
Navigator Dom Maklerski[®]

Value delivered.

Sytuacja największych deweloperów mieszkaniowych z rynku Catalyst po 3Q 2022 r.

Warszawa, styczeń 2023 r.

Szanowni Państwo,

Pierwsze trzy kwartały 2022 r. przyniosły zasadnicze zmiany na rynku mieszkaniowym, co przełożyło się na sytuację analizowanych przez nas spółek deweloperskich. Można bez przesady stwierdzić, że w otoczeniu deweloperów mieszkaniowych zmieniło się prawie wszystko. Inflacja, stopy procentowe, wojna i uchodźcy, obawy odnośnie wzrostu gospodarczego: to wszystko musiało odcisnąć piętno na sektorze mieszkaniowym. Postaramy się podsumować te zmiany w naszym raporcie.

W trzecim kwartale 2022 r. podaż lokali utrzymywał się ciągle na niskim poziomie. Wynikało to nie tylko z problemów z podażą gruntów w poprzednich latach ale było już też efektem ostrożniejszej polityki deweloperów w zakresie rozpoczynania nowych projektów. Prognozujemy, że trend niskiej podaży lokali będzie się pogłębiał w 2023 r. i kolejnych latach. W okresie trzech pierwszych kwartałów 2022 r. rozpoczęto budowę zaledwie 165 tys. lokali (spadek o 23% w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego) – skutki tego będziemy odczuwali w następnych latach. Obserwujemy też przesuwanie się nowych inwestycji w kierunku mniejszych miast lub otoczenia największych miast – to właśnie sześć największych miast najbardziej odczuło spadek ilości lokali, których budowę rozpoczęto. O charakterystyczne – spadek ilości mieszkań był bardziej widoczny w odniesieniu do rozpoczętych budów niż do wydanych pozwoleń na budowę (tu spadek wynosił 7% rok do roku). Pokazuję to, jak silnie deweloperzy zareagowali na spadek popytu.

Lata znakomitej koniunktury pozostawiają analizowane spółki w dobrej kondycji finansowej. Rok 2022 upłynął pod znakiem obrony marż deweloperskich zatrzymania spadków sprzedaży. O ile trzeci kwartał dla analizowanych przez nas spółek przyniósł spadek sprzedaży mieszkań – był to trzeci kolejny kwartał ze spadkami – to ostatni kwartał 2022 r. był już znacznie lepszy: sprzedaż (dalej: dla analizowanych przez nas spółek giełdowych) wzrosła o 26% w porównaniu z trzecim kwartałem.

Rok 2022 r. był rokiem z mniejszą niż zwykle wartością wykupów obligacji. Co więcej, obserwowaliśmy – i pewnie będziemy dalej obserwować w 2023 r. – przedterminowe wykupy obligacji, często poniżej wartości nominalnej. Patrząc całościowo na zadłużenie finansowe analizowanych deweloperów: dług netto analizowanych przez nas spółek wzrósł na koniec trzeciego kwartału do poziomu 2,23 mld zł – co oznacza wzrost o 38% rok do roku. Sam sektor pozostaje jednak zdelewarowany: ciągle odczuwa skutki nadzwyczajnej koniunktury poprzednich lat.

Co dalej z cenami? Dalej – pomimo kryzysowych trzech kryzysowych kwartałów – zarządy analizowanych spółek nadal dzierżą w rękach mocne karty. Oczekujemy, że analizowanych deweloperzy, podobnie do tego, co obserwowaliśmy w poprzednich kwartałach, w 2023 r. spółki będą dalej bronić marż niż poziomów sprzedaży, co będzie kolejnym czynnikiem obniżającym podaż nowych lokali. Inwestorzy będą oczekiwać już nie bicia rekordów sprzedaży – jak w pandemicznych latach koniunktury – ale zbierania solidnych efektów paru lat doskonałej koniunktury. Obrona poziomu marż jest jednak utrudniona przez fakt, że z każdym kwartałem deweloperzy rozpoznają w sprzedaży coraz więcej lokali wybudowanych na działkach kupowanych w szczycie koniunktury na rynku gruntów inwestycyjnych.

Po stronie kosztów, w trzecim kwartale 2022 r. obserwowaliśmy stabilizację lub nawet spadek niektórych materiałów budowlanych. Trend ten może się pogłębiać w perspektywie 2023 r. Warto jednak dodać, że możliwe zakończenie wojny w Ukrainie i rozpoczęcie procesu odbudowy będzie potężnym impulsem działającym na rzecz wzrostu kosztów, zarówno materiałów budowlanych jak i siły roboczej.

Bardzo duża zmiana nastąpiła na rynku gruntów inwestycyjnych pod budownictwo mieszkaniowe. W 2022 r. rynek ten stał się rynkiem kupującego, po paru latach niebywale mocnej pozycji właścicieli gruntów. Deweloperzy mieszkaniowi, w obliczu spadającego popytu, ale też mając już zgromadzone duże banki ziemi, stały się bardziej selektywne rozważając zakupy nowych działek. Spadek popytu na działki inwestycyjne był szczególnie widoczny w odniesieniu do działek w gminach wokół największych miast.

W pierwszych trzech kwartałach 2022 r. bardzo dużo działało się po stronie popytowej. Największym uderzeniem w podaż był wzrost stóp procentowych: skutkującym obniżeniem się wartości udzielonych w trzecim kwartale 2022 r. kredytów hipotecznych o 70% (w porównaniu do trzeciego kwartału 2021 r.). Na spadek łącznej wartości udzielonych kredytów hipotecznych, szczególnie w trzecim kwartale, nawet mocniej wpłynęły rekomendacje KNF dotyczące obliczania zdolności kredytowej. Ewentualny wzrost dostępności kredytów hipotecznych przełoży się na wzrost sprzedaży dopiero w kolejnych latach, ale już w 2023 r. oczekujemy lekkiej poprawy na rynku kredytów mieszkaniowych.

Innym czynnikiem kształtującym popyt w 2022 r. był napływ uchodźców spowodowany agresją Rosji na Ukrainę. W 2022 r. odwrócił się wieloletni, pogłębiany jeszcze przez pandemię, spadkowy trend cen wynajmu mieszkań. Wzrost stawek najmu był szczególnie widoczny w największych miastach – czyli tam, gdzie koncentrują swoją działalność deweloperzy z analizowanej przez nas grupy. Wzrost rentowności wynajmu niewątpliwie ustabilizował popyt inwestycyjny na mieszkania w największych miastach.

Należy oczekiwać, że coraz większą rolę w kształtowaniu popytu będą odgrywać fundusze PRS oraz banki mieszkań na wynajem utrzymywane przez samych deweloperów. W trzech pierwszych kwartałach 2022 r. nabywcy instytucjonalni odgrywali ciągle jeszcze znikomą rolę, nabywcy raczej sondowali rynek niż go aktywnie kształtowali. Niemniej wzrost roli popytu instytucjonalnego jest nieuchronny. Co więcej, oczekujemy, że fundusze, w perspektywie paroletniej, będą integrować łańcuchy wartości poprzez zakupy spółek deweloperskich.

Rynek mieszkań na wynajem ogrywa i będzie odgrywał coraz większą rolę. Migracja do Polski, spadek dostępności kredytów oraz ciągle stabilny popyt na pracę daje bardzo mocne podstawy fundamentalne podstawy. Należy przy tym zaznaczyć, że świat niskich stóp procentowych – także w ujęciu globalnym – nie wróci prędko, co osłabi impet, z jakim fundusze PRS będą wchodzić na krajowy rynek. Kolejne lata będą przynosić jednak stabilny wzrost udziału tego segmentu rynku mieszkaniowego. Rozważane zmiany regulacyjne mogą ograniczyć jednak rozwój rynku PRS w Polsce.

Czy ceny mieszkań w 2023 r. będą spadać? Odpowiedź na to pytanie jest niejednoznaczna. Oczekujemy, że spadki cen (dla analizowanej grupy deweloperów) w największych miastach będą w 2023 r. najwyżej paroprocentowe. Inaczej sytuacja cenowa może wyglądać w mniejszych ośrodkach, gdzie potencjał popytowy klientów gotówkowych wydaje się mniejszy.

Rynek mieszkaniowy

Czy osłabienie popytu utrwaliło się w trzecim kwartale 2022 r.?

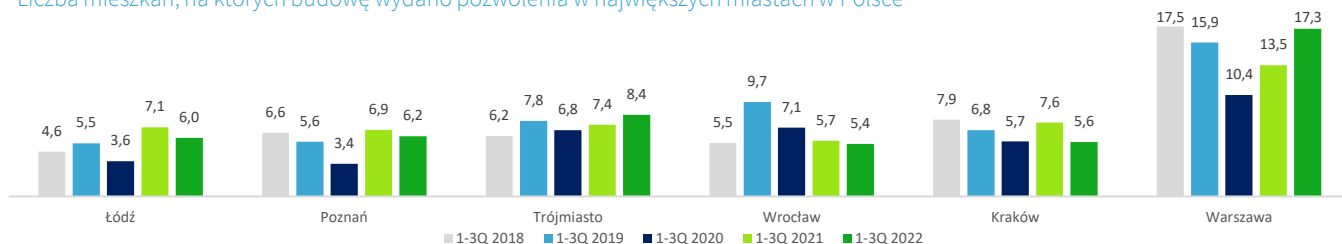
Rok 2021 r. przyniósł wiele rekordów na polskim rynku nieruchomości mieszkaniowych. W skrócie: rekordowa liczba lokali, na które wydano pozwolenia na budowę (341 tys.), rekordowa liczba nowo budowanych lokali (277,4 tys. lokali w rozpoczętych budowach). Rekordowe były też ceny lokali, a i też ceny gruntów inwestycyjnych. Rok 2021 przyniósł popandemiczne odbicie: w skali całego kraju wzrosty w 2021 r. były dwucyfrowe, jednak w sześciu największych miastach deweloperzy złapali lekką zadyszkę: wzrost liczby lokali z nowymi pozwoleniami był niższy niż dla całego kraju. Dodajmy jeszcze, że w 2021 r. duży udział we wzrostach miały inwestycje realizowane przez deweloperów nienotowanych na GPW, realizowane poza największymi miastami. Ten – ciągle lekki – trend przesuwania środka ciężkości poza największe ośrodki wynikał w dużej mierze z niedostatku gruntów inwestycyjnych w największych miastach. Ceny gruntów inwestycyjnych pod budownictwo mieszkaniowe bardzo mocno wzrosły, co więcej: problemem stała się dostępność działek z pozwoleniami na budowę lub objętych miejscowymi planami zagospodarowania. W warunkach bardzo dobrej koniunktury czynnikiem hamującym okazała się polityka przestrzenna największych polskich miast.

Pierwsze trzy kwartały 2022 r. przyniosły jednak deweloperom dużo poważniejsze wyzwania niż dostępność działek budowlanych: wojna w sąsiedztwie, inflacja, wzrost stóp procentowych, zaostreżenie polityki kredytowej banków i odpływ środków z funduszy inwestycyjnych. Trzy kwartały 2022 r. dostarczają już danych pozwalających stwierdzić, że załamanie popytu nie ma charakteru przejściowego – jak to było w pierwszym pandemicznym kwartale w 2020 r., ale jest efektem splotu wielu zdarzeń w otoczeniu makroekonomicznym.

W konsekwencji, pierwsze trzy kwartały przyniosły załamanie we wszystkich kategoriach opisujących rynek w porównaniu do 2021 r. Przejdźmy zatem do porównania trzech kryzysowych kwartałów 2022 r. do analogicznych okresów w latach ubiegłych.

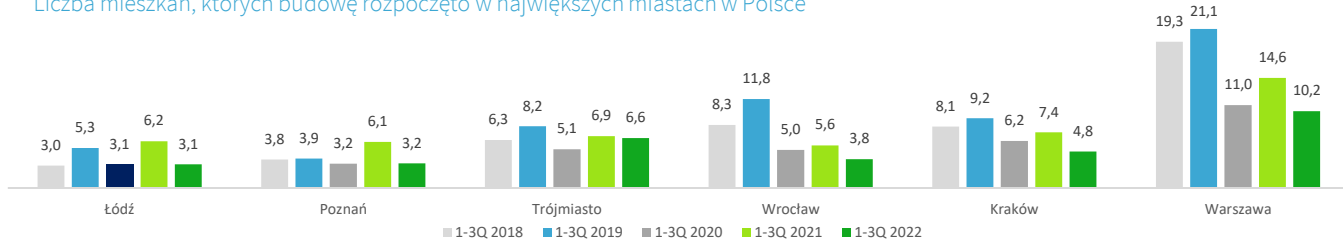
Liczba lokali, których budowę rozpoczęto w Polsce spadła do poziomu 164,8 tys. (spadek o **23,8%** w stosunku do I-III kw. 2021 r.) Ten spadek był do końca III kwartału szczególnie widoczny w sześciu największych miastach (spadek o **32%**). Udział lokali w rozpoczętych budowach zmalał – dla największych sześciu miast – do **19,3%** wobec ogółu nowo rozpoczętych budów lokali w Polsce. Był to najniższy udział od 2012 r.

Liczba mieszkań, na których budowę wydano pozwolenia w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto w największych miastach w Polsce



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Patrząc na liczby opisujące rozpoczęte budowy w dłuższej perspektywie czasowej widzimy też, że liczba lokali w rozpoczętych budowach za pierwsze trzy kwartały 2022 r. nie wróciła do przedpandemicznej liczby: w analogicznym okresie 2019 r. rozpoczęto budowę 178,4 tys. mieszkań. Nawet w pandemicznym okresie 2020 r. w pierwszych trzech kwartałach rozpoczęto budowę 167,8 tys. lokali. Zważywszy na cykl projektowania inwestycji mieszkaniowej, decyzje o rozpoczęciu tegorocznych budów zapadały w okresie doskonałej koniunktury – oczekujemy zatem, że liczba nowo budowanych lokali będzie w kolejnych kwartałach spadać. Trend ten może utrzymać się dłużej niż rok – przełamać go mogą dopiero mocne podstawy makroekonomiczne.

Liczba lokali, na które udzielono pozwolenie na budowę w analizowanym okresie wyniosła 237,5 tys. i była ciągle gorsza tylko od rekordowego, analogicznego okresu w 2021 r. Tu deweloperzy w największych miastach radzili sobie lepiej: **20,6%** liczby lokali z nowymi pozwoleniami to lokale w największych miastach (więcej niż w pandemicznych latach 2020-21), ale patrząc w dłuższej perspektywie czasowej coraz więcej lokali będzie budowane poza największymi ośrodkami. Trzeba jednak pamiętać, że liczba lokali z pozwoleniami na budowę nie przekłada się zawsze na liczbę budów – rekordowa liczba lokali z pozwoleniami wydanymi w 2021 r. (341 tys.) nie przełożyła się na wzrost nowych budów w 2022 r.

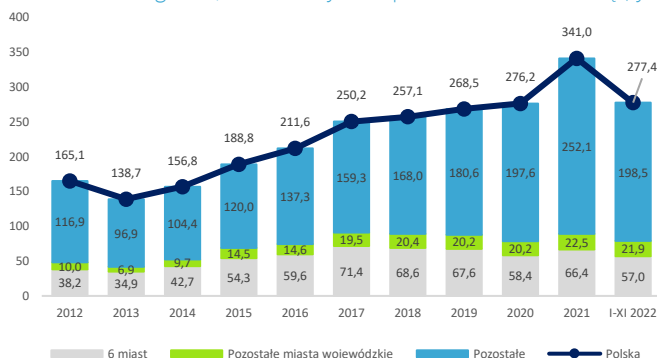
Podaż lokali w skali kraju wzrosła nieznacznie (o 1,8%) ale spadła znacząco (o **17,3%**) w największych miastach – w sześciu największych ośrodkach oddano do użytkowania w analizowanym okresie 35,5 tys. lokali, wobec 42,9 tys. i 44,9 tys. w analogicznych okresach odpowiednio 2021 r. i 2020 r. Udział sześciu największych miast w liczbie lokali oddanych do użytkowania spadł do rekordowo niskiego poziomu **21,2%**. Liczba lokali oddanych do użytkowania w pozostałych miastach wojewódzkich spadła o **7%**.

Podsumowując – pogorszenie koniunktury w pierwszych trzech kwartałach 2022 r. było najbardziej widoczne w liczbie rozpoczętych budów i w sześciu największych miastach.

Rynek mieszkaniowy

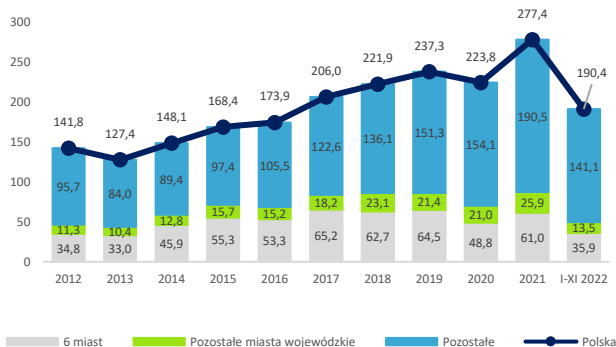
Gdzie i co się budowało?

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



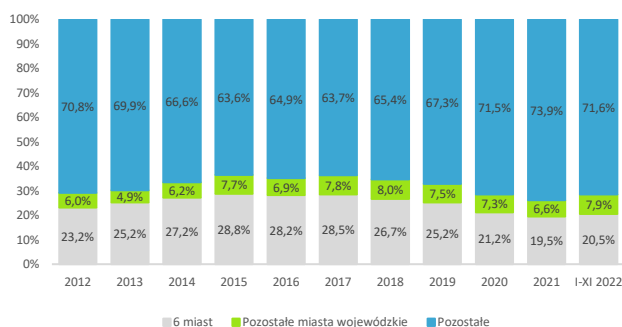
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



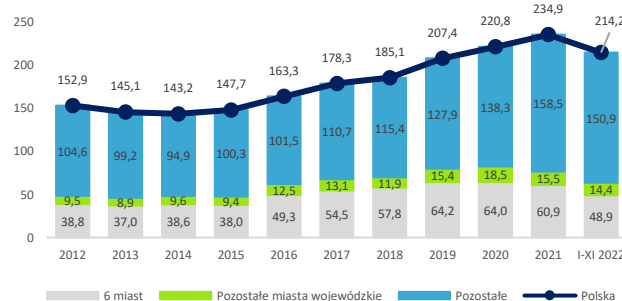
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Struktura lokali, których budowę rozpoczęto w Polsce (%)



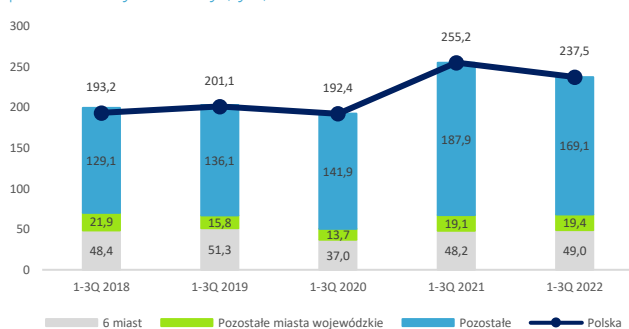
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



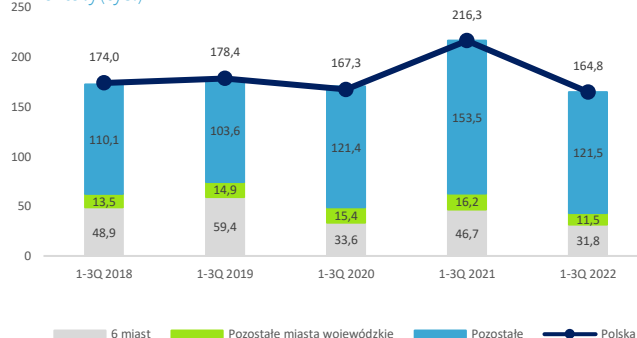
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenia na budowę – pierwsze trzy kwartały (tys.)



