



REAL ESTATE INDEX POLAND

RAPORT Q1 2024

Rynek deweloperski wszedł w rok 2024 z dużym optymizmem – bo powodów do optymizmu jest dużo, szczególnie z punktu widzenia deweloperów. Rynek kredytów, po dwóch słabych latach, obronił wysokie wolumeny nowych kredytów, po części dzięki rządowemu programowi wsparcia. Ceny mieszkań w największych miastach, po pierwszych oznakach stabilizacji, wróciły zdecydowanie na ścieżkę wzrostu. Po trzech burzliwych latach – pandemia, inflacja, wojna – rok 2024 zapowiada się o wiele spokojniej – stabilny wzrost jest w dla rynku lepszy niż spektakularne i gwałtowne wzrosty stymulowane nieprzewidywalnymi czynnikami zewnętrznymi.

Pierwszy kwartał przyniósł też dobre sygnały makroekonomiczne – bezrobocie pobiło historycznie niski poziom dla pierwszego kwartału, zatrudnienie pozostaje na niezmiennym poziomie, nie ma też ubytku pracowników w budownictwie. Inflacja spada – co dodatkowo pobudza rynek kredytów mieszkaniowych oraz obniża koszty finansowe deweloperów.

Deweloperzy zareagowali na te sygnały zwiększoną ilością nowych budów – liczba lokali, których budowę rozpoczęto w pierwszym kwartale 2024 r. wzrosła o prawie 20% - a w największych miastach o prawie 60%. Liczba nowo budowanych lokali rośnie zresztą od początku 2023 r. Ciągłe daleko do rekordowych kwartałów z 2021 r., ale trend wzrostowy pozwala na nadzieję, że zapas podaży może się w perspektywie około roku zakończyć.

Podaż – tu niestety sprawy mają się gorzej. Pierwszy kwartał w roku przeważnie jest słabszy, ale pierwszy kwartał bieżącego roku jest najsłabszym kwartałem od 2019 r. pod względem ilości lokali mieszkalnych oddanych do użytkowania – oddano w całej Polsce zaledwie 48,8 tys. lokali (w rekordowym IV kw. 2022 r. – 71,3 tys.). W raporcie pokażemy, jak zmieniły się trendy w zakresie lokalizacji nowych inwestycji i czy dalej taką popularnością jak w latach 2021-2022 cieszą się inwestycje w powiatach otaczających największe miasta.

Jak zawsze podkreślamy – krajowy rynek mieszkaniowy uzależniony jest bardzo mocno od dostępności kredytów hipotecznych. Tu – po dwóch burzliwych latach, pełnych rekordowych spadków i rekordowych wzrostów – przyszło wreszcie uspokojenie, pierwsze od 2021 r. Wolumen udzielonych kredytów spadł o 3,7%, spadła też wartość wniosków kredytowych – tu spadek był mocniejszy: o 38,2%. Banki zaostrzają też politykę kredytową w obszarze kredytów mieszkaniowych. Możemy zatem prognozować, że rynek kredytowy w tym roku nie będzie generował bardzo mocnych impulsów popytowych – ale nowy program rządowy może jeszcze wszystko zmienić.

A skoro już jesteśmy przy finansowaniu inwestycji – z rynku finansowego cały czas idzie bardzo dobry sygnał dla deweloperów. Aktywa TFI rosną nieprzerwanie od lutego 2023 r. Wraca dobry apetyt zarządzających na dług deweloperów mieszkaniowych, w dłuższym okresie zaowocuje to też spadkiem marż od obligacji.

Z punktu widzenia nabywców mieszkań sytuacja na rynku nie wygląda już tak dobrze – wzrosty cen mieszkań wyprzedzają wzrosty płac, spada tym samym wskaźnik dostępności mieszkań.

W sześciu największych ośrodkach miejskich wzrosty cen w pierwszym kwartale, liczone rok do roku, wyniosły średnio 18,9%, przy czym w ceny w Warszawie i Krakowie wzrosły o około jedną czwartą. Brak programów wsparcia kredytów mieszkaniowych może w jakiejś mierze uspokoić sytuację cenową – pomoże w tym także stabilizacja na rynku najmu mieszkań.

To wszystko sprawiło, że deweloperzy mieszkaniowi zaliczyli bardzo dobre otwarcie roku – to był bardzo dobry kwartał dla deweloperów notowanych na GPW. W raporcie omówimy szczegółowo wyniki sprzedażowe, strukturę zadłużenia oraz wyniki. W skrócie – po trudnym 2022 r. przyszedł bardzo dobry 2023 r., 2024 r. – bazując na pierwszych miesiącach, nie będzie rokiem spektakularnych wzrostów, ale spokojnym okresem stabilizacji na dobrym poziomie. Dla analizowanych w raporcie deweloperów sprzedaż lokali w I kw. 2024 r. była o 6,0% wyższa od kwartalnej średniej z lat 2019-2023. Z poziomem sprzedaży równym 4,9 tys. lokali I kwartał może rywalizować z przedpandemicznymi kwartałami w okresie I kw. 2019 – I kw. 2020 r. W porównaniu z najsłabszymi kwartałami z ostatnich czterech lat (II kw. 2020 r., III kw. 2022 r.) to poziom prawie dwukrotnie wyższy.

Na lidera pod względem sprzedaży wyrosła w I kw. br. Develia S.A., wyprzedzając Dom Development S.A., ale poza tą dwójką, z grona analizowanych deweloperów jeszcze tylko Robyg S.A. zwiększył sprzedaż lokali w porównaniu do ostatniego kwartału ubiegłego roku – łączna dynamika q/q wyniosła -1,4%. Co jednak ważniejsze, po pięciu kolejnych spadkowych ofertach analizowanych przez nas deweloperów wreszcie lekko wzrosła. Ten wzrost może nie utrzymać się długo – liczba lokali w realizacji mocno spadła w I kw. br.

Sytuacja finansowa analizowanych w raporcie deweloperów jest bardzo dobra – po dobrym 2023 r. ten rok zapewne przyniesie dalsze wzmocnienie bilansów deweloperów. Kwota zadłużenia, w tym z emisji obligacji, pozostaje stabilna, a wskaźniki zadłużenia są na bezpiecznych poziomach.

Pomimo wzrostu apetytu funduszy na obligacje, analizowani przez nas deweloperzy nie ruszyli szturmem do krajowych funduszy po dług – w I kw. br. wartość emisji deweloperów z tej grupy wyniosła 310 mln zł wobec 518 mln zł. Wynika to w dużej mierze z ograniczenia podaży i mniejszych zakupów nowych gruntów – a zakupy gruntów to główny cel emisji obligacji.

Po analizie rynku mieszkaniowego oraz sytuacji deweloperów utwierdzamy się w przekonaniu, że rok 2024 – nawet bez rządowych programów wsparcia – będzie dobrym rokiem dla analizowanych w raporcie deweloperów. Rynek idzie w kierunku stabilizacji, ale stabilizacji na bardzo dobrych poziomach.

Zapraszamy do lektury!

Zespół Obligacji
Domu Maklerskiego Navigator S.A.

Mocne rozpoczęcie roku – więcej pozwoleń, więcej budów, więcej oddawanych lokali

W rok 2024 rynek mieszkaniowy wszedł z rozmachem – to piąty kolejny kwartał ze wzrostem liczby budowanych lokali mieszkalnych i czwarty kolejny kwartał ze wzrostem liczby lokali z wydanymi pozwoleniami na budowę. Rynek ciągle nie wrócił do rekordowych poziomów 2021 r.

Na wstępie, 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).

W pierwszej kolejności zajmijmy się liczbą lokali, na które wydano pozwolenia na budowę (PnB). Po zapaści w okresie III kw. 2022-I kw. 2023 r., począwszy od połowy 2023 r. widzimy konsekwentne wzrosty, trwające nieprzerwanie już cztery kwartały z rzędu. W pierwszym kwartale br. rozpoczęto budowę 69 tys. lokali mieszkalnych – to najwyższy poziom kwartalny od II kw. 2022 r. (rekordowe 93,3 tys. lokali z nowymi PnB). W pierwszym kwartale br. liczba lokali z nowymi PnB wzrosła o 3,4% w stosunku do poprzedniego kwartału i aż o 32,8% w stosunku do I kw. 2023 r. Warto przyrzeć się różnicom w dynamice wzrostów w dynamice wzrostów 1Q2024/1Q2023 w poszczególnych miastach. Liderem wzrostów jest Warszawa – tu liczba lokali z nowymi PnB podwoiła się w stosunku do I kw. 2023 r. i osiągnęła rekordowy od II kw. 2019 r. poziom 6 213 lokali z nowo wydanymi PnB. Żaden z pozostałych pięciu największych ośrodków miejskich nie zbliżył się nawet do tego wyniku. Przy okazji warto zauważyć, że to 9% wszystkich lokali, na które wydano PnB w skali całego kraju.

W pozostałych największych ośrodkach miejskich dynamiki 1Q2024/1Q2023 były dwucyfrowe: prym pierwszeństwa wrócił do Łodzi (wzrost o 91,1%), na kolejnym miejscu uplasował się Poznań ze wzrostem o 75,2%. Najsłabiej wypadł Kraków (21,3%) i Wrocław (35,6%). Dynamika wzrostów w sześciu największych ośrodkach (63,6%) była blisko dwa razy wyższa niż łączna dynamika dla całego kraju (32,8%).

Dobre wyniki w zakresie nowych PnB w I kw. 2024 r. pozwalają bardziej optymistycznie patrzeć na cały nadchodzący rok. Poprzednie dwa lata (2022-2023) upłynęły pod znakiem spadków liczby PnB na lokale mieszkalne. Po rekordowym 2021 r. (wydano pozwolenia na 341 tys. lokali) liczba ta spadła w ubiegłym roku do 241 tys. – był to najniższy poziom od 2016 r. Oczywiście, nawet przy dwucyfrowych kwartalnych dynamikach w każdym kwartale 2024 r. nie mamy szansy na wynik lepszy niż w 2021 r., niemniej można przypuszczać, że po dwóch latach spadkowych na koniec bieżącego roku zobaczymy w końcu wzrosty rok do roku. Przy bieżącej kwartalnej dynamice (rzędu 3-4%) możemy liczyć na ok. 290 tys. lokali z nowo wydanymi PnB na koniec bieżącego roku – byłby to dobry wynik po mocno spadkowym 2023 r. (241,1 tys. lokali z nowymi PnB).

Przejdźmy teraz do lokali, których budowę rozpoczęto w I kw. 2024 r. Tu także widzimy powody do optymizmu – to już piąty kolejny kwartał, w którym liczba lokali w rozpoczętych budowach rośnie. W analizowanym kwartale rozpoczęto budowę 60,1 tys. lokali mieszkalnych – to najlepszy wynik od III kw. 2022 r. i prawie dwukrotnie lepszy od rekordowego niskiego wyniku w IV kw.

2022 r. (zaledwie 35,5 tys. lokali). I kw. br. wygląda też dobrze na tle analogicznych kwartałów w poprzednich latach – osiągając drugi wynik od 2019 r. (lepszy był tylko I kw. w 2021 r. – 63,7 tys. lokali). Oczywiście daleko jeszcze do rekordowych wyników w dłuższych okresach: w ostatnich czterech kwartałach (II kw. 2023 r. – I kw. 2024 r.) rozpoczęto budowę 210,6 tys. lokali, podczas gdy w rekordowym roku 2021 r.: 277, 4 tys. lokali. Wynik pierwszego kwartału pozwala nam jednak przewidywać, że za cały 2024 r. rynek osiągnie lepszy wynik niż w 2022 i 2023 r. Przy obecnej dynamice jest nawet szansa na przełamanie trendu spadkowego, który (za wyjątkiem pod wieloma względami „anormalnego” roku 2021) trwa od 2019 r. (223,8 tys. lokali, których budowę rozpoczęto).

Sporo ciekawych rzeczy działo się w różnych lokalizacjach – tu znowu (podobnie jak przy lokalach z PnB) na pozycję wicelidera wysforowała się Łódź (4,3 tys. lokali), zagrażając nawet pozycji Warszawy (4,4 tys. lokali). Rynek łódzki doświadcza od paru lat największych wahań: w III kw. 2023 r. rozpoczęto tam budowę zaledwie 0,7 tys. lokali mieszkalnych (przedostatni wynik spośród sześciu największych ośrodków miejskich), w ciągu dwóch kwartałów liczba lokali, których budowę rozpoczęto wzrosła ponad sześciokrotnie. Rynek łódzki miał już swój czas w okresie II kw. – III kw. 2021 r. (ponad 2 tys. lokali kwartalnie), lecz potem nastąpiły spadki – w prawie dwuletnim okresie IV kw. 2021 r. – III kw. 2023 r. tylko sporadycznie liczba lokali, których budowę rozpoczynano, przekraczała tysiąc. W ostatnich dwóch kwartałach widzimy ponad 100-procentowe dynamiki – czy to początek liderowania łódzkiego rynku w skali całego kraju? Poza Łodzią w sześciu największych ośrodkach rynek odnotował wszędzie wzrosty – poza Trójmiastem, gdzie liczba lokali mieszkalnych, których budowę rozpoczęto w I kw. 2024 r. spadła o 7,5% w stosunku do poprzedniego kwartału. Trójmiasto jest jednak specyficznym rynkiem, gdzie popyt jest najmocniej napędzany przez inwestorów budujących lokale pod wynajem krótkoterminowy. Liczba 1,9 tys. rozpoczętych lokali w Trójmieście to wynik i tak trzykrotnie lepszy niż 0,7 tys. w IV kw. 2022 r., ale do rekordowego 3,6 tys. w ostatnim kwartale 2021 r. ciągle sporo brakuje. Jak widać, Trójmiasto to, obok Łodzi, rynek z największymi kwartalnymi wahaniami wśród największych ośrodków miejskich w Polsce.

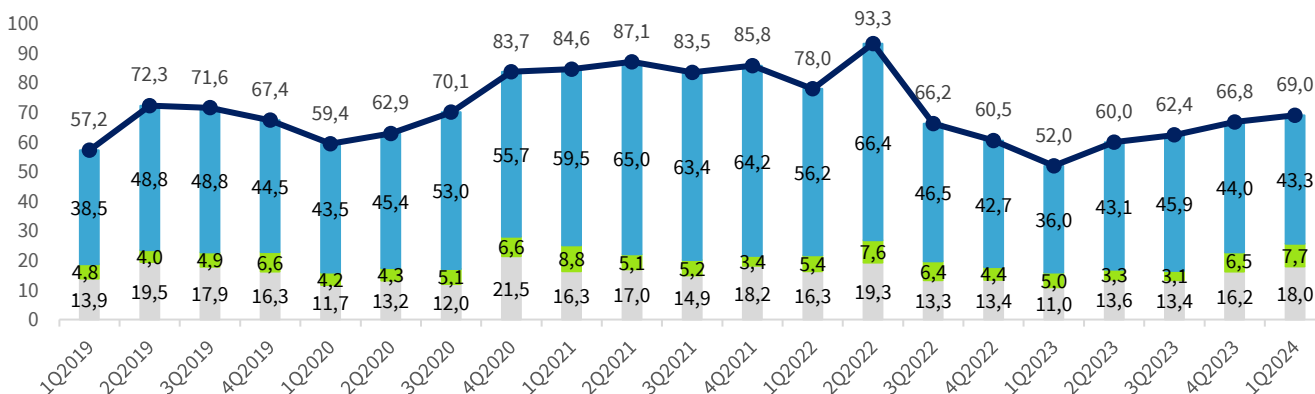
Ostatnią analizowaną kategorią jest liczba lokali mieszkalnych, które oddano do użytku. Tu słaby ogólnopolski wynik – jedynie 48,8 tys. lokali to efekt spadków rozpoczynanych budów w poprzednich latach. Pierwszy kwartał w roku z reguły przynosi spadki w tej kategorii – regułą jest, że w roku najwięcej lokali jest oddawanych w ostatnim kwartale. Porównując jednak I kw. 2024 r. do analogicznych kwartałów w poprzednich latach widzimy, że 2024 r. przyniósł najgorsze kwartalne otwarcie roku od I kw. 2019 r. Trzeba też dodać, że aż do 2017 r. w pierwszych kwartałach oddawano do użytku mniej niż 40 tys. lokali w całej Polsce – wbrew zatem często spotykanym opiniom budownictwo mieszkaniowe pod względem wielkości podaży nie znalazło się w zapaści. Spadki są jednak wyraźne: w I kw. 2024 r. oddano w całej Polsce o 17,5% mniej lokali niż w ostatnim kwartale ubiegłego roku i 11,9% lokali mniej niż w I kw. 2023 r. Zmiany te, szczególnie w ujęciu 1Q2024/1Q2023 nie rozłożyły się równomiernie. W sześciu największych miastach liczba lokali oddanych do użytku lekko wzrosła (o 3,2%), podczas gdy w pozostałych miastach wojewódzkich wzrost był silniejszy – o 6,6%. Najbardziej ucierpiła Polska miastami wojewódzkimi – spadki tam wyniosły 17,7%. W miastach spośród sześciu największych kierunki zmian też były różne: w Łodzi, Trójmieście i Wrocławiu odnotowano dwucyfrowe dynamiki wzrostu (odpowiednio 51,2%, 44,1% i 94,7%), w Poznaniu, Krakowie i Warszawie spadki (odpowiednio -65,6%, -2,8% i -11,6%).

Rynek mieszkaniowy

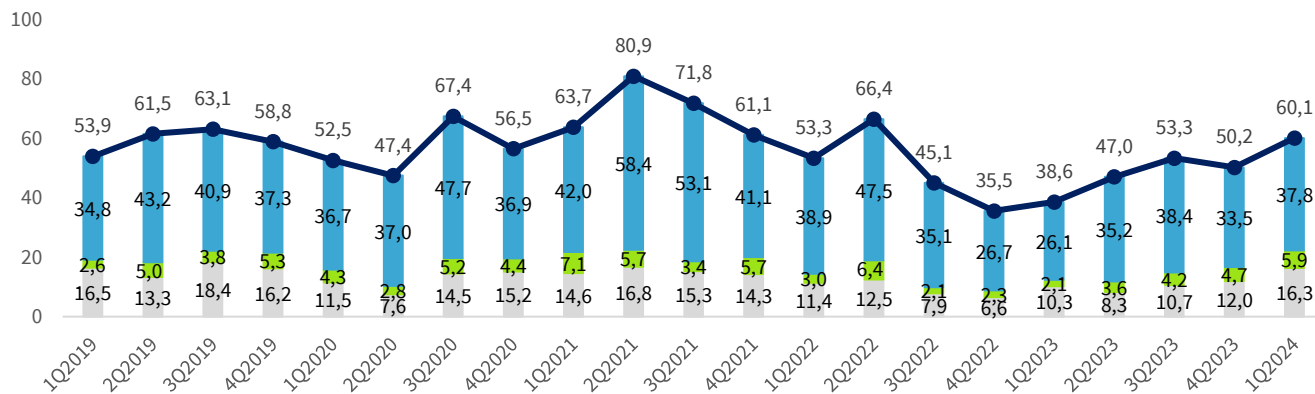
Szczególnie znaczący jest stały, długookresowy, spadek liczby oddawanych lokali mieszkalnych w Warszawie, trwający (z kwartalnymi wahaniami) od 2021 r. W latach 2012-2015 w Warszawie oddawano około 13-14 tys. lokali rocznie. Począwszy od 2017 r. oddawano od 20 tys. (2017 r.) do ok. 21-23 tys. lokali rocznie (lata 2018 - 2020). Od 2021 r. obserwujemy spadki – począwszy w latach 2022-2023 oddawano około 15 tys. lokali rocznie – co oznaczało cofnięcie się do poziomów bliskich tych sprzed ok. 8 lat. Patrząc na otwarcie 2024 r. (wzmiankowane 3,9 tys. w I kw. 2024 r.), nawet przy dodatniej dynamice w całym bieżącym roku mało prawdopodobne jest osiągnięcie rezultatów zbliżonych do tych z lat 2016-2020, tj. powyżej 20 tys. lokali rocznie).

