



MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLECKI

**Sytuacja deweloperów
mieszkaniowych w kontekście
zmian otoczenia rynkowego**

PAWEŁ GOSZ, CFA
DEPARTAMENT CORPORATE FINANCE

WSTĘP

Od kilku lat sektor deweloperski był przez wielu przedsiębiorców postrzegany jako eldorado, a wysokie marże generowane przez podmioty w nim działające wzbudzały kontrowersje, ponieważ wynikały m.in. z wzrostu cen mieszkań. Dziś jednak doskonale widać, że wysokim marżom z tej działalności towarzyszy podwyższone ryzyko, wynikające m.in. z dużej zmienności i długiego cyklu produkcyjnego, a branża ta jako jedna z pierwszych zaczyna odczuwać skutki zaostrzenia polityki monetarnej i nadchodzącego spowolnienia. Podobnie jak w 2008 r. okazało się, że hamowanie w branży mieszkaniowej nie następuje stopniowo, ale bardzo gwałtownie, a roczne spadki sprzedaży to nie 10%-20% jak w przypadku większości branż, ale bardziej 30%-50%. Dodatkowo, od początku roku musiała ona zmagać się z około 20- lub nawet 30- procentowym wzrostem kosztów budowy, a od kilku miesięcy funkcjonują w oparciu o najwyższe od prawie 20 lat koszty finansowe. Powstaje pytanie czy deweloperzy mieszkaniowi, dzięki bardzo udanemu okresowi 2016-2021, wykażą wystarczającą odporność na długotrwałe zawirowania?

Niniejsze opracowanie przedstawia aktualną sytuację deweloperów mieszkaniowych oraz opisuje wyzwania, które przed nimi stawia i będzie stawiał rynek. Pokazuje również czynniki, które doprowadziły do obecnej sytuacji oraz przedstawia ją w ujęciu historycznym. Celem opracowania nie jest jednak odpowiedź na pytanie, jak będą kształtowały się ceny mieszkań w najbliższym czasie. W warunkach tak dużej zmienności różnych czynników wpływających na rynek mieszkaniowy sugerujemy z dużym dystansem podchodzić do prognoz dotyczących kierunku zmian cen oraz z jeszcze większym do prognoz zakresu tych zmian.

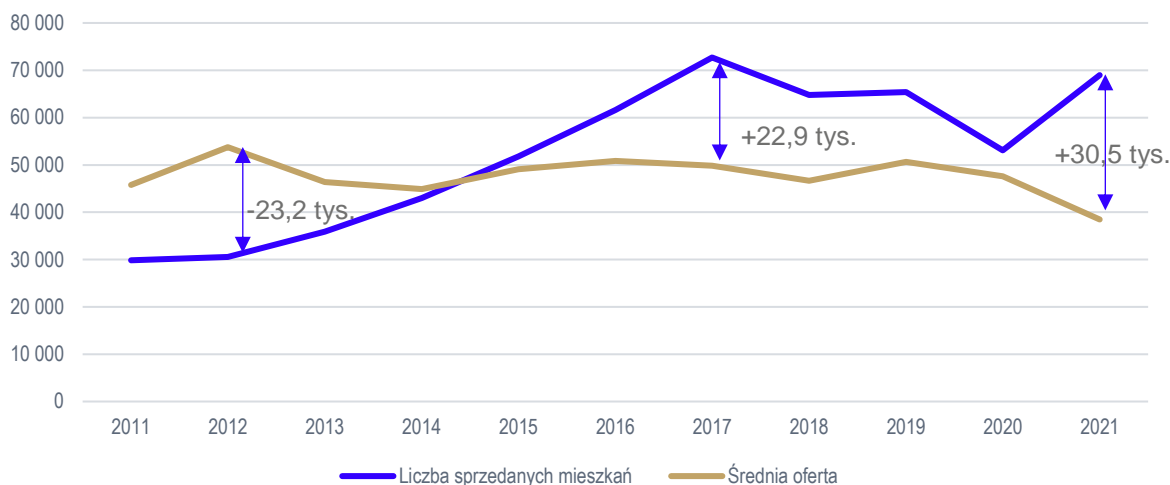
W związku z tym, że trudno jest dziś przewidzieć, jak będzie wyglądał ten rynek w najbliższym czasie, postanowiliśmy przeprowadzić wśród przedstawicieli deweloperów mieszkaniowych ankietę, poruszającą kompleksowo temat aktualnych oraz spodziewanych warunków prowadzonej przez nich działalności. Pytania dotyczyły zarówno czynników wpływających na stronę popytową (np. tempo sprzedaży, źródła finansowania wśród nabywców), jak i stronę podażową (koszty budowy oraz gruntów, dostępność wykonawców oraz finansowania). W ankiecie udział wzięło kilkudziesięciu przedstawicieli zarówno dużych, ogólnopolskich spółek giełdowych, jak i mniejszych deweloperów, działających lokalnie. Wynik ankiety zaprezentowane zostały w poszczególnych rozdziałach opracowania.

Dlaczego ostatnie lata były dla deweloperów mieszkaniowych wyjątkowo udane?

a) Rosnąca sprzedaż oraz efektywność sprzedaży...

Zmiany w otoczeniu branży deweloperskiej, których jesteśmy świadkami, proponujemy rozpocząć od prześledzenia historycznej wielkości sprzedaży mieszkań na rynku pierwotnym. Poniższy wykres pokazuje wyraźny wzrost sprzedaży w ujęciu rocznym, obserwowany od 2012 r. na 6 największych rynkach mieszkaniowych w Polsce (Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Łódź, Poznań). Jednocześnie widać, że średnia oferta w poszczególnych latach utrzymywała się na stałym poziomie, oscylując w okolicy 50 tys. mieszkań. Dopiero rok 2021 przyniósł wyraźny spadek oferty, do poziomu 38,5 tys. przy 69 tys. mieszkań sprzedanych. Warto tu podkreślić, że pierwsze 6 miesięcy 2021 r. pod względem sprzedażowym było rekordowym półroczem w historii rynku deweloperskiego w Polsce - w tym okresie sprzedano 39 tys. mieszkań, czyli więcej niż wynosiła roczna sprzedaż w latach 2011 – 2013. Tak duża przewaga popytu nad podażą w 2021 r. z jednej strony zapewniła deweloperom komfort, pomagając w osiągnięciu wysokich poziomów wyprzedaży projektów w budowie przy rosnących cenach, ale z drugiej w naturalny sposób doprowadziła do wzrostu kosztów budowy i cen gruntów.

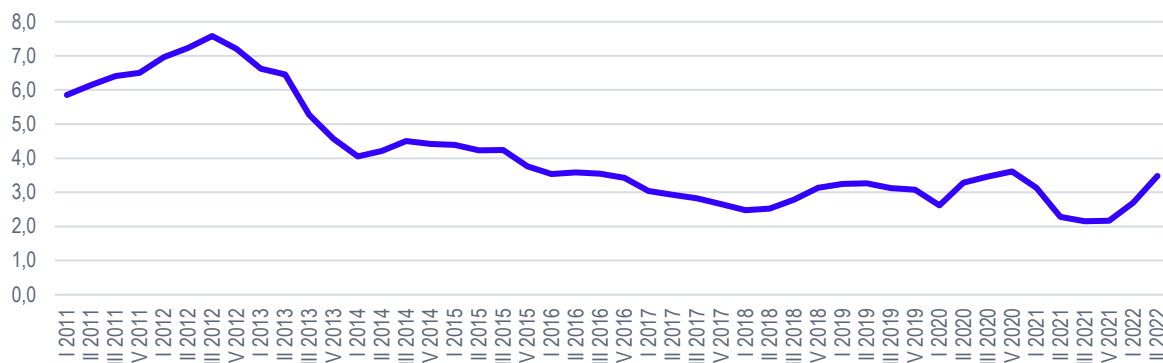
Sprzedaż mieszkań i oferta na 6 największych rynkach od 2011 r.



Źródło: Raporty kwartalne autorstwa JLL (wcześniej REAS)

Efektom wyraźnej przewagi strony popytowej nad podaźową na 6 analizowanych rynkach jest również wyraźne skrócenie statystycznego czasu potrzebnego do wyprzedaży oferty, liczonego jako wielkość oferty na koniec kwartału w relacji do liczby mieszkań sprzedanych w ciągu ostatnich 4 kwartałów.

Średni czas wyprzedaży oferty na 6 największych rynkach



Źródło: Raporty kwartalne autorstwa JLL (wcześniej REAS)

Jeszcze przed 2016 r. deweloperzy funkcjonujący na 6 największych rynkach mieszkaniowych potrzebowali średnio ponad roku (a w 2012 r. nawet bliżej 2 lat), aby sprzedać swoją ofertę. Następnie czas wyprzedaży skrócił się do ok. 3 kwartałów, aby w najgorętszym okresie w 2021 r. spaść nawet do 2. Pod kątem racjonalnego zarządzania ofertą oraz sprzedażą sytuacja, w której deweloper jest w stanie 2-3 kwartałów wyprzedać ofertę, jest zdecydowanie niekorzystna dla uczestników tego rynku, gdyż powoduje utratę stabilności i wpływa na częste zmiany założeń przychodowo – kosztowych dla przyszłych projektów.

Z drugiej strony bardzo dobra sprzedaż w 2021 r. pozwoliła deweloperom wejść w trudny okres z mocno wyprzedaną ofertą, co zapewnia im przyszłe wpływy od klientów płacących kolejne transze w ramach już podpisanych umów. Dzięki temu prowadzone budowy zostaną ukończone i ryzyko ich zatrzymania jest znacznie niższe. Poniższa tabela prezentuje poziom komercjalizacji prowadzonych projektów mieszkaniowych dla spółek, które takie dane publikują, aktualne na dzień 30.06.2022 r.

	2H 2022	2023
Archicom	85%	37%
ATAL	80%	55%
Develia (dane na 31.08)	95%	46%
Lokum Deweloper	65%	10%
Marvipol Development	100%	77%
ROBYG	82%	43%
Ronson Development	82%	22%
Victoria Dom	73%	51%
Cordia International*	72%	55%

Źródło: Raporty bieżące oraz prezentacje spółek

*Spółka holdingowa w Grupie Cordia, będąca poręczycielem emisji obligacji uplasowanych na polskim rynku przez Cordia Polska Finance

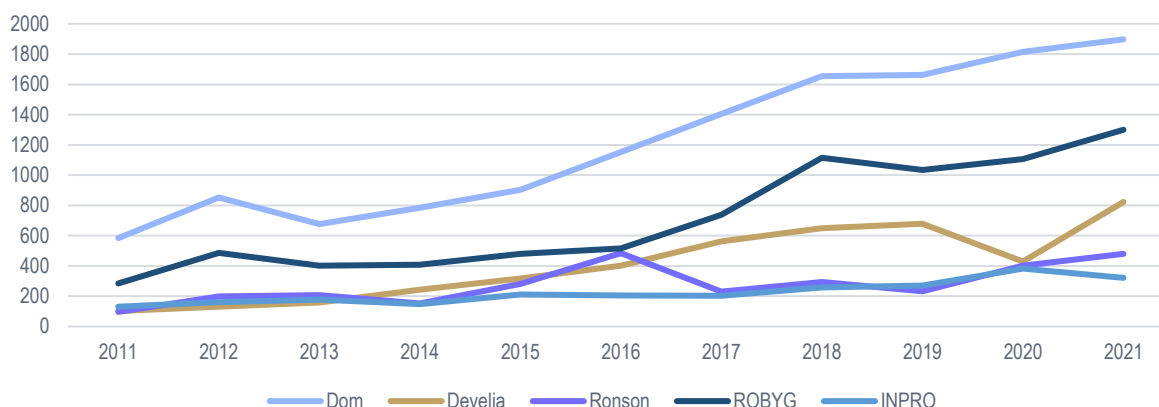
Z tabeli wynika, że projekty z terminem zakończenia budowy planowanym jeszcze w 2022 r. były w połowie roku praktycznie wyprzedane. Udział jednostek objętych umowami w ogólnej liczbie mieszkań do oddania w 2022 r. wynosił średnio ok. 80%. W odniesieniu do projektów planowanych do przekazania nabywcom w przyszłym roku średni udział mieszkań sprzedanych można oszacować na ok. 40%. Nawet poziom wyprzedaży ok. 25% wydaje

się bezpieczny, biorąc pod uwagę, że mniej więcej tyle wymagają banki, aby uruchomić kredyt na finansowanie budowy. Poziom wyprzedaży oferty z połowy 2022 r. nie odbiega istotnie od poziomów obserwowanych na koniec czerwca w ubiegłych latach.

a) ...spowodowały wyraźny wzrost przychodów i rentowności sprzedaży...

