



REAL ESTATE INDEX POLAND

RAPORT Q1 2023

Po trudnym roku 2022 przyszedł – przełomowy na swój sposób – pierwszy kwartał 2023 r. Przełomowy – bo to, co się wydarzyło w tym okresie, będzie wpływać w perspektywie paroletniej na rynek mieszkaniowy. Po pierwsze – zapowiedź Bezpiecznego Kredytu 2%, po drugie stabilizacja cen mieszkań, po trzecie stabilizacja cen najmu w największych miastach. Jak to odbiło się na sprzedaży mieszkań i wynikach finansowych deweloperów? Jak to wpływa na podaż mieszkań? Przyjrzymy się temu w naszym raporcie.

Rok 2022 był być może najbardziej burzliwym rokiem na rynku deweloperskim, przynajmniej od kryzysowych lat 2008-2009. Wojna, inflacja, napływ uchodźców – dawno nie mieliśmy do czynienia z takim natłokiem wydarzeń, a działo się to w roku, kiedy gospodarka ciągle leczyła rany po covidowych latach 2020-2021.

To, co najwyraźniej widać w I kwartale 2023 r., to wyrwa w podaży mieszkań. Wyrwę widać zarówno w liczbie rozpoczynanych budów, jak i w wydanych pozwoleń na budowie (mierzonych liczbą mieszkań). Ta wyrwa była już widoczna już w 2022 r. – rozpoczęto wtedy budowę **27%** mieszkań mniej (r/r). Widać jednak szansę na odbicie: w pierwszym kwartale odnotowano wzrost **8,6%** liczby lokali, których budowę rozpoczęto (w stosunku do poprzedniego kwartału). Czy wchodzimy na ścieżkę wzrostu podaży – kolejne kwartały to pokażą. Warto jednak pamiętać, że ciągle rosnąca liczba lokali oddawanych do użytkowania to efekt koniunktury i rozbudzonych oczekiwań deweloperów w poprzednich latach – gdy ten potencjał wzrostowy się wyczerpie, przez nawet około dwa lata będziemy zmagać się z malejącą liczbą lokali oddawanych do użytkowania. Nawet jeżeli pierwszy kwartał br. znamionuje odbicie w koniunkturze, to na efekty tego odbicia przyjdzie nam poczekać.

Pierwszy kwartał to także – lekkie, ale zauważalne – odbicie na rynku kredytów hipotecznych. I działo się to pomimo zapowiedzi wdrożenia Bezpiecznego Kredytu 2% - co mogło przesunąć popyt na okres po 1 lipca 2023 r. Można nawet przypuszczać, że sama zapowiedź spowodowała „efekt mrozący” w odniesieniu do mieszkań z sektora popularnego. Na ile wprowadzenie tego programu odmrozi popyt – przyjdzie nam to komentować dopiero w podsumowaniu trzeciego kwartału br.

Druga połowa 2023 r. – pomimo wszystkich zawirowań – zapowiada się dla deweloperów bardzo dobrze. Spółki nie zwiększają zadłużenia, co w warunkach drogiego pieniądza i słabszego popytu wydaje się optymalnym rozwiązaniem. Jednocześnie, przy dużych bankach ziemi zgromadzonych przez giełdowych deweloperów, maleje potrzeba wychodzenia na rynek z nowymi emisjami. Zarządzający funduszami wciąż dość ostrożnie podchodzą do ryzyka deweloperów, natomiast – po fali entuzjazmu z początku 2022 r. – ogromny apetyt inwestorów detalicznych na obligacje deweloperów wydaje się wyczerpywać. W porównaniu z kwotami pozyskiwanymi w pierwszej połowie 2022 r., początek 2023 r. potwierdził mniejsze zainteresowanie zarówno emitentów tą formą finansowania, jak i funduszy tym

kierunkiem inwestowania. Niektórzy emitenci poszli nawet dalej, wykupując przed terminem swoje obligacje. Wzrost oprocentowania lokat bankowych obniżył atrakcyjność obligacji wśród inwestorów detalicznych – emitenci musieli zatem mocniej zwrócić się do inwestorów instytucjonalnych.

Pierwszy kwartał br. przyniósł też odwrócenie trendu dotyczącego lokalizacji nowych budów – nowe projekty (mierzone liczbą lokali, których budowy rozpoczęto) wracają do sześciu największych ośrodków miejskich. W pierwszym kwartale rozpoczęto tam budowę 26,7% mieszkań – to kontynuacja wzrostu trwającego trzy kwartały i jednocześnie najlepszy wynik od czwartego kwartału 2020 r. Przewidujemy, że inwestycje mieszkaniowe nie będą już uciekać z największych ośrodków – co obserwowaliśmy przez ostatnie dwa lata.

Skoro już mówimy o lokalizacjach – problem z dostępnością działek w największych miastach nie zniknął, nie zniknęły też problemy planistyczne. Jednak zmniejszenie ilości nowych budów oraz duże banki ziemi w posiadaniu deweloperów spowodowały, że po cenowych szaleństwach na rynku gruntów (szczególnie w dużych miastach) nie ma już śladu. Jak pisaliśmy już w raportach w 2022 r., z początkiem zeszłego roku skończył się rynek sprzedającego i nie wydaje się, aby miał prędko wrócić.

Jak wyglądała sytuacja po stronie popytowej? Zarówno w pierwszym, jak i w drugim kwartale br. popyt rósł – i to mimo „mrozącego efektu” zapowiedzi kredytu 2%. W naszej analizie zajmujemy się drugim kwartałem 2023 r. W tym okresie sprzedaż lokali przez deweloperów giełdowych wzrosła o **54,8%** w porównaniu z drugim kwartałem 2022 r. W drugim kwartale br. deweloperzy giełdowi mogli się pochwalić najwyższą sprzedażą kwartalną od IV kw. 2022 r.

Sprawozdania finansowe (tu patrzymy na dane z I kw. 2023 r.) deweloperów giełdowych również nie dają powodów do niepokoju. Po kilku kwartałach redukcji zadłużenia w badanym okresie poziom zadłużenia ustabilizował się, na poziomach (w relacji kapitałów własnych) na poziomie blisko dwukrotnie niższym niż w latach 2018-2019.

Pierwsze półroczne 2023 r. przyniosło też osłabienie oczekiwań, które wcześniej – na fali znaczących wzrostów stawek najmu – wiązano z popytem generowanym przez sektor PRS. Planowane bariery regulacyjne oraz zapowiedź kredytu 2% sprawiły, że w najbliższych latach ten rodzaj inwestorów nie będzie odgrywał kluczowej roli. Niemniej, w dłuższym okresie wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych na rynku mieszkaniowym jest nieuchronny. Napływ imigrantów oraz wzrost kosztów budowy związany z wymogami zeroemisyjności spowoduje, że dla pewnej grupy konsumentów oferta PRS stanie się bezalternatywna.

Skoro już jesteśmy przy kredytach: pierwszy kwartał br. przyniósł pierwszy – po pięciu kolejnych kwartałach spadków – wzrost wartości udzielonych kredytów (o **21,1%** w porównaniu do poprzedniego kwartału). Oczywiście, wolumen udzielonych kredytów to tylko 7,5 mld zł – zaledwie **32%** wolumenu z rekordowego trzeciego kwartału 2021 r. – jest dalej niski ale wzrost zainteresowania kredytami hipotecznymi jeszcze przed wprowadzeniem Bezpiecznego Kredytu 2%, świadczy o wzroście optymizmu wśród konsumentów. Możemy śmiało powiedzieć, że popyt klientów detalicznych odzyskał animusz znany z lat 2020-2021. Po dodaniu efektu kredytu 2% oraz spadku stóp bazowych o popyt nie powinniśmy się martwić.

Co z cenami? Nadchodzące ograniczenia podaży oraz wzrost dostępności kredytu jednoznacznie wskazują, że ceny będą rosły. Oczywiście w różnych segmentach sytuacja może się różnić. Segment premium – faworyzowany przez inwestorów gotówkowych w ostatnich latach – może napotkać bariery wzrostu, wynikające z ograniczonej bazy najemców oraz dostępnych lokalizacji w dużych miastach. W pierwszym kwartale średnie ceny transakcyjne w największych miastach – podobnie jak w poprzednim kwartale – ustabilizowały się (wzrost o **0,6%**). Tu warto dodać parę uwag o podaży gotowych mieszkań. Pierwszy kwartał br., w porównaniu z analogicznym okresem w czterech poprzednich latach okazał się znowu wzrostowy. W porównaniu jednak do poprzedniego kwartału widzimy wyraźne spadki, wykraczające w dużych miastach poza typowe dla pierwszego kwartału dowolnego roku, sezonowe spadki. O ile w skali kraju w pierwszym kwartale liczba lokali mieszkalnych

oddanych do użytkowania spadła o **22%** (spadek jest typowy dla pierwszego kwartału), to w sześciu największych ośrodkach miejskich podaż gotowych mieszkań spadła o **41%**. Ceny zostały w dużych miastach ustabilizowane w warunkach spadku liczby mieszkań oddanych do użytkowania o **41%**. Rok 2022 był ósmym kolejnym rokiem wzrostu ilości mieszkań oddanych do użytkowania – można oczekiwać, że ten trend zostanie zahamowany w 2023 r. Tym samym mamy istotny argument, aby twierdzić, że 2023 r. nie przyniesie spadków cen. Przeciwnie – w największych miastach należy oczekiwać wzrostów.

