



REAL ESTATE INDEX POLAND

RAPORT Q3 2023

Rok 2022 r. był trudny dla rynku deweloperskiego, pierwsze dwa kwartały 2023 r. przyniosły pewną nadzieję na odbicie, trzeci kwartał 2023 r. przyniósł wreszcie długo oczekiwane mocne odbicie na rynku mieszkaniowym. Trzeci kwartał był przełomowy – mogliśmy w praktyce obserwować działania Bezpiecznego Kredytu 2%. Jak przewidywaliśmy, program ten silniej wpłynął na ceny niż na podaż – która na razie nie nadążyła za popytem, stymulowanym preferencyjnym kredytowaniem.

Końcówka 2021 i cały rok 2022 to najbardziej burzliwe lata na rynku deweloperskim i mieszkaniowym od kryzysu 2008 r.: inflacja, wzrost stóp procentowych, wojna, napływ uchodźców – każde z tych wydarzeń miało wpływ na rynek deweloperski, a wszystko to się działo w okresie rekonwalescencji gospodarki po pandemicznych latach 2020-2021 r. Bieżący rok to już rok potężnego stymulanta – Bezpiecznego Kredytu 2% - i względnego spokoju w otoczeniu makroekonomicznym.

W raporcie przyjrzymy się podaży lokali mieszkań, cenom, dostępności lokali, sytuacji na rynku kredytowym oraz – co jest kluczowe w naszym raporcie – kondycji deweloperów mieszkaniowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Jak wyglądała sytuacja podażowa? Luka w podaży mieszkań, widoczna od drugiej połowy 2022 roku, po zapowiedzi wprowadzenia preferencyjnego kredytowania, zaczęła powoli zapełniać się nowymi inwestycjami mieszkaniowymi: począwszy od pierwszego kwartału 2023 r. rośnie liczba lokali z nowymi PnB oraz lokali, których budowę rozpoczęto. Oczywiście nie przekłada się to jeszcze na wzrost liczby lokali oddanych do użytkowania. Ta luka podażowa z lat 2021-2022 r. nie będzie zasypana w ciągu najbliższych dwóch lub nawet trzech lat – co będzie miało odzwierciedlenie w cenach lokali.

Trzeci kwartał br. przyniósł też lekkie – ale jednak widoczne – zmiany w wybieranych przez deweloperów lokalizacjach. Patrząc na ostatnie cztery lub pięć kwartałów widzimy, że rośnie udział mieszkań (rozpoczynane budowy) w miastach wojewódzkich spoza największej szóstki.

Widzimy także, że rosnący popyt – napędzany preferencyjnym kredytowaniem – przekłada się mocniej na wzrosty cen niż na wzrosty podaży (liczonej lokalami z nowo wydanymi pozwoleniami na budowę, a nie lokalami oddanymi do użytkowania). Tu widzimy wyraźną zapaść: w pierwszych trzech kwartałach br. liczba lokali z nowymi pozwoleniami na budowę była niższa o **26,6%** niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Największe spadki pokazała Warszawa (o **42,1%**) – wynika to nie z niskiej atrakcyjności warszawskiego rynku, ale z ograniczeń w podaży gruntów z uregulowaną sytuacją planistyczną. Jak wskazywaliśmy już wielokrotnie w poprzednich edycjach raportu, problemy z dostępnością działek budowlanych były i są jednym z głównych czynników napędzających wzrost cen mieszkań w największych miastach Polski.

Co działo się w trzecim kwartale br. po stronie popytu? Tu działo się bardzo dużo – bo dawno (a może nigdy) rynek nie otrzymał takiego potężnego stymulanta jak Bezpieczny Kredyt 2%. A trzeba też dodać, że doszło do tego lekkie poluzowanie kryteriów przy badaniu zdolności kredytowej oraz optymistyczne

oczekiwania co do kierunku zmian stóp procentowanych. W trzecim kwartale br. wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych wzrosła (w porównaniu z poprzednim kwartałem) o **45,4%**, do poziomu 16 mld zł. Daleko nam jednak do rekordowych wartości z trzeciego kwartału 2021: 23 mld zł. Trzeba jednak zauważyć, że od rekordowo słabego ostatniego kwartału 2022 r. (6 mld zł udzielonych kredytów mieszkaniowych) rynek od trzech kwartałów konsekwentnie pokazuje wzrosty.

Jeżeli chodzi o ceny mieszkań (szczególnie w sześciu największych miastach) – tu połączenie wyrwy w podaży oraz mocnego stymulowania popytu mogło przynieść tylko jeden efekt – wzrost cen o czasami nawet dwucyfrowej dynamice. Nie dysponujemy jeszcze pełnymi danymi o cenach w największych ośrodkach, ale możemy śmiało przewidywać, że wzrosty cen będą nam towarzyszyły jeszcze w następnym lub dwóch następnych kwartałach. Jak pokażemy w dalszej części raportu, deweloperzy reagują z różnym opóźnieniem na zmiany popytu – dostosowanie ilościowe podaży następuje w różnym tempie w różnych miastach ale trwa dłużej niż jeden kwartał. A trzeba dodać, że nawet reakcja podaży – którą obserwujemy od trzech kwartałów w skali całego kraju – nieprędko zasypie podażową wyrwę. W trzecim kwartale liczba lokali, których budowę rozpoczęto wyniosła 53,3 tys. – co stanowi ciągle zaledwie dwie trzecie rekordowego wyniku z drugiego kwartału 2021 r. (80,9 tys. lokali). Obserwujemy też powolny wzrost udziałów sześciu największych miast w ogólnej liczbie nowo rozpoczynanych budów – w trzecim kwartale **20%** lokali (spośród nowo rozpoczętych budów) znalazło się w największych ośrodkach – a jeszcze przed pandemią prawie **30%** nowo rozpoczynanych lokali znajdowało się w tych ośrodkach.

Sytuacja deweloperów mieszkaniowych, notowanych na GPW, prezentowała się bardzo dobrze. W trzecim kwartale br. sprzedaż lokali osiągnęła najwyższy poziom od 2019 r. – i co ważne, po dołku w połowie 2022 r. sprzedaż mieszkań nieprzerwanie rośnie, przez cztery kolejne kwartały. Podsumowując opublikowane sprawozdania finansowe na koniec pierwszego półrocza, widzimy dużo pozytywnych sygnałów. Zadłużenie netto spadło o ok. **16%** (kwartał do kwartału), przy jednoczesnym lekkim wzroście wskaźnika ogólnego zadłużenia. Doskonała sytuacja po stronie popytowej (w dużej mierze wynik stymulacji rządowym programem) znalazł odbicie w coraz lepszej sytuacji deweloperów.

Co będzie się działo na rynku mieszkaniowym i deweloperskim w kolejnych kwartałach? Będziemy starali się znaleźć odpowiedź na to pytanie w raporcie, ale już teraz możemy przewidzieć, że podaż będzie próbowała dogonić ciągle rosnące ceny, a rynek kredytowy będzie notował nowe rekordy – choć raczej nie dojdzie do poziomów z pandemicznego szczytu. Rynek obligacji deweloperów przestanie odczuwać już skutki hamulca wciśniętego przez fundusze inwestycyjne na początku 2020 r. W skrócie – z punktu widzenia inwestorów i deweloperów oczekujemy samych dobrych wieści. Zapraszamy do lektury!

Zespół Obligacji
Domu Maklerskiego Navigator S.A.

Spadki podaży gotowych lokali, odbicie w nowych budowach

W trzecim kwartale – w największym skrócie – mieliśmy do czynienia z dwoma przeciwstawnymi zjawiskami: spadki ilości lokali oddawanych do użytkowania oraz wzrostami liczby lokali zarówno z nowymi pozwoleniami na budowę i których budowę rozpoczęto. Równoczesne wystąpienie tych procesów ma swoją przyczynę w specyfice rynku deweloperskiego (co jeszcze omówimy), jednak w pierwszej kolejności przyjrzymy się liczbom.

Na początku parę uwag metodologicznych. Aktywność rynku mierzymy liczbą lokali, na które wydano pozwolenia na budowę oraz których budowę rozpoczęto. Te wartości lepiej odzwierciedlają nastrój deweloperów niż liczba lokali, które oddano do użytkowania. W analizach definiujemy sześć największych ośrodków miejskich następująco: Warszawa, Łódź, Wrocław, Kraków, Poznań, Trójmiasto (Gdańsk, Gdynia, Sopot). Jako okoliczne powiaty określamy wszystkie powiaty, które bezpośrednio graniczą z powyższymi ośrodkami miejskimi.

Trzeci kwartał br. był pierwszym kwartałem działania programu Bezpieczny Kredyt 2% - ale jego wpływ na podaż (mierzoną liczbą oddanych do użytkowania lokali) zobaczymy zapewne najwcześniej w 2024 r. Na razie mieliśmy do czynienia z kolejnym kwartałem ze spadkami podaży gotowych lokali. W trzecim kwartale br. oddano do użytkowania 49,1 tys. lokali mieszkalnych: to najniższy wynik od „pandemicznego” drugiego kwartału 2020 r. (47,5 tys. lokali). Począwszy od rekordowego czwartego kwartału 2022 r. (71,3 tys.) to praktycznie trzeci kwartał spadków. W porównaniu z analogicznym kwartałem ubiegłego roku, w ostatnim kwartale oddano do użytkowania o 15% mniej mieszkań. Porównując trzy pierwsze kwartały 2023 r. (oddanych do użytkowania 161,3 tys. lokali) do trzech pierwszych kwartałów 2022 r. i 2021 r. widzimy spadki odpowiednio o 3,6% i 1,8%. Wzrost o 3,2% widzimy, porównując do trzech pierwszych kwartałów pandemicznego 2020 r.

Powyżej przedstawiliśmy dane ogólnopolskie – natomiast w sześciu największych ośrodkach miejskich deweloperzy zdążyli już zareagować z podażą najszybciej – podaż gotowych lokali wzrosła w pierwszych trzech kwartałach br. o 2,9% w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego. W pozostałych miastach wojewódzkich podaż nowych lokali wzrosła o 1,9%, natomiast w pozostałej części Polski spadła o 6%. Tu trzeba jednak podkreślić, że w liczbach bezwzględnych podaż gotowych lokali w największych miastach w latach 2022-2023 ucierpiła bardzo mocno. Dla trzech pierwszych kwartałów poszczególnych lat: w rekordowym roku 2020 r. oddano tam do użytkowania 44,9 tys. lokali., w 2023 r. zaledwie 36,5 tys. (spadek o 18,7%). W sześciu największych ośrodkach miejskich. W okresie I-III kw. 2023 r. osiągnęliśmy najniższy od porównywalnego okresu w 2017 (36,7 tys. mieszkań). Podaż w największych miastach skurczyła się do wielkości sprzed 6 lat. Ta wyrwa w podaż będzie miała ogromny wpływ na ceny w największych miastach jeszcze przynajmniej przez cały 2024 r.

Gdy przechodzimy do analizy liczby lokali z wydanymi pozwoleniami na budowę, możemy zaobserwować już wyraźne symptomy odbicia po stronie podaży. W trzecim kwartale 2023 r. wydano pozwolenia na budowę 174,3 tys. lokali

mieszkalnych – oznacza to wzrost o 4% w stosunku do poprzedniego kwartału. Po długim okresie spadków (od rekordowego drugiego kwartału 2022 r. do rekordowo słabego pierwszego kwartału 2023 r. liczba lokali spadła o 44%), widzimy drugi kolejny wzrostowy kwartał. Porównując trzy pierwsze kwartały 2023 r. do odpowiednich okresów w poprzednich latach widać jednak, że podaż będzie odbudowywać się bardzo powoli. W okresie I-III kw. 2023 r. wydano pozwolenie na 174,3 tys. lokali mieszkalnych – to najniższy wynik od 2016 r. (154,3 tys. lokali z nowymi PnB w pierwszych trzech kwartałach).

Udział lokali z nowymi PnB w sześciu największych ośrodkach miejskich od 2020 r. utrzymuje na poziomie ok. 20% (22% w pierwszych trzech kwartałach 2023 r.). To znacząco mniej niż w latach 2013-2019, kiedy udział największych był na poziomie ok. 26% (29% w rekordowym 2017 r.). Nie oznacza to braku zainteresowania deweloperów największymi miastami – oznacza to trudności z pozyskiwaniem nowych gruntów oraz trudności związane z planowaniem przestrzennym w tych miastach. Ten czynnik – a nie cena pieniądza czy ceny robocizny i materiałów budowlanych – są głównym czynnikiem po stronie podaży determinującym wzrost cen mieszkań w największych miastach.

Liczba lokali, których budowę rozpoczęto – tu także widzimy pewną poprawę, jednak daleko do optymizmu. W trzecim kwartale br. rozpoczęto budowę 63,3 tys. lokali mieszkalnych: w tym 10,7 tys. w sześciu największych ośrodkach i 4,2 tys. w pozostałych miastach wojewódzkich. Oznacza to trzeci kolejny wzrostowy kwartał. W porównaniu z rekordowo słabym czwartym kwartałem 2022 r. oznacza to wzrost o 50% (w sześciu największych miastach o 62%). Pomimo tych wzrostów rynek nie odrobił strat do poziomu z drugiego kwartału 2021 r. (rozpoczęto wtedy budowę 80,9 tys. mieszkań). W porównaniu z trzecim kwartałem ubiegłego roku w ostatnim kwartale rynek pokazał już pewne odbicie: rozpoczęto budowę o 18% więcej mieszkań.

Porównajmy teraz trzy pierwsze kwartały 2023 r. do odpowiednich okresów ubiegłych lat. Od początku stycznia do końca września br. rozpoczęto budowę 138,9 tys. lokali (w rekordowym 2021 r. w tym okresie rozpoczęto budowę 216,3 tys. lokali). W bieżącym roku osiągnęliśmy najniższy poziom od 2016 r. (133,1 tys. lokali w okresie styczeń-wrzesień). Jeszcze gorzej sytuacja wygląda w największych miastach: rozpoczęto tam budowę zaledwie 29,2 tys. lokali (21% ogółu). W liczbach bezwzględnych to najniższy wynik od 2013 r. (24,7 tys.). W latach 2017-2021 (pomijając pandemiczny 2020 r.) w okresie styczeń-wrzesień w największych miastach rozpoczynano budowę blisko 50 tys. lokali. Od dwóch lat oscylujemy wokół 30 tys. – oznacza to powrót do poziomów sprzed 10 lat. Jeżeli chodzi o udział lokali w sześciu największych miastach: od 2020 r. utrzymuje się na stabilnym poziomie ok. 20% (w latach 2014-2019 średnio ok. 30%). Tu znowu widać skutki niskiej dostępności działek budowlanych.

Rynek mieszkaniowy

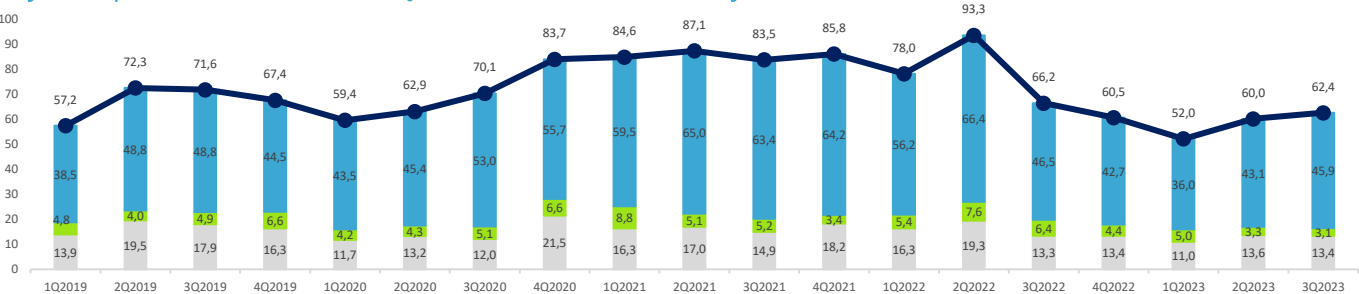
Jak widzimy, deweloperzy mieszkaniowy reagują z opóźnieniem na impulsy po stronie popytu – zgodnie z przewidywaniami popyt zareagował bardzo mocno na wprowadzenie Bezpiecznego Kredytu 2%, reakcja podażowa deweloperów była już znacznie bardziej ostrożna. Warto przyrzeć się bliżej temu zjawisku. Jak wykazali badacze ze Szkoły Głównej Handlowej¹, analizując działania deweloperów w szesnastu miastach wojewódzkich Polski, deweloperzy reagują w różny sposób (lub bardzo słabo reagują) poziomem nowej produkcji (liczbą nowo budowanych lokali) na zmiany cen w danym ośrodku. I tak, w dużych miastach (Warszawa, Kraków, Łódź, Wrocław, Poznań, Gdańsk) i niektórych mniejszych wojewódzkich (Bydgoszcz, Białystok, Rzeszów, Zielona Góra, Opole) reagują wzrostem podaży na wzrosty cen, jednak dzieje się to czasami z opóźnieniem, a czasami z wyprzedzeniem. Z wyprzedzeniem „produkcja” mieszkań reaguje w Warszawie, Krakowie, Łodzi, Wrocławiu, Poznaniu, Gdańsku i Opolu), z minimalnym wyprzedzeniem w Białymstoku, Rzeszowie i Bydgoszczy, z

opóźnieniem w Zielonej Górze. W pozostałych miastach brak jest istotnej statystycznie reakcji na zmiany cen na rynku pierwotnym i wtórnym.

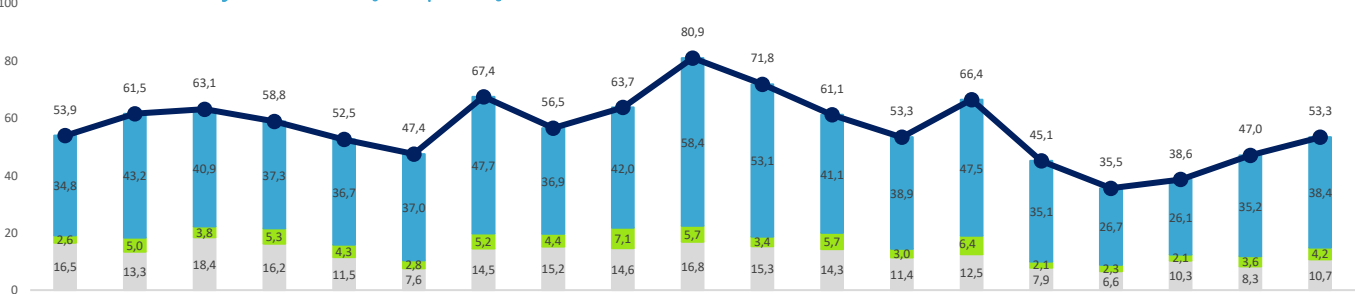
Może to oznaczać, że deweloperzy w dużej mierze – w największych miastach – zdyskontowali już wzrosty cen wynikające z wprowadzenia Bezpiecznego Kredytu 2% i wzrost podaży nie będzie już osiągał dynamiki porównywalnej z dynamiką cen mieszkań w 2023 r. (znowu: w największych miastach). To kolejny powód, aby przewidywać, że w najbliższych lat ceny mieszkań w największych miastach będą stabilnie rosły (nie wykluczając przy tym krótkich epizodów spadkowych wywołanych czynnikami egzogenicznymi).

Podsumowując trzy kwartały 2023 r.: wzrost liczby budowanych lokali, wzrost liczby pozwoleń na budowę, dalsze spadki liczby lokali oddawanych do użytkowania. W niektórych parametrach rynek cofnął się o 7-10 lat.