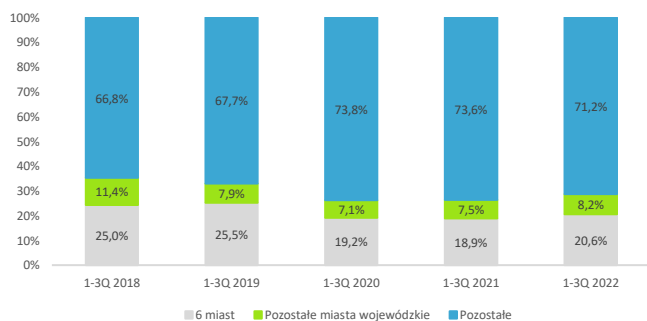
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto – pierwsze trzy kwartały (tys.)



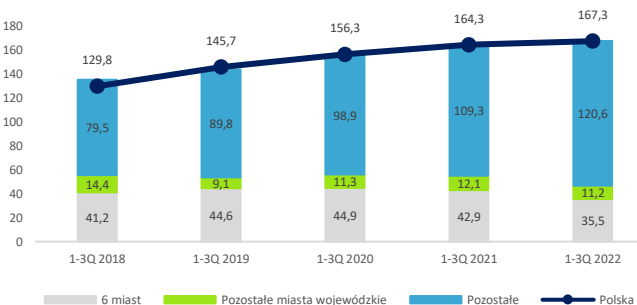
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Struktura lokali, których budowę rozpoczęto – pierwsze trzy kwartały (%)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, które oddano do użytkowania – pierwsze trzy kwartały (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rynek mieszkaniowy

Gdzie się budowało?

Pierwsze trzy kwartały 2022 r. przyniosły wiele zmian dla branży deweloperskiej – ale efekty tych zmian były zróżnicowane w zależności od lokalizacji i rodzaju inwestycji mieszkaniowych.

Obserwując rynek mieszkaniowy w dłuższej perspektywie czasowej widzimy, że do 2017 r. dominowało (licząc rozpoczęte budowy) sześć największych polskich miast: **28,5%** lokali, których budowę rozpoczęto w 2017 r. było zlokalizowane w największych ośrodkach. Począwszy od 2018 r. obserwujemy malejący udział lokali budowanych w tych miastach – analizując pierwsze trzy kwartały od 2018 r. udział sześciu największych miast w rozpoczętych budowach spadł z 25% (I-III kw. 2018 r.) do **20,6%** (I-III kw. 2022 r.) Udział pozostałych miast wojewódzkich spadł w tym okresie z **11,4%** do **8,2%** (I-III kw. odpowiednio 2018 r. i 2022r.).

Porównując pierwsze trzy kwartały 2022 r. z analogicznym okresem poprzedniego roku, w sześciu największych miastach rozpoczęto budowę o **23,8%** mniej lokali. Największe spadki odnotowano w Łodzi (spadek o **49,6%**) i Poznaniu (**46,7%**). W Warszawie liczba lokali, których budowę rozpoczęto w okresie I-III kw. spadła o **32%**. Najmniej ucierpiało Trójmiasto – rozpoczęto tam budowę ponad 7 tys. lokali, co oznacza spadek o **3,9%**.

Analizując wydane pozwolenia na budowę, widzimy znaczne zróżnicowanie. Łączna liczba lokali, na które wydano pozwolenia na budowę w okresie I-III kw. 2022 r. zmalała o **7%** (wszystkie dane porównujemy do analogicznego okresu 2021 r.). W największych miastach odnotowano jednak wzrost o **1,5%**, wzrost ten jednak w tej grupie rozłożył się bardzo nierównomiernie. I tak, liczba lokali z pozwoleniem na budowę wzrosła w Warszawie (wzrost o **27,9%**) i w Trójmieście (wzrost o **13,5%**), w pozostałych miastach tej grupy odnotowano spadki: największe w Krakowie (spadek o **26,2%**). Taka skala spadków w Krakowie wynika po części nie z przyczyn po stronie popytu, a z małej dostępności gruntów inwestycyjnych, dającej się we znaki w tym mieście od lat. W pozostałych miastach wojewódzkich odnotowano wzrost liczby lokali z pozwoleniem o **1,5%**.

Jednak porównując liczbę lokali, których budowę rozpoczęto, do danych z przedpandemicznego roku 2019 (dokładniej: do pierwszych trzech kwartałów 2019 r.), najbardziej ucierpiały inwestycje w sześciu największych miastach w Polsce: spadek o **32%**, podczas gdy dla całej Polski spadek ten wyniósł **23,8%**. W Warszawie w pierwszych trzech kwartałach rozpoczęto budowę

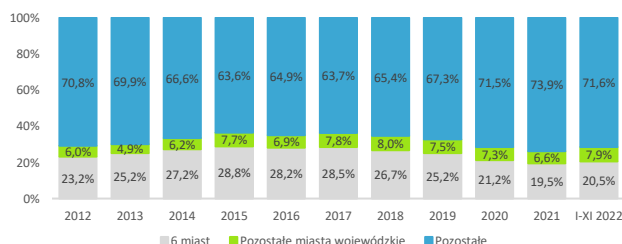
11,9 tys. lokali – to liczba **51%** niższa niż w okresie I-III kw. 2019 r. Ten spadek będzie widoczny w podaży lokali jeszcze przez najbliższe lata.

Naszym zdaniem na tak duży spadek rozpoczętych budów w największych ośrodkach złożyło się parę przyczyn: trudna dostępność działek (to efekty sytuacji na rynku gruntów w poprzednich latach), spadek popytu innego niż inwestycyjny (wszak w tych miastach ceny wzrosły najmocniej) i jednak (choć może w najmniejszym stopniu) upowszechnienie się pracy zdalnej – mieszkanie poza największymi miastami stało się tańsze (i jednocześnie równie wygodną) alternatywą dla kupowania mieszkań w mieście. Wzrost cen lokali w największych miastach w latach 2020-2021 wypchnął wielu potencjalnych kupujących do powiatów sąsiadujących z dużymi miastami. Wzmogło się zjawisko rozlewania miast (city sprawl), które możemy obserwować, porównując rozpoczęte budowy w sześciu największych miastach wobec analogicznej liczby dla sąsiadujących z nimi powiatami. Począwszy od 2012 r. liczba lokali, których budowę rozpoczęto w powiatach sąsiadujących z otaczającymi największe miasta powiatami konsekwentnie rosła – wzrost w okresie 2012-2021 o jedną trzecią.

Proces ten jest szczególnie widoczny w aglomeracji warszawskiej: w porównaniu z przedpandemicznym rokiem 2019 r. (pierwsze trzy kwartały) liczba lokali, których budowę rozpoczęto w powiatach sąsiadujących z Warszawą wzrosła o **28%**. W okresie I-III kw. 2022 r. liczba lokali (rozpoczęte budowy) w powiatach sąsiadujących z Warszawą przewyższyła liczbę rozpoczętych budów lokali w Warszawie – a trzeba pamiętać, że analizujemy wyłącznie powiaty bezpośrednio sąsiadujące z Warszawą.

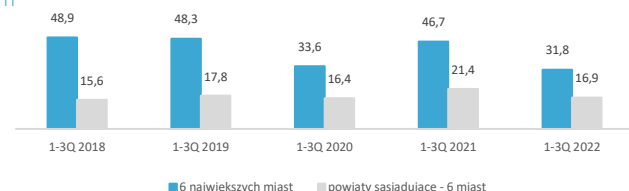
Poza największymi miastami zjawiska opisane powyżej nie były aż tak widoczne. Sytuacja na rynku gruntów inwestycyjnych była zasadniczo odmienna w mniejszych ośrodkach. Po pierwsze, nie zaznaczył się tam tak silnie rynek sprzedającego. Patrząc – nawet wrywkowo – na rynek działek poza dużymi miastami w okresie ostatnich lat widzimy, że ceny w dużych miastach stanowiły nieproporcjonalnie duży udział w łącznych kosztach lokali. Mniejsze ośrodki pozostawały poza radarem największych deweloperów, nie było zatem silnych impulsów na wzrost cen. Po drugie, często mniejsze miasta miały lepsze pokrycie miejscowymi planami zagospodarowania, co usprawniało proces inwestycyjny.

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



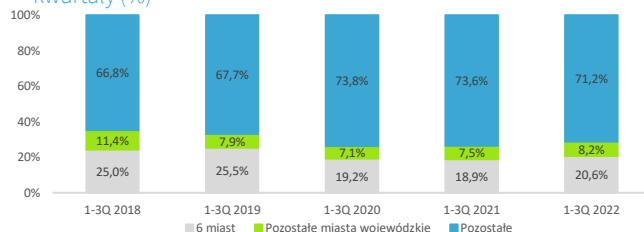
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto: największe 6 miast



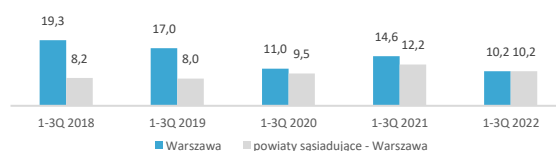
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto – pierwsze trzy kwartały (%)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Ostatni kwartał wzrostów cen?

Trzeci kwartał 2022 r. przyniósł kolejny dwucyfrowy wzrost cen w ujęciu rocznym (będziemy porównywać do III 2021 r.). Średni wzrost cen transakcyjnych rok do roku wyniósł **17,6%** w największych miastach Polski. Liderem wzrostów był Poznań: **22,2%** wzrostu cen. Co trzeba podkreślić, był to szósty kolejny kwartał z dwucyfrowymi (rok do roku) wzrostami cen transakcyjnych. Trzeba też pamiętać, że podaż mieszkań w sześciu największych miastach spadła w przeciągu ostatnich kwartałów – co musiało się odbić na poziomach cen. Ważnym sygnałem jest też dynamika wzrostu cen w Warszawie: **15,9%** (y/y), co jest poniżej średniej dla największych miast, przy jednoczesnym największym spadku podaży. Oznacza to, że potencjał do wzrostu cen w Warszawie jest najniższy – klienci nie będą akceptować dalszych wzrostów.

Zmiany na rynku kredytowym spowodowały też zmianę profilu nabywcy mieszkań: rośnie rola nabywców gotówkowych, w największych miastach tacy nabywcy zaczynają wręcz dominować. Tacy nabywcy – bo dużą rolę w tej grupie odgrywają inwestorzy – patrzą na cenę w szerszym kontekście otoczenia makroekonomicznego. Wzrost stóp procentowych będzie ograniczał popyt inwestycyjny na mieszkania.

Jednocześnie, począwszy od pierwszego kwartału 2022 r. mamy do czynienia z niespotykanym od lat wzrostem stawek czynszów. Po raz pierwszy od lat rentowność najmu zaczęła w Polsce rosnąć – przynajmniej w największych miastach. Mamy zatem do czynienia z paroma zjawiskami – i wszystkie z nich, w różny sposób, wpływają na ceny:

- spadek dostępności kredytów odciął wielu potencjalnych nabywców od zakupu mieszkania, przesuwając ich na rynek najmu,
- wojna w Ukrainie spowodowała napływ uchodźców, który skoncentrował się na największych miastach,
- problemy z podażą gruntów w największych miastach,
- wzrost znaczenia sprzedaży do funduszy inwestycyjnych,
- ujemne realne stopy procentowe.

Po stronie podaży: sytuacja finansowa największych deweloperów nie zmusza ich do agresywnych promocji cenowych. Przeciwnie, przewidujemy, że większość z nich będzie raczej broniła marży niż poziomu sprzedaży.

Czynnikami hamującym wzrost cen po stronie podaży będzie niewątpliwie, obserwowany już, spadek kosztów wykonawstwa oraz podstawowych materiałów budowlanych. Ceny stali od marca 2022 r. spadają, podobnie jest z cenami cementu.

Do końca trzeciego kwartału, mimo załamania popytu, przewagę miały ciągle siły wpływające na wzrost cen. W dalszej perspektywie oczekiwać należy jednak stabilizacji, na nawet spadków cen – dynamika spadków w perspektywie najbliższych kwartałów w największych miastach będzie raczej jednocyfrowa.

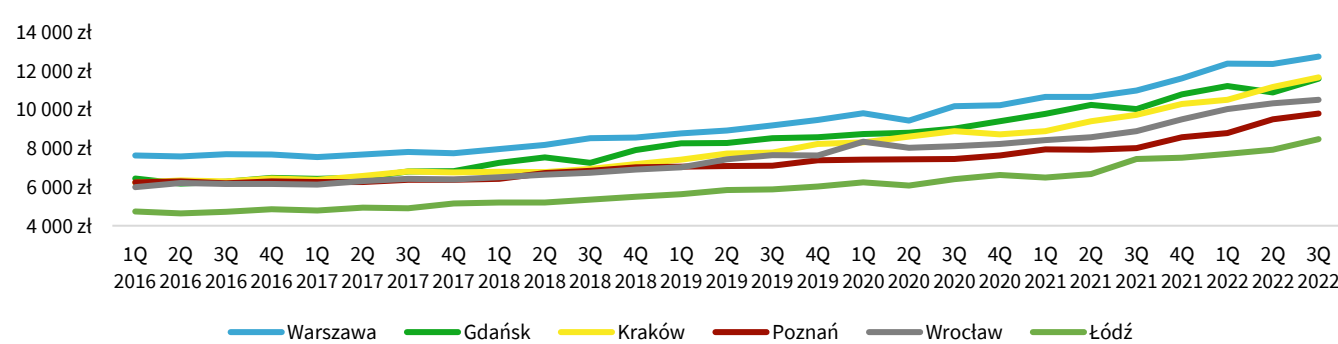
Chcemy zaznaczyć, że w naszej analizie dot. cen opisujemy sytuację w sześciu największych miastach Polski – gdzie rynek mieszkaniowy ma swoją specyfikę, która czyni go zasadniczo odmiennym od reszty kraju. To w tych miastach mamy najwyższe wynagrodzenia, najwyższe wzrosty cen najmu, największe zainteresowanie ze strony PRS. Rynek mieszkaniowy w tych miastach będzie odczuwał najniższą presję cenową, zgoła odmienna sytuacja będzie w mniejszych ośrodkach, gdzie deweloperom zdecydowanie trudniej będzie bronić cen z okresu 2020-2022.

Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkań w największych miastach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

Średnie ceny transakcyjne za m² mieszkania na rynku pierwotnym w największych miastach w Polsce



Źródło: NBP

Wysokie stopy procentowe zdusiły popyt na kredyty hipoteczne

Rok 2022 upływał pod znakiem inflacji i wzrostu stóp procentowych. Cykl wzrostu stóp NBP rozpoczął się ostatnim kwartale 2021 r. ale prawdziwie mocną dynamikę zyskał dopiero w 2022 r. Trzeci kwartał przyniósł (od września) stabilizację, ale oczekiwania rynku co do wejścia na ścieżkę obniżek są niejednoznaczne. Wzrost stóp bazowych przełożył się na wzrost stawek WIBOR (od października 2021 r.), które ustabilizowały się na poziomach najwyższych od 20 lat. Wzrost stawek WIBOR oznaczał nie tylko zwiększone koszty, ale, niejako automatycznie, niższą zdolność kredytową potencjalnych nabywców mieszkań. Determinantą wielkości rynku mieszkaniowego jest nie tylko koszt kredytu, ale także jego dostępność (zależna od zdolności kredytowej gospodarstw domowych).

W 2022 r. weszliśmy na ścieżkę dwucyfrowej inflacji. Oczekiwania co do trwania takiego stanu (perspektywa minimum roczna) potężnie hamują popyt na kredyty hipoteczne: przez przynajmniej ostatnich kilkanaście lat zarówno konsumenci, jak i banki traktowały jednocyfrową inflację jako naturalne środowisko działania, stąd też szok inflacyjny oddziałuje tym mocniej na rynek kredytów hipotecznych.

Obowiązująca od kwietnia nowa wersja rekomendacji S (z kwietnia 2022 r.) zmieniła sposób liczenia zdolności kredytowej: nałożyła na banki obowiązek badania zdolności kredytowej w scenariuszu wzrostu stopy procentowej o 5 p.p. (było: 2,5 p.p.) i podniosła wskaźnik DSTL (debt service to loan) do 65% (było 50%). Te dwie zmiany w rezultacie dla większości gospodarstw domowych spowodowały zmniejszenie zdolności kredytowej o kilkadziesiąt procent (liczone wartością dostępnego kredytu hipotecznego).

Dane NBP za III kw. 2022 r. wskazują, że banki komercyjne w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych zaprzestały zacieśniania polityki kredytowej. Zaostrzenia warunków udzielania kredytów mieszkaniowych wdrażane są przez banki zresztą nieprzerwanie od III kw. 2021 r., najmocniejsze działania były podjęte w II kw. 2022 r. W trzecim kwartale pojawiły się pierwsze zapowiedzi odwrócenia tego podejścia do kredytów mieszkaniowych: banki lekko obniżyły wymagania co do udziału własnego kredytobiorcy oraz obniżyły marże. Jak wskazywały banki (w ankiecie NBP), na politykę kredytową w obszarze kredytów mieszkaniowych miały w tym okresie wpływ dwa przeciwstawne trendy: na zaostrzanie wpływały negatywne oczekiwania co do sytuacji gospodarczej i jakości portfela kredytów mieszkaniowych, za łagodzeniem przemawiał spadek popytu na te kredyty i zaostrzanie się presji konkurencyjnej. Przewidujemy, że w 2023 r. będą przeważały sygnały działające na rzecz luzowania polityki kredytowej banków w tym obszarze,

niemniej, podobnie jak banki, oczekujemy kolejnego bardzo trudnego roku na rynku kredytów hipotecznych.

Zmiany regulacyjne przełożyły się na wyraźny spadek wniosków kredytowych (liczonych na podstawie liczby zapytań do BIK). Liczba nowych wniosków kredytowych jest dobrym barometrem nastrojów potencjalnych kredytodawców: w ciągu ostatnich pięciu lat ujemna dynamika liczby wniosków o kredyt hipotecznych pojawiła się w okresie marzec-sierpień 2020 r. (początek pandemii w Polsce) oraz od stycznia 2022 r. Począwszy od kwietnia 2022 r. zapaść liczby wniosków o kredyty hipoteczne jest szczególnie widoczna. Zgodnie z danymi BIK, wartość BIK Indeksu Popytu na Kredyty Mieszkaniowe spadła, w porównaniu do września 2021 r. o **68,7%**.

Oczywiście spadała nie tylko ilość wniosków kredytowych, ale przede wszystkim wartość nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych. Wartość ta spadała od czwartego kwartału 2021 r. – od początku 2022 r. dynamika spadku była dwucyfrowa, osiągając ujemną dynamikę kwartał/kwartał równą **44,74%**. Porównując trzeci kwartał 2022 r. do analogicznego okresu 2021 r. odnotowaliśmy spadek równy blisko **70%**. Wartość nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych osiągnęła rekordowo niską od lat wartość 7 mld zł. Zaostrzenie polityki kredytowej przez banki poskutkowało też spadkami średniej wartości nowo udzielanych kredytów: spadek (kwartał/kwartał) w drugim kwartale 2022 r. o **0,55%**, a w trzecim aż o **6,32%**.