W bieżącym i następnym roku na warszawski rynek powinny już trafiać lokale z rekordowego (pod względem liczby lokali, których budowę rozpoczęto) roku 2021 – to osłabi nieco spadek wielkości podaży, ale w następnych latach będziemy już konsumować efekty malejącej (w trendzie paroletnim, a nie kwartalnym) liczby nowo budowanych lokali. To, w połączeniu z rosnącym problemem braku działek budowlanych i ciągłej migracji do Warszawy nie da szans na znaczące spadki cen lokali (pomijając krótkookresowe wahania). Nawet stabilizacja czy spadki czynszów za najem mieszkań będą słabszym impulsem cenowym niż kwestia malejącej podaży. Oczywiście w skali Warszawy (jak i też innych miast spośród sześciu największych ośrodków) może nastąpić silniejsze zróżnicowanie cen pomiędzy różnymi dzielnicami.

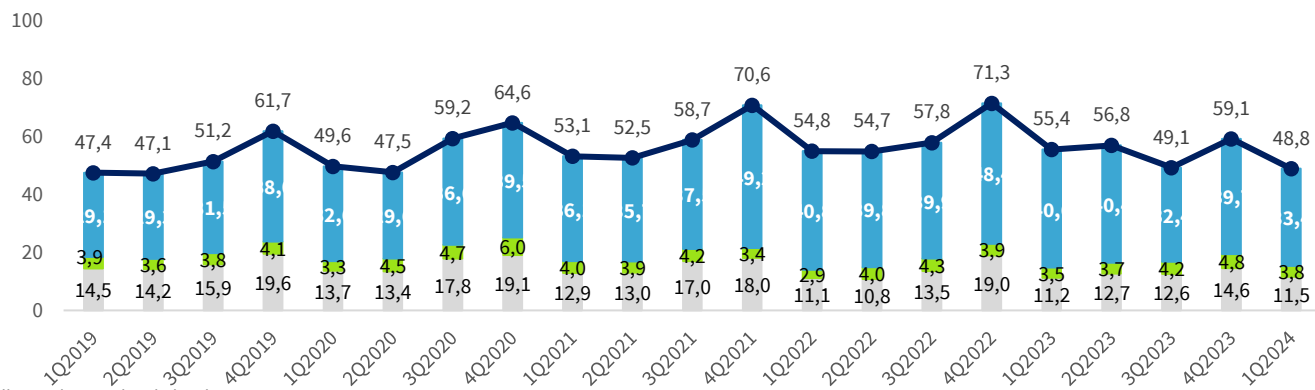
Wydane pozwolenia na budowę – liczba lokali mieszkalnych



Liczba lokali, których budowę rozpoczęto



Liczba lokali oddanych do użytkowania



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

6 miast Pozostałe miasta województwa Pozostałe Polska

Rynek mieszkaniowy

Pomimo zapowiedzi różnych programów wsparcia niekomercyjnego budownictwa mieszkaniowego, potencjalny wpływ tego sektora na podaż i ceny pozostaje wielką niewiadomą. Przypomnijmy, że ten segment budownictwa (tj. mieszkania spółdzielcze, komunalne, społeczne czynszowe i zakładowe) dostarczył w 2023 r. zaledwie 3,8% łącznej liczby lokali mieszkalnych oddanych do użytkowania (wobec 13,6% w 2009 r.). Obszar do wzrostów do poziomów nie sprzed kilkunastu lat jest zatem bardzo duży. W dłuższym okresie wzrost tego segmentu budownictwa może

być głównym czynnikiem stabilizującym ceny na rynkach mieszkaniowych w największych ośrodkach miejskich.

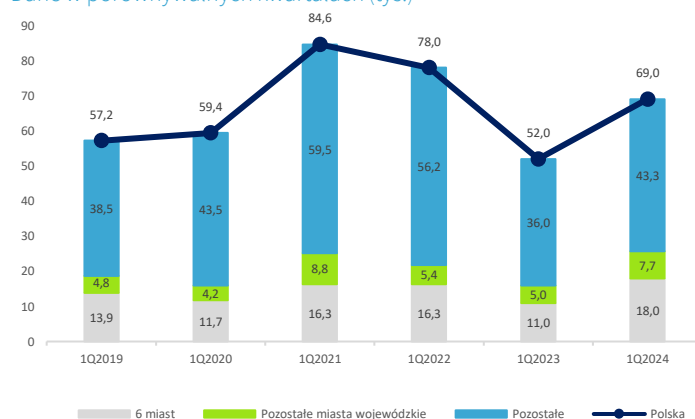
Podsumowując – w warunkach stabilizacji cen i bardzo powoli taniejącego długu (detalicznego i korporacyjnego) nie można liczyć na spektakularne wzrosty podaży.

Wydane pozwolenia na budowę – liczba lokali mieszkalnych

Okresy roczne (tys.)

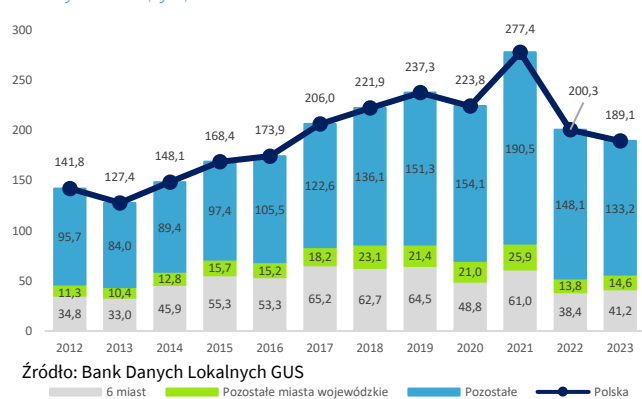


Dane w porównywalnych kwartałach (tys.)



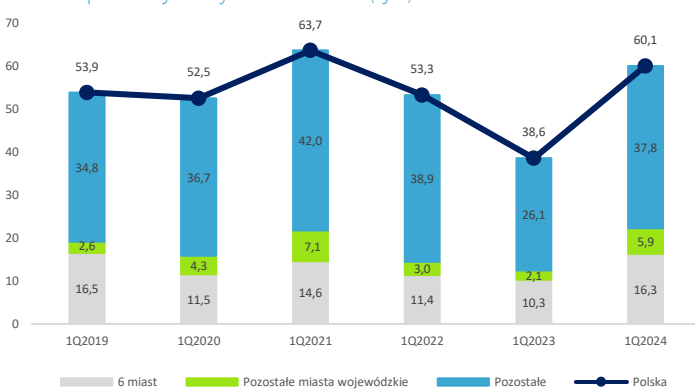
Liczba lokali, których budowę rozpoczęto

Okresy roczne (tys.)



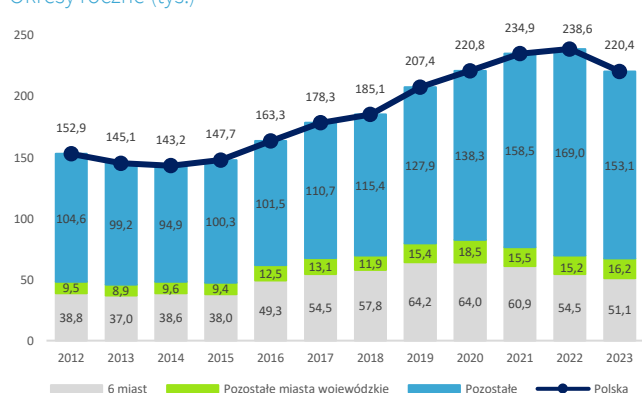
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Dane w porównywalnych kwartałach (tys.)



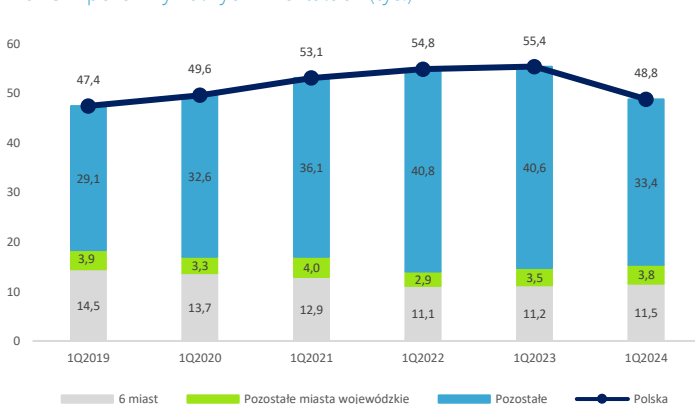
Liczba lokali oddanych do użytkowania

Okresy roczne (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Dane w porównywalnych kwartałach (tys.)



Gdzie się budowało?

W I kw. 2024 r. trwał trend, który rozpoczął się w połowie ubiegłego roku: po paru latach spadków rośnie udział lokali z PnB oraz nowo rozpoczynanych w sześciu największych miastach Polski.

Przyjrzyjmy się w pierwszej kolejności lokalom mieszkalnym z nowo wydanymi PnB. W I kw. 2024 r. udział takich lokali z sześciu największych miast wyniósł 26,0%, podczas gdy w okresie I kw. 2021 – III kw. 2021 r. spadł poniżej 20% (17,8% w III kw. 2021 r.). Jeszcze w latach 2015-2019 ponad jedną czwartą lokali z nowymi PnB stanowiły lokale w sześciu największych miastach. W pandemii ten trend się odwrócił, by spaść do poziomu 19% w 2021 r. Od tego czasu udział lokali z PnB w największych miastach stale rośnie – poziom z I kw. 2024 r. jest już bliski rekordowemu II kw. 2019 r. (26,9%).

Wpłynęło na to wiele czynników, spośród których możemy zidentyfikować wzrost popytu na mieszkania jako na dobra inwestycyjne i zmiany na rynku pracy – przyciąganie nowych pracowników przez rynki w największych miastach.

Patrząc na liczbę mieszkań, których budowę rozpoczęto, trend powrotu do sześciu największych miast widać już wyraźnie od trzech kwartałów. Jeszcze w II kw. 2023 r. w sześciu największych miastach rozpoczęto budowę zaledwie 17,2% lokali mieszkalnych (spośród wszystkich lokali rozpoczętych w Polsce).

W skali pojedynczego kwartału był to najniższy wynik od II kw. 2020 r. (15,9%). Do rekordowego (dla sześciu miast) wyniku z 2015 r. też ciągle daleko – w 2015 r. prawie jedna trzecia lokali, których budowę rozpoczęto, zlokalizowana była w sześciu największych miastach.

Widać też powrót inwestycji do pozostałych miast wojewódzkich. W I kw. 2024 r. w miastach wojewódzkich (poza sześcioma największymi) rozpoczęto budowę 5,9 tys. lokali (9,9% ogółu) – to znacząco więcej niż średnio w poszczególnych kwartałach 2023 r. (średnio 3,7 tys.) – to wzrost o 59%. W okresie III kw. 2022 r. – I kw. 2023 r. w tych miastach rozpoczynano budowę zaledwie ok. 2,1 tys. lokali. Zatem także w miastach średniej wielkości mamy wzrost liczby nowo budowanych lokali. Łącznie w sześciu największych miastach oraz pozostałych miastach wojewódzkich w I kw. 2024 r. rozpoczęto budowę 22,3 tys. lokali mieszkalnych – to stanowi 37,1% rozpoczętych lokali. W okresie I-IV kw. 2022 r. udział ten wynosił średnio 25%. Proces ponownego przesuwania się inwestycji mieszkaniowych do dużych i średnich miast – pomimo znacząco mniejszej dostępności gruntów w tych ośrodkach – jako jedną z przyczyn może mieć wzrost udziału zakupów mieszkań jako lokali inwestycyjnych pod wynajem. Dodatkowo, ciągle bardzo dobra sytuacja na rynku pracy sprzyja napływom ludności do dużych i średnich miast.

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

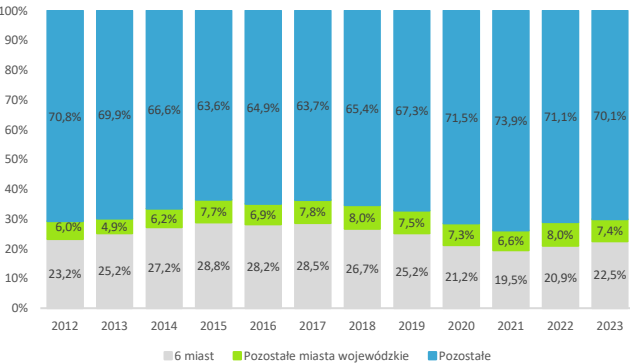


Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

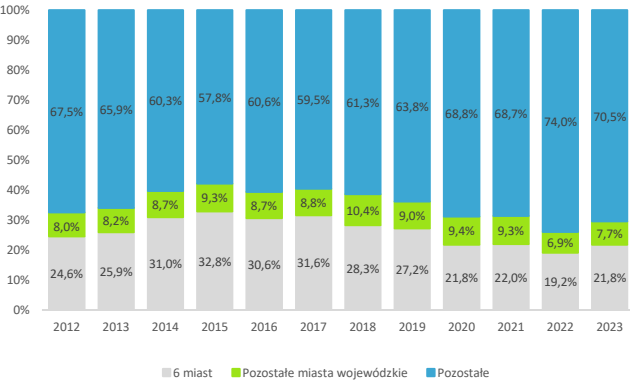
Rynek mieszkaniowy

Fala powrotów do dużych i średnich miast nie jest jeszcze widoczna w liczbie lokali oddanych do użytkowania. W I kw. 2024 r. w sześciu największych miastach oddano do użytkowania 11,5 tys. – to wynik porównywalny z danymi za odpowiednie kwartały 2022 i 2023 r., jednak niższy, niż w analogicznych kwartałach w latach 2019-2021 (średnio 13,7 tys. lokali). Przesunięcie inwestycji do dużych miast nie od razu znajdzie odbicie w podaży gotowych lokali – przeciwnie, w liczbach bezwzględnych liczba lokali oddawanych do użytkowania w największych miastach raczej będzie maleć.

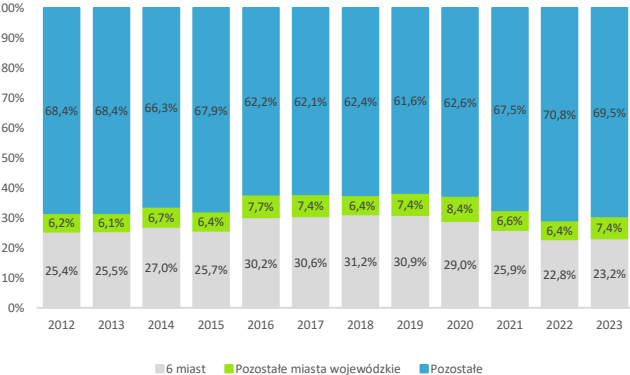
Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenie na budowę – okresy roczne(%)



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

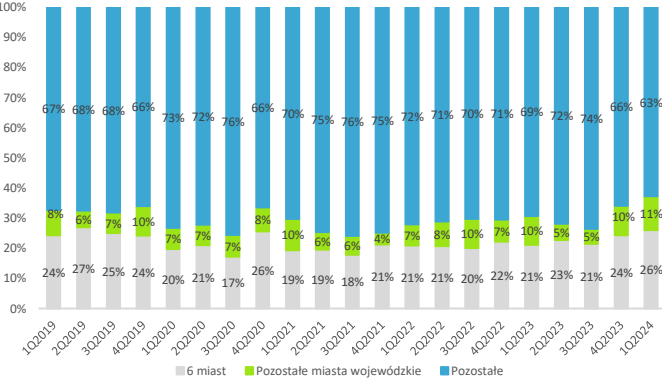


Liczba lokali ogółem, których oddano do użytkowania – okresy roczne (%)

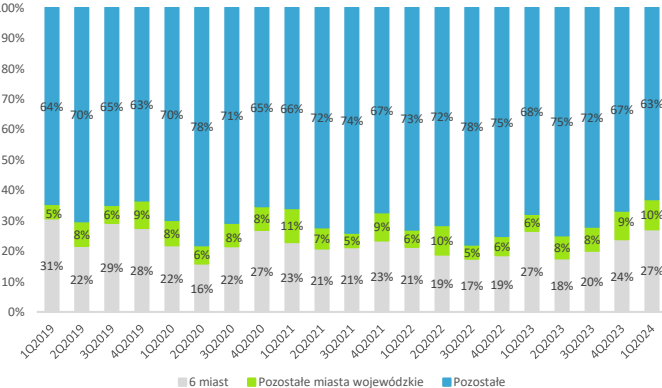


W poprzednich edycjach raportu sporo uwagi poświęciliśmy problemowi rozlewania się miast (city sprawl). Czy 2024 r. przyniósł istotne zmiany w tym zakresie? Tu od 2022 r. widzimy wyraźnie nowy trend – zmniejszanie się liczby lokali (zarówno wydane PnB, jak i rozpoczęte budowy) w powiatach otaczających sześć największych ośrodków miejskich.