Wydane pozwolenia na budowę – liczba lokali mieszkalnych



Liczba lokali, których budowę rozpoczęto



Liczba lokali oddanych do użytkowania



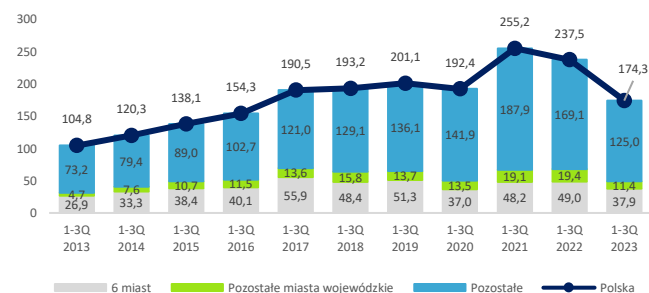
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

1 Krzysztof Olszewski, Jacek Łaszek, Joanna Waszczuk, *An unequal reaction of housing starts to house prices in different regions of Poland*, Bank i Kredyt 54(4), 2023, 437-458.

Rynek mieszkaniowy

Wydane pozwolenia na budowę – liczba lokali mieszkalnych

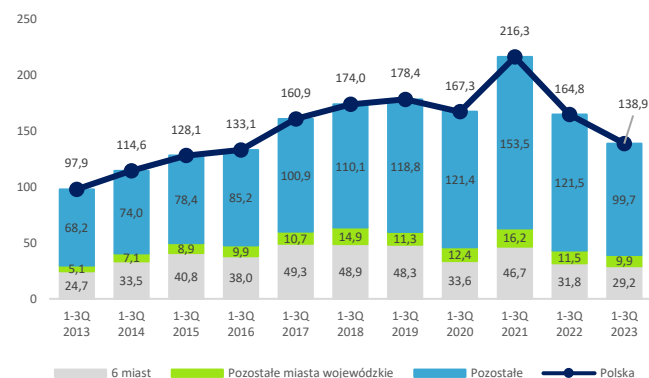
Okres I-III kwartał (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

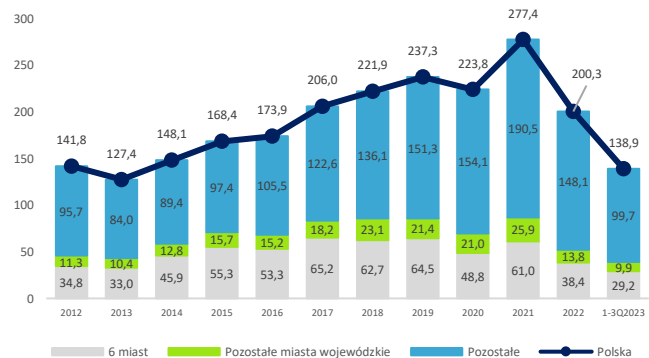
Liczba lokali, których budowę rozpoczęto

Okres I-III kwartał (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

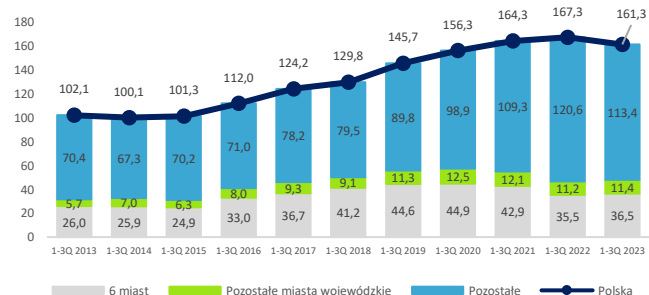
Dane roczne(tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

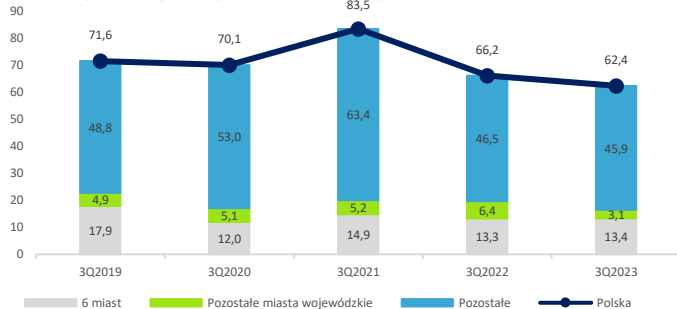
Liczba lokali oddanych do użytkowania

Okres I-III kwartał (tys.)



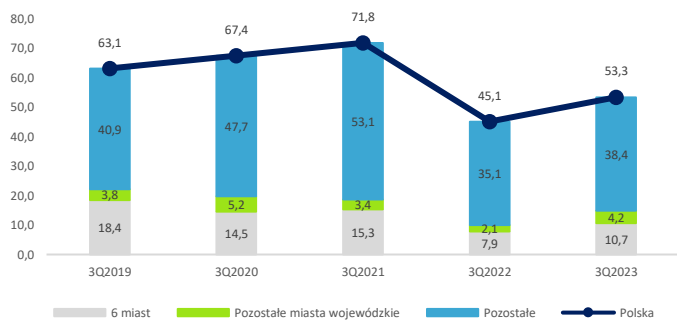
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Dane w porównywalnych kwartałach (tys.)



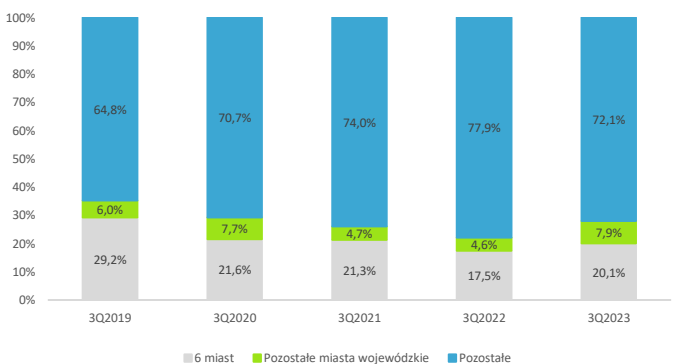
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Dane w porównywalnych kwartałach (tys.)



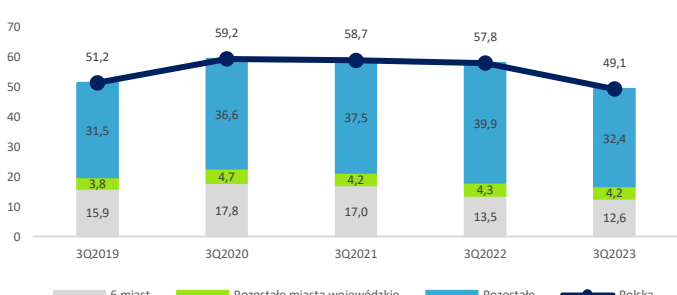
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Dane w porównywalnych kwartałach - udziały



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Dane kwartalne. (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Gdzie się budowało?

Trzeci kwartał 2023 r. (tak jak cały okres od stycznia do końca września) nie przyniósł zmian trendów w lokalizacji nowych lokali mieszkalnych. Tak jak wskazywaliśmy już w poprzednim raporcie, pewnemu zahamowaniu uległo rozlewanie się miast (*city sprawl*). W tej części raportu przyjrzymy się, gdzie deweloperzy rozpoczynali nowe projekty.

Jak pokazaliśmy już wcześniej, udział sześciu największych ośrodków miejskich w rozpoczętych budowach oraz liczbie lokali z nowymi PnB ustabilizował się na poziomie ok. 20%. Można zatem już mówić o „drugiej fali” rozwoju rynku deweloperskiego w Polsce. W trakcie pierwszej fali deweloperzy bardzo mocno koncentrowali się na największych ośrodkach miejskich (ok. 30% nowych lokali), przy populacji ok. 15% populacji Polski. Obecnie, w drugiej fali rozwoju rynku deweloperskiego, deweloperzy coraz mocniej interesują się mniejszymi miastami oraz – co widzimy od czasu pandemii – powiatami otaczającymi największe miasta.

Przyjrzymy się zatem, co działo się w sześciu największych miastach oraz otaczających je powiatach – oraz jak to wyglądało na tle rynku ogólnopolskiego.

Analizując liczbę rozpoczętych lokali na przestrzeni ostatnich dwunastu lat, widzimy, że po rekordowym – dla tych ośrodków miejskich – okresie 2017-2021 – kiedy w największych miastach rozpoczynano corocznie budowę ponad 60 tys. lokali, od roku 2022 r. widzimy gwałtowny spadek, zarówno w udziałach, jak i w liczbach bezwzględnych. W pierwszych trzech kwartałach 2023 r. w sześciu największych miastach rozpoczęto budowę zaledwie 29,2 tys. lokali. Zapewne, zważywszy kwartalne wzrosty, w 2023 r. liczba lokali, których budowę rozpoczęto w największych miastach w całym 2023 r. będzie wyższa niż w 2022 r. (38,4 tys.), to jednak widać, że podaż nowych mieszkań w tych ośrodkach będzie w najbliższych kwartałach dalej spadać.

Jeżeli spojrzymy na liczbę lokali, których budowę rozpoczęto w pozostałych miastach wojewódzkich, to od kilkunastu lat widzimy stabilizację – udziały od lat oscylują wokół 8%. Na spadkach w największych ośrodkach miejskich korzystają zatem nie mniejsze miasta, a reszta kraju – w tym w powiatach otaczających największe miasta.

Poczynając od 2014 r. (dla okolic Warszawy: od 2016 r.) wzrastała liczba lokali, których budowę rozpoczynano w otaczających największe miasta powiatach. Wzrosty te trwały do 2021 r. – od 2022 r. liczba ta w otaczających powiatach zaczęła spadać. W

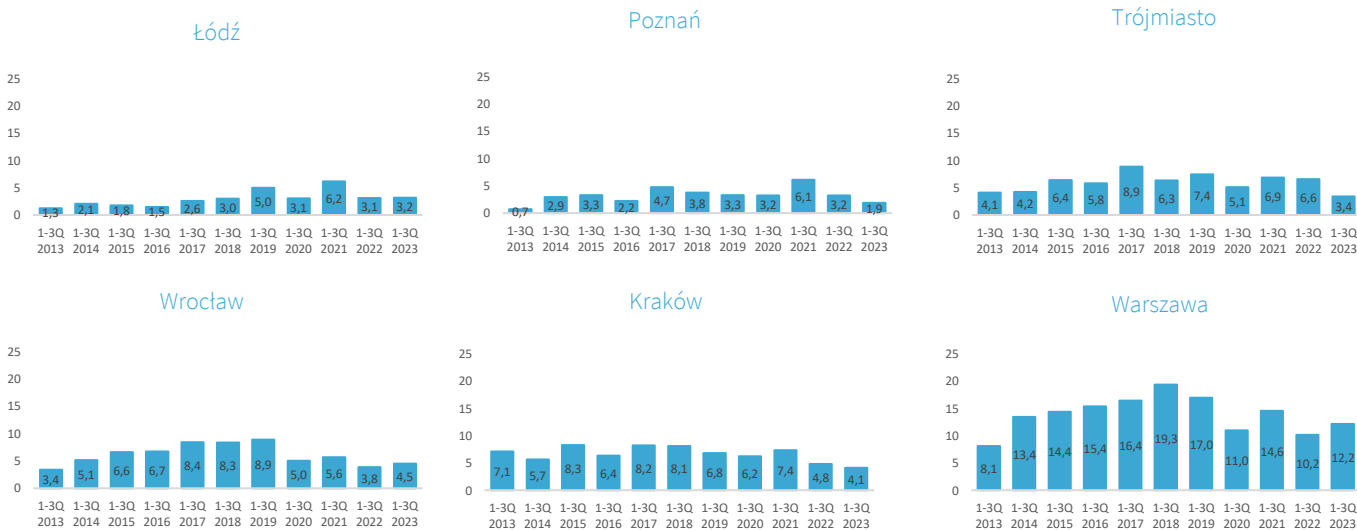
latach 2020-2022 liczba nowo budowanych lokali w powiatach otaczających Warszawę prawie zrównała się z liczbą nowo budowanych lokali w samej Warszawie. Przez 4 kwartały (do III kw. 2022 r.) rozpoczynano budowę większej liczby lokali w powiat wokół Warszawy niż w samej Warszawie. W III kwartale ten trend się odwrócił: w Warszawie 4,4 tys., w sąsiadujących powiatach: 3,2 tys. (wobec 4,5 tys. w II kwartale 2022 r.). Dla sześciu największych miast (wliczając Warszawę) w sąsiadujących z nimi powiatami również obserwujemy lekki odwrót deweloperów z otaczających miasta powiatów. Po rekordowym 2021 r. (27,2 tys. lokali) w pierwszych trzech kwartałach 2023 r. rozpoczęto w tych powiatach budowę zaledwie 14,2 tys. lokali, co stanowi spadek o 15,8% względem analogicznego okresu w ubiegłym roku. W powiatach otaczających Warszawę analogiczny spadek wyniósł 23,0%.

Widać zatem, że zjawisko *city sprawl* napotkało dwie naturalne bariery po stronie podaży i popytu: deficyt uzbrojonych działek oraz obawy potencjalnych nabywców co do kosztów pośrednich takich inwestycji (jak np. ogrzewanie i dojazdy do miejska pracy). Warto też zaznaczyć, że poza nielicznymi wyjątkami duzi deweloperzy mieszkaniowi nie angażowali się w segment domów jednorodzinnych/szeregowych – to pozostawało domeną mniejszych, lokalnych deweloperów, którzy w okresie drogiego pieniądza mieli mniejsze możliwości ekspansji.

Przyjrzymy się teraz, jak wyglądała sytuacja w sześciu największych ośrodkach miejskich (lokalne, których budowę rozpoczęto). Tu obraz był bardzo różny w różnych miastach. Znaczące wzrosty w pierwszych trzech kwartałach br. odnotowano we Wrocławiu i Warszawie (odpowiednio 17,6% i 19,7%), w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Minimalny wzrost odnotowano w Łodzi (1,2%), natomiast w Poznaniu, Trójmieście i Krakowie odnotowano znaczne spadki (odpowiednio: 42,3%, 48,6%, 13,8%).

Patrząc na trendy dłuższe niż jeden rok widzimy, że w sześciu największych ośrodkach miejskich liczba rozpoczętych lokali w większości z największych miast lekko spada – długookresową stabilizację widać we Wrocławiu, Warszawie i Łodzi. Rynek łódzki, przez wiele lat będący poza radarem wielu dużych deweloperów, znowu złapał zadyszkę i po wzroście z roku 2020 nie ma już śladu – liczby wróciły do poziomu sprzed pandemii, przy jednoczesnych wzrostach cen.

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w okresie I – III kwartał (tys.)

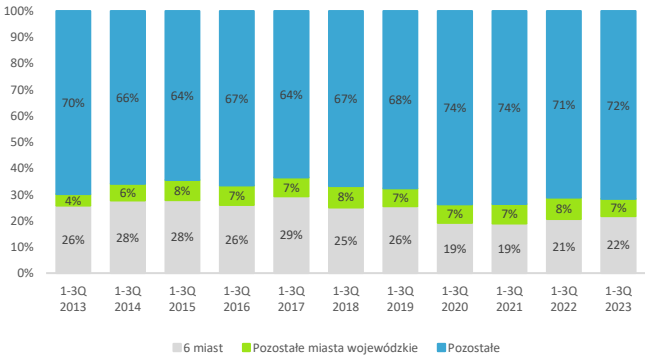


Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rynek mieszkaniowy

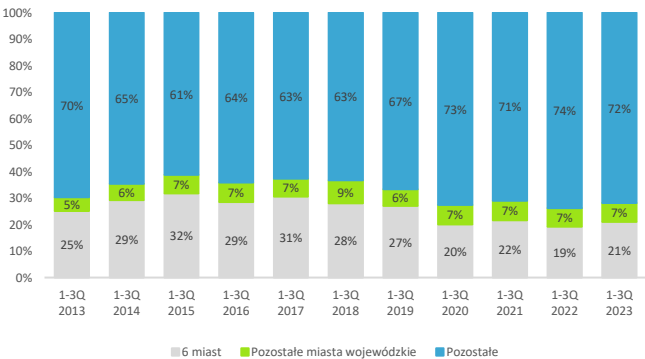
Gdzie się budowało?

Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenie na budowę – okres styczeń - wrzesień (%)



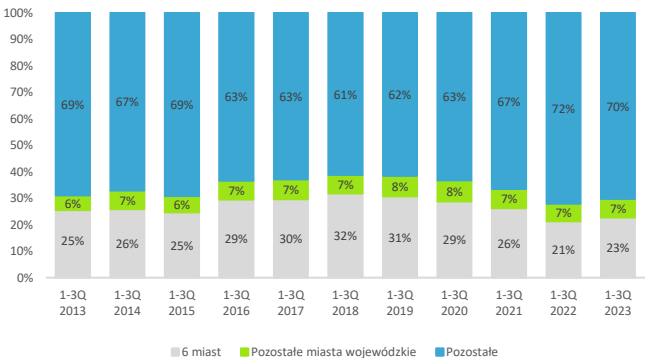
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w Polsce – okres styczeń- wrzesień (tys.)



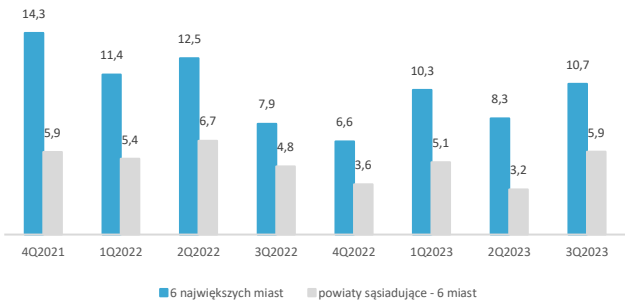
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których oddano do użytkowania – okres styczeń - wrzesień (%)



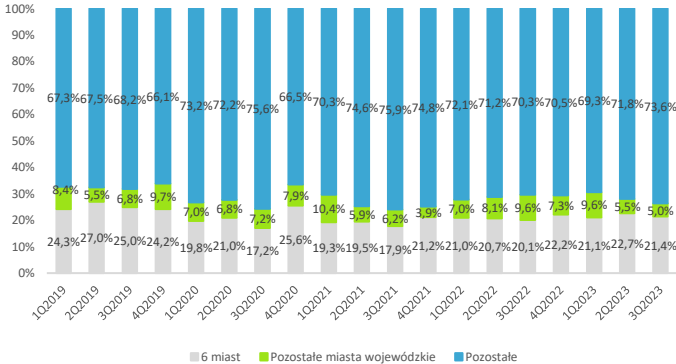
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



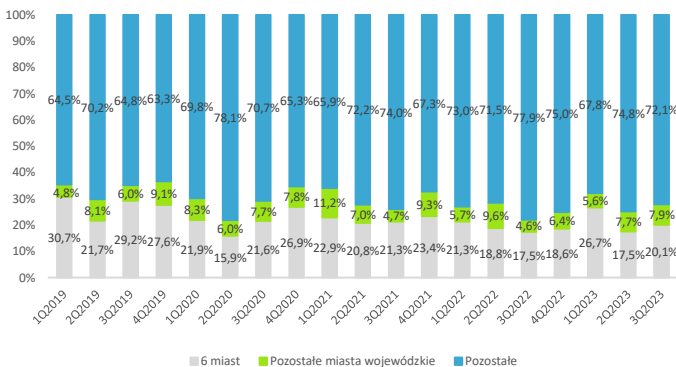
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenia na budowę – kwartały 2019-2023 r. (%)



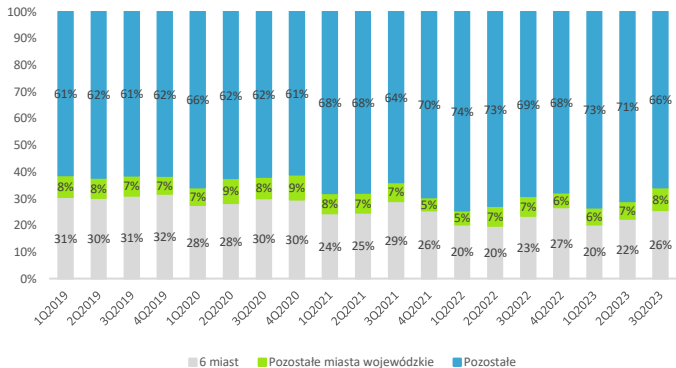
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto – kwartały 2019-2023 r. (%)



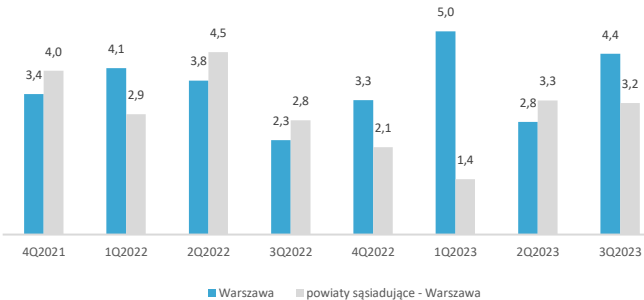
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, które oddano do użytkowania – kwartały 2019-2023 r. (%)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Wzrosty cen – podaź nie nadąża za popytem

Ostatni kwartał 2022 r. – kiedy ceny lekko spadły – był, jak się szybko okazało, ewenementem. W roku 2023 r. rynek mieszkaniowy z impetem wszedł na ścieżkę wzrostu. O ile w pierwszym kwartale wzrost cen mieszkań w 6 największych miastach (Warszawa, Gdańsk, Kraków, Poznań, Wrocław, Łódź, wszędzie będzie mowa o cenach transakcyjnych) był jeszcze niewielki (0,6% w porównaniu z poprzednim kwartałem), to w drugim kwartale br. rynek zaczął mocno dyskutować nadejście Bezpiecznego Kredytu 2%. Do końca czerwca br. ceny w sześciu największych miastach wzrósł o 5,2% (r/r). Przypomnijmy – to ciągle wzrosty przed uruchomieniem Bezpiecznego Kredytu 2%.