Trzeci kwartał 2022 r. przyniósł też pierwszy znaczący spadek łącznej wartości całego portfela detalicznych kredytów hipotecznych: łączna wartość spadła o **2,4%** w porównaniu do II kw. 2022 r. i o **1,3%** w stosunku do III kw. 2021 r.

Następne kwartały nie powinny przynieść pozytywnego przełomu na rynku kredytów hipotecznych, nawet w warunkach dobrej sytuacji na rynku pracy i stabilizacji cen mieszkań. Zmiana polityki banków i oferowanie kredytów o oprocentowaniu stałym dalej, w warunkach wysokiej inflacji, nie będzie stymulowało wzrostu wartości nowo udzielonych kredytów – przeciwnie, dostępność kredytów, przynajmniej w perspektywie jednego kwartału, może się pogorszyć.

Stąd też spadek średnich marż nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych, obserwowany od połowy 2021 r., nie przyciągnął klientów. Jak zauważyliśmy wcześniej, kluczowa okazała się dostępność kredytów, a nie ich cena.

Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w okresie 2016 – 3Q 2022

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

Źródło: Raport AMRON-SARFIN 3/2022.

Otoczenie makroekonomiczne

Silny rynek pracy

Pomimo zjawisk kryzysowych rynek pracy pozostawał w pierwszych trzech kwartałach 2022 r. w dobrej kondycji. Stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymywała się na poziomie poniżej **6%**, z wyraźną tendencją zniżkową, osiągając na koniec III kw. 2022 r. poziom **5,1%** - najniższy od ostatniego, przedpandemicznego kwartału 2019 r., kiedy stopa bezrobocia osiągnęła rekordowo nisko poziom równy **5,0%**.

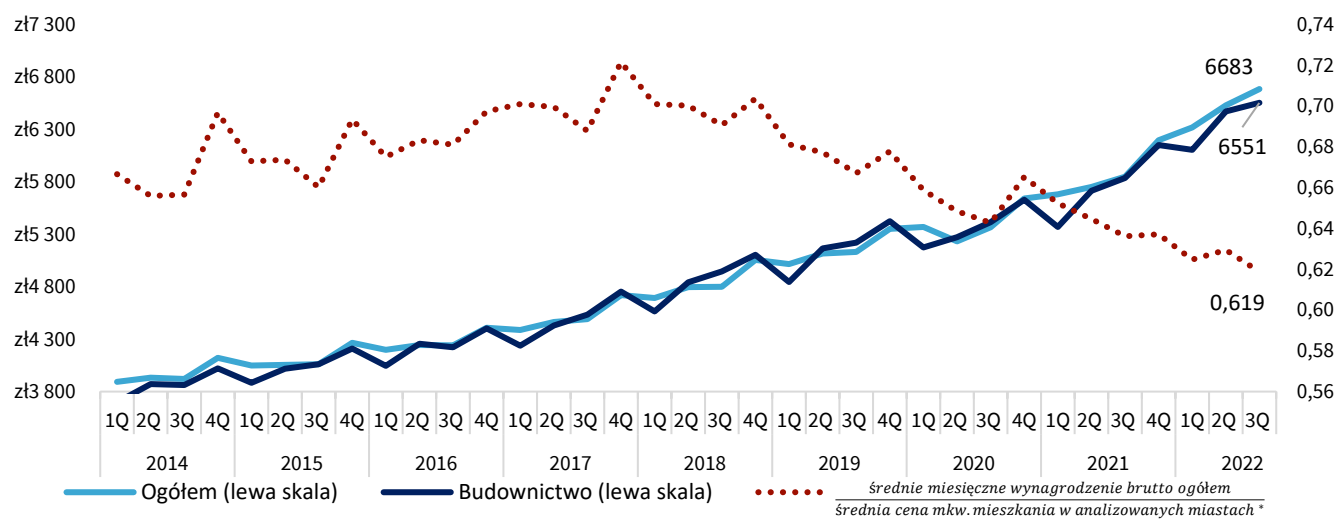
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw – po lekkim spadku w 2021 r. – wróciło do poziomu z 2020 r., osiągając poziom 6,5 mln osób na koniec III kw. 2022 r.: wielkość wyższa niż w porównywalnym okresie roku 2019 r. Zatrudnienie w budownictwie na koniec III kw. 2022 r. wyniosło 424 tys. osób, a zatem praktycznie tyle samo, ile w porównywalnych okresach poprzednich lat (2019 r.: 419 tys. osób, 2020 r.: 419 tys. osób). Wbrew obawom z początku kwartału, wybuch wojny w Ukrainie nie spowodował odpływu pracowników z sektora budowlanego – zatrudnienie jest stabilne od 2019 r.

Wzrost średnich wynagrodzeń pozostawał niestety w tyle za inflacją, zarówno w sektorze przedsiębiorstw (wzrost średniego wynagrodzenia w porównaniu do końca III kw. 2021 r. o **14,5%**), jak i budownictwie (wzrost o **12,3%**). Płace realne zaczęły zatem spadać, co nasiliło się w III kw. 2022 r.

Wzrosty wynagrodzeń w gospodarce nie przełożyły się na wzrost wskaźnika dostępności mieszkań (stosunek średniego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw do średniej ceny transakcyjnej 1 mkw. w sześciu największych miastach w Polsce). Począwszy od 2017r. dostępność mieszkań – liczona tym wskaźnikiem – jest w trendzie spadkowym. W III kw. 2022 r. wskaźnik ten osiągnął wartość 0,619 (spadek o **2,7%** w stosunku do III kw. 2021 r.). Ciągłe jeszcze dostępność mieszkań – pomimo wieloletnich wzrostów cen za 1 mkw. – jest większa niż w okresie historycznych minimów z lat 2007-2008. Zważywszy realny spadek wynagrodzeń w warunkach dwucyfrowej inflacji – a stan też zapewne będzie się utrzymywał przez cały 2023 r. – dostępność cenowa mieszkań będzie się w perspektywie roku dalej zmniejszała. Relatywna słabość rynku pracy będzie kolejnym czynnikiem obniżającym popyt na mieszkania, obok zmniejszenia się dostępności kredytów, o czym wspominaliśmy wcześniej.

Jak wskazaliśmy jednak wcześniej, dostępności mieszkań nie można badać jedynie w odniesieniu do średnich wynagrodzeń: należy też zwrócić uwagę na dostępność kredytów mieszkaniowych.

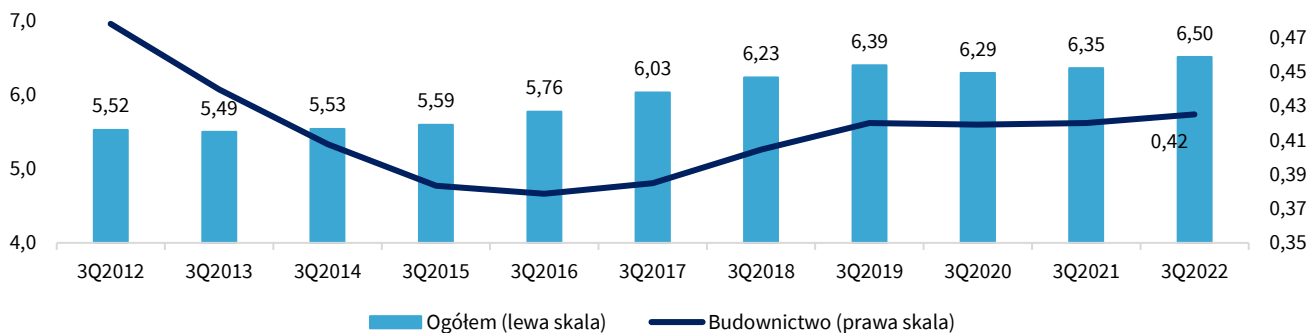
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto oraz wskaźnik dostępności mieszkań w okresie 2014 – III kw. 2022 (zł)



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

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS

Zatrudnienie* w sektorze przedsiębiorstw w Polsce (dane w mln)



* - średnia arytmetyczna zatrudnienia w danym kwartale

Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Spadkowa seria przerwana...

Na wstępie chcemy zaznaczyć, że począwszy od obecnej edycji raportu nie będziemy ujmować w naszym zestawieniu i2 Development, ze względu na fakt, że spółka nie publikuje danych sprzedażowych i kwartalnych raportów okresowych. W związku z tym przytaczane przez nas wyniki za drugi kwartał różnią się od wartości omawianych w poprzedniej edycji naszego raportu.

Grupa deweloperów, których ujmujemy w naszym zestawieniu sprzedała w 4Q 2022 r. 3 403 lokali, w porównaniu do 5 230 mieszkań w tym samym okresie ubiegłego roku, co stanowi wzrost o 25,8% q/q i spadek o 34,9% r/r., a więc wyraźnie poniżej wyników, których byliśmy świadkami w poprzednich, rekordowych kwartałach. Należy jednak zauważyć, że 4Q 2022 r. był pierwszym kwartałem od roku, w którym sprzedaż była wyższa od poprzedniego kwartału. Czy jest to koniec spadków? Na ten moment ciężko ocenić, być może deweloperzy mocniej „zagrali” cenami by zwiększyć wolumen i wypełnić cel sprzedażowy. W 2022 r. deweloperzy sprzedali sumarycznie 13 468 lokali w porównaniu do 22 437 w analogicznym okresie ubiegłego roku (-40,0% r/r). Wyniki niewątpliwie są słabsze i spowodowane są przede wszystkim wysokimi stopami procentowymi, zapisami rekomendacji S Komisji Nadzoru Finansowego i coraz wyższymi kosztami gospodarstw domowych i wydaje się, że taki stan zostanie z nami na dłużej.

Gdy spojrzymy na wyniki deweloperów na przestrzeni kilkunastu poprzednich kwartałów, dojdziemy do wniosku, że branża zdołała znaleźć nabywców na 24,0% mniej lokali niż średnia kwartałna z ostatnich kilku lat. Pozostajemy na stanowisku, że gdyby nie wojna wolumen byłby nieco lepszy. Ponadto, o ile pierwszy kwartał bieżącego roku był zbliżony do średniej z ostatnich lat, o tyle wyniki w kwartałach 4Q 2020 – 2Q 2021 r. były rewelacyjne, co naturalnie tworzy efekt wysokiej bazy.

Pomimo tego, że oferta deweloperów jest najwyższa od kilku lat deweloperzy nie są w stanie przekuć jej w zwiększoną sprzedaż. Oczywiście gwałtowny wzrost oferty na koniec 2Q 2022 r. był związany z wejściem nowych przepisów dot. ustawy deweloperskiej i wydaje się, że podwyższony poziom oferty pozostanie z nami na dłużej. W grupie obserwowanych przez nas spółek oferta zwiększyła się z poziomu 11,4 tys. mieszkań do 19,8 tys. lokali na koniec czerwca 2022 r., po czym spadła do 17,0 tys. jednostek na koniec września bieżącego roku. Uważamy, że w obecnej sytuacji niepewnego popytu i przede wszystkim

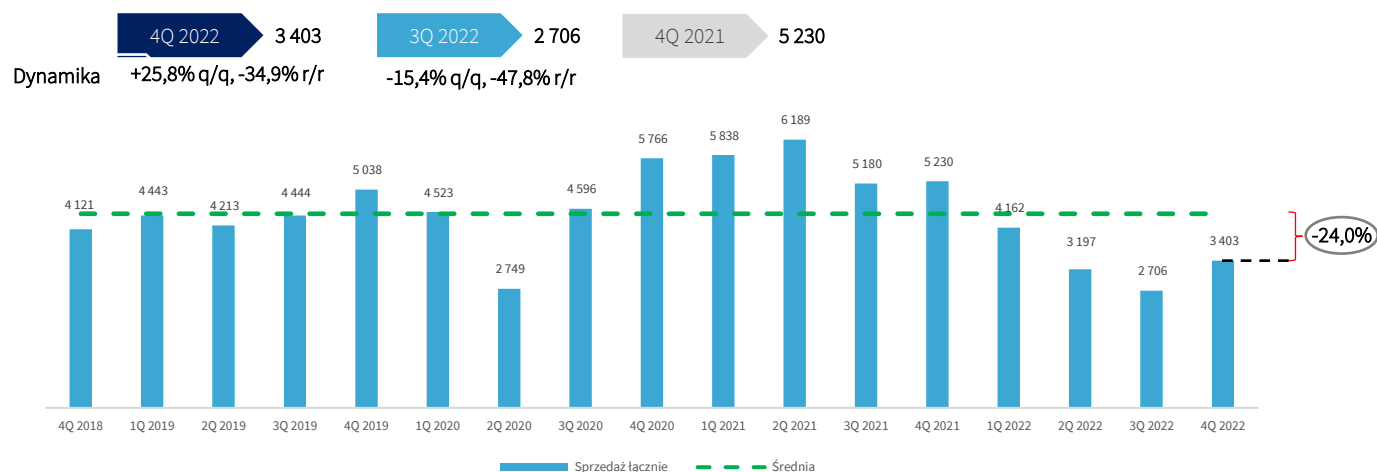
trwającej dalej, choć już nie tak odczuwalnej, niestabilności w zakresie cen wyprodukowania mieszkania, deweloperzy będą sterować popytą ograniczając liczbę wprowadzanych do realizacji projektów, tak by nie dopuścić do obniżek cen.

Cały czas niezasypana pozostaje luka mieszkaniowa w Polsce, której nie sposób zredukować w kilka lat. Ponadto, w dalszym ciągu trwa proces migracji ludności do większych miast, który w naturalny sposób wspiera popyt. Z chwilą wybuchu wojny pojawił się też nowy czynnik, który przynajmniej doraźnie działa pozytywnie na rynek mieszkań w Polsce i być może nasili się w najbliższych tygodniach z uwagi na trwającą zimę. Przypomnijmy, w ciągu 2 miesięcy działań wojennych z Ukrainy uciekło kilka milionów uchodźców wojennych, z czego ponad 3 mln trafiło do Polski. Jednocześnie Straż Graniczna podała, że odprawiła ok. 1 mln zmierzających do Ukrainy. Osoby przebywające w Polsce potrzebują powierzchni mieszkalnej, co widać po stawkach najmu, które wzrosły o ok. 30%. Nie wkraczając zbyt daleko w dyskusję nt. tego jaki procent z tych osób zostanie w Polsce na stałe, sytuacja przynajmniej krótkoterminowo jest korzystna dla wynajmujących. My uważamy, że zmiana nie jest trwała, a większość osób, które przyjechały wróci do Ukrainy, albo skieruje się do innych krajów UE.

Na koniec pozostaje segment najmu instytucjonalnego, który w zeszłym roku stał się coraz bardziej zauważalny. Warto zaznaczyć, że w naszych danych dotyczących sprzedaży, co do zasady uwzględniamy sprzedaż do klienta detalicznego (wyjątkiem był np. Marvipoł w 4Q 2020 r.), trochę „po macoszemu” traktując projekty realizowane dla funduszy. Ten czynnik będzie jednak nabierał w kolejnych latach znaczenia. Warto tu wspomnieć o Echo Investment, które najem instytucjonalny traktuje jako oddzielny segment działalności – emitent w 2021 r. rozpoczął realizację ok. 1,5 tys. do tego segmentu. Warto tu wspomnieć również o Robygu, który został przejęty przez TAG Immobilien, Develii której sprzedaż do segmentu PRS jest jednym z elementów strategii, a także o Dom Development, który w grudniu sfinalizował pierwszą transakcję z inwestorem z rynku PRS i wybuduje mieszkania na wynajem na warszawskim Bemowie. Spodziewamy się dalszego rozwoju segmentu najmu instytucjonalnego w Polsce, który z punktu widzenia deweloperów może pełnić rolę pewnego bezpiecznika w niepewnym otoczeniu wysokich stóp procentowych.

Łączna sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2018 – 2022 r.

Łączna sprzedaż lokali analizowanych deweloperów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Sprzedaż lokali

Lepszy kwartał

Na poziomie poszczególnych spółek tylko dwie spółki pokazały ujemną dynamikę sprzedaży q/q, były nimi **Victoria Dom** (-46,5% q/q i -24,7% r/r) oraz **JHM Development** (-3,7% q/q i -70,3% r/r). Warto zauważyć, że przedstawiciele Victorii Dom są optymistycznie nastawieni co do kształtowania się popytu w następnych kwartałach, wskazując na oznaki stabilizacji i wyhamowania spadków kontraktacji, choć na niższych poziomach wolumenów. Natomiast reszta spółek, w tym ścisła czołówka, która zdążyła w zeszłym roku przyzwyczaić do wolumenów przekraczających 1000 sprzedanych lokali kwartalnie, zanotowała wzrost choć żaden z nich nie zbliżył się do tej bariery – najwyższą sprzedaż odnotował Dom Development z poziomem 831 mieszkań.

Najwyższą dynamikę sprzedaży odnotowała Grupa Echo-Archicom gdzie kontraktacja kwartalna dwóch połączonych deweloperów wyniosła 313 lokali (78,9% q/q). Deweloper obniżył cel sprzedażowy w 2022 r. do poziomu 2000 lokali, jednak udało się sprzedać tylko 1515 lokali. Na drugim miejscu znalazł się Robygi wraz z Inpro (+78,5%). Robygowi również nie udało się przekroczyć celu sprzedażowego. Na trzecim miejscu znalazł się Ronson z wynikiem 144 sprzedanych mieszkań (69,4%).

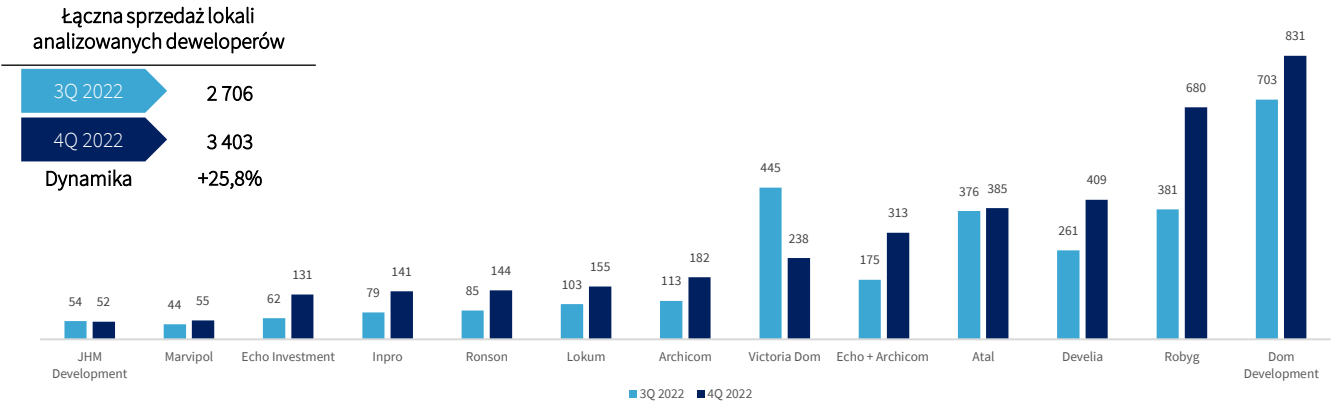
Warto zauważyć, że 2 spółki zanotowały kwartalną sprzedaż poniżej 100 lokali (JHM Development i Marvipol). Tak jak wcześniej można było to tłumaczyć niskim poziomem oferty w Marvipolu, tak obecnie oferta deweloperów jest znacznie bogatsza niż jeszcze kilka kwartałów wcześniej. W przypadku Marvipolu gdzie w 2021 r. oferta kształtowała się na poziomie około 300 lokali tak od II kwartału 2022 r. deweloper oferuje ponad 600 mieszkań. Spoglądając szerzej na pozostałych deweloperów można zauważyć, że ich oferta jest wyraźnie

wyższa, szczególnie na koniec II kwartału. Przypominamy, że do końca czerwca nie obowiązywały jeszcze przepisy nowej ustawy deweloperskiej, a zatem zakup mieszkania do końca I półrocza realizowany był na starych zasadach. Tym samym deweloperzy wzbogacili swoje oferty realizować sprzedaż przed wejściem w życie nowej ustawy.

