



**REAL ESTATE
INDEX POLAND**

RAPORT Q4 2023

Szanowni Państwo,

Rok 2023 na rynku mieszkaniowym można podsumować bardzo krótko: Bezpieczny Kredyt 2%, ale takie podsumowanie byłoby niesprawiedliwe dla tego roku, w którym na rynku deweloperskim działo się sporo – a sporo z tych zjawisk będzie nam towarzyszyło jeszcze w następnych latach.

Po burzliwych latach 2020-2022, gdzie rynek mieszkaniowy został rozchwiany – po latach spokojnego wzrostu – przez pandemię, inflację, uchodźców i migracje, w ubiegłym roku mogliśmy cieszyć się pewną stabilizacją. Wystąpił jeden potężny impuls popytowy – wspomniany Bezpieczny Kredyt 2%, który w warunkach przewidywalności pozostałych czynników kształtujących rynek mógł przynieść tylko jeden skutek: bardzo mocny wzrost cen mieszkań.

Otoczenie rynkowe firm deweloperskich w ubiegłym roku było zdecydowanie bardziej sprzyjające. Gospodarka zeszała ze ścieżki wzrostu stóp bazowych i inflacji, fundusze inwestycyjne zwiększyły aktywa pod zarządzaniem – a w konsekwencji zarządzający aktywami zwiększyli apetyt na obligacje deweloperów. Deweloperzy oraz inwestorzy indywidualni zareagowali wzrostem liczby nowo budowanych mieszkań i domów – po spadkowych latach 2021-2022 rok 2023 przyniósł odwrócenie trendu: z każdym kwartałem rozpoczynano budowę większej ilości lokali mieszkalnych, choć nie wystarczyło to na przełamanie spadkowego rocznego trendu spadkowego. Mamy jednak nadzieję, że bieżący rok przyniesie w końcu przełamanie i liczba lokali, których budowę rozpoczęto, przekroczy 200 tys. – tak, jak to było w latach 2017-2022.

Jak pokażemy w raporcie, główny problem krajowego rynku ma charakter podaży – liczba lokali oddanych do użytku spada. Po rekordowym 2022 r. zanotowaliśmy spadek o 7,6%. Luka w produkcji nowych lokali będzie niestety oddziaływała na rynek jeszcze przez 2-3 lata (i to ciągle w warunkach silnych bodźców popytowych). Poza nietypowym rokiem 2021, począwszy od 2020 r. liczba lokali, których budowę rozpoczęto spada każdego roku i pomimo pozytywnych sygnałów z 2023 r. w następnych latach ta wyrwa w podaży da jeszcze o sobie znać.

Kolejnym ciekawym zjawiskiem, które przyniósł ostatni rok, było odwrócenie trendu spadku udziału największych miast w budowanych i oddawanych lokalach mieszkalnych. W raporcie przyjrzymy się, jak w ostatnim roku największe ośrodki miejskie oraz pozostałe miasta wojewódzkie, po latach spadków udziałów, zaczęły znowu zwiększać swój udział w nowych projektach mieszkaniowych. Zostało zahamowane też rozlewianie się miast.

Skoro omawiamy rynek mieszkaniowy – to przyjrzymy się także rynkowi kredytów mieszkaniowych. Tu też sytuacja sprzyjała deweloperom: pomimo deklarowanych przez banki zaostżeń polityk kredytowych, rynek kredytów odbił w niespotykanym wcześniej tempie. W raporcie przyjrzymy się kierunkom zmian polityki kredytowej banków oraz liczbom opisującym dynamikę zmian na rynku kredytów mieszkaniowych w tym rekordowym pod paroma względami 2023 r.: dość wspomnieć, że grudzień 2023 r. pobił rekord wartości wniosków o ten rodzaj kredytu.

Z rynku finansowego pochodził jeszcze jeden ważny impuls sprzyjający deweloperom mieszkaniowym: od 15 miesięcy

nieprzerwanie rosła aktywa zarządzane przez TFI. Przyjrzymy się, jak to przełożyło się na rynek obligacji deweloperów mieszkaniowych – na marżę, rodzaj inwestorów i tryby emisji. W skrócie – więcej emisji, niższe marże, rośnie udział ofert kierowanych do inwestorów instytucjonalnych.

W raporcie zajmiemy się także cenom mieszkań, płacom oraz cenowej dostępności mieszkań. Tu ubiegły rok przyniósł też ważne zmiany: pomimo wzrostów płac ceny mieszkań uciekły pogoni. Wskaźnik dostępności mieszkań – przez ostatnie lata łagodnie tracący na wartości – w ostatnim roku pogorszył się w tempie niewidzianym od lat. Wydaje się, że bez rozwiązania problemów podażyowych dostępność cenowa będzie dalej spadała. Skoro jesteśmy przy cenach mieszkań: ceny w największych miastach w pierwszych trzech kwartałach wzrosły o ok. 7% r/r., ale najwyraźniej na niektórych rynkach pojawiły się już bariery wzrostu: w Gdańsku ceny wzrosły tylko o 0,4% r/r, w Łodzi o 3%. Na przeciwnym biegunie był przede wszystkim Wrocław (wzrost o 11,35% r/r) oraz Warszawa i Poznań z niewiele mniejszymi wzrostami. Pozostaje otwartą kwestią, czy te różnicowanie wzrostów cen będzie się utrzymywać dalej.

A co działo się wśród deweloperów mieszkaniowych? W raporcie analizujemy deweloperów mieszkaniowych, których instrumenty (akcje lub obligacje) notowane są na GPW na podstawie sprawozdań finansowych za III kw. 2023 r.

W skrócie – to był bardzo dobry rok dla analizowanych przez nas spółek. Bardziej szczegółowo: spadają wskaźniki zadłużenia (r/r), w większości spółek rośnie sprzedaż lokali. W pierwszych trzech kwartałach 2023 r. analizowana grupa deweloperów pokazała dobre wyniki: większość pokazała zwiększenie marży brutto i zysku netto – przy niższych przychodach ze sprzedaży. Po trudniejszych latach 2020-2022 spółki wchodziły w nowy okres wzrostów wzmocnione, z lepszą strukturą zadłużenia.

Podsumowując: patrzymy na 2024 rok z optymizmem: popyt ma mocne podstawy, rynek kapitałowy jest gotowy wspierać deweloperów, sami deweloperzy dobrze przeszli przez ostatnie lata zawirowań. Bariery wzrostu leżą po stronie podaży: dostępność działek oraz procedury administracyjne dotyczące planowania przestrzennego.

Zapraszamy do lektury!

Więcej nowych budów, powolne odbicie podaży nowych lokali

Rok 2023 pokazał, że po pełnym niepewności 2022 r. rynek mieszkaniowy zaczyna powoli odzyskiwać dawny vigor. Daleko ciągle do rekordów z lat 2020-2021, ale kolejne kwartały ubiegłego roku potwierdzały, że rynek deweloperski wychodzi z zapaści roku 2022.

Zanim przejdziemy do szczegółowych analiz, 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. Podawane w raporcie liczby lokali obejmują zarówno lokale w budynkach wielorodzinnych, jak i jednorodzinnych, w projektach realizowanych przez wszystkie rodzaje podmiotów na rynku (od indywidualnych inwestorów, poprzez gminy i spółdzielnie, aż do deweloperów).

Spójrzmy w pierwszej kolejności na liczbę lokali, na które wydano w danym okresie pozwolenia na budowę (dalej: liczba lokali z nowymi PnB). 2023 r. był drugim spadkowym rokiem – w stosunku do rekordowego 2021 r. liczba lokali z nowymi PnB spadła o 30%. Spadek wobec 2022 r. też był znaczący: 19,1%. W 2023 r. wydano PnB na 241,1 tys. lokali mieszkalnych. To najniższa liczba od 2016 r. (211,6 tys.). Spadki te były słabsze w 6 największych ośrodkach miejskich (spadek o 13,1%) niż w pozostałych miastach wojewódzkich (spadek 24,7%) i reszcie kraju (-20,2%).

Patrząc jednak na poszczególne kwartały, są jednak powody do optymizmu. W IV kwartale 2023 r. wydano pozwolenia na 66,8 tys. lokali mieszkalnych. Oznacza to wzrostową passę trwającą już nieprzerwanie od początku 2023 r. Co więcej, w porównaniu z ostatnim kwartałem 2022 r. w ostatnim kwartale ubiegłego roku liczba lokali z nowym PnB wzrosła o 10,4%: najmniej – co nieco zaskakujące – w pozostałych miastach wojewódzkich (o 48,0%). Do analizy tego, gdzie w Polsce się budowało lub planowało budować, przejdziemy w dalszej części, tu jednak możemy zaznaczyć, że wzrost w pozostałych miastach wojewódzkich (poza sześcioma największymi ośrodkami) to jeden z skutków wdrożenia programu Bezpieczny Kredyt 2% oraz zapowiedzi programu Mieszkanie na Start: oba programy zawierają ograniczenia, które pośrednio wyłączaają z programów wiele lokali z największych miast – tam, gdzie ceny są najwyższe.

Czy możemy zatem potraktować wzrost liczby lokali z nowymi PnB jako wyprzedzający wskaźnik poprawy koniunktury i wzrostu podaży w najbliższych latach? Tu jednak zalecalibyśmy ostrożność. W poszczególnych kwartałach 2023 r. średnia liczba lokali z nowymi PnB wyniosła ok. 60 tys. lokali, podczas gdy w szczytowym okresie pomiędzy IV kw. 2020 r. a II kw. 2022 r. wydawano średnio w kwartale pozwolenia na ok. 85 tys. lokali. W rekordowym II kw. 2022 r.: na 93 tys. lokali. W ostatnim kwartale 2023 r. widzimy zatem odbicie od rekordowo niskiej liczby lokali z nowymi PnB w I kw. 2023 r. (52 tys.), ale to ciągle średnio o ok. 30% mniej niż w szczyście koniunktury. Ta 30 - procentowa wyrwa będzie odzwierciedlona w podaży mieszkań w paru następnym latach.

Patrząc na liczbę lokali, których budowę rozpoczęto w danym okresie, dane kwartałne dają nam pewne podstawy do optymizmu, choć długookresowo widać trend spadkowy. W 2023 r. rozpoczęto budowę 189,1 tys. lokali mieszkalnych, co stanowi spadek o 5,6% w stosunku do 2022 r. i o 31,8% w stosunku do rekordowego 2021 r., kiedy rozpoczęto budowę 277,4 tys. lokali mieszkalnych. W ostatnim kwartale 2023 r. pojawiły się jednak pewne nadzieje może nie na odwrócenie, ale na wyhamowanie

spadkowego trendu: rozpoczęto budowę 50,2 tys. lokali - o 41,3% więcej, niż analogicznym kwartale 2022 r. Ostatni kwartał tradycyjnie przynosi spadek rozpoczynanych budów – tak było też w 2023 r. (w stosunku do III kw. spadek o 5,8%), ale ten kwartałny spadek był mniejszy niż w poprzednich latach. W poprzednich latach spadki w ostatnim kwartale były w większości dwucyfrowe. W 2022 r.: -21,1%, w 2021 r.: -14,9%, w 2020 r.: -16,2%, w 2019 r. -6,7%, w 2018 r.: -20,0%, w 2017 r.: -17,6%. Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto nie doścignęła jeszcze w ostatnim kwartale ubiegłego roku rekordowych poziomów z lat 2019-2021, ale przewyższyła liczby z analogicznych okresów w latach 2012-2018. Patrząc na dane kwartałne, począwszy od I kw. 2023 r. (za wyjątkiem sezonowego spadku w ostatnim kwartale) mamy do czynienia ze wzrostem liczby lokali, których budowę rozpoczęto. Analizując dane roczne, można zauważyć trend spadkowy rozpoczęty w 2020 r., z jednoroczną wzrostową anomalią w 2021 r. (gdzie pewnie kluczową rolę odegrał tani pieniądź i inwestowanie środków z covidowych tarcz). W 2020 r. spadek wyniósł 5,7%, w 2021 r. pojawił się wzrostowy pik (23,9%, po tym znowu w 2022 r. spadek o 27,8%, a w 2023 r. spadek o 5,6%). W skali kraju mamy zatem 4-letni trend spadkowy z jednoroczną anomalią, wynikającą jednak z czynników słabo związanych z rynkiem mieszkaniowym. Poprzedni trend trwał w latach 2014-2019 i był 6-letnim trendem wzrostowym ze średniorocznymi stopami wzrostu rzędu 11%. Warto zauważyć, że trend wzrostowy 2014-2019 miał miejsce w czasach lepszej koniunktury gospodarczej, niskiej inflacji, stabilnego spadku stóp procentowych oraz braku zawirowań w otoczeniu gospodarki. Obecny trend spadkowy trafił na pandemię, wojnę i inflację – a jednocześnie na bardzo silne, indukowane impulsy popytowe (Bezpieczny Kredyt 2%, Mieszkanie na Start, migracji z Ukrainy). Po spokojnym okresie po kryzysie 2008-2009 r. weszliśmy w okres większych zawirowań, co ma i będzie miało odzwierciedlenie na rynku mieszkaniowym.

Przejdźmy teraz do ostatniego zestawu liczb opisującego rynek mieszkaniowy – do liczby mieszkań oddanych do użytkowania. Jak wyżej, porównamy okresy roczne i kwartałne. W odróżnieniu do liczby lokali z nowym PnB i rozpoczętych budów, tu w ostatnich latach nie było znaczących wahań. Po rekordowym 2022 r. (kiedy oddano do użytkowania 238,6 tys. lokali – wynik bliski rekordów z końca lat siedemdziesiątych: 283,6 tys. lokali w 1978 r., osiągnięty jednak dzięki lokalom o jedną trzecią mniejszym) w ubiegłym roku odnotowaliśmy spadek o 7,6%. Oddano do użytkowania 220,4 tys. lokali. Był to poziom prawie równy liczbie nowych mieszkań oddanych do użytkowania w 2020 r. (220,8 tys.) i jednocześnie czwarty najlepszy wynik od 2012 r. Trzeba jednak dodać, że w 2023 r. mieliśmy do czynienia z przełamaniem 8-letniego trendu wzrostowego, trwającego nieprzerwanie w okresie 2015-2022. W tym okresie odnotowaliśmy średnio rocznie tempo wzrostu liczby lokali oddawanych do użytkowania równe ok. 7%. Z poziomu 143,1 tys. lokali oddanych do użytkowania z 2014 r. doszliśmy do rekordowego poziomu 238,6 tys. lokali w 2022 r. Co więcej, po raz pierwszy w powojennej historii Polski, w 2022 r. łączna powierzchnia nowo oddanych lokali przekroczyła 20 mln m² rocznie.

Patrząc na dane kwartałne dotyczące liczby mieszkań oddanych do użytkowania, w IV kwartale 2023 r. widzimy sezonowy wzrost, charakterystyczny dla ostatnich kwartałów w poszczególnych latach. W ostatnim kwartale 2023 r. oddano do użytkowania 59,1 tys. lokali, co stanowi spadek o 17,2% w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego. Wynik 59,1 tys. nowo oddanych lokali mieszkalnych to jednocześnie najgorszy wynik dla ostatniego kwartału roku od ostatniego kwartału 2018 r. (55,3 tys. oddanych lokali).

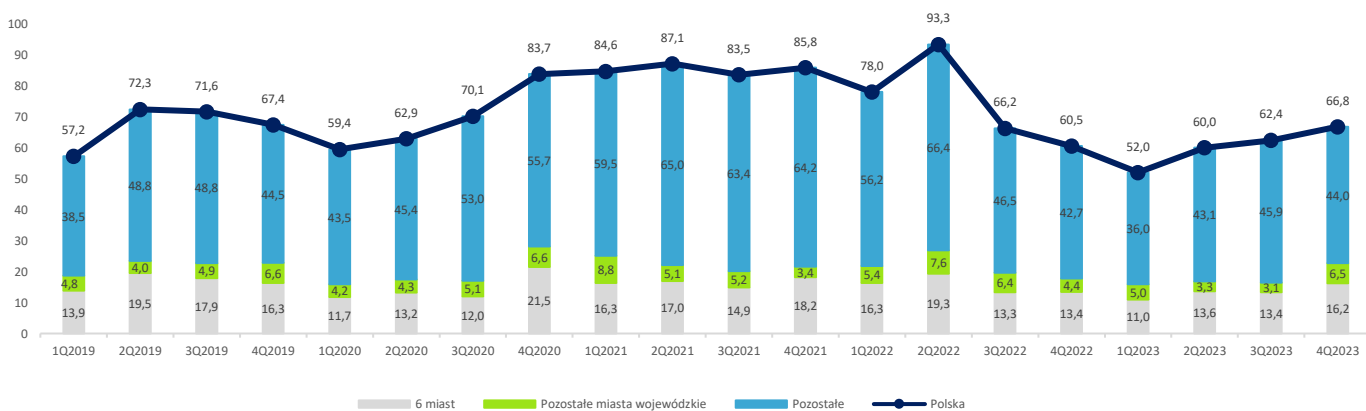
Rynek mieszkaniowy

Odnosnie liczby lokali oddawanych do użytkowania możemy zatem przewidywać, że spadek liczby lokali będzie kontynuowany w następnych latach – tu coraz mocniej będzie dawać o sobie znać wyrwa w nowych projektach z lat poprzednich. Oczywiście na rynek trafią w 2024-2025 r. lokale z rekordowego 2022 r., ale trend w liczbie lokali oddawanych do użytkowania będzie zniżkowy, przynajmniej przez ok. 2 lata, zakładając, że deweloperzy zareagują pozytywnie na obecne impulsy popytowe (programy dopłat do kredytów) i zapowiadane (bardzo wstępnie) regulacje mające na celu zwiększenie podaży.

Wielką rynkową niewiadomą jest podaż mieszkań dostarczona przez podmioty samorządowe i, być może, państwowe w ramach wstępnie zapowiadanych programów budowy mieszkań na

wynajem. Obecnie ten segment budownictwa (tj. mieszkania spółdzielcze, komunalne, społeczne czynszowe i zakładowe) odpowiada za 3,8% łącznej podaży mieszkań oddanych do użytkowania (4,3 tys. lokali w 2023 r.). Jeszcze w roku 2009 r. udział mieszkań w tej grupie stanowił 13,6%. Od 2006 r. oddano do użytkowania zaledwie 176 tys. tego typu mieszkań.