Podobnie jak w poprzednich okresach, ceny nie rosną równomiernie – pojawił się nowy lider wzrostu, doszło też do zaskakujących spadków w jednym z ośrodków. Co ważne – to obraz z ostatniego kwartału bez bezpośredniego wpływu programu Bezpieczny Kredyt 2%, który w kolejnym okresie miał fundamentalny wpływ na rynek, i będzie miał taki wpływ także w kolejnych okresach. W naszej analizie opieramy się na kwartalnym opracowaniu NBP².

II kwartał br. przyniósł niespodziewanego lidera wzrostów cen: w Łodzi ceny wzrosły o 11,1% (r/r), kwartalnie o 4,2%. Wzrost jest o tyle zaskakujący, że w poprzednich kwartałach ceny w tym mieście rynek łódzki zostawał nieco w tyle, zarówno jeżeli chodzi o wolumeny, jak i wzrosty cen. W II kwartale Łódź była liderem rocznych wzrostów cen – ostatni raz taka sytuacja miała miejsce w III kw. 2023 r. Dwucyfrowym wzrostem rocznym w II kw. br. mógł się jeszcze pochwalić Wrocław (wzrost 10,2% r/r) – tu akurat wysoka pozycja nie zaskakuje – rynek wrocławski pokazuje dobre wyniki w zakresie wzrostów cen i wolumenów od lat.

Pewnym zaskoczeniem jest spadek cen w Warszawie: o 1,6% (r/r). To oczywiście dane sprzed Bezpiecznego Kredytu 2%, ale pokazuje, że na rynku warszawskim, bez dodatkowej stymulacji popytu, ceny wyczerpały już potencjał wzrostu. Jak wiemy, III kwartał przyniósł w Warszawie jednak wzrosty cenowe. Na rynku warszawskim bardzo mocno dają się odczuć bariery wzrostu podaży – ograniczony bank ziemi, wysokie ceny działek oraz duży udział terenów bez uchwalonych Miejscowych Planów Zagospodarowania Przestrzennego.

W trzecim kwartale br. – choć nie mamy jeszcze danych NBP – ceny zareagowały bardzo mocno na preferencyjny program

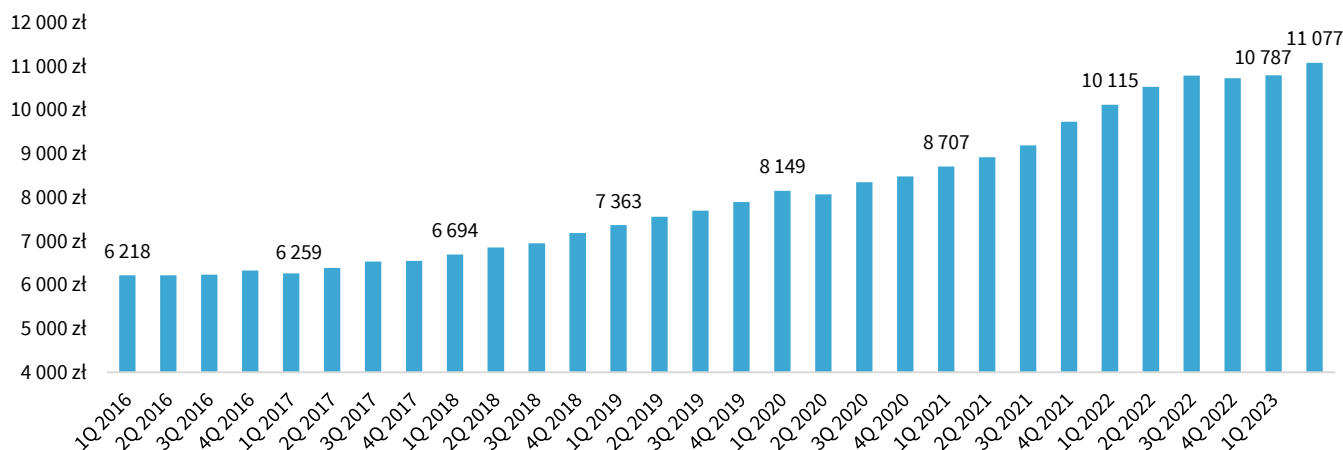
kredytowania. Ceny wzrosły o 8,6% r/r (co jednak pozostaje w tyle za wzrostem cen konsumpcyjnych: 9,7% r/r)³. Ceny jednak, co ważne w kontekście oceny sytuacji deweloperów giełdowych, wzrosły najszybciej w największych ośrodkach miejskich – czy tam, gdzie koncentrują swoje działania analizowani przez nas deweloperzy. W miastach ponad 500 tys. mieszkańców ceny ofertowe wzrosły o 10,6% r/r, podczas gdy w mniejszych ośrodkach miejskich ceny wzrastały od 4,8% do 7,8% r/r (odpowiednio w miastach poniżej 50 tys. mieszkańców i miastach od 100 tys. do 500 tys. mieszkańców). Ceny ofertowe wzrosły mocniej na rynku pierwotnym – można to wyjaśnić większym udziałem mieszkań z segmentu premium na rynku pierwotnym.

Z uwagi na utrzymujący się od czasu wybuchu pandemii duży udział zakupów gotówkowych (spośród których duży udział mają zakupy inwestycyjne) znaczącym czynnikiem kształtującym ceny są stawki najmu. W trzecim kwartale br. stawki najmu wzrosły – przy czym znowu liderem wzrostów były miasta pow. 500 tys. mieszkańców. Ceny ofertowe najmu wzrosły o 4,1% w porównaniu z poprzednim kwartałem. Co różniło rynek najmu od rynku kupna mieszkań to fakt, że na rynku najmu ceny rosną równomiernie w miastach różnej wielkości. Wygaś efekt wojny w Ukrainie (w poprzednim roku imigracja napędzała ceny najmu w największych miastach), w III kwartale miał jednak znaczenie początek roku akademickiego.

Co stanie się z cenami w ciągu nadchodzących dwóch-trzech kwartałów?

Na ceny będą miały wpływ czynniki popytowe i podażowe. Przyjrzyjmy się najpierw czynnikom popytowym. Jak wielokrotnie wspominaliśmy w naszych raportach, jednym z głównych czynników cenotwórczych jest dostępność kredytów hipotecznych. Program „Bezpieczny Kredyt 2%” w krótkim okresie zwiększył dostępność kredytów, jednak w czwartym miesiącu jego obowiązywania widzimy, że potencjał może się wyczerpywać, szczególnie w największych miastach – gdzie limit nie nadążał za wzrostem cen a jednocześnie banki odnotowują największe obłożenie wnioskami kredytowymi. W dużych miastach na ceny będą dalej wpływać zakupy inwestycyjne oraz kredyty spoza preferencyjnych programów.

Średnie ceny transakcyjne 1m2 mieszkania w największych miastach [zł]



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

²Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2023 r., Narodowy Bank Polski, wrzesień 2023 r.

³Dane dot. cen mieszkań i cen najmu w III kw. 2023 r. za: Sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych. III kwartał 2023 r., Polityka Insight i Otodom, Kwartalnik mieszkaniowy 2023 3Q, Warszawa, październik 2023.

Rynek mieszkaniowy

Po stronie popytowej ciągle pod znakiem zapytania stoi potencjał zakupowy funduszy PRS. Obecnie, nawet w największych miastach mają znikomy udział w łącznym wolumenie popytu – w długim okresie, pod warunkiem braku mocnych ograniczeń regulacyjnych, ich wpływ na rynek będzie nieunikniony. Mocne wejście funduszy PRS może też spowodować przetasowanie na rynku deweloperskim – deweloperzy będą musieli stworzyć kanały dystrybucji instytucjonalnej mieszkań.

Kluczowy wpływ na ceny ma sytuacja podaży. Po pierwsze, liczba lokali, których budowę rozpoczęto w III kwartale br., pomimo trzech kwartałów wzrostów, ciągle jest znacząco niższa niż średnie poziomy z lat 2019-2021. Liczba lokali oddawanych do użytkowania spadła w trzecim kwartale – to też wpłynęło na ceny, głównie w największych miastach, gdzie ten spadek – w porównaniu z okresem 2021-2022 jest szczególnie mocny.

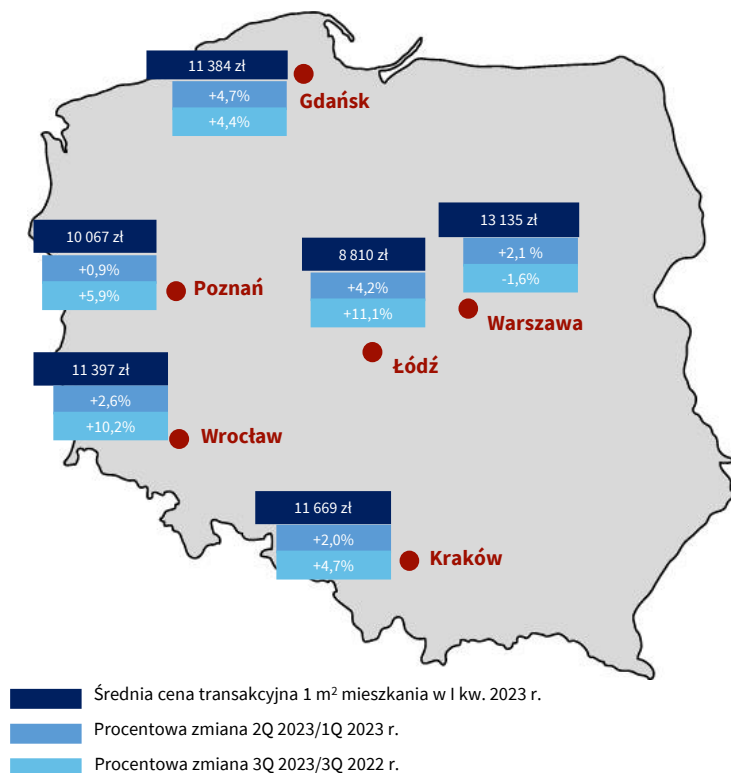
Drugim problemem – i znowu szczególnie widocznym w największych miastach – jest niska dostępność działek z uzbrojeniem i uregulowaną sytuacją planistyczną. Ten problem pogłębia się z roku na rok – a jego rozwiązanie zdecydowanie wykracza poza samoregulujące się właściwości rynku. Dostępność i ceny gruntu mogą – w dłuższym okresie – powodować koncentrację na rynku deweloperskim. Mniejsi deweloperzy mają bardziej ograniczone możliwości pozyskiwania niebankowych środków na zakup gruntów – odmiennie niż deweloperzy giełdowi. Stąd też obecną sytuację na rynku działek budowlanych duzi deweloperzy powinni uważać za szansę rynkową na budowanie przewagi konkurencyjnej. Z punktu widzenia nabywców taki obrót rzeczy nie będzie jednak korzystny – będzie to sprzyjać rosnącej oligopolizacji rynku i, co za tym idzie, wzrostom cen.

Skoro już jesteśmy przy deweloperach giełdowych i finansowaniu zakupów gruntów – w 2023 r. krajowe fundusze inwestycyjne mocno zwiększyły apetyt na dług deweloperów giełdowych, przy jednoczesnym ograniczeniu oczekiwań cenowych. Pomoże to zwiększyć wolumeny nowych projektów w kolejnych latach – nawet przy rosnących cenach gruntów.

Czynnikami wpływającym na spadek cen zarówno zakupu, jak i najmu lokali mieszkalnych mogłoby być preferencyjne, komunalne budownictwo czynszowe. Potencjał takich działań – nawet przy założeniu skierowania do tego projektu wystarczających środków z budżetów komunalnych i ogólnokrajowego – jest jednak, przy obecnych barierach planistycznych, dość niski. Zasoby uzbrojonych gruntów pod budownictwo wielomieszkaniowe, z uregulowaną sytuacją planistyczną i będących własnością samorządu są bardziej niż nikłe. W Warszawie to ok. 211 ha (0,41% pow. miasta). Największy udział w łącznej powierzchni danego (dla sześciu największych miast) miasta mają w Łodzi – 1,54%. Można zatem przewidzieć, że nawet przy maksymalnym wykorzystaniu zasobów tych działek łączna liczba wybudowanych na nich mieszkań komunalnych nie będzie znacząca w porównaniu z wolumenem oferowanych przez komercyjnych deweloperów.

Podsumowując przełomowy dla cen mieszkań III kwartał br.: potencjał cenotwórczy Bezpiecznego Kredytu 2% będzie się stopniowo wyczerpywał, jednak całość czynników rynkowych mocno przemawia za tym, że – pomijając okresowe wahania – ceny w najbliższym roku są na stabilnej ścieżce wzrostu.

Średnie ceny na rynku pierwotnym za m² mieszkań w największych miastach na koniec II kw. 2023 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

Otoczenie makroekonomiczne

Kredyty hipoteczne – wzrost na sterydach (rządowych)

Trzeci kwartał 2023 r. upłynął pod znakiem wdrożenia Bezpiecznego Kredytu 2%. Jak można było oczekiwać- rynek kredytów mieszkaniowych zareagował bardzo mocnymi wzrostami, zarówno wartości, jak i ilości kredytów.

Wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych w trzecim kwartale br. wyniosła 16,4 mld zł. Oznacza to wzrost o 45,4% względem poprzedniego kwartału i o 134,5% wobec trzeciego kwartału ubiegłego roku. Ciągłe jednak rynek nie odrobił spadków, które rozpoczęły się w ostatnim kwartale 2021 r. Po rekordowym trzecim kwartale 2021 r. (23,2 mld zł udzielonych kredytów) rozpoczął się trwający przez pięć kolejnych kwartałów okres spadków wolumenów udzielonych kredytów. Zapowiedź Bezpiecznego Kredytu 2% oraz zahamowanie wzrostów stóp bazowych odwróciło ten trend – i tak od początku bieżącego roku obserwujemy dynamiczny wzrost wartości udzielanych kredytów mieszkaniowych. W porównaniu z rekordowo niskim czwartym kwartałem 2022 r. wolumen nowo udzielonych kredytów uległ prawie potrojeniu – to wszystko stało się zaledwie w czasie dziesięciu miesięcy – przy czym rządowy program obowiązuje zaledwie od lipca.

Średnia wartość kredytu od lat rośnie bardzo wolno – w trzecim kwartale wyniosła 386,7 tys. zł i wzrosła w porównaniu z trzecim kwartale ubiegłego roku zaledwie o 17,1% - czyli w przybliżeniu o stopę inflacji.

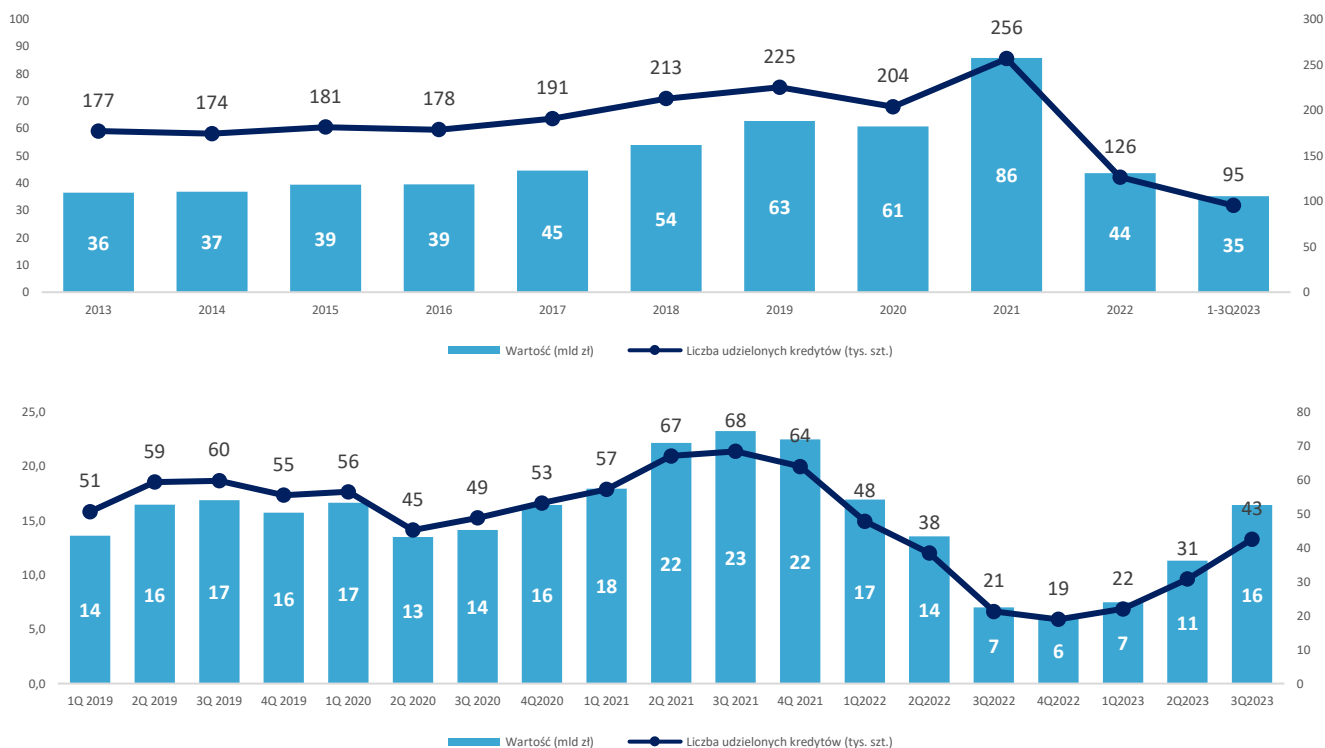
Dane NBP opisujące oczekiwania odnośnie rynku kredytowego w III kwartale br. dają dość ambiwalentny obraz podejścia decydentów kredytowych w krajowych bankach⁴. Na początku kwartału w bankach przewidywano jednak zaostrenie kryteriów przyznawania kredytów mieszkaniowych (tak jak innych

kredytów dla osób fizycznych), przy jednoczesnym oczekiwaniu bardzo dużego wzrostu popytu. Oczekiwanie zaostrenia kryteriów udzielania kredytów mieszkaniowych idą nieco pod prąd podejściu KNF, który w lutym br. przedstawił nowe zalecenia dla banków odnośnie udzielania kredytów mieszkaniowych: możliwość obniżenia bufora na zmianę stopy procentowej lub nawet jego pominięcie przy kredytach o stałym oprocentowaniu. Nie miało to jednak takiego wpływu na wolumen kredytów jak rządowy program oraz czynniki makroekonomiczne.