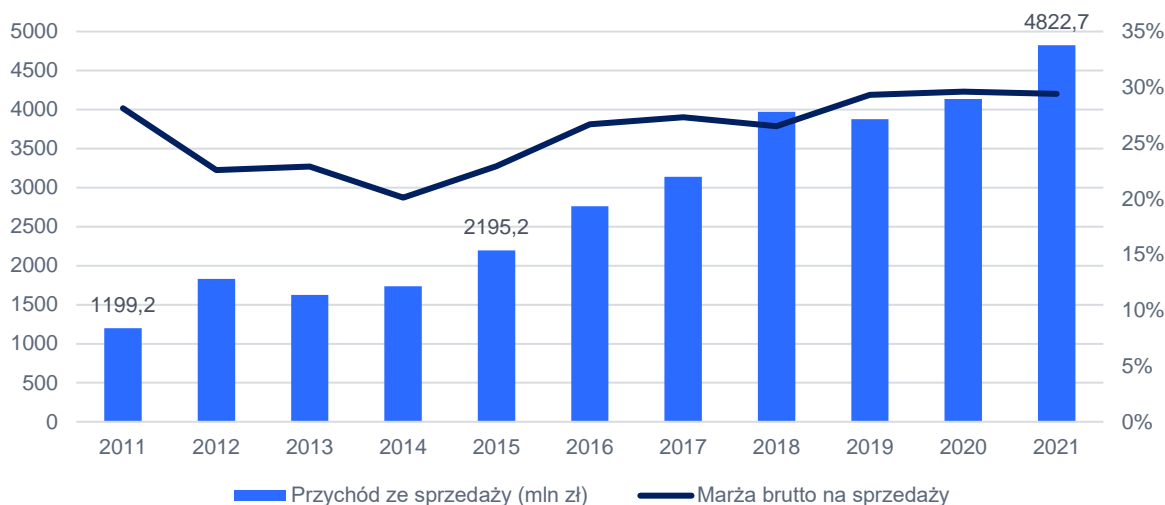
Przed dokonaniem analizy przychodów generowanych przez spółki deweloperskie warto przypomnieć, że zgodnie z obowiązującymi standardami sprawozdawczości finansowej przychody ze sprzedaży oraz koszty sprzedanych produktów ujmowane są w rachunku wyników dopiero po przekazaniu lokalu nabywcy lub po notarialnym przeniesieniu własności lokalu na nabywcę. Biorąc pod uwagę przychody ze sprzedaży 5 deweloperów, których akcje co najmniej od 2011 r. były lub są notowane na GPW (Dom Development, ROBYG, Ronson, Develia - część mieszkaniowa, INPRO), widoczna jest bardzo silna tendencja wzrostowa, wyraźnie zapoczątkowana w 2016 r. W roku 2016 przychody zostały wygenerowane dzięki przekazaniu mieszkań sprzedanych w latach 2014 - 2016. Łączne przychody 5 analizowanych spółek wzrosły w latach 2016 - 2021 z 2,2 mld zł do 4,8 mld zł.

Przychody ze sprzedaży w wybranych spółkach w latach 2011-2021 (mln zł)



Źródło: Roczne skonsolidowane sprawozdania finansowe wybranych spółek

Analizując historyczną rentowność sprzedaży widać, że w 2016 r. marża brutto na sprzedaży osiągnęła poziom ok. 27%, który w kolejnych latach została utrzymany przy rosnących przychodach. W konsekwencji marża brutto w ujęciu kwotowym wzrosła z 0,5 mld zł w 2015 r. do 1,4 mld zł w 2021 r. W podobnym tempie wzrósł łączny zysk netto 5 analizowanych spółek (dla przejrzystości nie uwzględniono w nim wyniku z przeszacowań wartości aktywów), który w 2015 r. wyniósł ok. 250 mln zł, a w 2021 r. już 750 mln zł.

Przychody oraz marża brutto na sprzedaży w wybranych spółkach
w latach 2011-2021

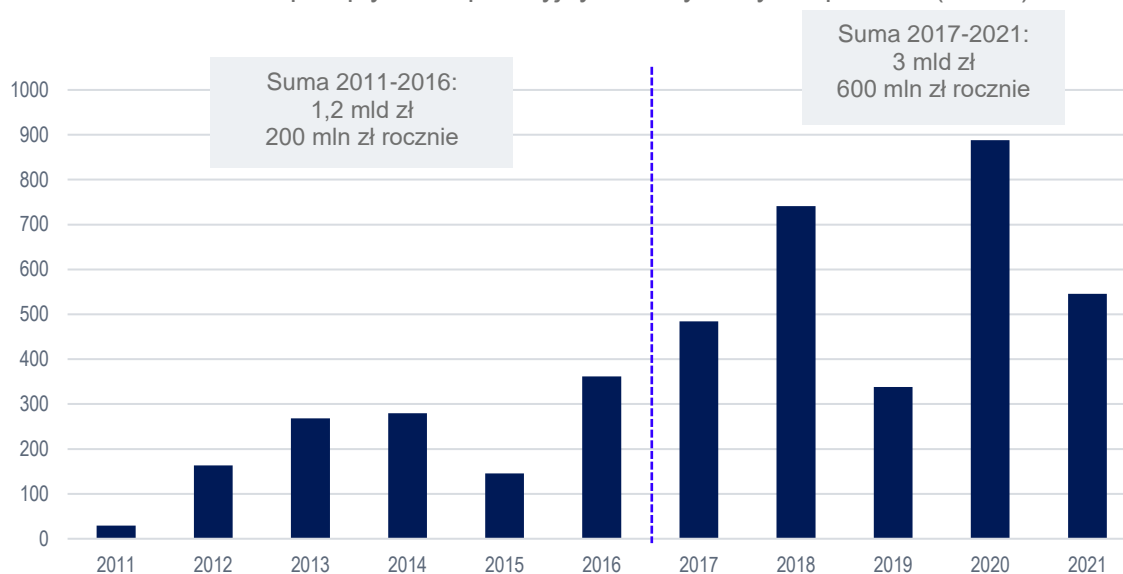
Źródło: Roczne skonsolidowane sprawozdania finansowe wybranych spółek

Jednoczesne zwiększenie przychodów ze sprzedaży i utrzymanie wysokiej marży było możliwe głównie dzięki obserwowanemu wzrostowi cen mieszkań na każdym z większych rynków w Polsce. Wg kwartalnych danych NBP, w ciągu 10 lat (2010 - 2019) średnie ceny mieszkań wzrosły od ok. 15% (Kraków, Łódź), przez 23% (Warszawa), aż po 40% we Wrocławiu i 57% w Gdańsku. Natomiast późniejszy wzrost cen był już zdecydowanie bardziej dynamiczny – zaledwie w ciągu 2 lat (2020 - 2021) wyniósł on od 16% w Poznaniu, przez ok. 25% w Warszawie, Krakowie, Łodzi, Wrocławiu do nawet 28% w Gdańsku.

b) ...oraz wygenerowały bardzo wysokie przepływy z działalności operacyjnej...

W 5-letnim okresie 2017-2021 grupa 5 analizowanych spółek wygenerowała łącznie 3 mld zł środków pieniężnych z działalności operacyjnej, czyli średnio 600 mln zł rocznie. W latach 2011-2016 średnie roczne przepływy operacyjne osiągnęły wartość ok. 200 mln zł. Są to wartości, które uwzględniają już wydatki poczynione na zakup nowych gruntów. Dla przykładu wydatki Spółki ROBYG na zakup nowych gruntów tylko w latach 2019-2021 wyniosły 960 mln zł (z czego 540 mln zł w samym 2021 r.)

Suma przepływów operacyjnych w wybranych spółkach (mln zł)



Źródło: Roczne skonsolidowane sprawozdania finansowe wybranych spółek

c) ...mimo rekordowych zakupów gruntów, zwłaszcza w 2021 r.

Bardzo szybka wyprzedaż zapasów, trwająca od drugiej połowy 2020 r., skłoniła deweloperów do zwiększenia aktywności na rynku gruntów przeznaczonych pod budownictwo mieszkaniowe. Poniższy wykres prezentuje skalę zakupów gruntów dokonanych przez grupę 9 deweloperów mieszkaniowych, którzy informację o zawartych transakcjach przedstawiali w raportach bieżących oraz okresowych (na potrzeby poniższego zestawienia jako zawarcie transakcji traktuje się podpisanie ostatecznej umowy nabycia gruntu). Należą do nich największe spółki deweloperskie, takie jak: ATAL, Robyng, Develia, Echo Investment, Victoria Dom, Archicom, Ronson, Marvipol, Unidevelopment (mieszkaniowa część Grupy Unibep).



Źródło: Raporty bieżące oraz sprawozdania finansowe wybranych spółek

Powyższe dane wskazują, że najwyższą wartość transakcji nabycia gruntów z udziałem deweloperów z GPW i Catalyst odnotowano w 2021 r., czyli na krótko przed obserwowanym obecnie spowolnieniem rynkowym. Analizowane spółki nabyły wówczas grunty za 2,3 mld zł, podczas gdy łącznie w latach 2019 oraz 2020 kwota ta wyniosła 2,1 mld zł. Dzięki tym transakcjom ich banki ziemi powiększyły się w samym 2021 r. o ok. 24 tysiące mieszkań, podczas gdy ich łączna sprzedaż w tym samym czasie wyniosła ok. 17 tys. jednostek. Biorąc pod uwagę łączną kontraktację tej grupy spółek w pierwszej połowie 2022 r. można zakładać, że potencjał gruntów nabytych w 2021 r. przekracza aktualnie ich 2-letnią sprzedaż.

Z powyższego wykresu wynika również, że średnia cena gruntu nabytego w latach 2019 oraz 2020 wynosi ok. 1100 zł w przeliczeniu na potencjalny PUM, podczas gdy w 2021 r. cena ta osiągnęła poziom 1800 zł.

Kolejna tabela prezentuje wielkość banku ziemi największych deweloperów w Polsce oraz potencjał ich zabudowy, liczony w latach, biorąc pod uwagę utrzymanie skali sprzedaży odnotowanej w pierwszej połowie 2022 r. Wybrana grupa to spółki podające do publicznej wiadomości dane dotyczące zarówno sprzedaży jak i posiadanych gruntów. Do banku ziemi nie zostały oczywiście wliczone mieszkania będące na dzień 30.06.2022 r. już w ofercie.

	Liczba lokali w banku ziemi (30.06.2022)	Sprzedaż mieszkań 1H 2022	Potencjał banku ziemi (w latach)
Archicom	3 400	532	3
Develia	8 000	966	4
ATAL	13 000	1340	5
ROBYG	14 000	1241	6
Dom Development	18 000	1559	6
Victoria Dom	10 000	525	10
Marvipol	2 400	108	11
Ronson	4 500	213	11
Unidevelopment	5 100	208	12
Cordia International*	12 200	500	12
Lokum Deweloper	14 000	177	40
Razem	92 400	6 869	7

Źródło: Raporty bieżące, sprawozdania finansowe oraz prezentacje wybranych spółek

**Spółka holdingowa w Grupie Cordia, będąca poręczycielem emisji obligacji uplasowanych na polskim rynku przez Cordia Polska Finance*

Biorąc pod uwagę sprzedaż odnotowaną w pierwszych 6 miesiącach 2022 r. deweloperzy należący do analizowanej grupy zabezpieczyli bank ziemi na ok. 7 lat sprzedaży. Największe spółki, takie jak: Dom Development, ATAL, ROBYG, Develia dysponują obecnie bankiem ziemi na 4-6 lat przyszłej sprzedaży.

Do największych transakcji zareportowanych w 2021 r. należy nabycie przez ROBYG gruntu w warszawskim Wilanowie za 263 mln zł na prawie 2000 mieszkań oraz przez Develię w krakowskiej dzielnicy Nowa Huta za 195 mln zł, z podobnym potencjałem. Najbardziej spektakularnego zakupu dokonała jednak Grupa Okam (nieuwzględniona w powyższym zestawieniu), kupując 62ha gruntu po fabryce FSO na warszawskim Żeraniu. Wartość transakcji nie została ujawniona, ale można się spodziewać sumy zbliżonej do łącznej ceny zapłaconej za oba grunty opisane wcześniej.