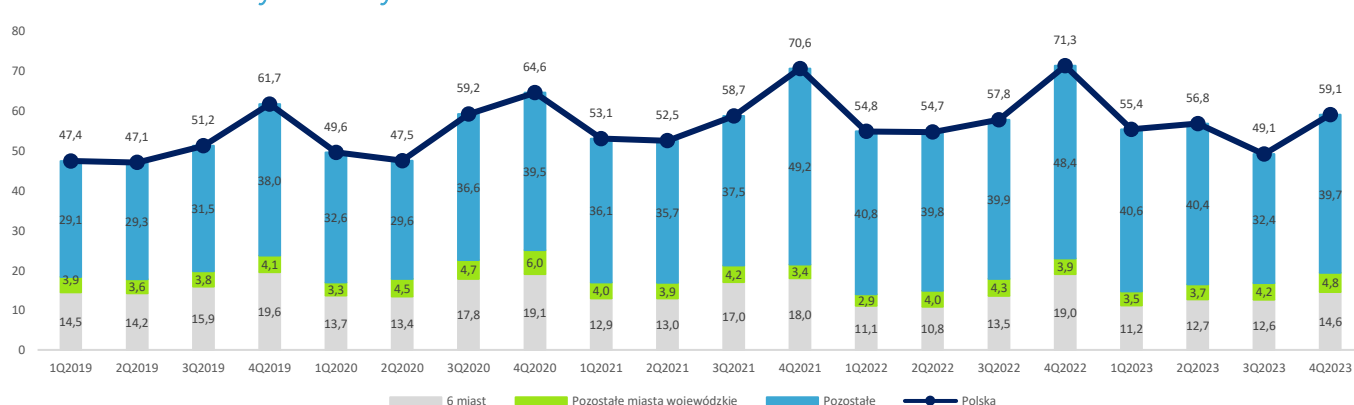
Wydane pozwolenia na budowę – liczba lokali mieszkalnych



Liczba lokali, których budowę rozpoczęto



Liczba lokali oddanych do użytkowania



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rynek mieszkaniowy

Bez znaczących zmian prawnych odnośnie finansowania tego typu budownictwa potencjał tego segmentu podaży nie jest w stanie zagrozić podaży generowanej przez podmioty indywidualne i deweloperów. Dodatkowo potencjał gruntów o uregulowanej sytuacji planistycznej, będących w posiadaniu miast jest bardzo niski, w porównaniu do gruntów będących z posiadanych podmiotów prywatnych – szczególnie w największych miastach. W Warszawie, Poznaniu, Trójmieście i Wrocławiu takie grunty stanowią mniej niż 1% powierzchni tych miast (w Warszawie to ok. 211 ha na koniec 2022 r.

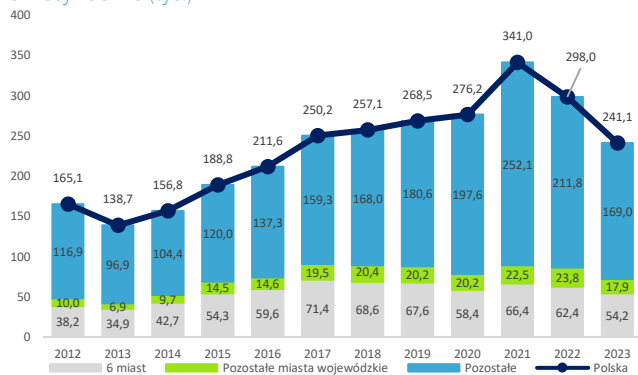
Lata 2020-2023 – lata pandemii, wojny w sąsiedztwie, inflacji, migracji, potężnych programów dotowania kredytów – pokazały, jak bardzo rynek mieszkaniowy jest zależny od czynników

makroekonomicznych, a nawet szerzej: geopolitycznych. Trudno jest zatem w tak burzliwym otoczeniu przewidywać długoterminowe trendy dot. podaży i cen na krajowym rynku mieszkaniowym, szczególnie, gdy w dalszej kolejności na scenę wkroczy kolejny gracz rozdający karty na tym rynku – demografia.

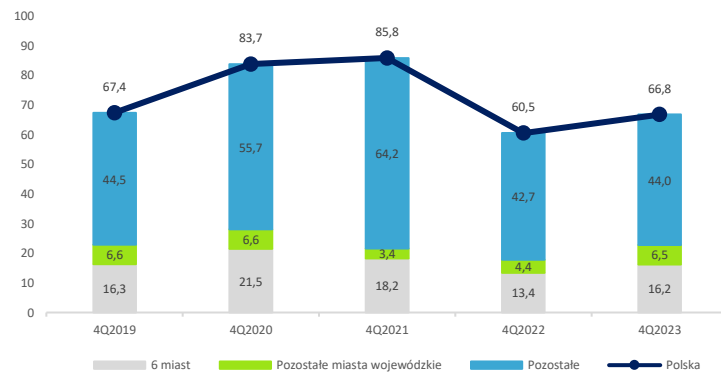
W okresie 2-3 lat można prognozować dalszy wzrost cen – szczególnie w największych miastach – oraz spadek podaży nowych mieszkań. Spadek stóp procentowych i większy apetyt sektora finansowego – w tym funduszy inwestycyjnych – będzie stopniowo wspomagał jednak deweloperów w zwiększaniu podaży, co w dalszej kolejności ustabilizuje ceny.

Wydane pozwolenia na budowę – liczba lokali mieszkalnych

Okresy roczne (tys.)

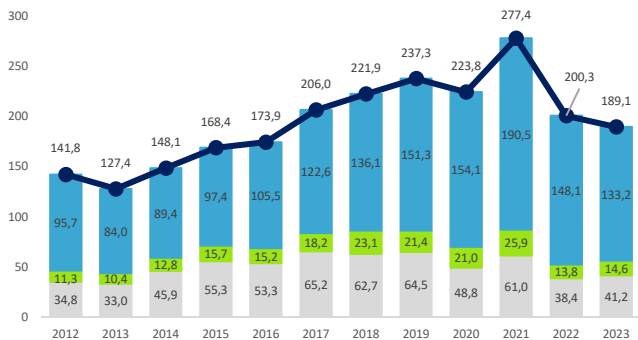


Dane w porównywalnych kwartalach (tys.)

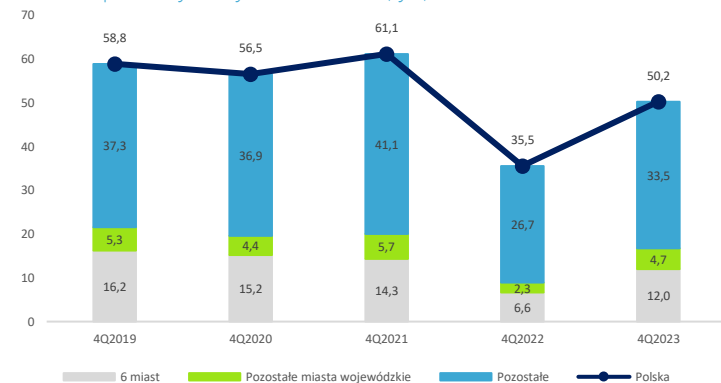


Liczba lokali, których budowę rozpoczęto

Okresy roczne (tys.)



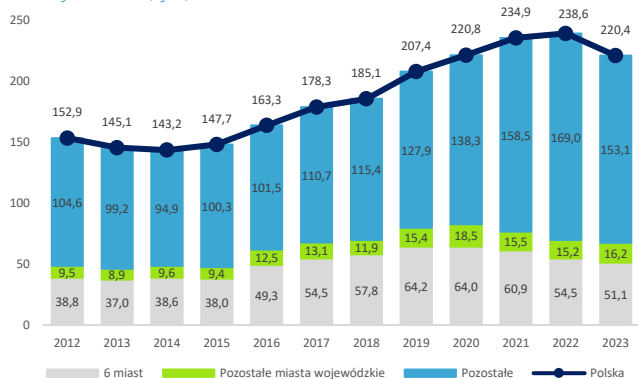
Dane w porównywalnych kwartalach (tys.)



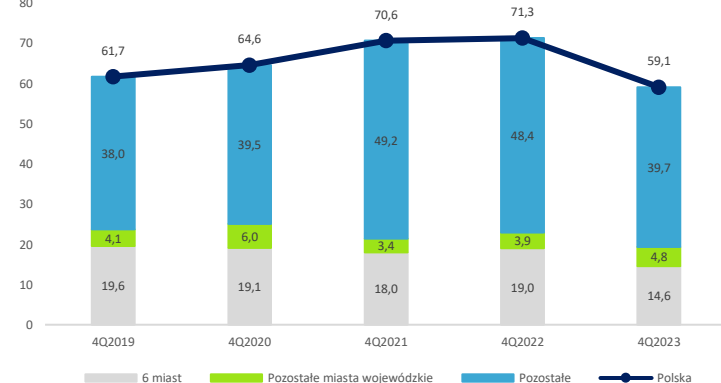
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali oddanych do użytkowania

Okresy roczne (tys.)



Dane w porównywalnych kwartalach (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rynek mieszkaniowy

Gdzie się budowało?

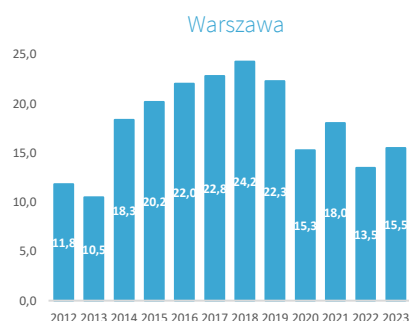
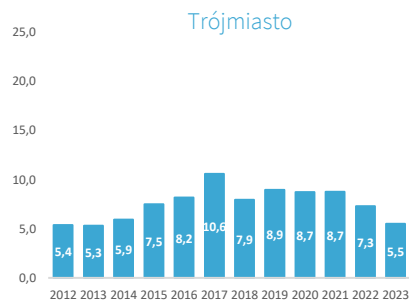
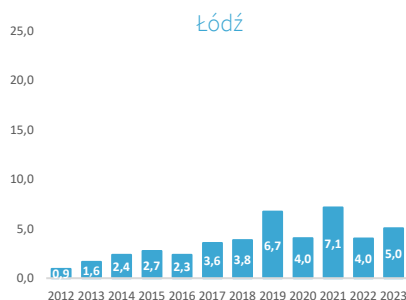
Rok 2023 przyniósł potwierdzenie odwrócenie się spadkowego trendu udziału sześciu największych ośrodków miejskich w rynku mieszkaniowym. Przypomnijmy – biorąc pod uwagę liczbę lokali z nowymi pozwoleniami na budowę - udział sześciu największych miast osiągnął najwyższy poziom w 2015 r. (28,8%), by od 2016 r. do 2021 r. stopniowo maleć do poziomu 19,5%. W 2022 r. wzrost udziału wyniósł 1,4 pkt. proc., natomiast w 2023 r. udział wyniósł 22,5%.

O ile w całej Polsce roczna spadek liczby mieszkań z nowymi PnB wyniósł 19,1%, to w sześciu największych miastach spadek był słabszy: o 13,1%. Co ważne, dynamiki te były bardzo różne w każdym z tych miast. I tak w 2023 r. w Łodzi liczba mieszkań z nowym PnB wzrosła o 48,7%, w pozostałych miastach z tej szóstki spadła. Największe spadki odnotowano w Warszawie (26,6%) i Trójmieście (23,4%). Przypadkowi warszawskiemu warto przyjrzeć się bliżej. Warszawa z gęstością zaludnienia ok. 3,4 tys. osób/km2 plasuje się w środku stawki rankingu stolic krajów Unii Europejskiej pod względem zaludnienia (najgęściej zaludniony jest Paryż: 20,9 tys. osób/km2), jednak z uwagi na bardzo duże zróżnicowanie dostępności komunikacji publicznej na obszarze miasta (oraz plany zagospodarowania) budownictwo wielorodzinne omija wiele regionów miasta. Stąd też pomimo swojego dużego obszaru i niezbyt dużego średniego zagęszczenia ludności, obszar będący atrakcyjny dla budownictwa wielorodzinnego jest faktycznie znacznie mniejszy. Rezultatem jest ciągle malejąca dostępność gruntów w Warszawie – gruntów z uregulowaną sytuacją planistyczną i odpowiednim uzbrojeniem. Dodatkowo poza centrum wiele gruntów jest bardzo rozdrobnionych, a część nie ma uregulowanej sytuacji prawnej. Dlatego też w Warszawie ogniskuje się jedna z głównych bolączek rynku mieszkaniowego

w największych miastach – brak działek, na których można w miarę szybko rozpoczynać inwestycje mieszkaniowe. Zatem w warunkach dużego popytu (konsumentckiego i inwestycyjnego), migracji do miasta i wzrostu cen deweloperzy zmuszeni są ograniczać inwestycje w Warszawie.

A jak wyglądała sytuacja z liczbą mieszkań, których budowę rozpoczęto? W 2023 r. rozpoczęto budowę 189,1 tys. mieszkań. Podobnie jak w przypadku mieszkań z nowymi PnB, dynamika zmian była bardzo zróżnicowana. O ile w skali kraju w 2023 r. rozpoczęto budowę o 5,6% mieszkań, ale w sześciu największych miastach nastąpił wzrost o 7,5% a pozostałych miastach wojewódzkich o 6,1%. Wśród sześciu największych ośrodków miejskich zróżnicowanie było nawet jeszcze większe. Liderem wzrostów był Wrocław (wzrost o 56,2%), poza Wrocławiem wzrosty odnotowano jeszcze w Łodzi (25,8%), Warszawie (14,8%) i Krakowie (7,5%). W Poznaniu i Trójmieście odnotowano znaczące spadki (o 24,9% i 24,4% odpowiednio). W Polsce poza miastami wojewódzkimi liczba nowo budowanych mieszkań spada r/r o 10,1%.

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



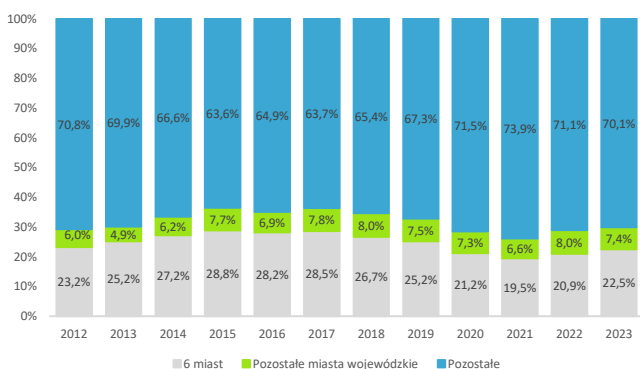
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rynek mieszkaniowy

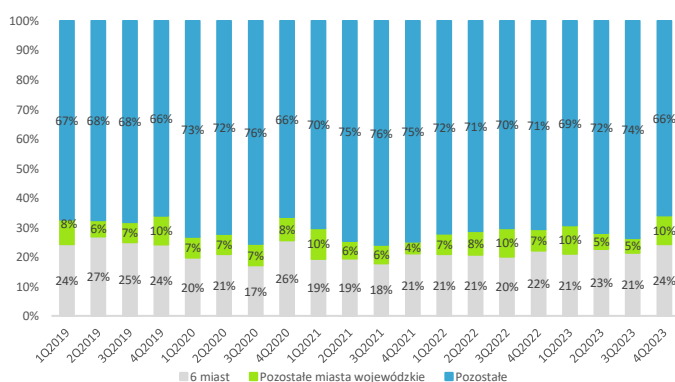
Rok 2023 był pierwszym od 2017 r., kiedy udział nowo rozpoczynanych budów (liczonych liczbą mieszkań) wzrósł dla sześciu największych miast. W latach 2018-2022 udział tych miast powoli, ale konsekwentnie spadał. W latach 2014-2017 wynosił lekko ponad 30%, żeby od 2018 r. spadać do osiągnięcia poziomu 19,2% w 2022 r. W ubiegłym roku ten udział po raz pierwszy od 2017 r. wzrósł – do poziomu 21,8%. Wzrósł też udział nowych budów lokali w pozostałych miastach wojewódzkich – do 7,4%. Udział reszty Polski wyniósł 70,5% - to ciągle bardzo dużo w porównaniu z latami 2014-2018, gdzie około 40% spośród nowych budów lokali rozpoczynano w miastach wojewódzkich. Można zatem stwierdzić, że Bezpieczny Kredyt 2%, wbrew niektórym oczekiwaniom, nie pobudził tak silnie budownictwa w mniejszych ośrodkach. Na rozkład terytorialny nowo

rozpoczynanych projektów mieszkaniowych wpływa wiele czynników – m.in. zróżnicowanie sytuacji na rynku pracy, migracje (międzynarodowe i wewnętrzne), wzrost znaczenia rynku najmu. Jeżeli te czynniki będą się utrzymywać, może nastąpić wzrost polaryzacji – w tym cenowej - pomiędzy rynkami mieszkaniowymi w miastach wojewódzkich i resztą Polski.

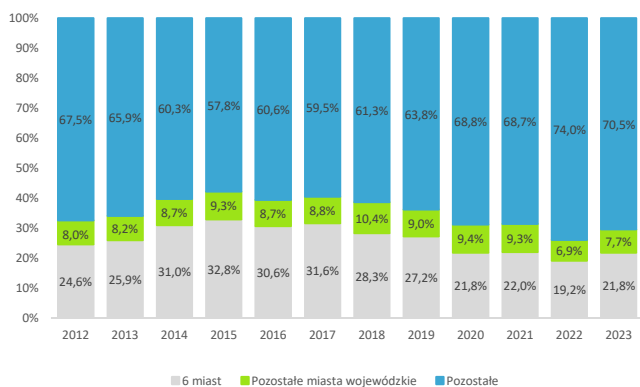
Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenie na budowę – okresy roczne (%)



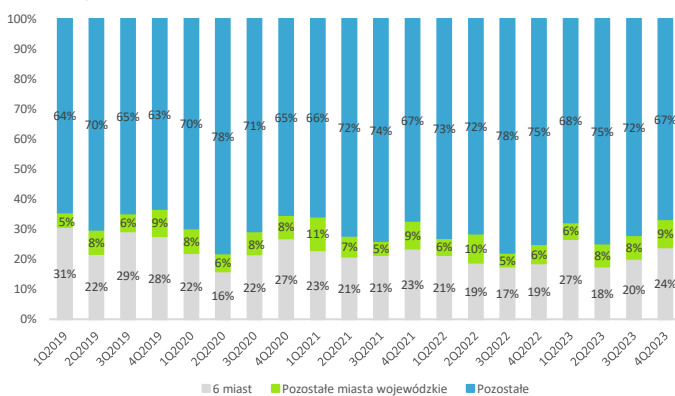
Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenia na budowę – kwartały 2019-2023 r. (%)



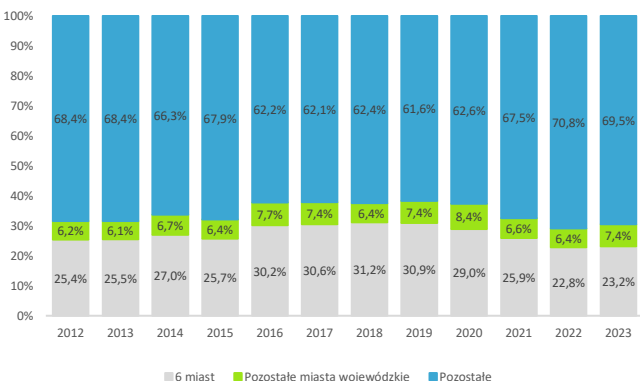
Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto w Polsce – okresy roczne (%)



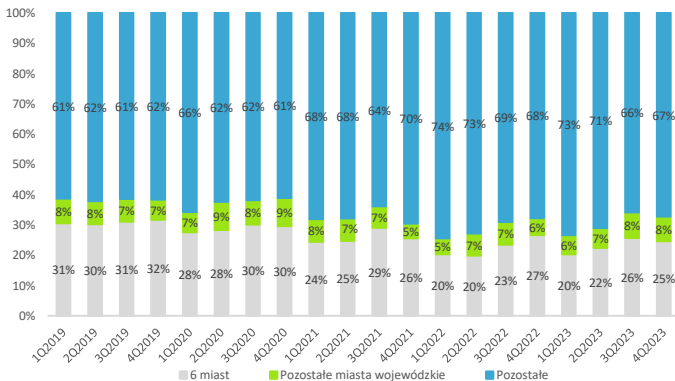
Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto – kwartały 2019-2023 r. (%)



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



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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rynek mieszkaniowy

Zjawiskiem, które bardzo mocno wzrastało na sile było rozlewanie się miast (city sprawl): przenoszenie się inwestycji mieszkaniowych (jedno- i wielorodzinnych) z obszarów miejskich na tereny niezurbanizowane w otoczeniu miast. Zjawisko to – niekorzystnie oceniane przez urbanistów – nasilało się wyraźnie w latach 2017-2022. Najmocniej widoczne było w Warszawie i otaczających ją powiatach. W rekordowym pod tym względem 2022 r. w samej Warszawie rozpoczęto budowę 13,7 tys. lokali mieszkalnych, a otaczające powiaty prawie dorównały: 12,4 tys. lokali. W rekordowym pod tym względem II kw. 2022 r. w powiatach otaczających Warszawę rozpoczęto budowę o 21% więcej lokali mieszkalnych niż w Warszawie.