Zgodnie z danymi BIK⁵, w kolejnych miesiącach trzeciego kwartału br. popyt na kredyty mieszkaniowe odnotowywał rekordowe wzrosty: w lipcu 2023 r. ilość zapytań o kredyty mieszkaniowe wzrosła o 273,1% r/r, w sierpniu o 299,9%, we wrześniu o 248,8%. Zgodnie z szacunkami BIK, ok. 60% potencjalnych kredytobiorców to osoby spełniające kryteria Bezpiecznego Kredytu 2%. Jak wskazuje BIK, wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe wynika także z czynników makroekonomicznych: wzrostu wynagrodzeń, spadku stóp bazowych oraz oczekiwań spadku inflacji. Warto zauważyć, że potencjalni kredytobiorcy aplikują o wyższe niż dotychczas kwoty kredytu: we wrześniu średnio o 417 tys. zł – co oznacza wzrost o prawie 25% w porównaniu ze wrześniem ubiegłego roku. Przypomnijmy, że średnia wartość udzielonego kredytu wynosiła dotychczas ok. 386 tys. zł.

Jakie są oczekiwania na ostatni kwartał 2023 r. i na cały 2024 r.? Bariera podaży i wynikający z niej wzrost cen może skutecznie wyeliminować wielu nabywców – oznaczać to będzie wypychanie nabywców kredytowych przez nabywców gotówkowych.

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



Źródło: Raport AMRON-SARFIN 1/2023, raport BIK za wrzesień 2023 r..

⁴ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2023 r., NBP, lipiec 2023 r.

⁵ BIK, Informacja prasowa z 04.10.2023 r.

Otoczenie makroekonomiczne

Wynagrodzenia nie nadążają za cenami mieszkań

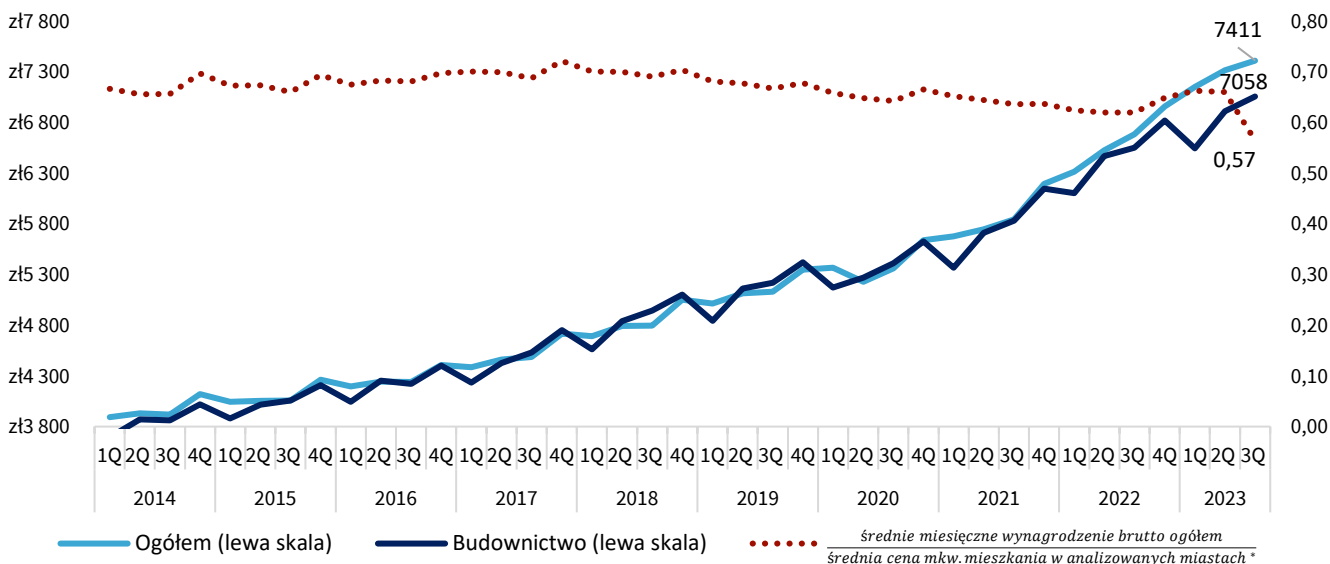
Pierwszy kwartał 2023 r. potwierdził dobrą kondycję krajowego rynku pracy. Stopa bezrobocia na koniec trzeciego kwartału br. wyniosła 5,0% (5,1% na koniec poprzedniego kwartału). Taki poziom bezrobocia (wykazywany od lipca br.) to najniższy odczyt od 1990 r.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło na koniec sierpnia br. wyniosło 6,82 mln osób (wzrost o 4,9% r/r). Zatrudnienie w budownictwie utrzymuje się na stabilnym poziomie 4,55 mln – nie widać zatem odpływu pracowników w związku z wojną. Przeciwnie, w porównaniu z lutym 2022 r. zatrudnienie w budownictwie wzrosło o 7,6%.

Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw na koniec trzeciego kwartału 2023 r. wzrosło o 10,3% r/r., wyprzedzając wskaźnik CPI (8,2% r/r.). Wynagrodzenia w budownictwie (według danych na koniec sierpnia br.) wzrosły o 9,3% r/r. – to najwyższy roczny wzrost od grudnia 2022 r. Po okresie osłabienia dynamiki wynagrodzeń w okresie styczeń – lipiec 2023 r. tempo wzrostu wynagrodzeń w budownictwie znowu rośnie – nie nadąża jednak za wynagrodzeniami w całości sektora przedsiębiorstw.

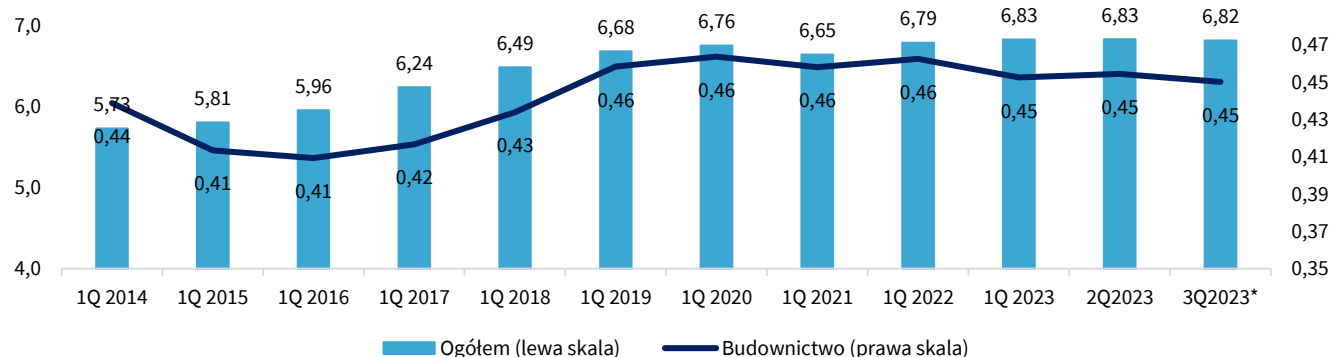
Wynagrodzenia wygrywały z inflacją i jeszcze w drugim kwartale 2022 r. wygrywały z tempem wzrostu cen mieszkań (bierzemy pod uwagę ceny na rynku pierwotnym). Trzeci kwartał 2023 r. – a ściślej Bezpieczny Kredyt 2% - radykalnie odmienił ten obraz. Wskaźnik dostępności mieszkań (liczony jako iloraz średniego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw do średniej ceny transakcyjnej 1 mkw. mieszkania w sześciu największych miastach Polski) uległ mocnemu pogorszeniu. W ostatnim kwartale br. odnotowaliśmy najwyższe kwartalne osłabienie wskaźnika dostępności mieszkań od 2015 r. Dodajmy, że nastąpiło to po rocznej stabilizacji tego wskaźnika. Prognozowana stabilizacja płac oraz dalsze wzrosty cen mieszkań będą prowadzić, przynajmniej w horyzoncie najbliższych dwóch kwartałów, do dalszego pogorszenia się wskaźnika dostępności mieszkań. Będziemy też mieli do czynienia z dalszą polaryzacją dostępności mieszkań: dostępność cenowa mieszkań w sześciu największych miastach Polski spada wyraźnie szybciej niż w mniejszych ośrodkach – a w skali całego kraju (choć dla całej Polski takie uśrednienia prowadzą często do mylących wniosków) dostępność cenowa mieszkań jest dość stabilna w skali bieżącego roku.

Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto oraz wskaźnik dostępności mieszkań w okresie 2014 – III kw. 2023 (zł)



Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS

Zatrudnienie* w sektorze przedsiębiorstw w Polsce 2014–2023 (dane w mln)



* - średnia arytmetyczna zatrudnienia w danym kwartale, za III kw. 2023 r. dane za lipiec i sierpień

Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Sprzedaż lokali

Rekordy sprzedaży

Grupa deweloperów, których ujmujemy w naszym zestawieniu w 3Q 2023 r. sprzedała 6 345 lokali, w porównaniu do 4 950 mieszkań kwartał wcześniej i 2 706 w tym samym okresie ubiegłego roku, co stanowi wzrost o 28,2% q/q i wzrost o 134,5% r/r. Był to czwarty, wzrostowy kwartał i jednocześnie kwartał, w którym sprzedaż była najwyższa w historii naszego badania. Branża deweloperska zdołała znaleźć nabywców na prawie 40% więcej lokali niż średnia kwartalna z ostatnich kilku lat. Spodziewamy się jednak pewnej stabilizacji sprzedanych lokali w następnym kwartale. Popyt z pewnością będzie napędzał Bezpieczny Kredyt 2% i motywacja klientów do zakupu mieszkania do końca roku. Obecnie nie wiemy do końca czy znajdzie się finansowanie na przyszły rok i czy nie będzie on ostatecznie zawieszony ze względu na większą aniżeli spodziewano się liczbę wniosków. Jeśli nie usłyszymy jasnej deklaracji politycznej co do dalszego finansowania programu ze strony nowego gabinetu to można spodziewać się kolejnej fali wniosków w końcówce roku. Początkowo szacunki rządu wskazywały, że banki mogą udzielić 40-50 tys. preferencyjnych kredytów w 2023 r. Liczba wniosków o preferencyjny kredyt w połowie października wyniosła prawie 68 tys., a liczba podpisanych umów ok. 21 tys. Wydaje się, że do końca roku liczba wniosków może wynieść ok. 90 tys.

Nadal obserwujemy stopniową poprawę warunków kredytowych. (powolny, jednak sukcesywny spadek WIBOR, silny rynek pracy) oraz przede wszystkim program rządowy Bezpieczny Kredyt 2%. W październiku Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o kolejnej obniżce stóp procentowych, o 25 punktów, po obniżce o 75 punktów bazowych we wrześniu. Jeśli chodzi o Bezpieczny Kredyt 2% to wpływ na wyniki sprzedaży jest bardzo duży i w przypadku niektórych deweloperów sięga nawet 60-70% wszystkich zakupów mieszkaniowych.

W odpowiedzi na wzmożony popyt deweloperzy decydują się na uruchamianie nowych inwestycji. Nie dzieje się to szybko, co pokazują dane GUS, ale konsekwentnie rośnie liczba rozpoczętych budów. We wrześniu deweloperzy rozpoczęli inwestycje obejmujące 12,2 tys. vs 10,8 tys. lokali w sierpniu i 9,3 tys. mieszkań w lipcu. W okresie styczeń-wrzesień jest to jednak nadal mniej, o około 14,6% porównując r/r, głównie z powodu słabego początku roku gdzie popyt nie był jeszcze tak silny. Kolejne miesiące powinny podtrzymać ten pozytywny trend rozpoczynania nowych inwestycji.

Oferta deweloperów z kwartału na kwartał spada i należy oczekiwać, że ten trend pozostanie zachowany. Ma to związek z szybszym tempem wyprzedawania mieszkań, aniżeli tempem wprowadzania nowych inwestycji. W grupie obserwowanych przez nas spółek oferta zmniejszyła się z 15,3 tys. lokali na koniec marca br. do 13,9 tys. mieszkań na koniec czerwca 2023 r.

Jeśli chodzi o segment rynku PRS to w naszych danych dotyczących sprzedaży, co do zasady uwzględniamy sprzedaż do klienta detalicznego (wyjątkiem był np. Marvipol w 4Q 2020 r.), Segment mieszkań na wynajem będzie jednak nabierał w kolejnych latach stopniowego znaczenia. Wydaje się, że kluczowym czynnikiem, który może być motorem wzrostu dla tego segmentu będą rosnące ceny mieszkań. Dla młodych osób, które dopiero wchodzi na rynek pracy obecne ceny lokali przekraczają ich możliwości sfinansowania własnego „M”. Spodziewamy się dalszego, stopniowego rozwoju segmentu najmu instytucjonalnego w Polsce, który z punktu widzenia deweloperów może pełnić rolę pewnego bezpiecznika w nadal niepewnym otoczeniu makroekonomicznym. Dopóki jednak marże realizowane na sprzedaży mieszkań do klienta detalicznego będą dalej tak atrakcyjnie jak obecnie, segment PRS nie będzie odgrywał znaczącej roli w Polsce.

Łączna sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2019 – 3Q 2023 r.

Łączna sprzedaż lokali analizowanych deweloperów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Sprzedaż lokali

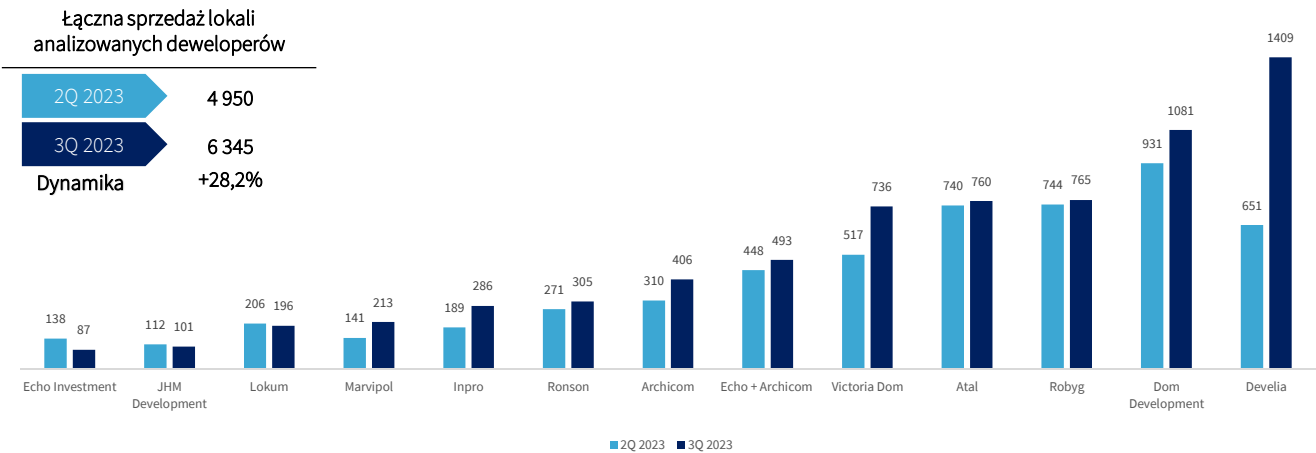
Najwyższą dynamikę sprzedaży odnotowała Develia gdzie kontraktacja kwartalna wyniosła 1409 lokali (+164,4% q/q) i jest to najwyższa sprzedaż w historii Spółki. Pod względem wolumenu sprzedaży Develia wyprzedziła konkurencję zarówno w ujęciu ostatniego kwartału jak i w zestawieniu w okresie 1-3Q 2023 r. (efekt przejścia Nexity Polska). Na drugim miejscu znalazło się Inpro (+51,3% q/q) z 286 sprzedanymi mieszkaniami a podium, pod względem dynamiki, zamyka Marvipol (+51,1% q/q).

O bardzo dobrej sytuacji na rynku mieszkaniowym świadczy również kolejne podwyższanie celów sprzedażowych przez deweloperów. W bieżącym roku na taką rewizję zdecydował się Atal, Lokum Deweloper, Robyg i Ronson. Pierwszy z nich podwyższył prognozę sprzedaży z około 2 tys. do 2,5-3,0 tys. lokali w całym roku. Z kolei Lokum Deweloper zrewidował cel sprzedaży o 100 jednostek w górę i obecny poziom to 800 mieszkań. Robyg, po podwyżce szacunków sprzedaży do 3 tys., obecnie komunikuje sprzedaż w całym roku na poziomie 3,3 tys. lokali, zaś Ronson podwyższył cel z 700 do 800-900 mieszkań w całym 2023 r.

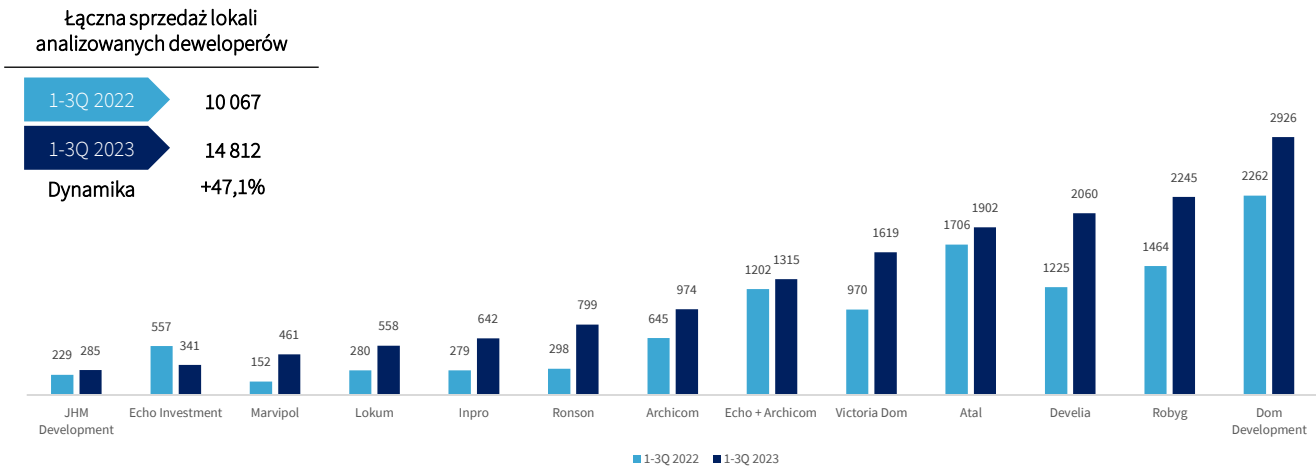
Wydaje się, że sprzedaż deweloperów może być jeszcze wyższa, ale do tego potrzebna jest wyższa oferta. Tymczasem oferta spada i wydaje się, że szybko nie będzie ona odbudowana, choć deweloperzy komunikują, że w następnych miesiącach będą ją zwiększać. Niestety zamrożenie inwestycji z ubiegłego roku już odbija się zarówno na wroście cen mieszkań jak i kupowaniu lokali na etapie „dziur w ziemi”.