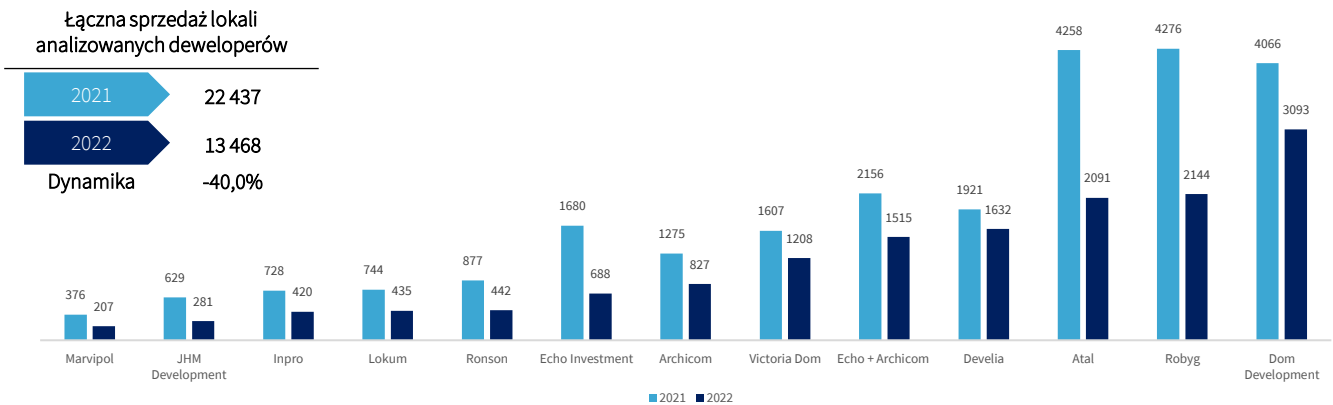
W związku z wyraźnie pogorszoną sytuacją rynkową, część deweloperów wstrzymała się z publikacją celów sprzedażowych w poprzednim roku. Te podmioty, które to uczyniły przeważnie są ostrożne. Nie obyło się jednak bez zrewidowania tych celów w ostatnich miesiącach. Przykładowo, we wrześniu Atal obniżył cel do poziomu 2000 lokali (w kwietniu zakładał sprzedaż 2500 mieszkań). Analogicznie postąpiła Develia czy Echo Investment. Develia obniżyła cel z poziomu 2300-2450 do 1600-1800 jednostek, natomiast Echo zredukowało cel z 3000 do 2000 lokali.

Deweloper	Cel w 2022 r.	Sprzedaż w 2022 r.	różnica
Archicom	bd./nie podano	827	nd.
Atal	2000	2 091	+4,6%
Develia	1600-1800	1 632	-2/+10 %
Dom Development	nie podano	3 093	nd.
Echo Investment	2000 (wliczając Archicom)	1 515	-24%
Inpro	bd./nie podano	420	nd.
JHM Development	nie podano	281	nd.
Lokum Deweloper	350-400	435	+8/+24%
Marvipol Dev.	nie podano	207	nd.
Robygi	2200	2144	-3%
Ronson	700	442	-37%
Victoria Dom	niedokończona r/r	1607	nd.
razem		13 468	

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2022 r. oraz 4Q 2022 r.



Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2021 r. oraz 2022 r.^{1,2}



¹Dane Archicom oraz Echo Investment ukazane zarówno jako pojedyncze spółki jak i łącznie

²Liczba 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 2022 r. **7 693** lokali vs **3 410** kwartał wcześniej, a więc o 125,6% więcej r/r (dane nie obejmują Victorii Dom ze względu na brak danych śródrocznych). Z kolei w całym 2022 r. deweloperzy przekazali 17 585 mieszkań vs 19 252 w analogicznym okresie ubiegłego roku (-8,7% r/r). Tradycyjnie czwarty kwartał obfitował w większą liczbę przekazanych mieszkań – harmonogram prac wielu deweloperów przekłada się na znaczący wzrost liczby przekazania w ostatnim kwartale roku i to właśnie on determinuje poziom wyników za cały rok. Ponadto wydaje się, że najbliższe kwartały będą lepsze w stosunku do poprzednich co jest związane z zakończeniem inwestycji realizowanych w okresie COVID-19 gdzie obserwowaliśmy rekordową sprzedaż deweloperów w tym okresie, zwłaszcza od 3Q 2020 r.

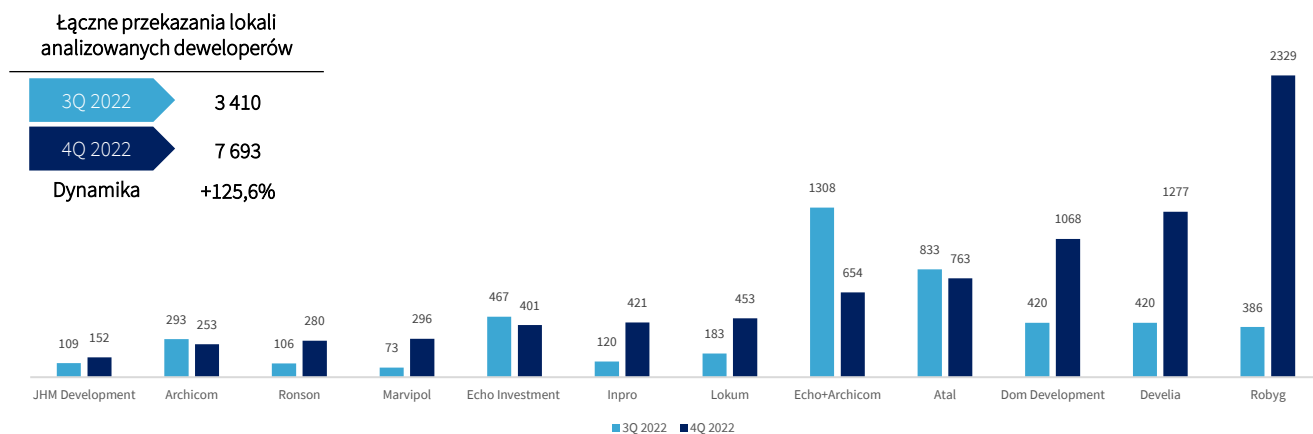
Numerem jeden pod względem przekazania w czwartym kwartale 2022 r. był Robyg z wynikiem 2326 lokali w porównaniu do 1555 w analogicznym okresie ubiegłego roku (+49,8%). Od początku roku deweloper przekazał ok. 3500 mieszkań względem 2940 w tym samym okresie ubiegłego roku.

Drugie miejsce zajęła Develia z wynikiem 1277 mieszkań, w porównaniu do 420 lokali w 3Q 2021 r. W 2022 Grupa przekazała w sumie 1903 jednostek w stosunku do podobnej wielkości w poprzednim roku.

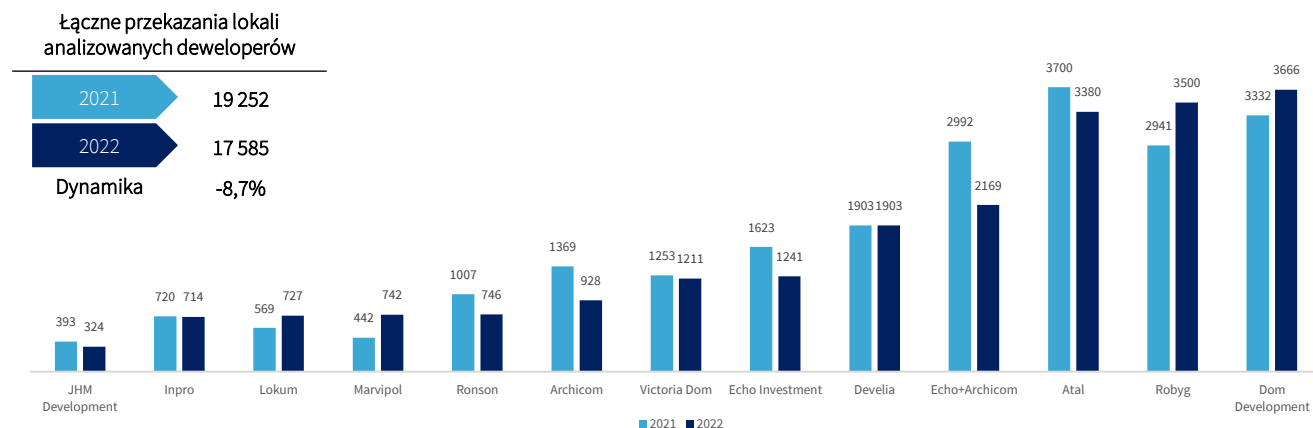
Na trzecim miejscu *ex aequo* Dom Development, który przekazał 1068 mieszkań. Od początku roku spółka przekazała klucze 3666 nabywcom w porównaniu do 3332 w ubiegłym roku.

Poza podium znalazł się Atal, który od października do końca grudnia br. przekazał 763 mieszkania w porównaniu do 1310 w okresie porównawczym roku poprzedniego. W całym 2022 r. deweloper przekazał 3380 lokali wobec 3700 w 2021 r. i zajął trzecie miejsce w rankingu rocznym.

Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2022 r. oraz 4Q 2022 r. ¹



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



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

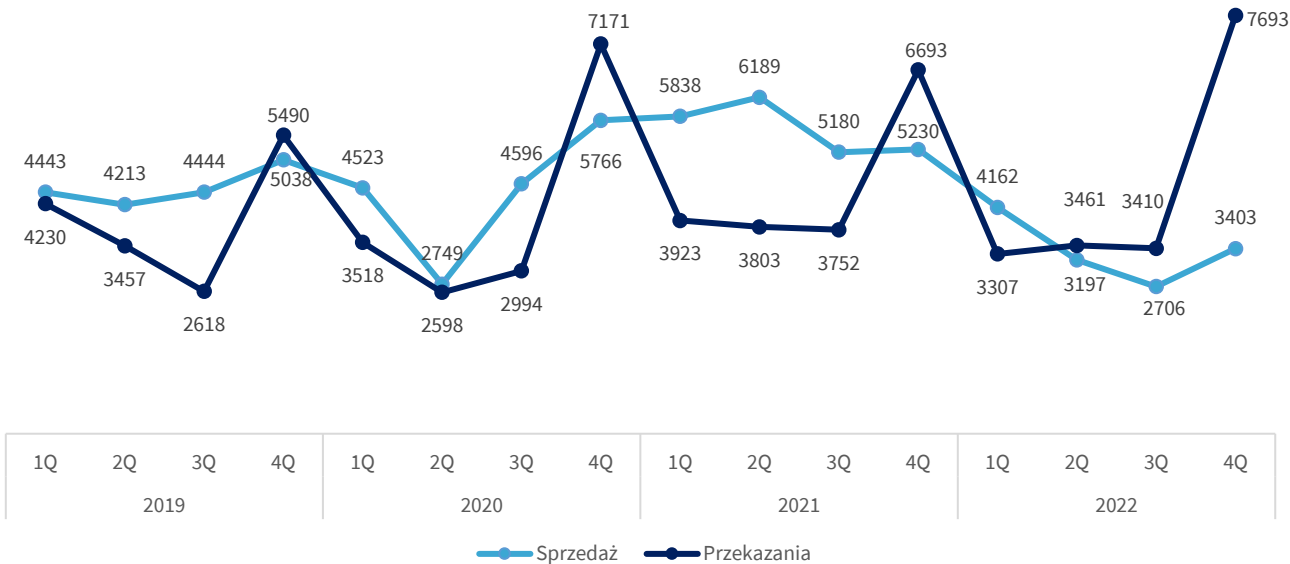
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Dynamika rynku

Od 2Q 2021 r. rynek notował postępujący spadek sprzedaży, który miał swoje źródła w ograniczeniach podaży. Należy nadmienić, że od 4Q 2020 r. do 2Q 2021 r. obserwowane spółki notowały rekordowe wolumeny sprzedaży. Wyniki w 2022 r. należy uznać za słabe, a w 3Q 2022 r. zeszliśmy poniżej poziomów z okresu wybuchu pandemii. Pod koniec 2021 r. rozpoczął się proces dynamicznych podwyżek stóp procentowych, który w

naszej opinii widać w całej okazałości dopiero w obecnie prezentowanych danych. Dobre wyniki sprzedażowe odnotowane w okresie 4Q 2020 r. – 4Q 2021 r. przełożą się na wzrost liczby przekazania w 2022 i w 2023 r. Wyniki finansowe deweloperów powinny zatem jeszcze przez kilka kwartałów pozostawać solidne, jednak w 2024 r. będziemy obserwować ich ujemną dynamikę.

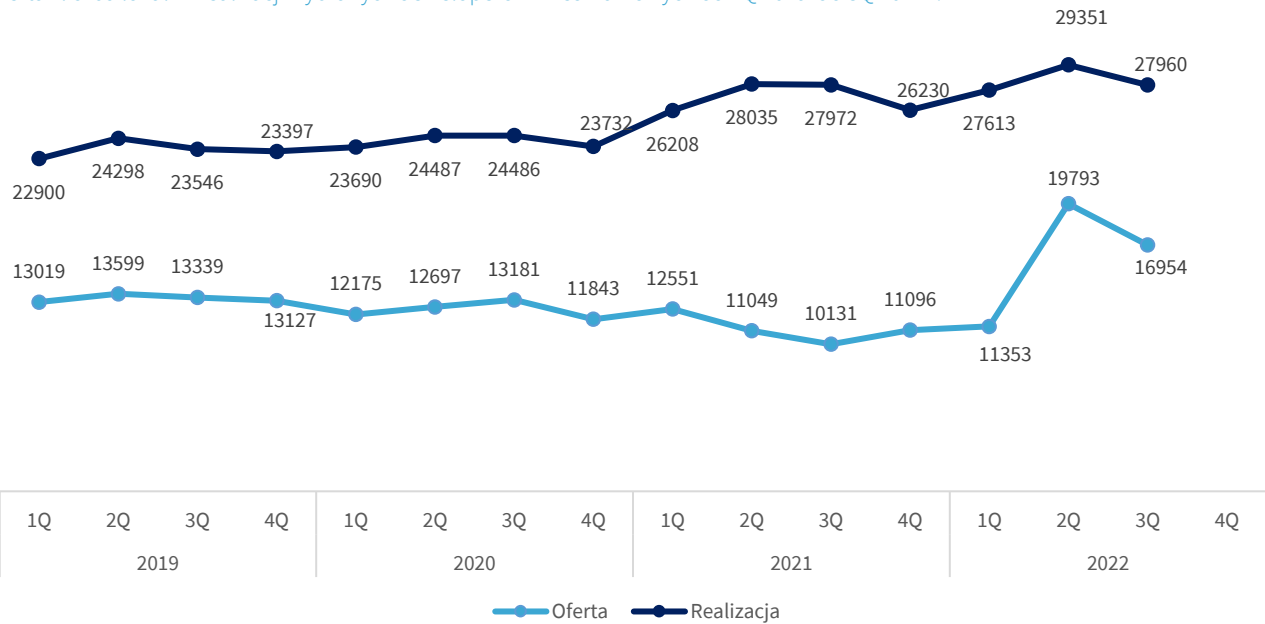
Sprzedaż i przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 4Q 2022 r. ¹



Na podstawie dostępnych danych dotyczących lokali w realizacji oraz oferty (nie wszystkie spółki je publikują) w 2Q 2022 r. zaobserwowaliśmy znaczący wzrost liczby lokali w sprzedaży. Ma to związek z wejściem w życie od lipca przepisów tzw. „Nowej Ustawy Deweloperskiej”. Część deweloperów, która miała wydane pozwolenia na budowę lub się o nie starała, aby uniknąć

jeszcze nowych przepisów wystartowała ze sprzedażą przed 1 lipca. Współczynnik *oferta-realizacja* wzrósł na koniec I półrocza 2022 r. do 67,4%, w porównaniu do 41,1% na koniec 1Q 2022 r. zaś na koniec września spadł do 60,6% co i tak historycznie jest wysoką wartością.

Oferta i liczba lokali w realizacji wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 3Q 2022 r. ^{2,3}



¹Z wyłączeniem przekazania Victoria Dom.
²Dane obejmują następujące podmioty: Atal, Develia, Robyg, Ronson, Lokum, Dom Development oraz Marvipol.
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

Niewielki wzrost zadłużenia

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

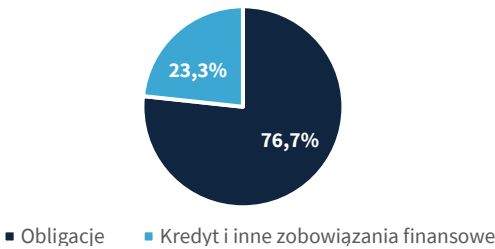
Dług netto podmiotów uwzględnionych w niniejszej analizie wzrósł na koniec 3Q 2022 r. do poziomu 2,23 mld zł vs 2,02 mld zł kwartał wcześniej i 1,61 mld zł rok wcześniej. Był to drugi z rzędu kwartał kiedy deweloperzy odnotowali wzrost długu netto po trwającym od I połowy 2021 r. trendzie delewarowania. Był to efekt rekordowej sprzedaży w zeszłym roku, a tym samym szerokiego strumienia pieniędzy płynących od klientów tytułem wpłat na lokale. Analiza składowych zadłużenia pokazuje, że spadła kwota obligacji notowanych na bilansach deweloperów, jak również suma środków pieniężnych. Można tłumaczyć to spłatą wyemitowanych wcześniej obligacji i mniejszą skłonnością do rolowania czy też zaciągania nowych zobowiązań przy wysokim oprocentowaniu i zauważalnie słabszą sprzedażą. Jeśli zaś chodzi o spadek kwoty środków pieniężnych jest to związane z postępowaniem realizowanych prac na rozpoczętych inwestycjach.

Co do zasady, sektor jest zdelewarowany i przygotowany na trwające już spowolnienie wynikające z wysokich stóp procentowych, choć w ostatnich dwóch kwartałach, z powodu niższego stanu środków pieniężnych odnotował wzrost wskaźnika długu netto do kapitałów własnych. Skumulowany wskaźnik długu netto względem kapitałów własnych wyniósł na koniec trzeciego kwartału 2022 r. roku 29,2% vs 27,3% kwartał wcześniej i 23,6% rok wcześniej. Jeszcze wyraźniejsza jest różnica w porównaniu np. z latami 2018-2019, gdy wskaźnik w niektórych kwartałach przekraczał poziom 40,0%. Ogólna poprawa sytuacji finansowej wynika z nagromadzenia przez kilka lat dobrej koniunktury kapitału własnego. Jednocześnie wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 64,2% vs 64,8% kwartał wcześniej i 61,4% rok wcześniej. Są to poziomy porównywalne też z latami 2018-2019. Deweloperzy budują obecnie w znacznym stopniu z

wpłat klientów dlatego też wskaźnik ogólnego zadłużenia jest co do zasady na porównywalnych poziomach.

