2	186,3	230,0	81,4	0,0	678,4
Lokum Deweloper	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	53,0	100,0	0,0	0,0	153,0
Archicom	0,0	0,0	62,0	0,0	62,0	0,0	378,0	190,0	120,0	0,0	750,0
Ronson Europe N.V.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	60,0	60,0	160,0	0,0	0,0	280,0
JHM Development	60,0	0,0	45,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	60,0	0,0	60,0
Inpro	50,0	0,0	35,0	0,0	0,0	15,0	0,0	30,0	50,0	0,0	95,0
Razem	736,4	80,0	434,7	0,0	433,5	639,2	1022,7	1370,0	1091,4	135,0	4691,8

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

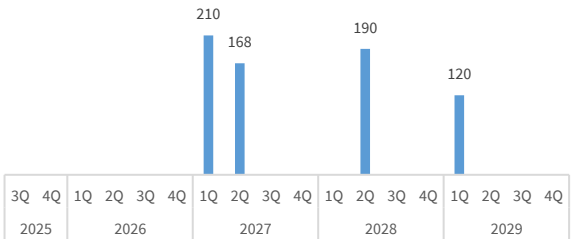
GRUPA ARCHICOM

- W 2Q 2025 r. Grupa Archicom znalazła nabywców na 632 lokale, w porównaniu do 530 kwartał wcześniej i 472 rok wcześniej. Cel sprzedażowy na 2025 r. wynosi 3000 lokali. Przypomnijmy, że w ubiegłym roku został on obniżony z początkowych 4000 lokali. Docelowy, strategiczny poziom sprzedaży został ustalony na 4000 mieszkań, począwszy od 2026 r.
- W minionym kwartale deweloper przekazał nabywcom 380 lokali w stosunku do 24 w 1Q 2025 r. i 65 w analogicznym okresie ubiegłego roku. Celem na 2025 r. jest przekazanie 2300 lokali, zaś w 2026 r. ponad 3000 mieszkań. Przypominamy, że w poprzednim roku Spółka przekazała klucze do 1076 lokali.
- Po rozszerzeniu oferty sprzedaży, która częściowo była związana z przejściem biznesu od Echo oferta dewelopera utrzymuje się na stabilnych poziomach. Na koniec marca 2025 r. deweloper posiadał 3493 mieszkania w ofercie, podczas gdy na koniec grudnia ubiegłego roku Spółka dysponowała 3009 lokalami do sprzedaży. Deweloper sukcesywnie zwiększa ekspozycję na Warszawę i Kraków.
- W 1Q 2025 r. deweloper odnotował przychody na poziomie 21,5 mln zł w porównaniu do 273,6 mln zł w analogicznym okresie ubiegłego roku. Niższe przychody wynikają z niższej liczby przekazanych mieszkań. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 51,1%, jednak nie przywiązujemy do niej większej uwagi ze względu na niską liczbę przekazanych mieszkań.
- W maju 2024 r. Spółka podwyższyła wartość programu emisji obligacji z kwoty 500 mln zł do 800 mln zł. W czerwcu ubiegłego roku deweloper wyemitował czteroletnie obligacje o wartości 190 mln zł. Oprocentowanie wyniosło WIBOR 3M + 3,1%. Z kolei w marcu 2025 r. deweloper przeprowadził emisję czteroletnich niezabezpieczonych obligacji o wartości 120 mln zł, za które zobowiązał się płacić WIBOR 3M + 2,55%.
- Po wykupie obligacji serii M7/2023 o wartości 62 mln zł w marcu br., Spółka posiada komfortową sytuację jeśli chodzi o harmonogram zapadalności obligacji. Najbliższa seria do wykupu o wartości 210 mln zł przypada bowiem dopiero w 1Q 2027 r.
- ZWZ zdecydowało o przeznaczeniu 197,1 mln zł na dywidendę, tj. w kwocie 3,37 zł na 1 akcję, przy czym zaliczono na poczet dywidendy zaliczkę w kwocie 1,41 zł na akcję – w efekcie do wypłaty pozostaje kwota 1,96 zł na 1 akcję.

w mln zł	2022	2023	2024	1Q 2024	1Q 2025
Przychody	499,7	1 101,1	742,0	273,6	21,5
Zysk brutto ze sprzedaży	179,2	396,1	286,6	104,4	11,0
Marża brutto ze sprzedaży	35,9%	36,0%	38,6%	38,2%	51,1%
EBIT	115,3	309,7	160,4	74,6	-33,3
Marża EBIT	23,1%	28,1%	21,6%	27,3%	-155,2%
Zysk netto	110,2	255,8	107,2	60,8	-32,2
Marża netto	22,1%	23,2%	14,5%	22,2%	-150,1%
Kapitał własny	731,7	1 268,2	1 255,5	1 329,0	1 223,3
Zadłużenie finansowe	219,7	532,0	793,2	688,8	932,7
Kredyty i inne	47,7	198,0	162,1	247,8	242,9
Obligacje	172,0	334,0	631,1	441,0	689,8
% obligacji w zadłużeniu	78,3%	62,8%	79,6%	64,0%	74,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	264,4	511,0	113,6	411,0	69,7
Dług netto	-44,8	21,1	277,8	277,8	863,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	44,9%	48,2%	55,6%	48,4%	60,8%
Dług netto/KW	-6,1%	1,7%	54,1%	20,9%	70,6%