Ale już w 2022 r. roczna dynamika nowych projektów (liczona liczbą lokali, których budowę rozpoczęto) była dla powiatów otaczających Warszawę ujemna (-23,8%), podobnie jak w 2023 r. (-13,3%). Porównując liczby bezwzględne: w 2023 r. w Warszawie rozpoczęto budowę 15,5 tys. lokali mieszkalnych, a w otaczających ją powiatach: 10,7 tys. (najniższy wynik od 2018 r.). Zobaczymy w nadchodzących latach, czy rosnące ceny działek (oraz mieszkań) w 6 największych miastach nie wypchną z

powrotem popytu na otaczające powiaty. Tu warto też dodać, że przynajmniej dla Warszawy otaczające ją powiaty mają lepsze (patrząc na średnią dla wszystkich tych powiatów) pokrycie miejscowymi planami zagospodarowania przestrzennego niż sama Warszawa.

Dla najbliższych 2-3 lat można przewidywać, że udział największych ośrodków miejskich w łącznej puli nowych projektów mieszkaniowych będzie rosnąć. Dzięki migracjom, mocnemu rynkowi pracy i coraz mocniejszemu rynkowi najmu to największe miasta będą przyciągać zarówno nabywców mieszkań na własne potrzeby, jak i inwestorów. Barierą wzrostu będą ceny i dostępność działek. Deweloperzy będą jednak w lepszej sytuacji niż w latach 2022-2023: aktywa funduszy inwestycyjnych rosną, rośnie też apetyt zarządzających na obligacje deweloperów mieszkaniowych. To oraz malejące stopy procentowe pozwoli deweloperom lepiej zmierzyć się z cenami działek w największych miastach – a ceny te niewątpliwie będą szybko rosły.

Liczba lokali, których budowę rozpoczęto: Warszawa i okoliczne powiaty

Dane roczne (tys.)

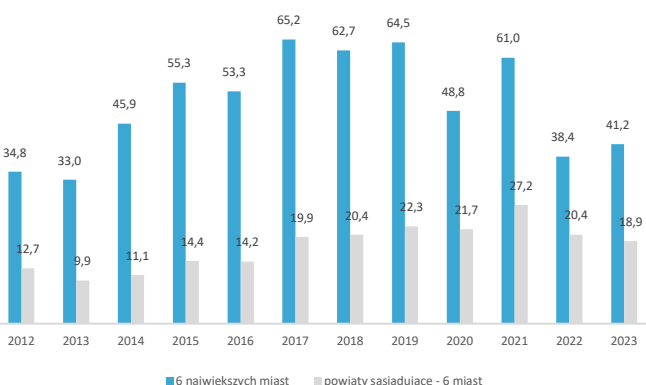


Dane kwartalne (tys.)

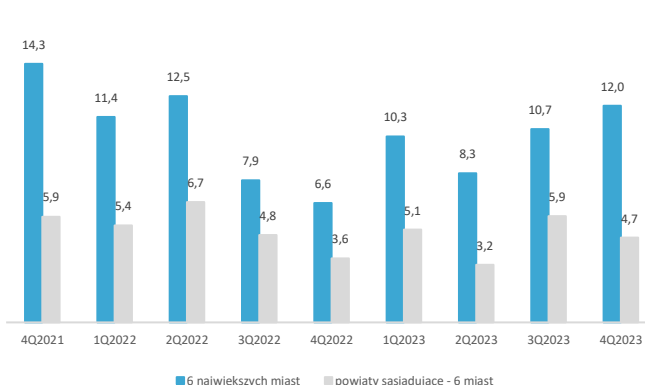


Liczba lokali, których budowę rozpoczęto: 6 największych miast i okoliczne powiaty

Dane roczne (tys.)



Dane kwartalne (tys.)



Rynek mieszkaniowy

Wzrosty cen – popyt rośnie, podaż spada

Stabilizacja cen mieszkań w końcówce 2022 r. okazała się przejściowa: w 2023 r. ceny mieszkań pewnie wróciły do mocnych wzrostów.

W III kwartale 2023 r. średnie ceny transakcyjne na rynku pierwotnym w 6 największych miastach Polski¹ wzrosły o 6,6%. Wzrosty cen nie rozłożyły się równomiernie. W skali czterech kwartałów nowym liderem wzrostów stał się Wrocław (wzrost o 11,3% r/r), na drugim miejscu uplasował się Poznań (9,4% r/r), gdzie dotychczas ceny pozostawały nieco w tyle za liderami. Najmniej ceny wzrosły w Gdańsku (0,4% r/r) – to czwarty kolejny kwartał, gdzie roczne dynamiki cen transakcyjnych są bardzo niskie. Bardzo wysokie wzrosty w okresie II kw. 2021 r. – I kw. 2022 r., w dużej mierze napędzane przez popyt inwestycyjny, wyczerpały już w dużej mierze potencjał tego rynku. Podobnie w Łodzi – po okresie mocnych wzrostów cen (roczne dynamiki cen średnio 15%) w okresie III kw. 2021 r. – IV kw. 2022 r. w III kwartale ceny transakcyjne na rynku pierwotnym wzrosły zaledwie o 3,0% r/r.

W Warszawie w III kw. 2023 r. ceny wzrosły o 9,8% r/r. To trzeci z kolei kwartał z jednocyfrowymi rocznymi dynamikami wzrostu cen na tym rynku. Okres od IV kw. 2021 r. do IV kw. 2022 r. przyzwyczał nas do dwucyfrowych rocznych dynamik cen w Warszawie (rekord w II kw. 2022 r.: 25,0% r/r), jednak 2023 r. przyniósł spowolnienie wzrostów cen – może się okazać, że ceny osiągnęły już pułapy z trudem akceptowalne przez konsumentów (nabywców mieszkań na własne potrzeby) jak i inwestorów. Nie wydają się jednak, że rynek warszawski zejdzie ze ścieżki wzrostu cen – z uwagi na bardzo atrakcyjny rynek pracy nawet po redukcji popytu konsumpcyjnego inwestorzy z rynku najmu nie pozwolą wystudzić koniunktury na stołecznym rynku mieszkaniowym.

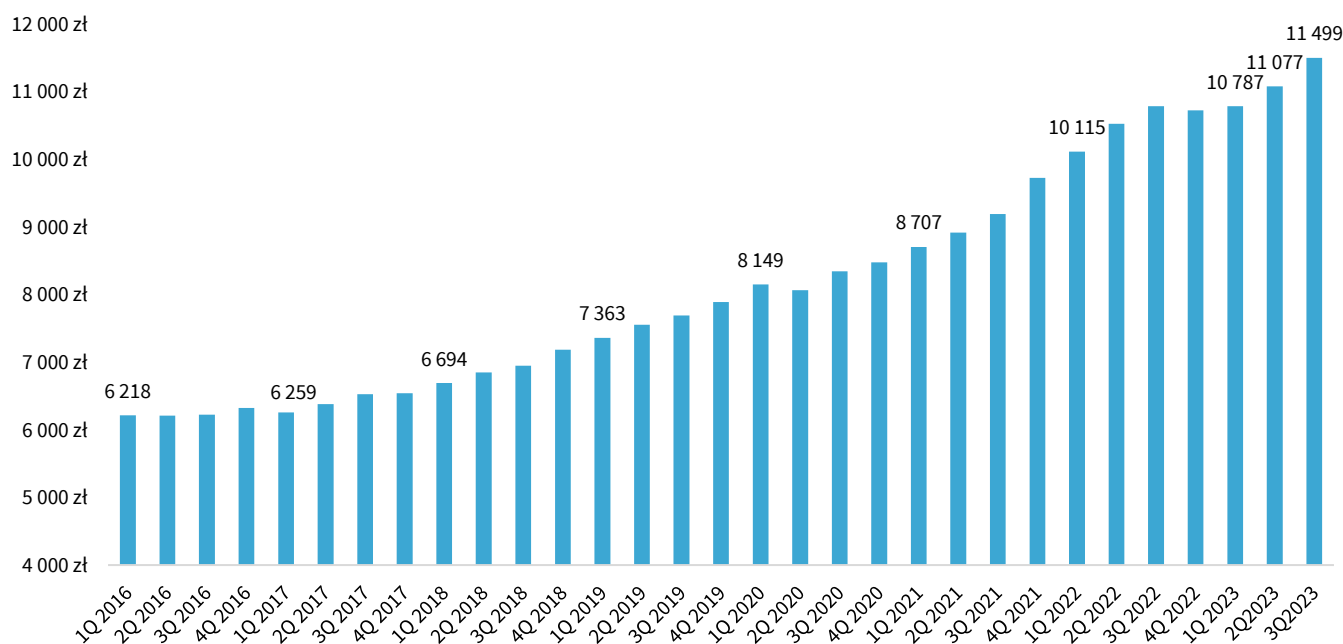
W IV kwartale 2023 r. ceny transakcyjne rosły równie szybko. W miastach pow. 500 tys. mieszkańców rosły najszybciej: 17,2% r/r,

w mniejszych ośrodkach wolniej: ok. 9,5% w miastach poniżej 100 tys. mieszkańców². Duże miasta – co nie zaskakuje z uwagi na strukturę rynku pracy – pozostają od początku obecnej fali wzrostów cen – liderami wzrostu. Z punktu widzenia analizowanych przez nas deweloperów to korzystna sytuacja – w tych miastach ta grupa koncentruje swoją działalność. W dłuższej perspektywie może wytworzyć – poprzez polaryzację rynku – zjawisko rynku deweloperskiego „dwóch prędkości”: silnych potentatów rynku, zdolnych do walki o najdroższe grunty w dużych miastach i będących w coraz trudniejszej sytuacji deweloperów działających poza tymi rynkami.

Jak przewidywaliśmy w naszym raporcie podsumowującym ostatni kwartał 2022 r.: rynek kredytowy wróci do wzrostów w 2023 r. Zresztą wróciłby do wzrostów nawet bez Bezpiecznego Kredytu 2%. Przy braku stymulantów podaźowych, zadziałania na popyt musiało doprowadzić do obserwowanych wzrostów cen. Jak wielokrotnie wspominaliśmy w poprzednich raportach, to dostępność kredytu mieszkaniowego jest główną determinantą cen mieszkań w Polsce.

Czynnikami mającym duży wpływ na ceny mieszkań w miastach są stawki najmu. Te w 2023 r. wzrosły w miastach pow. 500 tys. mieszkańców o 7,9% r/r. Pomimo lekkiej stabilizacji na rynku najmu w największych miastach – rośnie liczba ofert i okres oczekiwania na najemcę – ale popyt inwestycyjny ze strony inwestorów indywidualnych dalej będzie stanowił istotny element. Tu z pewnością zadziała też zjawisko „luki czynszowej” (dochody za małe na otrzymanie kredytu, za duże na szeroko rozumiane lokale komunalne). Wzrost cen mieszkań wypycha konsumentów z rynku kredytowego i przekierowuje ich na rynek najmu komercyjnego.

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



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

¹ Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2023 r., Narodowy Bank Polski, grudzień 2023 r.; 6 miast obejmuje Warszawę, Gdańsk, Kraków, Poznań, Wrocław, Łódź.

² Dane dot. cen mieszkań i cen najmu w IV kw. 2023 r. za: Sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych. IV kwartał 2023 r., Polityka Insight i Otodom, Kwartalnik mieszkaniowy, Warszawa, styczeń 2024.

Rynek mieszkaniowy

Trzeba też pamiętać, że w najbliższych 2-3 latach na rynek najmu trafią mieszkania kupowane podczas szczytu koniunktury na tym rynku w roku 2022 r. jednak w przełomowym dla rynku najmu roku 2022 średnia rentowność – pomimo ogromnych wzrostów stawek czynszów – nie wróciła do poziomów z lat 90-tych ubiegłego wieku. Obecnie ceny mieszkań w największych miastach rosną szybciej niż stawki najmu. Spadająca rentowność w mieszkaniach na wynajem będzie niewątpliwie czynnikiem stabilizującym rozgrzany rynek mieszkań w największych miastach.

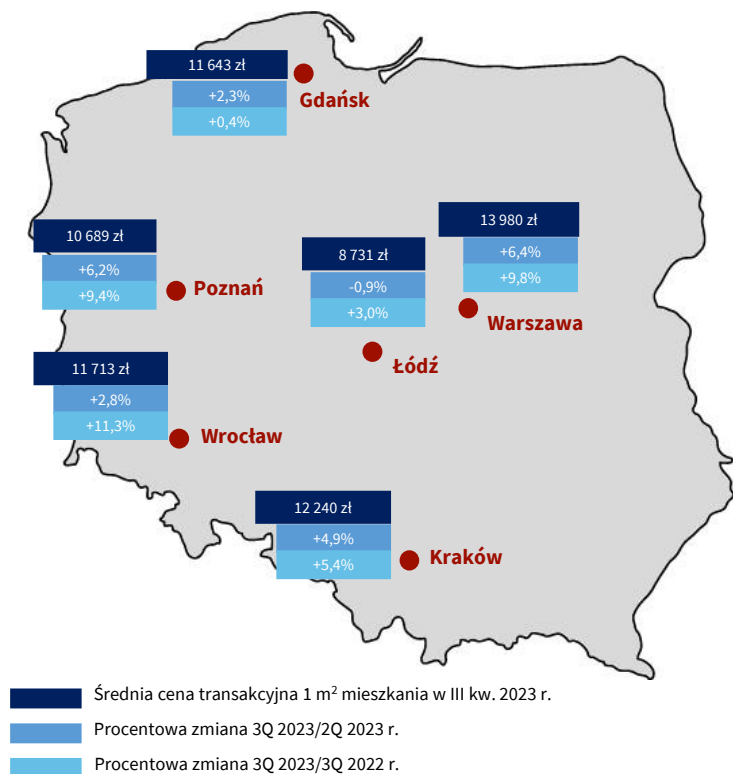
Kolejnym czynnikiem, który ma duży potencjał w długookresowej stabilizacji cen w miastach jest nowelizacja ustawy o planowaniu przestrzennym i zagospodarowaniu przestrzennym. Nowelizacja wprowadza szereg nowych rozwiązań, takich jak np. zintegrowane plany inwestycyjne (opracowywane na wniosek inwestora), umowa urbanistyczna, obszar uzupełnienia zabudowy. Uelastycznienie tworzenia ładu urbanistycznego, większe zaangażowanie inwestorów w jego tworzenie powinno

uwolnić potencjał wielu działek w dużych miastach pod budownictwo mieszkaniowe. Podobnie zadziała zmiana restrykcyjnych przepisów dotyczących miejsc parkingowych w nowo budowanych budynkach mieszkalnych. W tym widzimy także czynnik stabilizujący ceny w długim okresie.

Zjawiskiem rynkowym, które ciągle – mimo często kasandrycznych prognoz – jest liczbowo marginalne są zakupy instytucjonalne mieszkań pod wynajem. Nawet w skali największych miast to ciągle śladowy udział w łącznej sprzedaży, jednak w warunkach taniejącego pieniądza ten rodzaj nabywców będzie rósł w siłę.

Po doświadczeniach roku 2023 możemy przewidywać, że kolejny program dopłat kredytowych w niezmiennych warunkach podaźowych przyniesie dalsze wzrosty cen. Na poszczególnych rynkach mogą pojawić się korekty cenowe – nawet konsumenci z dopłatami mogą mieć swoje ograniczenia – lecz 2024 r. nie powinien przynieść zmian w obecnym trendzie cenowym.

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



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

Otoczenie makroekonomiczne

Kredyty hipoteczne – nowy kwartalny rekord

Nic tak nie odisnęło piętna na rynku mieszkaniowym w całym 2023 r. jak Bezpieczny Kredyt 2%. Warto tu zaznaczyć, że krajowy rynek mieszkaniowy, po latach spokojnego wzrostu, począwszy od 2020 r. doświadcza potężnych zewnętrznych impulsów: pandemia, inflacja, wojna i migracja. I kiedy wydawało się, że rok 2023 r. będzie pierwszym w miarę spokojnym okresem po latach zawirowań 2020-2022, program Bezpieczny Kredyt 2% wywindował popyt na kredyty oraz ceny mieszkań do rekordowych poziomów.

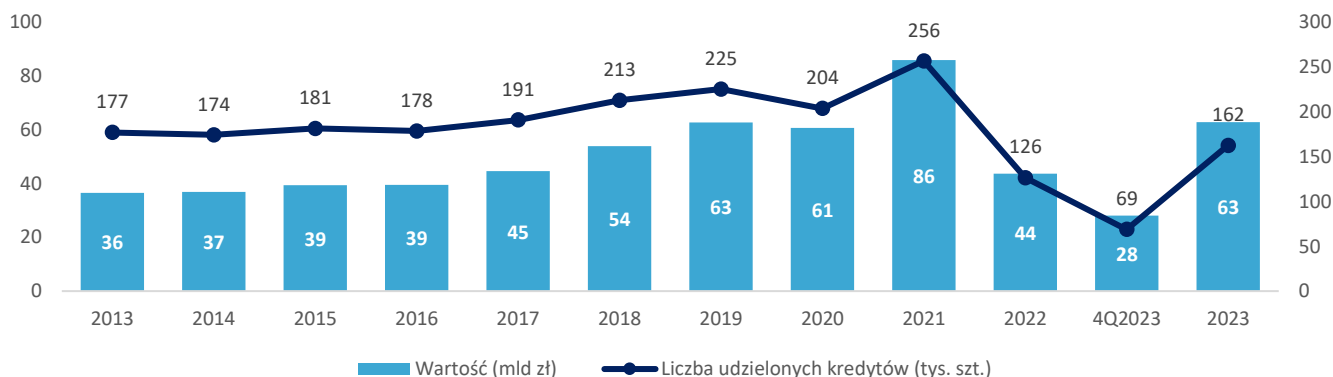
Ostatni kwartał 2023 r. pobił wieloletni rekord w wartości udzielonych kredytów mieszkaniowych: banki udzieliły kredytów mieszkaniowych o wartości 28,1 mld³. To wartość wyższa od wartości kredytów mieszkaniowych udzielonych w szczytowym dotąd III kw. 2021 r. (przypomnijmy: to ostatni „przedinflacyjny” kwartał). W porównaniu do III kw. 2023 r. wartość kredytów wzrosła o 77,5%, w porównaniu do ostatniego kwartału 2022 r. wzrosła o 355,8% (ostatni kwartał 2022 r. zaznaczył się rekordowo niską wartością udzielonych kredytów mieszkaniowych: 6,2 mld zł). Co ważne, w ostatnim kwartale 2023 r. wzrosła też średnia wartość kredytu (o 25,3%, do 408,1 tys. zł). Wzrost średniej wartości kredytu był wyższy od stopy inflacji, wyższy też od średniej stopy wzrostu cen mieszkań. To świadczy o entuzjazmie konsumentów i ich próbach gonienia uciekających cen mieszkań.