Ciekawa transakcja miała miejsce również w Gdańsku. We wrześniu 2021 r. Poczta Polska sprzedała na przetargu atrakcyjny grunt w dzielnicy Wrzeszcz, zgodnie z studium uwarunkowań przeznaczony pod budownictwo mieszkaniowe. Do przetargu stanęło 11 oferentów, a ostateczna cena wyniosła 130 mln zł (ok. 4600 zł za mkw. działki) i była prawie 4-krotnie wyższa od wywoławczej.

Z dzisiejszego punktu widzenia trudno jest stawiać deweloperom zarzuty wydania zbyt dużych kwot za rekordowe zakupy gruntów poczynione w ostatnich kwartałach. Nie należy zapominać, że jeszcze przed rokiem ich głównym problemem był kurczący się bank ziemi przy bardzo wysokim popycie, w związku z czym cały rynek oczekiwał od nich kolejnych transakcji i nawet zwiększenia skali działalności. Masowe zakupy oczywiście przyczyniły się do wzrostu poziomów zadłużenia i do zamrożenia bardzo wysokich kwot w banku ziemi, ale zdecydowanie trzeba tu podkreślić, że po powrocie rynku do równowagi te podmioty będą w najlepszej sytuacji, dysponując dużym potencjałem dobrze przygotowanych gruntów. Co może zastanawiać, to potencjalna przyszła rentowność projektów, które będą realizowane na gruntach zakupionych w ostatnich 2 latach, zwłaszcza w scenariuszu spadku cen mieszkań, ponieważ zdarzały się zakupy po cenach już dość wysokich.

Dlaczego najbliższe kwartały będą dla deweloperów mieszkaniowych sporym wyzwaniem?

a) Możliwy dalszy spadek liczby sprzedawanych mieszkań...

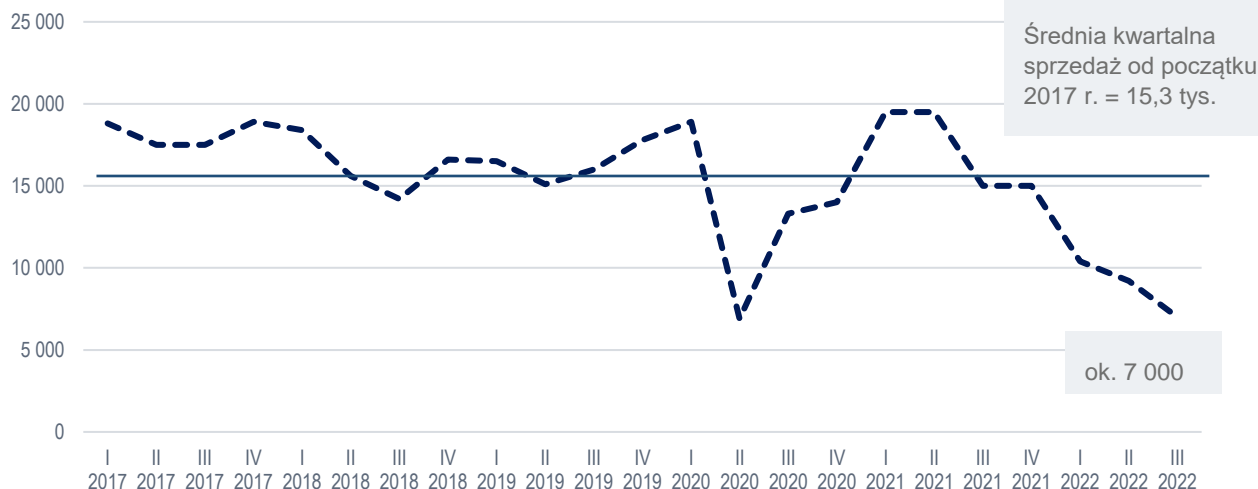
W pierwszych 3 kwartałach 2022 r. deweloperzy regularnie raportujący wyniki sprzedaży (w tym spółki giełdowe, z rynku Catalyst oraz zupełnie niepubliczne podmioty) odnotowali łączną sprzedaż ok. 11 tys. lokali, co oznacza spadek o 41% r/r. W przypadku niektórych z nich głębokość spadków można uzasadnić słabszą ofertą na początku 2022 r., aczkolwiek z reguły każda ze spółek doświadczyła istotnie niższego popytu, głównie ze strony klientów kredytowych. Należy przy tym pamiętać, że okres referencyjny, a zwłaszcza pierwsze półrocze 2021 r., był dla deweloperów wyjątkowo udany i stanowił wysoką bazę porównawczą.

	1H 2022	1H 2021	Zmiana r/r	9 mies. 2022	9 mies. 2021	Zmiana r/r
Dom Development	1 559	2 116	-26%	2 262	2 972	-24%
ATAL	1 340	2 070	-35%	1 711	3 232	-47%
ROBYG	1 241	2 100	-41%	1 644	3 532	-54%
Develia	966	1 062	-9%	1 225	1 500	-18%
Archicom	532	813	-35%	645	1 048	-38%
Victoria Dom	525	918	-43%	970	1 291	-25%
Echo Investment (bez Archicom)	495	906	-45%	557	1 274	-56%
Dekpol Deweloper	267	337	-21%	262	408	-36%
Ronson Development	213	604	-65%	298	766	-61%
Unidevelopment	208	566	-63%	318	788	-60%
INPRO	200	410	-51%	279	576	-52%
Budlex	191	308	-37%	259	438	-41%
Lokum Deweloper	177	379	-53%	280	524	-47%
JHM Development	175	299	-41%	229	454	-50%
Wikana	134	145	-8%	164	239	-31%
Marvipol Development	108	156	-31%	152	245	-38%
Suma	8 331	13 189	-37%	11 042	18 683	-41%

Źródło: Raporty bieżące, sprawozdania finansowe oraz prezentacje wybranych spółek

Z kolei dane prezentowane przez JLL, obejmujące 6 największych rynków mieszkaniowych w Polsce (Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Łódź, Poznań), już w 3Q 2021 r. wskazywały na spadek liczby sprzedanych mieszkań. W każdym z ostatnich dwóch kwartałów 2021 r. sprzedaż wyniosła ok. 15,0 tys. jednostek, co oznacza wyraźny spadek wobec rekordowego poziomu 19,5 tys. mieszkań zaobserwowanego zarówno w 1Q jak i 2Q 2021 r. (najlepsze półrocze w historii polskiego rynku mieszkaniowego). Spadek sprzedaży pogłębił się w 2022 r. - w 1Q 2022 r. wolumen sprzedaży wyniósł ok. 10,4 tys. lokali, a w 2Q 2022 r. ok. 9,2 tys. lokali. Najnowsze, wstępne dane JLL mówią o sprzedaży na poziomie ok. 7 tys. mieszkań w 3Q 2022 r., co oznacza spadek o ponad połowę w porównaniu z analogicznym kwartałem ubiegłego roku oraz o 24% w porównaniu z 2Q 2022 r. Od początku 2017 r. tylko kwartał, w którym wybuchła pandemia i aktywność gospodarcza praktycznie zamarła, był pod względem sprzedaży słabszy. Przed pandemią podobnie niskie wyniki sprzedaży były odnotowywane w 2013 r.

Kwartalna sprzedaż na 6 największych rynkach mieszkaniowych



Źródło: Raporty kwartalne autorstwa JLL

Zapytaliśmy ankietowanych deweloperów czy spadek sprzedaży w pierwszej połowie 2022 r. rozłożył się równomiernie na poszczególne lokalizacje, bez względu na to czy jest to segment popularny czy droższy. Zdecydowana większość (80%) odpowiedziała, że spadki dotyczyły głównie segmentu popularnego. Niewątpliwie wynika to z faktu, że klienci z segmentu popularnego w znacznie większym stopniu muszą posiłkować się kredytem hipotecznym, a przy tak wysokim poziomie stóp procentowych rata kredytu stanowi zbyt dużą część dochodu netto.

b) ...spowodowany znaczącym ograniczeniem dostępności kredytów mieszkaniowych, w szczególności od kwietnia 2022 r...

Wg przeprowadzonej przez nas ankiety ponad 60% deweloperów odpowiedziało, że udział klientów korzystających z kredytu hipotecznego przy zakupie mieszkania wynosi obecnie między 10% a 30%. Jedynie w przypadku 12% ankietowanych klienci kredytowi odpowiadają za większość dokonywanych transakcji. Obecnie, w związku z rekomendacją KNF, która weszła w życie od początku kwietnia 2022 r., bardzo duża część potencjalnych nabywców mieszkań praktycznie utraciła jakąkolwiek zdolność kredytową. Dla przypomnienia – obecnie proces analizy zdolności kredytowej banki muszą przeprowadzać przy założeniu hipotetycznego wzrostu stóp procentowych o 5 p.p. Oznacza to, że potencjalnego klienta musi być stać na spłatę raty kredytu obliczoną przy rocznym koszcie rzędu 14%-15% (aktualny WIBOR + marża banku + bufor). Wydaje się, że rekomendacja ta, jakkolwiek uzasadniona ochroną kredytobiorców, została wydana za późno i przy obecnym poziomie stóp jest zdecydowanie zbyt surowa. Należy pamiętać, że bardzo duża część klientów podejmuje decyzję o zakupie mieszkania kierując się tylko i wyłącznie aktualną wysokością raty kredytu na jego zakup. Z tego samego powodu kilkanaście lat temu popularność zyskały kredyty we frankach szwajcarskich, co było jednym z powodów niekontrolowanych wzrostów na rynku mieszkaniowym w latach 2006-2008. Gdyby rekomendacja bardziej konserwatywnego podejścia do liczenia zdolności kredytowej została wprowadzona w 2021 r., kiedy przy zerowych stopach procentowych widoczny był ponadprzeciętny popyt na kredyt hipoteczny, nie doszłoby do tak silnej nierówności między popytem a podażą na rynku mieszkaniowym. Jednocześnie mniej byłoby kredytobiorców,

których stać było na mieszkanie tylko dlatego, że kredyt był bardzo tani i którzy obecnie znaleźli się w bardzo trudnej sytuacji.

Roczny koszt kredytu hipotecznego na poziomie 9%-10% eliminuje z rynku mieszkaniowego klientów, którzy przed podjęciem decyzji o zakupie mieszkania kierują się aktualną wysokością raty, a pozostawia na nim klientów świadomych, którzy podchodzą do transakcji długoterminowo. Dodatkowo można pokusić się o stwierdzenie, że klient posiadający zdolność kredytową przy koszcie 9%-10% ma dochód, który pozwolił mu na zgromadzenie środków na wymagany wkład własny lub na zabezpieczenie płynności na wypadek utraty pracy.

Poniższy wykres przedstawia jedną z najbardziej popularnych ostatnio statystyk, pokazującą, jak zmienił się rynek kredytów hipotecznych w ciągu ostatnich 2 lat. Obniżenie stóp procentowych praktycznie do 0 w pierwszej połowie 2020 r. przyczyniło się do gwałtownego wzrostu popytu na hipoteki. Wzrost ten okazał się jednak bardzo krótkotrwały, a zgodnie z ostatnim odczytem z września 2022 r. zaobserwowano już prawie 69% niższą liczbę wniosków kredytowych niż rok wcześniej. Poza wysokim kosztem kredytu i wspomnianymi zastrzeżeniami regulacjami kredytobiorcy obawiają się możliwej recesji i pogorszenia praktycznej zdolności obsługi rat kredytowych. BIK podaje nawet, że wartości indeksu z ostatnich dwóch miesięcy są na najniższym poziomie od 2007 r., czyli od kiedy powstał ten indeks. Jednocześnie analitycy Grupy BIK spodziewają się dalszych spadków akcji kredytowej w kolejnych miesiącach 2022 r.



Źródło: Dane Biura Informacji Kredytowej

c) ...mogą doprowadzić do spadku rentowności projektów mieszkaniowych, głównie w ramach segmentu popularnego,...