* 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)



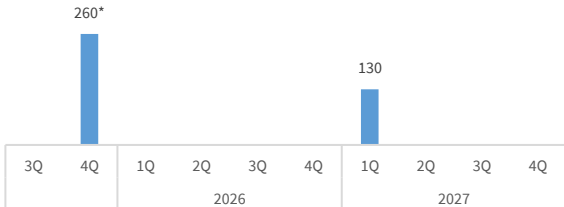
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ATAL

- W 2Q 2025 r. sprzedaż Atalu wyniosła 388 lokali vs 347 kwartał wcześniej i 552 rok wcześniej. Celem w 2025 r. jest sprzedaż na poziomie 2500 lokali. Przypominamy, że w całym 2024 r. sprzedaż Atalu wyniosła 2068 lokali w porównaniu do 2833 mieszkań w 2023 r.
- Deweloper sukcesywnie zwiększa swoją ofertę. Na koniec 1Q 2025 r. było to 8094 lokali w stosunku do 7636 jednostek na koniec 2024 r. i 5261 mieszkań rok wcześniej. W trakcie budowy jest 10 888 mieszkań – jest to rekordowa liczba budowanych lokali. Jak komunikuje spółka, rozbudowa oferty jest świadomą decyzją wynikającą ze strategii.
- W 2Q 2025 r. deweloper przekazał 392 lokale w stosunku do 218 mieszkań w poprzednim kwartale i 548 jednostek w 2Q 2024 r. Potencjał przekazań w 2025 r. wynosi 3193 lokale, z czego 1535 mieszkań zostało sprzedane.
- W 1Q 2025 r. marża brutto ze sprzedaży wyniosła 31,7% w stosunku do 31,2% w analogicznym okresie 2024 r. Celem strategicznym Atalu jest utrzymywanie marży brutto na poziomie 25%, zaś marży netto w wysokości 20%.
- Wzrosło zadłużenie dewelopera, głównie za sprawą zaciąganych kredytów bankowych – na koniec marca 2025 r. dług oprocentowany dewelopera wyniósł 1134,1 mln zł i był wyższy o 221 mln zł w stosunku do stanu z grudnia 2024 r. i ponad 1,1 mld zł względem marca 2024 r. Dług netto do kapitału własnego wyniósł 64,6% na koniec marca 2025 r. wobec 52,5% na koniec grudnia 2024 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. W marcu deweloper przeprowadził emisję dwuletnich niezabezpieczonych obligacji o wartości 130 mln zł. Obligacje zostały zaoferowane do inwestorów kwalifikowanych, a oprocentowanie wyniosło WIBOR 6M + 1,4%. Uchwalenie programu emisji obligacji najprawdopodobniej związane jest z nadchodzącymi terminami wykupu obecnych obligacji – w maju deweloper wykupił obligacje o wartości 80 mln zł, zaś w październiku zapada dług w wysokości 260 mln zł.

w mln zł	2022	2023	2024	1Q 2024	1Q 2025
Przychody	1 657,8	1 500,5	1 486,9	390,3	136,7
Zysk brutto ze sprzedaży	470,3	448,6	386,3	121,9	43,3
Marża brutto ze sprzedaży	28,4%	29,9%	26,0%	31,2%	31,7%
Przychody segmentu dewelop.	1647,1	1486,3	1475,4	387,2	134,0
EBIT segmentu dewelop.	429,8	392,2	325,5	109,1	29,7
Marża EBIT	26,1%	26,4%	22,1%	28,2%	22,2%
Zysk netto	368,2	341,3	295,6	96,6	17,1
Marża netto	22,2%	22,7%	19,9%	24,7%	12,5%
Kapitał własny	1 301,7	1 700,2	1 739,1	1 796,2	1 756,6
Zadłużenie finansowe	574,3	672,7	936,5	493,0	1150,6
Kredyty i inne	190,7	163,1	590,4	154,2	670,4
Obligacje	383,6	509,6	346,1	338,9	480,3
% obligacji w zadłużeniu	66,8%	75,8%	37,0%	68,7%	41,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	294,7	476,8	23,0	496,3	16,5
Dług netto	279,6	195,9	913,5	-3,2	1 134,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	59,0%	52,0%	54,2%	51,2%	58,9%
Dług netto/KW	21,5%	11,5%	52,5%	-0,2%	64,6%