W skali całego roku 2023 r. był bliski rekordom ustanowionym przez rynek kredytów mieszkaniowych w 2021 r. łączna wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych wyniosła 63 mld zł i była wyższa o 43,7% od wartości kredytów udzielonych w poprzednim roku. Ilość udzielonych kredytów wzrosła wolniej – o 28,6%, do poziomu 162 tys. To sporo niższy wynik niż w 2021 r. (256 tys. udzielonych kredytów).

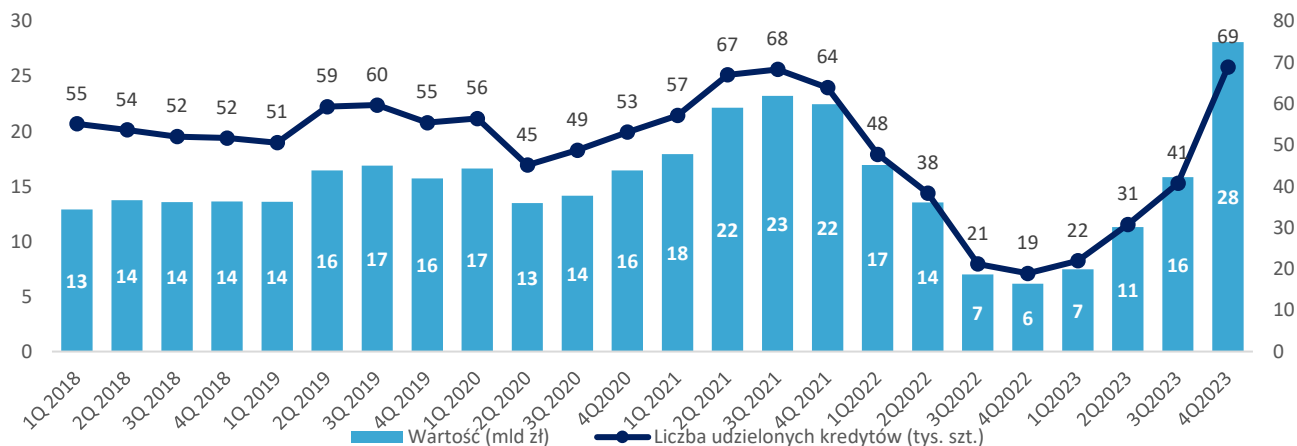
Zgodnie z ankietami zebranymi przez NBP⁴, w III kw. 2023 r. banki zaostrzyły kryteria przyznawania kredytów mieszkaniowych. Podobnie restrykcyjne podejście zakładane było na IV kw. 2023 r. – tu kredyty mieszkaniowe obok kredytów konsumpcyjnych mierzą się z największym zaostrzeniem polityk kredytowych. Jednocześnie banki odnotowały w III kw. 2023 r. 40-procentowy wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe – poza kredytami krótkoterminowymi dla dużych przedsiębiorstw to jedyna kategoria kredytów, na którą popyt w tym okresie wzrastał.

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

Okresy roczne(tys.)



Okresy kwartalne (tys.)



Źródło: Raport AMRON-SARFiN 3/2023, raport BIK za wrzesień 2023 r.

³ Newsletter kredytowy BIK: klienci indywidualni, październik 2023-styczeń 2024.

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

Otoczenie makroekonomiczne

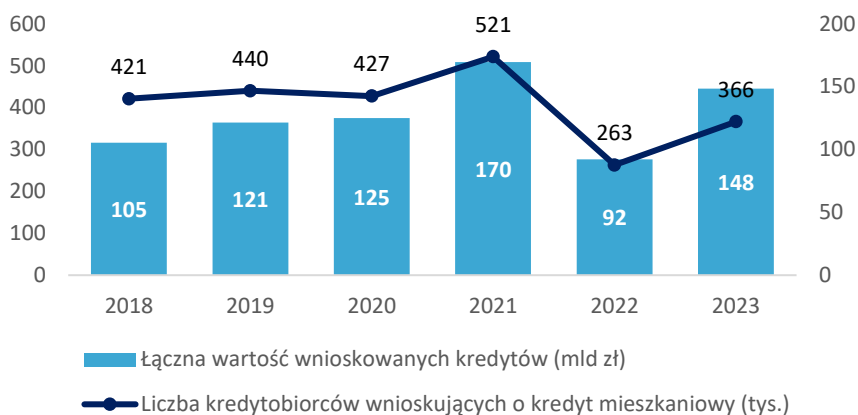
Wzrost samego popytu na kredyty mieszkaniowe był jeszcze bardziej spektakularny⁵. W ostatnim kwartale 2023 r. liczba wniosków kredytowych wzrosła do poziomu 54,7 tys. (wzrost o 26% w stosunku do ostatniego kwartału 2022 r.). Jeżeli chodzi o łączną wartość wniosków, tempo zmian jest jeszcze mocniejsze: wzrost o 312% w stosunku do IV kw. 2022 r. Grudzień 2023 r. był rekordowy: złożono 46,34 tys. wniosków (ciągle mniej niż 56,07 tys. wniosków w rekordowym marcu 2021 r.), ale ich wartość osiągnęła najwyższy poziom: 20,17 mld zł. Patrząc na popyt na kredyty mieszkaniowe w dłuższej perspektywie czasowej widzimy, że o ile do końca 2020 r. (za wyjątkiem „covidowego” spadku w II kw., a następnie odbicia w kolejnym kwartale 2020 r.) jego wartość była dość stabilna – począwszy od 2018 r. do końca 2020 r. w przedziale od ok. 25 mld zł do ok. 32 mld zł kwartalnie. W I kw. 2021 wzrósł o 24,4% r/r, osiągając maksymalną wartość

(47,2 mld zł) w kolejnym kwartale 2022 r. Pomimo wzrostu stóp w III kw. 2021 r. popyt nie spadł do średnich poziomów z poprzednich lat (w ujęciu kwartalnym: 36,3 mld zł). Dopiero wybuch wojny i dalsze spadki stóp zepchnęły popyt do poziomów niewidzianych od lat.

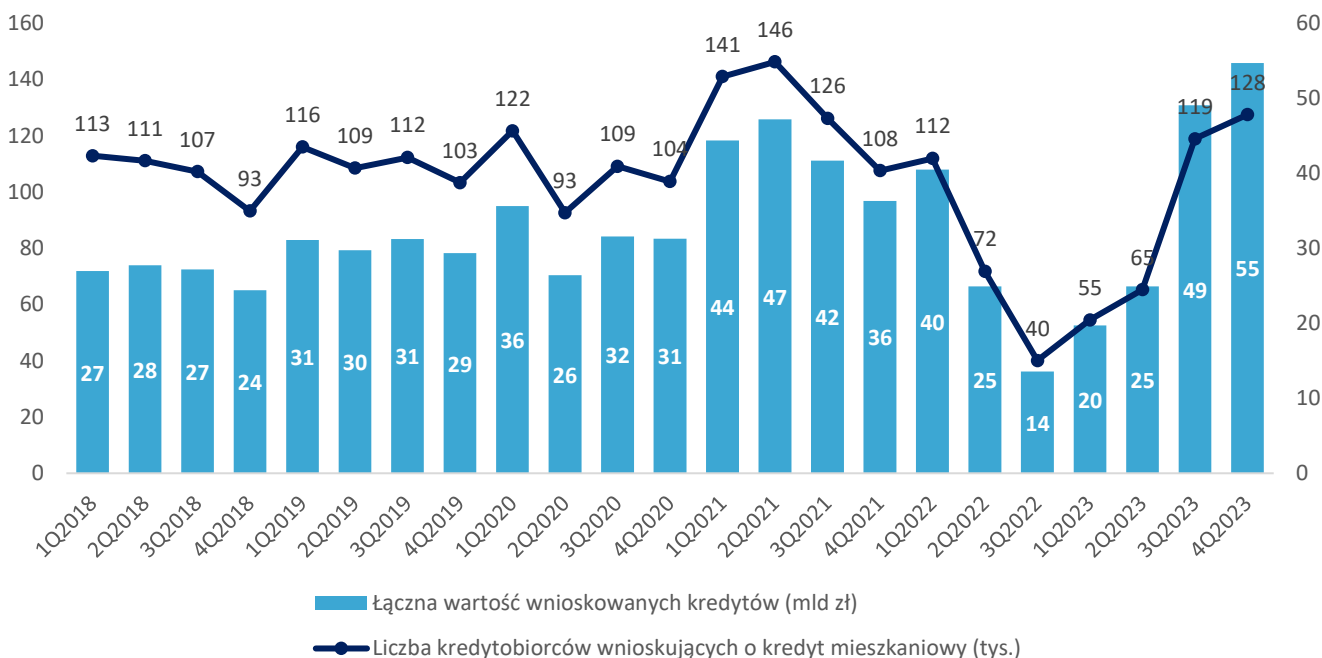
Nic nie zapowiada, że w 2024 r. sytuacja na rynku kredytowym się ustabilizuje. Przeciwnie, program Mieszkanie na Start, nawet mimo deklarowanego przez banki zastrzeżenia kryteriów, będzie zwiększał wolumen kredytów w kierunku dalszych rekordów. W warunkach kurczącej się podaży spowoduje to dalszy wzrost cen.

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

Dane roczne:



Dane kwartalne:



Źródło: BIK

⁵ BIK, miesięczne informacje o popycie na kredyty mieszkaniowe.

Otoczenie makroekonomiczne

Wynagrodzenia przegrały wyścig z cenami mieszkań

Ostatni kwartał 2023 r. – podobnie jak cały ubiegły rok – potwierdził znakomitą kondycję rynku pracy. Stopa bezrobocia na koniec grudnia ubiegłego roku wyniosła 5,1% - to najniższy grudniowy odczyt bezrobocia od 1990 r. Zresztą we wszystkich miesiącach ostatniego kwartału dane o bezrobociu biły rekordy pomiarów od 1990 r.

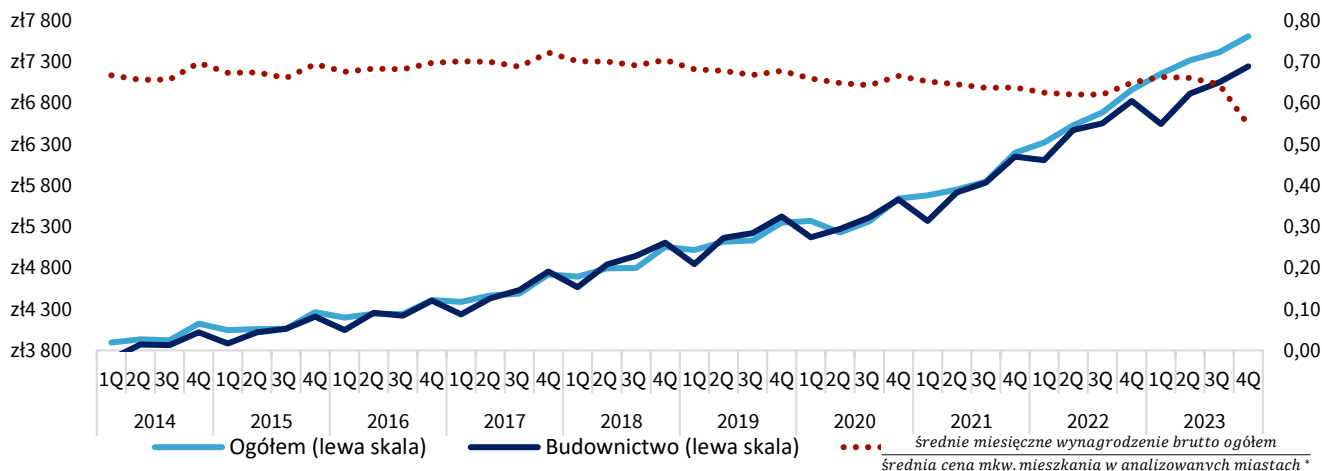
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie 2023 r. wyniosło 6,83 mln osób (spadek o 0,3% r/r) – zatrudnienie utrzymuje się na tym poziomie od II kwartału 2022 r. Podobnie zatrudnienie w budownictwie – na koniec listopada wyniosło 0,45 mln osób (spadek o 1,9% r/r). W porównaniu z lutym 2022 r. zatrudnienie w budownictwie spadło zaledwie o 1,7% - nie sprawdziły się zatem prognozy, że wybuch wojny spowoduje odpływ ukraińskich pracowników.

Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w listopadzie 2023 r. 7 670 zł i wzrosło o 11,8% r/r. – wyprzedzając wskaźnik CPI (6,6%). Wynagrodzenia w budownictwie rosły już wolniej – na koniec listopada wyniosły 7 236 zł (wzrost o 7,8% r/r). Słabsze tempo wzrostu płac w budownictwie (w porównaniu z całością sektora przedsiębiorstw) jest widoczne wyraźnie od początku 2023 r. A jeszcze w I kw. 2022 r. płace w budownictwie rosły szybciej niż płace w sektorze przedsiębiorstw. Szybciej też rosły nieprzerwanie w latach 2014-2019. Widać tu pewną

korelację pomiędzy tempem wzrostu płac w budownictwie a liczbą nowo budowanych mieszkań.

Pomimo szybkiego wzrostu płace przegrały wyraźnie z cenami mieszkań. Bazując na jeszcze niepełnych danych o cenach mieszkań na koniec 2023 r. w IV kw. ubiegłego roku zaliczył najwyższy przynajmniej od 2014 r. kwartalny spadek: o 15,28% q/q. Wskaźnik ten (liczony jako iloraz średniego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw do średniej ceny transakcyjnej 1 mkw. mieszkania w sześciu największych miastach Polski) utrzymywał się przez ostatnie 9 lat na dość stabilnym poziomie (kwartalne dynamiki rzędu maksymalnie 4-5%) – nawet w warunkach bardzo szybkiego wzrostu cen mieszkań w ostatnim roku. Dopiero ostatni kwartał 2023 r. przyniósł prawdziwe załamanie: kwartalny spadek o 15,3%. To oczywiście wstępny odczyt tej wartości, nie bazujący jeszcze na kompletnych danych NBP – ale tendencja wydaje się wyraźna. Jak przewidywaliśmy w poprzednich raportach, stosowanie jedynie impulsów popytowych (Bezpieczny Kredyt 2%) bez impulsów wpływających pozytywnie na podaż zaowocuje pogorszeniem się dostępności mieszkań. W 2024 r. zjawisko to może się nasilić – nadzieję na odwrócenie tego trendu jest planowane uelastyczenie procesu planowania przestrzennego.

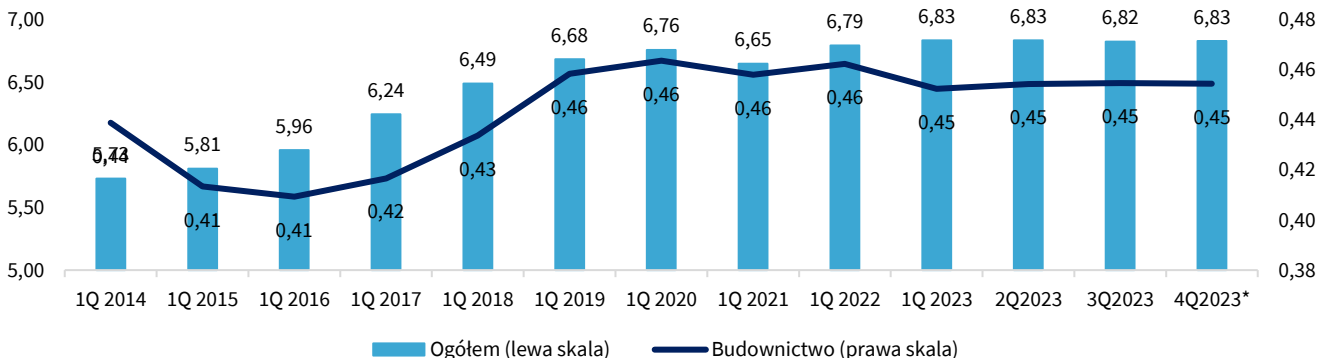
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto oraz wskaźnik dostępności mieszkań w okresie 2014 – IV kw. 2023 (zł)



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

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS; dane o cenach na koniec grudnia 2023 r.: Sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych. IV kwartał 2023 r., Polityka Insight i Otodom, Kwartalnik mieszkaniowy, Warszawa, styczeń 2024.

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Sprzedaż lokali

Okres stabilizacji?

Grupa deweloperów, których ujmujemy w naszym zestawieniu w 4Q 2023 r. sprzedała 4 962 lokale, w porównaniu do 5 811 mieszkań kwartał wcześniej i 3 403 w tym samym okresie ubiegłego roku, co stanowi spadek o 14,6% q/q i wzrost o 45,8% r/r. W całym 2023 roku analizowani deweloperzy sprzedali 19 765 lokali w stosunku do 13 468 jednostek w 2022 r. (+46,8% r/r).

Tak jak wspominaliśmy w poprzednim raporcie, spodziewamy się pewnej stabilizacji sprzedanych lokali w następnym kwartale. Obecnie wygast jeden z czynników popytowych - Bezpieczny Kredyt 2% i motywacja klientów do zakupu mieszkania do końca roku. Pod koniec grudnia 2023 r. Bank Gospodarstwa Krajowego poinformował, że liczba wniosków o preferencyjny kredyt przekroczyła 100 tys., a liczba podpisanych umów ok. 57 tys. Wraz z początkiem nowego roku BGK poinformował o osiągnięciu limit dopłat w ramach programu BK2% i wstrzymał przyjmowanie wniosków. Na początku stycznia ruszyły konsultacje nowego programu rządowego „Mieszkanie na start”. Program miałby ruszyć w drugiej połowie 2024 r., na jego realizację w tegorocznym budżecie przeznaczono 0,5 mld zł i według Ministerstwa Rozwoju i Technologii ze wsparcia mogłoby skorzystać około 50 tys. kredytobiorców.

Programy rządowe to jednak tylko część popytu. Nadal istotną rolę odgrywają klienci, którzy nie wspierali się wyłącznie rządową pomocą. A temu segmentowi klienta sprzyja poprawa warunków kredytowych – rosnące płace, powolny spadek inflacji, perspektywa obniżki stóp procentowych.