Co przyniesie zatem II połowa 2023 r.? Można oczekiwać, że będzie to pierwszy rok, po trzech poprzednich, nader burzliwych latach, który nie przyniesie gwałtownych, nieprzewidywalnych zdarzeń w otoczeniu rynku mieszkaniowego. Oczekujemy spokojnego powrotu do koniunktury na rynku deweloperskim, spadków podaży nowych mieszkań, ograniczenia ucieczki inwestycji poza największe miasta. I przede wszystkim wszyscy czekają na Bezpieczny Kredyt 2% - drugie półrocze powinno być znacznie lepsze dla deweloperów. Zapraszamy do lektury!

Zespół Obligacji
Domu Maklerskiego Navigator S.A.

Pierwszy kwartał 2023 r. był pierwszym kwartałem po ogłoszeniu programu Bezpieczny Kredyt 2%, był też kolejnym kwartałem, w którym deweloperzy ograniczali nowe inwestycje (mierzone ilością lokali z wydanymi pozwoleniami na budowę (PnB) i rozpoczętymi budowlami). Pokażemy, jak aktywność deweloperów wyglądała w pierwszym kwartale oraz w pierwszych pięciu miesiącach 2023 r. w porównaniu do poprzednich, analogicznych okresów.

Na początku parę uwag metodologicznych. Aktywność rynku mierzymy liczbą lokali, na które wydano pozwolenia na budowę oraz których budowę rozpoczęto. Te wartości lepiej odzwierciedlają nastrojów 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.

Pierwszy kwartał br. był trzecim z kolei kwartałem, w którym spadła liczba lokali z wydanymi PnB: wydano pozwolenia na budowę 52 tys. lokali (w tym zaledwie na 11 tys. lokali w sześciu największych ośrodkach miejskich). Pod tym względem był to najgorszy kwartał od I kw. 2016 r., kiedy wydano pozwolenia na 42 tys. lokali. Dynamika kwartalna była ujemna: **33,4%** spadku w skali ogólnopolskiej, 32,8% w największych ośrodkach miejskich.

Porównując okres styczeń-maj 2023 r. do analogicznych okresów w poprzednich latach spadki wyglądają podobnie. W pierwszych pięciu miesiącach br. wydano PnB na 91 tys. lokali mieszkalnych, co było najgorszym wynikiem od analogicznego okresu w 2016 r. (773,3 tys.). Liczba lokali z wydanymi PnB w sześciu największych miastach spadła do 19,8 tys., co było drugim najgorszym wynikiem od 2014 r. (poza „covidowym” okresem styczeń-maj 2020 r.: 18 tys. lokali). Warto jednak dodać, że udział sześciu największych miastach przestał spadać – co było tendencją widoczną od początku pandemii. W okresie styczeń – maj 2023 r. udział lokali z nowymi PnB w sześciu największych miastach wzrósł do **22%** - to jednak ciągle daleko do rekordowych 31% w okresie styczeń-maj 2017 r.

Przy analizie wydanych PnB trzeba jeszcze zaznaczyć, że często deweloperzy występują o PnB „na zapas”, stąd też liczba lokali z wydanymi pozwoleniami przewyższa liczbę lokali rzeczywiście planowanych do budowy w najbliższym okresie. Stąd też ta miara może przedstawiać zbyt optymistyczny obraz rzeczywistości. Pomijając jednak kwestię „nadmiarowych” PnB wyraźnie widzimy, że ta luka w PnB przełoży się w najbliższych latach na spadki podaży lokali – szczególnie w największych miastach. To kolejny argument na poparcie tezy, że największe miasta ominą spadki cen.

Drugą ważną miarą pokazującą nastroje wśród deweloperów mieszkaniowych jest liczba lokali, których budowę rozpoczęto. Tu I kw. 2023 r. przyniósł wzrost do poziomu 38,6 tys. lokali, ale to wciąż bardzo daleko do rekordowego wyniku z II kw. 2021 r. (80,9 tys. lokali). Ponadto, od lat obserwujemy pewną sezonowość w tym okresie – liczba rozpoczętych lokali rośnie w I kw. danego roku. Zobaczymy, czy po okresie dynamicznych spadków w 2022 r. (w porównaniu z I kw. 2022 r. spadek o **27,6%**) rynek pokaże w kolejnym okresie wzrosty, czy raczej ten wzrost był wzrostem sezonowym.

Patrząc na kwartalną strukturę liczby lokali z wydanymi PnB widzimy znowu odwrót trendu ucieczki inwestycji z największych miast. W I kw. 2023 r. lokale w sześciu największych ośrodkach

miejskich stanowiły **26,7%** ogółu lokali, których budowę rozpoczęto. To znacząco wyższy udział niż te, które obserwowaliśmy od początku 2021 r. (kiedy oscylowały wokół **20%**). Tym samym udział nowo rozpoczętych budów w największych miastach zbliżył się do poziomów z okresu przed pandemią. Trzeba jednak pamiętać, że wzrost udziału był przy nominalnym spadku liczby lokali, których budowę rozpoczęto.

W pierwszych pięciu miesiącach 2023 r. widzimy mocny spadek w porównaniu z analogicznymi okresami w latach 2021-2022. Wobec rekordowego 2020 r. liczba lokali (w rozpoczętych budowlach) spadła o **41%**, do poziomu 69,5 tys. lokali. Tu znowu osiągnęliśmy rekordowo złe wyniki: to najgorszy wynik od 2017 r. (83,7 tys.), to wynik gorszy od pierwszych pięciu miesięcy 2020 r. (81,2 tys.) – a był to okres, w którym wybuchła pandemia i sprzedaż mieszkań dramatycznie spadła. W sześciu największych miastach w tym okresie br. rozpoczęto budowę zaledwie 15,3 tys. lokali – to, pomijając „covidowy” kryzys z 2020 r., najgorszy wynik od 2013 r. W rekordowym 2021 r. w analogicznym okresie w największych miastach rozpoczęto budowę prawie dwóch razy więcej lokali (27 tys.). Analizując okres styczeń-maj widzimy także, że trend ucieczki inwestycji z największych miast został przynajmniej zatrzymany. W części wynika to ze struktury popytu – dominujący w ostatnich pięciu kwartałach nabywcy gotówkowi (a zarazem w dużej części jednocześnie inwestorzy, a nie przyszli mieszkańcy kupowanych mieszkań) szukali raczej lokali premium – o które z natury rzeczy łatwiej w dużych miastach. Ponadto, duży inwestorzy chętniej szukali okazji do finansowania projektów premium. Jednocześnie, przy ogólnym spadku wolumenu nowych budów, mocno ograniczona podaż działek budowlanych w dużych miastach przestała odgrywać tak dużą rolę.

Przejdźmy do analizy liczby lokali oddanych do użytkowania, mając w pamięci fakt, że miara ta mniej nam mówi o bieżącym nastroju na rynku deweloperskim. Liczby te jednak mają wpływ na ceny oraz sprzedaż.

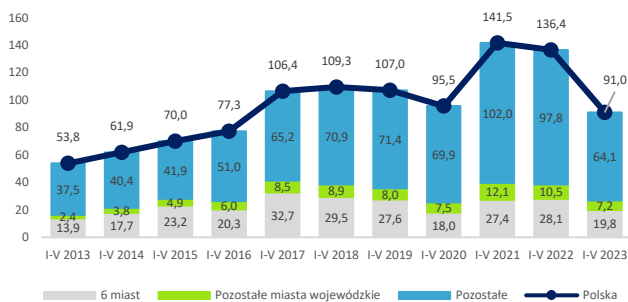
Pierwszy kwartał br. przyniósł sezonowy spadek liczby mieszkań oddanych do użytkowania: spadek o **22,4%** do poziomu 93,7 tys. lokali. Porównując jednak analogiczne kwartały w poprzednich latach, widać wyraźnie, że ciągle zbieramy owoce koniunktury z poprzednich lat: w porównaniu z I kw. 2022 r. liczba mieszkań oddanych do użytkowania wzrosła o **1,1%**, do poziomu 55,4 tys. lokali. Porównując okres styczeń-maj, mamy także rekordy – w pierwszych pięciu miesiącach 2023 r. oddano do użytkowania 93,7 tys. lokali – to najlepszy wynik zapewne od lat 70-tych. Jednocześnie liczba mieszkań oddawanych do użytku w największych miastach spadła do poziomu 18,5 tys. lokali (spadek w stosunku do okresu I-V 2022 r. o **3,8%**) – jest to najniższa liczba oddanych lokali w tym okresie w sześciu największych ośrodkach miejskich od 2015, kiedy w okresie styczeń-maj oddano do użytku 12,3 tys. lokali.