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

DEVELIA

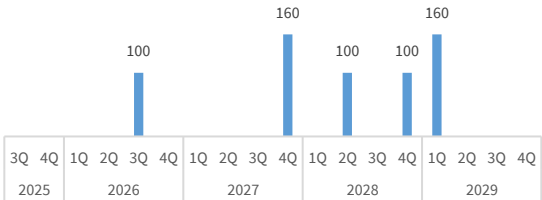
- W lipcu Spółka sfinalizowała umowę kupna 100% udziałów Bouygues Immobilier Polska. Wartość transakcji to 66,5 mln EUR. Bouygues Immobilier Polska obecnie buduje 1,3 tys. mieszkań, a kolejne 2,8 tys. lokali jest zabezpieczone umowami przedwstępnymi.
- Sprzedaż Develii w 2Q 2025 r. wyniosła 748 lokali wobec 951 w 1Q 2025 r. i 911 w 2Q 2024 r. W całym ubiegłym roku deweloper sprzedał 3197 lokali. Celem Spółki na 2025 r. jest sprzedaż 3100-3300 lokali.
- Na koniec marca 2025 r. oferta dewelopera wynosiła 3189 lokali vs 3192 kwartał wcześniej i 3364 rok wcześniej. Zgodnie z zaprezentowanymi celami Zarządu, w 2025 r. deweloper planuje wprowadzić do oferty i rozpocząć budowę 3100-3300 mieszkań.
- Liczba przekazanych lokali w 2Q 2025 r. sięgnęła 670 vs 523 kwartał wcześniej i 459 rok wcześniej. W 2025 r. celem Spółki jest przekazanie 2900-3100 lokali mieszkalnych. W całym 2024 r. Spółka przekazała 2865 lokali.
- Na koniec marca dług netto dewelopera wyniósł 452,9 mln zł wobec 545,3 mln zł długu netto na koniec grudnia 2024 r. Wskaźnik dług netto do kapitału własnego na koniec marca 2025 r. wyniósł 28,6% wobec 23,5% kwartał wcześniej.
- Spółka przeznaczyła 265,5 mln zł na dywidendę (tj. 0,58 zł na każdą akcję). Dzień dywidendy został wyznaczony na 16 czerwca 2025 r., a dzień wypłaty dywidendy na dzień 30 czerwca 2025 r.
- Deweloper sprzedał Arkady Wrocławskie. Wartość transakcji to 43 mln EUR, z czego 26 mln EUR zostanie przeznaczone na spłatę kredytu.
- Spółka, za zgodą obligatariuszy, dokonała zmiany warunków czterech serii obligacji. Chodzi o serie DVL1227, DVL0726, DVL0528 i DVL1028. Zmiana dotyczy zobowiązania Spółki do utrzymania wysokości kapitału w relacji 30% do aktywów. Po zmianie limit został zmniejszony do 25%. Taki zabieg związany jest prawdopodobnie z wypłatą dywidendy, choć i tak nie obniżyłaby ona wskaźnika poniżej 30%.

w mln zł	2022	2023	2024	1Q 2024	1Q 2025
Przychody	1 067,9	1 607,8	1 789,5	401,6	253,5
Przychody	1 013,6	1 572,9	1 781,0	397,2	251,9
Zysk brutto ze sprzedaży	334,0	466,0	608,9	133,0	79,2
Marża brutto ze sprz.	33,0%	29,6%	34,2%	33,5%	31,4%
Zysk netto	231,8	275,4	379,1	84,4	65,2
Marża netto	21,7%	17,1%	21,2%	21,0%	25,7%
Kapitał własny	1 427,4	1 548,4	1 717,0	1 634,2	1 785,7
Zadłużenie finansowe	652,0	953,8	983,8	960,6	961,3
Zadłużenie finansowe	400,9	681,5	869,1	644,0	853,0
Kredyty i inne	0,0	38,0	227,3	0,0	230,6
Obligacje	400,9	643,5	641,8	644,0	622,4
% obligacji w zadłużeniu	100,0%	94,4%	73,8%	100,0%	73,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	172,1	354,7	323,9	310,3	400,0
Dług netto	228,8	326,8	545,3	333,7	452,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	51,5%	59,3%	59,9%	57,7%	59,9%
Dług netto/KW	21,0%	29,4%	23,5%	30,5%	28,6%

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)



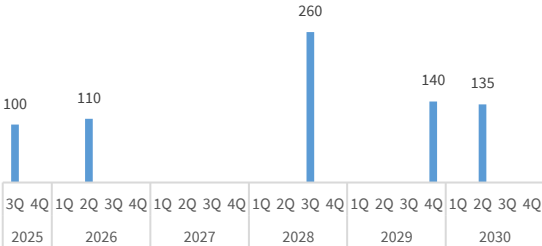
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DOM DEVELOPMENT