Na podstawie historycznych danych dotyczących kilku lokalizacji z segmentu popularnego widzimy, że koszty budowy dla projektu popularnego w Warszawie ukończonego w 2018 r. (umowa na generalne wykonawstwo podpisana w 2016 r. lub 2017 r.) wahały się w przedziale 3,3 tys. zł – 3,8 tys. zł. Dla projektów dostarczonych w 2019 r. przedział ten przesunął się już do 3,7 tys. – 4,4 tys., a w 2020 r. do 4,3 tys. – 5,0 tys. Dla projektów planowanych do ukończenia w 2021 r. oraz w 2022 r. nie obserwowaliśmy już istotnych zmian, ponieważ kontrakty z generalnymi wykonawcami były w ich przypadku podpisywane niedługo po wybuchu pandemii, kiedy spółki budowlane obawiały się istotnego pogorszenia koniunktury i kwotowały niżej. Z analizy aktualnych stawek wynika, że w pierwszym półroczu 2022 r. średni koszt wybudowania 1 mkw. w segmencie popularnym w Warszawie wzrósł

do ok. 6 tys. zł, czyli o 20% - 30% w porównaniu z budowlami finalizowanymi w 2021 r. oraz o 50% w porównaniu z realizacjami z 2018 r. Wysokość aktualnych stawek potwierdzają spółki, podające w raportach bieżących wartość umów podpisywanych z generalnymi wykonawcami w ciągu ostatnich miesięcy.

Pod kątem analizy zmian rentowności projektu w segmencie popularnym warto przyjrzeć się takiej dzielnicy jak warszawska Białoleka, która od kilku lat jest dużym placem budowy, na co wpływ miała również relatywnie duża dostępność gruntów pod budownictwo mieszkaniowe. Poniższa tabela pokazuje jak zmieniała się rentowność dla kolejnych etapów przykładowego osiedla w dzielnicy Białoleka na gruncie zakupionym w 2016 r. Nasze szacunki opierają się na raportach bieżących oraz okresowych jednej ze spółek.

Etap	Cena netto (tys. zł /PUM)	Koszt gruntu* (tys. zł/PUM)	Koszt budowy (tys. zł/PUM)	Marża brutto na sprzedaży	Data umowy z GW
I	5,8	0,5	3,9	23,8%	2Q 2016
II	6,0	0,5	4,2	21,8%	2Q 2016
III	6,7	0,5	5,1	17,0%	1Q 2019
IV	7,5	0,5	4,8	29,2%	4Q 2019
V	8,0	0,5	4,7	35,4%	4Q 2019

*przy założeniu braku kapitalizacji odsetek w wartości zapasów

Źródło: Obliczenia własne na podstawie raportów okresowych oraz bieżących spółki

Przykład ten pokazuje, że przy bardzo atrakcyjnej historycznej cenie nabycia gruntu oraz rosnących cenach mieszkań udało się przekroczyć 30% na poziomie marży brutto na sprzedaży w ostatnim z realizowanych etapów osiedla. Nie jest jednak wykluczone, że w ramach umowy o wybudowanie V etapu, podpisanej w 2019 r., doszło niedawno do renegocjacji stawki z inicjatywy generalnego wykonawcy i w efekcie końcowa marża brutto będzie niższa.

Biorąc jednak pod uwagę przykład innego dewelopera, który nabył grunt również na terenie Białoleki, ale już w pierwszej połowie 2021 r., rentowność jego projektu może wyglądać następująco:

Dzielnica	Min. cena netto (tys./mkw.), generująca marżę = 25%	Koszt gruntu, transakcja z 1H 2021 (tys. zł/PUM)	Koszt budowy	Marża brutto na sprzedaży	Data umowy z GW
Białoleka	10,0	1,4	6,1	25,0%	3Q 2022

Źródło: Obliczenia własne na podstawie raportów okresowych oraz bieżących spółki

Zakładając, że deweloper chciałby pozostać na 25-procentowym poziomie marży brutto na sprzedaży, średnia cena za mkw. mieszkania w ramach projektu nie może spaść poniżej 10 tys. zł netto za mieszkanie, może kilkaset złotych taniej, ponieważ na sprzedaż są również przynależności typu miejsce garażowe czy komórka lokatorska. Przyglądając się dokładnej lokalizacji projektu jeszcze przed rokiem można było zakładać, że to realna cena. Czy jest jednak do osiągnięcia dziś? Projekt zlokalizowany jest ok. 3km od najbliższej stacji metra oraz ok. 11 km od centrum Warszawy.

Warto w tym miejscu wspomnieć, że w drugiej połowie 2021 r. ceny gruntów w Białolece doszły do poziomu nawet 2000 zł/PUM i dotyczyły nawet mniej atrakcyjnych lokalizacji niż w przypadku powyższego projektu. Przy takim

koszcie gruntu minimalna cena netto mieszkania pozwalająca na wygenerowanie marży brutto na poziomie 25% wynosi już ok. 11 tys. zł. Biorąc pod uwagę, że jest to średnia cena dla całego projektu, najmniejsze mieszkania muszą być sprzedane w cenie przewyższającej 12 tys. zł. Jest to relatywnie dużo, zwłaszcza że grunty te znajdują się w odległości ponad 5 km do najbliższej stacji metra. Deweloperowi obecnie może być trudno o zadowalający poziom popytu w tym miejscu, zwłaszcza że w segmencie popularnym klienci nabywający mieszkania za kredyt zawsze byli w znaczącej przewadze.

Na innym przykładzie można zaprezentować, analogiczne do danych z powyższej tabeli, wyliczenia rentowności dla projektu droższego, zlokalizowanego w miejscu z mniejszą ofertą mieszkaniową, ale za to w odległości ok. 5 km od centrum Warszawy, z bardzo dobrym dostępem do komunikacji miejskiej i z bezpośrednim dojazdem do dużego centrum biurowego na Woli. Wzrost bazy kosztowej, związany głównie z budową, również implikuje wyższą cenę sprzedaży, niezbędną do utrzymania marży na poziomie 25%, ale 12 tys. zł brutto w tej lokalizacji nie wygląda irracjonalnie. Ponadto projekty dobrze zlokalizowane są wciąż atrakcyjne dla inwestorów nabywających mieszkania za gotówkę, zwłaszcza w kontekście ostatnich wzrostów stawek na rynku najmu. W konsekwencji popyt na tego typu lokale nie zmniejszył się tak istotnie jak w przypadku segmentu popularnego po spadku dostępności kredytów hipotecznych.

Dzielnica	Min. cena netto (tys./mkw.), generująca marżę = 25%	Koszt gruntu, transakcja z 1H 2021 (tys. zł/PUM)	Koszt budowy	Marża brutto na sprzedaży	Data umowy z GW
Włochy/ Ochota	12,0	2,4	6,6	25,0%	2Q 2022

Źródło: Obliczenia własne na podstawie raportów okresowych oraz bieżących spółki

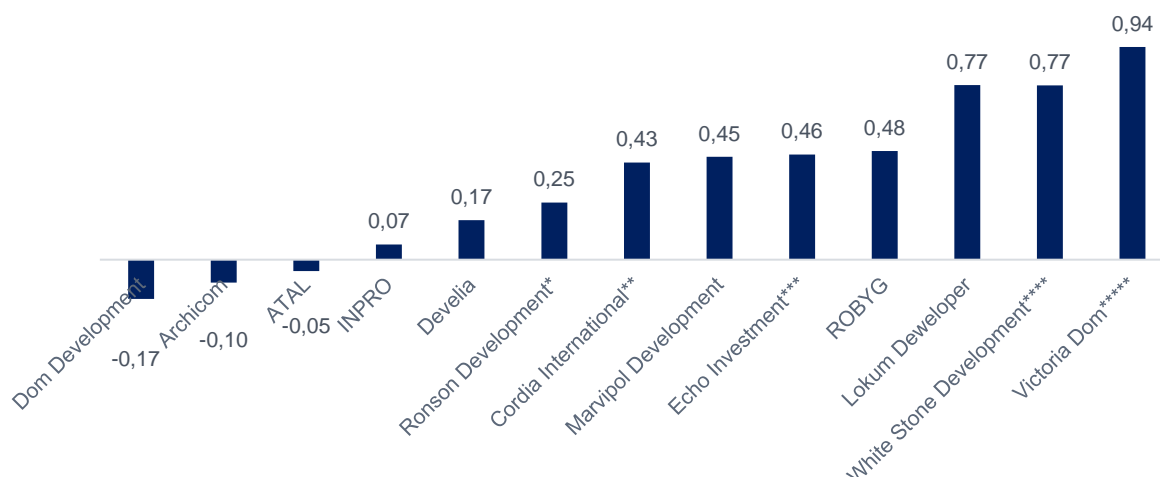
Kolejny przykład wzrostu ceny gruntu widać w transakcjach zaraportowanych przez jednego z większych deweloperów, która za grunt przy ul. Centralnej w Krakowie zapłacił w 2018 r. ok. 800 zł w przeliczeniu na PUM (potencjał na 1150 mieszkań), a w 2021 r. w tej samej lokalizacji już ok. 2000 zł (1900 mieszkań). Jako ciekawostkę należy również traktować odsprzedaż przez spółkę ROBYG za cenę 183 mln zł innemu deweloperowi części gruntu zakupionego w 2021 r. w warszawskim Wilanowie za 263 mln zł. Z prezentacji wyników oraz sprawozdań sprzedającego można wnioskować, że w jego bilansie pozostał grunt na ok. 64 tys. mkw. PUM (wliczając etapy będące obecnie w budowie), co implikuje, że przedmiotem transakcji była nieruchomości z potencjałem budowy ok. 40 tys. mkw. PUM i ceną 4,5 tys. zł za mkw. PUM. To pokazuje jak silny był wzrost cen gruntów w lokalizacjach, w których ich podaż jest mocno ograniczona.

a) ...ale przede wszystkim zwiększyć zapotrzebowanie deweloperów na alternatywne źródło finansowania kapitału obrotowego.

Jak już zaznaczono we wcześniejszej części opracowania, wraz z zakończeniem niezwykle sprzyjających warunków rynkowych, kończy się pewna era finansowania budowy mieszkań w oparciu o środki otrzymywanych od nabywców. Ten fakt na pewno będzie miał negatywny wpływ na marże realizowane na projektach, ponieważ finansowanie wpłatami klientów jest darmowe, a finansowanie dłużne jest najdroższe od prawie 20 lat. Jednak, co kluczowe aby projekt w ogóle powstał, potrzebne będzie finansowanie kredytem budowlanym. Dzięki temu, że w ostatnich latach deweloperzy w większości bardzo rozsądnie podchodzili do finansowania dłużnego, w ich bilansach jest miejsce na zaciąganie kredytów projektowych. Poniższe zestawienie pokazuje najbardziej aktualne

poziomy zadłużenia wybranych spółek deweloperskich, mierzone stosunkiem zadłużenia finansowego netto do wartości kapitałów własnych:

Zadłużenie netto¹ / kapitał własny na dzień 30.06.2022 r.



Źródło: Półroczne skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek

¹ Zadłużenie netto liczone jako suma zobowiązań odsetkowych (kredyty, pożyczki, obligacje, leasing), bez uwzględnienia zobowiązań z tytułu prawa użytkowania wieczystego gruntów, pomniejszone o środki pieniężne i ekwiwalenty (w tym środki na rachunkach zastrzeżonych oraz lokaty).

* Do zadłużenia nie wliczono zobowiązań z umów inwestorskich typu SAFE, których zapisy i podstawowe parametry świadczą bardziej o charakterze udziałowym niż dłużnym.

** Spółka holdingowa w Grupie Cordia, będąca poręczycielem emisji obligacji uplasowanych na polskim rynku przez Cordia Polska Finance

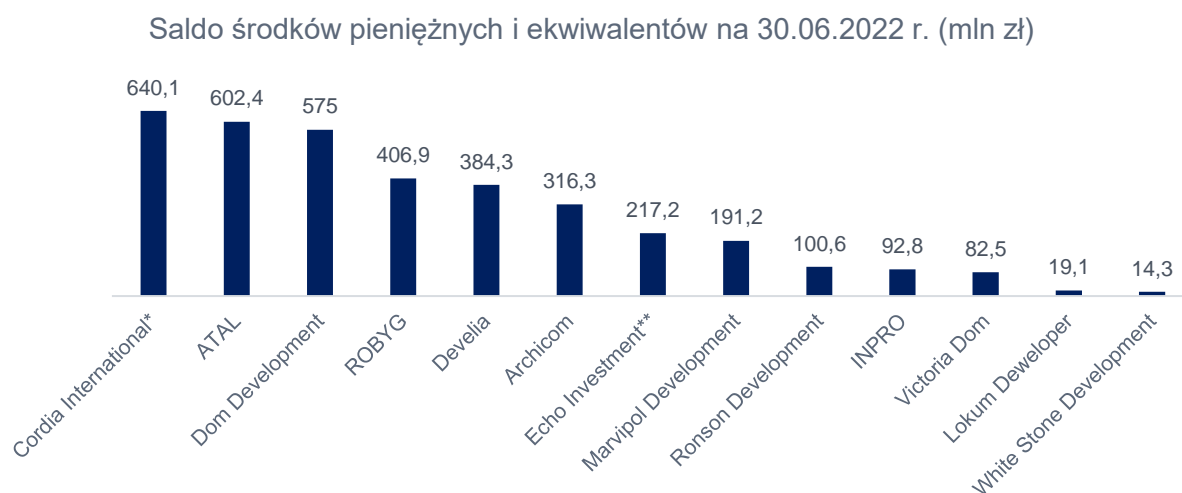
*** Dane dotyczą mieszkaniowej części Grupy Echo.