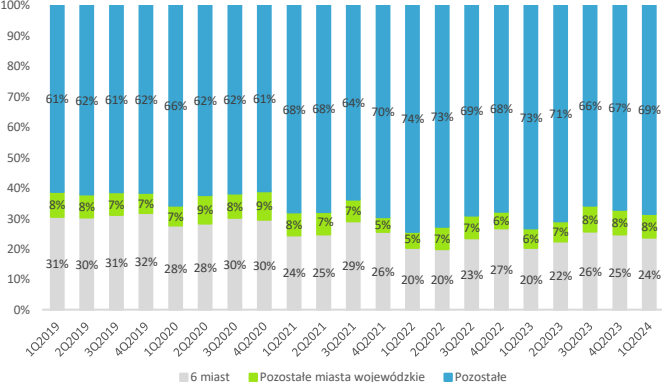
Liczba lokali ogółem, na które wydano pozwolenia na budowę – kwartały I kw. 2019- I kw. 2023 r. (%)



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



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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rynek mieszkaniowy

Dla Warszawy i otaczających ją powiatów zmiana trendu nastąpiła po rekordowym 2021 r. – tym roku w Warszawie liczba lokali, których budowę rozpoczęto (18,0 tys.) prawie zrównała się z liczbą lokali, których budowę rozpoczęto w otaczających powiatach (16,2 tys.), podczas gdy jeszcze w 2018 r. w samej Warszawie rozpoczęto budowę ponad dwukrotnie wyższej liczby lokali (24,2 tys.) niż w otaczających powiatach (10,4 tys.). W II i III kw. 2022 r. liczba lokali (rozpoczęte budowy) w sąsiadujących powiatach była wyższa o około 20% niż analogiczna liczba dla lokali w Warszawie. W I kw. 2024 r. w Warszawie rozpoczęto budowę 18% więcej lokali niż w otaczających ją powiatach.

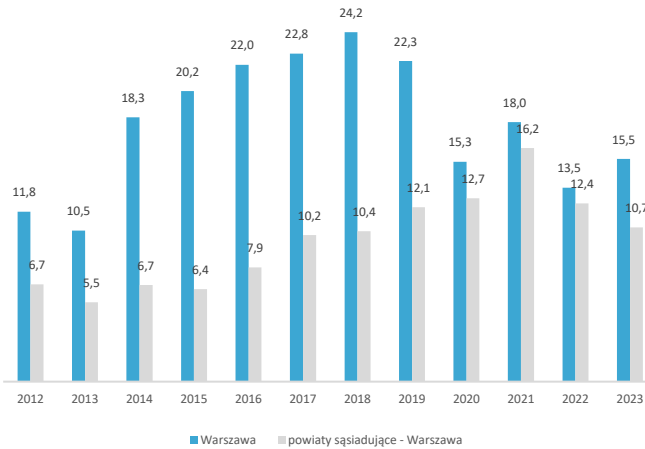
Trend rozlewania się miast był także widoczny – choć nie tak silnie – dla pozostałych pięciu największych ośrodków miejskich. Sumując wszystkie sześć największych miast (łącznie z Warszawą) oraz otaczające je powiaty widzimy postępujący spadek liczby lokali, których budowę rozpoczęto w okolicznych powiatach

względem lokali rozpoczętych w tych miastach. W I kw. 2024 r. lokale (rozpoczęte budowy) w powiatach otaczających sześć największych miast stanowiły zaledwie 33% analogicznej liczby lokali dla tych miast. To najniższy wynik kwartalny od I kw. 2019 r. W rekordowym II kw. 2020 r. relacja ta wynosiła 63%.

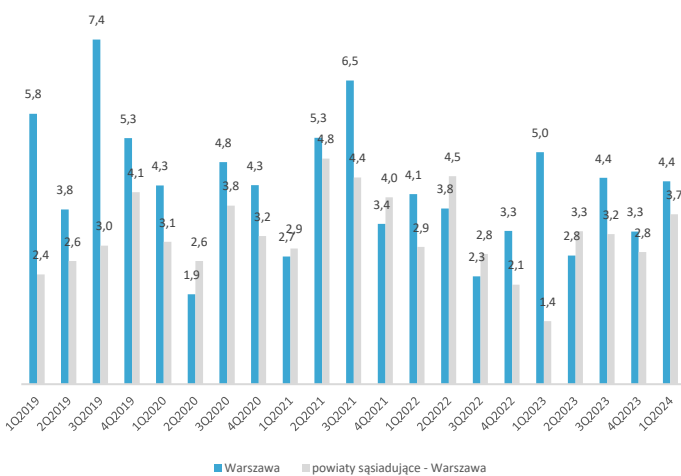
Wydaje się zatem, że ten – w dużej mierze „pandemiczny” – trend przesuwania się inwestycji poza granice miast został nieco zahamowany – nieco, bo ciągle istnieją fundamentalne przyczyny, które mogą wypychać inwestycje mieszkaniowe poza granice miast: tu widzimy przede wszystkim dostępność i ceny gruntów. Warto podkreślić, że przynajmniej w powiatach otaczających Warszawę pokrycie terenów miejscowymi planami zagospodarowania jest wyższe niż w Warszawie. Powiaty otaczające duże miasta nie powiedziały ostatniego słowa w konkurencji o nowe inwestycje mieszkaniowe.

Liczba lokali, których budowę rozpoczęto: Warszawa i okoliczne powiaty

Dane roczne (tys.)

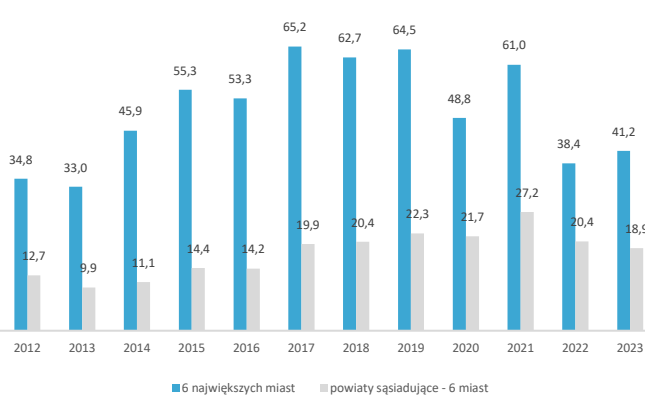


Dane kwartalne (tys.)

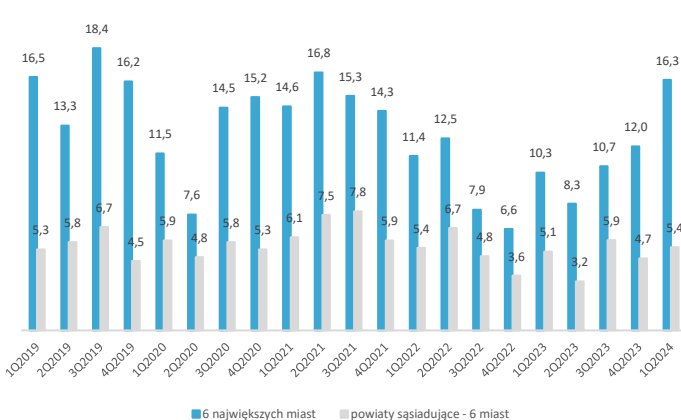


Liczba lokali, których budowę rozpoczęto: 6 największych miast i okoliczne powiaty

Dane roczne (tys.)



Dane kwartalne (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rynek mieszkaniowy

Wzrosty cen – ciągle trend wzrostowy na

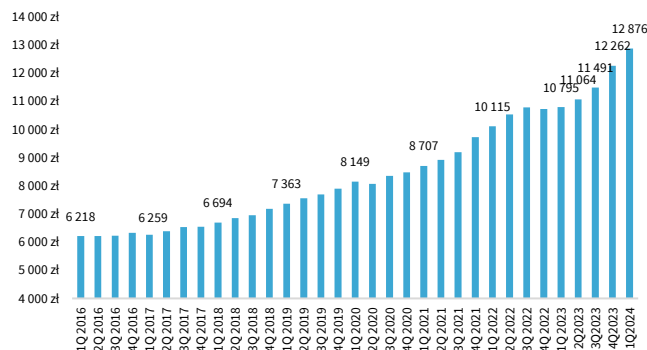
Ceny mieszkań nie zastygły w oczekiwaniu na kolejny program wsparcia kredytobiorców. Przeciwnie, lekka stabilizacja z 2022 r. wydaje się być dość odległym wspomnieniem. W I kw. 2024 r. zaliczyliśmy mocne otwarcie cenowe: średnie ceny transakcyjne w sześciu największych miastach Polski¹ wzrosły w porównaniu z ostatnim kwartałem 2023 r. o 5,0%. (14,3% r/r).

Liderami kwartalnych wzrostów cen są Kraków (8,5%) oraz Warszawa (7,0%). Niewiele odstawała Łódź (6,0%) i Poznań (5,6%). Ceny we Wrocławiu się ustabilizowały (wzrost o 2,7%), natomiast na specyficznym gdańskim rynku odnotowaliśmy spadek (-0,2%). Gdański rynek zresztą dynamiką cen odstaje od pozostałych największych miast – od początku 2020 r. zaliczył rekordową (dzieląc pierwsze miejsce z Łodzią) liczbę kwartałów z ujemną dynamiką wzrostów cen – cztery spadkowe kwartały. Pozostałe z sześciu największych miast – jedynie po dwa spadkowe kwartały na przestrzeni ostatnich trzech lat.

Na koniec I kw. 2024 r. wszystkie z sześciu największych miast osiągnęły dwucyfrowe dynamiki wzrostu cen: średni wzrost wyniósł 18,9%. Stawce przewodził Kraków (27,7%), na drugim miejscu, z niewielką stratą uplasowała się Warszawa z roczną dynamiką równą 23,5%. Na końcu: Gdańsk (13,8%). Rynek gdański, z największym udziałem mieszkań na krótkoterminowy wynajem wydaje się wyczerpywać potencjał wzrostu. Dodatkowo, można też postawić hipotezę, że inwestorzy na rynku gdańskim, kierujący się cenami najmu i na bieżąco weryfikujący oczekiwania na wymagającym rynku najmu krótkoterminowego, mogą mieć najbardziej racjonalne, ugruntowane bieżącą rentownością z najmu, podejście do cen, po których kupują lokale inwestycyjne.

Po raz pierwszy od przynajmniej trzech lat w I kw. 2024 r. pojawiło się zjawisko rozchodzenia się stawek najmu i cen lokali mieszkalnych (przynajmniej w największych miastach). W dwóch grupach miast (powyżej 500 tys. mieszkańców i od 100 tys. do 500 tys. mieszkańców) na koniec I kw. 2024 r. średnie ceny najmu wzrosły (rok do roku) zaledwie o ok. 5%, przypomnijmy, że przy kilkunastoprocentowej dynamice cen mieszkań. Co ciekawe, w miastach od 50 tys. do 100 tys. mieszkańców roczna dynamika cen najmu wyniosła 10,9% - dwa razy więcej niż w największych miastach². Trzeba też jeszcze zwrócić uwagę na jeszcze jedno zjawisko na rynku najmu – obecnie trafiają już na ten rynek mieszkania kupione podczas hossy najmu z lat 2022-2023: są to większości mieszkania w wyższym standardzie (lecz niekoniecznie w lepszych lokalizacjach) niż średnia dla mieszkań pod wynajem przed 2022 r. To zawyża obecną średnią stawkę

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 I kwartale 2023 r., Narodowy Bank Polski, maj 2024 r.; 6 miast obejmuje Warszawę, Gdańsk, Kraków, Poznań, Wrocław, Łódź.

² Dane dot. cen mieszkań i cen najmu w I kw. 2024 r. za: Kwartalnik mieszkaniowy. Raport o sytuacji na rynku mieszkań w I kwartale 2024 r., Polityka Insight i Otodom, Warszawa, kwiecień 2024.

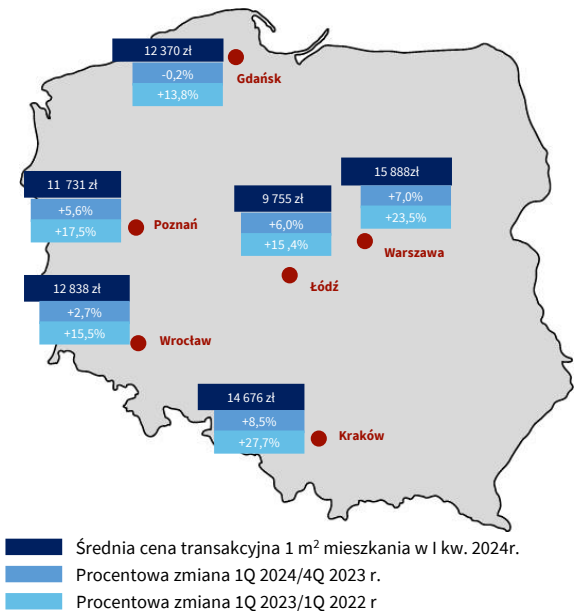
kredytowych sterydach

najmu, jednak trudno oczyścić długoletni trend z wpływu zmiany standardu wynajmowanych mieszkań.

Ciągle wielką niewiadomą jest przyszły udział funduszy działających na rynku najmu – obecnie ich rola, choć rosnąca w dużych miastach, jest ciągle marginalna.

Można zatem śmiało stwierdzić, że po okresie hossy w latach 2022-2023 rynek najmu wrócił w stare koleiny sprzed 2022 r. Od lat dziewięćdziesiątych, przynajmniej w największych miastach, średnie stawki najmu długookresowo nie nadążały na wzrostem cen mieszkań. Rentowność najmu spadała w dużych miastach przynajmniej od końca lat dziewięćdziesiątych, zaliczając okresowe wzrosty, jak przy wejściu Polski do EU i kryzysie finansowym 2008 r. Migracja wywołana wojną odwróciła ten trend jednak obecnie wracamy do sytuacji sprzed 2022 r. Rynek najmu będzie zatem słabiej oddziaływał na ceny mieszkań. Pozostaje jednak sporo czynników (dostępność gruntów, koszty wykonawstwa, ceny energii, dostępność siły roboczej, migracje do dużych miast, migracje z zagranicy, rentowność alternatywnych inwestycji), które dalej mogą powodować wzrost cen mieszkań w Polsce. I przede wszystkim kolejna interwencja na rynku kredytów mieszkaniowych może znowu rozgrzać ten rynek, który obecnie zdaje się zmierzać w kierunku stabilizacji lub przynajmniej uspokojenia wzrostów.

Średnie ceny na rynku pierwotnym za m² mieszkań w największych miastach na koniec I kw. 2024r.



■ Średnia cena transakcyjna 1 m² mieszkania w I kw. 2024r.
■ Procentowa zmiana 1Q 2024/4Q 2023 r.
■ Procentowa zmiana 1Q 2023/1Q 2022 r

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

Otoczenie makroekonomiczne

Kredyty hipoteczne – stabilizacja przy wysokich wolumenach

Rok 2024 rozpoczęliśmy w oczekiwaniu – być może nie mającym się spełnić – na program Kredyt na Start. To oczekiwanie pozwoliło na pewne uspokojeniu rynku kredytów hipotecznych. W I kw. 2024 r. wolumen nowo udzielonych kredytów hipotecznych wyniósł 27,1 mld zł - spadek o 3,5% względem poprzedniego kwartału. Liczba nowo udzielonych kredytów zaliczyła także spadek o 5,2%. Niemniej, są to spadki z rekordowych poziomów z IV kw. 2023 r. (68,9 tys. nowo udzielonych kredytów hipotecznych o łącznej wartości 28,1 mld zł). Pierwszy kwartał br. pokazał zatem drugi najlepszy wynik na tym rynku od początku istnienia tego rynku w Polsce.

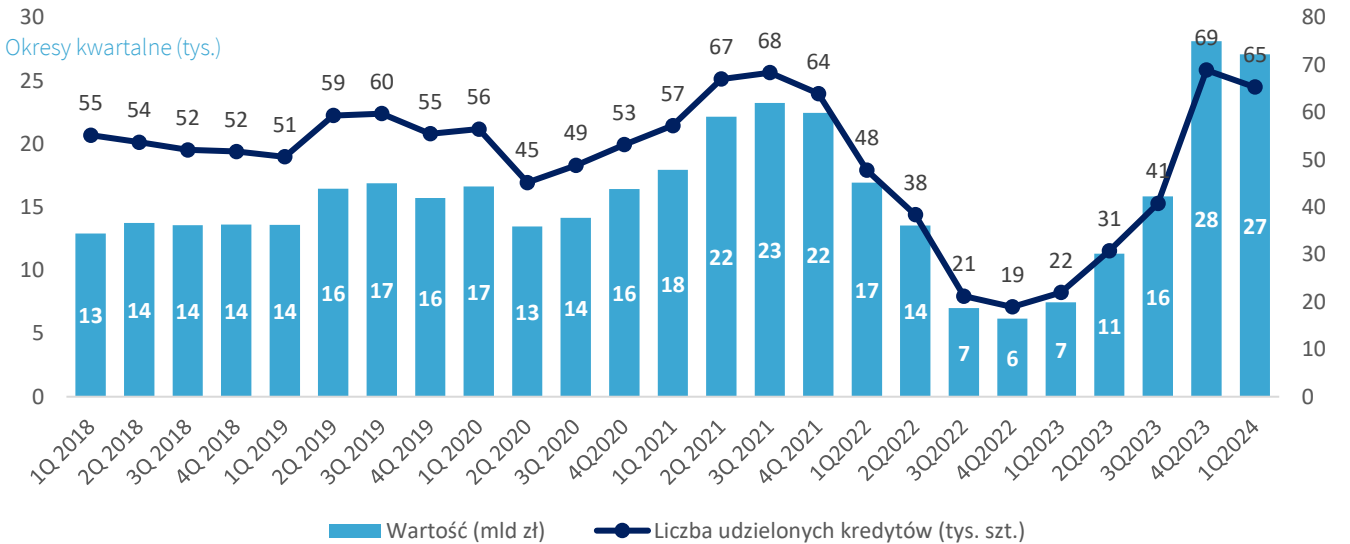
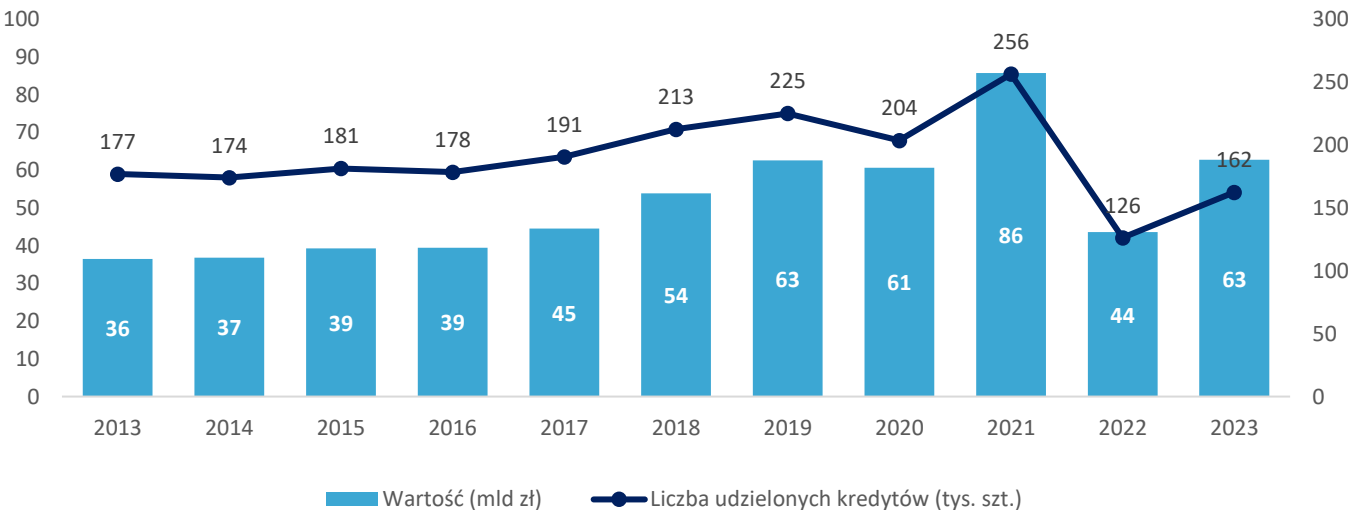
Wartość nowo udzielonych kredytów hipotecznych była w I kw. 2024 r. wyższa o 261% w porównaniu z odpowiednim kwartałem 2023 r. i o 60,3% wyższa w porównaniu z I kw. 2022 r. Jeżeli w następnych kwartałach bieżącego roku ten poziom będzie się

utrzymywał, jest szansa na pobicie wyniku z rekordowego roku 2021 – wówczas w całym roku udzielono kredytów hipotecznych o wartości 86 mld zł. Po 2021 r. rynek kredytów hipotecznych wszedł w okres dużych wahań – w 2022 r. wartość nowo udzielonych kredytów hipotecznych wyniosła 44 mld zł, by w następnym roku spaść do poziomu 44 mld zł (zbliżonego do wartości z 2017 r.)³.