- Dom Development sprzedał w 2Q 2025 r. 1000 lokali wobec 1033 w 1Q 2025 r. i 943 rok wcześniej. W całym ubiegłym roku deweloper znalazł nabywców na 4269 mieszkań i był to rekordowy rok dla Spółki. W 2025 r. deweloper spodziewa się jeszcze lepszego wyniku.
- Liczba przekazanych lokali w 2Q 2025 r. sięgnęła 611 lokali vs 984 w 1Q 2025 r. i 716 w 2Q 2025 r. W całym 2024 r. Spółka przekazała klucze do 3916 mieszkań.
- Poziom oferty na koniec marca 2025 r. wyniósł 3538 jednostek vs 3776 kwartał wcześniej - w Warszawie było to 1153 lokale (+26 proc. r/r), w Trójmieście 953 (+63 proc. r/r), we Wrocławiu 778 lokali (-5 proc. r/r) oraz 654 w Krakowie (+182 proc. r/r). Z kolei bank ziemi pozwala deweloperowi na wybudowanie ponad 18,4 tys. mieszkań, co oznacza, że przy obecnej sprzedaży bank ziemi wystarczyłby na pokrycie 4-letniej sprzedaży Spółki.
- W 1Q 2025 r. deweloper odnotował przychody na poziomie 741,9 mln zł w porównaniu do 705,9 mln zł w tym samym okresie ubiegłego roku. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 34,2% w stosunku do 34,0% w analogicznym okresie ubiegłego roku.
- Na koniec marca deweloper wykazał dług netto na poziomie 301,5 mln zł. Wskaźnik zadłużenia netto względem kapitału własnego na koniec marca 2024 r. sięgnął 16,4% wobec 15,1% na koniec grudnia 2024 r. i 15,9% na koniec marca 2024 r.
- W połowie kwietnia br. Deweloper poinformował o ustanowieniu nowego programu emisji obligacji o wartości 400 mln zł. Z kolei w maju Spółka wyemitowała dług o wartości 135 mln zł zapadający w maju 2030 r. Oprocentowanie zostało ustalone na poziomie WIBOR 6M + 1,4%. Obligacje zostały zaoferowane inwestorom kwalifikowanym.

w mln zł	2022	2023	2024	1Q 2024	1Q 2025
Przychody	2419,3	2550,3	3168,2	705,9	741,9
Zysk brutto ze sprzedaży	755,8	815,1	1019,2	239,9	253,4
Marża brutto ze sprz.	31,2%	32,0%	32,2%	34,0%	34,2%
Zysk netto	410,3	460,3	569,2	137,4	148,4
Marża netto	17,0%	18,0%	18,0%	19,5%	20,0%
Kapitał własny	1413,3	1449,5	1701,8	1594,5	1848,2
Zadłużenie finansowe	371,7	527,2	616,9	545,9	635,4
Kredyty i inne	59,2	0,0	0,0	18,7	20,0
Obligacje	312,6	527,2	616,9	527,2	615,4
% obligacji w zadłużeniu	84,1%	100,0%	100,0%	96,6%	96,9%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	304,2	286,3	360,8	292,9	333,9
Dług netto	67,5	240,9	256,0	253,0	301,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	65,6%	68,2%	67,8%	66,6%	65,8%
Dług netto/KW	4,8%	16,6%	15,1%	15,9%	16,4%

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



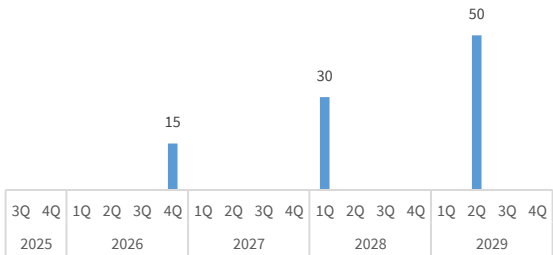
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

INPRO

- W 2Q 2025 r. deweloper sprzedał 128 lokali vs 144 kwartał wcześniej i 138 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 2Q 2025 r. sięgnęła 176 mieszkań wobec 108 kwartał wcześniej i 54 rok wcześniej. W całym 2024 r. deweloper przekazał klucze do 692 lokali w stosunku do 577 mieszkań w 2023 r.
- W 2024 r. Grupa odnotowała przychody na poziomie 67,3 mln zł vs 88,4 mln zł w analogicznym okresie 2024 r. W działalności mieszkaniowej przychody wyniosły 59,0 mln zł w stosunku do 83,6 mln zł r w analogicznym okresie roku ubiegłego. Marża brutto na sprzedaży w tym okresie ukształtowała się na poziomie 27,0% w stosunku do 23,9% w 2Q 2024 roku.
- Na koniec 2024 r. dług netto wyniósł 112,3 mln zł vs 104,4 mln zł kwartał wcześniej i 111,6 mln zł rok wcześniej, co stanowiło 20,7% kapitałów własnych vs 19,3% na koniec grudnia 2024 r. i 22,6% na koniec marca 2024 roku.
- Pod koniec maja Spółka poinformowała o emisji czteroletnich obligacji o wartości 50 mln zł. Środki z emisji deweloper przeznaczył na przedterminowy wykup serii INP1025 o wartości 35 mln zł (wykup 12 czerwca), a pozostałą kwotę na finansowanie bieżącej działalności deweloperskiej. Oprocentowanie nowego długu zostało ustalone na WIBOR 6M + 2,9%, co oznacza, że nowe papiery są droższe względem wykupionych o 0,15 pkt. proc. Obligacje te jednak nie są zabezpieczone.

w mln zł	2022	2023	2024	1Q 2024	1Q 2025
Przychody	357,7	308,6	393,0	88,4	67,3
Przychody	317,4	277,6	361,1	83,6	59,0
Zysk brutto ze sprzedaży	104,8	81,9	105,1	20,0	15,9
Marża brutto	33,0%	29,5%	29,1%	23,9%	27,0%
Zysk netto	63,2	40,8	53,9	40,8	3,6
Marża netto	19,9%	14,7%	14,9%	48,8%	6,0%
Zysk netto	64,1	42,9	58,6	42,9	5,6
Marża netto	17,9%	13,9%	14,9%	48,5%	8,4%
Kapitał własny	430,5	454,9	539,8	494,4	543,1
Zadłużenie finansowe	150,4	158,8	145,2	158,8	163,4
Kredyty i inne	95,5	98,5	84,6	98,5	82,3
Obligacje	54,8	60,3	60,6	60,3	81,1
% obligacji w zadłużeniu	36,5%	37,9%	41,7%	37,9%	49,6%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	54,7	47,2	40,8	47,2	51,1
Dług netto	95,7	111,6	104,4	111,6	112,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	38,1%	38,1%	37,5%	38,1%	40,4%
Dług netto/KW	22,2%	24,5%	19,3%	22,6%	20,7%