Oferta deweloperów z kwartału na kwartał spada. W grupie obserwowanych przez nas spółek oferta zmniejszyła się z 15,9 tys. lokali na koniec marca br. do 14,4 tys. mieszkań na koniec czerwca i 12,4 tys. jednostek na koniec września 2023 r. Wydaje

się jednak, że ten trend może zostać zahamowany z uwagi na wygaśnięcie jednego z kluczowych czynników popytowych – programu Bezpieczny Kredyt 2%, a to pozwoliłoby przynajmniej w części odbudować ofertę deweloperów. Może być to zadanie trudne, ponieważ w relatywnie krótkim okresie spodziewany jest nowy program rządowy dla rynku mieszkaniowego.

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 – 2023 r.

Łączna sprzedaż lokali analizowanych deweloperów



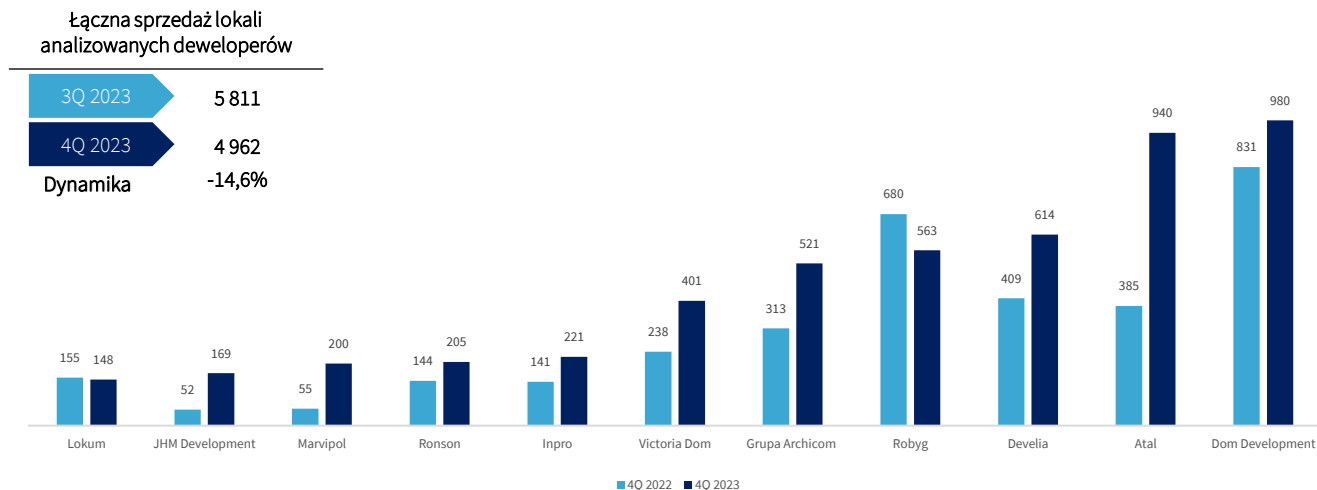
Sprzedaż lokali

Najwyższą dynamikę sprzedaży odnotował JHM Development gdzie kontrakcja kwartalna wyniosła 169 lokali (+67,3% q/q) i jest to najwyższa sprzedaż od 2021 r. Na drugim miejscu znalazł się Atal (+24,2% q/q) z 940 sprzedanymi mieszkaniami, zaś na trzecim Grupa Archicom (+5,7% q/q). Porównując sprzedaż w całym 2023 r. do sprzedaży w roku 2022 należy zauważyć, że każdy z deweloperów poprawił wyniki. Najwyższą dynamikę sprzedaży odnotował Marvipol (+219,3%), na drugim miejscu znalazł się Ronson (+127,6%), zaś na trzecim (+105,5%). Są to stosunkowo mniejsi deweloperzy, a więc łatwiej wykazywać im takie wzrosty (efekt bazy).

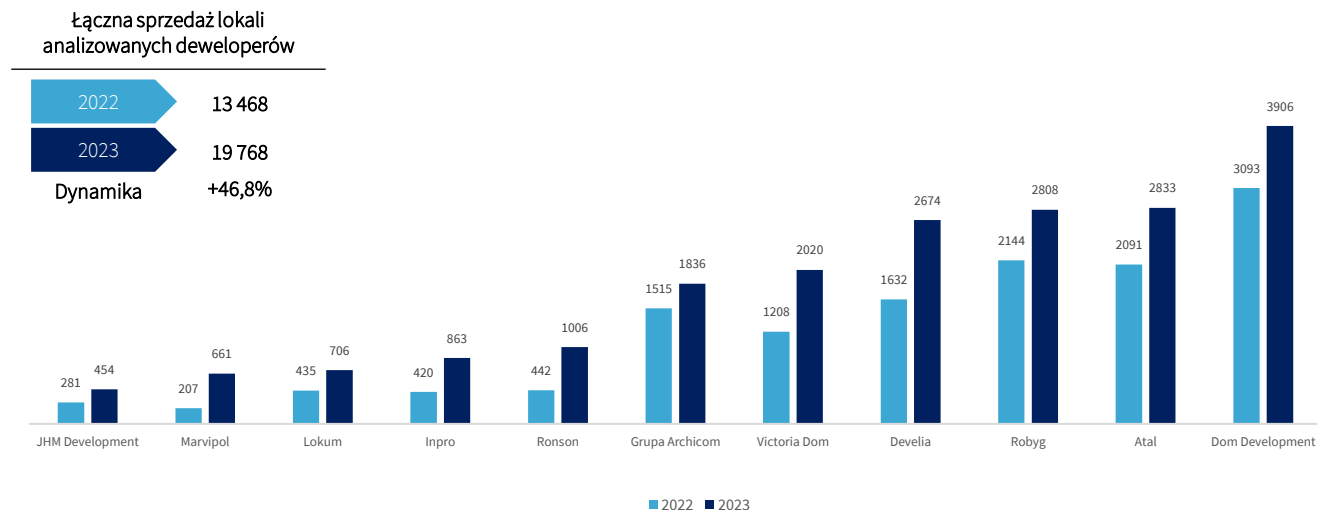
O bardzo dobrej sytuacji na rynku mieszkaniowym w minionym roku świadczyło kolejne podwyższanie celów sprzedażowych przez deweloperów. Takich rewizji dokonywali: Atal, Lokum Deweloper, Robyg i Ronson. Pierwszy z nich podwyższył prognozę sprzedaży z około 2 tys. do 2,5-3,0 tys. lokali w całym roku. Z kolei Lokum Deweloper zrewidował cel sprzedaży o 100 jednostek w górę. Robyg, po podwyższeniu szacunków sprzedaży do 3 tys., ostatecznie komunikował o sprzedaży w całym roku na poziomie 3,3 tys. lokali, zaś Ronson podwyższył cel z 700 do 800-900 mieszkań w całym 2023 r. W zamieszczonej tabeli przedstawiono ostateczny cel na 2023 i poziom jego realizacji.

Deweloper	Cel w 2023 r.	Sprzedaż w 2023 r.
Archicom	bd./nie podano	1836
Atal	2500-3000	2833
Develia	2500-2600	2674
Dom Development	nie podano	3906
Inpro	bd./nie podano	863
JHM Development	nie podano	454
Lokum Deweloper	800	706
Mavipol Dev.	nie podano	661
Robyg	>3300	2808
Ronson	800-900	1006
Victoria Dom	>1500	2020
razem		13468

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2023 r. oraz 4Q 2023 r.¹



Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2022 r. oraz 2023 r.¹



¹ Liczba zakontraktowanych lokali netto

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Przekazania lokali

Podsumowanie przekazania

Grupa deweloperów ujętych w naszym zestawieniu przekazała w czwartym kwartale 2023 r. **8 141** lokali vs **3 091** kwartał wcześniej i **7 693** analogicznym okresie ubiegłego roku. Z kolei w 2023 r. deweloperzy przekazali 17 439 mieszkań vs 17 547 w 2022 r. (-0,6% r/r).

Numerem jeden pod względem przekazania w czwartym kwartale 2023 r., był Robyg z wynikiem 2059 lokali w porównaniu do 580 oddanych do użytkowania jednostek w kwartał wcześniej i 2 329 lokali w analogicznym okresie ubiegłego roku. W całym 2023 r. deweloper przekazał klucze do 3359 lokali w stosunku do 3500 mieszkań w 2022 roku.

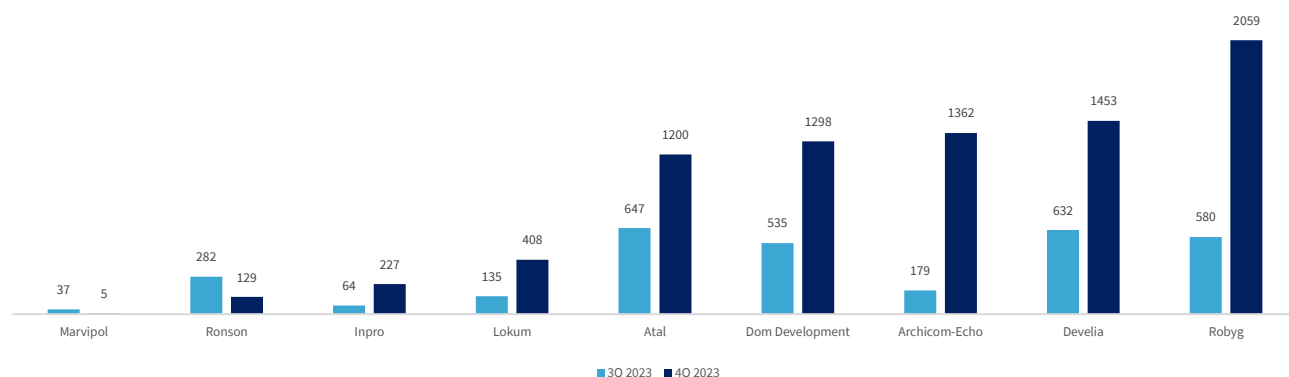
Drugie miejsce zajęła Develia z wynikiem 1453 mieszkań, w porównaniu do 632 lokali w 3Q 2023 r. i 1277 w analogicznym okresie ubiegłego roku. W ostatnim roku deweloper oddał do użytkowania 2751 lokali w stosunku do 1903 jednostek w 2022 roku.

Na trzecim miejscu znalazła się Grupa Archicom. W 4Q 2023 r. deweloper przekazał około 1362 mieszkania w stosunku do 179 lokali w 3Q 2023 r. i 654 lokali w analogicznym okresie ubiegłego roku. W całym 2023 r. spółka przekazała klucze do 2122 lokali w porównaniu do 2169 oddanych mieszkań w 2022 r.

Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 3Q 2023 r. oraz 4Q 2023 r. ¹

Łączne przekazania lokali analizowanych deweloperów

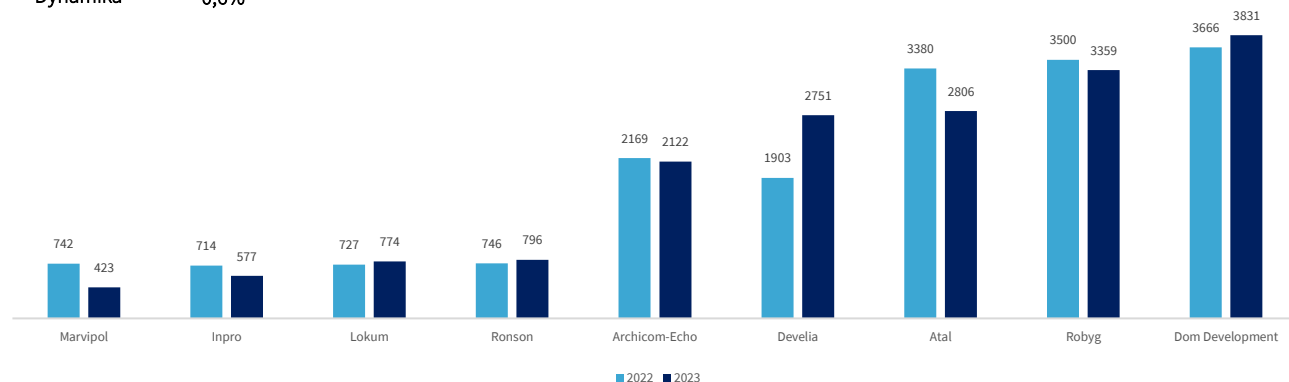
3Q 2023	3 091
4Q 2023	8 141
Dynamika	163,4%



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

Łączne przekazania lokali analizowanych deweloperów

2022	17 547
2023	17 439
Dynamika	-0,6%



¹Dane kwartalne nie obejmują Victoria Dom i JHM Development ponieważ spółki nie opublikowały danych w zakresie przekazania.

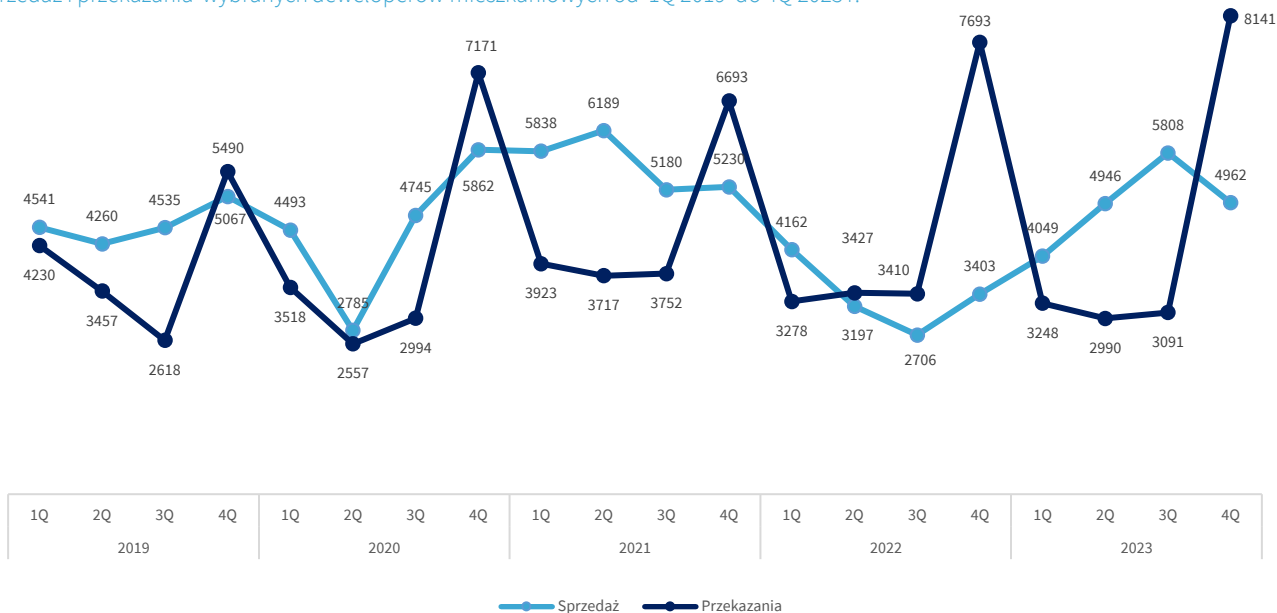
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Dynamika rynku

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

sprzedaż. W ostatnim kwartale deweloperzy sprzedali jednak mniej mieszkań, co może wynikać z wygaśnięcia programu BK2%. Wzrost cen mieszkań, choć prawdopodobnie już nie tak gwałtowny, może nieco studzić nastroje potencjalnych nabywców.

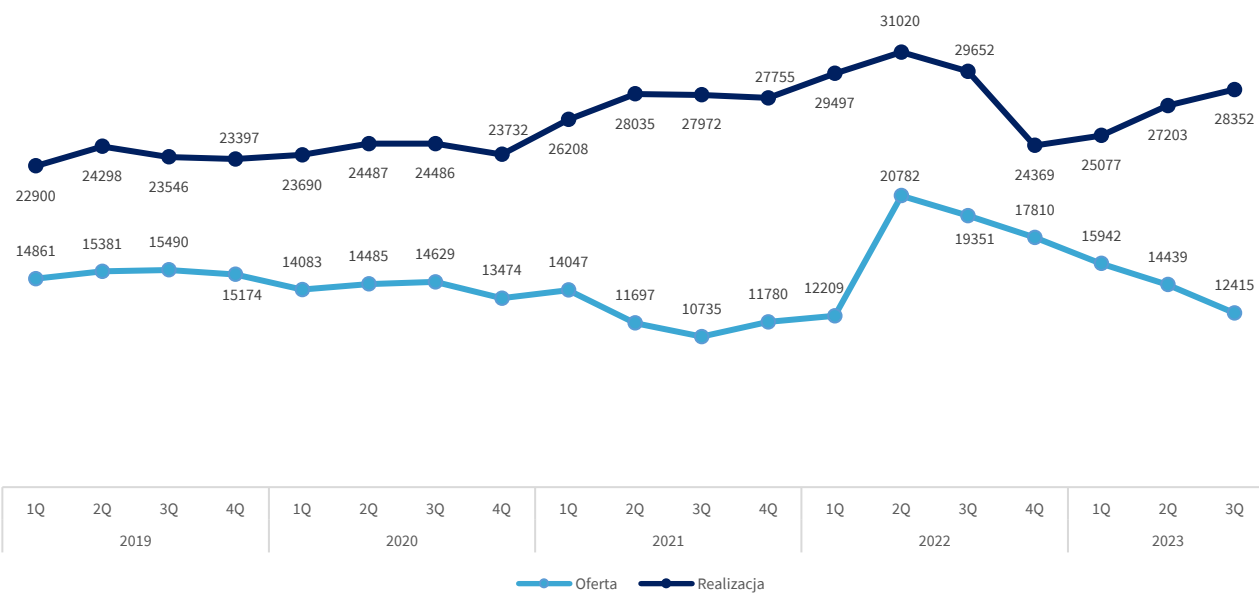
Sprzedaż i przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 4Q 2023 r. ¹



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. Spadek oferty pogłębił się w związku z wejściem programu Bezpieczny Kredyt 2% przez co deweloperzy szybciej sprzedają mieszkania aniżeli są w stanie wprowadzić kolejne

lokale do oferty. Obecnie niska oferta deweloperów może stanowić dla nich ograniczenie w realizacji wysokiej sprzedaży. Niektórzy z nich nie są w stanie szybko jej uzupełniać, a przeciągające się procedury administracyjne i wybory samorządowe mogą pogłębić ten problem i spowolnić proces jej odbudowy.

Oferta i liczba lokali w realizacji wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 3Q 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

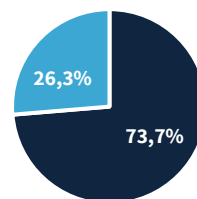
Zaznaczamy, że część podmiotów nie wydzieliła zobowiązań finansowych powstałych na skutek MSSF 16 (głównie ujęcie zobowiązań z tytułu użytkowania wieczystego jako leasing). Z tego względu nasze wyliczenie nie uwzględnia tej kwestii. W niniejszej analizie nie uwzględniamy również Echo Investment.