Podsumowując pierwsze pięć miesięcy 2023 r.: rekordowo mało rozpoczętych budów, rekordowo mało wydanych pozwoleń na budowę. Pod tym względem cofnęliśmy się do poziomów z lat 2015-2016. Ta luka w podaży – szczególnie mocno widoczna w największych miastach będzie miała wpływ na rynek przez najbliższe lata.

Rynek mieszkaniowy

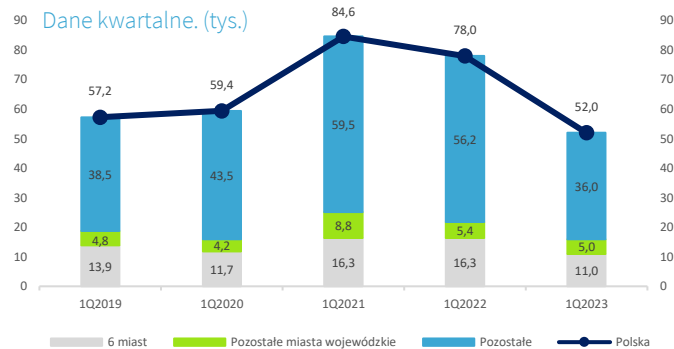
Wydane pozwolenia na budowę – liczba lokali mieszkalnych

Okres styczeń-maj (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

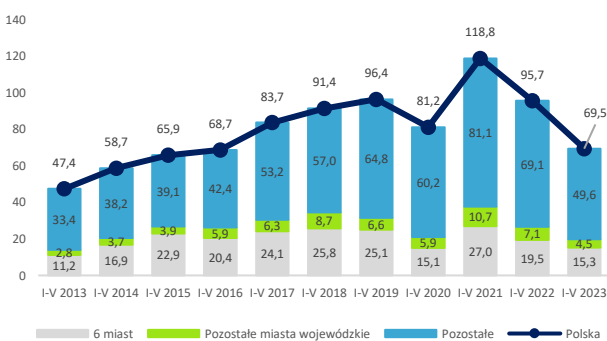
Dane kwartalne. (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

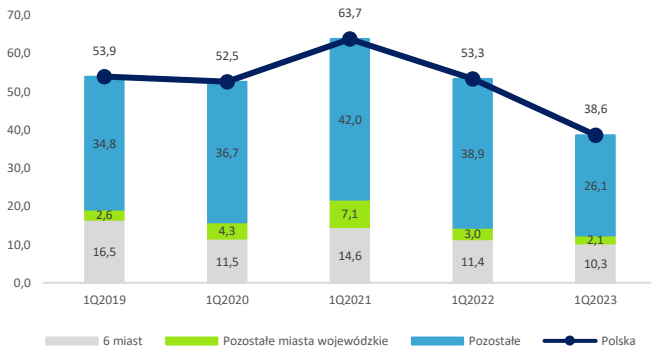
Liczba lokali, których budowę rozpoczęto

Okres styczeń-maj (tys.)



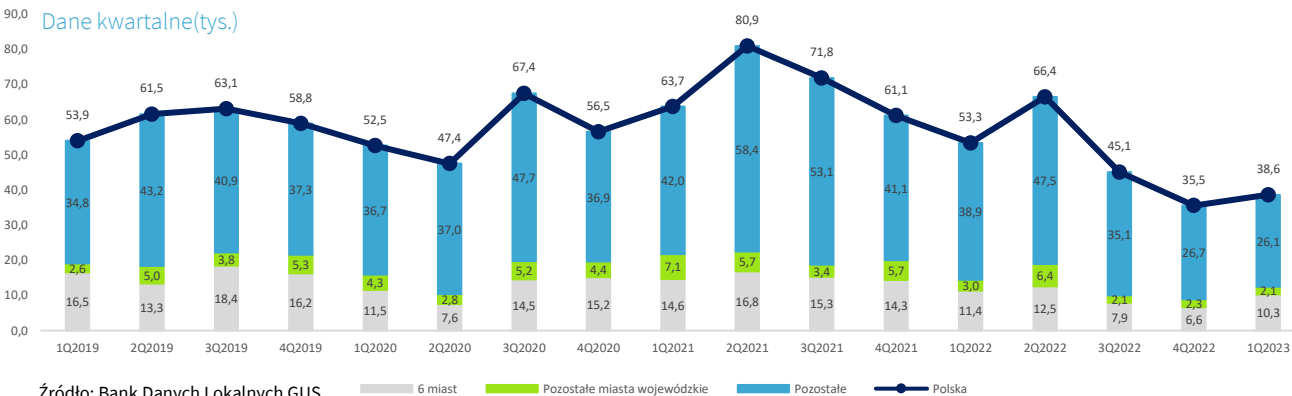
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Dane w porównywalnych kwartałach. (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

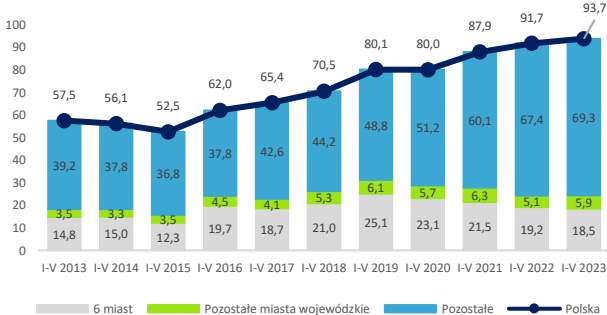
Dane kwartalne(tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

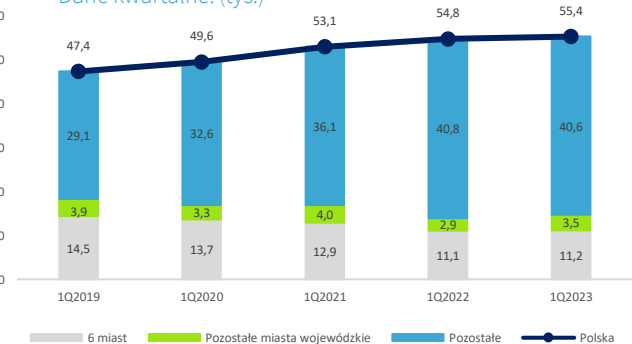
Liczba lokali oddanych do użytkowania

Okres styczeń-maj (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Dane kwartalne. (tys.)



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Gdzie się budowało?

Pierwszy kwartał (i szerzej – pierwsze pięć miesięcy) 2023 r. potwierdziło niektóre trendy dotyczące lokalizacji, niektóre zaś zaczęły się odwracać – widać lekkie odwrócenie trendu rozlewania się miast. Zobaczmy zatem, gdzie się budowało.

Liczba lokali, których budowę rozpoczęto, w okresie styczeń – maj 2023 r., spadła w największych ośrodkach miejskich – ale spadła też liczba lokali ogółem. Można stwierdzić, że pomimo małego wzrostu udziału sześciu największych miast, ich udział ustabilizował się na poziomie ok. **20%** od 2020 r. W okresie styczeń-maj 2015 r. udział ten wynosił **35%**.

W latach 2021-2022 liczba lokali w rozpoczętych budowach w powiatach otaczających Warszawę osiągnęły poziom ok. 90% mieszkań budowanych w granicach administracyjnych Warszawy. Dla porównania – w pozostałych pięciu największych ośrodkach miejskich relacja ta osiągnęła poziom ok. **50%**. Powrót do poziomu **35%** w okresie I-V 2023 r. pokazuje bardzo wyraźnie, że w oczach deweloperów inwestycje podwarszawskie straciły dużo ze swojego potencjału sprzedażowego.

Zjawisko rozlewania się miast (city sprawl) – będące jedną z bolączek polskiej urbanistyki – w pierwszym kwartale br., podobnie jak w całym ubiegłym roku, uległo lekkiemu zahamowaniu. Patrząc na liczbę lokali, których budowę rozpoczęto w powiatach otaczających Warszawę – w I kwartale br. liczba ta wyniosła zaledwie 1,4 tys.- oznacza to spadek czwarty kwartał z rzędu. W trzecim kwartale 2022 r. – co było ewenementem na skalę krajową – w powiatach otaczających Warszawę rozpoczęto budowę większej liczby mieszkań (2,8 tys.) niż w samej Warszawie. Teraz te relacje się odwróciły: w pierwszym kwartale br. w Warszawie rozpoczęto budowę 5,0 tys. lokali, a w sąsiadujących powiatach zaledwie 1,4 tys. (spadek o **51,7%** w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego).