Wydzielony segment mieszkaniowy
Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



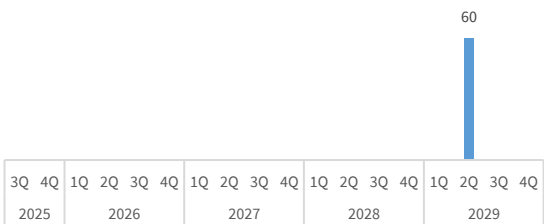
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

JHM DEVELOPMENT

- W 2Q 2025 r. deweloper sprzedał 96 mieszkań vs 84 kwartał wcześniej i 73 rok wcześniej. W trakcie całego poprzedniego roku Spółka sprzedała 321 mieszkań w stosunku do 454 lokali w analogicznym okresie 2023 roku.
- W 2Q br. Spółka przekazała nabywcom 34 lokale mieszkalne w porównaniu do 75 lokali mieszkalnych przekazanych w poprzednim kwartale. Narastająco w ciągu całego poprzedniego roku deweloper przekazał klientom 581 mieszkań.
- W 1Q 2025 r. przychody z rozpoznanych lokali wyniosły 38,1 mln zł vs 72,3 mln zł rok wcześniej, na co wpłynął harmonogram oddawania ukończonych projektów.
- Działalność deweloperska pozwoliła Grupie rozpoznać 13,9 mln zł zysku brutto na sprzedaży vs 26,1 mln zł w 1Q 2025 roku. Spółka odnotowała marżę brutto na sprzedaży na poziomie 36,4% w stosunku do 36,1% w analogicznym okresie ubiegłego roku.
- Niższy poziom kapitałów własnych związany jest z nabyciem przez Spółkę Marywilska 44 Sp. z o.o. 905.100 udziałów własnych celem ich dalszego umorzenia oraz wypłata przez Spółki dywidendy.
- Spółka utrzymała podobny poziom zadłużenia względem 4Q 2024 r.
- W czerwcu deweloper wyemitował 4-letnie zabezpieczone obligacje o wartości 60 mln zł. Oprocentowanie zostało ustalone na poziomie WIBOR 6M + 2,95%. Przeprowadzona emisja posłużyła w części przedterminowemu wykupowi obligacji o wartości 40 mln zł.

w mln zł	2022*	2023	2024	1Q 2024	1Q 2025
Przychody	131,5	264,5	301,5	88,7	42,5
Przychody	131,0	203,0	268,8	72,3	38,1
Zysk brutto ze sprzedaży	38,0	49,7	84,4	26,1	13,9
Marża brutto	29,0%	24,5%	31,4%	36,1%	36,4%
Zysk netto	14,6	16,2	56,4	14,5	6,2
Marża netto	11,2%	8,0%	21,0%	20,1%	16,3%
Zysk netto	12,8	22,7	22,3	16,9	4,0
Marża netto	9,7%	8,6%	7,4%	19,1%	9,5%
Kapitał własny	337,4	616,3	529,0	633,3	533,0
Zadłużenie finansowe	96,2	97,2	61,2	66,6	67,5
Kredyty i inne	33,9	46,9	16,0	16,4	21,2
Obligacje	62,3	50,2	45,2	50,2	46,4
% obligacji w zadłużeniu	64,7%	51,7%	73,8%	75,3%	68,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	28,0	39,8	67,2	91,1	49,0
Dług netto	68,2	57,4	-6,0	-24,5	18,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	40,5%	38,4%	31,7%	38,0%	32,0%
Dług netto/KW	20,2%	9,3%	-1,1%	-3,9%	3,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy
* Sprawozdanie jednostkowe
Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