Deweloper	Cel w 2023 r.	Sprzedaż w 2022 r.	r/r
Archicom	bd./nie podano	827	nd.
Atal	2500-3000	2091	+20% / +44%
Develia	2500-2600	1632	+53% / +59%
Dom Development	nie podano	3093	nd.
Echo Investment	>2000 (wliczając Archicom)	1515	>32%
Inpro	bd./nie podano	420	nd.
JHM Development	nie podano	281	nd.
Lokum Deweloper	800	435	84%
Mavipol Dev.	nie podano	207	nd.
Robyg	>3300	2144	>+54%
Ronson	800-900	442	+81% / +104%
Victoria Dom	>1500	1208	>+24%
razem		13468	

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2Q 2023 r. oraz 3Q 2023 r.



Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w okresie 1-3Q 2022 r. oraz 1-3Q 2023 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

Podsumowanie przekazania

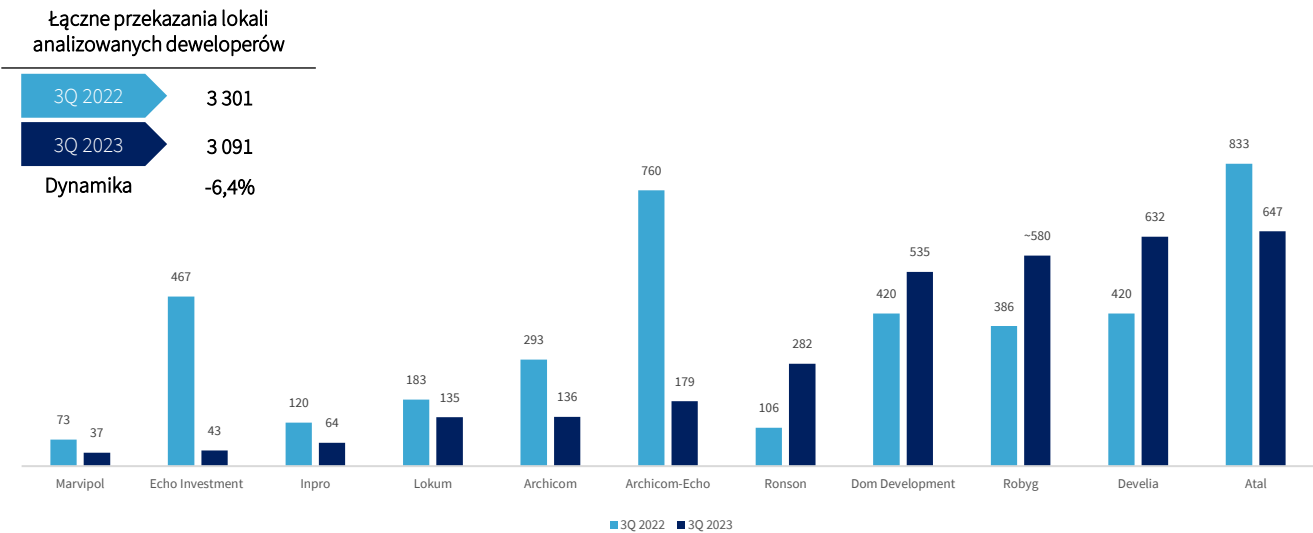
Grupa deweloperów ujętych w naszym zestawieniu przekazała w trzecim kwartale 2023 r. **3 091** lokali vs **3 301** w analogicznym okresie ubiegłego roku, a więc o **6,4%** mniej r/r (dane nie obejmują Victorii Dom i JHM Development ze względu na brak danych śródrocznych). Z kolei w okresie styczeń – wrzesień 2023 r. deweloperzy przekazali 9 329 mieszkań vs 10 006 w tym samym okresie minionego roku (-6,8% r/r).

Numerem jeden pod względem przekazania w trzecim kwartale 2023 r., był Atal z wynikiem 647 lokali w porównaniu do 833 oddanych do użytkowania jednostek w analogicznym okresie ubiegłego roku. W poprzednim roku deweloper znalazł się na trzecim miejscu zestawienia, biorąc pod uwagę cały rok, przekazując 3 380 mieszkań. Po trzech kwartałach bieżącego roku Spółka przekazała już nabywcom ponad 1600 lokali, a w całym roku chce oddać do użytkowania ponad 2 700 mieszkań.

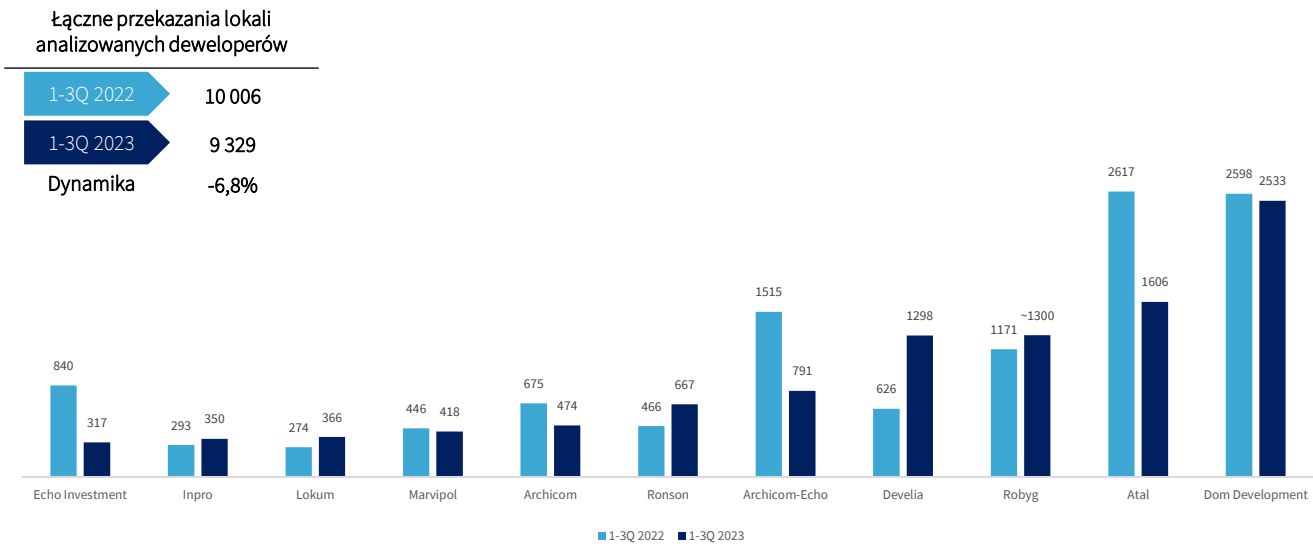
Drugie miejsce zajęła Develia z wynikiem 632 mieszkań, w porównaniu do 420 lokali w 3Q 2022 r. W okresie 1-3Q br. deweloper oddał do użytkowania niemal 1300 lokali w stosunku do 626 jednostek w analogicznym okresie ubiegłego roku. Develia znacząco skróciła dystans do największych deweloperów za sprawą przejęcia Nexity Polska. W 2023 r. deweloper planuje przekazać klientom 2500-2600 lokali.

Na trzecim miejscu znalazł się Robyg. Deweloper przekazał około 580 mieszkań w stosunku do 386 lokali w analogicznym okresie ubiegłego roku. Od początku roku do września, spółka przekazała klucze 1300 nabywcom, w porównaniu do 1 171 oddanych mieszkań w tym samym okresie ubiegłego roku.

Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2022 r. oraz 3Q 2023 r. ¹



Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w okresie 1-3Q 2022 r. oraz 1-3Q 2023 r.



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

Dynamika rynku

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

utrzymywać się na wysokich poziomach, jednak wzrost cen mieszkań może nieco ostudzić nastroje potencjalnych nabywców.

Wyniki finansowe deweloperów obecnie notują wysokie poziomy, ale spodziewamy się stopniowego osłabienia tego efektu w przyszłym roku, co wynika ze słabej sprzedaży w roku poprzednim.

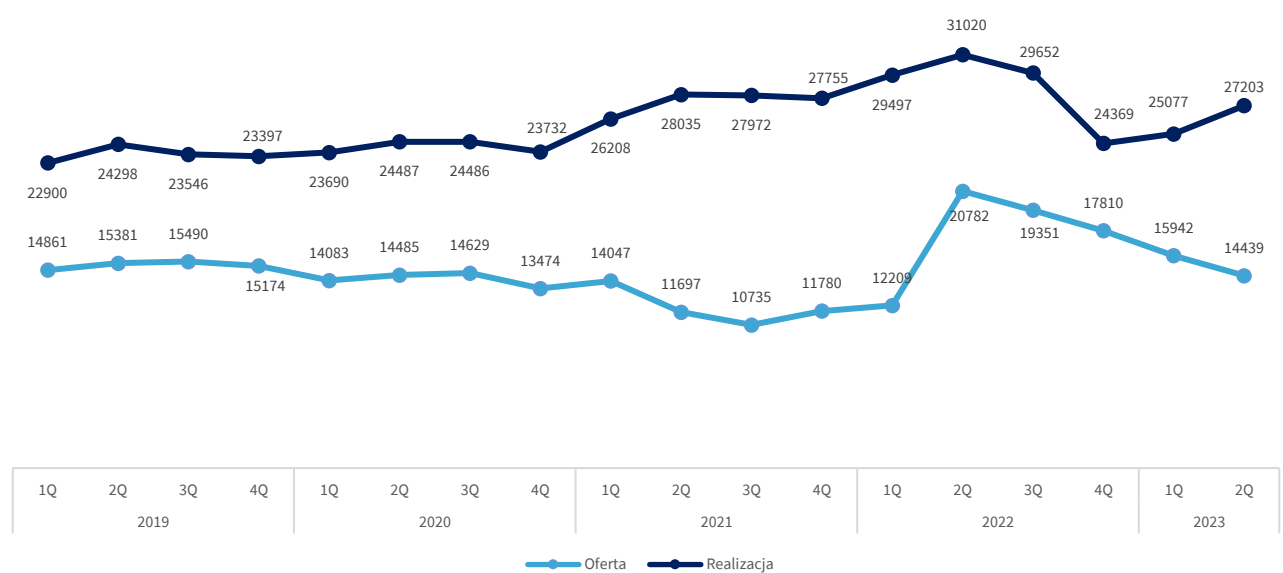
Sprzedaż i przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 3Q 2023 r. ¹



Na podstawie dostępnych danych dotyczących lokali w realizacji oraz oferty (nie wszystkie spółki je publikują) od 2Q 2022 (tzw. nowa ustawa deweloperska) obserwujemy spadek oferty deweloperów co wynika z szybszego tempa wyprzedawania mieszkań aniżeli zdolności deweloperów do wprowadzania kolejnych mieszkań do oferty. Wysoki popyt, wzmocniony programem Bezpieczny Kredyt skutecznie ogranicza ofertę deweloperów, którzy nie są w stanie szybko jej uzupełniać, a

przeciągające się procedury administracyjne i wybory samorządowe mogą pogłębić ten problem i spowolnić proces jej odbudowy. Nadal niepewne jest otoczenie makroekonomiczne, wciąż wysokie pozostają koszty finansowania długu przez deweloperów i niepewność związana z funkcjonowaniem programu BK w przyszłym roku. Nie będzie to sprzyjać szybkiej odbudowie oferty.

Oferta i liczba lokali w realizacji wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 2Q 2023 r. ^{2,3}



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

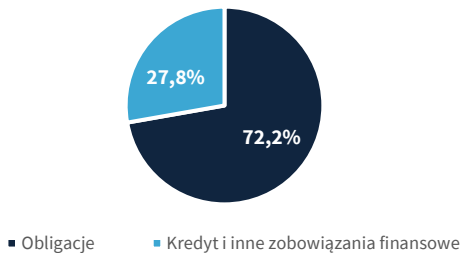
Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

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

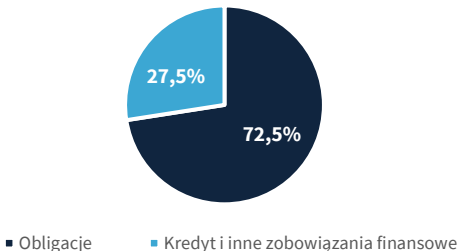
Dług netto podmiotów uwzględnionych w niniejszej analizie wyniósł 1,62 mld zł vs 1,94 mld zł kwartał wcześniej. Istotny spadek długu netto, odnotowały Archicom, Dom Development oraz Develia. Analiza składowych zadłużenia pokazuje, że kolejny kwartał z rzędu spadła kwota obligacji notowanych na bilansach deweloperów. Od 1Q 2022 r. spadła ona o ok. 1 mld zł. Można tłumaczyć to spłatą wyemitowanych wcześniej obligacji i mniejszą skłonnością do rolowania czy też zaciągania nowych zobowiązań przy wysokim oprocentowaniu. W 3Q br. deweloperzy byli jednak aktywni na rynku długu a także wypłacili dywidendy, zatem należy oczekiwać wzrostu poziomu zadłużenia na ich bilansach.

Skumulowany wskaźnik długu netto względem kapitałów własnych wyniósł na koniec drugiego kwartału 2023 r. roku 19,2% vs 21,9% kwartał wcześniej i 28,9% 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 60,3% vs 57,3% kwartał wcześniej i 64,7% rok wcześniej. Są to poziomy porównywalne z latami 2018-2019.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.06.2023 r.¹

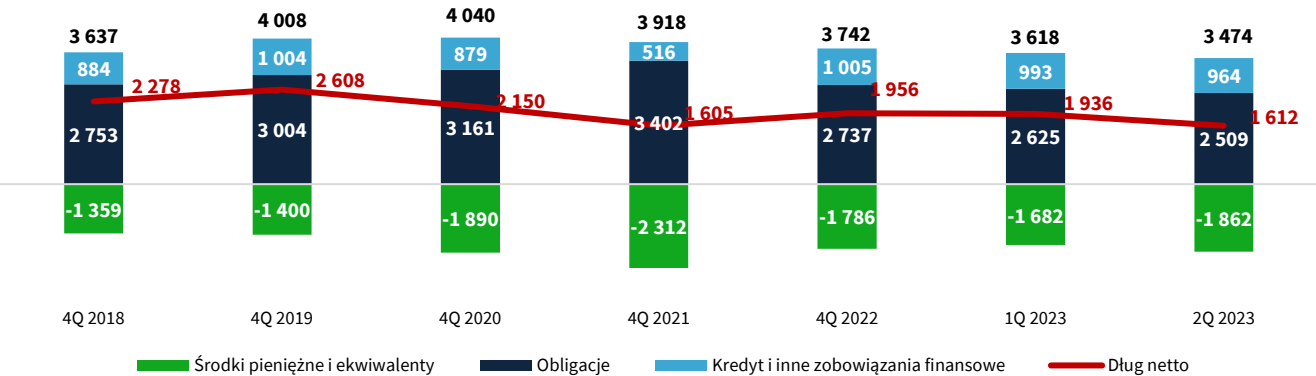


Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.03.2023 r.¹

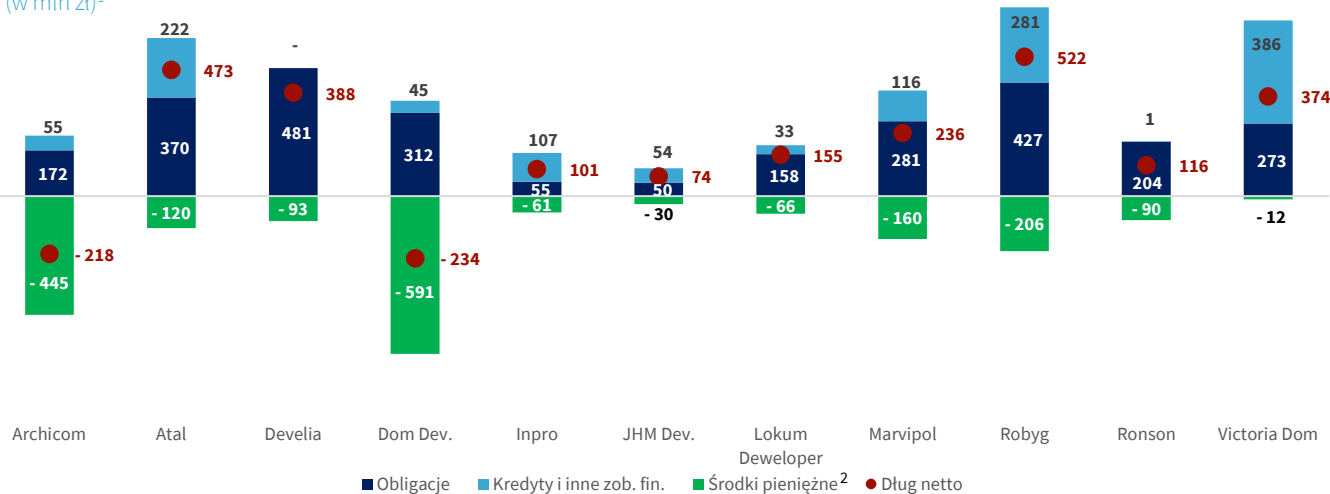


Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan środków pieniężnych, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2018 – 2Q 2023 (w mln zł).¹



Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 2Q 2023 r. (w mln zł)¹



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

² Wylęczając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Wskaźniki zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych na koniec 1H 2022 r. oraz 1H 2023 r. ^{1,2}



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych na koniec 1H 2022 r. oraz 1H 2023 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

Więcej miejsca na obligacje w portfelach funduszy

Rynek obligacji korporacyjnych deweloperów w 2023 r. wyraźnie odżył. Liczba emisji przeprowadzona w bieżącym roku jest wyższa niż w ubiegłym roku, który był słaby, zarówno dla emitentów jak i funduszy inwestycyjnych. Ten rok przynosi całkowicie odmienny obraz do ubiegłorocznego. Od początku roku podmioty obecne w naszej analizie zdołały pozyskać blisko 1,8 mld zł, w 21 emisjach. Szczególną uwagę przykuwają emisje Atalu i Dom Development, które pozyskały po 260 mln zł przy bardzo atrakcyjnych marżach - odpowiednio 1,5% i 1,55%. Dla Dom Development była to jak dotychczas najwyższa kwota pozyskana z rynku obligacji.

Sytuację na całym rynku obligacji korporacyjnych możemy ocenić jako bardzo dobrą i nadal spodziewamy się jej utrzymania w kolejnych miesiącach. Spółki do tej pory dosyć aktywnie wychodziły z kolejnymi emisjami, które kończyły się nawet kilkudziesięcioprocentową redukcją.

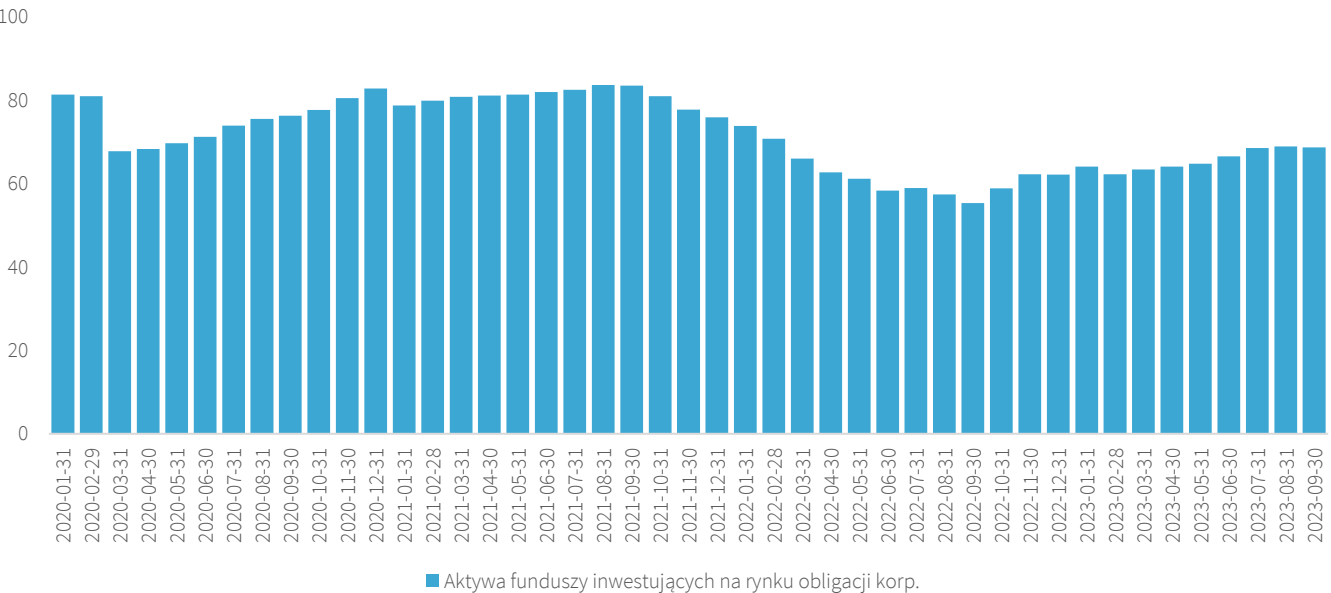
Warunki na pozyskiwanie kapitału są bardzo dobre. Świadczy o tym wysoki popyt, który zazwyczaj musi być zredukowany przy zapisach. Spodziewamy się intensywnej końcówki roku – ważnymi prospektami dysponują m.in. Echo Investment, Ronson, a także Victoria Dom. Obecnie obserwujemy głównie pozyskiwanie finansowania poprzez oferty publiczne w emisjach

detalicznych, gdzie trudno o znaczne obniżenie marż.