Zgodnie z ankietami zebranymi przez NBP⁴, w I kw. 2024 r. banki zaostrzyły kryteria przyznawania wszystkich grup kredytów, w tym – choć tu zaostrzenie było najślabsze – kredytów mieszkaniowych. Banki zakładają w kolejnym kwartale dalsze zaostrzenie kryteriów przyznawania tej grupy kredytów, przy jednoczesnym oczekiwaniu spadku popytu na kredyty mieszkaniowe.

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

Okresy roczne(tys.)



Źródło: Raport AMRON-SARFIN *Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości* 4/2024, raporty BIK 2018-2024 r.

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

⁴ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2024 r., NBP, kwiecień 2024 r.

Otoczenie makroekonomiczne

Popyt na kredyty mieszkaniowy w I kw. 2024 r. mocno spadł [dane o popycie: miesięczne raporty BIK] – potencjalni kredytobiorcy zawniioskowali o kredyty mieszkaniowe o łącznej wartości 33,8 mld zł, co stanowiło spadek o 38,2% względem ostatniego kwartału 2023 r. Był to też pierwszy spadkowy pod tym względem kwartał od IV kw. 2022 r. Pod względem wartości wniosków ubiegły rok był drugim rokiem w historii, po rekordowym 2021 r. (złożone wnioski o wartości 170 mld zł – obecny rok może, z uwagi na zawirowania wokół nowego programu wsparcia kredytobiorców, przynieść stabilizację).

Liczba wniosków kredytowych w badanym kwartale wyniosła 78,9 tys. – to spadek o aż 38,1% w stosunku do poprzedniego kwartału. To jednocześnie najwyższa ujemna kwartalna dynamika liczby wniosków od III kw. 2022 r. W rekordowych I i II

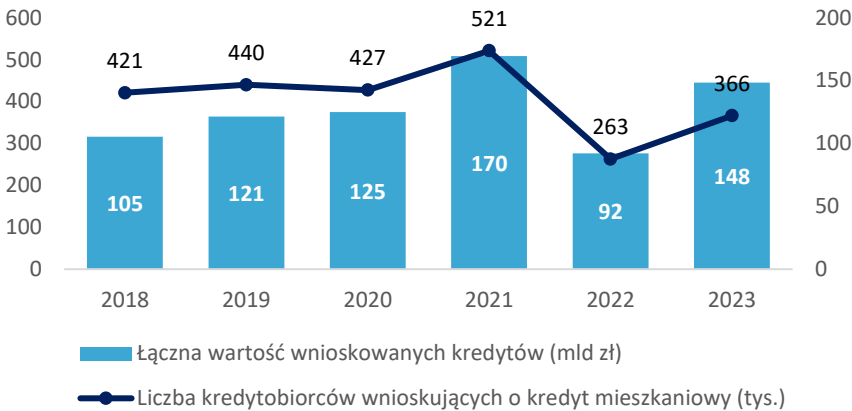
kw. 2021 r. liczba wniosków w poszczególnych kwartałach przekraczała 140 tys.

Średnia wartość wnioskowanego kredytu w I kw. 2024 r. wyniosła 428 tys. zł i nie uległa zmianie w stosunku do poprzedniego kwartału. W porównaniu z I kw. 2023 r. średnia wartość wnioskowanego kredytu wzrosła aż o 18%⁵.

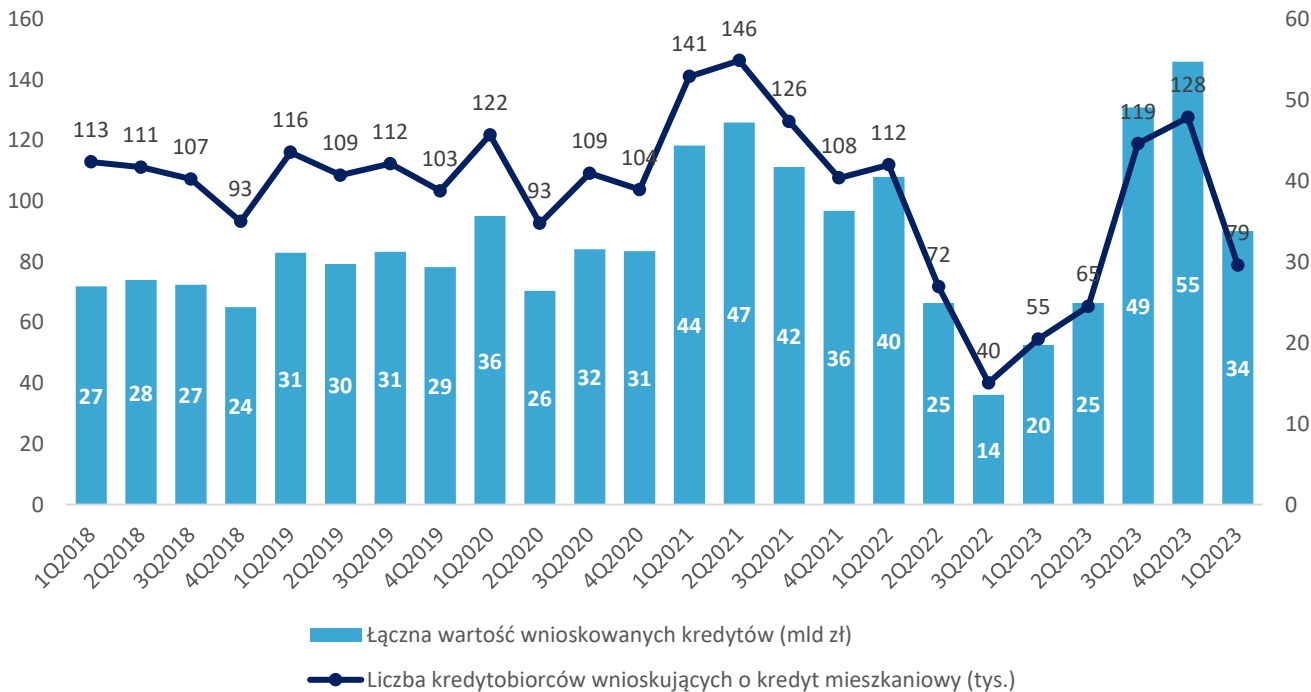
Po dwóch latach zawirowań – po rekordowo słabym, „wojennym” roku 2022 r. i Bezpiecznym Kredycie 2% z 2023 r. bieżący rok – bez zewnętrznych bodźców – będzie rokiem powrotu do normalności na rynku kredytów mieszkaniowych.

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

Cena mieszkań uciekają, wynagrodzenia zostają w tyle

Z rynku pracy – przynajmniej jeżeli chodzi o podstawowe statystyki – ciągle dochodzą bardzo dobre sygnały. Stopa bezrobocia na koniec I kw. 2024 r. roku wyniosła 5,3% - to najniższy marcowy odczyt bezrobocia od 1990 r.

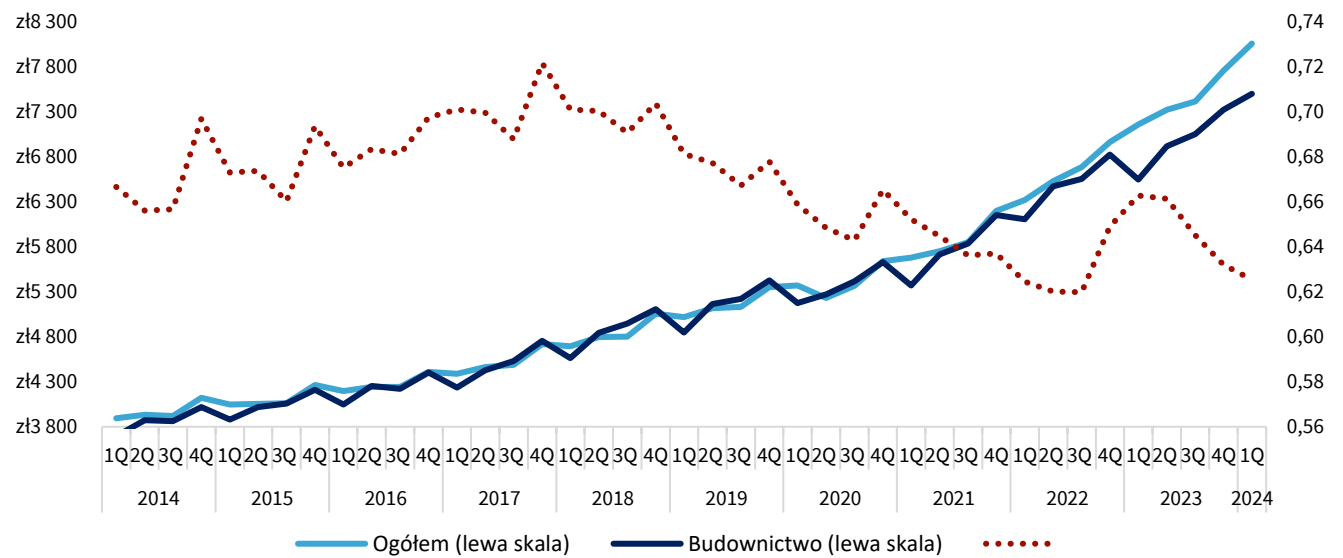
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw na koniec I kw. br. wyniosło 6,83 mln osób (spadek o 0,14% r/r) – zatrudnienie utrzymuje się na tym poziomie od I kwartału 2022 r. Podobnie zatrudnienie w budownictwie – na koniec marca br. wyniosło 0,45 mln osób i utrzymuje się na tym poziomie od końca I kw. 2023 r. Nie sprawdziły się obawy, że wojna spowoduje odpływ ukraińskich pracowników, ani też późniejsze obawy – że ci pracownicy będą przenosić się na zachód Europy.

Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło na koniec ostatniego kwartału 8 052 zł i wzrosło o 12,6% r/r. – oznacza to lekki wzrost rocznej dynamiki w porównaniu z poprzednimi kwartałami oraz utrzymanie się dwucyfrowej

rocznej dynamiki już od dziewięciu kwartałów z rzędu. Średnie wynagrodzenie w budownictwie na koniec kwartału wyniosło 7 496 zł i w stosunku do I kw. ub. r. wzrosło o 14,5%. To pierwszy przypadek dwucyfrowej rocznej dynamiki wzrostów płac w budownictwie od IV kw. 2022 r. Po raz pierwszy od I kw. 2022 r. wynagrodzenia w budownictwie (w ujęciu r/r) wzrosły szybciej niż w całej gospodarce.

Analiza relacji płac do cen mieszkań nie daje już jednak powodów do optymizmu. Wskaźnik dostępności mieszkań (liczony jako iloraz średniego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw do średniej ceny transakcyjnej 1 mkw. mieszkania w sześciu największych miastach Polski) spada nieprzerwanie od I kw. 2023 r., a patrząc na długookresowy trend: od 2018 r. Spadek ten przez parę lat był jednak dość powolny – dopiero program Bezpieczny Kredyt 2% przyniósł istotne pogorszenie wskaźnika dostępności mieszkań.

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

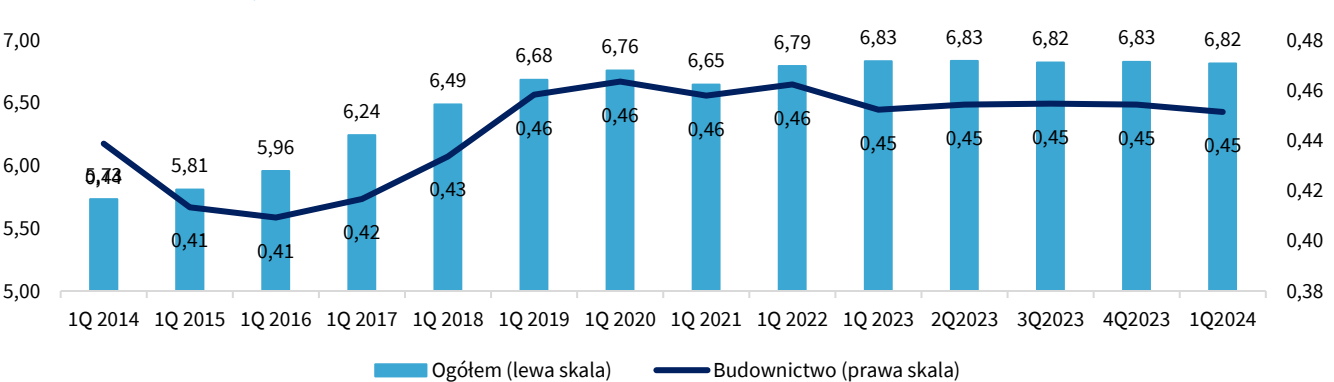


średnie miesięczne wynagrodzenie brutto ogółem
średnia cena mkw. mieszkania w analizowanych miastach *

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

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS.

Zatrudnienie* w sektorze przedsiębiorstw w Polsce I kw. 2014 – I kw. 2024 (dane w mln)



* - średnia arytmetyczna zatrudnienia w danym kwartale.

Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Stabilizacja sprzedaży mieszkań

Grupa deweloperów, których ujmujemy w naszym zestawieniu w 1Q 2023 r. sprzedała 4 894 lokale, w porównaniu do 4 894 mieszkań kwartał wcześniej i 4 049 w tym samym okresie ubiegłego roku, co stanowi spadek o 1,4% q/q i wzrost o 20,9% 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).

W poprzednich edycjach raportu pisaliśmy, że spodziewamy się pewnej stabilizacji sprzedanych lokali. Wygaś jeden z czynników popytowych - Bezpieczny Kredyt 2% i motywacja klientów do zakupu mieszkania do końca ubiegłego roku. Na początku stycznia ruszyły konsultacje nowego programu rządowego „Mieszkanie na start”. Program miałby ruszyć w drugiej połowie 2024 r., najprawdopodobniej jesienią, a na jego realizację w tegorocznym budżecie przeznaczono 0,5 mld zł. Według Ministerstwa Rozwoju i Technologii ze wsparcia mogłoby skorzystać około 50 tys. kredytobiorców. W perspektywie kolejnych dwóch kwartałów spodziewamy się dalszej stabilizacji popytu. Obecnie trudno ocenić jak może kształtować się popyt w drugiej połowie roku, jednak, tak jak w każdym tego typu programie należy zakładać, że podwyższy to sprzedaż deweloperów.

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.

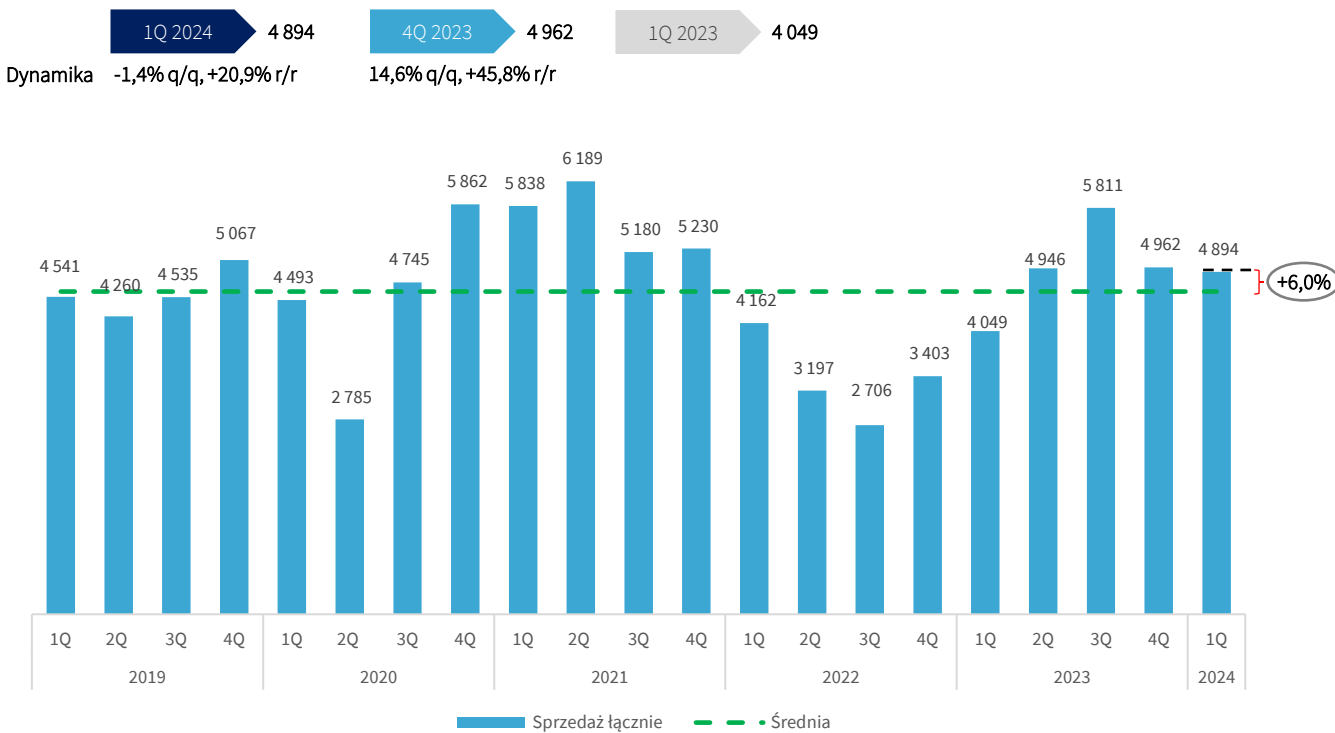
Pierwszy raz od 2Q 2022 r. oferta sprzedażowa deweloperów wzrosła. W grupie obserwowanych przez nas spółek oferta wyniosła 15,2 tys. lokali na koniec grudnia ubiegłego roku. Przypominamy, że gwałtowny wzrost oferty na koniec 2Q 2022 r.

był związany z wejściem nowych przepisów ustawy deweloperskiej. Oferta deweloperów wzrosła wówczas z poziomu 12,2 tys. lokali do ponad 20 tys. mieszkań. Obecna oferta lokali nie jest wysoka, ale w ostatnich kwartałach obserwowaliśmy mocny wzrost popytu, który napędzany był programem Bezpieczny Kredyt 2%. Obecnie popyt ten kształtuje się na stabilnym poziomie co pozwala odbudowywać ofertę. To jednak proces, który nie dzieje się szybko, a jest o tyle istotny, że 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 atrakcyjne jak obecnie, segment PRS nie będzie odgrywał znaczącej roli w Polsce.