**** O wysokiej wartości wskaźnika decyduje m.in. duży udział wynajętych nieruchomości komercyjnych (biura, usługi, handel) w skonsolidowanym bilansie. Długoterminowe kredyty inwestycyjne są obsługiwane dochodem z najmu, ale stanowią ok. połowy całego zadłużenia finansowego.

***** Historycznie wskaźnik zadłużenia grupy był zawsze istotnie wyższy na koniec czerwca niż na koniec grudnia, ponieważ ze względu na harmonogram przekazania lokali zdecydowaną większość przychodów grupa generuje w drugiej połowie roku, co ma duży wpływ na wzrost wartości kapitału własnego.

Zgodnie z ostatnimi wymaganiami stawianymi przez banki, aby móc uruchomić kredyt budowlany, inwestor będzie musiał osiągnąć odpowiedni, minimalny poziom przedsprzedaży. W celu spełnienia tego wymagania deweloperzy będą próbować dzielić etapy inwestycji na mniejsze części. Coraz mniej będzie etapów obejmujących powyżej 200 mieszkań. Ponadto może się okazać, że bardzo trudno będzie osiągnąć wymagany poziom przedsprzedaży w przypadku projektów historycznie nabywanych głównie przez klientów korzystających z kredytu hipotecznego. To kolejny czynnik, który może doprowadzić do istotnego zmniejszenia w ofercie udziału mieszkań z segmentu popularnego.

Warto zauważyć, że deweloperzy są przygotowani na konieczność finansowania budowy z własnych środków, również dzięki wysokim saldom gotówki na rachunkach. Salda te mogłyby być jeszcze wyższe, gdyby nie wypłata dywidendy, zrealizowana przez największe spółki. Poniższe zestawienie pokazuje, ile wynosiło saldo środków pieniężnych, w tym na rachunkach zastrzeżonych, w poszczególnych podmiotach na dzień 30.06.2022 r.:



Źródło: Półroczne skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek

* Spółka holdingowa w Grupie Cordia, będąca poręczycielem emisji obligacji uplasowanych na polskim rynku przez Cordia Polska Finance.

** Dane dotyczą mieszkaniowej części Grupy Echo.

Powyższe zestawienie pokazuje, że większość deweloperów giełdowych oraz obecnych na rynku ASO Catalyst dobrze zabezpieczyła swoją płynność i mierzy się ze spowolnieniem, mając na rachunkach pokaźne środki pieniężne. Część z nich być może będzie chciała wykorzystać trudny okres do przeprowadzenia okazyjnych zakupów gruntów lub być może nawet do przejścia mniejszych podmiotów i wejścia na nowe rynki.

Co mogą robić deweloperzy, aby dopasować się do wymagań rynkowych?

a) Zwiększenie wykorzystania kredytów budowlanych

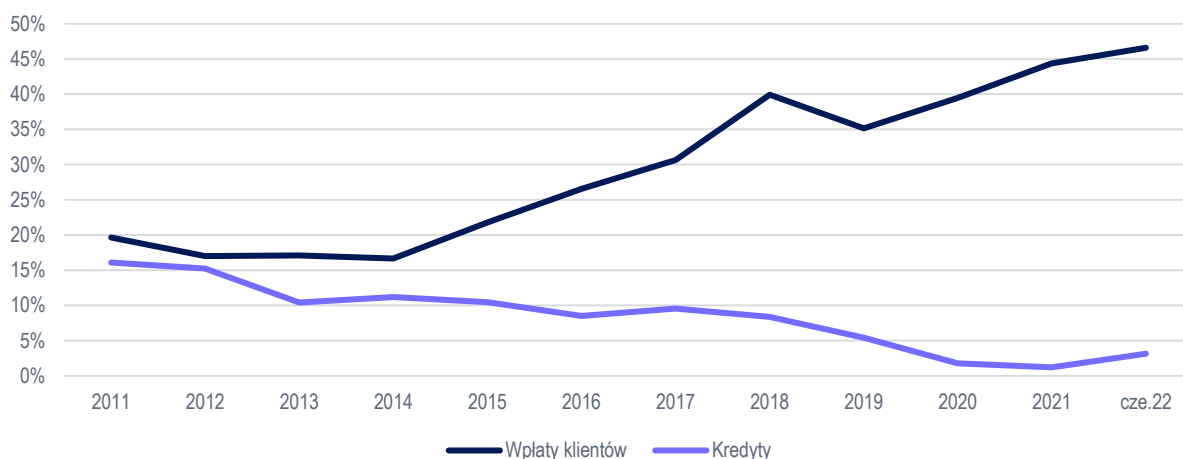
Jednym z ważnych efektów bardzo dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym w ostatnich latach był brak wykorzystania kredytów budowlanych. Deweloperzy mieli przyznane limity na poszczególne projekty, ale w związku z bardzo dobrą sprzedażą nie musieli z nich korzystać, a budowę finansowali z wpłat otrzymywanych od nabywców zgodnie z harmonogramem prowadzonych prac. Standardowo grunt nabywany był ze środków własnych lub pozyskanych z emisji obligacji. Chwilę po uzyskaniu pozwolenia na budowę deweloper zaczynał proces sprzedaży i podpisywania umów deweloperskich. Tempo sprzedaży oraz marże brutto były w ostatnich latach na tyle wysokie,

że kredyt budowlany nie był potrzebny. Średnio do pokrycia całości kosztów budowy wystarczała sprzedaż ok. 65% mieszkań powstających w ramach projektu.

Rok 2022 pokazuje, że o modelu budowy z wykorzystaniem tylko wpłat klientów powoli można zapomnieć, bo przy zdecydowanie wolniejszej komercjalizacji potrzebne będzie finansowanie bankowe. Przeprowadzona przez nas ankieta pokazuje, że wraz z pogorszeniem sytuacji rynkowej również banki stały się bardziej konserwatywne w procesie udzielania kredytów budowlanych. 2/3 ankietowanych firm twierdzi, że wymagania zarówno w odniesieniu do minimalnego wkładu własnego, jak i poziomu przedsprzedaży są wyższe niż przed rokiem. Co ciekawe, 25% ankietowanych twierdzi nawet, że dostępność kredytów jest istotnie ograniczona, a banki są bardzo wybiórcze w zakresie akceptacji projektów do sfinansowania. Po raz kolejny może się okazać, że preferowane będą spółki średnie i duże i poza parametrami projektu istotną rolę odgrywać będzie sytuacja finansowa całej grupy deweloperskiej.

Poniższy wykres pokazuje jak zmieniał się wykorzystanie poszczególnych źródeł finansowania na przestrzeni ostatnich 10 lat, ponownie na przykładzie spółek obecnych na GPW co najmniej od 2011 r. Uwzględnia on zagregowane dane takich spółek jak: Dom Development, ROBYG, Ronson, Develia - część mieszkaniowa, INPRO.

Udział wpłat klientów i kredytów w zapasach



Źródło: Roczne skonsolidowane sprawozdania finansowe wybranych spółek, Dom Development, ROBYG, Ronson, Develia - część mieszkaniowa, INPRO

W sytuacji, w której ponad połowa mieszkań zostaje sprzedana na rok przed planowanym zakończeniem budowy, deweloperzy nie mają żadnego powodu, aby finansować budowę kredytem bankowym. W związku z tym wraz z wzrostem udziału wpłat klientów w finansowaniu zapasów, stopniowo zmniejszało się wykorzystanie kredytów. Obecnie wybrane spółki korzystają z kredytów przy nabywaniu gruntów, ale taką możliwość mają tylko największe z nich. Póki co nie widać jeszcze istotnego wzrostu sald kredytów budowlanych, ale przy słabnącym obecnie tempie sprzedaży wydaje się to tylko kwestią czasu. W trudnej sytuacji mogą znaleźć się spółki, które nie mają doświadczenia w pozyskiwaniu finansowania projektowego i nie wiedzą, jak wygląda proces kredytowy.

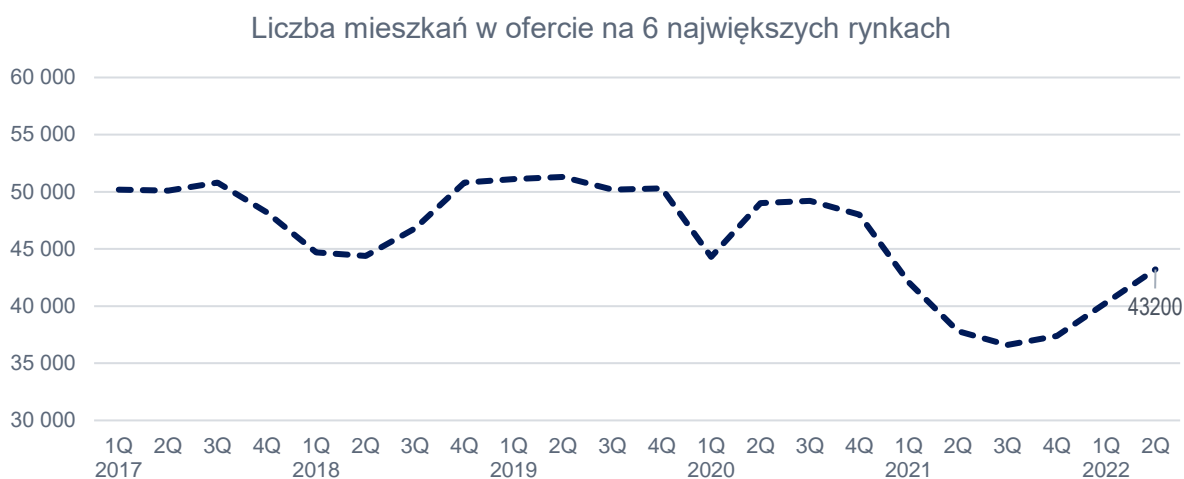
b) Istotne ograniczenie nowych projektów

W przeprowadzonej przez nas ankiecie 70% deweloperów zapowiedziało, że planuje zmniejszenie skali wprowadzania do sprzedaży nowych projektów. 25% chce utrzymać obecną skalę, licząc się ze spadkiem efektywności sprzedaży przy słabnącym popycie.

Temat zmniejszania oferty wraz ze spadkiem wolumenu sprzedaży jest ostatnio bardzo popularnym zagadnieniem. Deweloperzy, widząc sprzedaż niższą o kilkadziesiąt procent niż przed rokiem, a jednocześnie mając do czynienia z wciąż wysokimi kosztami budowy, w naturalny sposób będą dążyli do ograniczenia własnej oferty. Jest to jeden z często powtarzanych argumentów przeciwko oczekiwaniom spadków cen mieszkań. Należy jednak pamiętać, że spadek liczby wprowadzanych mieszkań nie doprowadzi od razu do zmniejszenia oferty. Jeżeli będzie mu towarzyszył jeszcze silniejszy spadek sprzedaży, to w krótkim okresie dojdzie do wzrostu oferty i możliwej presji cenowej, a dopiero później do jej ustabilizowania. Realnie na ewentualny spadek cen mieszkań nie będzie wpływać skala sprzedaży, ale stosunek tej sprzedaży do bieżącej oferty, czyli tzw. czas wyprzedaży oferty, prezentowany na jednym z wcześniejszych wykresów.