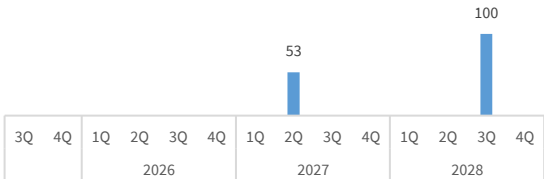
LOKUM DEWELOPER

- W 2Q 2025 r. deweloper sprzedał 34 lokale vs 31 kwartał wcześniej i 47 rok wcześniej. Przypominamy, że w całym 2024 r. Spółka znalazła nabywców 159 mieszkań w stosunku do 707 lokali w 2023 r.
- Stosunkowo niska sprzedaż wynika z niskiej oferty dewelopera. Na koniec marca deweloper oferował w sprzedaży 385 mieszkań w stosunku do 365 lokali na koniec grudnia 2024 r. Warto przypomnieć, że w 2023 r. deweloper wchodził w nowy rok z 772 lokalami w ofercie.
- Deweloper ruszył jednak z budowami. Liczba lokali w realizacji wzrosła z poziomu 584 mieszkań na koniec września ubiegłego roku do poziomu 740 lokali na koniec marca br. Obecnie deweloper buduje najwięcej mieszkań od 4Q 2022 r. deweloper przekazał nabywcom 38 lokali vs 14 kwartał wcześniej i 188 rok wcześniej. W całym 2024 r. Spółka oddała do użytkowania klientom 252 lokale a w 2023 r. 774 mieszkania.
- Na koniec marca Spółka posiadała zadłużenie finansowe w wysokości 202,2 mln zł, z czego obligacje stanowią ⅓ długu.
- W lutym br. Spółka wyemitowała niezabezpieczone, 3,5-letnie obligacje o wartości 100 mln zł. Obligacje zostały uplasowane w ramach programu obligacji. Oprocentowanie zostało ustalone na poziomie WIBOR 6M + 3,7%, co oznacza, że w stosunku do poprzedniej emisji z grudnia 2023 r. Spółce udało się obniżyć marżę o 0,15 pkt. proc.
- W maju WZA zdecydowało o przeznaczeniu części zysku w wysokości 9 mln zł na dywidendę (0,50 zł na akcję). Dzień dywidendy ustalono na 28 maja 2025 roku, a dzień wypłaty dywidendy na 4 czerwca 2025 roku.

w mln zł	2022	2023	2024	1Q 2024	1Q 2025
Przychody	366,7	451,3	189,3	89,1	12,5
Zysk brutto ze sprz.	135,3	169,7	72,2	34,5	4,2
Marża brutto ze sprz.	36,9%	37,6%	38,1%	38,7%	33,7%
Zysk ze sprz.	109,3	137,9	41,3	27,1	-3,0
Marża zysku ze sprz.	29,8%	30,6%	21,8%	30,4%	-24,0%
Zysk netto	60,9	142,4	35,8	22,4	33,1
Marża netto	16,6%	31,5%	18,9%	25,2%	264,9%
Kapitał własny	430,7	541,6	531,0	564,6	564,7
Zadłużenie finansowe	260,2	119,5	74,7	69,9	202,2
Kredyty i inne	39,7	15,6	21,8	15,9	47,9
Obligacje	220,5	103,9	52,8	54,0	154,4
% obligacji w zadłużeniu	84,7%	86,9%	70,7%	77,3%	76,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	65,4	236,0	80,1	153,5	146,3
Dług netto	194,8	-116,6	-5,4	-83,6	55,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	46,5%	35,5%	24,2%	23,0%	36,0%
Dług netto/KW	45,2%	-21,5%	-1,0%	-14,8%	9,9%

¹bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

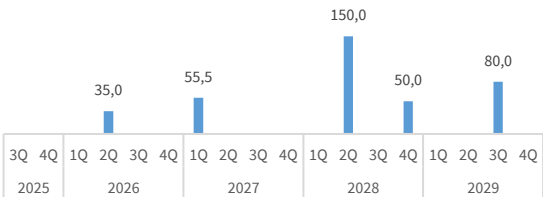
MARVIPOL DEVELOPMENT

- W 2Q 2025 r. Spółka zakontraktowała sprzedaż 81 mieszkań wobec 87 kwartał wcześniej i 110 rok wcześniej. W całym 2024 r. deweloper znalazł nabywców na 430 lokale w stosunku do 661 mieszkań w 2023 r.
- Po okresie niskiej oferty na przełomie 2023 i 2024 r. Spółka uzupełniła portfolio o nowe mieszkania. Na koniec marca Spółka mogła zaoferować 757 lokali potencjalnym klientom w stosunku do 691 mieszkań na koniec grudnia 2024 r.
- W 2Q br. Spółka przekazała klucze do 268 lokali mieszkalnych, w stosunku do 18 mieszkań kwartał wcześniej i 32 lokali w 2Q 2024 r. W całym 2024 r. deweloper przekazał klucze do 571 mieszkań.
- Dług netto części mieszkaniowej dewelopera na koniec marca 2025 r. ukształtował się na poziomie ok. 454,7 mln zł wobec 525,8 mln zł na koniec grudnia ubiegłego roku. Względem kapitału własnego zadłużenie netto wyniosło 61,1% vs 79,3% kwartał wcześniej.
- 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.
- Z kolei w marcu br. deweloper ustanowił kolejny program emisji obligacji, którego program ustalono na 300 mln zł.
- Na początku stycznia br. Marvipol poinformował o przedterminowym wykupie obligacji o wartości 70 mln zł. Obligacje zostały wykupione 3 lutego br. Zapadalność obligacji dewelopera jest rozłożona w czasie i obecnie deweloper nie posiada obligacji, które musiałyby zostać wykupione w 2025 r.
- W czerwcu deweloper skupił część obligacji zapadających w marcu 2026 r. o wartości 31,7 mln zł, zaś pod koniec lipca wykupił serię MVP0326 w całości – łącznie 66 mln zł.
- W lipcu deweloper wyemitował 4-letni niezabezpieczony dług o wartości 80 mln zł. Oprocentowanie zostało ustalone na WIBOR 6M + 3,9%.