Łącznie dla sześciu największych ośrodków miejskich city sprawl nie przybrał jeszcze takiego rozmiaru jak w Warszawie. Jednak, po spadkach w ostatnich dwóch kwartałach 2022 r., w pierwszym kwartale liczba lokali, których budowę rozpoczęto w powiatach otaczających te miasta znowu wzrosła – osiągnęła poziom 5,1 tys., co stanowi **50%** nowo budowanych lokali w samych miastach.

Na liczbę mieszkań (nowo rozpoczęte budowy oraz wydane PnB) miały w ostatnich latach wpływ dwa przeciwstawne zjawiska:

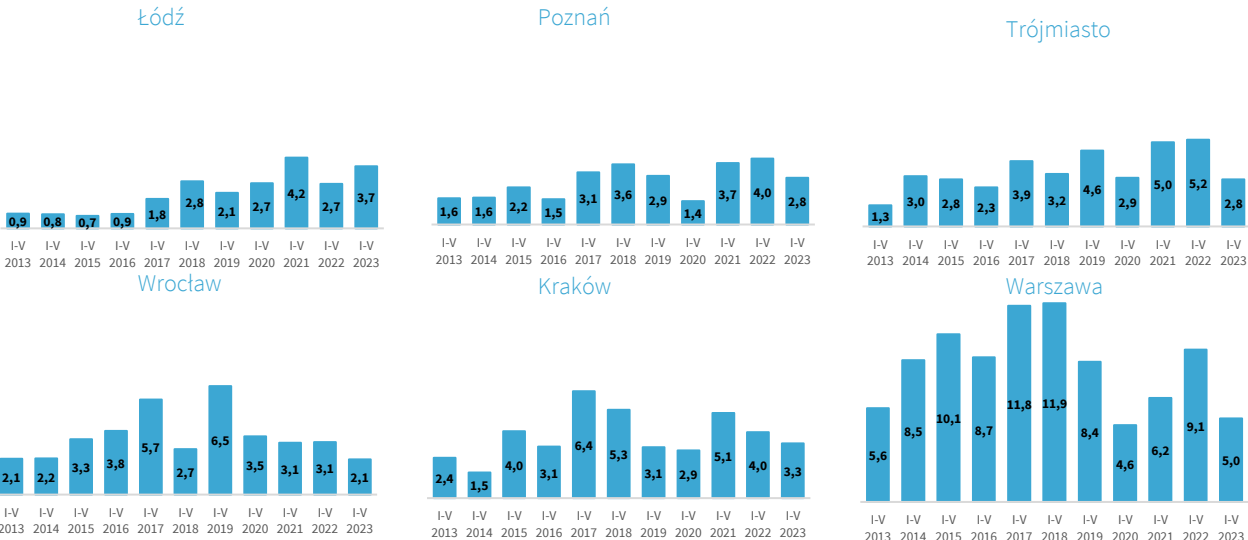
niska podaż działek budowlanych oraz duży udział małych inwestorów (inwestujących w parę mieszkań pod wynajem), którzy preferowali duże miasta. Rosnące ceny z kolei wypychały nabywców kupujących mieszkania na własny użytek poza obręb największych miast.

Przyjrzyjmy się teraz, jak wyglądała sytuacja w poszczególnych miastach – bo pomiędzy tymi największymi miastami zachodziły istotne różnice. Biorąc pod uwagę liczbę lokali z nowo wydanymi pozwoleniami na budowę, w okresie styczeń-maj 2023 r. liderem pozostaje Warszawa – 5,0 tys. lokali, na drugie miejsce wskoczyła Łódź: 3,7 tys. lokali. Przypadek Łodzi jest zresztą o wiele ciekawszy: porównując okres styczeń-maj od 2013 r., Łódź wysforowała się na drugie miejsce po raz pierwszy, jeszcze w 2019 r. notując najłabszy rezultat spośród badanych sześciu ośrodków miejskich. Począwszy od 2018 r., rozpoczął się marsz Łodzi w górę, notując kilkudziesięcioprocentowe dynamiki wzrostu (wyjawszy spadek w 2022 r.). W pierwszych pięciu miesiącach 2023 r. za Łodzią pozostały Kraków (3,3 tys.), Poznań (2,8 tys.), Trójmiasto (2,8 tys.) oraz Wrocław (2,1 tys.).

Jeżeli spojrzymy na dynamikę lokali z nowymi PnB w okresie styczeń-maj 2023 r. (w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego) – zdecydowanym liderem jest Łódź (wzrost o **39,3%**). To zarazem jedyne miasto spośród sześciu największych miast, które odnotowało wzrost: w pozostałych miastach z tej grupy pierwsze pięć miesięcy br. przyniosły dwucyfrowe spadki liczby lokali z nowymi PnB. Największe spadki odnotowano w Trójmieście (**-45,6%**), w Warszawie (**45,1%**), we Wrocławiu (**32,8%**) i Poznaniu (**-29,3%**). Kraków odnotował spadek o **16,7%**, spadając z liczbą lokali z nowymi PnB równą 3,3 tys. z pozycji wicelidera, którą dzierżył w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Prognozując sytuację w poszczególnych miastach, nie sposób nie wziąć pod uwagę wpływu Bezpiecznego Kredytu 2%. Przewidujemy, że jego wpływ będzie mniejszy na sytuację w sześciu największych miastach niż w pozostałych miastach wojewódzkich czy mniejszych ośrodkach (wliczając powiaty otaczające największe miasta). Z uwagi na ceny oraz na dynamikę przyrostu nowych lokali kredyt 2% najslabiej wpłynie na rynku warszawskim oraz trójmiejskim – gdzie sporo lokali ma charakter inwestycyjny.

Liczba lokali ogółem, których budowę rozpoczęto (tys.)

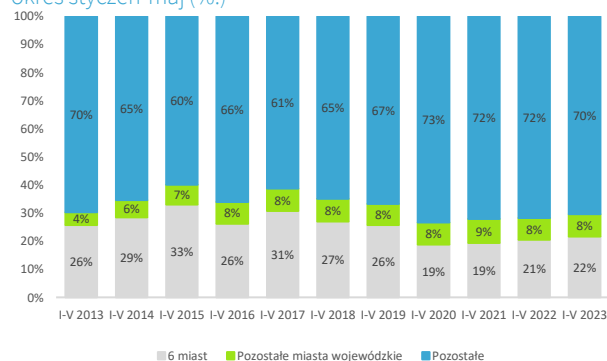


Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rynek mieszkaniowy

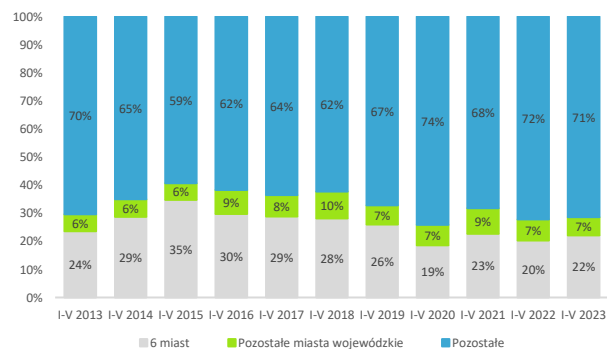
Gdzie się budowało?