Ograniczenie wprowadzania do oferty nowych projektów może mieć różną skalę w zależności od lokalizacji i docelowej grupy nabywców. Można sobie wyobrazić, że w przypadku Warszawy i przywołanej wcześniej Białogóry spadek liczby nowych budów może być zdecydowanie bardziej odczuwalny niż w przypadku lokalizacji centralnych lub np. położonych blisko linii metra. Po pierwsze, większość klientów docelowych w segmencie popularnym musi posiłkować się kredytem, który w tym momencie jest trudny do uzyskania. Po drugie, wysokie koszty budowy powodują, że chcąc wypracować satysfakcjonującą marżę na sprzedaży, deweloperzy muszą się bronić przed obniżaniem cen. W obliczu tych dwóch czynników trudno jest wygenerować przedsprzedaż w wysokości, która pozwoliłaby na uzyskanie kredytu budowlanego. Może się zatem okazać, że w najbliższym czasie będziemy mieli do czynienia z rosnącą dysproporcją pomiędzy liczbą mieszkań z segmentu popularnego, a liczbą droższych lokalizacji w nowej ofercie deweloperów. Paradoksalnie może to doprowadzić do sytuacji, w której średnia cena transakcyjna wzrośnie właśnie ze względu na większy udział droższych mieszkań w ofercie na rynku pierwotnym, przy czym będzie to efekt o czysto statystycznym charakterze.

Kolejny wykres prezentuje, jak kształtowała się historyczna wielkość oferty na 6 największych polskich rynkach mieszkaniowych od początku 2017 r., wg danych gromadzonych przez firmę JLL.



Źródło: Raporty kwartalne autorstwa JLL

Dane udostępnione w raporcie autorstwa JLL wskazują na wzrost liczby mieszkań w ofercie w 2022 r. do 43,2 tys. na koniec czerwca. Teoretycznie oferta mogła na ten dzień wynieść nawet 51 tys. lokali, ponieważ deweloperzy dążyli do formalnego rozpoczęcia procesu sprzedaży jak największej liczby projektów przed 1.lipca, aby móc sprzedawać je jeszcze bez konieczności spełniania wymogów nowej ustawy deweloperskiej. Tak czy inaczej widać,

że oferta odbudowuje się, a zakładając utrzymanie poziomów sprzedaży z I półrocza 2022 r. statystycznie wystarcza na 4 kwartały.

c) Ograniczenie zakupów gruntów oraz negocjowanie terminów na zapłatę za grunty z umów przedwstępnych

Biorąc pod uwagę plany ograniczenia produkcji przez deweloperów oraz ich pokaźny zasób banku ziemi należy zakładać, że zakupy w najbliższych kwartałach ograniczą się do realizacji już podpisanych umów przedwstępnych, a tylko największe spółki o bardzo dobrej sytuacji płynnościowej będą dokonywać nowych transakcji. Aż 80% ankietowanych przez nas podmiotów zapowiedziało ograniczenie zakupów jedynie do wyjątkowo okazyjnych transakcji. Skala zakupów w 1H 2022 r. zmniejszyła się zdecydowanie, ponieważ analizowana grupa spółek (ATAL, Robyng, Develia, Echo Investment, Victoria Dom, Archicom, Ronson, Marvipol, Unidevelopment) dokonała zakupów za 600 mln zł (wobec 2,2 mld zł w całym 2021 r.), z czego prawie połowę nabył ATAL. Średnia cena nabytego PUMu wyniosła w 1H 2022 r. 1,3 tys. zł (2,2 tys. zł bez transakcji z udziałem spółki ATAL).

Jako ciekawostkę można podać, że w kwietniu 2022 r. Poczta Polska (czyli ten sam podmiot, który we wrześniu 2021 r. sprzedał w Gdańsku Wrzeszczu grunt na przetargu, w którym udział wzięło 11 podmiotów, a cena ostateczna była 4-krotnie wyższa od wywoławczej) sprzedał równie atrakcyjny grunt na warszawskiej Woli, w bardzo popularnej lokalizacji przy ul. Sowińskiego, przy czym z naszych informacji wynika, że do przetargu tym razem stanęły już tylko 2 spółki. Ostateczna cena sprzedaży wyniosła 113 mln zł wobec ceny wywoławczej ustalonej na poziomie 110 mln zł. Jeszcze mniejszą popularnością cieszył się przetarg, zorganizowany przez M. St. Warszawy, dotyczący sprzedaży gruntu przy ul. Sobieskiego na Dolnym Mokotowie. W przetargu wziął udział tylko jeden podmiot (Dom Development), który nabył grunt za po cenie wywoławczej (95 mln zł netto), powiększonej o 1%. Z dużym prawdopodobieństwem można stwierdzić, że gdyby przetarg odbył się przed rokiem, liczba uczestników oraz cena sprzedaży, okazałyby się znacznie wyższe. Jednocześnie warto zauważyć, że grunt został kupiony przez największego polskiego dewelopera mieszkaniowego, który jednocześnie odnotował w ciągu pierwszych 3 kwartałów 2022 r. jeden z najmniejszych spadków sprzedaży względem analogicznego okresu 2022 r. w porównaniu z innymi spółkami.

Wydaje się, że w drugim półroczu 2022 r. kwoty przeznaczone na zakup gruntów będą istotnie mniejsze. Pod dużym znakiem zapytania stoją płatności za wieloetapowe grunty objęte umową przedwstępną, zgodnie z którymi uzyskiwanie przez sprzedającego konkretnych zgód i pozwoleń powoduje konieczność zapłaty kolejnych transz przez nabywcę. Wydaje się, że deweloper, który obecnie miałby zapłacić ok. 100 mln zł za grunt z potencjałem wybudowania 1000-1500 mieszkań, będzie próbował negocjować zapisy z umowy przedwstępnej w zakresie rozłożenia w czasie kolejnych płatności. Jeżeli sprawdzi się scenariusz, w którym zdecydowana większość spółek wstrzymuje się z zakupem nowego banku ziemi, sprzedający nie będą mieli żadnej alternatywy i być może, zwiększając kwotę zadatku, zgodzą się na przesunięcie terminów. Zdecydowana redukcja wydatków na nowe grunty jest kolejnym sposobem dla deweloperów do zbudowania odpowiedniej poduszki płynnościowej w niepewnych czasach.

Analizując znaczące spadki wolumenów sprzedaży mieszkań oraz słuchając wypowiedzi przedstawicieli spółek deweloperskich nie ma w tym momencie uzasadnienia dla wycen gruntów sięgających 2 tys. zł za mkw. PUM na Białolecie czy 4 tys. zł na Bemowie, w miejscach oddalonych od infrastruktury społecznej i z niewystarczająco rozwiniętą komunikacją, ponieważ nie ma w tym momencie uzasadnienia do sprzedaży tam mieszkań odpowiednio po 11 czy 14 tys. zł netto średnio za mkw.

Czego deweloperzy mogą spodziewać się w najbliższym czasie?

a) Dalszego odpływu klientów kredytowych

Tak jak wspomniano wcześniej, obecnie sprzedaż mieszkań odbywa się w zdecydowanej większości w oparciu o klientów gotówkowych. W praktyce nawet osoby o relatywnie wysokich dochodach i stabilnym zatrudnieniu mają obecnie problem z uzyskaniem kredytu hipotecznego. Zestawienie aktualnych dochodów z wysokością raty oraz maksymalną zdolnością kredytową, dla pewnego wycinka rynku pracy, wygląda następująco:

Dane w zł	Stanowisko: starszy specjalista, powyżej 4 lat doświadczenia						
	Warszawa	Kraków	Wrocław	Trójmiasto	Łódź	Katowice	Poznań
Średnie wynagrodzenie netto	7 500	7 000	6 700	6 500	6 700	6 000	6 100
Średnia cena mieszkania	605 000	558 000	515 000	550 000	410 000	451 000	484 000
Rata kredytu w sierpniu 2022 r.	4 600	4 200	3 900	4 150	3 100	3 400	3 650
Rata kredytu/ wynagrodzenie	61%	60%	58%	64%	46%	57%	60%
Rata kredytu w sierpniu 2021 r.	2 500	2 300	2 130	2 270	1 690	1 860	2 000
Maksymalna zdolność kredytowa	450 000	420 000	400 000	390 000	400 000	355 000	363 000
Maksymalna zdolność/średnia cena	74%	75%	78%	71%	98%	79%	75%
Koszt najmu	3 000	2 500	2 700	2 900	2 000	1 900	2 200

Źródło: obliczenia własne na podstawie założeń:

- wysokość wynagrodzeń w sektorze BPO/SSC/IT/R&D w Polsce w oparciu o rzeczywiste wynagrodzenia ponad 47 tys. pracowników 177 organizacji w sektorze usług wspólnych w Polsce w 2021 r., dane pochodzą z raportu przygotowanego przez ABSL pt. „Sektor nowoczesnych usług biznesowych w Polsce 2022”;
- ceny mieszkań wg kwartalnych danych publikowanych przez NBP, powiększone o koszt wykończenia;
- mieszkanie ma powierzchnię 40 mkw.;
- o kredyt wnioskują jeden kredytobiorca, nie posiadający żadnych zobowiązań finansowych ani osób na utrzymaniu;
- kredytobiorca musi wnieść wkład własny w wysokości 10% wartości mieszkania;
- koszty najmu wg danych z raportu Expandera i Rentier.io

Na przykładzie statystycznego pracownika sektora usług biznesowych, czyli sektora który w ostatnich latach w Polsce przeżywał bardzo dynamiczny przyrost zatrudnienia, widać, że jeszcze przed rokiem rata kredytu na zakup mieszkania 2-pokojowego (wraz z kosztem wykończenia) w największych miastach w Polsce stanowiła ok. 30% średniego wynagrodzenia netto specjalisty z 4-letnim stażem. Obecnie stanowi ona już ok. 50%-60%

wynagrodzenia, co w naturalny sposób zmusza potencjalnego nabywcę mieszkań do pozostania na rynku najmu, mimo że w ciągu ostatnich miesięcy najem na największych rynkach w Polsce podrożał o 20%-40%.

b) Znacznie wolniejszego tempa sprzedaży

Jak wspomniano w wcześniejszej części opracowania, na koniec czerwca spółki deweloperskie wciąż wykazywały wysokie poziomy wyprzedaży w projektach planowanych do ukończenia w 2022 r. oraz 2023 r., co zapewnia im spory komfort w planowaniu finansowania ich budów. Jednocześnie po spadkach bieżącej kontraktacji widać już, że poziom wyprzedaży za rok dla projektów planowanych na 2023 r. i 2024 r. będzie zdecydowanie niższy. 38% ankietowanych deweloperów spodziewa się, że w projektach rozpoczętych w pierwszej połowie bieżącego roku w momencie uzyskania pozwolenia na użytkowanie sprzedanych będzie ok. 50%-70% mieszkań. Nieco więcej, bo ponad 40% z nich zakłada w tym czasie kontraktację na poziomie 70%-90%. Należy chyba zgodzić się, że 2/3 sprzedanych mieszkań w chwili ich przekazywania nabywcom będzie z dzisiejszego punktu widzenia zarówno dobrym, ale też realnym wynikiem. Przy założeniu braku istotnych spadków cen, taki poziom pozwoli na spłatę kredytu budowlanego. Ponadto, w takim scenariuszu wzrośnie udział mieszkań gotowych w ofercie deweloperów, który obecnie w dalszym ciągu jest raczej jednocyfrowy. Należy pamiętać, że na rynku jest grupa klientów, dla których dostępność gotowych mieszkań może być czynnikiem ułatwiającym podjęcie decyzji o zakupie mieszkania.

c) Stabilizacji kosztów budowy, ale nie ich spadków

Wzrost kosztów budowy w ciągu ostatnich 12 miesięcy stał się jednym z głównych problemów deweloperów mieszkaniowych oraz firm budowlanych. 2/3 ankietowanych przez nas spółek stwierdza, że wzrost w wspomnianym okresie wyniósł między 10%-30%. 1/5 respondentów stwierdziła, że wzrost nawet przekroczył 30%. Najbardziej dynamiczne zmiany miały miejsce po wybuchu wojny w Ukrainie, kiedy to bardzo prawdopodobny stał się scenariusz istotnego ograniczenia podaży materiałów i energii oraz zerwanie łańcuchów dostaw.