w mln zł	2022	2023	2024	1Q 2024	1Q 2025
Przychody	588,6	377,5	461,7	25,7	34,3
Przychody	481,8	328,4	402,5	11,5	21,8
Zysk brutto ze sprzedaży	131,9	111,3	76,2	4,0	4,3
Marża brutto ze sprz.	27,4%	33,9%	18,9%	34,7%	19,6%
Zysk netto	62,1	67,8	28,0	-3,6	-8,9
Marża netto	10,6%	18,0%	6,1%	-13,9%	-26,0%
Kapitał własny	358,7	430,8	426,2	450,8	437,0
Zadłużenie finansowe	407,3	456,9	525,8	456,0	454,7
Kredyty i inne	152,0	112,7	95,5	114,2	93,8
Obligacje	255,4	344,2	430,4	341,8	360,9
% obligacji w zadłużeniu	62,7%	75,3%	81,8%	75,0%	79,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	132,6	239,5	187,8	272,3	187,7
Dług netto	274,7	217,3	338,0	183,6	267,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	63,3%	60,8%	65,5%	64,0%	63,7%
Dług netto/KW	76,6%	50,5%	79,3%	40,7%	61,1%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ROBYG

- W 2Q 2025 r. deweloper znalazł nabywców na 570 lokali vs około 390 kwartał wcześniej i 584 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.
- W 2025 r. Robyng wszedł z wyższą ofertą mieszkaniową w stosunku do danych ubiegłorocznych. Na koniec marca Spółka mogła zaoferować klientom około 1950 mieszkań podczas gdy na koniec grudnia było to 1777 lokali. Jeszcze w 2022 r. oferta przekraczała nawet 5000 jednostek. Deweloper posiada jednak znaczący bank ziemi, który rozwijał w ostatnich latach pozwalający na wybudowanie około 28 tys. mieszkań. Wydaje się zatem, że przy korzystnym otoczeniu będzie on sukcesywnie uwalniany. Spółka rozważa również wejście do kolejnych miast.
- W 2024 r. Spółka wypracowała ponad 1 301,4 mln zł przychodów, co oznacza spadek o 28% r/r. Marża brutto na sprzedaży utrzymała się na zbliżonym poziomie, bowiem wyniosła 25,0% w stosunku do 25,5% w stosunku do danych za 2023 r.
- Na koniec grudnia wskaźnik dług netto/kapitały własne wzrósł w stosunku do wyników na koniec 2023 r. i wyniósł 21,9% - deweloper zwiększył zaangażowanie kredytów w strukturze finansowania, co wynika z większej liczby lokali w budowie.
- Na początku 2025 r. Spółka poinformowała o emisji niezabezpieczonych obligacji w wysokości 250 mln zł, choć pierwotnie deweloper deklarował chęć pozyskania środków dłużnych o wartości do 200 mln. Emisja została uplasowana przy oprocentowaniu na poziomie WIBOR 6M + 2,6%. Na podobnych warunkach Spółka uplasowała czteroletnie niezabezpieczone papiery dłużne o wartości 150 mln zł w maju bieżącego roku. Emisje te realizowane były w ramach programu emisji o wartości 600 mln zł.

w mln zł	2022	2023	2024
Przychody	1505,5	1813,0	1301,4
Zysk brutto ze sprz.	410,8	462,2	326,0
Marża brutto ze sprz.	27,3%	25,5%	25,0%
EBIT	438,8	456,6	291,5
Marża EBIT	29,1%	25,2%	22,4%
Zysk netto	353,6	368,1	258,1
Marża netto	23,5%	20,3%	19,8%
Kapitał własny	1 138,8	1 497,5	1 751,5
Zadłużenie finansowe	1041,6	460,8	593,7
Kredyty i inne	370,3	98,5	442,1
Obligacje	671,3	362,3	151,6
% obligacji w zadłużeniu	64,4%	78,6%	25,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	424,5	340,9	210,8
Dług netto	617,1	120,0	383,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	67,7%	54,5%	50,9%
Dług netto/KW	54,2%	8,0%	21,9%