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



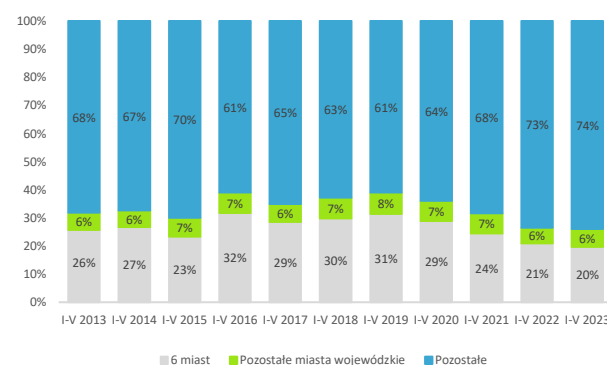
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



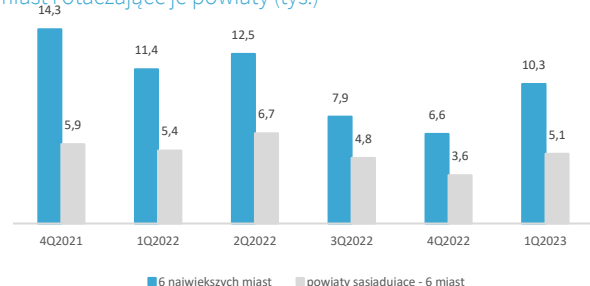
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Liczba lokali ogółem, których oddano do użytkowania (%)



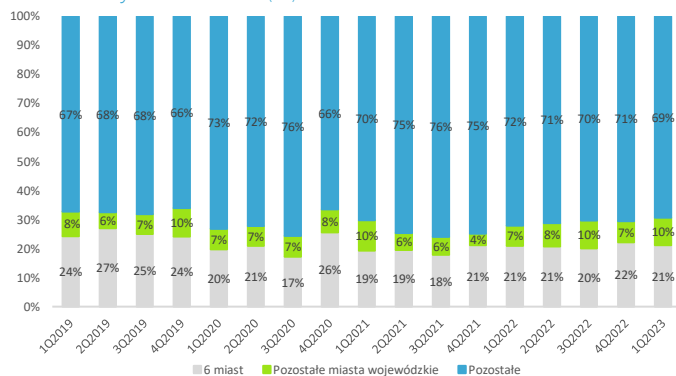
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



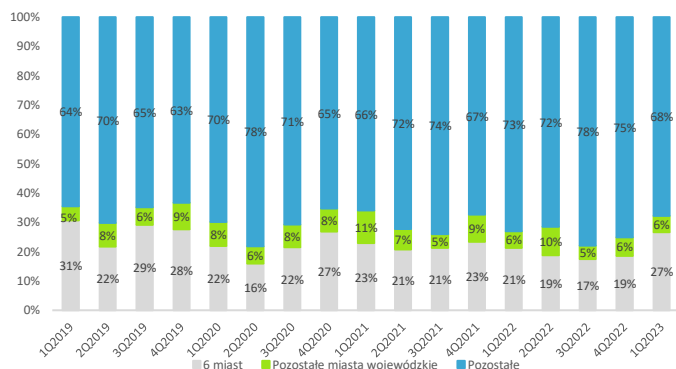
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



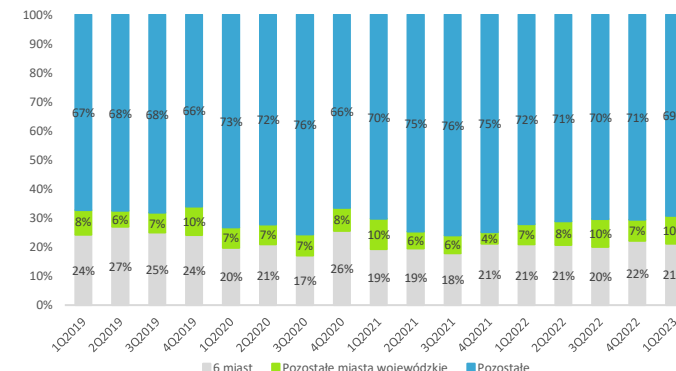
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



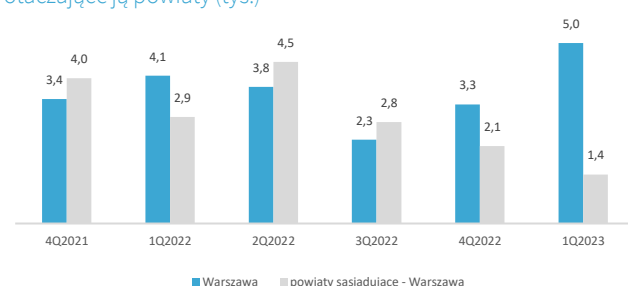
Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

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



Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Rynek mieszkaniowy

Powrót wzrostów cen w I kw. 2023 r.

Po spadkowym ostatnim kwartale 2022 r., pierwszy kwartał br. pozwolił deweloperom z większym optymizmem spojrzeć w przyszłość. Ceny transakcyjne w największych miastach (przy czym w analizie cen bierzemy pod uwagę Gdańsk zamiast Trójmiasta) wzrosły w porównaniu z ubiegłym kwartałem o **0,6%**. Wzrost był równie niewielki, jak spadek w poprzednim okresie (-**0,5%**), ale to powrót na ścieżkę wzrostu po kwartale, kiedy średnie ceny spadły (kw./kw.) po raz pierwszy od pandemicznego drugiego kwartału 2020 r. Pominąwszy ten „covidowy” spadek, w każdym kwartale od II kw. 2017 r. ceny nieprzerwanie rosną.

Jeżeli spojrzymy na poszczególne miasta z badanej grupy, obraz stanie się jednak bardziej zróżnicowany. W pierwszym kwartale br. ceny najmocniej wzrosły we Wrocławiu (**6,3%**), wzrosty w Gdańsku (**1,6%**) i Poznaniu (**2,8%**) były już znacznie mniejsze. W Warszawie ceny transakcyjne wzrosły o symboliczne **0,2%**, natomiast w Łodzi spadły o **0,8%**. Co najbardziej zaskakuje, w Krakowie ceny spadły o **5,7%**. Oczywiście rynek łódzki i rynek krakowski to rynki skrajnie różne. W Krakowie mamy o wiele większy udział mieszkań z segmentu premium, kupowanych w celach inwestycyjnych. W Łodzi większy udział miał segment popularny. Jednocześnie Łódź w ostatnich latach odnotowała duży napływ nowych inwestycji mieszkaniowych. Trzeba zatem bacznie w następnych kwartałach obserwować rynek łódzki, czy nie będzie wykazywał symptomów przeinwestowania.

Dynamika roczna (porównując do I kw. 2023 r.) była dodatnia i wyniosła **6,6%**. To dalej dużo, ale wzrost cen zdaje się jednak wypłaszczać – pierwszy kwartał br. odnotował najsłabszą dynamikę roczną od trzeciego kwartału 2018 r. W okresie II kw. 2021 r. – IV kw. 2022 r. nieprzerwanie ceny pokazywały dwucyfrowe roczne dynamiki cenowe. Rekordowy był II kw. 2022 r. – wzrost cen r/r o **18%**. Kwartały po wybuchu wojny w Ukrainie były jednak specyficzne z uwagi na nawarstwienie się paru zjawisk na dwóch rynkach: rynku najmu i rynku kredytów hipotecznych.

Napływ uchodźców zmienił radykalnie krajowy rynek najmu mieszkań. Po ponad dwóch dekadach spadków cen (z okresowymi fluktuacjami) stawki najmu, szczególnie w dużych miastach ceny najmu w II kw. 2022 r. gwałtownie wzrosły, przy jednoczesnej bardzo małej dostępności mieszkań pod wynajem. Zwiększyło to bardzo mocno rentowność inwestycji w mieszkania. Jednocześnie wzrost stóp procentowych ogromnie ograniczył dostęp do kredytów hipotecznych – a jednym z

głównych czynników napędzających popyt na mieszkania w Polsce jest właśnie dostępność kredytów hipotecznych. Można było to opisać jako gwałtowne „wciągnięcie drabiny w górę” dla potencjalnych nabywców mieszkań finansujących się kredytem hipotecznym. W dalszej kolejności mogło to znacząco zwiększyć grupę konsumentów

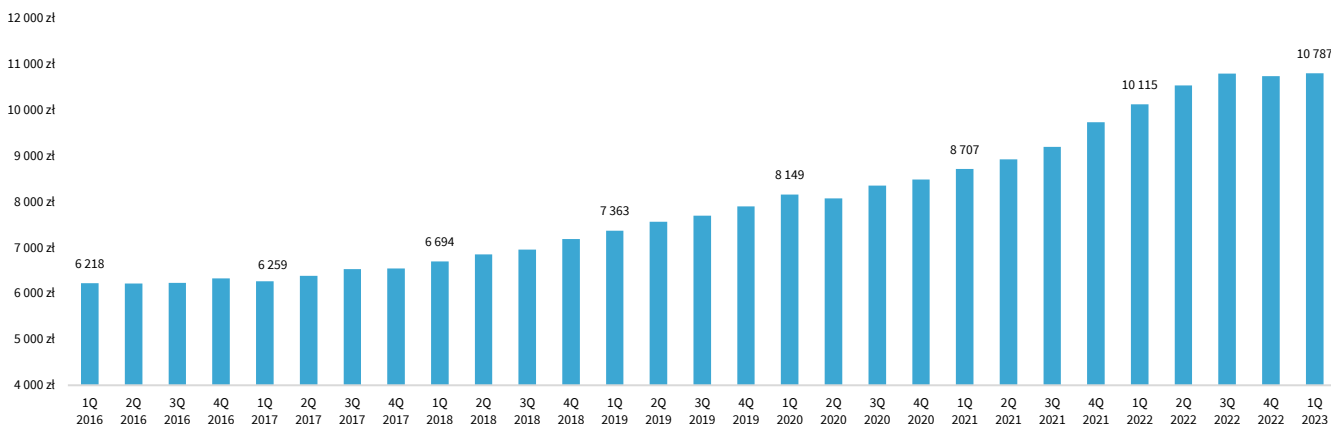
W ciągu roku oraz w pierwszym kwartale br. stopniowo zwiększała się jednak dostępność mieszkań na wynajem, czynsze przestały rosnąć a rynek kredytowy powoli rósł – oczywiście nie odrobił jeszcze strat z zeszłego roku. Dodatkowo, napływ funduszy PRS spotkał się z planowanymi barierami regulacyjnymi. Na rynku finansowym wzrosła rentowność (lokaty, obligacje), co odciągnęło część inwestorów z rynku mieszkaniowego. Pierwszy kwartał 2023 r. – a nawet szerzej – pierwsze półrocze 2023 r. jest okresem przejściowym, pomiędzy zapaścią na rynku kredytowym a wprowadzeniem Bezpiecznego Kredytu 2%. Stąd stabilizacja cen.