Spodziewamy się jednak coraz więcej emisji skierowanych do inwestorów instytucjonalnych – od czerwca widoczny jest napływ środków do funduszy dłużnych, które pozyskały w trzy miesiące ponad 1 mld zł. W takiej sytuacji emitentom szerzej otwierają się drzwi do tańszego źródła finansowania. Wydaje się więc, że deweloperzy będą bardziej zainteresowani tym kanałem poszukiwania finansowania niż do tej pory.

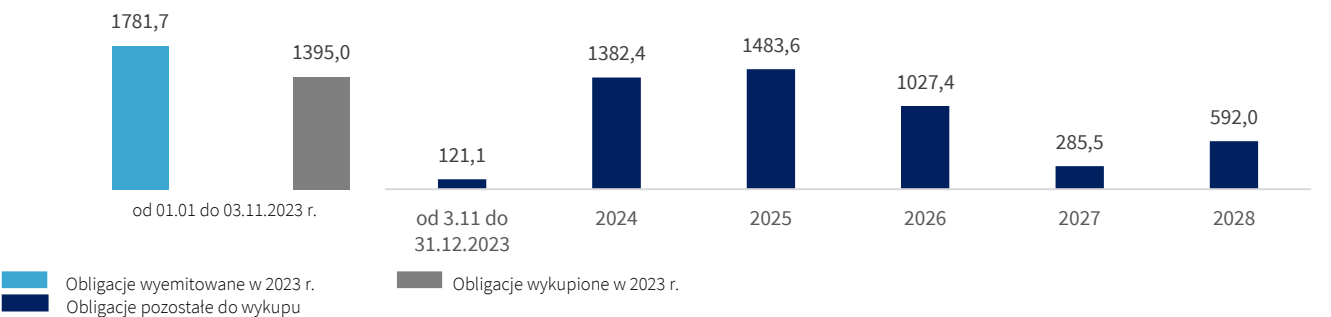
Aktywa funduszy aktywnie inwestujących w obligacje nieskarbowe pokazują wzrosty – co ważne, wzrosty w ujęciu procentowym nawet wyższe niż wzrost sumy aktywów zarządzanych przez TFI. Wzrost aktywów funduszy przełożył się na większy apetyt na dług deweloperów mieszkaniowych (w tej części analizujemy wyłącznie obligacje deweloperów, których sytuację opisujemy w niniejszym raporcie). Po okresie posuchy w 2022 r. (oferty o wartości 586 mln zł), do początku listopada deweloperzy objęli naszą analizą zdążyli już uplasować oferty o łącznej wartości nominalnej równej 1 782 mln zł.

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



Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2023 – 2027 (w mln PLN) według stanu na dzień 03.11.2023 r.



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

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2023 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln PLN)	Seria	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Victoria Dom	02.23	10	-	3	-	-
Archicom	03.23	62	M7/2023	2	WIBOR 3M + marża	Nie
Victoria Dom	03.23	50,2	VID0326	3	WIBOR 6M +7,0%	Nie
Develia	03.23	180	DVL0326OZ7	3	WIBOR 3M + 4,10%	Nie
1Q 2023		302,2				
Marvipol Development	04.2023	54	AE	3	WIBOR 6M + marża	Nie
Marvipol Development	04.2023	35	P2022A	3	WIBOR 6M + 5,5%	Nie
Atal	05.2023	70	AZ	1	WIBOR 6M + 1,65%	Nie
Atal	05.2023	80	BA	2	WIBOR 6M + 2%	Nie
Echo Investment	05.2023	140	-	5	WIBOR 6M + marża	Nie
Victoria Dom	06.2023	11,2	X	3	WIBOR 6M +6,5%	Nie
2Q 2023		390,2				
Ronson	07.2023	60	X	3	WIBOR 6M + 4,2%	Tak
Echo Investment	07.2023	35	P	4	WIBOR 6M + 4%	Nie
Echo Investment	07.2023	15	P2	4	WIBOR 6M + 4%	Nie
Develia	07.2023	100	DVL0726OZ8	3	WIBOR 3M + 3,58%	Nie
Marvipol	07.2023	12	AF	2,6	WIBOR 6M + 5,5%	Nie
Marvipol	08.2023	55,5	P2022B	3,5	WIBOR 6M + 5,4%	Nie
Dom Development	09.2023	260	DOMDEM1280928	5	WIBOR 6M + 1,55%	Nie
3Q 2023		537,5				
Atal	10.2023	260	BB	2	WIBOR 6M + 1,5%	Nie
Echo Investment	10.2023	192	31/2023	5	7,40%	Nie
Victoria Dom	10.2023	30	Y1	3	WIBOR 6M + 6,3%	Nie
Victoria Dom	10.2023	70	Y2	3	WIBOR 6M + 6,3%	Nie
4Q 2023		551,8				
razem		1 781,7				

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

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 4Q 2023 – 2027 (w mln PLN) według stanu na dzień 03.11.2023 r.

Deweloper	Emisje w 2023 r.			Wykupy w 2023			Wykupy w okresie 2023 - 2028						
	1H 2023	3Q 2023	1.10-03.11.2023	1H 2023	3Q 2023	1.10-03.11.2023	4.11.-31.12.2023	2024	2025	2026	2027	2028	Suma do wykupu
Echo Investment	140,0	50,0	191,8	96,5	33,8	139,6	50,0	497,2	417,0	155,0	230,0	332,0	1349,2
Robyg	0,0	0,0	0,0	237,1	60,0	0,0	0,0	100,0	110,0	150,0	0,0	0,0	360,0
Atal	150,0	0,0	260,0	160,2	0,0	120,0	0,0	70,0	432,7	0,0	0,0	0,0	502,7
Develia	180,0	100,0	0,0	97,9	0,0	61,8	0,0	220,3	15,4	280,0	0,0	0,0	515,8
Dom Development	0,0	0,0	260,0	0,0	0,0	50,0	0,0	50,0	100,0	110,0	0,0	260,0	260,0
Marvipol	89,0	67,5	0,0	64,9	0,0	0,0	4,1	111,4	70,0	101,0	55,5	0,0	342,0
Victoria Dom	71,4	0,0	100,0	53,5	9,8	30,3	27,1	53,7	81,5	171,4	0,0	0,0	333,7
Lokum Deweloper	0,0	0,0	0,0	58,7	0,0	0,0	0,0	100,0	50,0	0,0	0,0	0,0	150,0
Archicom	62,0	0,0	0,0	60,0	0,0	48,8	0,0	61,2	62,0	0,0	0,0	0,0	123,2
Ronson Europe N.V.	0,0	60,0	0,0	0,0	0,0	0,0	40,0	100,0	60,0	60,0	0,0	0,0	260,0
JHM Development	0,0	0,0	0,0	12,0	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0	0,0	0,0	50,0
Inpro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,5	35,0	0,0	0,0	0,0	53,5
Razem	692,4	277,5	811,8	840,9	103,6	450,5	121,1	1382,4	1483,6	1027,4	285,5	592,0	4300,0

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

ARCHICOM

- W sierpniu Echo Investment sfinalizowało transakcję na mocy której działalność mieszkaniowa Echo Investment została wniesiona aportem do Archicomu w zamian za nowe akcje spółki z Wrocławia. Tym samym Archicom przejął projekty w toku Echa, bank ziemi i zespół pracowników. Biznes mieszkaniowy Echa został wyceniony przez biegłego na 829,5 mln zł. W zamian Archicom wyemitował dla Echa 22,8 mln akcji z ceną emisyjną 36,34 zł. Obecnie Echo Investment będzie posiadało 89,3% w kapitale Archicomu.
- W 3Q 2023 r. Archicom znalazł nabywców na 406 lokali, w porównaniu do 310 kwartał wcześniej i 113 rok wcześniej. Jest to najwyższa sprzedaż od 3Q 2021 roku. Narastająco od początku roku deweloper sprzedał 974 lokali w porównaniu do 645 mieszkań w analogicznym okresie poprzedniego roku.
- W minionym kwartale przekazał również nabywcom 136 lokali w porównaniu do 293 w roku poprzednim. Od początku roku deweloper przekazał klucze 474 nabywcom, w porównaniu do 675 wydanych lokali w ciągu 9 miesięcy 2022 r.
- Na koniec czerwca 2023 r. deweloper posiadał 583 mieszkań w ofercie – jest to podobny poziom do oferty w 2021 r. W poprzednim roku deweloper utrzymywał w ofercie ponad 800 lokali.
- Deweloper odnotował porównywalne przychody r/r, mimo tego, że przekazał o 44 mieszkań mniej. Ponadto marża brutto na sprzedaży należy do jednej z najwyższych – 44,9%. Przypomnijmy, że w I kwartale br. marża ta wyniosła 45,7%. Jest to efekt wydawania lokali z prestiżowego projektu Browary Wrocławskie. W następnych kwartałach należy spodziewać się spadku marż poniżej 40%. Spółka kolejny już kwartał z rzędu utrzymuje ujemny dług netto w kwocie -217,6 mln zł vs -61,3 mln zł na koniec marca 2023 r.
- Na przełomie września i października Spółka przeprowadziła emisję akcji, w której pozyskała 220 mln zł, z czego część akcje serii E o wartości 134,4 mln zł objęło Echo Investment. Środki mają zostać przeznaczone na zakup gruntów i zbliżyć dewelopera do średnioterminowego celu sprzedaży na poziomie około 4 tys. lokali rocznie. Archicom w najbliższym czasie planuje również emisję obligacji kierowaną do inwestorów instytucjonalnych w ramach programu emisji obligacji do 350 mln zł.

ATAL

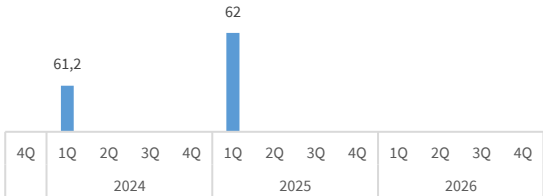
- W 3Q 2023 r. sprzedaż Atalu wyniosła 760 lokali vs 740 kwartał wcześniej (+2,7% q/q) i 376 rok wcześniej (+102,1% r/r). Najwięcej umów deweloperskich i przedwstępnych Atal podpisał we wrześniu (lipiec – 228, sierpień – 253, wrzesień – 279). W okresie styczeń-wrzesień 2023 r. deweloper zakontraktował łącznie 1902 lokale w stosunku do 1706 mieszkań w analogicznym okresie ubiegłego roku. Atal podwyższył założenia sprzedaży. W całym 2023 r. deweloper zakłada kontraktację na poziomie 2500-3000 mieszkań. Wcześniej spółka spodziewała się, że wolumen sprzedaży mieszkań będzie zbliżony do sprzedaży z roku poprzedniego, a więc ok. 2000 lokali. Z kolei na 2024 r. deweloper liczy na wyższą sprzedaż niż w bieżącym roku, tym samym chcąc zwiększyć udział w rynku.
- Poziom oferty na koniec czerwca 2023 r. wynosił 4 249 vs 4974 jednostki kwartał wcześniej (-14,6% q/q) i 5 190 rok wcześniej (-18,1% r/r).
- W obecnym roku Emitent planuje potencjał przekazania na poziomie ok. 2756 lokali, jednak możliwe jest, że będzie on wyższy ze względu na fakt, iż część mieszkań w zakończonych projektach nie zdążyła zostać przekazana do końca czerwca.
- Marża brutto ze sprzedaży wzrosła do poziomu 35,3% (+9,5 p.p. r/r) i znajduje się znacznie powyżej założonego celu. Cel ten pozostaje niezmienny i jest nim poziom 25%.
- Spółka nadal utrzymuje dobrą sytuację finansową. Dług oprocentowany dewelopera wyniósł 592,5 mln zł wobec 582,1 mln zł kwartał wcześniej i 557,4 mln zł rok wcześniej. Jednocześnie stan gotówki (po pomniejszeniu o środki na MRP) spadł do poziomu 119,7 mln zł wobec 196,8 mln zł kwartał wcześniej i 469,8 mln zł rok wcześniej. Tym samym, spadek salda środków pieniężnych spowodował wzrost długu netto do poziomu 472,8 mln zł wobec 385,4 mln zł kwartał wcześniej i 87,6 mln zł rok wcześniej.
- W ostatnich miesiącach deweloper był aktywny na rynku kapitałowym. W lipcu Spółka pozyskała 252 mln zł z emisji nowych akcji, a w październiku wyemitował dwuletnie obligacje o wartości 260 mln zł (WIBOR 6M + 1,5%), z czego 60 mln zł objęła fundacja większościowego akcjonariusza – Zbigniewa Juroszka. Pozyskane środki mają zostać wykorzystane na finansowanie bieżącej działalności, m.in. zakup gruntów.

w mln zł	2020	2021	2022	1H 2022	1H 2023
Przychody	648,7	634,1	498,8	221,1	218,6
Zysk brutto ze sprzedaży	194,8	217,9	178,4	76,6	98,2
Marża brutto ze sprzedaży	30,0%	34,4%	35,8%	34,6%	44,9%
EBIT	133,0	159,8	114,5	45,1	61,2
Marża EBIT	20,5%	25,2%	23,0%	20,4%	28,0%
Zysk netto	93,7	122,4	94,0	37,6	49,3
Marża netto	14,4%	19,3%	18,9%	17,0%	22,6%
Kapitał własny	613,9	653,1	731,7	699,6	733,6
Zadłużenie finansowe	373,2	236,2	219,7	291,7	226,9
Kredyty i inne	104,0	45,8	47,7	46,6	54,9
Obligacje	269,2	190,4	172,0	245,2	172,0
% obligacji w zadłużeniu	72,1%	80,6%	78,3%	84,0%	75,8%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	174,3	264,1	264,4	299,0	444,5
Dług netto	198,9	-28,0	-44,8	-7,3	-217,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,0%	50,3%	44,9%	49,8%	49,4%
Dług netto/KW	32,4%	-4,3%	-6,1%	-1,0%	-29,7%

Wydzielony segment mieszkaniowy

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

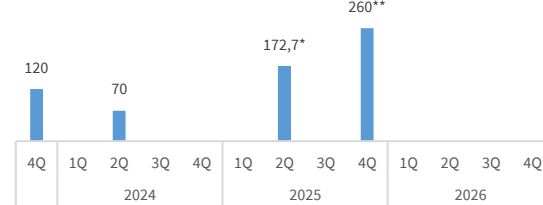
Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2020	2021	2022	1H 2022	1H 2023
Przychody	1 167,4	1 679,2	1 657,8	875,9	537,8
Zysk brutto ze sprzedaży	237,5	453,5	470,3	226,7	190,1
Marża brutto ze sprzedaży	20,3%	27,0%	28,4%	25,9%	35,3%
Przychody segmentu dewelop.	1160,6	1672,4	1647,1	871,8	530,2
EBIT segmentu dewelop.	204,6	412,8	429,8	205,9	161,4
Marża EBIT	17,6%	24,7%	26,1%	23,6%	30,4%
Zysk netto	167,5	331,2	368,2	185,3	144,7
Marża netto	14,3%	19,7%	22,2%	21,2%	26,9%
Kapitał własny	951,8	1 165,7	1 301,7	1 118,7	1 252,9
Zadłużenie finansowe	910,9	630,1	574,3	557,4	592,5
Kredyty i inne	185,6	55,9	190,7	35,5	222,1
Obligacje	725,3	574,2	383,6	521,8	370,3
% obligacji w zadłużeniu	79,6%	91,1%	66,8%	93,6%	62,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	174,0	382,2	294,7	469,8	119,7
Dług netto	736,8	247,9	279,6	87,6	472,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	65,8%	62,6%	59,0%	66,0%	61,5%
Dług netto/KW	77,4%	21,3%	21,5%	7,8%	37,7%

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



* w tym 92,7 mln zł objęte przez Akcjonariusza i jednostki powiązane
** w tym 60 mln zł objęte przez fundację Akcjonariusza

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DEVELIA

- Sprzedaż Develii w 3Q 2023 r. wyniosła 1409 lokali wobec 651 w 2Q 2023 r. i 261 w 3Q 2023 r. Na początku września br., po finalizacji przejęcia spółek Nexity Polska, Develia zaktualizowała cele na 2023 rok, zwiększając docelowy poziom sprzedaży mieszkań do 2500-2600 lokali, co oznacza wzrost o 60-70% wobec oczekiwań z początku roku.
- Na koniec czerwca 2023 r. oferta wynosiła 2278 lokali vs 2337 kwartał wcześniej i 3526 rok wcześniej. Cel wprowadzeń do oferty na cały obecny rok i rozpoczęcie budowy wynosi 2700-2900 lokali wobec 1850 - 2050 lokali wcześniej.
- Liczba przekazanych lokali w 3Q 2023 r. sięgnęła 632 vs 225 kwartał wcześniej i 420 rok wcześniej. Od początku br. Spółka przekazała prawie 1300 lokali. W 2022 r. deweloper przekazał ich łącznie 1903 co było wartością podobną do notowanej w 2021 r. Po aktualizacji celów, w całym roku Develia planuje przekazania na poziomie 2500-2600 lokali wobec 1900-2050 lokali przy poprzednim celu.
- Sytuacja finansowa Grupy na koniec czerwca była bardzo dobra. Grupa wykazała gotówkę netto w wysokości 59,1 mln zł wobec długu netto na poziomie 215,9 mln zł kwartał wcześniej. W efekcie dług netto do kapitału własnego wyniósł na koniec czerwca br. -4,4% wobec 14,4% kwartał wcześniej. Jednak bilans na koniec I półrocza to daleka historia, bowiem od tego czasu wiele się wydarzyło – nastąpiła finalizacja transakcji przejęcia Nexity Polska (100 mln EUR) oraz wypłata dywidendy (179 mln zł, z czego 107 mln zł przekazano akcjonariuszom w lipcu, a pozostała kwota wypłacona została w październiku). Ponadto deweloper w lipcu pozyskał 100 mln zł z przeprowadzonej w lipcu emisji obligacji i 200 mln zł kredytu.
- W lipcu Develia zawarła umowę nabycia 100% udziałów w polskich spółkach zależnych od Nexity za 100 mln EUR. Na koniec 2022 r. bank ziemi francuskiego dewelopera wynosił 2,2 tys. lokali, w realizacji było ok. 1,4 tys. lokali, a ponadto Nexity miało zabezpieczone grunty pod budowę umowami przedwstępnymi dodatkowe 2,3 tys. mieszkań.
- Pod koniec października Emitent poinformował, że zawarł list intencyjny m.in z funduszami inwestycyjnymi i podmiotami powiązanymi z grupą Semeko dot. inwestycji JV w Gdyni. Deweloper podejmie się budowy wieloletapowej inwestycji o pow. 90 tys. m². W spółce JV Develia obejmie 50,01% akcji i wniesie 75 mln zł, które stanowić będzie wstępne zaangażowanie kapitałowe.