Łączna sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2019 – 1Q 2024 r.

Łączna sprzedaż lokali analizowanych deweloperów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

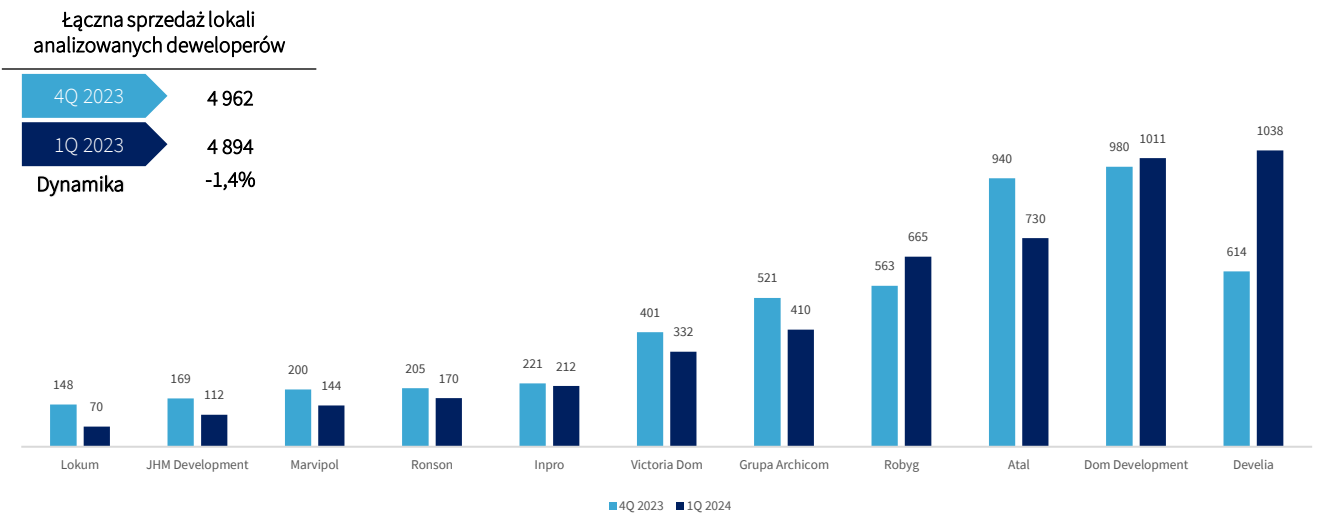
Sprzedaż lokali

Najwyższą dynamikę sprzedaży odnotowała Develia. W 1Q 2024 r. spółka sprzedała 1038 lokali w stosunku do 614 kwartał wcześniej (+69,1% q/q i +94,7% r/r). Jest to najwyższa sprzedaż w historii Spółki. Na drugim miejscu znalazł się Robyg (+18,1% q/q i -9,6% r/r) z 665 sprzedanymi mieszkaniami, zaś na trzecim Dom Development (+3,2% q/q i 10,6% r/r). Pozostali deweloperzy odnotowali sprzedaż słabszą w porównaniu do ostatniego kwartału ubiegłego roku. Najmocniejszy spadek sprzedaży zaliczył Lokum Deweloper. Spółka sprzedała tylko 70 mieszkań podczas gdy w poprzednim roku spółka kontraktowała między 150 a 200 lokali kwartalnie.

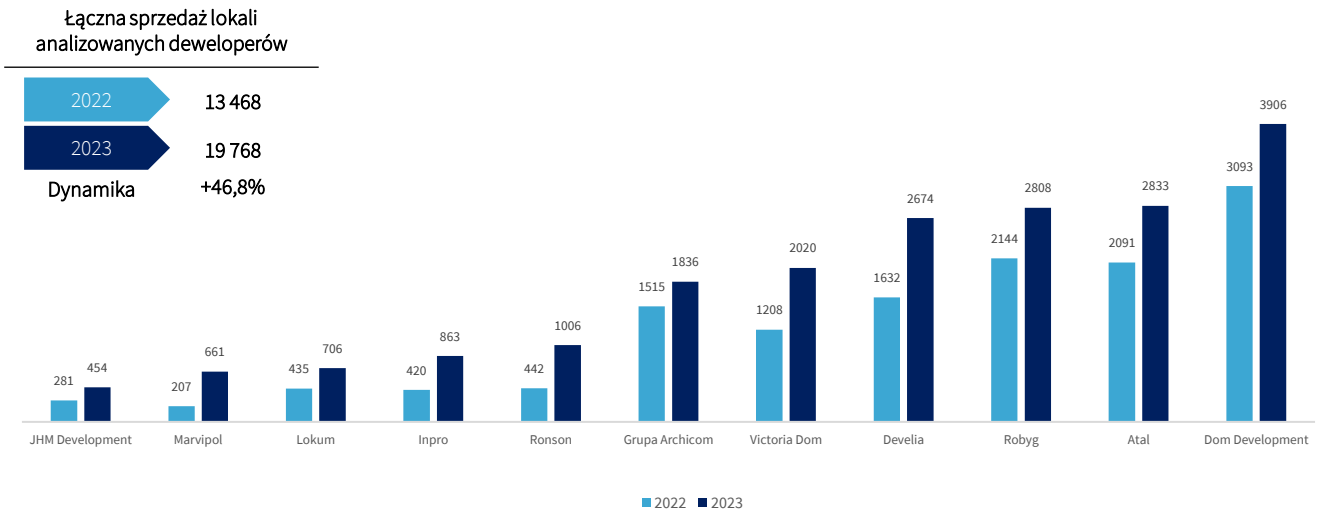
Widać, że sprzedaż mieszkań przez deweloperów w ostatnich kwartałach stabilizuje się. W 2024 r. większość z nich szacuje sprzedaż na poziomach porównywalnych lub nieco słabszych w stosunku do sprzedaży w 2023 r. Wyjątkiem jest Develia i Archicom. Pierwszy z nich w ubiegłym roku przejął Nexity Polska i między innymi dzięki temu przejęciu może rosnąć. Spółka przejęła lokale w budowie i bank ziemi co pozwala zwiększać jej sprzedaż. W przypadku Archicomu, główny akcjonariusz – Echo Investment – wniósł do spółki swój dotychczasowy biznes mieszkaniowy. Spółka szacuje, że w 2024 r. może sprzedać około 3000 lokali.

Deweloper	Cel w 2024 r.	Sprzedaż w 2023 r.
Archicom	3000	1836
Atal	~ 3000	2833
Develia	2900 - 3100	2674
Dom Development	> 3906	3906
Inpro	b.d / nie podano	863
JHM Development	b.d / nie podano	454
Lokum Deweloper	~ 350	706
Mavipol Dev.	b.d / nie podano	661
Robyg	2300	2808
Ronson	b.d / nie podano	1006
Victoria Dom	b.d / nie podano	2020
razem		13468

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2023 r. oraz 1Q 2024 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

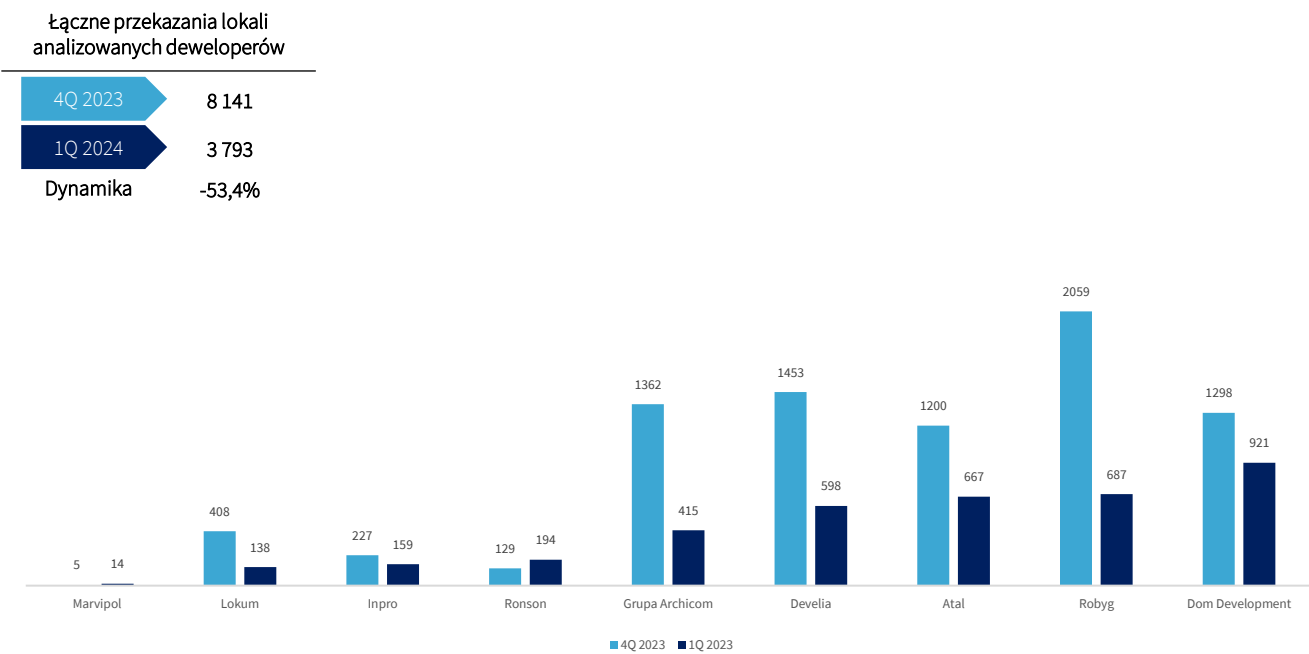
Grupa deweloperów ujętych w naszym zestawieniu przekazała w pierwszym kwartale 2024 r. **3 793** lokale vs **8 141** kwartał wcześniej i **3 248** w analogicznym okresie ubiegłego roku. Z kolei w 2023 r. deweloperzy przekazali 17 439 mieszkań vs 17 547 w 2022 r. (-0,6% r/r).

Numerem jeden pod względem przekazania w pierwszym kwartale 2024 r., był Dom Development z wynikiem 921 lokali w porównaniu do 1 298 oddanych do użytkowania jednostek w kwartał wcześniej i 1 350 lokali w analogicznym okresie ubiegłego roku. W całym 2023 r. deweloper przekazał klucze do 3 831 lokali w stosunku do 3 666 mieszkań w 2022 roku.

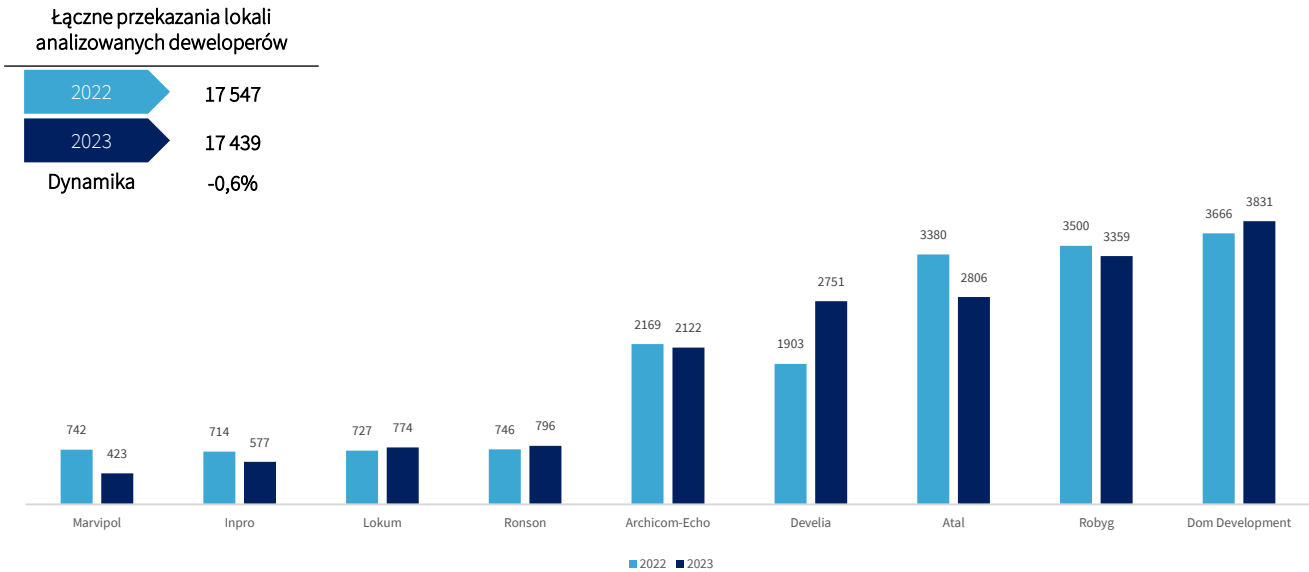
Drugie miejsce zajął Robyg z wynikiem 687 mieszkań, w porównaniu do 2 059 lokali w 4Q 2023 r. i 484 w analogicznym okresie ubiegłego roku. W ostatnim roku deweloper oddał do użytkowania 3 359 lokali w stosunku do 3 500 jednostek w 2022 roku.

Na trzecim miejscu znalazł się Atal. W 1Q 2024 r. deweloper przekazał około 667 mieszkań w stosunku do 1 200 lokali w 4Q 2023 r. i 333 lokali w analogicznym okresie ubiegłego roku. W całym 2023 r. spółka przekazała klucze do 2 806 lokali w porównaniu do 3 380 oddanych mieszkań w 2022 r.

Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 4Q 2023 r. oraz 1Q 2024 r. ¹



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



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

Dynamika rynku

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

sprzedaż. W ostatnim kwartale sprzedaż deweloperów kształtowała się podobnie jak w ostatnim kwartale 2024 r., a więc widzimy stabilizację rynku. Wzrost cen mieszkań, choć prawdopodobnie już nie tak gwałtowny, może nieco studzić nastroje potencjalnych nabywców. Część nabywców czeka również na nowy rządowy program mieszkaniowy.

Sprzedaż i przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 1Q 2024 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 sprzedawali mieszkania niż byli w stanie wprowadzić kolejne

lokale do oferty. Obecnie spadek oferty został zatrzymany, co wynika z niższego popytu oraz powrotu niektórych mieszkań do oferty wynikającego z niezrealizowanej transakcji w ramach BK2%. Oferta powoli zaczyna się zwiększać jednak długie procedury administracyjne mogą spowolnić proces jej szybkiej odbudowy.

Oferta i liczba lokali w realizacji wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 1Q 2024 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

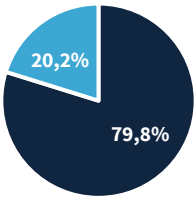
Zaznaczamy, że część podmiotów nie wydzieliła zobowiązań finansowych powstałych na skutek MSSF 16 (głównie ujęcie zobowiązań z tytułu użytkowania wieczystego jako leasing). Z tego względu nasze wyliczenie nie uwzględnia tej kwestii.

Dług netto podmiotów uwzględnionych w niniejszej analizie wyniósł 1,2 mld zł vs 1,1 mld zł kwartał wcześniej. Za spadek długu netto odpowiada głównie wzrost środków pieniężnych na bilansach spółek.

Kwota zadłużenia spółek z tytułu emisji obligacji pozostała na podobnych poziomie. W ubiegłym roku deweloperzy byli jednak aktywni na rynku długu, pozyskując niemal 2,4 mld zł w prywatnych i publicznych emisjach obligacji.