Co dalej z cenami? W dalszej części roku wpłyną na to czynniki popytowe i podażowe.

Po stronie podaży, szczególnie w największych miastach, vejdziemy w okres malejącej liczby mieszkań oddawanych do użytkowania. Będzie to zakumulowany efekt widocznego już teraz spadku liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto. Ten efekt szczególnie mocno zadziała w sześciu największych ośrodkach miejskich, gdzie już od paru lat obserwowaliśmy spadki wolumenów nowych projektów mieszkaniowych. Dodatkowo, nowo oddawane projekty będą musiały uwzględnić w cenach znacznie wyższe ceny działek budowlanych – kupowanych już w szczycie koniunktury na rynku gruntów oraz wyższe ceny materiałów budowlanych.

Barierzy związane z pozyskiwaniem gruntów w największych miastach pozostają – i bez zmian regulacyjnych z pewnością to będzie główny czynnik ograniczający podaż. Z tym problemem będą się mierzyć głównie mniejsi deweloperzy (nienotowani na GPW). Duży gracze mają zarówno duże banki ziemi i możliwość pozyskiwania kapitału dłużnego z rynku. Mniejsi deweloperzy mają znacznie mniejsze możliwości w zakresie emisji obligacji – a emisja obligacji jest jedną z głównych źródeł finansowania zakupu działek.

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



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

Rynek mieszkaniowy

Powrót wzrostów cen w I kw. 2023 r.

Jak pokazujemy w raporcie, deweloperzy giełdowi przeszli przez kryzysowy rok 2022 r. suchą stopą – potrafili nawet wykorzystać ten czas do delewarowania. Nie mają zatem żadnej presji na obniżanie cen. Jak pokazują liczby dotyczące wydanych PnB oraz rozpoczynanych budów, ponad zwiększanie wolumenu przedkładają obronę marży.

Sytuacja po stronie podażowej dostarcza zatem mocnych argumentów za wzrostami cen, przynajmniej w największych miastach.

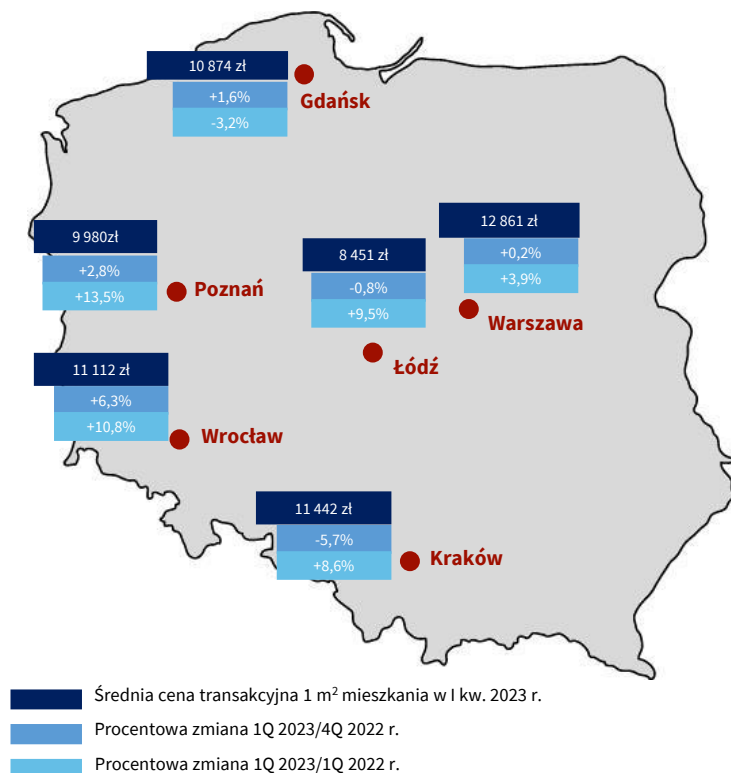
Po stronie popytowej pierwsze dwa kwartały – jeszcze przed wprowadzeniem Bezpiecznego Kredytu 2% - mieliśmy do czynienia ze wzrostem popytu, odnotowanym przez większość deweloperów. Nawet zapowiedzi wprowadzenia regulacji mających na celu obniżenie atrakcyjności inwestowania w lokale mieszkalne nie było wystarczającym impulsem do powrotu bardzo dobrych nastrojów po stronie popytowej. Dodatkowo, obserwowany spadek zainteresowania ze strony funduszy PRS był dodatkowym impulsem dla inwestorów indywidualnych –

brak potencjalnej konkurencji ze strony dużych graczy będzie dodatkową zachętą do inwestowania w mieszkania pod wynajem.

Przełomem w popycie będzie uruchomienie Bezpiecznego Kredytu 2% - trzeci kwartał będzie okresem zarówno wzrostu sprzedaży, jak i wzrostu cen w segmencie popularnym. Czy wystąpią procesy obniżające ceny mieszkań? Jedyne takim zjawiskiem, które zaczęło się materializować już w ostatnim kwartale 2022 r. jest obniżenie stawek najmu, a tani i dostępny kredyt – jako alternatywa najmu – niewątpliwie wpłynie na dalsze obniżenie rentowności najmu, przynajmniej w segmencie popularnym.

Podsumowując – w pierwszych dwóch kwartałach 2023 r. i przynajmniej w ciągu dwóch kolejnych przeważają i będą przeważać czynniki wpływające na wzrost cen mieszkań, zarówno w największych miastach, jak i w mniejszych ośrodkach.

Średnie ceny transakcyjne na rynku pierwotnym za m² mieszkań w największych miastach



Kredyty hipoteczne – znowu wzrosty

W pierwszym kwartale 2023 r. po raz pierwszy – po pięciu kolejnych kwartałach spadków – wzrosła wartość udzielonych w danym kwartale kredytów hipotecznych. Wzrost (q/q) był znaczący: **21,1%** i towarzyszył temu wzrost zarówno liczby (o **16%**) jak i średniej wartości kredytu hipotecznego. Oczywiście daleko jeszcze do rekordowych poziomów z 2021 r.: wartość udzielonych kredytów w I kw. 2023 r. to 7,5 mld zł, co stanowi zaledwie 32% wartości akcji kredytowej z rekordowego trzeciego kwartału 2021 r.

Optymistyczny obraz rynku kredytów mieszkaniowych widać też w kwartalnym raporcie NBP „Sytuacja na rynku kredytowym”. W I kw. 2023 r. banki nie zmieniły kryteriów udzielania kredytów korporacyjnych, zaostryżyły warunki na małych i średnich przedsiębiorstwach oraz kredytów konsumpcyjnych dla klientów detalicznych. Na tym tle wyróżnia się znaczące poluzowanie kryteriów udzielania kredytów mieszkaniowych. Jednocześnie banki odnotowały wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe – to jedyna grupa kredytów, która odnotowała tak duży przyrost.

Banki, jako przyczyny poluzowania polityki udzielania kredytów mieszkaniowych w I kw. 2023 r. wskazywały wzrost presji konkurencyjnej ze strony innych banków, pozytywne prognozy sytuacji na rynku kredytowym oraz wzrost popytu na te kredyty. Jako czynniki negatywny były wskazywane: decyzje NBP w zakresie polityki pieniężnej oraz – w niewielkim stopniu – zmiana udziału kredytów zagrożonych w łącznym portfelu kredytów mieszkaniowych.

Jednocześnie banki prognozują zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów – w tym kredytów mieszkaniowych – w II kw. br. oraz

wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe – i to ciągle przed wprowadzenie Bezpiecznego Kredytu 2%.