Poziom cen wykonawstwa ustabilizował się, ale pozostał znacznie wyższy niż przed rokiem. W związku ograniczeniem nowych budów nie tylko w sektorze mieszkaniowym, ale ogólnie w budownictwie kubaturowym, branża budowlana zaczyna odczuwać spadek popytu na swoje usługi. W normalnych okolicznościach taki scenariusz oznaczałby oczekiwanie spadku kosztów budowy, ale obecnie decydującym czynnikiem mogą być rosnące ceny energii oraz gazu oraz ich trudna do przewidzenia dostępność. Ponieważ produkcja betonu, stali, bloczków, płytek ceramicznych itp. jest bardzo energochłonna, producenci mogą zareagować drastycznym ograniczeniem produkcji. W taki sposób zareagował ostatnio Cerrad, jeden z największych polskich producentów płytek ceramicznych, a producent stali Arcelor Mittal zapowiedział wyłączenie pieca w Dąbrowie Górniczej. Tak więc spadek popytu na materiały budowlane może spotkać się z ograniczeniem ich wytwarzania, co nie pozwoli na obniżenie kosztów budowy.

W trudnej sytuacji znalazły się również spółki z branży generalnego wykonawstwa, operujące zwyczajowo na jednocyfrowych marżach, które szereg umów na wykonawstwo podpisały niedługo przed wybuchem wojny. Dlatego w marcu i kwietniu bardzo powszechnym zjawiskiem było renegotjowanie takich umów, oczywiście z inicjatywy spółek budowlanych. Wśród ankietowanych spółek deweloperskich 58% twierdzi, że w dalszym ciągu prowadzi z wykonawcami lub podwykonawcami rozmowy w sprawie negocjowania stawek z już zawartych umów. 1/3 respondentów twierdzi, że firmy budowlane przestały zgłaszać się z propozycjami zmiany cen.

Do pozytywnych aspektów w kontekście prognozowania cen wykonawstwa należy zaliczyć wciąż dużą dostępność firm budowlanych. Jedynie 20% ankietowanych odpowiedziało, że liczba otrzymywanych ofert jest niższa niż przed rokiem. Dwa razy więcej odpowiedzi wskazuje na wzrost liczby ofert. Gotowość spółek budowlanych do realizacji

projektów przy spadającym wolumenie produkcji może stabilizować koszty budowy lub, przy braku wzrostu cen surowców, wpłynąć na ich obniżenie.



Jeżeli popyt w kolejnych kwartałach nadal będzie ograniczany poprzez brak możliwości kredytowania zakupu, mogą pojawiać się przypadki obniżania cen mieszkań przez niektórych deweloperów, zwłaszcza w ramach dużych projektów w segmencie popularnym. W scenariuszu, w którym wzrost cen energii przyczyni się do wzrostu cen materiałów budowlanych, mocno ucierpi marża brutto na sprzedaży mieszkań w projektach popularnych. Jednocześnie będziemy wówczas obserwować spadki cen gruntów w lokalizacjach popularnych, w których ich dostępność jest duża.

d) Zmiany strategii w sektorze podmiotów zajmujących się najmem instytucjonalnym (PRS)

70% ankietowanych przez nas spółek potwierdziło swoje zainteresowanie sprzedażą mieszkań do podmiotu działającego w sektorze PRS i jest gotowa dostarczyć produkt z przeznaczeniem na wynajem. Oczywiście jest to naturalne w sytuacji, gdy popyt ze strony klientów indywidualnych jest wyraźnie słabszy. Zupełnie inaczej wyglądała sytuacja przed rokiem, kiedy to podmiotom zajmującym się najmem instytucjonalnym trudno było znaleźć dostępny produkt w odpowiedniej jakości. Długoterminowe perspektywy rynku najmu w Polsce nie zmieniły się, a rosnący popyt przy ograniczonej podaży jakościowych mieszkań podbił rentowność najmu. Nie ma powodów, aby zakładać, że w ciągu najbliższych kwartałów liczba mieszkań dostępnych na tym rynku zwiększy się na tyle, aby zaspokoić popyt., który będzie wspierany głównie przez:

- niedobór mieszkań w Polsce, wysoki wskaźnik przepełnienia w porównaniu z innymi krajami UE;
- wysoki koszt kredytu i niską zdolność kredytową (oprocentowanie w granicach 9%, a zgodnie z rekomendacją KNF do liczenia zdolności kredytowej nawet 14%);
- zmianę podejścia (zwłaszcza wśród młodych ludzi) do kwestii własności oraz moda na tzw. co-living oraz niechęć do przywiązywania się do konkretnego miejsca poprzez zakup mieszkania;
- napływ uchodźców z istotnym udziałem osób deklarujących zamiar pozostania w Polsce na stałe.

Atrakcyjność rynku wynajmu mieszkań w Polsce została dostrzeżona przez duże europejskie spółki z sektora PRS, przede wszystkim przez niemiecki TAG Immobilien (właściciela prawie 90 tys. mieszkań na wynajem) oraz szwedzki Heimstaden Bostad (150 tys. mieszkań), które od listopada 2019 r. do kwietnia 2022 r. przeprowadziły następujące transakcje:

Nabywca	Data	Kwota	Opis transakcji
	11.2019	360 mln zł	Przejęcie 100% części mieszkaniowej Grupy Vantage Development , dzięki czemu TAG zapewnił sobie dostęp do projektów w budowie oraz banku ziemi we Wrocławiu na łącznie 5,3 tys. mieszkań (w chwili finalizowania transakcji). Obecnie Vantage ma potencjał na 12,6 tys. mieszkań, z czego 9,2 tys. stanowią projekty na wynajem.
	03.2022	2,5 mld zł	Przejęcie 100% akcji ROBYG S.A. , jednego z 3 największych deweloperów mieszkaniowych w Polsce, dzięki czemu TAG uzyskał dostęp do 25,5 tys. mieszkań, z których wg

			pierwotnych planów, 12 tys. mieszkań miało być przeznaczone na wynajem, a 13,5 tys. na sprzedaż.
Heimstaden	12.2020	300 mln zł	Zakup od Eiffage Immobilier Polska (mieszkaniowa część francuskiej grupy budowlanej) 640 lokali za 65 mln euro w dwóch warszawskich lokalizacjach na Mokotowie i Pradze Północ.
Heimstaden	01.2021	380 mln zł	Heimstaden kupuje od Marvipol Development 707 mieszkań w budowie oraz planowanych w 3 warszawskich projektach.
Heimstaden	05.2021	1,4 mld zł	Umowa z Spravią (d. Budimex Nieruchomości) , zgodnie z którą deweloper sprzeda w ciągu 5 lat 2,5 tys. lokali (tzw. forward funding) za 1,4 mld zł. Ta liczba mieszkań stanowiła w chwili transakcji ok. 40% całego portfela Spravii.
Heimstaden	04.2022	200 mln zł	Zakup 4 budynków mieszkalnych od Grupy Dantex w Warszawie, dzielnicy Włochy, obejmujących łącznie 400 lokali. Wartość transakcji nie została podana, ale można szacować ją na ok. 200 mln zł.
	06.2021	450 mln zł	Podpisanie z fińską spółką YIT umowy na dostarczenie 1071 mieszkań w 4 projektach na terenie Warszawy.

Źródło: Prezentacje inwestorskie TAG Immobilien AG, artykuły prasowe

Poza TAG oraz Heimstaden kilka innych zagranicznych spółek lub funduszy nabyło od deweloperów portfele mieszkań w Polsce. Wśród nich można wymienić: AFI Europe, Zeitgeist, Vivion, Aurec Capital. Atrakcyjność rynku najmu instytucjonalnego spowodowała, że wielu deweloperów zaczęło w swojej strategii uwzględniać budowę portfela mieszkań i utrzymywanie ich na bilansie, wzorem platformy Resi4Rent, należącej do PIMCO oraz Echo Investment. Resi4Rent zbudował jak dotąd największą skalę wśród polskich spółek, z istniejącymi zasobami liczącymi 2,3 tys. mieszkań oraz planem wzrostu zasobów do 3,7 tys. mieszkań na koniec 2022 r. O planach budowy mieszkań na wynajem poinformowały takie podmioty jak: Develia, Ronson Development, Murapol, Resi Capital (Grupa Cavatina). Sytuacja w ciągu ostatnich kilku miesięcy zmieniła się diametralnie, przede wszystkim za sprawą rosnących kosztów finansowych. Mieszkania na wynajem, charakteryzujące się dużym rozdrobnieniem najemców,

z podpisanym pakietem umów długoterminowych są dla inwestorów produktem o relatywnie niskim poziomie ryzyka, ale przez to również generującym zdecydowanie jednocyfrowe rentowności. Stopy kapitalizacji na najbardziej rozwiniętych rynkach europejskich osiągają w przypadku mieszkań poziom ok. 3%-4%, a w Polsce bliżej 5%-6%. W sytuacji, gdy koszt kredytu w złotych przekracza 9%, utrzymywanie portfela mieszkań dzięki finansowaniu kredytem przestaje się opłacać. Nawet największe spółki europejskie, finansujące się wcześniej w euro po koszcie rzędu 1%-2% odczuwają problem z dostępnością taniego finansowania na swoich rodzimych rynkach. W związku z tym ich ekspansja na rynku polskim została obecnie wstrzymana. Wynika to również z faktu, że deweloperzy w Polsce nie czują presji do obniżania cen, bo mają świadomość, ile kosztuje obecnie wybudowanie

mieszkania i nie są skłonni do zaoferowania nabywcom pakietowym cen istotnie niższych niż klientom detalicznym. Wśród inwestorów zagranicznych niepewność budzi również geopolityczne położenie Polski oraz obawy o stabilność złotego, w związku z faktem, że umowy najmu denominowane są oczywiście w tej walucie.

e) Konieczności zmniejszenia outstandingu obligacji

W ostatnich latach emisje obligacje korporacyjne stały się jednym z podstawowych źródeł finansowania działalności deweloperów mieszkaniowych. Należy podkreślić, że rynek obligacji korporacyjnych bez przedstawicieli deweloperów mieszkaniowych byłby znacznie mniejszy. Niewiele branż, poza szeroko pojętą branżą finansową (np. firmy windykacyjne, faktoringowe oraz pożyczkowe) jest w stanie wystarczająco szybko zarotować aktywami finansowanymi z emisji obligacji, aby spłacić dług w ciągu 3-4 lat.

Podstawowym celem emisji realizowanych przez deweloperów jest finansowanie zakupu nowych gruntów, dzięki czemu deweloperzy mogą utrzymywać zasoby gruntów na niezmiennym lub wyższym poziomie. Część środków była również przeznaczana do współfinansowania budów wobec braku wykorzystania kredytów bankowych. Poniższa tabela prezentuje outstanding obligacji największych deweloperów mieszkaniowych oraz ich strukturę zapadalności wg stanu na koniec września 2022 r.:

Emitent	Outstanding (mln zł)	2H 2022	1H 2023	2H 2023	1H 2024	2H 2024	Po 2024
Echo Investment	1 325,3	200	96,5	83,8	150	288	507
Cordia International	1 065,2*	-	-	-	87,2	156	822,0
ROBYG	610	-	300	60	-	100	150
Develia	400	20	60	70	150	100	-
Dom Development	360	50	-	50	-	50	210
Marvipol Development	276	12	-	-	78	116	70
Victoria Dom	274,6	10	20,5	64,1	100,0	-	80
Lokum Deweloper	250	-	65	35	-	100	50
ATAL	240	-	120	120	-	-	-
Ronson Development	200	-	-	40	60	40	60
Archicom	170	-	60	-	110	-	-
Arche	95,8	29,1	11	15,7		20	20
White Stone Development	71,2	-	5,5	27,75	20,75	-	17,2
INPRO	53,5	-	-	-	18,5	-	35
Suma	5 391,6	321,1	738,5	566,35	744,45	970	2 021,2

Źródło: GPW Catalyst, sprawozdania finansowe spółek, Rejestr KDPW

** z czego 68,8 mln zł to wartość emisji obligacji uplasowanej w Polsce*

Patrząc na tabelę z zapadalnością obligacji notowanych na ASO Catalyst można wnioskować, że dopiero 2024 r. może okazać się wyzwaniem dla deweloperów mieszkaniowych w kontekście obsługi zadłużenia z tytułu obligacji. Wprawdzie do końca 2023 r. do wykupu pozostaje ok. 1,6 mld zł, ale 70% tej kwoty to zobowiązania największych podmiotów takich jak Echo, Dom Development, ROBYG, ATAL czy Develia, które na koniec czerwca 2022 r. miały bardzo dobre wskaźniki płynności (spółki te miały łącznie ok. 3 mld zł środków pieniężnych) i wysokie poziomy wyprzedaży oferty planowanej do przekazania w 2022 i 2023 r. Środki na spłatę zadłużenia zapadającego w 2024 r. powinny zostać wygenerowane z projektów, które weszły do sprzedaży w bieżącym roku. Prawie 40% łącznego zadłużenia z tytułu obligacji zaplanowane jest do spłaty po 2024 r., przy czym ok. 0,5 mld zł dotyczy spółki Echo Investment, dla której istotnym, dodatkowym źródłem pozyskania środków na spłatę jest sprzedaż nieruchomości komercyjnych. Kolejna kwota 0,8 mld zł do wykupu po 2024 r. dotyczy węgierskiej Grupy Cordia, ale odpowiadają za nią 7- oraz 10-letnie obligacje uplasowane w Budapeszcie, z terminem wykupu w 2026 r. oraz 2030 r. Z dzisiejszego punktu widzenia trudno jest oczywiście przewidywać jakie możliwości refinansowania będzie dawał rynek obligacji za 3 lata. Jednak silną stroną powyższego zestawienia jest równomierne rozłożenie zapadalności w poszczególnych latach. Dzięki temu nie ma w zestawieniu półroczna, w którym jakkolwiek z spółek musiałaby wykupić większość wyemitowanych obligacji. W konsekwencji emitenci mogą poradzić sobie z terminowym wykupem nawet w tak niesprzyjających warunkach rynkowych jakie występują w 2022 r. Do dziś od początku 2022 roku takie spółki jak ATAL, Develia i Ronson wykupiły obligacje w łącznej kwocie 257 mln zł, nie pozyskując z rynku nowego finansowania.