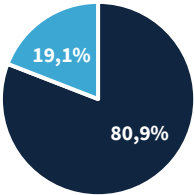
Skumulowany wskaźnik długu netto względem kapitałów własnych wyniósł na koniec 1Q 2024 roku 11,0% vs 10,5% kwartał wcześniej i 21,9% rok wcześniej. Jeszcze wyraźniejsza jest różnica w porównaniu np. z latami 2018-2019, gdy wskaźnik w niektórych kwartałach przekraczał poziom 40,0%. Jednocześnie wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 55,7% vs 56,4% kwartał wcześniej i 57,3% rok wcześniej. Są to poziomy porównywalne z latami 2018-2019.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.03.2024 r.¹



■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

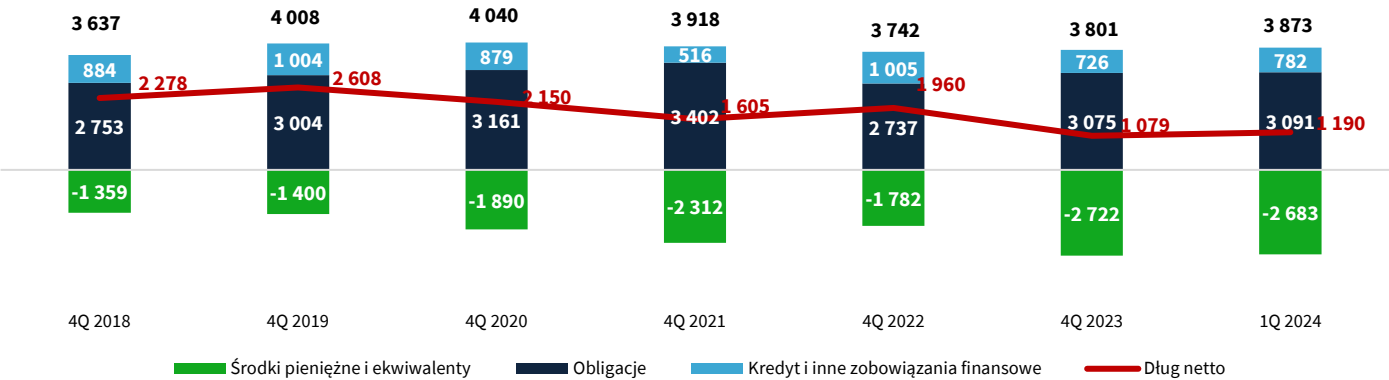
Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2023 r.¹



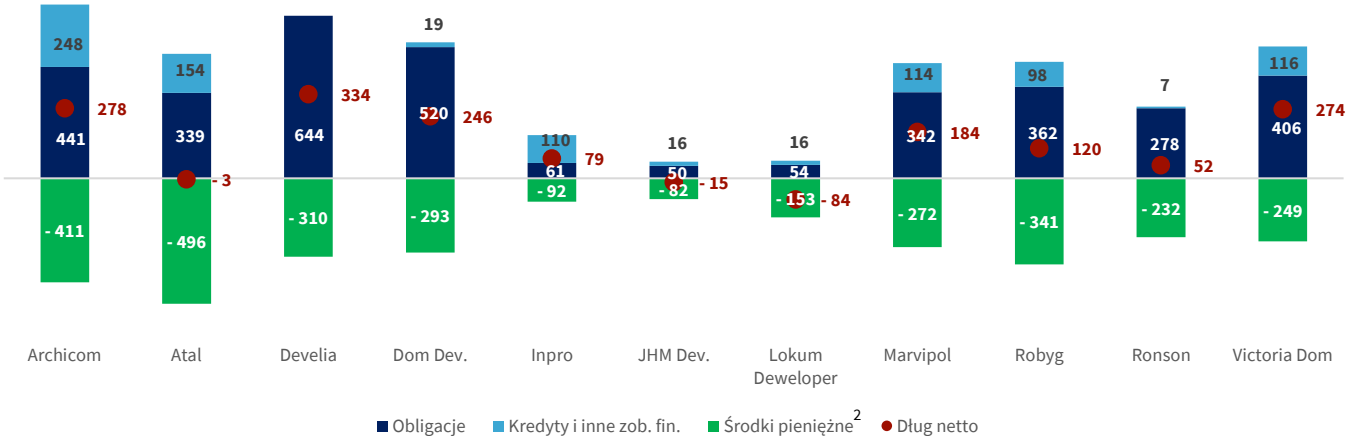
■ Obligacje ■ Kredyt i inne zobowiązania finansowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

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



Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 1Q 2024 r. (w mln zł)^{1,2}



■ Obligacje ■ Kredyty i inne zob. fin. ■ Środki pieniężne² ● Dług netto

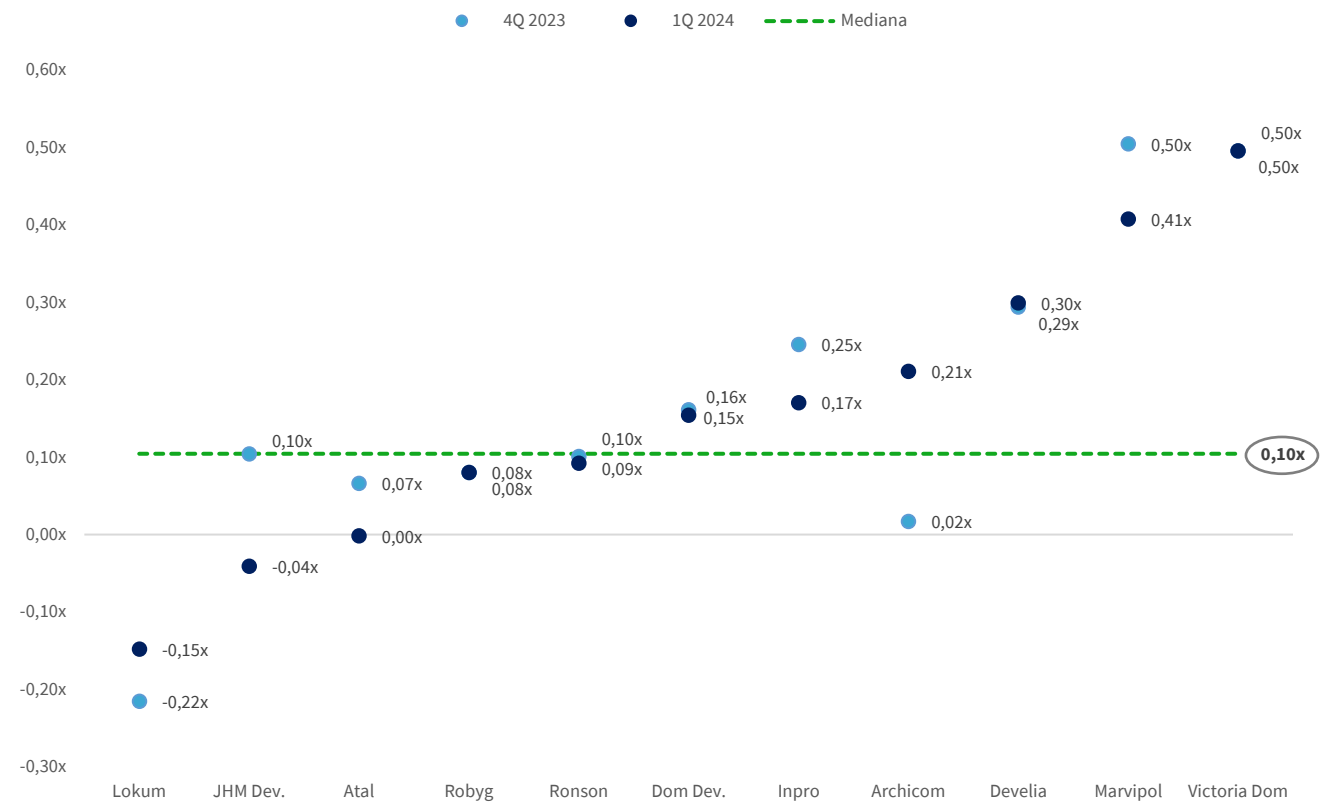
¹ W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe, dane finansowe Victoria Dom i Robyg za na koniec 2023 r.

² Wyluczając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

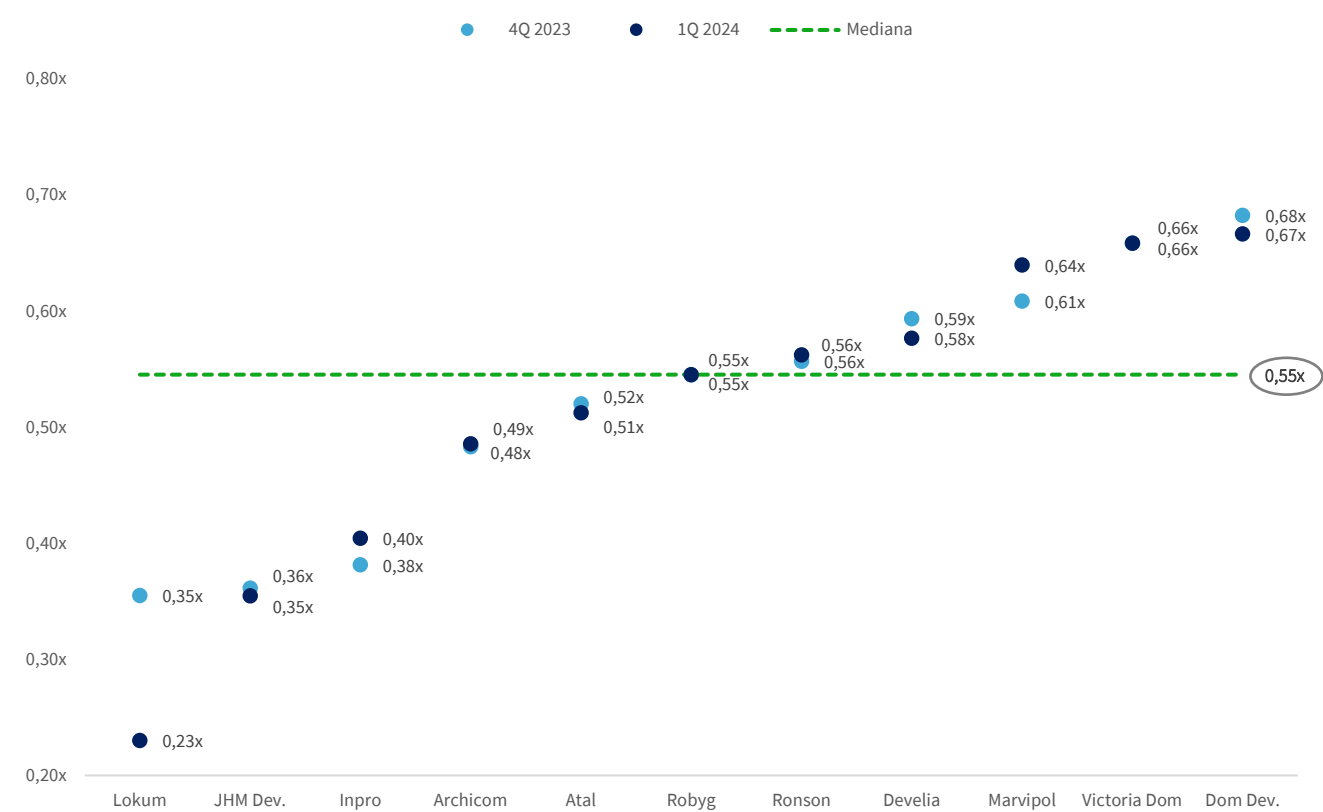
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Wskaźniki zadłużenia

Wskaźnik Dług netto / Kapitał własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych na koniec 4Q 2023 r. i 1Q 2024 r.¹



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych na koniec 4Q 2023 r. i 1Q 2024 r.¹



¹ W przypadku Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe. Dane dla Victorii Dom oraz Robyg na koniec 4Q 2023 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Więcej miejsca na obligacje w portfelach funduszy inwestycyjnych

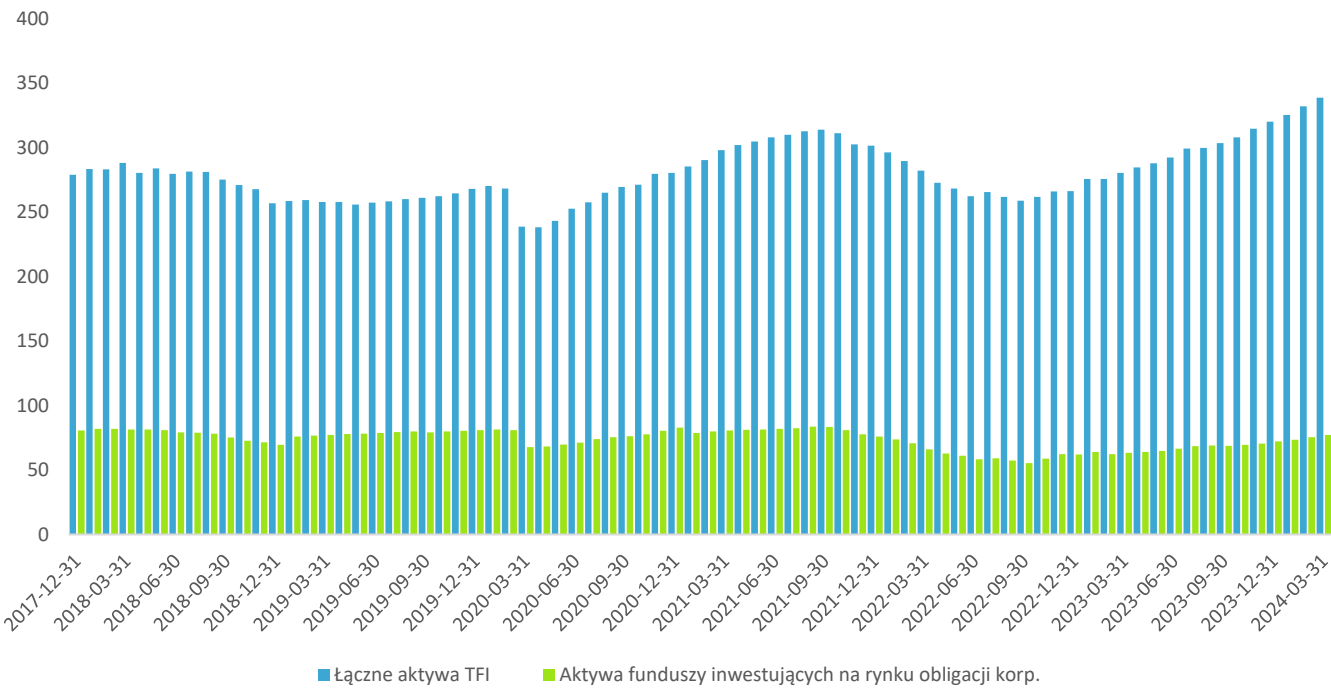
Po dobrym roku 2023 r. I kw. 2024 r. nie przyniósł rozczarowania. Aktywa TFI urosły do poziomu 338,7 mld zł – to rekordowy poziom od przynajmniej dekady. Co nawet ważniejsze – aktywa rosną nieprzerwanie od 13 miesięcy. Ostatni miesiąc ze spadkiem aktywów (m/m) to luty 2023 r. (spadek o 0,04%). W obecnym cyklu wzrostu aktywa TFI wzrosły o 22,8% (od lutego 2023 r.). Poprzedni taki cykl wzrostowy odnotowaliśmy w okresie maj 2020 r. - wrzesień 2021 r. (wzrost aktywów o 31,9%). Tamten cykl wzrostów aktywów zakończyła inflacja i wojna, dla kontynuacji obecnego cyklu nie widać obecnie zagrożeń.

Aktywa funduszy inwestujących w obligacje nieskarbowe na koniec I kw. 2024 r. wyniosły 77,1 mld zł- tu do rekordu nam ciągle trochę brakuje (83,6 mld zł w sierpniu 2021 r.), ale aktywa te rosną stabilnie od września 2022 r. (pomijając jednomiesięczne wahnięcia). Brak jest fundamentalnych przeszkód, aby ten trend utrzymywał się jeszcze przez co najmniej cały 2024 r. Wzrost

aktywów tej grupy funduszy był bardziej dynamiczny niż dla ogółu funduszy zarządzanych przez TFI: 6,7% w ujęciu miesięcznym i 21,1% w ujęciu rocznym (w porównaniu do końca marca 2023 r.).

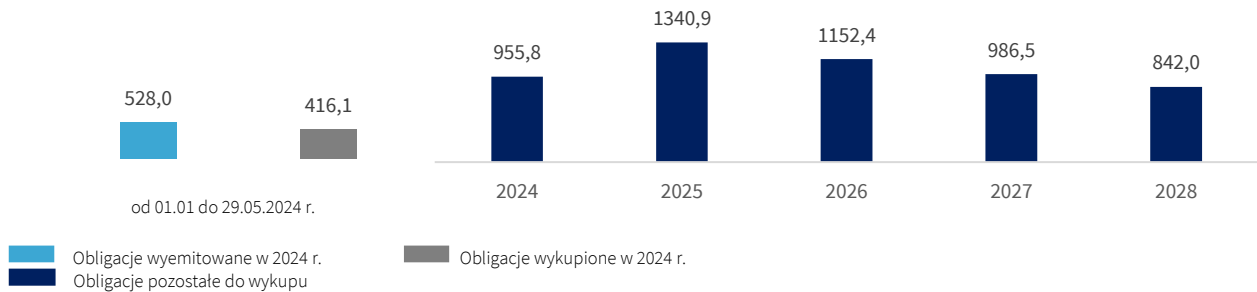
Stabilne i długie okresy wzrostu aktywów TFI zawsze znajdują odzwierciedlenie w rosnącym apetycie zarządzających na dług korporacyjny. Oczekujemy, że będzie rósł udział inwestorów instytucjonalnych w nowych ofertach obligacji deweloperów – przestaną dominować oferty prospektowe skierowane do inwestorów detalicznych. W ślad za tą zmianą można oczekiwać stopniowego spadku marż od obligacji – szczególnie dla emitentów o ugruntowanej pozycji na rynku obligacji.

Wartość aktywów funduszy obligacji korporacyjnych zarządzanych przez TFI w okresie 2017-2024 r. (dane w mld zł)



Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2024 – 2028 (w mln PLN) według stanu na dzień 29.05.2023 r.



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

Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2024 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln PLN)	Seria	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Ronson	02.2024	60	P2023A	3,5	WIBOR6M+3,85%	Nie
Archicom	03.2024	168	M9/2024	3,3	WIBOR3M + marża	Nie
Victoria Dom	03.2024	50	P2023B	3	WIBOR6M + 5,25%	Nie
Echo Investment	02.2024	70	S	47 msc	WIBOR 6M + 4%	Nie
Echo Investment	02.2024	70	S2	47 msc	WIBOR 6M + 4%	Nie
Echo Investment	02.2024	100	4I/2024	5	WIBOR 6M + marża	Nie
1Q 2024		518				
Develia	05.2024	100	DVL0528OZ10	4	WIBOR3M + 3,0%	Nie
Marvipol	05.2024	150	P2024A	39msc	WIBOR 6M + 4,5%	nie
Echo Investment	05.2024	60	T	4	WIBOR 6M + 3,8%	Nie
2Q 2024 (do 29.05)		310				
razem		828				

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

Emisje i wykupy obligacji analizowanych deweloperów w okresie 2023 – 2028 (w mln PLN) według stanu na dzień 29.05.2024 r.