Bardzo optymistyczny obraz rysuje po stronie popytowej. Zgodnie z publikowanym przez BIK „BIK Indeks – Popytu na Kredyty Mieszkaniowe” w dwóch pierwszych kwartał popyt na kredyty mieszkaniowe powoli się odbudowywał, jednak dopiero maj i czerwiec 2023 r. przyniosły dodatnie dynamiki roczne – po oraz pierwszy od marca 2022 r. W czerwcu br. roczna dynamika wartości wniosków kredytowych osiągnęła pułap **26,5%**, co stanowi dobry prognostyk na następne kwartały (już z Bezpiecznym Kredytem 2%). Warto przypomnieć, że w szczycie koniunktury roczna dynamika była rzędu **100%**.

Opanowanie wzrostu stopy inflacji oraz perspektywa spadku stóp procentowych to kolejna kluczowy czynnik wzrostu. Warto też wspomnieć rekomendowane przez KNF przejście z WIBOR na WIRON. Odmienne niż w 2022 r., kwestie makroekonomiczne i regulacyjne grają na wzrost wolumenu kredytów.

Rok 2023 r. nie przyniesie też zapewne żadnych niekorzystnych zmian regulacyjnych – autostrada do wzrostu wolumenu kredytów jest zatem przygotowana - bramki otwarte od początku lipca br.

Wartość i liczba nowo udzielonych kredytów hipotecznych w okresie 2016 – 2023

Rok	Wartość (mld zł)	Zmiana	Liczba (szt.)	Zmiana	Średnia wartość kredytu (tys. zł)	Zmiana
2015	39,3	6,8%	181 325	4,2%	216,8	2,5%
2016	39,5	0,4%	178 409	-1,6%	221,4	2,1%
2017	44,6	12,9%	190 634	6,9%	233,8	5,6%
2018	53,9	20,8%	212 596	11,5%	253,3	8,3%
2019	62,6	16,3%	225 073	5,9%	278,3	9,9%
2020	60,7	-3,1%	204 170	-9,3%	297,2	5,1%
2021	85,8	41,4%	256 456	25,6%	334,4	12,5%
2020	16,4	16,2%	53 756	10,2%	305,7	5,5%
1Q 2021	17,9	9,2%	57 172	6,4%	313,8	2,6%
2Q 2021	22,1	23,4%	67 013	17,2%	330,3	5,3%
3Q 2021	23,2	4,9%	68 353	2,0%	339,8	2,9%
4Q 2021	22,5	-3,3%	63 918	-6,5%	351,3	3,4%
1Q2022	16,9	-24,6%	47 767	-25,3%	354,5	0,9%
2Q2022	13,5	-20,1%	38 398	-19,6%	352,5	-0,6%
3Q2022	7,0	-48,2%	21 218	-44,7%	330,2	-6,3%
4Q2022	6,2	-12,0%	18 932	-10,8%	325,9	-1,3%
1Q2023	7,5	21,1%	21 968	16,0%	340,1	4,4%

Źródło: Raport AMRON-SARFiN 1/2023.

Otoczenie makroekonomiczne

Silny rynek pracy

Pierwszy kwartał 2023 r. potwierdził dobrą kondycję krajowego rynku pracy. Stopa bezrobocia na koniec kwartału wyniosła **5,4%** (5,1% na koniec poprzedniego kwartału). Pomimo lekkiego wzrostu to ciągle jeden z najniższych odczytów w historii Polski od 1990 r.

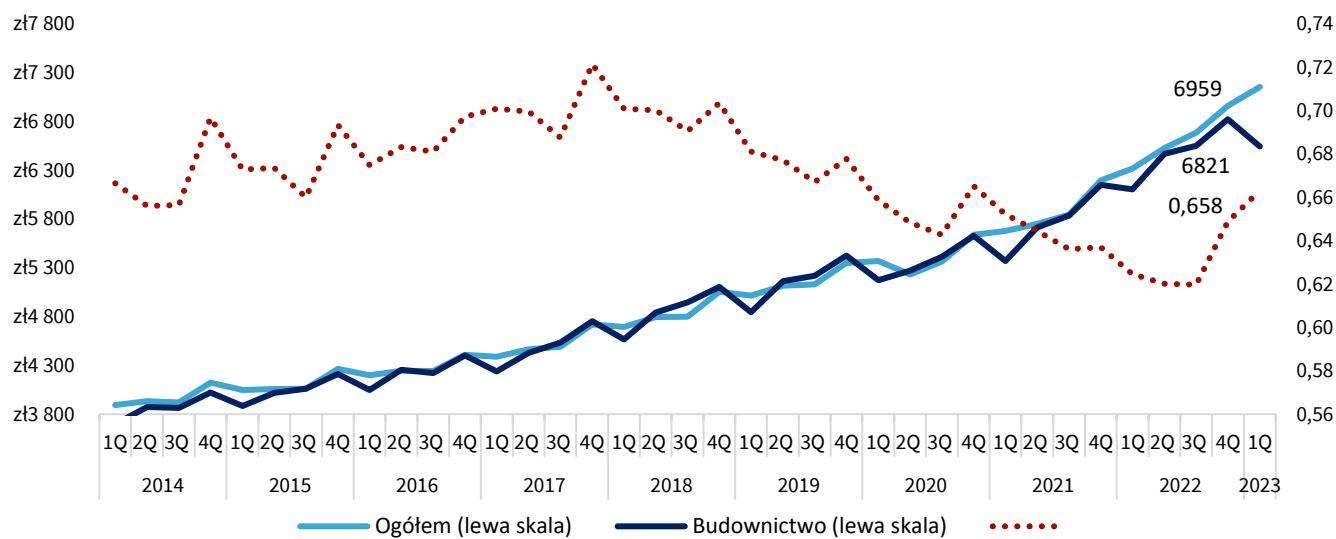
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło na koniec do poziomu 6,83 mln osób (wzrost o 0,6% rok/rok). Zatrudnienie w budownictwie, po czteroletnim okresie stabilizacji, spadło nieznacznie do 0,45 mln osób. Jak pisaliśmy już wcześniej, nie sprawdziły się prognozy o masowym odpływie pracowników z Ukrainy, szczególnie ważnych dla funkcjonowania sektora budowlanego.

Wynagrodzenia, podobnie jak w ostatnim kwartale ubiegłego roku, zaczęły ośwajać w pościgu za inflacją. Roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw na koniec I kw. 2023 r. wyniosła **13,2%** (12,3% w IV kw. 2022 r.), ale była i tak lepsza niż sektorze budowlanym, gdzie wynagrodzenia złapały wyraźną zadyszkę – roczna dynamika na koniec I kw. 2023 r. wyniosła

zaledwie **7,2%** i była najniższa od I kw. 2021 r.

O ile wynagrodzenia nie wygrywały z inflacją, to znowu, po dwuletniej przerwie, zaczęły wygrywać z cenami mieszkań. Wskaźnik dostępności mieszkań (liczony jako iloraz średniego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw do średniej ceny transakcyjnej 1 mkw. mieszkania w największych miastach Polski) uległ poprawie po raz drugi z rzędu. Jego wartość na koniec I kw. 2023 r. wyniosła 0,663 i była najwyższa od IV kw. 2020 r. Mielśmy też do czynienia – po raz pierwszy od co najmniej 9 lat – dwoma kolejnymi kwartałami poprawy wartości tego wskaźnika. Do najwyższej wartości (0,721) z IV kw. 2017 r. ciągle dość daleko. Ten pościg wynagrodzeń za cenami mieszkań potrwą zapewne do końca II kw. 2023 r. – potem, między innymi za sprawą wzrostu cen indukowaną Bezpiecznym Kredytem 2%, wróci do spadkowego trendu. Pamiętajmy jednak, dla rynku mieszkaniowego od ceny kredytu ważniejsza jest jego dostępność – a ta bez wątpienia poprawi się w nadchodzących kwartałach.