Komfortowa sytuacja nie będzie jednak trwała wiecznie. Trwające spowolnienie sprzedaży negatywnie odbije się na przepływach od klientów i w naszej opinii będzie to odczuwalne za kilka kwartałów, gdy realizowane i wyprzedane projekty z 2021 r. będą finalizowane. Do tego czasu deweloperzy mają znaczną swobodę by dostosować struktury finansowania poprzez redukcję zadłużenia. Warto zauważyć, że ostatni rok w wielu przypadkach naznaczony był istotnymi nakładami na rozbudowę banków ziemi, co konsumowało środki. Mimo to, sytuacja finansowa uległa poprawie. Nowe zakupy gruntów już zostały istotnie ograniczone – obecnie obserwujemy zdecydowanie mniej raportów dotyczących zakupów gruntów. Podobnie sprawa ma się ze startami nowych inwestycji – dane już wskazują, że deweloperzy wstrzymali się z rozpoczynaniem części nowych projektów.

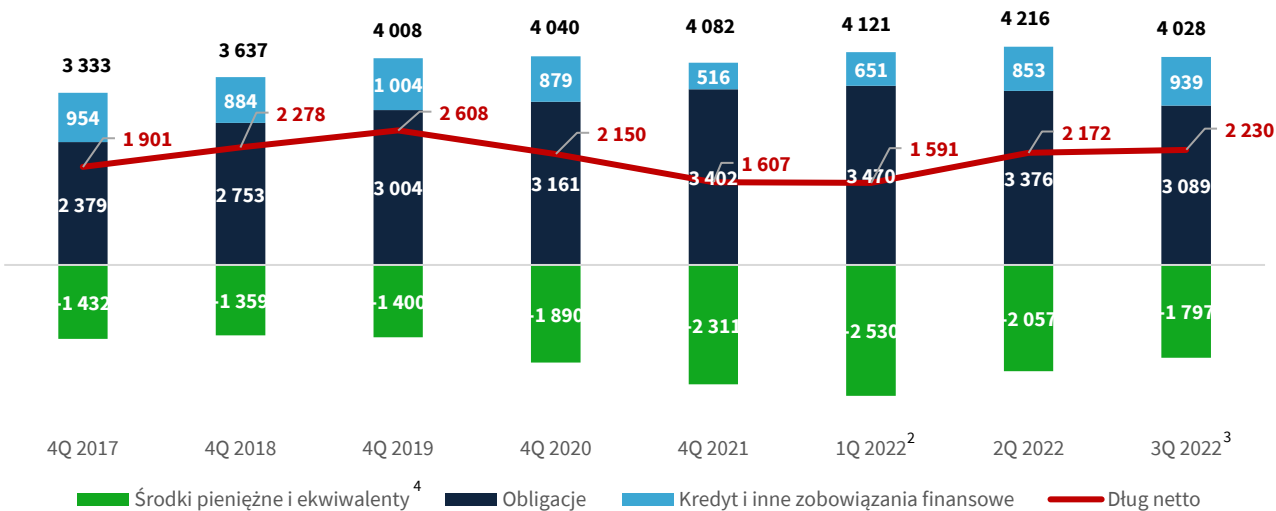
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.09.2022 r.^{1,3}



Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.06.2022 r.¹



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów



¹ W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe. Ponadto nie uwzględniono Echo Investment z powodu niedostatecznie szczegółowych danych finansowych dot. segmentu mieszkaniowego.

² Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 1Q 2022 r. wykorzystano dane na koniec 4Q 2022 r.

³ Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 3Q 2022 r. wykorzystano dane na koniec 1H 2022 r.

⁴ Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

Dobry standing wśród deweloperów

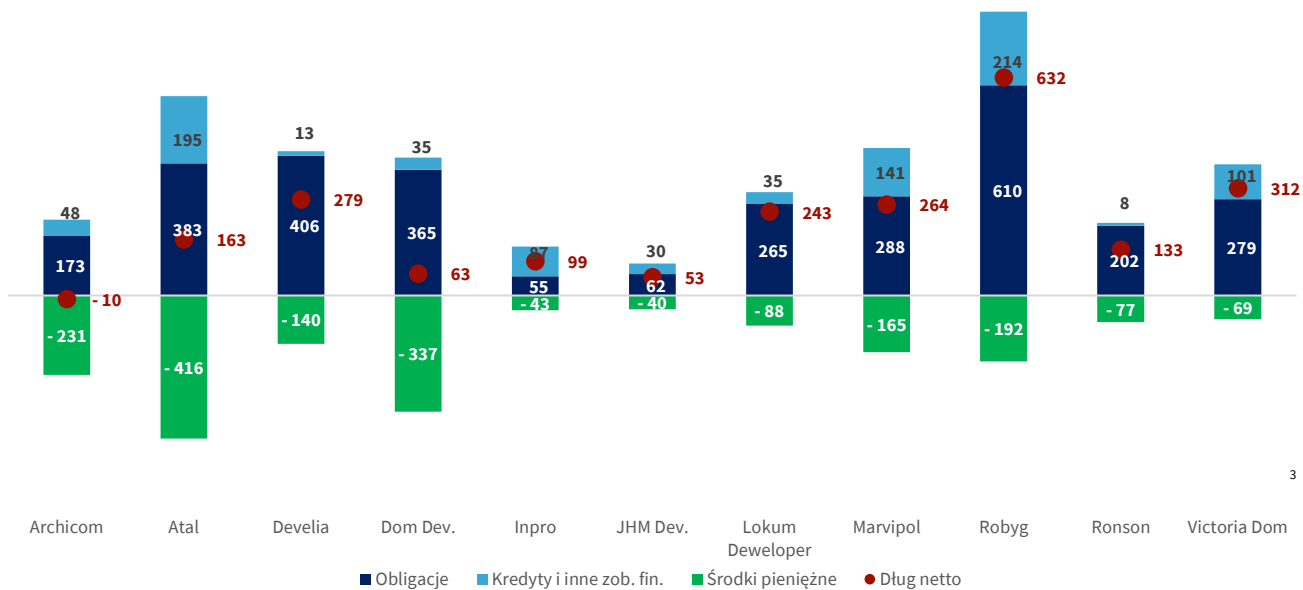
Sytuację finansową konkretnych spółek z sektora niezmiennie oceniamy co do zasady jako dobrą (w tej sekcji nie uwzględniamy Echo). W styczniu opisywaliśmy pogarszające się otoczenie gospodarcze, z którym będą musieli zmierzyć się deweloperzy. W lutym wybuchła wojna w Ukrainie, w rezultacie której gospodarka krajowa, jak i europejska zaczęła doświadczać szoku. W rezultacie, pogarszające się perspektywy osłabiły się jeszcze bardziej i wydaje się, że osłabiony konsument pozostanie z nami na dłużej. Czynniki o których wspominaliśmy w poprzedniej edycji raportu wciąż pozostają aktualne. Przede wszystkim nadal utrzymują się następujące trendy:

- I. wysokie ceny surowców/materiałów, niekiedy brak dostępności niektórych, choć deweloperzy mówią o pewnej ich stabilizacji,
- II. odpływ pracowników z Ukrainy, którzy wrócili do Ukrainy bronić kraju. Czynniki okazał się mniej groźny niż początkowo się wydawało.
- III. Szybujące ceny podbiły odczyty inflacyjne (17,5% za listopad 2022 r., 16,6% w grudniu – jest to drugi z rzędu spadek odczytu inflacji od lutego 2022 r.).
- IV. W efekcie musiała zareagować RPP przyspieszając tempo podwyżek stóp procentowych, natomiast ostatnia podwyżka była we wrześniu. Ciężko prognozować co stanie się ze stopami w najbliższych miesiącach. Na ten moment wydaje się, że mamy zatrzymanie cyklu podwyżek ceny pieniądza i etap wyczekiwania jak dalej będzie kształtować się inflacja. Na chwilę obecną 3-miesięczny WIBOR będący podstawą do wyliczania oprocentowania większości kredytów hipotecznych opartych o zmienną stopę kształtuje się w okolicach 7,0%, a jeszcze w listopadzie przekroczyliśmy poziom 7,6%. Rosnące stopy procentowe wraz z nową rekomendacją KNF w zakresie kredytów hipotecznych drastycznie ograniczyły zdolność kredytową klientów.

Podtrzymujemy nasze stanowisko, w którym wyrażamy pozytywny pogląd dotyczący obecnej sytuacji finansowej większości deweloperów zawartych w niniejszym raporcie. Większość z nich posiada bardzo mocne, zbudowane w ciągu kilku ostatnich lat hossa bilanse, które dodatkowo jeszcze w obecnym roku będą wspierane wysokimi poziomami wpływów od klientów z tytułu podpisanych w minionym roku umów deweloperskich. Na znacznie pogarszające się otoczenie deweloperzy już zareagowali. Obserwujemy znacznie mniej raportów dotyczących akwizycji nowych gruntów jak również wstrzymywanie rozpoczynania nowych inwestycji – i to jest zjawisko bardzo szerokie. Projekty, które są oddawane do użytku w bieżącym i przyszłym roku są już w większości sprzedane. Należy domniemywać, że zjawisko jest dosyć szerokie. Spodziewamy się też, że segment PRS będzie jeszcze bardziej zauważalny, co stanowi dodatkowe źródło popytu w sytuacji zmniejszonego popytu ze strony klientów detalicznych. Uważamy też, że deweloperzy nie będą tak chętnie co do zasady hojni w kwestii wypłaty dywidend.

Najlepszą sytuacją finansową mógł pochwalić się Archicom, którego dług netto czwarty już kwartał z rzędu przyjął ujemną wartość (-10,5 mln zł). Jest to jedyny deweloper w naszym zestawieniu, który miał gotówkę netto na bilansie. Z kolei po drugiej stronie zestawienia znalazł się Robyg, z długiem netto na poziomie 632,4 mln zł. przed transakcją doszło do wypłaty 550 mln zł dywidendy, co wyraźnie podniosło dług netto dewelopera.

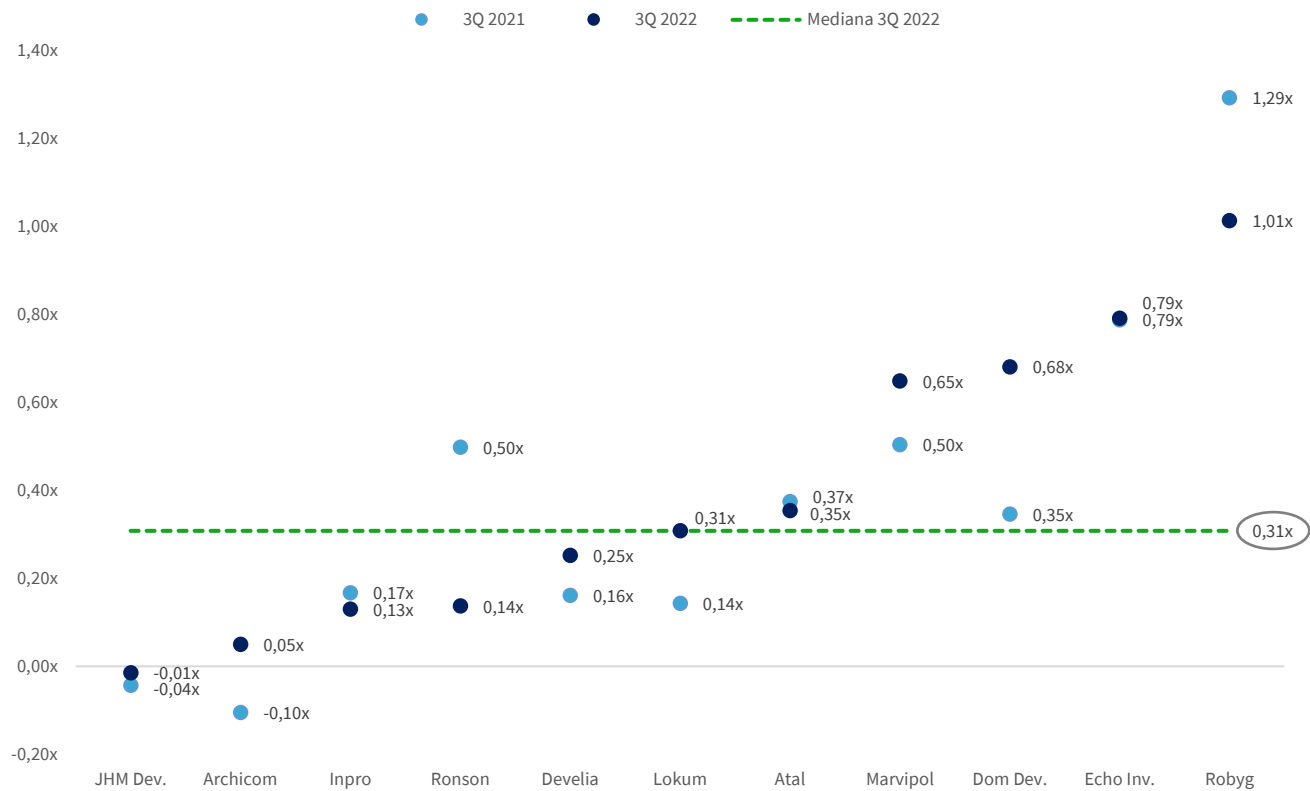
Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 4Q 2021 r. (w mln zł)¹



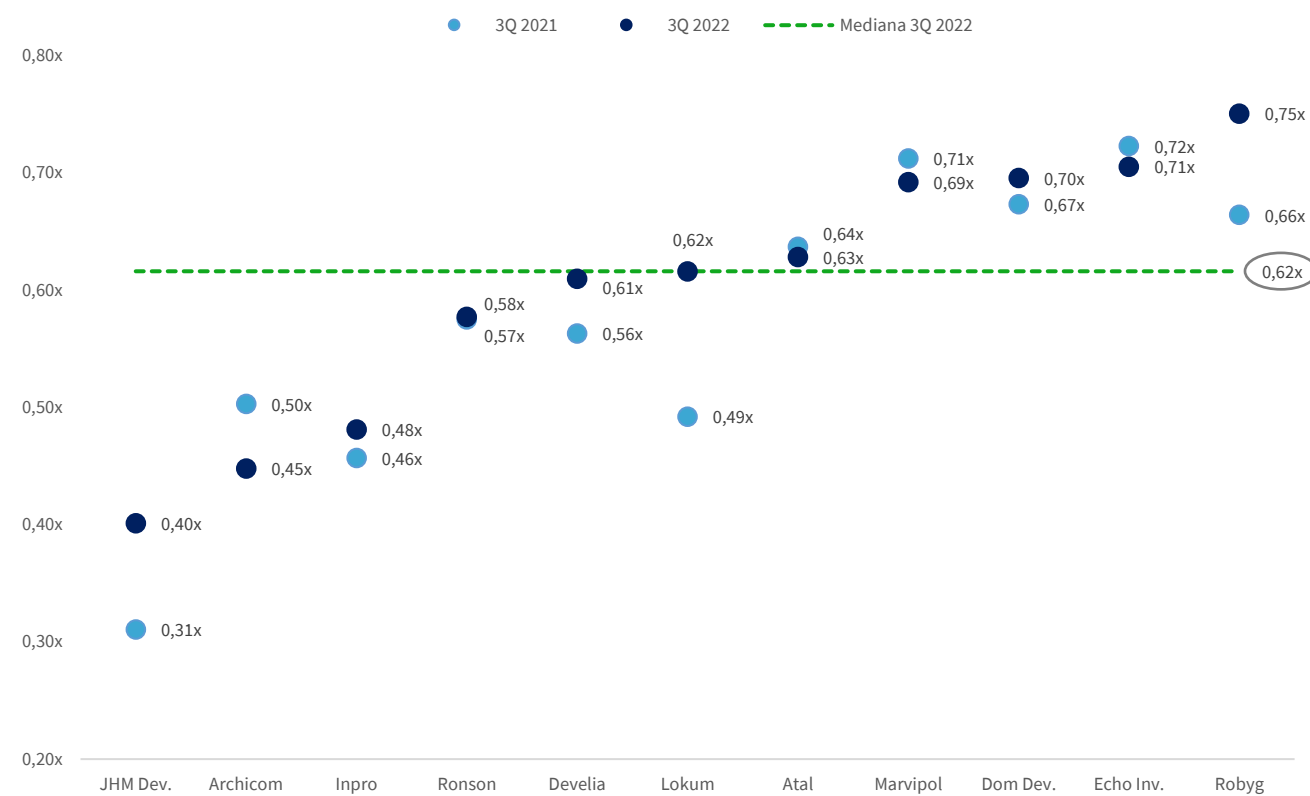
¹ W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe. Ponadto nie uwzględniono Echo Investment z powodu niedostatecznie szczegółowych danych finansowych dot. segmentu mieszkaniowego.
² Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania
³ Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 3Q 2022 r. wykorzystano dane na koniec 1H 2022 r.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza wskaźników zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2021 r. oraz 3Q 2022 r. ^{1,2}



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2021 r. oraz 3Q 2022 r. ¹



¹ W przypadku Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe.
² W przypadku Echo Investment nie wydzielono segmentu mieszkaniowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Sondowanie rynku

Na skutek konsekwencji wojny w Ukrainie, sytuacja na rynku długu korporacyjnego uległa dynamicznemu pogorszeniu. Inflacja podskoczyła do poziomu kilkunastu procent, rentowności obligacji dziesięcioletnich wzrosły do poziomu około 9,0% w październiku vs ~4,0% w styczniu (a więc spadły wyceny), aktywa funduszy identyfikowanych przez nas jako aktywne na rynku obligacji korporacyjnych pogłębiły spadki aktywów. Pod koniec bieżącego roku sytuacja się nieco ustabilizowała. Drugi raz od lutego inflacja odnotowała spadek m/m z poziomu 17,9% w październiku do 17,5% w listopadzie i 16,6% w grudniu. Niewiele to zmienia, ale każdy odczyt który będzie niższy od poprzedniego daje nadzieję rynkom, że „gorzej nie będzie”. Rentowności obligacji dziesięcioletnich zaś spadły w okolice 6,0%.

Od początku roku do chwili obecnej, podmioty obecne w naszej analizie zdołały pozyskać 586,4 mln zł, w jedenastu emisjach. Wynik jednak tylko pozornie jest zadowalający. Większość z przeprowadzonych od początku roku emisji odbyły się w 1Q 2022 r. oraz były kierowane do klienta detalicznego, z wyjątkiem Archicomu (110,0 mln zł), który jest w naszej ocenie bardzo pozytywnym wyjątkiem tym większym, że do emisji doszło już po wybuchu wojny w Ukrainie. Naszym zdaniem Archicomowi niewątpliwie pomogła jego sytuacja finansowa, z nadwyżką gotówki nad zobowiązaniami finansowymi. Trzy emisje (Echo 50,0 mln zł, Marvipol 50,0 mln zł oraz 20,0 mln zł) odbyły się jeszcze przed rozpoczęciem działań wojennych w sąsiedniej Ukrainie. Druga w tym roku emisja Echo, również na 50,0 mln zł, przez większość czasu trwała już w trakcie działań wojennych i obrazowała pogorszenie się sentymentu także wśród klientów detalicznych. W pierwszej z nich, prowadzonej w styczniu, zapisy sięgnęły 233,3 mln zł, w drugiej 68,7 mln zł.