Deweloper	Emisje			Wykupy			Wykupy w latach 2024 - 2028					
	2023	1Q 2024	2Q 2024 (do 29.05.)	2023	1Q 2024	2Q 2024 (do 29.05.)	2024	2025	2026	2027	2028	Suma do wykupu
Robyg	0,0	0,0	0,0	297,1	0,0	0,0	100,0	110,0	150,0	0,0	0,0	360,0
Atal	410,0	0,0	0,0	280,2	0,0	0,0	70,0	340,0	0,0	0,0	0,0	410,0
Develia	440,0	0,0	100,0	159,7	0,0	0,0	100,0	15,4	280,0	160,0	100,0	655,4
Dom Development	260,0	0,0	0,0	50,0	0,0	0,0	50,0	100,0	110,0	0,0	260,0	520,0
Marvipol	156,5	0,0	150,0	69,0	0,0	18,6	69,8	70,0	101,0	55,5	150,0	446,3
Victoria Dom	271,4	50,0	0,0	120,7	25,0	0,0	28,7	81,5	271,4	50,0	0,0	431,6
Lokum Deweloper	100,0	0,0	0,0	158,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	53,0	0,0	53,0
Archicom	272,0	168,0	0,0	108,8	61,2	0,0	0,0	62,0	0,0	378,0	0,0	440,0
Ronson Europe N.V.	60,0	60,0	0,0	40,0	60,0	0,0	40,0	60,0	60,0	60,0	0,0	220,0
JHM Development	0,0	0,0	0,0	12,0	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0	0,0	0,0	50,0
Inpro	25,0	0,0	0,0	18,5	0,0	0,0	0,0	35,0	25,0	0,0	0,0	60,0
Razem	2376,7	278,0	250,0	1584,7	146,2	18,6	955,8	1340,9	1152,4	986,5	842,0	5277,6

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

GRUPA ARCHICOM

- Przypominamy, że 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 w raporcie prezentujemy dane Archicomu uwzględniające również sprzedaż Grupy Echo.
- W 1Q 2024 r. Grupa Archicom znalazła nabywców na 410 lokali, w porównaniu do 521 kwartał wcześniej i 374 rok wcześniej. Celem na 2024 rok jest podpisanie 3000 umów. 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 415 lokali, zaś w całym 2023 r. 2122 jednostki.
- Na koniec marca 2024 r. deweloper posiadał 2127 mieszkania w ofercie podczas gdy na koniec grudnia Spółka dysponowała 1623 lokalami do sprzedaży, a na koniec września było to 1149 jednostek. Skokowy wzrost oferty jest efektem wniesienia działalności mieszkaniowej Echa do Archicomu.
- W 1Q 2024 r. deweloper odnotował przychody na poziomie 276,8 mln zł. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 38,5%.
- W listopadzie ubiegłego roku deweloper uplasował niezabezpieczone 39-miesięczne obligacje o wartości 210 mln zł, które trafiły do inwestorów instytucjonalnych. Z kolei w marcu bieżącego roku dewelopera wykupił obligacje ARH0324. W marcu Spółka wyemitowała niezabezpieczone 39-miesięczne obligacje o wartości 168 mln zł. Dług oparty jest o zmienny kupon WIBOR3M + marża, która nie jest na ten moment znana. Papiery trafiły do inwestorów instytucjonalnych i docelowo mają znaleźć się na Catalyst. W maju Spółka podwyższyła program emisji obligacji z kwoty 500 mln zł do 800 mln zł. Emitent rozważa emisję niezabezpieczonych, 4-letnich obligacji.

w mln zł	2021	2022	2023	1Q 2023	1Q 2024
Przychody	634,1	498,8	1 101,1	86,5	276,8
Zysk brutto ze sprzedaży	217,9	178,4	396,1	40,4	106,6
Marża brutto ze sprzedaży	34,4%	35,8%	36,0%	46,7%	38,5%
EBIT	159,8	114,5	296,6	20,6	73,5
Marża EBIT	25,2%	23,0%	26,9%	23,8%	26,6%
Zysk netto	122,4	94,0	245,2	17,2	60,8
Marża netto	19,3%	18,9%	22,3%	19,9%	22,0%
Kapitał własny	653,1	731,7	1 257,5	748,9	1 318,4
Zadłużenie finansowe	236,2	219,7	532,0	282,5	688,8
Kredyty i inne	45,8	47,7	198,0	49,4	247,8
Obligacje	190,4	172,0	334,0	233,1	441,0
% obligacji w zadłużeniu	80,6%	78,3%	62,8%	82,5%	64,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	264,1	264,4	511,0	343,8	411,0
Dług netto	-28,0	-44,8	21,1	-61,3	277,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	50,3%	44,9%	48,3%	47,7%	48,5%
Dług netto/KW	-4,3%	-6,1%	1,7%	-8,2%	21,1%

* 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)



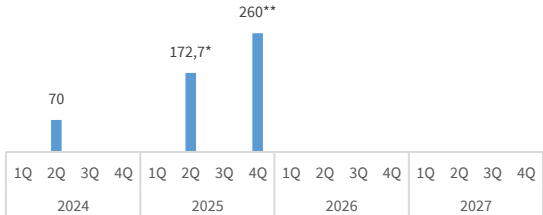
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ATAL

- W 1Q 2024 r. sprzedaż Atalu wyniosła 730 lokali vs 940 kwartał wcześniej i 401 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.
- Pod koniec roku wzrósł poziom oferty dewelopera. Na koniec grudnia 2023 r. wynosił 4519 vs 4170 jednostki kwartał wcześniej i 4639 rok wcześniej.
- W 1Q 2024 r. deweloper przekazał 667 lokali w stosunku do 1200 mieszkań w poprzednim kwartale i 333 jednostek w 1Q 2023 r. Potencjał przekazania w 2024 r. wynikający z harmonogramu budów wynosi niemal 2,2 tys. lokali, jednak deweloper nie przekazał wszystkich mieszkań, które planował wydać nabywcom w 2023 r. Spółka spodziewa się, że przekaze podobną liczbę lokali co w ubiegłym roku. W 2023 r. Spółka wydała 2806 lokali.
- Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 31,2% i znajduje się powyżej założonego celu. Cel ten pozostaje niezmieniony i jest nim poziom 25%.
- Spółka nadal utrzymuje dobrą sytuację finansową. Na koniec marca 2024 roku dług oprocentowany dewelopera wyniósł 493,0 mln zł. Jednocześnie wzrósł stan gotówki (po pomniejszeniu o środki na MRP) do poziomu 496,3 mln zł. Dług netto do kapitału własnego wyniósł na koniec marca 2024 r. -0,2% wobec 6,6% na koniec 2023 r.
- W ostatnich miesiącach deweloper nie był aktywny na rynku kapitałowym z uwagi na silny zastrzyk gotówki w roku ubiegłym. W lipcu 2023 r. Spółka pozyskała 252 mln zł z emisji nowych akcji, a w październiku wyemitowała dwuletnie obligacje o wartości 260 mln zł (WIBOR 6M + 1,5%), z czego 60 mln zł objęta fundacją większościowego akcjonariusza – Zbigniewa Juroszka. Pozyskane środki mają zostać wykorzystane na finansowanie bieżącej działalności, m.in. zakup gruntów.

w mln zł	2021	2022	2023	1Q 2023	1Q 2024
Przychody	1 679,2	1 657,8	1 500,5	189,5	390,3
Zysk brutto ze sprzedaży	453,5	470,3	448,6	74,1	121,9
Marża brutto ze sprzedaży	27,0%	28,4%	29,9%	39,1%	31,2%
Przychody segmentu dewelop.	1 672,4	1 647,1	1 486,3	185,7	387,2
EBIT segmentu dewelop.	412,8	429,8	392,2	61,7	109,1
Marża EBIT	24,7%	26,1%	26,4%	33,3%	28,2%
Zysk netto	331,2	368,2	341,3	54,1	96,6
Marża netto	19,7%	22,2%	22,7%	28,6%	24,7%
Kapitał własny	1 165,7	1 301,7	1 698,8	1 355,9	1 796,2
Zadłużenie finansowe	630,1	574,3	589,0	582,1	493,0
Kredyty i inne	55,9	190,7	157,6	196,1	154,2
Obligacje	574,2	383,6	431,5	386,0	338,9
% obligacji w zadłużeniu	91,1%	66,8%	73,2%	66,3%	68,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	382,2	294,7	476,8	196,8	496,3
Dług netto	247,9	279,6	112,2	385,4	-3,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	62,6%	59,0%	52,0%	58,0%	51,2%
Dług netto/KW	21,3%	21,5%	6,6%	28,4%	-0,2%

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DEVELIA

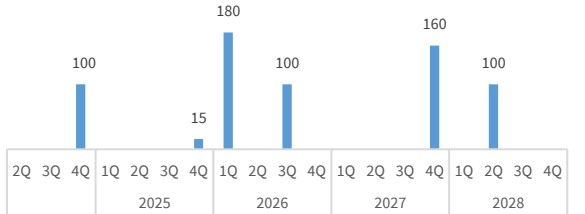
- Sprzedaż Develii w 1Q 2024 r. wyniosła 1038 lokali wobec 614 w 4Q 2023 r. i 533 w 1Q 2024 r. W kwietniu Spółka zaprezentowała nową strategię rozwoju na lata 2024-2028. Celem Spółki jest osiągnięcie rocznej sprzedaży ponad 4500 lokali od 2028 r., co będzie możliwe poprzez wzrost udziału rynkowego w miastach, w których obecnie działa do 7-8%. Oznacza to średnioroczny wzrost sprzedaży mieszkań powyżej 11 proc. Przypomnijmy, że w całym 2023 r. Spółka sprzedała 2674 lokale, a w 2022 r. 1634. W 2024 r. deweloper celuje w zwiększenie sprzedaży do 2900-3100 lokali.
- Na koniec marca 2024 r. oferta dewelopera wynosiła 5261 lokali vs 4519 kwartał wcześniej i 4974 rok wcześniej. W 2024 r. Spółka planuje wprowadzić do oferty i rozpocząć budowę około 3500-3700 nowych lokali.
- Liczba przekazanych lokali w 1Q 2024 r. sięgnęła 598 vs 1453 kwartał wcześniej i 441 rok wcześniej. W całym 2023 r. Spółka przekazała 2751 lokali. Rozpoczęte projekty mają pozwolić deweloperowi na przekazanie 2700-2900 mieszkań.
- Sytuacja finansowa Grupy na koniec grudnia pozostaje nadal dobra pomimo finalizacji transakcji przejęcia Nexity Polska, wypłaty dywidendy i emisji obligacji. Na koniec marca dług netto wyniósł 333,7 mln zł wobec 288,8 mln zł długu netto kwartał wcześniej. Wskaźniki zadłużenia pozostają na stabilnym poziomie. Dług netto do kapitału własnego wyniósł na koniec marca 2024 r. 29,9% wobec 29,4% 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. Zgodnie z nową strategią deweloper chce zakończyć dezinvestycje aktywów komercyjnych i rozszerzyć działalność w segmencie PRS. Spółka planuje budować mieszkania na wynajem jak również akademiki.
- W kwietniu Spółka zmieniła program emisji obligacji podwyższając kwotę emisji z 650 mln zł do 750 mln zł, zaś w maju przeprowadziła emisję 4-letnich obligacji na kwotę 100 mln. Oprocentowanie zostało ustalone na poziomie WIBOR3M +3,0%.

w mln zł	2021	2022	2023	1Q 2023	1Q 2024
Przychody	911,9	1 067,9	1 607,8	257,2	401,6
Przychody	823,0	1 013,6	1 572,9	244,8	397,2
Zysk brutto ze sprzedaży	236,7	334,0	466,0	83,1	133,0
Marża brutto ze sprz.	28,8%	33,0%	29,6%	33,9%	33,5%
Zysk netto	153,9	231,8	275,4	58,4	84,4
Marża netto	16,9%	21,7%	17,1%	22,7%	21,0%
Kapitał własny	1 400,4	1 434,9	1 548,4	1 495,0	1 634,2
Zadłużenie finansowe	941,4	652,0	790,7	790,7	599,7
Zadłużenie finansowe	474,2	400,9	643,5	541,0	644,0
Kredyty i inne	6,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligacje	468,0	400,9	643,5	541,0	644,0
% obligacji w zadłużeniu	98,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	220,8	172,1	354,7	262,6	310,3
Dług netto	253,4	228,8	288,8	278,4	333,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,9%	51,3%	59,3%	52,6%	57,7%
Dług netto/KW	43,5%	20,9%	29,4%	14,4%	29,9%

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)



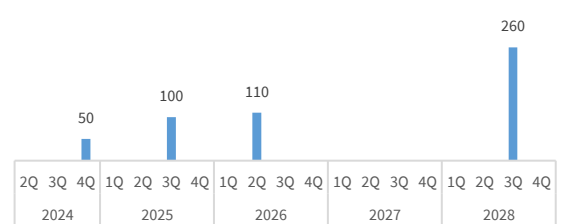
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DOM DEVELOPMENT

- Dom Development sprzedał w 1Q 2024 r. 1011 lokali wobec 980 w 4Q 2023 r. i 914 rok wcześniej. Celem Spółki na 2024 r. jest wzrost liczby sprzedanych mieszkań w porównaniu z 2023 r., jednak deweloper precyzyjnie nie wskazuje skali wzrostu. W poprzednim roku deweloper sprzedał 3906 lokali w stosunku do 3093 jednostek w 2022 r.
- Liczba przekazanych lokali w 1Q 2024 r. sięgnęła 921 lokali vs 1298 w 4Q 2023 r. i 1350 w 1Q 2023 r. W całym 2024 r. potencjał przekazania jest wyższy niż w poprzednim roku kiedy Spółka przekazała łącznie 3831 lokali w stosunku do 3666 w 2022 r.
- Poziom oferty na koniec marca 2024 r. wyniósł 2548 jednostki vs 2404 kwartał wcześniej - w Warszawie było to 914 lokali (+48 proc. r/r), w Trójmieście 585 (-30 proc. r/r), we Wrocławiu 817 lokali (+47 proc. r/r) oraz 232 w Krakowie (-22 proc. r/r). Spółka planuje uruchamiać kolejne projekty. Deweloper podkreśla, że głównym wyzwaniem rynku mieszkaniowego pozostaje ograniczona podaż nowych mieszkań.
- Po wrześniowej emisji obligacji deweloper wykazuje dług netto na poziomie 245,8 mln zł na koniec marca 2024 r. Wskaźnik zadłużenia netto względem kapitału własnego na koniec marca 2024 r. sięgnął 15,4% wobec 16,1% na koniec 4Q 2023 r.
- Dom Development planuje przeznaczyć na dywidendę 309,6 mln zł., a więc 12 zł na jedną akcję. W grudniu deweloper wypłacił 141,3 mln zł zaliczki na poczet dywidendy za 2023 r. (5,5 zł na akcję) co oznacza, że pozostająca do wypłaty dywidenda wynosi 168,2 mln zł. Dywidenda zostanie wypłacona 4 lipca 2024 roku.
- Deweloper uaktywnił się na rynku emisji obligacji we wrześniu ubiegłego roku i 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	2021	2022	2023	1Q 2023	1Q 2024
Przychody	1897,5	2419,3	2550,3	822,0	705,9
Zysk brutto ze sprzedaży	625,2	755,8	815,1	257,4	239,9
Marża brutto ze sprz.	32,9%	31,2%	32,0%	31,3%	34,0%
Zysk netto	325,3	410,3	460,3	158,8	137,4
Marża netto	17,1%	17,0%	18,0%	19,3%	19,5%
Kapitał własny	1249,2	1413,3	1449,5	1571,8	1594,5
Zadłużenie finansowe	394,7	422,5	520,0	316,5	538,7
Kredyty i inne	31,4	59,2	0,0	2,3	18,7
Obligacje	363,3	363,3	520,0	314,1	520,0
% obligacji w zadłużeniu	92,0%	86,0%	100,0%	99,3%	96,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	607,0	304,2	286,3	393,8	292,9
Dług netto	-212,3	118,3	233,7	-77,3	245,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	67,8%	65,6%	68,2%	61,1%	66,6%
Dług netto/KW	-17,0%	4,8%	16,1%	-4,9%	15,4%

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



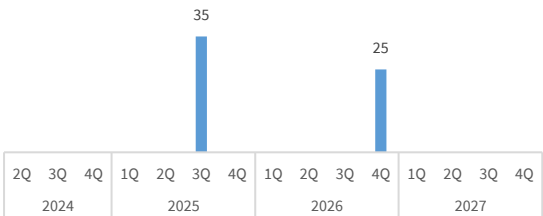
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

INPRO

- W 1Q 2024 r. deweloper sprzedał 212 lokali vs 221 kwartał wcześniej (-4,1% q/q) i 167 jednostek rok wcześniej (26,9% r/r). Spółka wchodzi na nowy rynek – do Elbląga i rozpoczyna pięć nowych, wieloetapowych inwestycji. Dwie inwestycje znajdują się w Gdańsku, pozostałe w Rumi, Pruszczu Gdańskim i właśnie w Elblągu.
- Liczba przekazanych lokali w okresie styczeń – marzec sięgnęła 159 mieszkań wobec 227 kwartał wcześniej i 94 rok wcześniej. W całym poprzednim roku deweloper przekazał nabywcom 577 mieszkań w stosunku do 714 lokali w 2022 roku.
- W 1Q 2024 r. Grupa odnotowała przychody na poziomie 88,4 mln zł vs 51,8 mln zł rok wcześniej. W działalności mieszkaniowej przychody wyniosły 83,6 mln zł w stosunku do 42,9 mln zł. Marża brutto na sprzedaży w tym okresie ukształtowała się na poziomie 23,9% w stosunku do 29,6% w 1Q 2023 roku. Wyniki dewelopera są wyższe w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku z uwagi na ilość i rodzaj zakończonych inwestycji.
- Na koniec marca 2024 r. dług netto wyniósł 79,1 mln zł vs 111,6 mln zł kwartał wcześniej i 96,4 mln zł rok wcześniej, co stanowiło kolejno 17,0% kapitałów własnych vs 24,5% na koniec grudnia 2023 r. i 22,1% na koniec 1Q 2023 roku.
- Grupa utrzymuje stabilne wskaźniki zadłużenia. Spółka obecnie posiada dwie aktywne serie obligacji. Pierwsza z wymienionych wyemitowana przez samo Inpro seria B o wartości 35,0 mln zł, zapadająca w październiku 2025 roku. Druga z kolei, która została wyemitowana przez spółkę zależną – Domesta Sp. z o.o. – o wartości 18,5 mln zł została przedterminowo wykupiona, a w jej miejsce Domesta przeprowadziła emisję nowego długu. Spółka wyemitowała nowy, zabezpieczony dług na łączną kwotę 25 mln zł zapadający w listopadzie 2026 r. Oprocentowanie obligacji jest zmienne i wynosi WIBOR3M + 5,25%.

w mln zł	2021	2022	2023	1Q 2023	1Q 2024
Przychody	321,4	357,7	308,6	51,8	88,4
Przychody	288,4	317,4	277,6	42,9	83,6
Zysk brutto ze sprzedaży	80,0	104,8	81,9	12,7	20,0
Marża brutto	27,8%	33,0%	29,5%	29,6%	23,9%
Zysk netto	41,9	63,2	40,8	2,5	8,1
Marża netto	14,5%	19,9%	14,7%	5,8%	9,7%
Zysk netto	46,9	64,1	42,9	4,7	10,1
Marża netto	14,6%	17,9%	13,9%	9,0%	11,5%
Kapitał własny	386,3	430,5	454,9	435,2	464,3
Zadłużenie finansowe	119,9	150,4	158,8	162,7	171,0
Kredyty i inne	67,0	95,5	98,5	107,1	109,9
Obligacje	52,9	54,8	60,3	55,6	61,2
% obligacji w zadłużeniu	44,1%	36,5%	37,9%	34,2%	35,8%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	63,3	54,7	47,2	66,3	92,0
Dług netto	56,6	95,7	111,6	96,4	79,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	42,8%	38,1%	38,1%	39,4%	40,4%
Dług netto/KW	14,6%	22,2%	24,5%	22,1%	17,0%

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



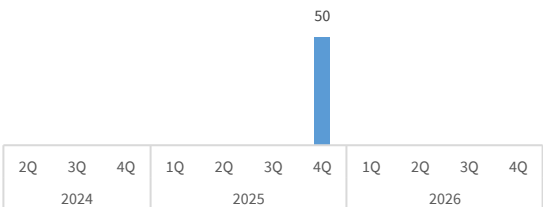
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