Dług netto podmiotów uwzględnionych w niniejszej analizie wyniósł 2,23 mld zł vs 1,62 mld zł kwartał wcześniej. Istotny spadek długu netto, odnotowały Develia i Robyg. Jednak są również spółki, które przez ostatnie kwartały utrzymywały gotówkę netto, a obecnie na ich bilansach pojawił się dług – to np. Archicom i Dom Development.

Analiza składowych zadłużenia pokazuje, że po okresie delewarowania bilansów deweloperów wzrosła kwota ich zadłużenia z tytułu emisji obligacji. W ubiegłym roku deweloperzy byli jednak aktywni na rynku długu, pozyskując niemal 2,4 mld zł w prywatnych i publicznych emisjach obligacji.

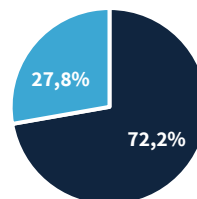
Skumulowany wskaźnik długu netto względem kapitałów własnych wyniósł na koniec trzeciego kwartału 2023 r. roku 24,7% vs 19,2% kwartał wcześniej i 29,6% rok wcześniej. Jeszcze wyraźniejsza jest różnica w porównaniu np. z latami 2018-2019, gdy wskaźnik w niektórych kwartałach przekraczał poziom 40,0%. Jednocześnie wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 61,9% vs 60,3% kwartał wcześniej i 64,5% rok wcześniej. Są to poziomy porównywalne z latami 2018-2019.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.09.2023 r.¹



■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

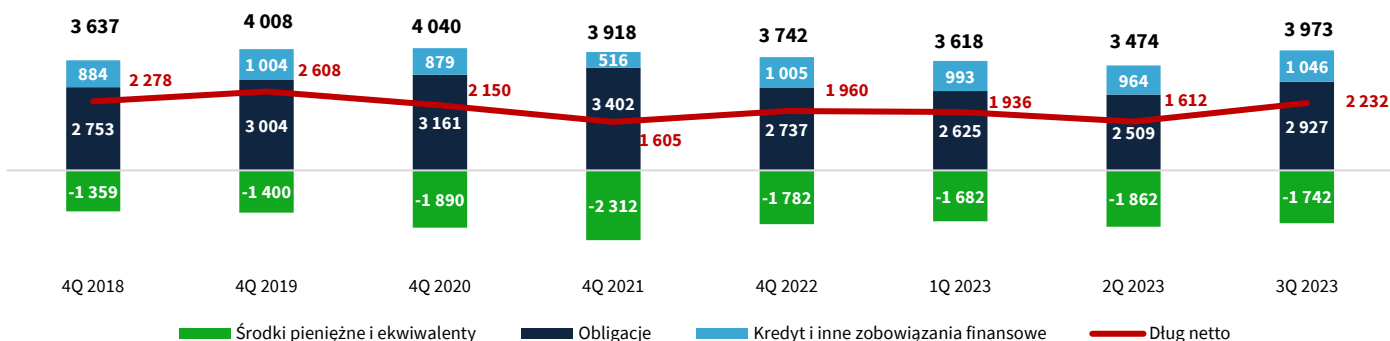
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 30.06.2023 r.¹



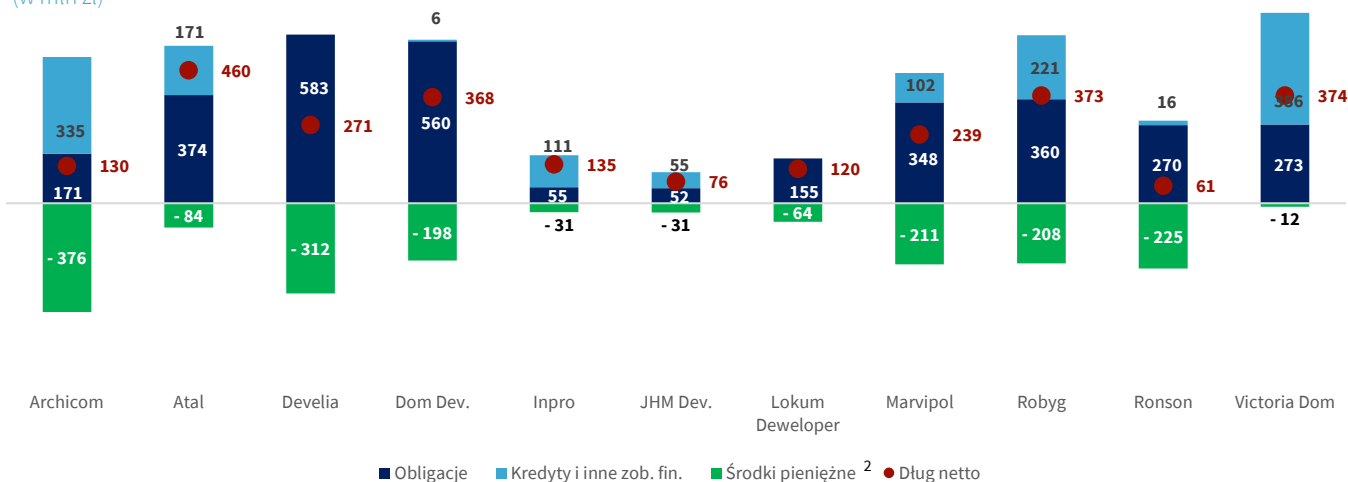
■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

Wartość zadłużenia finansowego, stan środków pieniężnych, dług netto analizowanych deweloperów w okresie 2018 – 3Q 2023 (w mln zł).¹



Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 3Q 2023 r. (w mln zł)^{1,2}



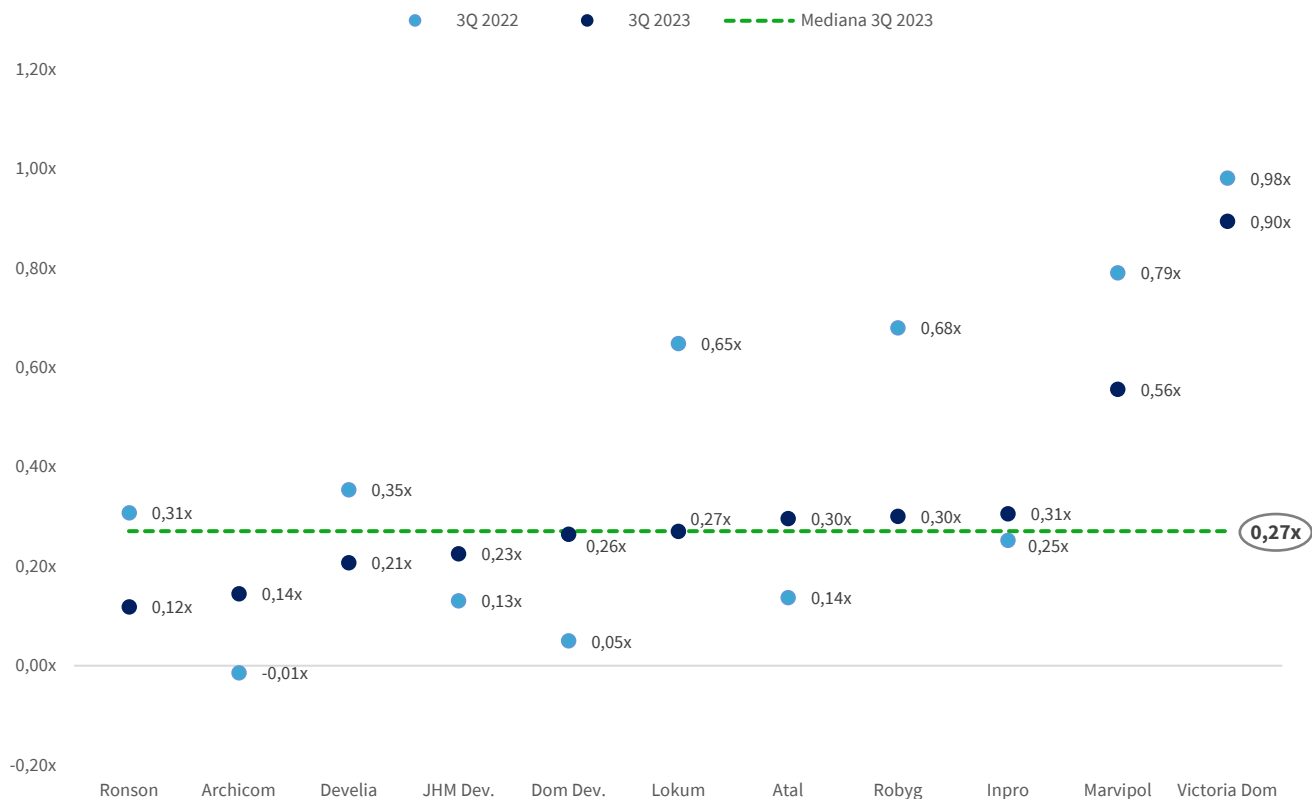
¹ W przypadku Develia oraz Marvipol wydzieleno segmenty mieszkaniowe.

² Wyluczając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Wskaźniki zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych na koniec 09.2022 r. oraz 09.2023 r. ¹



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych na koniec 09.2022 r. oraz 09.2023 r. ¹



¹ W przypadku Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Wyższe aktywa, więcej emisji

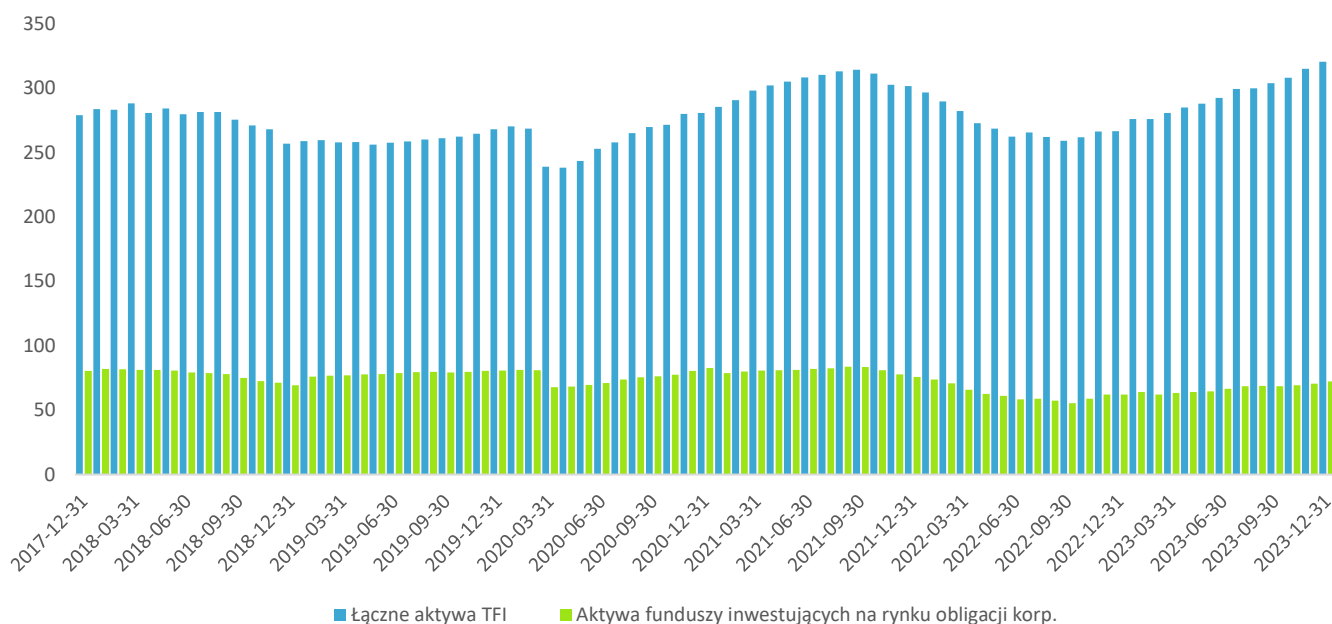
To był dobry rok dla TFI. Począwszy od października 2022 r. aktywa zarządzane przez TFI nieprzerwanie rosły, osiągając na koniec grudnia poziom 320,2 mld zł – to na przestrzeni ostatnich siedmiu lat rekordowy poziom, wyższych od dotychczas rekordowych 314,1 mld zł z września 2021 r. Ten 15-miesięczny trend wzrostowy zrównał się już niemal z 16-miesięcznym cyklem wzrostu aktywów TFI, zakończonym we wrześniu 2021 r. Trzeba jednak dodać, że w obecnym cyklu wzrostowym aktywa zarządzane przez TFI wzrosły o 23,7%, podczas gdy w okresie maj 2020 r. - wrzesień 2021 r. wzrosły o 31,9%. Tamten cykl wzrostów aktywów zakończyła inflacja i wojna, dla kontynuacji obecnego cyklu nie widać obecnie zagrożeń.

Nas szczególnie cieszy wzrost aktywów funduszy inwestujących w obligacje korporacyjne. Ich aktywa na koniec grudnia 2023 r. wyniosły 72,2 mld zł – tu do rekordu nam ciągle trochę brakuje (83,6 mld zł w sierpniu 2021 r.) ale też i cykl zmian jest jak dotąd krótszy – trwa od marca 2023 r. W ujęciu rocznym aktywa funduszy inwestujących w obligacje korporacyjne wzrosły o 16,3%.

Wzrost aktywów funduszy przełożył się na wzrost apetytów zarządzających na dług deweloperów. I tak, o ile w okresie I-III kw. 2022 r. wśród ofert obligacji deweloperów mieszkaniowych dominowały oferty, które dopuszczały inwestorów niekwalifikowanych, to począwszy od IV kw. 2022 r. przewagę mają oferty kierowane wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych. W ostatnim kwartale 2023 r. ok. 23% ofert obligacji deweloperów mieszkaniowych było kierowane wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych. Równie ważny był znaczący wzrost wartości uplasowanych przez deweloperów mieszkaniowych w 2023 r.: ich wartość w ostatnim roku wyniosła ok. 2,4 mld zł (wzrost o ok. 220% w stosunku do poprzedniego roku).

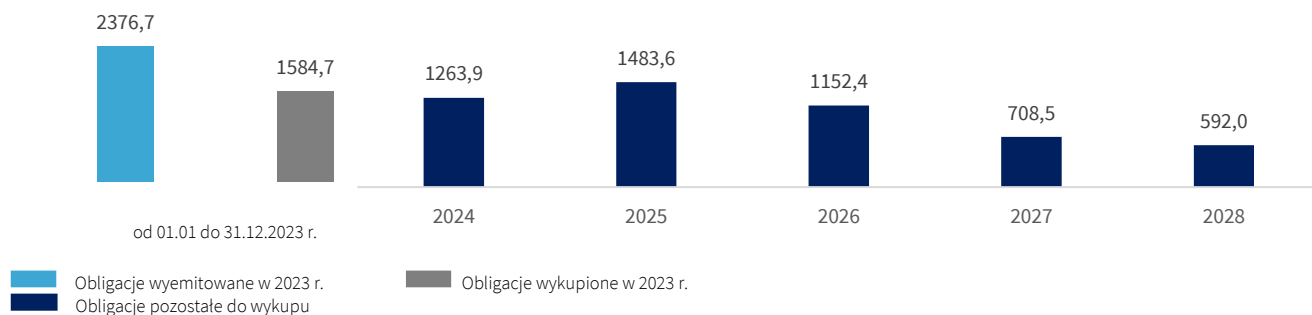
Przewidujemy, że w 2024 r. rynek pierwotny obligacji deweloperów będzie rósł dalej. Impulsy będą zarówno popytowe: rosnące aktywa TFI, dobry sentyment dla deweloperów jak i podażowej: rosnące ceny gruntów, więcej nowych projektów rozpoczynanych przez deweloperów.

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



Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2024 – 2027 (w mln PLN) według stanu na dzień 31.12.2023 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				
Marvicol Development	04.2023	54	AE	3	WIBOR 6M + marża	Nie
Marvicol 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
Marvicol	07.2023	12	AF	2,6	WIBOR 6M + 5,5%	Nie
Marvicol	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
Archicom	11.2023	210	M8/2023	39 msc	WIBOR3M + marża	Nie
Domesta (sp. zależna Inpro)	11.2023	25	B	3	WIBOR 3M + 5,25%	Tak
Victoria Dom	12.2023	100	P2023	3	WIBOR 6M + 5,95%	Nie
Develia	12.2023	160	DVL1227OZ9	4	WIBOR 3M + 3,4%	Nie
Lokum Deweloper	12.2023	100	J	3,5	WIBOR6M + 3,85%	Nie
4Q 2023		1 146,8				
razem		2 376,7				

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

Emisje i wykupy obligacji deweloperów w okresie 2023 – 2028 (w mln PLN) według stanu na dzień 31.12.2023 r.