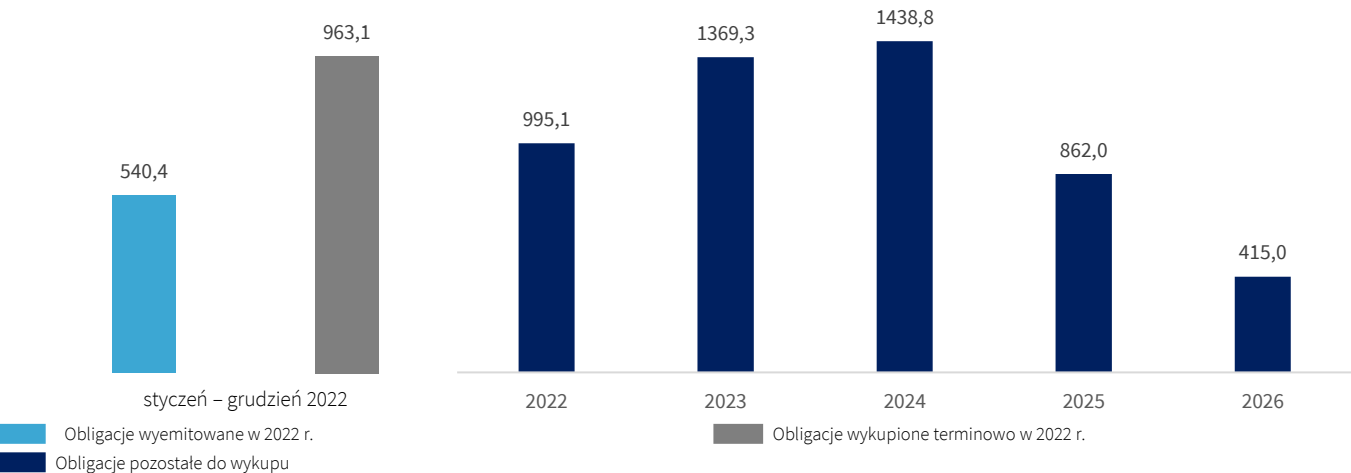
Pod koniec kwietnia z kolejną emisją do inwestorów detalicznych ruszyło ponownie Echo. Zasadniczo, emisja ta miała analogiczne warunki jak dwie poprzednie, poza obniżoną kwotą, o którą starał się emitent (40,0 mln zł vs po 50,0 mln zł w dwóch poprzednich). Deweloper kolejną emisję przeprowadził jeszcze w lipcu, wrześniu i grudniu. W lipcowej emisji spółka pozyskała 40 mln zł, wrześniowej – 25 mln zł zaś w grudniowej 180 mln zł. Dwie pierwsze emisje były realizowane na podobnych warunkach co poprzednie. Emisja z grudnia była emisją rolowaną, kierowaną do inwestorów kwalifikowanych o tenorze wynoszącym 5 lat. Nie znamy wysokości marży płaconej przez dewelopera. W naszej opinii, na skutek wydłużenia się okresu wzrostu odczytów inflacyjnych, a co za tym idzie wzrostu stóp procentowych i

spadku wycen obligacji skarbowych, nadal nie należy spodziewać się zauważalnej aktywności inwestorów instytucjonalnych. Jesteśmy zdania, że w tej grupie inwestorów emisji będzie w najbliższych miesiącach nadal mało i będą to raczej rolowania, być może częściowe, w wąskiej grupie emitentów. W grudniu z emisją ruszyła Develia, która chciała pozyskać 20 mln zł, jednak ostatecznie udało się zebrać jedynie 15,4 mln zł – była to pierwsza emisja w ramach programu skierowanego do inwestorów detalicznych.

Od początku roku do chwili obecnej, deweloperzy wykupili 963,1 mln zł zobowiązań z tytułu obligacji. Również w pierwszej połowie przyszłego roku, uwzględniając także rozkład zapadających emisji u poszczególnych emitentów, nie spodziewamy się by kwoty były wymagające. Sądzymy, że trudniejsze środowisko zacznie się w 1H 2023 r. gdzie do wykupu pozostaje kwota 876,8 mln zł vs 533,8 mln zł w 2H 2022 r. W kwiecie 876,8 mln zł znajduje się jednak 149,0 mln zł w Atalu, które jest długiem objętym przez akcjonariusza dominującego oraz 300,0 mln zł w obligacjach Grupy Robyg, która stała się częścią zdecydowanie większego podmiotu posiadającego szersze możliwości pozyskiwania środków finansowych poza granicami Polski. W całym 2023 r. do wykupu pozostają papiery o wartości 1410,6 mln zł, zaś w 2024 r. 1438,8 mln zł.

Rok 2024 będzie też rokiem, w którym przeważająca część emitentów będzie miała do wykupu znaczne kwoty obligacji. Trudno na chwilę obecną prognozować kondycję funduszy inwestycyjnych w perspektywie 2 lat. Natomiast stan na dzisiaj jest znany i jest to obraz istotnie gorszy. Co do zasady, środki z których *de facto* te obligacje byłyby spłacane, pochodząłyby z projektów, których realizacja rozpoczynałaby się w obecnym roku, jednak na wyższych cenach z uwagi na wzrost kosztów. Na dzień dzisiejszy widzimy, że wolumeny sprzedaży są istotnie niższe, a tym samym przepływy z nowych projektów będą istotnie słabsze. Tak więc naszym zdaniem będziemy obserwować mniejszą liczbę rozpoczynanych projektów, co wpłynie też na potencjalny cash flow w przyszłych okresach. Wpisując zarysowaną sytuację w szerszy obraz sądzymy, że deweloperzy z istotnym wyprzedzeniem będą przygotowywać się do intensywnej końcówki 2023 i 2024 roku, w którym konkurencja o kapitał może być podwyższona. Nie wykluczamy działań zmierzających do delewarowania, także za pomocą przedterminowych wykupów zwłaszcza, że sytuacja dalej powinna być komfortowa, dzięki przepływowi z dużej liczby lokali sprzedanych w ubiegłym roku.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2022 – 2026 (w mln PLN) według stanu na dzień 13.01.2022 r.



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

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2022 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln PLN)	Seria	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Echo Investment	24.sty.22	50,0	K	3	WIBOR 6M + 4,00%	Nie
Marvipol Dev.	03.lut.22	50,0	P2021A	3,5	WIBOR 6M + 4,50%	Nie
Marvipol Dev.	22.lut.22	20,0	P2021B	3,5	WIBOR 6M + 4,50%	Nie
Echo Investment	09.mar.22	50,0	L	4	WIBOR 6M + 4,00%	Nie
I2 Development	14.mar.22	6,0	O	3	5,80%	Tak
Archicom	16.mar.22	110,0	M6/2022	2	WIBOR 3M + marża	Nie
1Q 2022		286,0				
Echo Investment	11.maj.22	40,0	M	4	WIBOR 6M + 4,00%	Nie
Echo Investment	07.lip.22	40,0	N	4	WIBOR 6M + 4,00%	Nie
2Q 2022		80,0				
Echo Investment	20.wrz.22	25,0	O	4	WIBOR 6M + 4,00%	Nie
3Q 2022		25,0				
Echo Investment	08.gru.22	180,0	11/2022	5	WIBOR 3M + marża	Nie
Develia	15.gru.22	15,4	P2022A	3	WIBOR 3M + 4,10%	Nie
4Q 2022		195,4				
razem		586,4				

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

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2022 – 2026 (w mln PLN) według stanu na dzień 13.01.2023 r.

Deweloper	Emisje w 2022 r.			Wykupy w 2022			Wykupy w okresie 2022 - 2026				
	1H 2022	3Q 2022	1.10-15.12 2022	1H 2022	3Q 2022	4Q 2022	2023	2024	2025	2026	Suma do wykupu
Echo Investment	140,0	25,0	180,0	81,4	0,0	180,0	180,3	438,0	417,0	155,0	1451,8
Robyg	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	62,9	360,0	100,0	0,0	150,0	672,9
Atal	0,0	0,0	0,0	62,3	137,7	0,0	382,9	0,0	0,0	0,0	582,9
Develia	0,0	0,0	15,4	68,5	0,0	0,0	130,0	250,0	0,0	0,0	468,5
Dom Development	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	50,0	50,0	100,0	110,0	360,0
Marvipol	70,0	0,0	0,0	18,0	25,9	30,6	21,7	172,3	70,0	0,0	350,5
Victoria Dom	0,0	0,0	0,0	26,0	0,0	0,0	73,6	100,0	80,0	0,0	279,6
Lokum Deweloper	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	41,3	58,7	100,0	50,0	0,0	250,0
Archicom	110,0	0,0	0,0	78,5	50,0	0,0	60,0	110,0	0,0	0,0	298,5
Ronson Europe N.V.	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0	0,0	40,0	100,0	60,0	0,0	250,0
JHM Development	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,1	0,0	50,0	0,0	62,1
Inpro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,5	35,0	0,0	53,5
Razem	320,0	25,0	195,4	384,7	213,6	364,8	1369,3	1438,8	862,0	415,0	5080,2

¹ W tym 149,0 mln zł zostało objęte przez podmioty powiązane

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

ARCHICOM

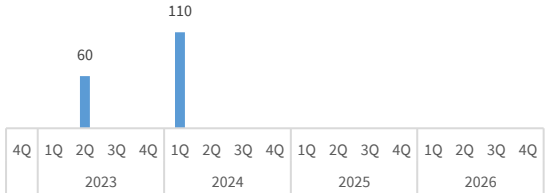
- Przypominamy, że w 1H 2021 r. deweloper stał się celem przejęcia przez Echo Investment. Powyższe miało też implikacje natury raportowej, w postaci dostosowania standardów do stosowanych przez nowego właściciela, jak też wyłączeniu działalności prowadzonej przez zbyłą spółkę zależną – Archicom Polska. W związku z powyższym zmianie uległy dane dot. sprzedaży, przekazania oraz oferty.
- W 4Q 2022 r. Archicom znalazł nabywców na 182 lokale, w porównaniu do 113 kwartał wcześniej i 227 rok wcześniej. W całym 2022 r. deweloper sprzedał 827 lokali vs 1275 rok wcześniej. Oczywiście na spadek sprzedaży r/r wpływają w dużym znaczeniu czynniki zewnętrzne, ale należy zauważyć, że w ostatnich kwartałach deweloper posiadał niski poziom oferty w porównaniu do poprzednich okresów co również miało pośredni wpływ na niską sprzedaż. Od 2Q 2021 r. oferta lokali była na względnie niskim poziomie – wahała się w przedziale 600-700 jednostek (684 na koniec roku) wobec nawet 1700 na początku 2020 r. W tym aspekcie deweloper zaczął nadrabiać: w 4Q 2021 r. oferta lokali wzrosła do 684 jednostek, kwartał później do 856 lokali. Na koniec czerwca oferta kształtowała się na poziomie niespełna 1000 mieszkań a na koniec trzeciego kwartału br. było to 885 lokali. Sprzedaż deweloperska ma zasadniczo dwa wektory: sytuacja rynkowa oraz wielkość oferty. Wiedząc więc, że w ramach projektu deweloperskiego w segmentach poza-luksusowych sprzedaż jest wysoka w momencie startu sprzedaży, wyjaśnienie wydaje się logiczne.
- Liczba przekazanych lokali w 4Q wyniosła 253 jednostki wobec 293 kwartał wcześniej i 302 rok wcześniej. W całym 2022 r. deweloper przekazał 928 vs 1369 mieszkań w 2021 r.
- Standing spółki pozostaje bardzo dobry, a deweloper, może pochwalić się ujemnym długiem netto w kwocie 10,5 mln zł (vs -7,3 mln zł na koniec I półrocza 2022 r. i -81,8 mln zł na koniec 3Q 2021 r.). Należy spodziewać się wypłaty zaliczki na poczet dywidendy za 2022 r. w kwocie 28,0 mln zł.
- W lutym 2022 r., zgodnie z terminem deweloper wykupił obligacje serii M5/2020 w kwocie 78,5 mln zł. W sierpniu do obrotu trafiła dwuletnia emisja warta 110 mln zł. Przypominamy, że oprocentowanie ustalono na WIBOR 3M 3,2%.

w mln zł	2018	2019	2020	1-3Q 2021	1-3Q 2022
Przychody	476,5	500,5	648,7	454,8	378,4
Zysk brutto ze sprzedaży	128,2	151,1	194,8	155,8	138,9
Marża brutto ze sprzedaży	26,9%	30,2%	30,0%	34,3%	36,7%
EBIT	88,3	100,3	133,0	114,5	90,4
Marża EBIT	18,5%	20,0%	20,5%	25,2%	23,9%
Zysk netto	61,4	89,2	93,7	83,9	74,0
Marża netto	12,9%	17,8%	14,4%	18,5%	19,6%
Kapitał własny	491,0	543,4	613,9	653,1*	742,5
Zadłużenie finansowe	266,7	282,2	373,2	236,2*	220,3
Kredyty i inne	53,4	76,0	104,0	45,8*	47,7
Obligacje	213,4	206,2	269,2	190,4*	172,6
% obligacji w zadłużeniu	80,0%	73,1%	72,1%	80,6%*	78,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	106,3	92,7	174,3	264,1*	230,8
Dług netto	160,5	189,5	198,9	-28,0*	-10,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	60,7%	58,0%	50,3%*	44,8%
Dług netto/KW	32,7%	34,9%	32,4%	-4,3%*	-1,4%

Wydzielony segment mieszkaniowy

* Dane bilansowe przekształcone na dzień 31.12.2021 r.
** - zgodnie ze zmienionym MSF 16 począwszy od 1Q 2019 r. prawo wieczystego użytkowania gruntu oraz umowy najmu zwiększają zobowiązania z tytułu leasingu. Grupa nie wydzieliła tego typu zobowiązań w związku z czym w całości począwszy od 1Q 2019 r. zwiększyły one zobowiązania finansowe

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ATAL

- W 4Q 2022 r. sprzedaż Atalu wyniosła 385 lokali vs 376 kwartał wcześniej (+2,4% q/q) i 1039 rok wcześniej (-62,9% r/r). W całym br. deweloper sprzedał 2091 mieszkań w stosunku do 4258 lokali rok wcześniej. Sytuuje to spółkę na trzecim miejscu (po Dom Development i Robygu) wśród konkurencji. Deweloper przekroczył również cel sprzedażowy, który został obniżony z 3000-3500 do 2000 mieszkań. Spadek wydaje się być znaczny, ale jest on zbliżony do średniej rynkowej, a ponadto ubiegły rok był rekordowy dla spółki pod względem sprzedaży mieszkań.
- Poziom oferty na koniec września 2022 r. wynosił 4852 jednostki vs 5190 kwartał wcześniej (-6,5% q/q) i 3104 rok wcześniej (+56,3% r/r).
- Pod kątem przekazania, w okresie całego 2022 r. Atal uznał w wynikach 3380 lokali wobec 3700 rok wcześniej. W przyszłym roku Emitent planuje potencjał przekazania na poziomie ok. 2780 lokali.
- Marża brutto ze sprzedaży utrzymała się na podobnym poziomie i wyniosła 25,8% (+ 0,4 p.p. r/r). Cel zarządu pozostaje niezmienny i jest nim poziom 25%. Ceny materiałów przestały dynamicznie rosnąć, ale nadal pozostają wysokie. Deweloper zauważa natomiast znaczący spadek cen gruntów i kosztów wykonawstwa – powinno to skompensować wysokie ceny materiałów. Uważamy, że poziom marży w całym roku 2022 wydaje się być niezagrożony.
- Atal zakończył 3Q 2022 r. z dobrą sytuacją finansową. Dług oprocentowany dewelopera wyniósł 578,4 mln zł wobec 557,4 mln zł kwartał wcześniej i 601,9 mln zł rok wcześniej. Jednocześnie stan gotówki sięgnął kwoty 415,6 mln zł (po pomniejszeniu o środki na MRP) wobec 469,8 mln zł kwartał wcześniej i 89,3 mln zł rok wcześniej. Tym samym, dług netto wyniósł 162,9 mln zł (13,7% kapitału) wobec 87,6 mln zł kwartał wcześniej i 512,5 mln zł rok wcześniej (49,8% kapitału). Imponujący rezultat gdy uwzględni się najwyższą dywidendę w historii - 232,3 mln zł oraz rekordowe 293 mln zł wydatków na grunty.

w mln zł	2018	2019	2020	1-3Q 2021	1-3Q 2022
Przychody	1 055,0	720,2	1 167,4	1 030,5	1 253,9
Zysk brutto ze sprzedaży	283,5	170,7	237,5	261,4	323,9
Marża brutto ze sprzedaży	26,9%	23,7%	20,3%	25,4%	25,8%
Przychody segmentu dewelop.	1 046,9	713,4	1 160,6	1 025,4	1 246,4
EBIT segmentu dewelop.	255,6	142,6	204,6	232,5	291,9
Marża EBIT	24,4%	20,0%	17,6%	22,7%	23,4%
Zysk netto	206,6	115,6	167,5	189,7	252,4
Marża netto	19,6%	16,0%	14,3%	18,4%	20,1%
Kapitał własny	857,3	788,7	951,8	1 028,5	1 185,8
Zadłużenie finansowe	524,8	837,9	910,9	601,9	578,4
Kredyty i inne	84,4	190,3	185,6	132,0	194,9
Obligacje	440,5	647,7	725,3	469,9	383,5
% obligacji w zadłużeniu	83,9%	77,3%	79,6%	78,1%	66,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29,2	14,2	174,0	89,3	415,6
Dług netto	495,6	823,7	736,8	512,5	162,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	54,2%	67,3%	65,8%	63,7%	62,8%
Dług netto/KW	57,8%	104,4%	77,4%	49,8%	13,7%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DEVELIA

- Sprzedaż Develii w 4Q 2022 r. wyniosła 409 lokali wobec 261w 3Q 2022 r. i 421 w 4Q 2021 r. W całym br. deweloper sprzedał 1632 lokali vs 1921 w analogicznym okresie roku ubiegłego. Celem sprzedażowym na 2022 r. był poziom 1600-1800 lokali, a więc o 6-17% mniej niż wynik osiągnięty w 2021 r. i delikatnie udało się go przekroczyć. Przypominamy że cel sprzedażowy został obniżony w lipcu z poziomu 2300-2450.
- Na koniec września br. oferta wynosiła 3132 lokali vs 3393 kwartał wcześniej i 1413 rok wcześniej. Cel wprowadzeń na obecny rok wynosił 2450-2650 lokali (+56-63% r/r).
- Liczba przekazanych lokali w 4Q 2022 r. sięgnęła 1277 vs 420 kwartał wcześniej i 624 rok wcześniej. W 2022 r. deweloper przekazał łącznie 1903 co było wartością podobną do notowanej rok wcześniej. W całym roku Develia planowała przekazania na poziomie 1950-2050 lokali, a więc o 2-8% więcej niż w 2021 r. Spółka wskazywała, że z uwagi na harmonogram inwestycji kumulacja przekazania lokali mieszkań nastąpi w 4Q 2022 r.
- Znaczny wzrost skali działania w segmencie mieszkaniowym jest możliwy dzięki systematycznemu wychodzeniu z segmentu biurowego, dzięki któremu Develia odblokowuje kapitał, które następnie w części reinwestowany jest w segment mieszkaniowy, w części wypłacany jako dywidenda.
- W III 2022 r. deweloper podpisał umowę przyrzeczoną sprzedaży budynku Sky Tower we Wrocławiu za 84,3 mln euro. Z kolei w lutym 2022 r. zawarto list intencyjny dot. sprzedaży Arkad Wrocławskich, z orientacyjną ceną sprzedaży wynoszącą 210 mln zł.
- Zysk netto za 2021 r. oraz sprzedaż Sky Tower’a pozwoliła deweloperowi na wypłatę dywidendy w wysokości 201,4 mln zł (0,45 zł/akcję).
- Sytuacja finansowa Develii jest dobra i nie zmieniła się znacznie w stosunku do poprzedniego kwartału. Dług netto Grupy spadł do 445,7 mln zł wobec 462,8 na koniec 2Q 2022 r. i 497,2 mln zł rok wcześniej. W efekcie dług netto do kapitału własnego wyniósł na koniec września br. 35,5% wobec 37,9% kwartał wcześniej i 37,5% rok wcześniej.
- Pod koniec listopada Spółka rozpoczęła swoją pierwszą publiczną ofertę obligacji adresowaną do inwestorów indywidualnych. Deweloper pozyskał 15,4 mln zł z planowanych 20 mln PLN. Tenor wynosił 3 lata przy oprocentowaniu WIBOR 3M + 4,1 p.p. Cały program dla którego jest ważny prospekt pozwala pozyskać do 150 mln PLN.