JHM DEVELOPMENT

- W 1Q 2024 r. deweloper sprzedał 112 mieszkań vs 169 kwartał wcześniej i 72 rok wcześniej. W całym 2023 r. Spółka znalazła nabywców na 454 lokale w stosunku do 281 w 2022 r.
- W 1Q bieżącego roku sprzedano i przekazano 155 lokali mieszkalnych w porównaniu do sprzedaży 18 lokali mieszkalnych i 11 garaży w analogicznym okresie poprzedniego roku.
- Przychody z rozpoznanych w lokali w 1Q 2024 r. wyniosły 72,9 mln zł vs 16,9 mln zł rok wcześniej, na co wpłynął harmonogram oddawania ukończonych projektów. Przekazania dotyczyły głównie lokali w „Osiedlu Skandynavia” w Gdańsku – I i II etap, „Osiedla Artystycznego” w Żyrardowie i Osiedla „Nowe Wyżyny” w Bydgoszczy.
- Działalność deweloperska pozwoliła Grupie rozpoznać 26,1 mln zł zysku brutto na sprzedaży vs 5,4 mln zł rok wcześniej. Wzrosła marża brutto na sprzedaży. W 1Q 2024 r. wyniosła 36,1% w stosunku do 32,7% w analogicznym okresie roku ubiegłego.
- Spadło zadłużenie dewelopera, wskutek czego spółka na koniec marca dysponowała gotówką netto na poziomie 15,2 mln zł vs 36,9 mln zł długu netto kwartał wcześniej i 73,8 mln zł rok wcześniej, a wobec kapitału własnego -4,1% vs 10,4% na koniec grudnia 2023 r. i 22,0% 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	2021	2022	2023	1Q 2023	1Q 2024
Przychody	164,6	131,5	203,5	16,9	72,9
Przychody	146,4	131,0	203,0	16,7	72,3
Zysk brutto ze sprzedaży	33,6	38,0	49,7	5,4	26,1
Marża brutto	22,9%	29,0%	24,5%	32,7%	36,1%
Zysk netto	16,5	14,6	16,2	-1,9	14,5
Marża netto	11,3%	11,2%	8,0%	-11,6%	20,1%
Zysk netto	17,1	12,8	16,6	-1,8	14,6
Marża netto	10,4%	9,7%	8,1%	-10,4%	20,1%
Kapitał własny	399,1	407,0	354,0	335,7	368,6
Zadłużenie finansowe	120,8	96,2	76,7	104,3	66,4
Kredyty i inne	58,6	33,9	26,5	54,1	16,4
Obligacje	62,2	62,3	50,2	50,2	50,0
% obligacji w zadłużeniu	51,5%	64,7%	65,5%	48,2%	75,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	38,5	31,5	39,8	30,5	81,6
Dług netto	82,3	64,8	36,9	73,8	-15,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	38,3%	36,6%	36,1%	46,1%	35,5%
Dług netto/KW	20,6%	15,9%	10,4%	22,0%	-4,1%

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



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

LOKUM DEWELOPER

- W 1Q 2024 r. deweloper sprzedał 70 lokali vs 148 kwartał wcześniej i 156 rok wcześniej. W całym 2023 roku sprzedanych zostało 706 lokali w stosunku do 435 w 2022 r. Spółka nie podaje jakiej sprzedaży spodziewa się w roku bieżącym.
- Oferta dewelopera pozostaje na niskim poziomie. W 2023 r. deweloper wchodził z 772 lokalami, które miał do zaoferowania nabywcom. Obecnie Spółka dysponuje 372 mieszkaniami dla potencjalnych klientów, a więc o ponad połowę mniej.
- W 1Q 2024 r. deweloper przekazał nabywcom 138 lokali vs 408 kwartał wcześniej i 106 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, co miało wpływ na poprawę struktury bilansu. Tym samym na koniec marca Spółka dysponowała gotówką netto. 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 odbył się 2 lutego.
- Na koniec marca wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wyniósł -14,8% vs -21,5% na koniec grudnia 2023 r., a jeszcze w 2022 r., wynosił on 45,2%.
- Na początku listopada 2023 r. 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%.
- W 2023 r. deweloper wypracował 31,5% marży zysku netto. Zarząd komunikuje, że w najbliższych latach, osiąganie celu marżowego zysku netto na poziomie 20% będzie trudne do realizacji, a wręcz niemożliwe.

w mln zł	2021	2022	2023	1Q 2023	1Q 2024
Przychody	309,8	366,7	451,3	57,7	89,1
Zysk brutto ze sprz.	112,8	135,3	169,7	21,7	34,5
Marża brutto ze sprz.	36,4%	36,9%	37,6%	37,5%	38,7%
Zysk ze sprz.	87,7	109,3	137,9	15,1	27,1
Marża zysku ze sprz.	28,3%	29,8%	30,6%	26,1%	30,4%
Zysk netto	60,1	60,9	142,4	9,6	22,4
Marża netto	19,4%	16,6%	31,5%	16,6%	25,2%
Kapitał własny	404,9	430,7	541,6	440,8	564,6
Zadłużenie finansowe	295,9	260,2	119,5	228,7	69,9
Kredyty i inne	41,1	39,7	15,6	71,5	15,9
Obligacje	254,7	220,5	103,9	157,2	54,0
% obligacji w zadłużeniu	86,1%	84,7%	86,9%	68,7%	77,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	28,5	65,4	236,0	29,8	153,5
Dług netto	267,3	194,8	-116,6	198,9	-83,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	52,1%	46,5%	35,5%	44,2%	23,0%
Dług netto/KW	66,0%	45,2%	-21,5%	45,1%	-14,8%

¹bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

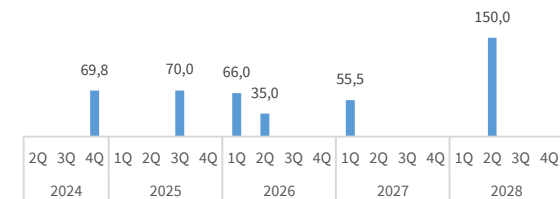
MARVIPOL DEVELOPMENT

- W 1Q br. Spółka zakontraktowała 144 mieszkania wobec 200 kwartał wcześniej i 107 rok wcześniej. W całym 2023 r. Spółka sprzedała 661 lokali vs 207 w 2022 roku.
- Spółka dalej utrzymuje niską ofertę. Na koniec grudnia było to 559 mieszkań, na koniec września 744 lokali, a na koniec czerwca 607 lokali. W czwartym kwartale ubiegłego roku Spółka wprowadziła do oferty inwestycje Conrada i Gardenia Lagom II (razem 216 lokali).
- Harmonogram prowadzonych budów nie pozwala Spółce na wydawanie obecnie dużej liczby mieszkań. W 4Q ubiegłego roku deweloper przekazał nabywcom jedynie 5 mieszkań vs 37 kwartał wcześniej. W 1Q bieżącego roku deweloper przekazał klucze do 14 mieszkań. W całym zaś 2023 roku Spółka przekazała klientom 423 lokale w stosunku do 742 jednostek w roku 2022. W całym 2024 r. deweloper szacuje przekazanie kluczy do 603 mieszkań. Kluczowe będzie zakończenie inwestycji *In Place I*, w której potencjał wydań to 371 lokali.
- Dług netto części mieszkaniowej dewelopera na koniec marca 2024 r. ukształtował się na poziomie ok. 184,2 mln zł wobec 219,0 mln zł na koniec grudnia ubiegłego roku i 283,5 mln zł na koniec 1Q 2023 r. Względem kapitału własnego zadłużenie wyniosło 40,7% vs 50,5% kwartał wcześniej i 78,0% na koniec grudnia 2022 r.
- W maju br. Spółka przeprowadziła emisję obligacji. W publicznej emisji oferowała 39-miesięczne obligacje o wartości 150 mln zł. Oprocentowanie wynosiło WIBOR 6M + 4,5% marży.
- Zapadalność obligacji dewelopera jest rozłożona w czasie. W bieżącym roku Marvipol posiada do wykupu obligacje o wartości ok. 70 mln zł. Na koniec marca bieżącego roku Spółka dysponowała natomiast kwotą ponad 270 mln zł.

w mln zł	2021	2022	2023	1Q 2023	1Q 2024
Przychody	393,7	588,6	377,5	70,8	25,7
Przychody	360,9	481,8	328,4	59,7	11,5
Zysk brutto ze sprzedaży	105,7	131,9	111,3	12,9	4,0
Marża brutto ze sprz.	29,3%	27,4%	33,9%	21,6%	34,7%
Zysk netto	57,1	62,1	67,8	6,1	-3,6
Marża netto	14,5%	10,6%	18,0%	8,6%	-13,9%
Kapitał własny	299,3	358,7	430,8	363,5	450,8
Zadłużenie finansowe	346,7	407,3	458,5	409,6	456,6
Kredyty i inne	74,3	152,0	114,3	154,6	114,8
Obligacje	272,4	255,4	344,2	255,1	341,8
% obligacji w zadłużeniu	78,6%	62,7%	75,1%	62,3%	74,9%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	183,0	132,6	239,5	126,1	272,3
Dług netto	163,8	274,7	219,0	283,5	184,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	73,0%	63,3%	60,8%	63,2%	64,0%
Dług netto/KW	54,7%	76,6%	50,5%	78,0%	40,7%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



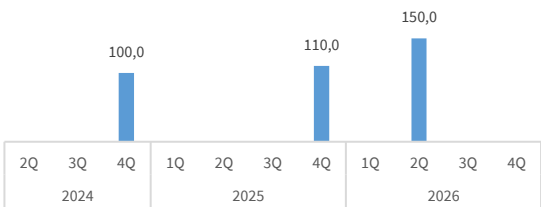
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ROBYG

- W 1Q 2024 r. deweloper znalazł nabywców na 665 lokali vs 563 kwartał wcześniej i 736 rok wcześniej. W 2024 r. Spółka celuje w sprzedaż na poziomie 2300 lokali. W całym poprzednim roku Spółka sprzedała 2808 lokali w stosunku do 2144 jednostek w 2022 r.
- W pierwszym kwartale bieżącego roku deweloper przekazał klucze do ponad 687 mieszkań vs 2059 lokali kwartał wcześniej i 484 w analogicznym okresie ubiegłego roku. W okresie styczeń – grudzień 2023 r. Spółka przekazała 3359 lokali vs 3500 w 2022 r.
- Nadal spada oferta mieszkaniowa dewelopera. Na koniec grudnia Spółka mogła zaoferować klientom 1729 mieszkań podczas gdy na koniec września oferta wyniosła niespełna 2300 lokali, a jeszcze w 2022 r. przekraczała nawet 5000 jednostek. Deweloper posiada jednak znaczący bank ziemi pozwalający na wybudowanie około 20 tys. mieszkań stąd wydaje się, że przy korzystnym otoczeniu będzie on sukcesywnie uwalniany. Spółka rozważa również wejście do kolejnych miast.
- W 2023 r. Spółka wypracowała ponad 1,8 mld zł przychodów, co oznacza wzrost o 20,4% r/r. Marża brutto na sprzedaży uległa niewielkiemu spadkowi i za ubiegły rok wyniosła 25,5% w stosunku do 27,3% w 2022 r.
- Na koniec września wskaźnik dług netto/kapitału własne wyraźnie spadł w stosunku do wyników na koniec września 2023 r. i wyniósł 8,0%. Dług netto do kapitału własnego osiągnął poziom na koniec września 30,1%.
- 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., jednak kilka tygodni temu deweloper poinformował o przedłużeniu terminu do 31 października bieżącego roku. Spółka nie ujawnia przyczyn podjęcia takiej decyzji.

w mln zł	2020	2021	2022	2023
Przychody	1105,3	1299,9	1505,5	1813,0
Zysk brutto ze sprz.	305,0	370,1	410,8	462,2
Marża brutto ze sprz.	27,6%	28,5%	27,3%	25,5%
EBIT	269,2	490,6	438,8	456,6
Marża EBIT	24,4%	37,7%	29,1%	25,2%
Zysk netto	213,5	397,1	353,6	368,1
Marża netto	19,3%	30,5%	23,5%	20,3%
Kapitał własny	970,9	1 380,4	1 138,8	1 497,5
Zadłużenie finansowe	570,5	642,7	1041,6	460,8
Kredyty i inne	65,4	30,0	370,3	98,5
Obligacje	505,0	612,6	671,3	362,3
% obligacji w zadłużeniu	88,5%	95,3%	64,4%	78,6%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	178,1	296,9	424,5	340,9
Dług netto	392,3	345,8	617,1	120,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	62,3%	60,3%	67,7%	54,5%
Dług netto/KW	40,4%	25,1%	54,2%	8,0%

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

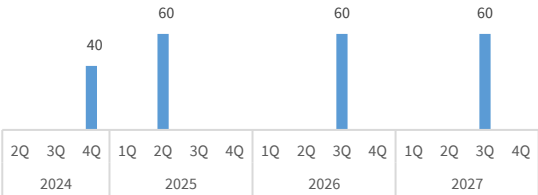
RONSON

- W 1Q br. Ronson znalazł nabywców na 170 lokali vs 205 kwartał wcześniej i 223 rok wcześniej. W 2024 roku zarząd spodziewa się, że Ronson sprzeda około 1000 mieszkań. W całym ubiegłym roku Spółka zrealizowała sprzedaż na poziomie 1006 lokali o łącznej wartości 589,7 mln zł i był to historyczny rekord sprzedaży.
- Oferta na koniec marca 2024 r. wyniosła 408 jednostek vs 385 kwartał 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.
- Projekty będące w trakcie budowy obejmują łącznie 926 lokali. W 2024 r. planowane jest ukończenie budowy 857 lokali.
- Dług netto dewelopera na koniec marca 2024 r. wyniósł 52,0 mln zł vs 53,7 mln zł kwartał wcześniej i 185,2 mln zł rok wcześniej. Wskaźnik długu netto w stosunku do kapitału własnego spadł i wyniósł 9,2% vs 10,1% na koniec 2023 r. i 40,9% na koniec 1Q 2023 roku. Spadek długu netto wynika ze wzrostu wartości środków pieniężnych.
- Pod koniec lipca ubiegłego roku KNF zatwierdziła prospekt dot. programu emisji obligacji o łącznej wartości do 175 mln zł. Spółka skorzystała z niego w lutym oferując w lutym 3,5-letni niezabezpieczone obligacje z 3,85 pkt proc. marży ponad WIBOR6M. Była to pierwsza publiczna oferta obligacji Ronsona na podstawie prospektu zatwierdzonego przez KNF. Spółka uplasowała papiery o wartości 60 mln zł. Termin zapadalności obligacji został wyznaczony na 3Q 2027 r.
- Wyemitowane obligacje miały sfinansować zapadający w kwietniu dług w wysokości 60 mln zł. W bieżącym roku deweloper ma jeszcze do wykupu obligacje w kwocie 40 mln zł, zaś w 2025 r. o wartości 60 mln zł.

w mln zł	2021	2022	2023	1Q 2023	1Q 2024
Przychody	480,9	300,3	395,5	21,8	120,5
Przychody	457,7	300,3	395,5	21,8	120,5
Zysk brutto ze sprz.	86,5	79,4	139,4	6,6	47,6
Marża zysku ze sprz	18,9%	26,5%	35,2%	30,2%	39,5%
Zysk brutto ze sprz.	84,7	79,4	139,4	6,6	47,6
Marża brutto ze sprz.	17,6%	26,5%	35,2%	30,2%	39,5%
Kapitał własny	420,0	451,4	533,7	452,4	564,2
Zadłużenie finansowe	250,8	219,7	243,7	214,2	284,2
Kredyty i inne	1,6	16,3	8,8	10,6	6,7
Obligacje	249,2	203,4	225,3	203,6	277,6
% obligacji w zadłużeniu	99,4%	92,6%	92,5%	95,0%	97,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	74,9	41,8	190,0	29,0	232,2
Dług netto	175,9	177,8	53,7	185,2	52,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	56,5%	55,0%	55,7%	57,4%	56,2%
Dług netto/KW	41,9%	39,4%	10,1%	40,9%	9,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



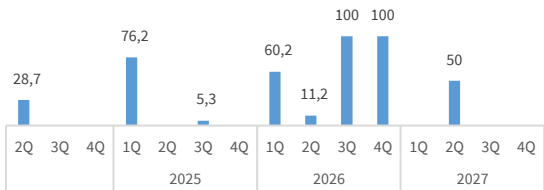
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Victoria Dom

- W 1Q 2024 r. deweloper podpisał umowy na sprzedaż 332 lokali w stosunku do 401 mieszkań kwartał wcześniej i 366 rok wcześniej. W całym 2023 r. Victoria znalazła nabywców na 2020 lokali, a więc o 67% więcej niż rok wcześniej.
- Victoria Dom zaraportowała 934,1 mln zł przychodów vs 540,0 mln zł rok wcześniej. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 34,9% vs 32,4% rok wcześniej i zysk netto na poziomie 183,9 mln zł vs 77,6 mln zł rok wcześniej.
- Dług netto na koniec marca 2024 r. wyniósł 274,0 mln zł vs 316,1 mln zł na koniec 2022 r. W stosunku do kapitału własnego zadłużenie netto wynosiło 49,6% na koniec 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, a w marcu Spółka uplasowała niezabezpieczone obligacje warte 50 mln zł. Oprocentowanie wyniosło WIBOR6M +5,25%, zaś wykup ustalono na kwiecień 2027 r.

w mln zł	2020	2021	2022	2023
Przychody	453,8	515,1	540,0	934,1
Zysk brutto ze sprzedaży	147,1	182,6	175,2	326,4
Marża brutto ze sprz.	32,4%	35,5%	32,4%	34,9%
Zysk netto	88,7	91,0	77,6	183,9
Marża netto	19,6%	17,7%	14,4%	19,7%
Kapitał własny	277,7	342,7	390,9	552,8
Zadłużenie finansowe	255,4	405,3	397,8	522,8
Kredyty i inne	83,7	103,5	101,3	116,4
Obligacje	171,7	301,8	267,3	406,4
% obligacji w zadłużeniu	67,2%	74,5%	67,2%	77,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	162,4	153,0	81,7	248,8
Dług netto	93,0	252,4	316,1	274,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	68,0%	71,3%	69,1%	65,8%
Dług netto/KW	33,5%	73,6%	80,9%	49,6%

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 = $\frac{EBIT}{\text{przychody ze sprzedaży}}$
- 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 28czerwca 2024 r., godz. 15.00.

Dane kontaktowe

Tomasz Puzyrewicz

Wicedyrektor Departamentu emisji obligacji

Tel: 881 566 177

Mail: tomasz.puzyrewicz@dmnavigator.pl

Piotr Poddebniak

Analitik

Mail: piotr.poddebniak@dmnavigator.pl

Navigator Capital Group®
 Value delivered.

[ul. Twarda 18](#)

[00-105 Warszawa](#)

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

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

www.navigatorcapital.pl