DOM DEVELOPMENT

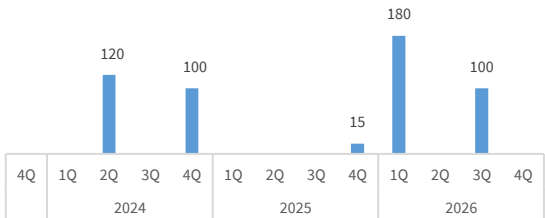
- Dom Development sprzedał w 3Q 2023 r. 1081 lokali wobec 931 w 2Q 2023 r. i 703 rok wcześniej. Tym samym deweloper przebił barierę 1000 sprzedanych lokali, co ostatnio udało mu się w 4Q 2021 r. Do końca września deweloper sprzedał już blisko 3000 lokali w stosunku do 2262 jednostek w tym samym okresie ubiegłego roku.
- Liczba przekazanych lokali w 3Q 2023 r. sięgnęła 535 lokali vs 648 w 2Q 2023 r. i 420 w 3Q 2022 r. W okresie 1-3Q 2023 r. Spółka przekazała łącznie 2533 lokali w stosunku do 2598 rok wcześniej, a w całym roku zakłada wyższą liczbę przekazanych aniżeli w roku ubiegłym.
- Poziom oferty na koniec czerwca 2023 r. wzrósł do poziomu 2579 jednostek vs 2312 kwartał wcześniej - w Warszawie było to 739 lokali (-36 proc. r/r), w Trójmieście 868 (+2 proc. r/r), we Wrocławiu 637 lokali (+69 proc. r/r) oraz 335 w Krakowie (+26 proc. r/r). Spółka planuje uruchamiać kolejne projekty. Biorąc pod uwagę cały rynek, deweloper wskazuje na mocno osłabioną podaż mieszkań, w stosunku do wysokiego popytu i sugeruje, że taka sytuacja może utrzymywać się w kolejnych kwartałach.
- Na koniec czerwca deweloper ponownie wykazał gotówkę netto na poziomie 234,0 mln, w stosunku do 77,3 mln zł gotówki na koniec marca 2023 r. Gotówkę w Spółce z pewnością uszczupliła rekordowa dywidenda, która została wypłacona 4 lipca. Na dywidendę zostało przeznaczone 282,7 mln zł tj. 11,00 zł/akcję. Wskaźnik zadłużenia netto względem kapitału własnego na koniec czerwca 2023 r. sięgnął -17,3% wobec -4,9% na koniec 1Q 2023 r.
- W listopadzie deweloper poinformował, że wypłaci 141,3 mln zł zaliczki na poczet dywidendy za 2023 r., co oznacza, że do akcjonariuszy trafi 5,5 zł na akcję.
- Deweloper uaktywnił się na rynku emisji obligacji i we wrześniu pozyskał środki o wartości 260 mln zł, co jest dla dewelopera rekordową wartością. Oprocentowanie zostało ustalone na poziomie WIBOR 6M + 1,55% marży, a wykup ustanowiono na wrzesień 2028 r.

w mln zł	2020	2021	2022	1H 2022	1H 2023
Przychody	517,1	911,9	1 067,9	119,8	419,2
Przychody	430,1	823,0	1 013,6	88,7	398,8
Zysk brutto ze sprzedaży	134,8	236,7	334,0	24,9	140,4
Marża brutto ze sprz.	31,3%	28,8%	33,0%	28,0%	35,2%
Zysk netto	-138,8	153,9	231,8	15,8	79,5
Marża netto	-26,8%	16,9%	21,7%	13,2%	19,0%
Kapitał własny	1 317,8	1 400,4	1 434,9	1 219,8	1 329,2
Zadłużenie finansowe	837,1	941,4	652,0	690,8	599,7
Zadłużenie finansowe	385,7	474,2	400,9	411,5	480,7
Kredyty i inne	0,0	6,3	0,0	7,3	0,0
Obligacje	385,7	468,0	400,9	404,2	480,7
% obligacji w zadłużeniu	100,0%	98,7%	100,0%	98,2%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	182,1	220,8	172,1	136,9	93,2
Dług netto	203,6	253,4	228,8	274,6	387,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,2%	56,9%	51,3%	60,7%	56,6%
Dług netto/KW	34,9%	43,5%	20,9%	37,9%	-4,4%

Wydzielony segment mieszkaniowy

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

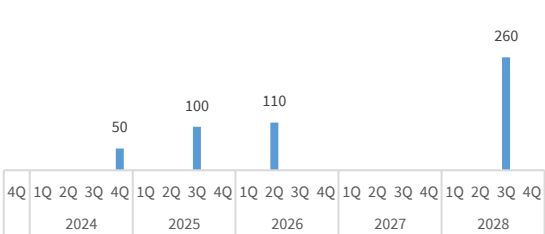
Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2020	2021	2022	1H 2022	1H 2023
Przychody	1815,0	1897,5	2419,3	1328,8	1274,5
Zysk brutto ze sprzedaży	578,8	625,2	755,8	405,5	397,6
Marża brutto ze sprz.	31,9%	32,9%	31,2%	30,5%	31,2%
Zysk netto	302,2	325,3	410,3	235,8	222,6
Marża netto	16,7%	17,1%	17,0%	17,7%	17,5%
Kapitał własny	1157,5	1249,2	1413,3	1240,4	1355,4
Zadłużenie finansowe	371,4	394,7	422,5	363,9	357,4
Kredyty i inne	10,0	31,4	59,2	1,0	44,9
Obligacje	361,4	363,3	363,3	362,9	312,5
% obligacji w zadłużeniu	97,3%	92,0%	86,0%	99,7%	87,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	585,7	607,0	304,2	498,0	591,4
Dług netto	-214,3	-212,3	118,3	-134,0	-234,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,4%	67,8%	65,6%	69,3%	69,0%
Dług netto/KW	-18,5%	-17,0%	4,8%	-10,8%	-17,3%

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

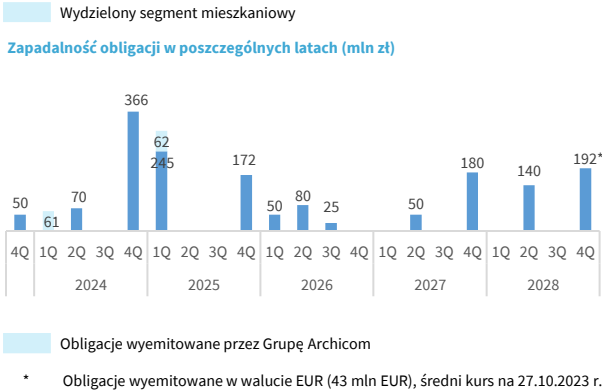


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ECHO INVESTMENT

- Grupa Echo-Archicom w 3Q 2023 r. znalazła nabywców na 493 jednostki vs 448 w 2Q 2023 r. (+10,0% q/q) i 175 rok wcześniej (+181,7% r/r). Na samo Echo przypadło kolejno 87 lokali w 3Q 2023 r. 138 w 2Q 2023 r. i 62 rok wcześniej.
- Liczba przekazanych lokali w Grupie sięgnęła 179 vs 319 kwartał wcześniej i 760 rok wcześniej. Narastająco od początku roku Spółka przekazała nabywcom 791 lokali w stosunku do 1515 mieszkań w analogicznym okresie ubiegłego roku W całym 2022 r. liczba przekazanych lokali wyniosła 2169 jednostek. Z 2169 mieszkań na samo Echo przypadło 1241 lokali, zaś na Archicom 928 jednostek.
- W sierpniu Echo sfinalizowało transakcję wniesienia biznesu mieszkaniowego o wartości 829,5 mln zł do Archicomu. W zamian Echo objęło 22,8 mln nowych akcji Archicomu. Tym samym Echo Investment skupić się ma na rozwijaniu segmentu nieruchomości komercyjnych, mieszkaniach na wynajem oraz tworzeniu wielofunkcyjnych projektów „destination”, zaś Archicom na działalności mieszkaniowej.
- Spółka może pochwalić się mocnym z bilansem z prawie 663 mln zł gotówki, co w perspektywie najbliższych dwóch lat jest istotnie z punktu refinansowania obligacji, a także daje komfort do rozpoczynania projektów w kluczowych segmentach rynku. Grupa posiada już ponad 4 tys. wynajętych mieszkań pod marką Resi4Rent i rozważa również wejście na rynek akademików studenckich, a w dalszej perspektywie w sektor budownictwa senioralnego.
- W 1H 2023 r. w segmencie mieszkaniowym Grupa odnotowała przychody na poziomie 342,1 mln zł vs 445,3 mln zł rok wcześniej. Marża brutto na sprzedaży w 1H 2023 r. ukształtowała się na wysokich poziomach i wyniosła 34,2% w stosunku do 33,1% rok wcześniej.
- W październiku Spółka podjęła uchwałę na mocy której postanowiono wypłacić akcjonariuszom zaliczkę na poczet przyszłej dywidendy za 2023 r. Łączna kwota dywidendy wyniesie 90,8 mln zł, tj. 0,22 zł na 1 akcję. Zaliczka zostanie wypłacona 10 listopada br.
- W ramach ustanowionego programu emisji obligacji Echo wyemitowało obligacje o wartości 43 mln EUR o stałym oprocentowaniu 7,4% i wykupie w październiku 2028 r. Jednocześnie Spółka nabyła w celu umorzenia obligacje o wartości 31,3 mln EUR serii 1E/2020.

w mln zł	2020	2021	2022	1H 2022	1H 2023
Przychody	1212,9	1532,7	1394,3	598,1	457,0
Zysk brutto ze sprzedaży	243,8	400,1	492,4	212,6	152,3
Marża brutto ze sprz.	20,1%	26,1%	35,3%	35,5%	33,3%
Przychody	728,6	1254,7	1109,4	445,3	342,1
Zysk brutto ze sprzedaży	164,4	282,2	377,5	147,5	117,0
Marża brutto ze sprz.	22,6%	22,5%	34,0%	33,1%	34,2%
Aktywa	1154,4	2131,5	2267,6	2377,4	2244,0
Kapitał własny	346,6	662,0	644,1	618,2	569,6
Aktywa	5630,8	6434,9	6087,0	6708,8	5728,9
Kapitał własny	1684,6	1863,5	1806,3	2385,1	1810,8
Zadłużenie finansowe	2943,2	3074,1	2639,0	2980,1	2558,7
Kredyty i inne	1518,9	1433,5	1084,5	1215,9	978,5
Obligacje	1424,3	1640,7	1554,5	1764,1	1580,2
% obligacji w zadłużeniu	48,4%	53,4%	58,9%	59,2%	61,8%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	327,1	588,7	942,0	1060,7	662,9
Dług netto	2616,1	2485,5	1697,0	1919,3	1895,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	70,1%	71,0%	70,3%	72,5%	68,4%
Dług netto/KW	155,3%	133,4%	93,9%	103,9%	104,7%



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

INPRO

- W 3Q 2023 r. deweloper sprzedał 286 lokali vs 189 kwartał wcześniej (+51,3% q/q) i 79 jednostek rok wcześniej (262,0% r/r). Jest to najwyższa sprzedaż dewelopera odkąd przygotowujemy nasze zestawienie.
- Liczba przekazanych lokali sięgnęła 64 wobec 192 kwartał wcześniej i 120 rok wcześniej. Od początku roku deweloper przekazał nabywcom 350 mieszkań w stosunku do 293 lokali w analogicznym okresie ubiegłego roku. Spółka komunikuje, że zdecydowana większość przekazania będzie przypadać na drugą połowę 2023 r., a konkretniej zapewne na 4Q 2023 r. Wstępnie szacowana liczba przekazanych lokali będzie wynosić 591. W 2022 r. deweloper przekazał 714 lokali.
- W całym 2023 r. Grupa planuje wprowadzić do oferty około 625 lokali. Mimo, że nie jest to duża liczba planowanych do wprowadzenia do oferty lokali to Emitent zastrzega jednak, że wprowadzenia będą odbywać się w zależności od rozwijających się warunków rynkowych.
- W 1H 2023 r. Grupa odnotowała przychody na poziomie 156,3 mln zł vs 106,7 mln zł rok wcześniej (+46,5% r/r). Marża brutto na sprzedaży w 1H 2023 r. ukształtowała się na stabilnych poziomach i wyniosła 30,6% w stosunku do 32,5% rok wcześniej.
- Na koniec czerwca br. dług netto wyniósł 100,7 mln zł vs 96,4 mln zł kwartał wcześniej i 77,9 mln zł rok wcześniej, co stanowiło kolejno 23,0% kapitałów własnych vs 22,1% na koniec marca 2023 r. i 20,2% na koniec czerwca ubiegłego roku. Wzrost długu netto wynika z zaciągnięcia kredytów pod inwestycje.
- Pomimo wzrostu zadłużenia, Grupa utrzymuje solidne wskaźniki zadłużenia. Na koniec czerwca 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. Domesta poinformowała, że przeprowadzi przedterminowy wykup swoich obligacji i zapowiedziała emisję nowego długu.

w mln zł	2020	2021	2022	1H 2022	1H 2023
Przychody	382,6	321,4	357,7	106,7	156,3
Przychody	361,5	288,4	317,4	86,7	138,5
Zysk brutto ze sprzedaży	103,3	80,0	104,8	28,1	42,3
Marża brutto	28,6%	27,8%	33,0%	32,5%	30,6%
Zysk netto	63,8	41,9	63,2	16,5	24,9
Marża netto	17,7%	14,5%	19,9%	19,1%	18,0%
Zysk netto	67,8	46,9	64,1	13,3	21,8
Marża netto	17,7%	14,6%	17,9%	12,5%	14,0%
Kapitał własny	365,7	386,3	430,5	384,8	438,2
Zadłużenie finansowe	107,2	119,9	150,4	127,7	161,8
Kredyty i inne	82,3	67,0	95,5	73,6	107,1
Obligacje	24,8	52,9	54,8	54,1	54,7
% obligacji w zadłużeniu	23,2%	44,1%	36,5%	42,4%	33,8%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	90,6	63,3	54,7	49,8	61,1
Dług netto	16,6	56,6	95,7	77,9	100,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	43,4%	42,8%	38,1%	47,9%	37,3%
Dług netto/KW	4,5%	14,6%	22,2%	20,2%	23,0%



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

JHM DEVELOPMENT

- W 3Q 2023 r. deweloper sprzedał 101 mieszkań vs 112 kwartał wcześniej i 54 rok wcześniej.
- Oferta spółki na koniec czerwca wynosiła 915 lokali w budowie. 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. W latach 2023-2025 Spółka zakłada rozpoczęcie realizacji kolejnych 11 projektów inwestycyjnych obejmujących zabudowę mieszkaniową wielorodzinną i o charakterze apartamentowym, w sumie 1 976 lokali w 6 ośrodkach miejskich, zarówno w większych ośrodkach, średnich, jak i mniejszych. W konsekwencji Spółka zwiększa bank ziemi w takich lokalizacjach jak Gdańsk, Łódź, Katowice, Bydgoszcz, a także w mniejszych ośrodkach.
- Przychody z rozpoznanych w 1H 2023 r. lokali wyniosły 16,7 mln zł vs 29,9 mln zł rok wcześniej (-44,3% r/r), na co wpłynął harmonogram oddawania ukończonych projektów. Cała Grupa rozpoznała 16,9 mln zł przychodów vs 30,2 mln zł rok wcześniej (-43,9% r/r).
- Działalność deweloperska pozwoliła Grupie rozpoznać 5,4 mln zł zysku brutto na sprzedaży vs 8,6 mln zł rok wcześniej (-36,7% r/r). Spółka spodziewa się, że oddanie inwestycji w Zakopanem znacząco podniesie wyniki finansowe w kolejnych kwartałach.
- Zadłużenie pozostało na stabilnych poziomach. Dług netto na koniec marca 2023 r. wyniósł 73,8 mln zł vs 82,3 mln zł kwartał wcześniej i 45,2 mln zł rok wcześniej, a wobec kapitału własnego 22,0% vs 20,2% na koniec marca 2023 r. i 13,9% rok wcześniej.
- Pod koniec marca deweloper poinformował o częściowym wykupie obligacji serii C i D o łącznej wartości nominalnej 3,0 mln zł, a zatem 25% łącznej liczby obligacji tych serii. Z kolei w czerwcu Spółka wykupiła pozostałą część obligacji serii C oraz serii D na łączną kwotę 9,0 mln zł. Tym samym deweloper posiada aktualnie bardzo komfortową sytuację – do wykupu pozostaje seria E o wartości 50 mln zł, która wygasa w 4Q 2025 r.