DOM DEVELOPMENT

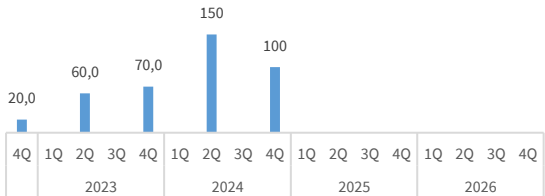
- Dom Development sprzedał w 4Q 2022 r. 831 lokali wobec 703 w 3Q 2022 r. (+18,2% q/q) i 1094 rok wcześniej (-24,0% r/r). W 2022 r. sprzedaż spadła o 23,9% w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Deweloper przełamał spadkową tendencją notowanej z kwartału na kwartał niższej sprzedaży od przynajmniej 4 lat, jednak należy pamiętać, że średnia kwartalna sprzedaż w latach 2018-2021 r. wynosiła ok. 940 jednostek, a zeszły rok był rekordowy.
- Liczba przekazanych lokali w 4Q 2022 r. sięgnęła 1068 lokali vs 420 w 3Q 2022 r. i 811 w 4Q 2021 r. (31,7% r/r). W całym 2022 r. Spółka przekazała 3666 lokali w stosunku do 3332 rok wcześniej (+10,0% r/r). W całym roku spodziewaliśmy się jednak wolumenu ok. 4000 uznanych w wynikach lokali, a więc ok. 20,0% więcej niż w 2021 r..
- Deweloper wykazał 63,3 mln zł długu netto wobec gotówki netto na poziomie 126,7 mln zł rok wcześniej. Pojawienie się długu netto jest skutkiem wypłacenia dywidendy za 2021 r. w wysokości 268,3 mln zł. Tym samym, wskaźnik zadłużenia netto względem kapitału własnego sięgnął 5,0% wobec -10,4% rok wcześniej.
- W marcu Dom Development podpisał umowę zakupu wybranych spółek Grupy Buma. Wartość transakcji wyniosła 209,5 mln zł. Również w marcu za 9,5 mln zł deweloper nabył resztę akcji Sento.
- Wymienione wyżej akwizycje już pozwoliły osiągnąć zauważalną wielkość działalności emitenta w Krakowie. W 2021 r. przejęte spółki zanotowały sprzedaż 506 lokali – Dom Development planuje utrzymać ten poziom.
- W grudniu deweloper poinformował o zawarciu umowy na sprzedaż gruntu z inwestorem PRS za kwotę 90 mln zł na warszawskim Bemowie, gdzie wybudowanych ma zostać 397 lokali. Ponadto Spółka zawarła umowę generalnego wykonawstwa na rzecz tego inwestora o wartości 200,4 mln zł. Przychody z tego tytułu będą rozpoznawane proporcjonalnie do postępu prac budowlanych. W ten sposób deweloper będzie próbował rekompensować spadek sprzedaży do inwestorów indywidualnych na rzecz sprzedaży do inwestorów instytucjonalnych.

w mln zł	2018	2019	2020	1-3Q 2021	1-3Q 2022
Przychody	796,7	819,3	517,1	596,3	320,3
Przychody	649,0	678,3	430,1	532,3	277,6
Zysk brutto ze sprzedaży	201,2	225,3	134,8	131,3	62,8
Marża brutto ze sprz.	31,0%	33,2%	31,3%	24,7%	22,6%
Zysk netto	160,4	117,4	-138,8	84,8	34,8
Marża netto	20,1%	14,3%	-26,8%	14,2%	10,9%
Kapitał własny	1 497,8	1 492,1	1 317,8	1 326,9	1 256,9
Zadłużenie finansowe	1214,5	1075,3	837,1	891,7	709,3
Zadłużenie finansowe	485,5	462,7	385,7	436,2	418,9
Kredyty i inne	33,2	0,0	0,0	0,0	13,3
Obligacje	452,3	462,7	385,7	436,2	405,6
% obligacji w zadłużeniu	93,2%	100,0%	100,0%	100,0%	96,8%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	259,9	242,7	182,1	243,2	140,2
Dług netto	225,7	220,0	203,6	193,0	278,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,1%	53,5%	53,2%	56,3%	60,9%
Dług netto/KW	50,0%	49,2%	34,9%	37,5%	35,5%

Wydzielony segment mieszkaniowy

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

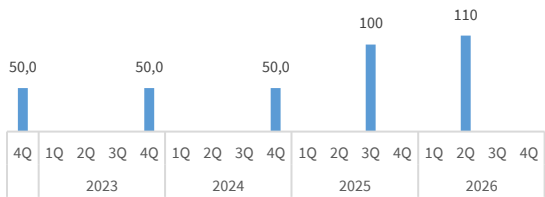
Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2021	1-3Q 2022
Przychody	1661,7	1815,0	1897,5	1475,9	1649,0
Zysk brutto ze sprzedaży	500,1	578,8	625,2	493,2	490,6
Marża brutto ze sprz.	30,1%	31,9%	32,9%	33,4%	29,8%
Zysk netto	256,0	302,2	325,3	285,7	259,6
Marża netto	15,4%	16,7%	17,1%	19,4%	15,7%
Kapitał własny	1084,2	1157,5	1249,2	1214,8	1262,9
Zadłużenie finansowe	446,3	371,4	394,7	489,0	400,4
Kredyty i inne	85,0	10,0	31,4	46,2	35,2
Obligacje	361,3	361,4	363,3	442,8	365,2
% obligacji w zadłużeniu	81,0%	97,3%	92,0%	90,5%	91,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	253,3	585,7	607,0	615,8	337,2
Dług netto	193,0	-214,3	-212,3	-126,8	63,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	63,4%	64,4%	67,8%	67,3%	69,6%
Dług netto/KW	17,8%	-18,5%	-17,0%	-10,4%	5,0%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ECHO INVESTMENT

- Grupa Echo-Archicom w 4Q 2022 r. znalazła nabywców na 313 jednostki vs 175 w 3Q 2022 r. (78,9% q/q) i 633 rok wcześniej (-50,6% r/r). Na samo Echo przypadło kolejno 131 lokali w 4Q 2022 r. 62 w 3Q 2022 r. i 406 rok wcześniej. W kwestii celu sprzedażowego, zarząd szacował że jego poziom może oscylować na poziomie około 2000 lokali, skupiając się przy tym na obronie marży.
- Obecny bank ziemi Grupy pozwala na tempo sprzedaży na poziomie około 2500 lokali rocznie przez najbliższe 5 lat więc deweloper będzie bardziej selektywnie podchodzić do kolejnych zakupów gruntów. W prezentacji inwestorskiej Echo wskazuje, że obecna wartość rynkowa gruntów są wyższe o około 60% w porównaniu z cenami nabycia.
- Liczba przekazanych lokali w Grupie sięgnęła 654 vs 760 kwartał wcześniej i 1308 rok wcześniej. W całym 2022 r. liczba przekazanych lokali wyniosła 2169 jednostek w stosunku do 2992 lokali w analogicznym okresie ubiegłego roku. Z 2169 mieszkań na samo Echo przypadło 1241 lokali, zaś na Archicom 928 jednostek.
- Grupa konsekwentnie realizuje strategię zmiany struktury bilansu w kierunku aktywów związanych z działalnością deweloperską. W całym 2021 r. doszło do zbycia trzech budynków komercyjnych. W I półroczu deweloper sprzedał trzy kolejne projekty (Fuzja, MidPoint 71 i West 4) o wartości 205 mln EUR.
- Dezinwestycje mają być źródłem płynności dewelopera i tym samym umożliwić redukcję zadłużenia, które w ograniczonej części jest wrażliwe na zmianę WIBOR'u (część długu jest w euro, część została zabezpieczona kontraktami IRS). W kwestii obligacji, Echo planuje być obecne na rynku głównie w celu refinansowania kolejnych serii obligacji. W grudniu deweloper ustanowił nowy program emisji obligacji o wartości 500 mln zł. Papiery prawdopodobnie będą oferowane do inwestorów instytucjonalnych, ale z doniesień prasowych wynika, że deweloper ma być zainteresowany przygotowaniem kolejnego programu tego typu dla emisji obligacji detalicznych.

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2021	1-3Q 2022
Przychody	880,1	1 212,9	1 532,7	819,9	1 023,7
Zysk brutto ze sprzedaży	203,0	243,8	400,1	203,3	366,3
Marża brutto ze sprz.	23,1%	20,1%	26,1%	24,8%	35,8%
Przychody	554,2	728,6	1254,7	602,0	814,6
Zysk brutto ze sprzedaży	152,4	164,4	282,2	112,7	278,6
Marża brutto ze sprz.	27,5%	22,6%	22,5%	18,7%	34,2%
Aktywa	1 065,5	1 154,4	2 131,5	2 283,9	2 256,9
Kapitał własny	630,4	346,6	662,0	555,6	671,6
Aktywa	4 810,4	5 630,8	6 434,9	6 760,4	6 429,1
Kapitał własny	1 562,2	1 684,6	1 863,5	1 874,4	1 895,7
Zadłużenie finansowe	2 254,6	2 943,2	3 074,1	3 159,8	2 614,0
Kredyty i inne	1 105,1	1 518,9	1 433,5	1 451,6	1 078,6
Obligacje	1 149,5	1 424,3	1 640,7	1 708,2	1 535,3
% obligacji w zadłużeniu	51,0%	48,4%	53,4%	54,1%	58,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	492,3	327,1	588,7	738,6	693,4
Dług netto	1 762,3	2 616,1	2 485,5	2 421,2	1 920,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	67,5%	70,1%	71,0%	72,3%	70,5%
Dług netto/KW	112,8%	155,3%	133,4%	129,2%	101,3%



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

INPRO

- W przypadku Inpro 4Q 2022 r. był najlepszym od roku kwartałem pod kątem sprzedaży. Deweloper sprzedał 141 lokali vs 79 kwartał wcześniej (+78,5% q/q) i 152 jednostek rok wcześniej (-7,2% r/r).
- Liczba przekazanych lokali sięgnęła 421 wobec 120 kwartał wcześniej i 312 rok wcześniej. W całym roku deweloper planował zakończyć realizację inwestycji na 932 lokale, a ostatecznie oddał do użytkowania 714 mieszkań.
- Deweloper jeszcze w 2022 r. planował wprowadzić do oferty 1333 lokali w 11 różnicowanych projektach – część z nich to kolejne etapy prowadzonych już inwestycji, część to nowe projekty. Emitent zastrzega jednak, że wprowadzenia będą odbywać się w zależności od warunków rynkowych.
- W okresie 9 miesięcy zakończonych we wrześniu 2022 r. Grupa odnotowała przychody na poziomie 168,5 mln zł vs 194,1 mln zł rok wcześniej (-13,2% r/r). Jest to efekt niższej o 28,2% liczby przekazanych. Marża brutto na sprzedaży wyraźnie wzrosła, z poziomu 27,5% rok wcześniej do 32,7%
- Zysk netto Grupy wyniósł 23,7 mln zł vs 28,2 mln zł rok wcześniej (-16,0% r/r). W działalności deweloperskiej zysk netto wyniósł 26,5 mln zł vs 27,5 mln zł (-3,8% r/r). Na poziomie całej Grupy dobry wynik zanotował segment produkcji prefabrykatów, który zanotował wysoką rentowność na poziomie 24,7% vs 14,5% w analogicznym okresie ubiegłego roku.
- Dług netto wyniósł 99,3 mln zł vs 77,9 mln zł kwartał wcześniej i 59,4 mln zł rok wcześniej, co stanowiło kolejno 25,2% kapitałów własnych vs 20,2% na koniec 2Q 2021 r. i 16,2% na koniec września ubiegłego roku. Wzrost długu netto wynika z zaciągnięcia kredytów pod inwestycje i mniejszego stanu środków pieniężnych na koniec września br. – deweloper wypłacił 10,0 mln zł dywidendy. Mimo wzrostu zadłużenia Grupa utrzymuje umiarkowane wskaźniki zadłużenia. Na koniec września miała aktywne dwie serie obligacji. Pierwsza z wymienionych wyemitowana przez samo Inpro, seria B o wartości 35,0 mln zł, zapadająca w październiku 2025 roku oraz druga, wyemitowana przez spółkę zależną Domesta, zapadająca w marcu 2024 r.

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2021	1-3Q 2022
Przychody	270,5	382,6	321,4	194,1	168,5
Przychody	225,6	361,5	288,4	175,6	140,0
Zysk brutto ze sprzedaży	70,4	103,3	80,0	48,2	45,8
Marża brutto	31,2%	28,6%	27,8%	27,5%	32,7%
Zysk netto	36,1	63,8	41,9	27,5	26,5
Marża netto	16,0%	17,7%	14,5%	15,7%	18,9%
Zysk netto	43,5	67,8	46,9	28,2	23,7
Marża netto	16,1%	17,7%	14,6%	14,5%	14,0%
Kapitał własny	308,7	365,7	386,3	367,1	393,4
Zadłużenie finansowe	82,7	107,2	119,9	121,4	142,3
Kredyty i inne	57,7	82,3	67,0	77,8	86,8
Obligacje	25,0	24,8	52,9	43,5	53,9
% obligacji w zadłużeniu	30,2%	23,2%	44,1%	35,9%	37,9%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	19,9	90,6	63,3	62,0	43,0
Dług netto	62,8	16,6	56,6	59,4	99,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	48,4%	43,4%	42,8%	45,7%	48,1%
Dług netto/KW	20,3%	4,5%	14,6%	16,2%	25,2%



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

JHM DEVELOPMENT

- JHM Development zanotował najniższą sprzedaż w naszym zestawieniu. W 4Q 2022 r. sprzedaż wyniosła 52 jednostki vs 54 kwartał wcześniej i 175 rok wcześniej.
- Oferta spółki wg. stanu na koniec czerwca 2022 r. wynosiła 1220 lokali, z czego 39 było lokalami gotowymi vs 700 rok wcześniej (+74,3% r/r). Na liście lokali w ofercie są projekty zarówno w dużych miastach (Gdańsk, Łódź), miastach średniej wielkości (np. Bydgoszcz) jak i mniejsze ośrodki miejskie (Żyrardów).
- Deweloper ma bardzo ambitne plany, które w przypadku realizacji wyraźnie przybliżą go do skali sprzedaży ok. 1000 lokali rocznie. Biorąc pod uwagę obecne trudne otoczenie oceniamy ten cel jako ambitny. By go zrealizować, emitent planuje wprowadzić do realizacji w latach 2022-2024 aż 2201 lokali w 12 projektach w 6 ośrodkach miejskich, zarówno w większych ośrodkach, średnich, jak i mniejszych.
- Liczba przekazanych w 4Q 2022 r. lokali sięgnęła 152 vs 109 kwartał wcześniej i 119 rok wcześniej. Na wypracowane wyniki w ostatnim dwóch kwartałach br. wpływ miało oddanie do użytkowania inwestycji Aura Towers w Bydgoszczy.
- Przychody z rozpoznanych w okresie 9 miesięcy 2022 r. 172 lokali sięgnęły kwoty 73,3 mln zł vs 97,0 mln zł rok wcześniej (-24,4% r/r). Cała Grupa rozpoznała 73,7 mln zł przychodów vs 114,6 mln zł rok wcześniej (-35,7% r/r).
- Działalność deweloperska pozwoliła Grupie rozpoznać 20,0 mln zł zysku brutto na sprzedaży vs 22,9 mln zł rok wcześniej (-12,7% r/r), co oznacza marżę na poziomie 27,3% w okresie 1-3Q 2022 r. oraz 23,7% w analogicznym okresie ubiegłego roku.
- Z kolei zysk netto Grupy wyniósł 9,3 mln zł vs 10,8 mln zł rok wcześniej, a więc był niższy o 14,4%.
- Tradycyjnie dla dewelopera, zadłużenie pozostało na niskich poziomach. Dług netto na koniec września 2022 r. wyniósł 52,7 mln zł vs 35,3 mln zł kwartał wcześniej i 65,8 mln zł rok wcześniej, a wobec kapitału własnego 13,1% vs 8,9% na koniec 2Q 2022 r. i 16,8% rok wcześniej.

w mln zł	2018	2019	2020	1-3Q 2021	1-3Q 2021
Przychody	143,2	139,4	147,5	114,6	73,7
Przychody	97,8	92,7	114,6	97,0	73,3
Zysk brutto ze sprzedaży	18,8	18,6	27,7	22,9	20,0
Marża brutto	19,2%	20,1%	24,2%	23,7%	27,3%
Zysk netto	10,1	8,7	14,3	11,2	8,7
Marża netto	10,4%	9,4%	12,5%	11,5%	11,8%
Zysk netto	17,4	17,9	15,8	10,8	9,3
Marża netto	12,2%	12,9%	10,7%	9,5%	12,6%
Kapitał własny	349,2	367,1	459,4	392,8	403,5
Zadłużenie finansowe	65,8	65,0	79,7	80,6	92,4
Kredyty i inne	55,2	57,9	66,1	68,7	30,3
Obligacje	10,6	7,0	13,5	11,9	62,1
% obligacji w zadłużeniu	16,1%	10,8%	17,0%	14,8%	67,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	7,7	5,3	7,8	14,8	39,7
Dług netto	58,2	59,7	71,8	65,8	52,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	26,4%	28,1%	40,4%	31,1%	40,1%
Dług netto/KW	16,7%	16,3%	15,6%	16,8%	13,1%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

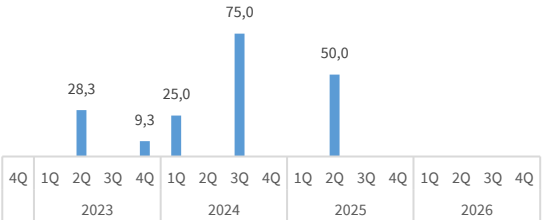
LOKUM DEWELOPER

- W 3Q 2022 r. deweloper sprzedał 155 lokali vs 103 kwartał wcześniej i 220 rok wcześniej. W całym roku Spółka sprzedała 435 lokali co stanowi ponad połowę wolumenu sprzedaży z ubiegłego roku. Wskutek trudnej sytuacji związanej z pozyskiwaniem finansowania przez klientów Spółka zamierza dalej prowadzić politykę ograniczania oferty i spowalniania sprzedaży. Obecnie większość klientów, z resztą jak w całej branży, to klienci gotówkowi.
- Deweloper rozpoczął budowę etapu IIIB krakowskiej inwestycji Lokum Vista ze 133 lokalami, jednak uruchamianie kolejnych inwestycji nie jest planowane. Jednocześnie deweloper zakończył realizację III inwestycji: Lokum Monte IIB, Lokum Salsa III i Lokum Porto I-III na łączną liczbę 550 lokali. Na koniec września Spółka prowadziła projekty obejmujące 1 133 lokale.
- Na koniec 3Q 2022 r. Lokum Deweloper miał w ofercie 748 lokali vs 627 rok wcześniej.
- W przypadku przekazania emitent może zapisać na konto 453 lokali w 4Q 2022 r. vs 183 kwartał wcześniej i 190 rok wcześniej. Spółka zakończyła realizację 3 inwestycji: Lokum Monte IIB, Lokum Salsa III i Lokum Porto I-III na łączną liczbę 550 lokali. Rozpoznania te widoczne były już w wynikach za 3Q 2022 r., ale większa część z nich będzie widoczna również w wynikach w IV kwartale 2022 r. W całym 2022 r. deweloper szacował potencjał rozpoznania lokali w wyniku na poziomie 1 321 mieszkań, z tym że 562 lokale uwzględniono w tej puli jako oferta Spółki (niezakontraktowane).
- Dług netto Grupy na koniec września wyraźnie spadł wobec 2Q 2022 r., do 243,1 mln zł z 303,6 mln zł. W wyniku wygenerowania jednych z najwyższych przepływów operacyjnych deweloper wyraźnie poprawił stan środków pieniężnych. Tym samym wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wyraźnie spadł z poziomu 85,9% na koniec czerwca do 64,9% na koniec września 2022 r. Warto zwrócić uwagę, że Spółka realizuje przedterminowe wykupy obligacji i w lutym chce spłacić całą serię F, czyli ok. 28,3 mln zł (Spółka wcześniej również dokonywała wykupów). Zwracamy uwagę również na rosnące zapasy, a w szczególności wyroby gotowe i kwotę 200,9 mln zł na – część z nich to lokale, których deweloper nie zdążył przekazać w poprzednich kwartałach i rozpoznanie ich w wynikach powinno być częściowo widoczne w IV kwartale 2022 r.