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

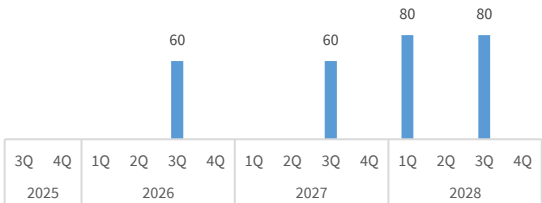
RONSON

- W 2Q br. Ronson znalazł nabywców na 87 lokali vs 96 kwartał wcześniej i 88 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 marca 2025 r. spadła do 587 mieszkań w stosunku do 682 lokali na koniec grudnia 2024 r. Spółka zapowiedziała, że pod względem rozbudowy banku ziemi szczególnie aktywna będzie we Wrocławiu i w Warszawie.
- Po ubiegłorocznych emisjach obligacji dług netto dewelopera na koniec marca 2025 r. wyniósł 46,3 mln zł vs 27,0 mln zł kwartał wcześniej i 52,0 mln zł rok wcześniej. Wynika to z utrzymywania wysokiego stanu środków pieniężnych – na marca 2025 r. deweloper posiadał ok. 240 mln zł gotówki. Wskaźnik długu netto w stosunku do kapitału własnego wyniósł 7,8% na koniec marca vs 4,9% na koniec grudnia ubiegłego roku i 9,2% na koniec marca 2024 roku.
- 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	2022	2023	2024	1Q 2024	1Q 2025
Przychody	300,3	395,5	387,7	120,5	190,0
Przychody	300,3	395,5	387,7	120,5	190,0
Zysk brutto ze sprz.	79,4	139,4	121,7	47,6	64,0
Marża zysku ze sprz	26,5%	35,2%	31,4%	39,5%	33,7%
Zysk brutto ze sprz.	79,4	139,4	121,7	47,6	64,0
Marża brutto ze sprz.	26,5%	35,2%	31,4%	39,5%	33,7%
Kapitał własny	451,4	533,7	553,8	564,2	594,8
Zadłużenie finansowe	219,7	243,7	297,0	284,2	286,3
Kredyty i inne	16,3	8,8	11,9	6,7	7,6
Obligacje	203,4	225,3	285,1	277,6	278,7
% obligacji w zadłużeniu	92,6%	92,5%	96,0%	97,7%	97,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	41,8	190,0	270,0	232,2	240,0
Dług netto	177,8	53,7	27,0	52,0	46,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	55,0%	55,7%	56,6%	56,2%	49,7%
Dług netto/KW	39,4%	10,1%	4,9%	9,2%	7,8%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



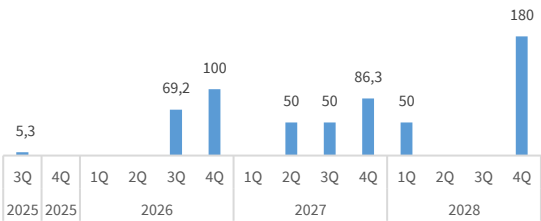
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Victoria Dom

- W 2Q 2025 r. deweloper podpisał umowy na sprzedaż 328 lokali w stosunku do 275 mieszkań kwartał wcześniej i 297 rok wcześniej. W całym 2024 r. Victoria znalazła nabywców na 1014 lokali, w stosunku do 2020 mieszkań w 2023 r.
- W 2024 r. Victoria Dom zaraportowała 983,7 mln zł przychodów vs 934,1 mln zł rok wcześniej. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 37,8% vs 34,9% rok wcześniej. Z kolei zysk netto wygenerowany przez dewelopera wyniósł 200,9 mln zł w porównaniu do 183,9 mln zł w 2023 roku.
- Dług netto na koniec 2024 r. wyniósł 226,4 mln zł vs 298,2 mln zł na koniec czerwca 2024 r. W stosunku do kapitału własnego zadłużenie netto wynosiło 32,4% na koniec 2024 r., w stosunku do 56,7% na koniec czerwca 2024 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 kwietniu br. Spółka dokonała emisji 3,5-letnich, niezabezpieczonych obligacji na kwotę 180 mln zł. Emisja cieszyła się dużym zainteresowaniem, bowiem zgłoszony popyt był wyższy o blisko 100 mln zł. Marżę ustalono na najniższym możliwym poziomie jaki został przewidziany w ofercie – oprocentowanie wynosi: WIBOR 6M + 4,3%. Część z pozyskanych środków deweloper przeznaczył na wcześniejszy wykup swoich najdroższych obligacji, które wygasły w lutym i w marcu 2026.
- Z kolei w czerwcu Spółka wyemitowała niezabezpieczone obligacje o wartości 81,4 mln zł w ramach prospektowej oferty publicznej o początkowej wartości 60 mln zł z opcją zwiększenia jej do 110 mln zł. Oprocentowanie ustalono na poziomie WIBOR 6M + 4,3% a wykup ustalono w marcu 2029 r.

w mln zł	2022	2023	2024
Przychody	540,0	934,1	983,7
Zysk brutto ze sprzedaży	175,2	326,4	372,1
Marża brutto ze sprz.	32,4%	34,9%	37,8%
Zysk netto	77,6	183,9	200,9
Marża netto	14,4%	19,7%	20,4%
Kapitał własny	390,9	552,8	699,7
Zadłużenie finansowe	397,8	522,8	620,6
Kredyty i inne	130,5	116,4	151,4
Obligacje	267,3	406,4	469,1
% obligacji w zadłużeniu	67,2%	77,7%	75,6%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	81,7	248,8	394,2
Dług netto	316,1	274,0	226,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	69,1%	65,8%	62,4%
Dług netto/KW	80,9%	49,6%	32,4%

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 wynikające oparte są na osobistych opiniach osób sporządzających niniejszy materiał i mają one charakter wyłącznie poglądowy.

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

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

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

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

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

Autorzy materiału: Tomasz Puzyrewicz, Piotr Poddębniak

Zakończenie sporządzenia nastąpiło 14 sierpnia 2025 r., godz. 15.00.

Dane kontaktowe

Tomasz Puzyrewicz

Wicedyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: 881 566 177

Mail: tomasz.puzyrewicz@dmnavigator.pl

Piotr Poddebniak

Analitik

Mail: 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