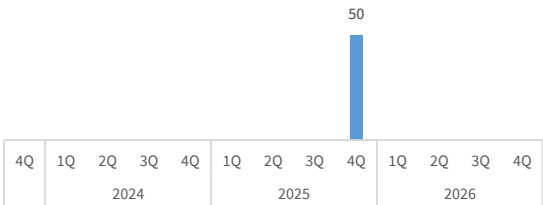
LOKUM DEWELOPER

- W 3Q 2023 r. deweloper sprzedał 196 lokali vs 206 kwartał wcześniej i 103 rok wcześniej. Od początku roku sprzedanych zostało 558 lokali. Na początku 2023 r. spółka planowała sprzedać ok. 700 lokali, jednak cel ten został nieco podwyższony i obecnie wynosi on 800 lokali.
- Spółka weszła w 2023 r. z szeroką pulą mieszkań gotowych i takich których realizacja niebawem się zakończy. Na koniec grudnia Lokum Deweloper miał w ofercie 772 lokale. Z kolei na koniec marca br. w wyniku zwiększonej sprzedaży oferta nieco stopniała i wyniosła 591 mieszkań, zaś na koniec czerwca wyniosła ona 522 mieszkania. Zarząd zwraca uwagę jednak, że przy zwiększonym popycie zasób oferowanych mieszkań dość szybko się kurczy. Istotnym jest również fakt, że w związku z trudną sytuacją rynkową w ubiegłym roku i braku rozpoczynania nowych budów, w przyszłym roku deweloper nie przekaze do użytkowania ani jednego mieszkania, stąd wyniki finansowe będą pod presją.
- W 3Q 2023 r. deweloper przekazał nabywcom 135 lokali vs 125 kwartał wcześniej i 183 rok wcześniej. Od stycznia do września Spółka oddała klientom 366 lokali. Potencjał rozpoznań w całym roku kształtuje się na poziomie ok. 700-750 mieszkań. Jest to zbliżona wielkość jak w poprzednim roku.
- Spółka istotnie zredukowała zadłużenie, a także poprawiła zdolność do generowania gotówki. W 4Q 2022 r. i w 1Q 2023 r. deweloper przedwcześnie wykupił obligacje na łączną kwotę 100 mln zł. Tym samym dług netto Grupy spadł o połowę w stosunku do końca czerwca ubiegłego roku. Na koniec czerwca br. dług netto wyniósł 154,8 mln zł.
- Na koniec czerwca wskaźnik długu netto do kapitałów własnych spadł w porównaniu do stanu z marca i wyniósł 36,7% vs 45,1% na koniec marca 2023 r. Na uwagę zasługuje fakt, że jeszcze w analogiczny okresie ubiegłego roku wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wynosił 87,5%. Obecnie Spółka znajduje się w zdecydowanie bardziej komfortowej sytuacji pod kątem zadłużenia aniżeli jeszcze kilkanaście miesięcy temu.
- Zarząd komunikuje, że w najbliższych latach, osiągnięcie celu marżowego zysku netto na poziomie 20% będzie trudne do realizacji, a wręcz niemożliwe. W I półroczu br. deweloper wypracował 17,7% marży zysku netto.

w mln zł	2020	2021	2022	1H 2022	1H 2023
Przychody	147,5	164,6	131,5	30,2	16,9
Przychody	114,6	146,4	131,0	29,9	16,7
Zysk brutto ze sprzedaży	27,7	33,6	38,0	8,6	5,4
Marża brutto	24,2%	22,9%	29,0%	28,8%	32,7%
Zysk netto	14,3	16,5	14,6	2,9	-1,9
Marża netto	12,5%	11,3%	11,2%	9,9%	-11,6%
Zysk netto	15,8	17,1	12,8	3,2	-1,8
Marża netto	10,7%	10,4%	9,7%	10,4%	-10,4%
Kapitał własny	459,4	399,1	407,0	325,6	335,7
Zadłużenie finansowe	79,7	120,8	96,2	102,0	104,3
Kredyty i inne	66,1	58,6	33,9	40,0	49,2
Obligacje	13,5	62,2	62,3	62,1	50,2
% obligacji w zadłużeniu	17,0%	51,5%	64,7%	60,8%	48,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	7,8	38,5	31,5	56,8	30,5
Dług netto	71,8	82,3	64,8	45,2	73,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	40,4%	38,3%	36,6%	47,3%	46,1%
Dług netto/KW	15,6%	20,6%	15,9%	13,9%	22,0%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)

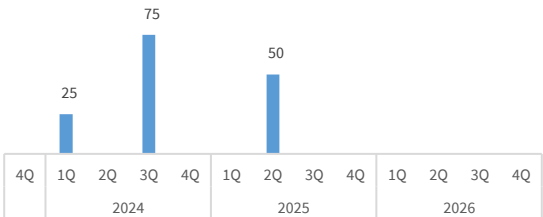


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2020	2021	2022	1H 2022	1H 2023
Przychody	191,0	309,8	366,7	56,5	135,8
Zysk brutto ze sprz.	54,0	112,8	135,3	17,7	50,6
Marża brutto ze sprz.	28,3%	36,4%	36,9%	31,3%	37,2%
Zysk ze sprz.	35,6	87,7	109,3	6,5	37,1
Marża zysku ze sprz.	18,6%	28,3%	29,8%	11,5%	27,3%
Zysk netto	20,4	60,1	60,9	-14,8	24,0
Marża netto	10,7%	19,4%	16,6%	-26,2%	17,7%
Kapitał własny	356,9	404,9	430,7	353,5	422,1
Zadłużenie finansowe	285,3	295,9	260,2	322,7	220,6
Kredyty i inne	86,2	41,1	39,7	58,7	62,8
Obligacje	199,1	254,7	220,5	264,1	157,8
% obligacji w zadłużeniu	69,8%	86,1%	84,7%	81,8%	71,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	84,4	28,5	65,4	13,5	65,8
Dług netto	200,9	267,3	194,8	309,2	154,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,0%	52,1%	46,5%	59,5%	48,5%
Dług netto/KW	56,3%	66,0%	45,2%	87,5%	36,7%

¹bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



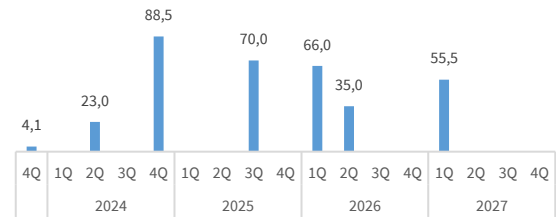
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

MARVIPOL DEVELOPMENT

- W 3Q br. Spółka zakontraktowała 213 mieszkań wobec 141 kwartał wcześniej i 44 rok wcześniej. Jest to najwyższa sprzedaż od niemal trzech lat. Od stycznia do września Spółka sprzedała 461 lokali vs 152 w analogicznym okresie ubiegłego roku.
- Przy wzmożonym popycie Spółce udało się wzmocnić ofertę sprzedażową. W obecny rok Spółka wchodziła z ofertą na poziomie 569 lokali, vs 623 kwartał wcześniej i 539 rok wcześniej. Na koniec marca było to 466 mieszkań, zaś na koniec czerwca 607 lokali. W bieżącym roku sytuacja pod względem potencjalnej sprzedaży jest zdecydowanie lepsza, stąd być może będziemy mogli zobaczyć większą skłonność do uruchamiania kolejnych inwestycji. Jak wskazała Spółka, w całym 2023 r. Marvipol może wprowadzić do sprzedaży ponad 400 lokali.
- W 3Q br. Spółka przekazała nabywcom 37 mieszkań vs 278 kwartał wcześniej. W bieżącym roku planowane jest również wydanie inwestycji Rotunda Dynasy, zatem sumując lokale sprzedane oraz mieszkania z inwestycji ukończonych, które nie zostały sprzedane, potencjał wydań lokali w 2H'23 to ok. 60 jednostek.
- Dług netto części mieszkaniowej dewelopera ukształtował się na poziomie ok. 236,0 mln zł wobec 283,5 mln zł kwartał wcześniej i 280,5 mln zł rok wcześniej. Względem kapitału własnego zadłużenie wyniosło 57,4% vs 78,0% kwartał wcześniej i 105,9% rok wcześniej.
- Zapadalność obligacji dewelopera jest rozłożona w czasie i bieżący rok jest pod tym względem dla Spółki komfortowy. Większe kwoty do wykupu pojawiają się w przyszłym roku.
- W lipcu Spółka prowadziła publiczną emisję 3,5-letnich obligacji o wartości 60 mln zł. Oprocentowanie wynosiło WIBOR 6M + 5,4% marży. Ostatecznie Spółce udało się zebrać 55,5 mln zł. W tym samym miesiącu deweloper wyemitował jeszcze jedną, mniejszą emisję o wartości 12 mln zł. Oprocentowanie wyniosło WIBOR 6M + 5,5% marży i w dniu emisji były to papiery o 31-miesięcznym tenorze.

w mln zł	2020	2021	2022	1H 2022	1H 2023
Przychody	431,4	393,7	588,6	326,7	268,1
Przychody	431,4	360,9	481,8	241,2	242,1
Zysk brutto ze sprzedaży	105,8	105,7	131,9	60,4	73,9
Marża brutto ze sprz.	24,5%	29,3%	27,4%	25,1%	30,5%
Zysk netto	52,0	57,1	62,1	31,7	51,3
Marża netto	12,1%	14,5%	10,6%	9,7%	19,1%
Kapitał własny	339,3	299,3	358,7	309,7	411,3
Zadłużenie finansowe	347,4	346,7	407,3	424,8	396,4
Kredyty i inne	125,5	74,3	152,0	115,7	115,9
Obligacje	221,9	272,4	255,4	309,0	280,6
% obligacji w zadłużeniu	63,9%	78,6%	62,7%	72,8%	70,8%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	121,5	183,0	132,6	144,2	160,4
Dług netto	225,9	163,8	274,7	280,5	236,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,1%	73,0%	63,3%	71,4%	56,9%
Dług netto/KW	66,6%	54,7%	76,6%	105,9%	57,4%

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



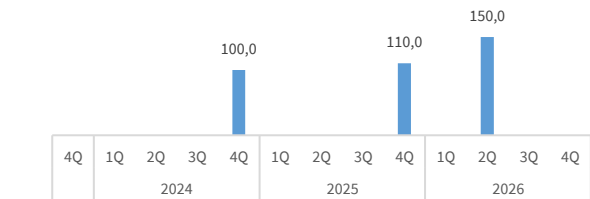
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ROBYG

- W 3Q 2023 r. deweloper znalazł nabywców na 765 lokali vs 744 kwartał wcześniej i 381 rok wcześniej. Jest to kolejny udany kwartał Spółki, choć do przebicia poziomów z 2021 r. kiedy sprzedaż przekraczała 1000 lokali jeszcze trochę brakuje.
- Plany dewelopera na bieżący rok obejmują sprzedaż do klienta detalicznego na poziomie ponad 3300 lokali, a więc ok. 40% więcej w porównaniu do 2022 r. Wcześniej Spółka zakładała sprzedaż na poziomie 2400-2500 mieszkań.
- W okresie styczeń – wrzesień Spółka przekazała niemal 1300 lokali vs 1171 rok wcześniej. W bieżącym roku deweloper planuje przekazać ok. 3500 lokali. W całym 2022 r. deweloper przekazał ok. 3500 mieszkań vs 2940 w 2021 r.
- Oferta mieszkaniowa Robyga z kwartału na kwartał się obniża. Na koniec czerwca br. wyniosła nieco ponad 2700 lokali w stosunku do wartości przekraczających nawet 5000 jednostek w poprzednim roku. Z puli 2700 mieszkań do programu BK 2% kwalifikuje się 800 lokali. Deweloper posiada jednak znaczący bank ziemi pozwalający na wybudowanie niemal 14 tys. mieszkań stąd wydaje się, że przy tak korzystnym otoczeniu będzie on sukcesywnie uwalniany.
- Pod koniec maja deweloper poinformował o podpisaniu umowy joint venture z luksemburskim funduszem inwestycyjnym zarządzanym przez Centerbridge Partners, LP w celu inwestowania w portfolio nieruchomości mieszkaniowych. Umowa dotyczy nabycia gruntów o wartości 100 mln USD. Robyg zakłada przeniesienie do JV własnych projektów o potencjale przekraczającym 100 tys. m2 PUM i nabycie dodatkowych projektów. Robyg będzie posiadał 50% udziałów w JV.
- Wskaźniki zadłużenia uległy poprawie w stosunku do wyników na koniec marca 2023 r. Dług netto do kapitału własnego osiągnął na koniec czerwca 2023 r. poziom 42,8% vs 48,4 % kwartał wcześniej i 67,8% rok wcześniej.
- W lipcu Emitent dokonał wykupu obligacji o wartości 60 mln zł, tym samym najbliższa seria papierów dłużnych zapada dopiero w 4Q 2024 r. W październiku Spółka poinformowała o zamiarze emisji obligacji, która miałaby odbyć się najpóźniej w marcu 2024 r.

w mln zł	2020	2021	2022	1H 2022	1H 2023
Przychody	1105,3	1299,9	1505,5	368,3	347,9
Zysk brutto ze sprz.	305,0	370,1	410,8	103,5	99,4
Marża brutto ze sprz.	27,6%	28,5%	27,3%	28,1%	28,6%
EBIT	269,2	490,6	438,8	143,5	111,7
Marża EBIT	24,4%	37,7%	29,1%	39,0%	32,1%
Zysk netto	213,5	397,1	353,6	134,4	80,7
Marża netto	19,3%	30,5%	23,5%	36,5%	23,2%
Kapitał własny	970,9	1 380,4	1 138,8	914,7	1 219,5
Zadłużenie finansowe	570,5	642,7	1041,6	831,3	728,0
Kredyty i inne	65,4	30,0	370,3	208,1	301,2
Obligacje	505,0	612,6	671,3	623,1	426,8
% obligacji w zadłużeniu	88,5%	95,3%	64,4%	75,0%	58,6%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	178,1	296,9	424,5	211,2	206,1
Dług netto	392,3	345,8	617,1	620,1	521,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	62,3%	60,3%	67,7%	74,3%	65,5%
Dług netto/KW	40,4%	25,1%	54,2%	67,8%	42,8%

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

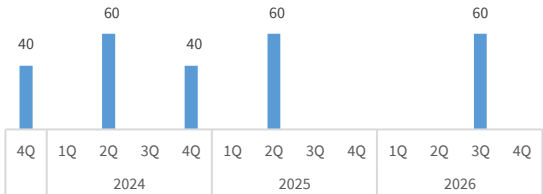
RONSON

- W 3Q br. Ronson znalazł nabywców na 305 lokali vs 271 kwartał wcześniej i 85 rok wcześniej. Początkowo cel sprzedażowy na bieżący rok wynosił około 700 jednostek jednak Spółka już sprzedała niemal 800 mieszkań. W czerwcu deweloper podwyższył cel na 800-900 mieszkań, jednak wydaje się, że i ten poziom zostanie przekroczony. W przyszłym roku spółka spodziewa się, że sprzeda około 1000 mieszkań.
- Oferta na koniec czerwca 2023 r. wyniosła 897 jednostek vs 1164 kwartał wcześniej i 1581 rok wcześniej. Po znacznym uzupełnieniu oferty w 2Q 2022 r. obecnie Spółka komunikuje, że jeszcze w tym roku wprowadzi do oferty kolejne etapy dotychczasowych inwestycji. W przyszłym roku deweloper zakłada, że wprowadzi ponad 1500 jednostek do sprzedaży.
- Dług netto dewelopera na koniec 2Q 2023 r. wyniósł 115,6 mln zł vs 185,2 mln zł kwartał wcześniej i 118,9 mln zł rok wcześniej. Wskaźnik długu netto w stosunku do kapitału własnego spadł i wyniósł 24,1% vs 40,9% na koniec 1Q 2023 r. i 27,6% na koniec czerwca ubiegłego roku.
- Na początku lipca Spółka wyemitowała trzyletnie, zabezpieczone papiery dłużne o wartości 60 mln zł. Oprocentowanie zostało ustalone w oparciu o WIBOR 6M + 4,2% marży. Z kolei pod koniec lipca br. KNF zatwierdziła prospekt dot. programu emisji obligacji o łącznej wartości do 175 mln zł. W bieżącym roku deweloper ma do wykupu obligacje w kwocie 40 mln zł, zaś w 2024 r. o wartości 100 mln zł.
- Pod koniec czerwca ZWZ Spółki podjęło uchwałę w sprawie wypłaty dywidendy. Uchwała przewiduje wypłatę w wysokości 0,18 zł / akcję, jednak podział zysku uzależniony jest oceny, czy wypłata ta nie wpłynie negatywnie na zdolność Spółki do spłaty zadłużenia lub realizacji planów rozwojowych. Spełnienie lub niespełnienie tego warunku zostanie stwierdzone przez NWZ Spółki nie później niż do dnia 30 listopada 2023 r. Rekomendacja Zarządu w sprawie podziału zysku netto Spółki za rok 2022, pozytywnie zaopiniowana przez Radę Nadzorczą Spółki, nie przewidywała wypłaty dywidendy.

w mln zł	2020	2021	2022	1H 2022	1H 2023
Przychody	401,2	480,9	300,3	137,7	176,4
Przychody	400,3	457,7	300,3	137,7	176,4
Zysk brutto ze sprz.	85,2	86,5	79,4	31,6	56,2
Marża zysku ze sprz.	21,3%	18,9%	26,5%	23,0%	31,8%
Zysk brutto ze sprz.	86,2	84,7	79,4	31,6	56,2
Marża brutto ze sprz.	21,5%	17,6%	26,5%	23,0%	31,8%
Kapitał własny	379,8	420,0	451,4	429,9	478,7
Zadłużenie finansowe	230,1	250,8	219,7	209,3	205,1
Kredyty i inne	0,0	1,6	16,3	7,5	1,5
Obligacje	230,1	249,2	203,4	201,8	203,7
% obligacji w zadłużeniu	100,0%	99,4%	92,6%	96,4%	99,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	117,5	74,9	41,8	90,5	89,6
Dług netto	112,6	175,9	177,8	118,9	115,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	59,5%	56,5%	55,0%	56,6%	55,1%
Dług netto/KW	29,6%	41,9%	39,4%	27,6%	24,1%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



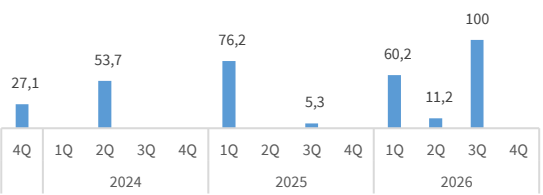
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Victoria Dom

- W 3Q 2023 r. deweloper podpisał umowy na sprzedaż 736 lokali, w 2Q 2023 r. Spółka sprzedała 517 lokali, zaś w 3Q 2022 r. sprzedaż wyniosła 445 mieszkań. W okresie styczeń – wrześień br. Victoria Dom znalazła nabywców na 1619 lokali, a więc o 67% więcej niż rok wcześniej, a ponadto już po trzech kwartałach przebiła wynik sprzedażowy z całego 2021 i 2022 r. Początkowo, w bieżącym roku, deweloper planował osiągnięcie kontraktacji na poziomie co najmniej 1500 mieszkań, jednak poziom ten już został przebity i wydaje się, że sprzedaż ponad 2000 lokali jest niezagrożona.
- Zgodnie z danymi za I półrocze 2023 r. Victoria Dom zaraportowała 343,7 mln zł przychodów vs 150,9 mln zł rok wcześniej. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 31,8% vs 28,9% rok wcześniej i zysk netto na poziomie 48,5 mln zł vs 1,6 mln zł rok wcześniej.
- W bieżącym roku Spółka planuje oddać do użytkowania 1900 lokali i rozpoznać w wynikach ok. 1 mld zł przychodów.
- W porównaniu do grupy analizowanych deweloperów Spółka jest dosyć mocno zalewarsowana. Dług netto na koniec czerwca 2023 r. wyniósł 373,6 mln zł vs 316,1 mln zł na koniec 2022 r. W stosunku do kapitału własnego zadłużenie netto wynosiło 89,5% na koniec czerwca 2023 r., w stosunku do 80,9% na koniec grudnia 2022 r. Spółka poprawiła wyniki finansowe w stosunku r/r, natomiast jednocześnie nadal utrzymuje wysokie zadłużenie.
- We wrześniu deweloper pozyskał 100 mln zł z emisji niezabezpieczonych obligacji. Kwota została pozyskana w dwóch seriach Y1 i Y2 – odpowiednio 30 i 70 mln zł. Emitent oferował papiery o 3-letnim tenorze i oprocentowaniu na poziomie WIBOR 6M +6,3% marży, a więc nieco niżej niż w poprzednich emisjach.
- Pod koniec października KNF zatwierdziła prospekt obligacyjny Spółki. Emitent będzie mógł ubiegać się o 200 mln zł w ramach publicznej oferty obligacji.

w mln zł	2020	2021	2022	1H 2022	1H 2023
Przychody	453,8	515,1	540,0	150,9	343,7
Zysk brutto ze sprzedaży	147,1	182,6	175,2	43,5	109,2
Marża brutto ze sprz.	32,4%	35,5%	32,4%	28,9%	31,8%
Zysk netto	88,7	91,0	77,6	1,6	48,5
Marża netto	19,6%	17,7%	14,4%	1,1%	14,1%
Kapitał własny	277,7	342,7	390,9	317,4	417,3
Zadłużenie finansowe	255,4	405,3	397,8	380,6	385,9
Kredyty i inne	83,7	103,5	101,3	101,3	113,1
Obligacje	171,7	301,8	267,3	279,3	272,8
% obligacji w zadłużeniu	67,2%	74,5%	67,2%	73,4%	70,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	162,4	153,0	81,7	69,0	12,3
Dług netto	93,0	252,4	316,1	311,6	373,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	68,0%	71,3%	69,1%	74,2%	68,5%
Dług netto/KW	33,5%	73,6%	80,9%	98,2%	89,5%

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Słownik pojęć

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

Przyjęta w raporcie metodologia

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

Zastrzeżenie

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

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

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

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

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

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

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

Autorzy materiału: Tomasz Puzyrewicz, Piotr Poddębniak

Zakończenie sporządzenia nastąpiło 9 listopada 2023 r., godz. 20.00.

Dane kontaktowe

Tomasz Puzyrewicz

Wicedyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: 881 566 177

Mail: tomasz.puzyrewicz@dmnavigator.pl

Piotr Poddebniak

Analitik

Mail: piotr.poddebniak@dmnavigator.pl

Navigator Capital Group®
 Value delivered.

[ul. Twarda 18](#)

[00-105 Warszawa](#)

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

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

www.navigatorcapital.pl