Deweloper	Emisje w 2023 r.			Wykupy w 2023			Wykupy w latach 2024 - 2028					Suma do wykupu
	1-3Q 2023	4Q 2023	2023	1-3Q 2023	4Q 2023	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Echo Investment	190,0	191,8	381,8	130,3	139,6	269,9	497,2	417,0	155,0	230,0	332,0	1631,2
Robyg	0,0	0,0	0,0	297,1	0,0	297,1	100,0	110,0	150,0	0,0	0,0	360,0
Atal	150,0	260,0	410,0	160,2	120,0	280,2	70,0	432,7	0,0	0,0	0,0	502,7
Develia	280,0	160,0	440,0	97,9	61,8	159,7	220,3	15,4	280,0	160,0	0,0	675,8
Dom Development	260,0	0,0	260,0	10,5	39,5	50,0	50,0	100,0	110,0	0,0	260,0	520,0
Marvicol	156,5	0,0	156,5	64,9	4,1	69,0	111,4	70,0	101,0	55,5	0,0	337,9
Victoria Dom	71,4	200,0	271,4	63,3	57,4	120,7	53,7	81,5	271,4	0,0	0,0	406,6
Lokum Deweloper	0,0	100,0	100,0	58,7	100,0	158,7	0,0	50,0	0,0	53,0	0,0	103,0
Archicom	62,0	210,0	272,0	60,0	48,8	108,8	61,2	62,0	0,0	210,0	0,0	333,2
Ronson Europe N.V.	60,0	0,0	60,0	0,0	40,0	40,0	100,0	60,0	60,0	0,0	0,0	220,0
JHM Development	0,0	0,0	0,0	12,0	0,0	12,0	0,0	50,0	0,0	0,0	0,0	50,0
Inpro	0,0	25,0	25,0	0,0	18,5	18,5	0,0	35,0	25,0	0,0	0,0	60,0
Razem	1229,9	1146,8	2376,7	955,0	629,7	1584,7	1263,9	1483,6	1152,4	708,5	592,0	5200,4

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

Informacje ze spółek

GRUPA ARCHICOM

- W sierpniu 2023 r. 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 wyemitowało dla Echa 22,8 mln akcji z ceną emisyjną 36,34 zł. Obecnie Echo Investment będzie posiadało 89,3% w kapitale Archicomu. W związku z powyższym od obecnej edycji raportu będziemy prezentować dane Archicomu uwzględniające również sprzedaż Grupy Echo.
- W 4Q 2023 r. Grupa Archicom znalazła nabywców na 521 lokali, w porównaniu do 493 kwartał wcześniej i 313 rok wcześniej. W całym 2023 r. Grupa podpisała 1835 umów deweloperskich i przedwstępnych podczas gdy w 2022 r. sprzedaż wyniosła 1515 lokali.
- W minionym kwartale deweloper przekazał nabywcom 1362 lokale, zaś w całym 2023 r. 2122 jednostki.
- Na koniec września 2023 r. deweloper posiadał 1149 mieszkań w ofercie podczas gdy na koniec czerwca Spółka dysponowała 583 lokalami do sprzedaży. Skokowy wzrost oferty jest efektem wniesienia działalności mieszkaniowej Echa do Archicomu.
- W ciągu trzech kwartałów 2023 r. deweloper odnotował niższe przychody, które wyniosły 316,4 mln zł. Wzrosła natomiast marża brutto na sprzedaży, która wyniosła 45,5%. Przypomnijmy, że w I półroczu br. marża ta wyniosła 44,9%. Jest to efekt wydawania lokali z prestiżowego projektu Browary Wrocławskie. W następnych kwartałach należy spodziewać się spadku marż poniżej 40%.
- Od 3Q 2021 r. Spółka wykazywała bardzo dobrą sytuację finansową utrzymując ujemny dług netto. Na koniec września na bilansie dewelopera znalazło się ponad 500 mln zł zadłużenia, spadły również środki pieniężne w stosunku do stanu na koniec czerwca ubiegłego roku. Wskaźniki zadłużenia jednak pozostają na stabilnych poziomach.
- W listopadzie deweloper uplasował niezabezpieczone 39-miesięczne obligacje o wartości 210 mln zł, które trafiły do inwestorów instytucjonalnych. Z kolei w marcu bieżącego roku dewelopera czeka wykup obligacji ARH0324.

w mln zł	2020	2021	2022	1-3Q 2022	1-3Q 2023
Przychody	648,7	634,1	498,8	385,3	316,4
Zysk brutto ze sprzedaży	194,8	217,9	178,4	143,2	144,0
Marża brutto ze sprzedaży	30,0%	34,4%	35,8%	37,2%	45,5%
EBIT	133,0	159,8	114,5	114,0	82,8
Marża EBIT	20,5%	25,2%	23,0%	29,6%	26,2%
Zysk netto	93,7	122,4	94,0	93,0	75,5
Marża netto	14,4%	19,3%	18,9%	24,1%	23,9%
Kapitał własny	613,9	653,1	731,7	742,5	898,6
Zadłużenie finansowe	373,2	236,2	219,7	220,3	506,0
Kredyty i inne	104,0	45,8	47,7	47,7	334,6
Obligacje	269,2	190,4	172,0	172,6	171,4
% obligacji w zadłużeniu	72,1%	80,6%	78,3%	78,4%	33,9%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	174,3	264,1	264,4	230,8	375,8
Dług netto	198,9	-28,0	-44,8	-10,5	130,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,0%	50,3%	44,9%	44,8%	64,5%
Dług netto/KW	32,4%	-4,3%	-6,1%	-1,4%	14,5%

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

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



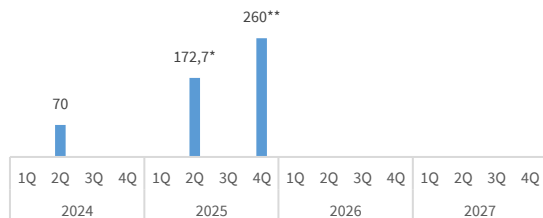
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ATAL

- W 4Q 2023 r. sprzedaż Atalu wyniosła 940 lokali vs 757 kwartał wcześniej i 385 rok wcześniej. W całym 2023 r. deweloper zakontraktował łącznie 2833 lokale, a więc zgodnie z wcześniejszymi szacunkami, w stosunku do 2091 mieszkań w 2022 roku. W 2024 r. deweloper liczy na wyższą sprzedaż niż w bieżącym roku, tym samym chcąc zwiększyć udział w rynku.
- Spada z kolei poziom oferty dewelopera. Na koniec września 2023 r. wynosił 4170 vs 4249 jednostki kwartał wcześniej i 4852 rok wcześniej.
- Emitent planował przekazać klientom ok. 2756 lokali w 2023 r. Ostatecznie Spółka wydała 2806 lokali. Celem na 2024 r. jest przekazanie nabywcom kluczy do ok. 2500 mieszkań.
- Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 31,0% (+5,2 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 544,5 mln zł wobec 592,5 mln zł kwartał wcześniej i 578,4 mln zł rok wcześniej. Jednocześnie stan gotówki (po pomniejszeniu o środki na MRP) spadł do poziomu 84,4 mln zł wobec 119,7 mln zł kwartał wcześniej i 415,6 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	1-3Q 2022	1-3Q 2023
Przychody	1 167,4	1 679,2	1 657,8	1 253,9	861,1
Zysk brutto ze sprzedaży	237,5	453,5	470,3	323,9	266,8
Marża brutto ze sprzedaży	20,3%	27,0%	28,4%	25,8%	31,0%
Przychody segmentu dewelop.	1160,6	1672,4	1647,1	1246,4	849,9
EBIT segmentu dewelop.	204,6	412,8	429,8	291,9	224,2
Marża EBIT	17,6%	24,7%	26,1%	23,4%	26,4%
Zysk netto	167,5	331,2	368,2	252,4	196,0
Marża netto	14,3%	19,7%	22,2%	20,1%	22,8%
Kapitał własny	951,8	1 165,7	1 301,7	1 185,8	1 553,6
Zadłużenie finansowe	910,9	630,1	574,3	578,4	544,5
Kredyty i inne	185,6	55,9	190,7	194,9	170,8
Obligacje	725,3	574,2	383,6	383,5	373,8
% obligacji w zadłużeniu	79,6%	91,1%	66,8%	66,3%	68,6%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	174,0	382,2	294,7	415,6	84,4
Dług netto	736,8	247,9	279,6	162,9	460,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	65,8%	62,6%	59,0%	62,8%	53,4%
Dług netto/KW	77,4%	21,3%	21,5%	13,7%	29,6%

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

Informacje ze spółek

DEVELIA

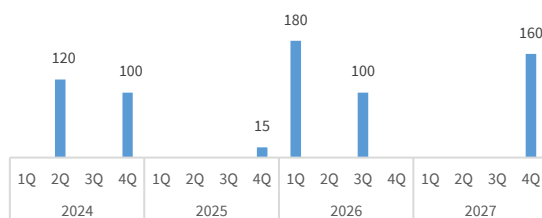
- Sprzedaż Develii w 4Q 2023 r. wyniosła 614 lokali wobec 875 w 3Q 2023 r. i 409 w 4Q 2023 r. Na początku września br., po finalizacji przejęcia spółek Nexity Polska, Develia zaktualizowała cele na 2023 rok, zwiększając docelowy poziom sprzedaży mieszkań do 2500-2600 lokali. Ostatecznie w całym 2023 r. Spółka sprzedała 2674 lokale, a więc o 63,8% więcej niż w 2022 r. W 2024 r. deweloper chce sprzedać 2,9 - 3,1 tys. mieszkań.
- Spada natomiast oferta dewelopera. Na koniec września 2023 r. wynosiła ona 2004 lokali vs 2278 kwartał wcześniej i 3526 rok wcześniej. W bieżącym roku Spółka chce powiększyć ofertę i rozpocząć budowę 3,5 - 3,7 tys. lokali.
- Liczba przekazanych lokali w 4Q 2023 r. sięgnęła 1453 vs 632 kwartał wcześniej i 1277 rok wcześniej. W całym 2023 r. Spółka przekazała 2751 lokali jednak należy pamiętać że Develia przejęła Nexity i ukończone lokale spółki przejmowanej uwzględniane są w wynikach Develii. W 2022 r. Develia przekazała łącznie 1903 co było wartością podobną do notowanej w 2021 r.
- Sytuacja finansowa Grupy na koniec września pozostaje nadal dobra choć ze względu m.in. na finalizację transakcji przejęcia Nexity Polska, wypłatę dywidendy i emisję obligacji i zaciągnięcie innych zobowiązań uległa ona znaczącej zmianie w stosunku do tej, którą Spółka prezentowała na koniec I półrocza. Na koniec września dług netto wyniósł 287,6 mln zł wobec 59,1 mln zł gotówki netto kwartał wcześniej. W efekcie dług netto do kapitału własnego wyniósł na koniec września br. 20,8% wobec -4,4% kwartał wcześniej.
- W grudniu deweloper poinformował o zawarciu z Vastint Poland, należącym do międzynarodowej grupy zajmującej się nieruchomościami komercyjnymi, przedwstępnej umowy sprzedaży Arkad Wrocławskich. Cenę sprzedaży netto ustalono na 42,9 mln EUR, a więc nieco więcej niż wycena bilansowa widniejąca w sprawozdaniu finansowym Spółki (42,4 mln EUR). Transakcja ma zostać sfinalizowana do końca sierpnia 2025 r. Spółka, jak wcześniej zapowiadała, planuje przeznaczyć środki ze sprzedaży obiektu na nową inwestycję w segmencie mieszkaniowym.
- W listopadzie Spółka zmieniła program emisji obligacji podwyższając kwotę emisji z 600 mln zł do 650 mln zł. W grudniu w ramach programu deweloper wyemitował 4-letnie niezabezpieczone obligacje o wartości 160 mln zł. Obligacje są oprocentowane zmienną stopą procentową (WIBOR 3M + 3,4%).

w mln zł	2020	2021	2022	1-3Q 2022	1-3Q 2023
Przychody	517,1	911,9	1 067,9	320,3	786,2
Przychody	430,1	823,0	1 013,6	277,6	759,3
Zysk brutto ze sprzedaży	134,8	236,7	334,0	63,1	224,1
Marża brutto ze sprz.	31,3%	28,8%	33,0%	22,7%	29,5%
Zysk netto	-138,8	153,9	231,8	34,8	124,7
Marża netto	-26,8%	16,9%	21,7%	10,9%	15,9%
Kapitał własny	1 317,8	1 400,4	1 434,9	1 256,9	1 384,5
Zadłużenie finansowe	837,1	941,4	652,0	709,3	913,0
Zadłużenie finansowe	385,7	474,2	400,9	418,9	582,8
Kredyty i inne	0,0	6,3	0,0	13,3	0,0
Obligacje	385,7	468,0	400,9	405,6	582,8
% obligacji w zadłużeniu	100,0%	98,7%	100,0%	96,8%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	182,1	220,8	172,1	140,2	311,9
Dług netto	203,6	253,4	228,8	278,8	270,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,2%	56,9%	51,3%	60,9%	64,2%
Dług netto/KW	34,9%	43,5%	20,9%	35,5%	20,8%

Wydzielony segment mieszkaniowy

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

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



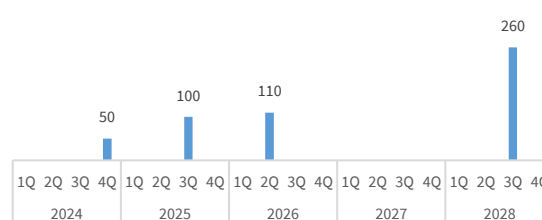
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DOM DEVELOPMENT

- Dom Development sprzedał w 4Q 2023 r. 980 lokali wobec 1081 w 3Q 2023 r. i 831 rok wcześniej. W całym 2023 r. deweloper sprzedał 3906 lokali w stosunku do 3093 jednostek w 2022 r.
- Liczba przekazanych lokali w 4Q 2023 r. sięgnęła 1298 lokali vs 535 w 3Q 2023 r. i 1068 w 4Q 2022 r. W 2023 r. Spółka przekazała łącznie 3831 lokali w stosunku do 3666 rok wcześniej.
- Poziom oferty na koniec września 2023 r. spadł do poziomu 2141 jednostek vs 2579 kwartał wcześniej - w Warszawie było to 695 lokali (-31 proc. r/r), w Trójmieście 607 (-17 proc. r/r), we Wrocławiu 620 lokali (+91 proc. r/r) oraz 219 w Krakowie (-3 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 września deweloper wykazał wysoki stan długu netto na poziomie 367,9 mln, w stosunku do 234 mln zł gotówki netto na koniec czerwca 2023 r. Gotówkę w Spółce uszczupliła rekordowa dywidenda, która została wypłacona 4 lipca. Na dywidendę zostało przeznaczone 282,7 mln zł tj. 11,00 zł/akcję. Ponadto w III kwartale Spółka wyemitowała 260 mln zł nowych obligacji. Wskaźnik zadłużenia netto względem kapitału własnego na koniec września 2023 r. sięgnął 26,5% wobec -17,3% na koniec 2Q 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. Dywidenda została wypłacona w grudniu 2023 r.
- Deweloper uaktywnił się na rynku emisji obligacji i we wrześniu pozyskał środki o wartości 260 mln zł, co jest dla Spółki 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	1-3Q 2022	1-3Q 2023
Przychody	1815,0	1897,5	2419,3	1649,0	1600,4
Zysk brutto ze sprzedaży	578,8	625,2	755,8	490,6	499,9
Marża brutto ze sprz.	31,9%	32,9%	31,2%	29,8%	31,2%
Zysk netto	302,2	325,3	410,3	259,6	260,3
Marża netto	16,7%	17,1%	17,0%	15,7%	16,3%
Kapitał własny	1157,5	1249,2	1413,3	1262,9	1389,9
Zadłużenie finansowe	371,4	394,7	422,5	400,4	565,9
Kredyty i inne	10,0	31,4	59,2	35,2	6,4
Obligacje	361,4	363,3	363,3	365,2	559,5
% obligacji w zadłużeniu	97,3%	92,0%	86,0%	91,2%	98,9%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	585,7	607,0	304,2	337,2	197,9
Dług netto	-214,3	-212,3	118,3	63,3	367,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,4%	67,8%	65,6%	69,6%	70,8%
Dług netto/KW	-18,5%	-17,0%	4,8%	5,0%	26,5%

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

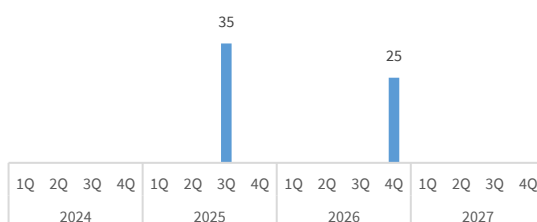
INPRO

- W 4Q 2023 r. deweloper sprzedał 221 lokali vs 286 kwartał wcześniej (-22,7% q/q) i 141 jednostek rok wcześniej (56,7% r/r). W całym 2023 r. deweloper znalazł nabywców na 863 mieszkania, a więc o 105,5% więcej niż w 2022 r. gdzie sprzedaż ukształtowała się na poziomie 420 lokali.
- Liczba przekazanych lokali w okresie październik – grudzień sięgnęła 227 mieszkań wobec 64 kwartał wcześniej i 421 rok wcześniej. W całym poprzednim roku deweloper przekazał nabywcom 577 mieszkań w stosunku do 714 lokali w ubiegłym roku.
- W pierwszych trzech kwartałach 2023 r. Grupa odnotowała przychody na poziomie 199,5 mln zł vs 168,5 mln zł rok wcześniej (+18,4% r/r). Marża brutto na sprzedaży w tym okresie ukształtowała się na stabilnych poziomach i wyniosła 30,7% w stosunku do 32,7% w analogicznym okresie ubiegłego roku. Spółka zakomunikowała, że w prowadzonych przez nią niektórych inwestycjach wystąpiły kilkutygodniowe opóźnienia co skutkowało przesunięciem terminu uzyskania pozwolenia na użytkowanie na rok 2024 r. (inwestycja RYTM, apartamenty w Mikołajkach) w związku z czym przychód z tytułu wydania lokali nabywcom zostanie zaksięgowany w 2024 r.
- Na koniec września br. dług netto wyniósł 134,9 mln zł vs 100,7 mln zł kwartał wcześniej i 99,3 mln zł rok wcześniej, co stanowiło kolejno 30,6% kapitałów własnych vs 23,0% na koniec czerwca 2023 r. i 25,2% na koniec września ubiegłego roku. Wzrost długu netto wynika z zaciągnięcia kredytów i zwiększonej kwoty emisji nowych obligacji, a także spadku środków pieniężnych na bilansie.
- Pomimo wzrostu zadłużenia, Grupa utrzymuje solidne wskaźniki zadłużenia. Spółka obecnie posiada dwie aktywne serie obligacji. Pierwsza z wymienionych wyemitowana przez samo Inpro seria B o wartości 35,0 mln zł, zapadająca w październiku 2025 roku Druga z kolei, która została wyemitowana przez spółkę zależną – Domesta Sp. z o.o. – o wartości 18,5 mln zł została przedterminowo wykupiona, a w jej miejsce Domesta przeprowadziła emisję nowego długu. Spółka wyemitowała nowy, zabezpieczony dług na łączną kwotę 25 mln zł zapadający w listopadzie 2026 r. Oprocentowanie obligacji jest zmienne i wynosi WIBOR3M + 5,25%.

w mln zł	2020	2021	2022	1-3Q 2022	1-3Q 2023
Przychody	382,6	321,4	357,7	168,5	199,5
Przychody	361,5	288,4	317,4	140,0	174,2
Zysk brutto ze sprzedaży	103,3	80,0	104,8	45,8	53,6
Marża brutto	28,6%	27,8%	33,0%	32,7%	30,7%
Zysk netto	63,8	41,9	63,2	26,5	26,6
Marża netto	17,7%	14,5%	19,9%	18,9%	15,3%
Zysk netto	67,8	46,9	64,1	23,7	25,4
Marża netto	17,7%	14,6%	17,9%	14,0%	12,7%
Kapitał własny	365,7	386,3	430,5	393,4	440,4
Zadłużenie finansowe	107,2	119,9	150,4	142,3	165,9
Kredyty i inne	82,3	67,0	95,5	86,8	110,7
Obligacje	24,8	52,9	54,8	55,5	55,2
% obligacji w zadłużeniu	23,2%	44,1%	36,5%	39,0%	33,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	90,6	63,3	54,7	43,0	31,0
Dług netto	16,6	56,6	95,7	99,3	134,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	43,4%	42,8%	38,1%	48,1%	38,5%
Dług netto/KW	4,5%	14,6%	22,2%	25,2%	30,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