Z przeprowadzonej przez nas ankiety wynika, że w przypadku poprawy sentymentu na rynku kapitałowym 2/3 respondentów zamierza korzystać z emisji obligacji jako źródła finansowania. Pozostała część ankietowanych nie korzystała do tej pory z emisji długu, ale większość z nich chciałaby pojawić się na tym rynku, jeżeli warunki będą bardziej sprzyjające. Jedynie 8% zapytanych nie planuje korzystać z tej formy finansowania.

Z naszych obserwacji wynika również, że poza spółkami przedstawionymi w powyższej tabeli jest wielu deweloperów mieszkaniowych, działających lokalnie, z bardzo silnymi bilansami, którzy nie potrzebują emisji obligacji, ponieważ poza wpłatami od klientów finansują się kapitałem własnym, a jednocześnie nie zakładają silnej ekspansji na pozostałe rynki. Takie spółki w sytuacji słabszej sprzedaży będą ograniczać produkcję, ale nie będą zagrożone utratą płynności. Niestety można również przytoczyć przykłady podmiotów, dla których dług stanowi zdecydowaną większość źródeł finansowania, z czego istotną część stanowi dług wynikający z emisji obligacji. Trzeba tu podkreślić, że dług takich spółek przeważnie nie był nabywany przez szerokie grono inwestorów detalicznych oraz instytucjonalnych. W ich przypadku istnieje jednak wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia problemów płynnościowych, zwłaszcza w sytuacji, gdy warunki dla emitowania nowych obligacji, na refinansowanie istniejącego zadłużenia, są mocno utrudnione.

PODSUMOWANIE

Początek trzeciej dekady tego tysiąclecia okazuje się wyjątkowo trudny i stawia kolejne wyzwania dla światowej gospodarki. Po kilku falach pandemii, naprzemiennego wprowadzania oraz znoszenia restrykcji w życiu gospodarczym, po rozpoczęciu rosyjskiej inwazji na Ukrainę otoczenie rynkowe jest obecnie bardzo zmienne i niepewne, a właściwie pewna jest tylko jego zmienność. Sektor bankowy, uważany za krwiobieg gospodarki, przeżywa swoje trudności, które w połączeniu z wysokimi stopami procentowymi oddziałują negatywnie na poszczególne branże, w tym na branżę budownictwa mieszkaniowego. Jeszcze roku temu trudno było sobie to wyobrazić, aby deweloperzy w ciągu 3 kwartałów 2022 r. odnotowali średnio ponad 50-procentowy spadek liczby sprzedanych mieszkań.

Opracowanie wskazuje jednak, że ostatnie, bardzo udane dla deweloperów, lata pozwoliły spółkom z tej branży wygenerować pokaźne ilości gotówki, zbudować solidne bilanse oraz banki ziemi, a także zachować rozsądne podejście do kwestii poziomu zadłużenia. Jak w każdej branży, również i na tym rynku, funkcjonują niestety outsidersy, którzy po pierwsze nie mają doświadczenia z poprzedniego kryzysu na rynku nieruchomości, a po drugie próbują finansować rozwój głównie z cudzych środków, nie angażując własnych. Większość deweloperów dysponuje jednak odpowiednim doświadczeniem i zasobami, aby poradzić sobie w tym trudnym okresie. Mają do tego różne narzędzia, z których najważniejszym jest oczywiście ograniczanie wydatków, ponieważ na to, w przeciwieństwie do poprawy sytuacji na rynku kredytów hipotecznych, mogą wpływać. W konsekwencji już obserwujemy częściowe, a w niektórych przypadkach całkowite, ograniczenie wprowadzania do oferty nowych projektów, zwłaszcza w segmencie popularnym. Widoczny jest także spadek popytu na nowe grunty, co widać w raportach deweloperów oraz w wynikach ogłaszanych przetargów. Wpływ na ograniczanie produkcji mają również wysokie koszty budowy, które wprawdzie w ostatnich miesiącach ustabilizowały się, ale i tak są o 20%-30% wyższe niż przed rokiem.

Okazuje się, że spadek popytu nie dotyka w tym samym stopniu różnych segmentów rynku mieszkaniowego. Z danych wynika, że drastyczny spadek liczby kredytów hipotecznych najmocniej wpływa na tzw. segment popularny, w którym większość klientów nabywała mieszkania na własne potrzeby, a przy zakupie wspomagała się kredytem. Mniejszy spadek liczby transakcji odnotowuje się w przypadku droższych mieszkań, zlokalizowanych w bardziej centralnych miejscach miast, dobrze skomunikowanych z parkami biurowymi. Dla tego produktu docelową grupę klientów stanowią inwestorzy, szukający sposobu na ulokowanie gotówki w obawie przed inflacją, dodatkowo zmotywowani ostatnimi wzrostami stawek najmu w największych miastach. W konsekwencji, w niedługim czasie może okazać się, że nowych projektów w segmencie popularnym jest bardzo mało i jego udział w ogólnej liczbie sprzedawanych mieszkań będzie coraz niższy. Może dojść do sytuacji, którą od wielu lat obserwuje się na rynku mieszkaniowym w Budapeszcie – tam na skutek bardzo wysokich kosztów budowy realizacja projektów w lokalizacjach bardziej odległych przestała mieć ekonomiczny sens i oferta deweloperów ograniczała się do centralnych punktów części Pest lub ekskluzywnych osiedli na terenie Budy. W takim scenariuszu średnia cena transakcyjna statystycznie rośnie, ale tylko dlatego, że zwiększa się udział droższych projektów w łącznej liczbie transakcji.

W dalszym ciągu jest zbyt wiele niewiadomych, aby prognozować kierunek i zasięg możliwej zmiany cen mieszkań. W normalnych warunkach spadek aktywności deweloperów szybko doprowadziłby do spadku cen materiałów budowlanych, a tym samym może i cen nieruchomości. Żyjemy jednak w czasach kryzysu energetycznego, którego docelowy zasięg i wpływ nie są jeszcze znane. Przy dynamicznie rosnących cenach gazu i prądu nie jesteśmy w stanie przewidzieć, ile będzie kosztować produkcja stali, bloczków czy cementu. Póki co przy tak wysokich kosztach budowy i wciąż dobrej sytuacji deweloperów nie ma argumentów do spadku cen, a spowolnienie widoczne jest w spadku wolumenów sprzedaży.

O przyszłości tego rynku oraz o samych deweloperach decydować będzie również sytuacja na rynkach finansowych. Koszt pieniądza określi, jak długo trwać będzie załamanie na rynku kredytów hipotecznych, a polityka banków i kondycja inwestorów będą określać możliwość finansowania nowych projektów oraz refinansowania zadłużenia. Oczywiście największe spółki poradzą sobie z wyzwaniami, nawet jeżeli potrwać one nieco dłużej, a być może będą miały okazję przejąć te podmioty, dla których okres spowolnienia okazał się zbyt długi.

Zastrzeżenia prawne

NINIEJSZY MATERIAŁ MA CHARAKTER OPINII JEGO AUTORA I NIE MOŻE STANOWIĆ PODSTAWY PODJĘCIA DECYZJI INWESTYCYJNEJ, A AUTOR MATERIAŁU NIE PONOSI ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SKUTKI TAKICH DECYZJI PODJĘTYCH NA JEGO PODSTAWIE. MATERIAŁ STANOWI INFORMACJĘ HANDLOWĄ W ROZUMIENIU USTAWY Z DNIA 18 LIPCA 2002 R. O ŚWIADCZENIU USŁUG DROGĄ ELEKTRONICZNĄ (T.J: DZ. U. 2020 R. POZ. 344 Z PÓŹN. ZM.) I ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ MICHAEL/STRÖM DOM MAKLEPSKI S. A. (DALEJ „DOM MAKLEPSKI”) Z SIEDZIBĄ W WARSZAWIE PRZY AL. JEROZOLIMSKICH 100, 00-807 WARSZAWA, ADRES E-MAIL: KONTAKT@MICHAELSTROM.PL. MATERIAŁ JEST PUBLIKACJĄ HANDLOWĄ W ROZUMIENIU ART. 24 UST. 3 DYREKTYWY PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO RADY 2014/65/UE Z DNIA 15 MAJA 2014 R. W SPRAWIE RYNKÓW INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH ORAZ ZMIENIAJĄCA DYREKTYWĘ 2002/92/WE I DYREKTYWĘ 2011/61/UE (MIFID II). PUBLIKACJA HANDLOWA NIE STANOWI REKOMENDACJI INWESTYCYJNEJ ANI INFORMACJI REKOMENDUJĄCEJ LUB SUGERUJĄCEJ STRATEGIĘ INWESTYCYJNĄ W ROZUMIENIU ROZPORZĄDZENIA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) NR 596/2014 Z DNIA 16 KWIETNIA 2014 R. W SPRAWIE NADUŻYĆ NA RYNKU ORAZ UCHYLAJĄCE DYREKTYWĘ 2003/6/WE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY I DYREKTYWY KOMISJI 2003/124/WE, 2003/125/WE I 2004/72/WE ORAZ ROZPORZĄDZENIA DELEGOWANEGO KOMISJI (UE) NR 2016/958 Z DNIA 9 MARCA 2016 R. UZUPEŁNIAJĄCEGO ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) NR 596/2014 W ODNIESIENIU DO REGULACYJNYCH STANDARDÓW TECHNICZNYCH DOTYCZĄCYCH ŚRODKÓW TECHNICZNYCH DO CELÓW OBIEKTYWNEJ PREZENTACJI REKOMENDACJI INWESTYCYJNYCH LUB INNYCH INFORMACJI REKOMENDUJĄCYCH LUB SUGERUJĄCYCH STRATEGIĘ INWESTYCYJNĄ ORAZ UJAWNIANIA INTERESÓW PARTYKULARNYCH LUB WSKAZAŃ KONFLIKTÓW INTERESÓW LUB JAKIEJKOLWIEK INNEJ PORADY, W TYM W ZAKRESIE DORADZTWA INWESTYCYJNEGO, W ROZUMIENIU USTAWY Z DNIA 29 LIPCA 2005 R. O OBROcie INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI (T.J. DZ. U. 2022, POZ. 1523 Z PÓŹN. ZM.).

NINIEJSZY MATERIAŁ MA NA CELU PROMOCJĘ USŁUG ŚWIADCZONYCH PRZEZ DOM MAKLEPSKI.

ZEZWOLENIE KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO NR DRK/WL/4020/10/25/107/1/13 Z DNIA 04 CZERWCA 2013 ROKU, NR DRK/WL/4020/13/26/16/107/1 Z DNIA 24 MAJA 2016 ROKU ORAZ DRK/WL/4020/45/18/2017/107/2 Z DNIA 19 GRUDNIA 2017 R.