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2021	1-3Q 2022
Przychody	285,9	191,0	309,8	198,1	143,2
Zysk brutto ze sprz.	99,0	54,0	112,8	72,9	54,3
Marża brutto ze sprz.	34,6%	28,3%	36,4%	36,8%	37,9%
Zysk ze sprz.	81,1	35,6	87,7	55,5	37,4
Marża zysku ze sprz.	28,4%	18,6%	28,3%	28,0%	26,2%
Zysk netto	62,2	20,4	60,1	39,0	5,6
Marża netto	21,8%	10,7%	19,4%	19,7%	3,9%
Kapitał własny	367,3	356,9	404,9	405,0	374,8
Zadłużenie finansowe	189,2	285,3	295,9	238,7	330,9
Kredyty i inne	24,8	86,2	41,1	37,9	65,6
Obligacje	164,4	199,1	254,7	200,8	265,3
% obligacji w zadłużeniu	86,9%	69,8%	86,1%	84,1%	80,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	121,3	84,4	28,5	34,6	87,9
Dług netto	67,9	200,9	267,3	204,2	243,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	46,6%	49,0%	52,1%	49,2%	61,6%
Dług netto/KW	18,5%	56,3%	66,0%	50,4%	64,9%

¹bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

MARVIPOL DEVELOPMENT

- 4Q 2022 r. to kolejny kwartał w którym Marvipol cierpiał na niedobory oferty. Z tego powodu sprzedaż w 4Q br. wyniosła jedynie 55 jednostek wobec 44 kwartał wcześniej i 131 rok wcześniej. W 2022 r. deweloper sprzedał 207 lokali wobec 376 umów w analogicznym okresie ubiegłego roku.
- Poziom oferty dewelopera wzrósł do poziomu 623 lokali, vs 667 kwartał wcześniej i 270 rok wcześniej. W 2022 r. deweloper rozpoczął budowę blisko 600 mieszkań i nie planuje rozpoczynania kolejnych inwestycji – do momentu osiągnięcia określonego pułapu sprzedaży inwestycji będących już w realizacji.
- Liczba przekazanych lokali w 4Q 2022 r. wyniosła 296 jednostki vs 73 kwartał wcześniej i 89 rok wcześniej. Szczegółów dot. 4Q 2022 nie znamy, ale w skład przekazywanych w trzecim kwartale lokali wchodziły głównie jednostki z inwestycji *Unique Tower*, *Moko Botanika* i *Kłopotowskiego No 11*. Przekazania z inwestycji Moko Botanika wynikają z aneksów, które deweloper zawarł z funduszem Heimstaden. Na mocy wspomnianych Marvipol przyspieszył przekazania etapu I tego projektu. W I kwartale br. planowane jest zakończenie budowy Lazurova Concept gdzie poziom zakontraktowania na 30 września wynosił 81%.
- We wrześniu deweloper poinformował, że wydał 138 lokali w inwestycji Unique Tower kupującemu tj. Tower D Property. Łączną kwota transakcji wyniosła 92 mln zł i wyniki z tej transakcji zostały rozpoznane w sprawozdaniu za II i III kwartał 2022 r. We wrześniu również deweloper rozpoczął realizację I etapu inwestycji *Gardenia Logom* gdzie wybudowanych zostanie 160 lokali a zakończenie inwestycji przewidziane jest za ok. 2 lata.
- Dług netto części mieszkaniowej dewelopera ukształtował się na poziomie ok. 263,5 mln zł wobec 328,0 mln zł kwartał wcześniej i 233,3 mln zł rok wcześniej. Względem kapitału własnego zadłużenie wyniosło 79,1% vs 105,9% kwartał wcześniej i 78,8% rok wcześniej. Przypominamy, że w lutym Marvipol wyemitował 70 mln zł obligacji w dwóch seriach, skierowanych do inwestorów detalicznych, a w kwietniu wypłacił rekordowe 47,5 mln zł dywidendy. W listopadzie ponadto skupił 18,6 mln zł obligacji z emisji o całkowitej wartości 78 mln zł wydając na ten cel 18,0 mln zł.
- Mimo pogarszania się sytuacji rynkowej, struktura zapadalności obligacji dewelopera nie budzi naszych zastrzeżeń. Natomiast, w kolejnych kwartałach deweloper będzie zmuszony uruchomić nowe projekty, tak by zgrać przepływy z projektów z obligacjami zapadającymi w 2024 roku.

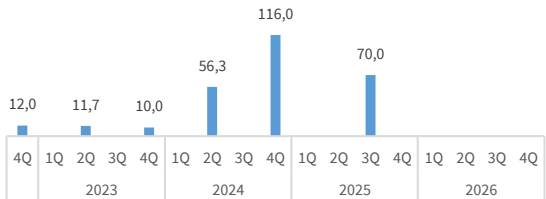
ROBYG

- Przypomnijmy, w ostatni dzień marca 2022 r. finalizacji uległ proces przejęcia emitenta przez TAG Immobilien. Po akwizycji można już mówić o zmianie strategii Grupy polegającej na znacznym zaangażowaniu się w segment najmu instytucjonalnego, tak jak się spodziewaliśmy. Robyg do końca 2024 roku zamierza ukończyć 4500 lokali z przeznaczeniem na wynajem, a do 2027 roku 12000. Oznacza to, że by spełnić założony cel, Grupa powinna rozpoczynać realizację 3000 lokali rocznie dedykowanych segmentowi PRS. Należy więc oczekiwać, że działalność z przeznaczeniem na wynajem stanie się dominująca w ciągu kilku lat.
- W 4Q 2022 r. deweloper znalazł nabywców na 680 lokali vs 381 kwartał wcześniej i 938 rok wcześniej. Dane dot. kontraktacji netto.
- Plany dewelopera na bieżący rok obejmują sprzedaż do klienta detalicznego na poziomie ok. 2400-2500 lokali, a więc o prawie połowę mniej niż w rekordowym 2021 roku.
- Przekazania sięgnęły 2329 jednostek vs 386 kwartał wcześniej i 1555 rok wcześniej. W całym 2022 r. deweloper przekazał ok. 3500 mieszkań vs 2941 rok wcześniej.
- W ramach transakcji przejęcia dewelopera, przed transakcją sprzedający uzyskali 600,0 mln zł dywidendy. Wypłata wyraźnie wpłynęła na wskaźniki zadłużenia emitenta. Dług netto do kapitału własnego osiągnął na koniec września 2022 r. poziom 68,1% vs 67,8% kwartał wcześniej i 34,6% rok wcześniej.
- Deweloper rozważa emisję trzyletnich (spółka wcześniej regularnie finansowała się pięcioletnimi papierami) obligacji refinansując w ten sposób zapadającą w marcu przyszłego roku serię ROB0323 o wartości 300 mln zł. Robyg na koniec września br. posiadał 824,3 mln zł zadłużenia, z czego 610,0 to obligacje. Posiadał jednocześnie kontrakty IRS chroniące przed wzrostem stóp procentowych w łącznej kwocie 470 mln zł, które jednak systematycznie będą wygasać.

w mln zł¹	2019	2020	2021	1-3Q 2021	1-3Q 2022
Przychody	290,8	431,4	360,9	263,9	316,5
Zysk brutto ze sprzedaży	67,0	105,8	105,7	68,6	79,2
Marża brutto ze sprz.	23,0%	24,5%	29,3%	26,0%	25,0%
Zysk netto	24,2	52,0	57,1	37,6	34,1
Marża netto	8,3%	12,1%	14,5%	14,2%	8,3%
Kapitał własny	233,0	339,3	299,3	296,1	333,1
Zadłużenie finansowe	380,3	347,4	346,7	327,5	428,5
Kredyty i inne	168,7	125,5	74,3	55,7	140,8
Obligacje	211,6	221,9	272,4	271,8	287,7
% obligacji w zadłużeniu	55,6%	63,9%	78,6%	83,0%	67,1%
Gotówka	97,7	121,5	183,0	94,2	164,9
Dług netto	282,6	225,9	163,8	233,3	263,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	76,1%	64,1%	73,0%	71,2%	69,2%
Dług netto/KW	121,3%	66,6%	54,7%	78,8%	79,1%

¹ Wydzielony segment deweloperski

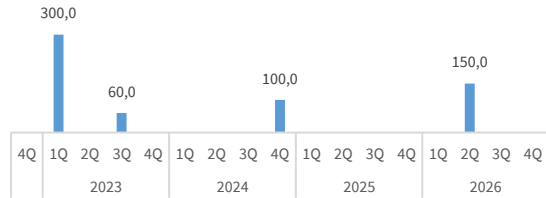
Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2021	1-3Q 2021
Przychody	1115,2	1105,3	1299,9	641,0	508,7
Zysk brutto ze sprz.	275,4	305,0	370,1	193,0	143,3
Marża brutto ze sprz.	24,7%	27,6%	28,5%	30,1%	28,2%
EBIT	239,4	269,2	490,6	165,3	165,9
Marża EBIT	21,5%	24,4%	37,7%	25,8%	32,6%
Zysk netto	202,1	213,5	397,1	130,6	138,1
Marża netto	18,1%	19,3%	30,5%	20,4%	27,2%
Kapitał własny	777,2	970,9	1 380,4	1 202,1	929,0
Zadłużenie finansowe	706,0	570,5	642,7	770,7	824,3
Kredyty i inne	197,1	65,4	30,0	160,7	214,3
Obligacje	508,9	505,0	612,6	610,0	610,0
% obligacji w zadłużeniu	72,1%	88,5%	95,3%	79,1%	74,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	374,0	178,1	296,9	354,8	191,9
Dług netto	331,9	392,3	345,8	416,0	632,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	67,7%	62,3%	60,3%	66,4%	75,0%
Dług netto/KW	42,7%	40,4%	25,1%	34,6%	68,1%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

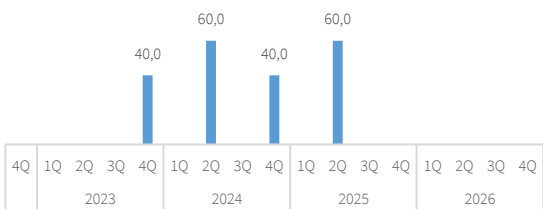
RONSON

- Przypomnijmy, że pod koniec kwietnia ub. roku nastąpiło wycofanie akcji z obrotu na GPW. Zarząd deklarował, że spotkania i prezentacje inwestorskie będą odbywać się co pół roku, dlatego bazujemy głównie na informacjach zawartych w raporcie półrocznym z końca czerwca br. i raportach bieżących.
- W 4Q br. Ronson znalazł nabywców na 144 lokali vs 85 kwartał wcześniej i 111 rok wcześniej. Cel sprzedażowy na bieżący rok wynosił ok. 700 jednostek, ale ostatecznie zakontraktowano jedynie 442 mieszkania.
- Oferta na koniec czerwca 2022 r. wyniosła 1581 jednostek vs 698 kwartał wcześniej i 604 rok wcześniej. Ronson komunikował wcześniej chęć znaczącego uzupełnienia oferty w 2Q 2022 r. i jest to zauważalny skok liczby lokali w ofercie. Najwyższy od co najmniej 2016 r. Niestety nie przekłada się to na liczbę zawieranych umów deweloperskich.
- Liczba przekazanych jednostek wyniosła 280 w 4Q 2022 r., 106 w 3Q 2022 r. i 375 w 4Q 2021 r. W całym 2022 r. deweloper przekazał 746 jednostek vs 1007 w 2021 r.
- Dług netto dewelopera wyniósł 133,2 mln zł vs 118,9 mln zł kwartał wcześniej i 58,7 mln zł rok wcześniej. W stosunku do kapitału własnego 30,8% vs 27,6% na koniec 2Q 2022 r. i 14,4% na koniec września ubiegłego roku. Zadłużenie dewelopera od w 2022 r. utrzymuje się na stabilnych poziomach, przypominamy że w maju Spółka wykupiła obligacje serii T w wysokości 50 mln zł a warto wspomnieć o znacznych zakupach gruntów w ubiegłym roku. W sierpniu Ronson podpisał dwie przedwstępne umowy nabycia działek we Wrocławiu i na warszawskiej Białoleśce. Obie działki zostały nabyte po ok. 9 mln zł. Przypomnijmy również, że deweloper nie wypłacił dywidendy za 2021 r. i cały zysk za 2021 r. został przeznaczony na kapitał zapasowy spółki
- W lutym deweloper poinformował o dwóch umowach z kilkoma funduszami zagranicznymi, które zobowiązały się do zainwestowania w emitenta łącznie 60 mln szekli izraelskich, tj. ok. 78,5 mln zł.
- Inwestycje tych funduszy należy wiązać z rozszerzeniem działalności emitenta o segment PRS. W tym też celu, co było też oczekiwane, akcjonariusz dominujący ogłosił przymusowy wykup i zdiag spółkę z giełdy. W dalszym ciągu emitent zamierza być obecny na rynku Catalyst.

w mln zł	2019	2020	2021	1-3Q 2021	1-3Q 2022
Przychody	232,6	401,2	480,9	349,4	199,4
Przychody	223,5	400,3	457,7	348,7	199,4
Zysk brutto ze sprz.	41,5	85,2	86,5	62,1	48,8
Marża zysku ze sprz.	18,6%	21,3%	18,9%	17,8%	24,5%
Zysk brutto ze sprz.	44,3	86,2	84,7	62,8	48,8
Marża brutto ze sprz.	19,1%	21,5%	17,6%	18,0%	24,5%
Kapitał własny	350,5	379,8	420,0	408,5	432,1
Zadłużenie finansowe	200,8	230,1	250,8	253,9	210,5
Kredyty i inne	12,9	0,0	1,6	1,4	8,3
Obligacje	188,0	230,1	249,2	252,5	202,3
% obligacji w zadłużeniu	93,6%	100,0%	99,4%	99,5%	96,1%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	91,8	117,5	74,9	195,2	77,4
Dług netto	109,1	112,6	175,9	58,7	133,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	62,8%	59,5%	56,5%	57,5%	57,7%
Dług netto/KW	31,1%	29,6%	41,9%	14,4%	30,8%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



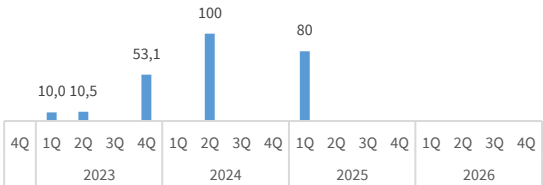
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Victoria Dom

- Najświeższe dane finansowe którymi dysponujemy dotyczą 1H 2022 r.
- W 4Q 2022 r. deweloper podpisał umowy na sprzedaż 238 lokali, w 3Q 2022 r. Spółka sprzedała 445 lokali, zaś w 4Q 2021 r. sprzedaż wyniosła 316 mieszkań. W całym 2022 r. Victoria znalazła nabywców na 1208 lokali, a więc o 25% mniej niż rok wcześniej. Na początku 2022 roku Victoria Dom poinformowała, że w liczy na sprzedaż porównywalną lub nieco niższą do ubiegłorocznej, która wyniosła 1607 lokali. Cel od początku wydawał się ambitny i jak widać nie został osiągnięty.
- W 1H 2022 r. Victoria Dom zaraportowała 150,9 mln zł przychodów vs 49,3 mln zł rok wcześniej. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 28,9% vs 37,2% rok wcześniej i zysk netto na poziomie 1,6 mln zł vs stratę rok wcześniej w kwocie 9,3 mln zł.
- Emitent jest relatywnie mocno zalewarowany w porównaniu do grupy porównawczej. Dług netto na koniec czerwca br. wyniósł 311,6 mln zł vs 252,4 mln zł na koniec 2021 r. i wobec 189,0 mln zł rok wcześniej. W stosunku do kapitału własnego zadłużenie netto wynosiło kolejno 98,2% na koniec 1H 2022 r., 73,5% na koniec 2021 r. i 77,6% na koniec 1H 2021 r. Sugerując się jednak, podobnie jak w większości spółek porównawczych, tradycyjnie większą liczbą przekazani w drugiej połowie roku, należy oczekiwać poprawy sytuacji finansowej emitenta na koniec roku.
- Ponadto, deweloper przez kilka ostatnich lat realizował strategię dynamicznego rozwoju, dzięki czemu, korzystając na dobrej koniunkturze rynkowej, notował nadwyżkę sprzedaży nad przekazaniami. W obecnym roku plany w zakresie sprzedaży są nieco bardziej stonowane, co oznacza potencjalnie mniejszą liczbę rozpoczętych projektów, a tym samym mniejsze zapotrzebowanie na kapitał obrotowy i finalnie poprawę przepływow operacyjnych.

w mln zł	2019	2020	2021	1H 2021	1H 2022
Przychody	441,9	453,8	515,1	49,3	150,9
Zysk brutto ze sprzedaży	147,5	147,1	182,6	18,4	43,5
Marża brutto ze sprz.	33,4%	32,4%	35,5%	37,2%	28,9%
Zysk netto	86,4	88,7	91,0	-9,3	1,6
Marża netto	19,6%	19,6%	17,7%	-18,7%	1,1%
Kapitał własny	214,5	277,7	342,7	243,4	317,4
Zadłużenie finansowe	157,7	255,4	405,3	283,7	380,6
Kredyty i inne	36,0	83,7	103,5	73,4	101,3
Obligacje	121,7	171,7	301,8	210,2	279,3
% obligacji w zadłużeniu	77,2%	67,2%	74,5%	74,1%	73,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	84,4	162,4	153,0	94,6	69,0
Dług netto	73,3	93,0	252,4	189,0	311,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	62,6%	68,0%	71,3%	77,0%	74,2%
Dług netto/KW	34,2%	33,5%	73,6%	77,6%	98,2%

Zapadalności 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 19.01.2022 r. o godz. 17:50

Dane kontaktowe

Tomasz Puzyrewicz

Dyrektor Departamentu Emisji Obligacji

Tel: 881 566 177

Mail: tomasz.puzyrewicz@dmnavigator.pl

Piotr Poddębniak

Analitik, Makler Papierów Wartościowych

Mail: piotr.poddebniak@dmnavigator.pl

Navigator Dom Maklerski®
 Value delivered.

[ul. Twarda 18](#)

[00-105 Warszawa](#)

[Tel.: +48 22 630 83 33](#)

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

www.dmnavigator.pl