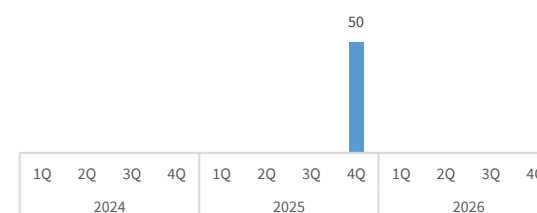
JHM DEVELOPMENT

- W 4Q 2023 r. deweloper sprzedał 169 mieszkań vs 101 kwartał wcześniej i 52 rok wcześniej. W całym 2023 r. Spółka znalazła nabywców na 454 lokale w stosunku do 281 w 2022 r.
- 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 okresie styczeń - wrzesień 2023 r. lokali wyniosły 49,5 mln zł vs 73,3 mln zł rok wcześniej, na co wpłynął harmonogram oddawania ukończonych projektów. Cała Grupa rozpoznała 49,9 mln zł przychodów vs 73,7 mln zł rok wcześniej.
- Działalność deweloperska pozwoliła Grupie rozpoznać 14,3 mln zł zysku brutto na sprzedaży vs 20,0 mln zł rok wcześniej. Spółka spodziewa się, że oddanie inwestycji w Zakopanem znacząco podniesie wyniki finansowe w kolejnych kwartałach.
- Zadłużenie pozostało na stabilnych poziomach. Dług netto na koniec września 2023 r. wyniósł 75,7 mln zł vs 73,8 mln zł kwartał wcześniej i 62,7 mln zł rok wcześniej, a wobec kapitału własnego 22,6% vs 22,0% na koniec czerwca 2023 r. i 15,9% rok wcześniej.
- Deweloper posiada aktualnie bardzo komfortową sytuację jeśli chodzi o zadłużenie. Do wykupu pozostaje seria E o wartości 50 mln zł, która wygasa w 4Q 2025 r.

w mln zł	2020	2021	2022	1-3Q 2022	1-3Q 2023
Przychody	147,5	164,6	131,5	73,7	49,9
Przychody	114,6	146,4	131,0	73,3	49,5
Zysk brutto ze sprzedaży	27,7	33,6	38,0	20,0	14,3
Marża brutto	24,2%	22,9%	29,0%	27,3%	29,0%
Zysk netto	14,3	16,5	14,6	8,7	-1,9
Marża netto	12,5%	11,3%	11,2%	11,8%	-3,8%
Zysk netto	15,8	17,1	12,8	9,3	-1,6
Marża netto	10,7%	10,4%	9,7%	12,6%	-3,2%
Kapitał własny	459,4	399,1	407,0	331,4	335,8
Zadłużenie finansowe	79,7	120,8	96,2	92,4	107,2
Kredyty i inne	66,1	58,6	33,9	30,3	52,9
Obligacje	13,5	62,2	62,3	62,1	51,9
% obligacji w zadłużeniu	17,0%	51,5%	64,7%	67,2%	48,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	7,8	38,5	31,5	29,7	31,5
Dług netto	71,8	82,3	64,8	62,7	75,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	40,4%	38,3%	36,6%	44,9%	47,7%
Dług netto/KW	15,6%	20,6%	15,9%	18,9%	22,6%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Informacje ze spółek

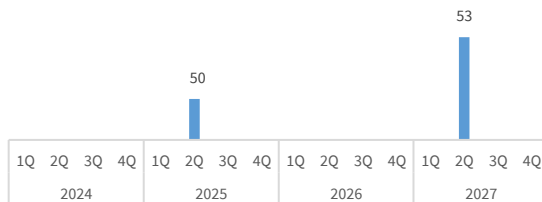
LOKUM DEWELOPER

- W 4Q 2023 r. deweloper sprzedał 148 lokali vs 196 kwartał wcześniej i 155 rok wcześniej. Na początku 2023 r. spółka planowała sprzedać ok. 700 lokali, jednak cel ten został nieco podwyższony do 800 lokali. Ostatecznie w całym 2023 roku sprzedanych zostało 706 lokali w stosunku do 435 w 2022 r.
- Zmniejsza się natomiast liczb mieszkań w ofercie. W 2023 r. deweloper wchodził z 772 lokalami, które miał do zaoferowania nabywcom. Obecnie Spółka dysponuje 361 mieszkaniami dla potencjalnych klientów, a więc o ponad połowę mniej. Istotnym jest również fakt, że w związku z trudną sytuacją rynkową w 2022 roku i braku rozpoczynania nowych budów, w bieżącym roku deweloper nie przekaze do użytkowania ani jednego mieszkania, stąd wyniki finansowe będą pod presją.
- W 4Q 2023 r. deweloper przekazał nabywcom 408 lokali vs 135 kwartał wcześniej i 453 rok wcześniej. W całym 2023 r. Spółka oddała do użytkowania klientom 774 lokale, a więc niewiele więcej niż zakładały szacunki (700-750 lokali) w stosunku do 727 jednostek w roku 2022.
- Spółka w stosunkowo krótkim czasie istotnie zredukowała zadłużenie. Tym samym dług netto Grupy na koniec września spadł do 119,8 mln zł. W grudniu deweloper poinformował o zamiarze przedterminowego wykupu wszystkich obligacji serii H (100 000 sztuk, 100 mln zł wartości nominalnej) celem umorzenia, a więc obligacji zapadających w bieżącym roku. W wyniku wykupu obligacje zostały wycofane z obrotu. Z kolei w styczniu poinformowano o zamiarze przeprowadzenia całościowego przedterminowego wykupu obligacji serii I (50 000 szt., 50 mln zł wartości nominalnej), który miał odbyć się 2 lutego.
- Na początku listopada deweloper poinformował o ustanowieniu programu emisji obligacji w wysokości 70 mln zł. Na przełomie listopada i grudnia Spółka dokonała emisji 3,5-letnich niezabezpieczonych papierów o wartości 53 mln zł. Oprocentowanie ustalono na WIBOR6M + 3,85%.
- Na koniec września wskaźnik długu netto do kapitałów własnych spadł do poziomu 27,1% vs 36,7% na koniec czerwca 2023 r., a jeszcze rok temu, we wrześniu, wynosił 64,9%.
- Zarząd komunikuje, że w najbliższych latach, osiągnięcie celu marżowego zysku netto na poziomie 20% będzie trudne do realizacji, a wręcz niemożliwe. W III kwartale 2023 r. deweloper wypracował 20,2% marży zysku netto.

w mln zł	2020	2021	2022	1-3Q 2022	1-3Q 2023
Przychody	191,0	309,8	366,7	143,2	215,7
Zysk brutto ze sprz.	54,0	112,8	135,3	54,3	79,8
Marża brutto ze sprz.	28,3%	36,4%	36,9%	37,9%	37,0%
Zysk ze sprz.	35,6	87,7	109,3	37,4	59,6
Marża zysku ze sprz.	18,6%	28,3%	29,8%	26,2%	27,6%
Zysk netto	20,4	60,1	60,9	5,6	43,6
Marża netto	10,7%	19,4%	16,6%	3,9%	20,2%
Kapitał własny	356,9	404,9	430,7	374,8	442,2
Zadłużenie finansowe	285,3	295,9	260,2	330,9	184,1
Kredyty i inne	86,2	41,1	39,7	65,6	29,3
Obligacje	199,1	254,7	220,5	265,3	154,8
% obligacji w zadłużeniu	69,8%	86,1%	84,7%	80,2%	84,1%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	84,4	28,5	65,4	87,9	64,3
Dług netto	200,9	267,3	194,8	243,1	119,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,0%	52,1%	46,5%	61,6%	47,2%
Dług netto/KW	56,3%	66,0%	45,2%	64,9%	27,1%

¹bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

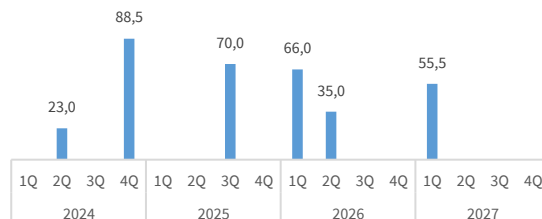
MARVIPOL DEVELOPMENT

- W 4Q br. Spółka zakontraktowała 200 mieszkań wobec 213 kwartał wcześniej i 55 rok wcześniej. W całym 2023 r. Spółka sprzedała 661 lokali vs 207 w 2022 roku.
- Pomimo wzmożonego popytu Spółka próbuje uzupełniać ofertę. Na koniec marca było to 466 mieszkań, na koniec czerwca 607 lokali, a na koniec września 528 lokali. W czwartym kwartale Spółka wprowadziła do oferty inwestycje Conrada i Gardenia Lagom II (razem 216 lokali).
- W 4Q br. Spółka przekazała nabywcom jedynie 5 mieszkań vs 37 kwartał wcześniej. Deweloper komunikował wcześniej, że potencjał wydań lokali w 2H'23 to ok. 60 jednostek, ostatecznie w tym okresie wydał klucze do 42 mieszkań. W całym zaś 2023 roku Spółka przekazała klientom 423 lokale w stosunku do 742 jednostek w roku 2022.
- Dług netto części mieszkaniowej dewelopera ukształtował się na poziomie ok. 238,6 mln zł wobec 236,0 mln zł kwartał wcześniej i 263,7 mln zł rok wcześniej. Względem kapitału własnego zadłużenie wyniosło 55,7% vs 57,4% kwartał wcześniej i 79,1% rok wcześniej.
- Ostatnie emisje obligacji Spółka przeprowadziła w lipcu ubiegłego roku. W publicznej emisji oferowała 3,5-letnie obligacje 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.
- Zapadalność obligacji dewelopera jest rozłożona w czasie, jednak w 2024 r. Spółka będzie musiała wykupić obligacje o łącznej wartości 111,4 mln zł. Na koniec września ubiegłego roku dysponowała natomiast ponad 200 mln zł.

w mln zł	2020	2021	2022	1-3Q 2022	1-3Q 2023
Przychody	431,4	393,7	588,6	412,0	355,0
Przychody	431,4	360,9	481,8	316,5	318,2
Zysk brutto ze sprzedaży	105,8	105,7	131,9	79,2	104,8
Marża brutto ze sprz.	24,5%	29,3%	27,4%	25,0%	32,9%
Zysk netto	52,0	57,1	62,1	34,1	68,9
Marża netto	12,1%	14,5%	10,6%	8,3%	19,4%
Kapitał własny	339,3	299,3	358,7	333,1	428,6
Zadłużenie finansowe	347,4	346,7	407,3	428,6	450,0
Kredyty i inne	125,5	74,3	152,0	140,9	101,7
Obligacje	221,9	272,4	255,4	287,7	348,4
% obligacji w zadłużeniu	63,9%	78,6%	62,7%	67,1%	77,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	121,5	183,0	132,6	164,9	211,4
Dług netto	225,9	163,8	274,7	263,7	238,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,1%	73,0%	63,3%	69,2%	57,6%
Dług netto/KW	66,6%	54,7%	76,6%	79,1%	55,7%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

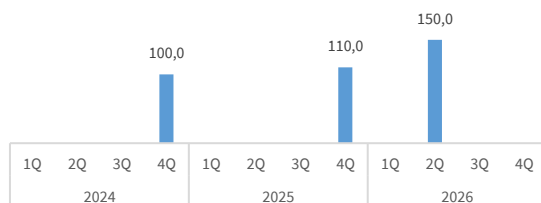
Informacje ze spółek

ROBYG

- W 4Q 2023 r. deweloper znalazł nabywców na 563 lokale vs 765 kwartał wcześniej i 680 rok wcześniej. Był to stosunkowo dobry kwartał Spółki, jednak najślabszy w ciągu roku. W poprzednich kwartałach sprzedaż przekraczała siedemset mieszkań. Ostatecznie w całym poprzednim roku Spółka sprzedała 2808 lokali w stosunku do 2144 jednostek w 2022 r.
- W ostatnim kwartale ubiegłego roku deweloper przekazał klucze do ponad 2000 mieszkań. W okresie styczeń – grudzień 2023 r. Spółka przekazała 3359 lokali vs 3500 rok wcześniej.
- Kolejny kwartał z rzędu spada oferta mieszkaniowa dewelopera. Na koniec września Spółka mogła zaoferować klientom niespełna 2300 mieszkań podczas gdy na koniec czerwca oferta wyniosła nieco ponad 2700 lokali, a jeszcze w 2022 r. przekraczała nawet 5000 jednostek. Deweloper posiada jednak znaczący bank ziemi pozwalający na wybudowanie niemal 14 tys. mieszkań stąd wydaje się, że przy korzystnym otoczeniu będzie on sukcesywnie uwalniany.
- W 2023 r. 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.
- Na koniec września wskaźnik dług netto/kapitału własne spadł w stosunku do wyników na koniec czerwca 2023 r. i wyniósł 30,1%. Dług netto do kapitału własnego osiągnął poziom na koniec czerwca 42,8%.
- W poprzednim roku Robyg dokonał redukcji zadłużenia. Obecnie 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	1-3Q 2022	1-3Q 2023
Przychody	1105,3	1299,9	1505,5	508,7	606,3
Zysk brutto ze sprz.	305,0	370,1	410,8	143,3	157,2
Marża brutto ze sprz.	27,6%	28,5%	27,3%	28,2%	25,9%
EBIT	269,2	490,6	438,8	165,9	142,3
Marża EBIT	24,4%	37,7%	29,1%	32,6%	23,5%
Zysk netto	213,5	397,1	353,6	138,1	106,8
Marża netto	19,3%	30,5%	23,5%	27,2%	17,6%
Kapitał własny	970,9	1 380,4	1 138,8	929,0	1 237,8
Zadłużenie finansowe	570,5	642,7	1041,6	824,3	580,9
Kredyty i inne	65,4	30,0	370,3	214,3	220,9
Obligacje	505,0	612,6	671,3	610,0	360,0
% obligacji w zadłużeniu	88,5%	95,3%	64,4%	74,0%	62,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	178,1	296,9	424,5	191,9	208,1
Dług netto	392,3	345,8	617,1	632,4	372,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	62,3%	60,3%	67,7%	75,0%	65,6%
Dług netto/KW	40,4%	25,1%	54,2%	68,1%	30,1%

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

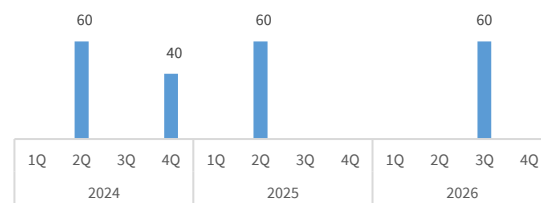
RONSON

- W 4Q br. Ronson znalazł nabywców na 205 lokali vs 305 kwartał wcześniej i 144 rok wcześniej. Początkowo cel sprzedażowy na bieżący rok wynosił około 700 jednostek. W czerwcu deweloper podwyższył cel na 800-900 mieszkań. Ostatecznie w całym roku Spółka zrealizowała sprzedaż na poziomie 1006 lokali i jest to historyczny rekord sprzedaży. W przyszłym roku zarząd spodziewa się, że Ronson sprzeda około 1000 mieszkań.
- Oferta na koniec września 2023 r. wyniosła 590 jednostek vs 897 kwartał wcześniej i 1380 rok wcześniej. Celem dewelopera na bieżący rok jest utrzymanie wyniku sprzedażowego na poziomie zbliżonym do rezultatu z 2023 r. Spółka zapowiada, że pod względem rozbudowy banku ziemi szczególnie aktywna będzie we Wrocławiu i w Warszawie.
- Dług netto dewelopera na koniec 3Q 2023 r. wyniósł 60,9 mln zł vs 115,6 mln zł kwartał wcześniej i 133,2 mln zł rok wcześniej. Wskaźnik długu netto w stosunku do kapitału własnego spadł i wyniósł 11,9% vs 24,1% na koniec 2Q 2023 r. i 30,8% na koniec września 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. Spółka skorzystała z niego w lutym oferując 3,5-letni niezabezpieczone obligacje z 3,85 pkt proc. marży ponad WIBOR6M. Była to pierwsza publiczna oferta obligacji Ronsona na podstawie prospektu zatwierdzonego przez KNF. W bieżącym roku deweloper ma do wykupu obligacje w kwocie 100 mln zł, zaś w 2025 r. o wartości 60 mln zł.
- Pod koniec czerwca ZWZ Spółki podjęło uchwałę w sprawie wypłaty dywidendy. Uchwała przewidywała wypłatę w wysokości 0,18 zł / akcję, jednak podział zysku uzależniony był od oceny, czy wypłata ta nie wpłynie negatywnie na zdolność Spółki do spłaty zadłużenia lub realizacji planów rozwojowych. Spełnienie lub niespełnienie tego warunku miało zostać 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. Ostatecznie NWZ nie odbyło się w terminie wobec czego Spółka nie wypłaci dywidendy z zysku netto za rok 2022.

w mln zł	2020	2021	2022	1-3Q 2022	1-3Q 2023
Przychody	401,2	480,9	300,3	199,4	318,9
Przychody	400,3	457,7	300,3	199,4	318,9
Zysk brutto ze sprz.	85,2	86,5	79,4	48,8	108,6
Marża zysku ze sprz	21,3%	18,9%	26,5%	24,5%	34,1%
Zysk brutto ze sprz.	86,2	84,7	79,4	48,8	108,6
Marża brutto ze sprz.	21,5%	17,6%	26,5%	24,5%	34,1%
Kapitał własny	379,8	420,0	451,4	432,1	512,2
Zadłużenie finansowe	230,1	250,8	219,7	210,5	286,1
Kredyty i inne	0,0	1,6	16,3	8,3	16,3
Obligacje	230,1	249,2	203,4	202,3	269,8
% obligacji w zadłużeniu	100,0%	99,4%	92,6%	96,1%	94,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	117,5	74,9	41,8	77,4	225,2
Dług netto	112,6	175,9	177,8	133,2	60,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	59,5%	56,5%	55,0%	57,7%	55,9%
Dług netto/KW	29,6%	41,9%	39,4%	30,8%	11,9%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

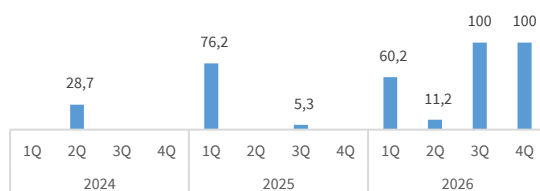
Informacje ze spółek

Victoria Dom

- W 4Q 2023 r. deweloper podpisał umowy na sprzedaż 401 lokali, w 3Q 2023 r. Spółka sprzedała 736 lokali, zaś w 4Q 2022 r. sprzedaż wyniosła 238 mieszkań. W całym 2023 r. Victoria znalazła nabywców na 2020 lokali, a więc o 67% więcej niż rok wcześniej. Początkowo, w bieżącym roku, deweloper planował osiągnięcie kontraktacji na poziomie co najmniej 1500 mieszkań.
- 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 porównaniu do grupy analizowanych deweloperów Spółka jest dosyć mocno zalewarowana. 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. Pod koniec listopada Spółka prowadziła pierwszą publiczną emisję, w której zebrała 100 mln zł. Trzyletnie, niezabezpieczone papiery dłużne oferowane były przy oprocentowaniu na poziomie WIBOR6M + 5,95%. Była to największa jak do tej pory emisja dewelopera mieszkaniowego adresowana do inwestorów indywidualnych
- W styczniu Spółka poinformowała o przedterminowym wykupie nienotowanych obligacji serii R o wartości 25 mln zł. Tym samym w obecnym roku deweloperowi do wykupu pozostają obligacje VID0624 o wartości 28,7 mln zł.

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 12 lutego 2024 r., godz. 18.00.

Dane kontaktowe

Tomasz Puzyrewicz

Wicedyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: 881 566 177

Mail: tomasz.puzyrewicz@dmnavigator.pl

Piotr Poddebniak

Analityk

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

www.navigatorcapital.pl