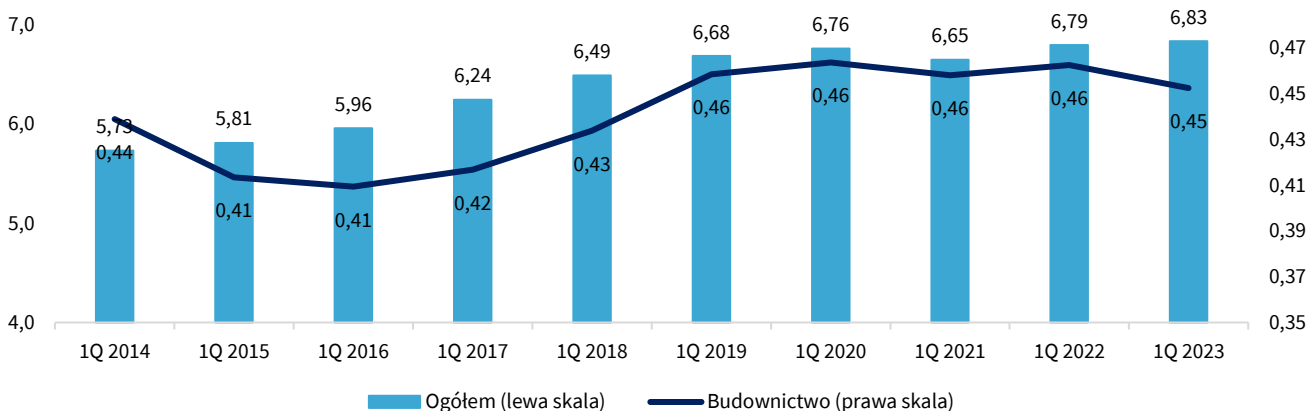
Średnie kwartalne wynagrodzenie brutto oraz wskaźnik dostępności mieszkań w okresie 2014 – I kw. 2023 (zł)



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

Źródło: NBP oraz Bank Danych Lokalnych GUS

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



* - średnia arytmetyczna zatrudnienia w danym kwartale

Źródło: Bank Danych Lokalnych GUS

Kryzys zażegnany

Grupa deweloperów, których ujmujemy w naszym zestawieniu w 2Q 2023 r. sprzedała 4 950 lokali, w porównaniu do 4 050 mieszkań kwartał wcześniej i 3 197 w tym samym okresie ubiegłego roku, co stanowi wzrost o 22,2% q/q i wzrost o 54,8% r/r. Był to trzeci, wzrostowy kwartał i jednocześnie kwartał, w którym sprzedaż była najwyższa od 4Q 2021 r. kiedy to deweloperzy znaleźli nabywców na 5 230 lokali.

Bardzo dobrej sprzedaży sprzyja stabilizacja otoczenia makroekonomicznego (spadek oprocentowania kredytów, dobre dane z rynku pracy), a ponadto m.in. nowe zalecenia wydane przez Komisję Nadzoru Finansowego (rekomendacja S) oraz program rządowy dot. preferencyjnego kredytu. W czerwcu oficjalnie został zakończony cykl podwyżek stóp procentowych i coraz częściej mówi się o ich obniżkach w drugiej połowie 2023 r., Widać to również poprzez spadek rentowności obligacji oraz spadek stóp procentowych WIBOR. Ponadto, nowe zalecenia dla banków w zakresie dobrych praktyk przy udzielaniu kredytów hipotecznych, a przede wszystkim obniżenie buforu, wpłynęły na wzrost zdolności kredytowej klientów. Jeśli chodzi o Bezpieczny Kredyt 2% to mimo, że zaczął on działać dopiero od 1 lipca br., to wpłynął na decyzje zakupowe tych, którzy i tak nie mogli z niego skorzystać - część osób (m.in. kupująca mieszkania inwestycyjnie czy osoby, które planują zmienić mieszkanie, ale nie kwalifikują się do programu) decydowała się na transakcje już wcześniej. Zatem zapowiedź bezpiecznego kredytu miała pośredni wpływ na rynek zarówno w pierwszym jak i drugim kwartale roku.

Co ważne odnotowania, w drugim kwartale bieżącego roku deweloperzy sprzedali najwięcej mieszkań od 4Q 2021 r. Analizując wyniki sprzedażowe deweloperów na przestrzeni kilkunastu poprzednich kwartałów, branża deweloperska zdołała znaleźć nabywców na prawie 10% więcej lokali niż średnia kwartalna z ostatnich kilku lat. Spodziewamy się dalszego wzrostu liczby sprzedanych lokali w następnym kwartale. Popyt z pewnością będzie napędzał Bezpieczny Kredyt 2% i świadomość potencjalnych kupujących, że ceny mieszkań z pewnością nie

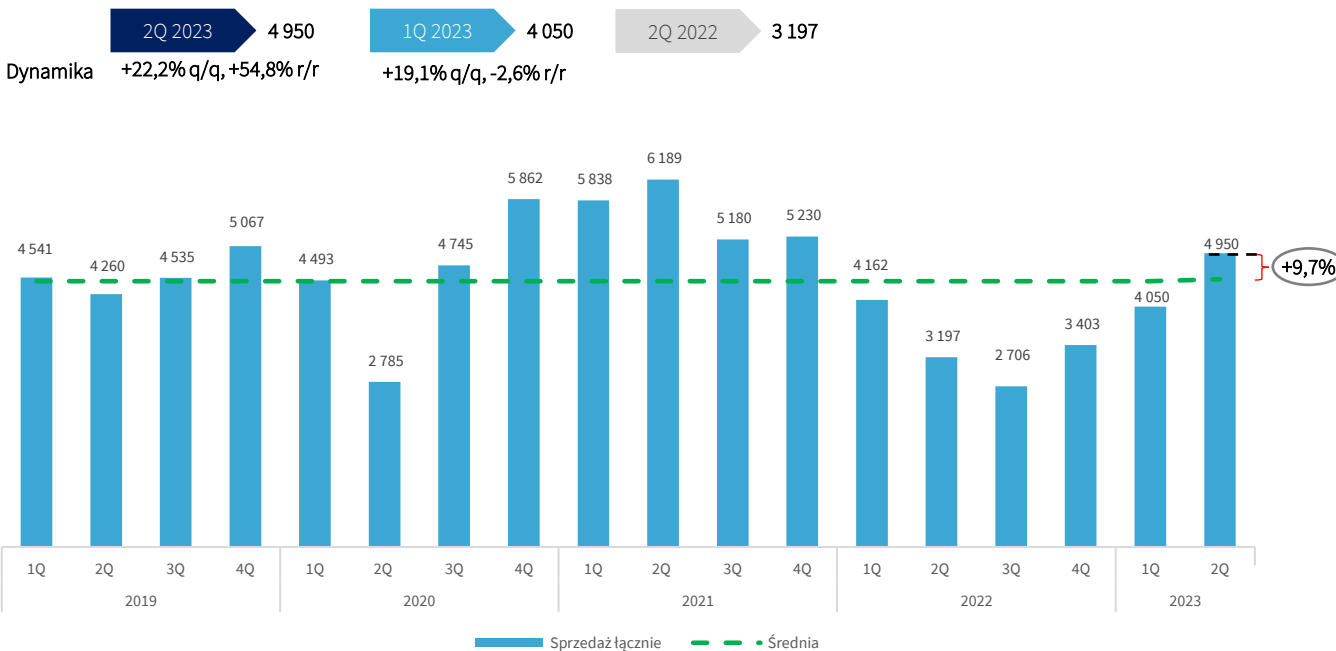
spadną, a w miarę wyprzedawania oferty deweloperów i spadającej podaży mogą dynamiczniej rosnąć. Szacunki rządu wskazują, że banki mogą udzielić 40-50 tys. preferencyjnych kredytów rocznie, co stanowi około 20% w relacji do liczby kredytów udzielanych przed kryzysowym 2022 r.

Oferta deweloperów nadal pozostaje wysoka, choć spada i w najbliższych dwóch kwartałach należy oczekiwać, że ten trend pozostanie zachowany. Ma to związek z szybszym tempem wyprzedawania mieszkań, aniżeli tempem wprowadzania nowych inwestycji. W grupie obserwowanych przez nas spółek oferta zmniejszyła się z rekordowego poziomu 19,8 tys. mieszkań na koniec czerwca 2022 r. (efekt wejścia tzw. nowej ustawy deweloperskiej), po czym stopniowo spada i na koniec 1Q 2023 r. wyniosła 15,3 tys. lokali. W obliczu zwiększonego popytu, przykładowo Ronson zdecydował się wprowadzić do sprzedaży mieszkania, które pierwotnie przeznaczone były na rynek PRS. Być może będziemy widzieli podobne próby „łatania” oferty przez innych deweloperów lub zwiększonego zjawiska wprowadzania do sprzedaży mieszkań na etapie „dziury w ziemi”.

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.), Ten czynnik będzie jednak nabierał w kolejnych latach stopniowego znaczenia. Warto tu wspomnieć o Echo Investment, które najem instytucjonalny traktuje jako oddzielny segment działalności, Robygu, który został przejęty przez TAGImmobilien, czy Develii której sprzedaż do segmentu PRS jest jednym z elementów strategii, a także o Dom Development, który w grudniu ubiegłego roku sfinalizował pierwszą transakcję z inwestorem z rynku PRS i wybuduje mieszkania na wynajem na warszawskim Bemowie. Spodziewamy się dalszego rozwoju segmentu najmu instytucjonalnego w Polsce, który z punktu widzenia deweloperów może pełnić rolę pewnego bezpiecznika w nadal niepewnym otoczeniu makroekonomicznym.

Łączna sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w latach 2019 – 2Q 2023 r.

Łączna sprzedaż lokali analizowanych deweloperów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Kolejny kwartał ze wzrostem sprzedaży

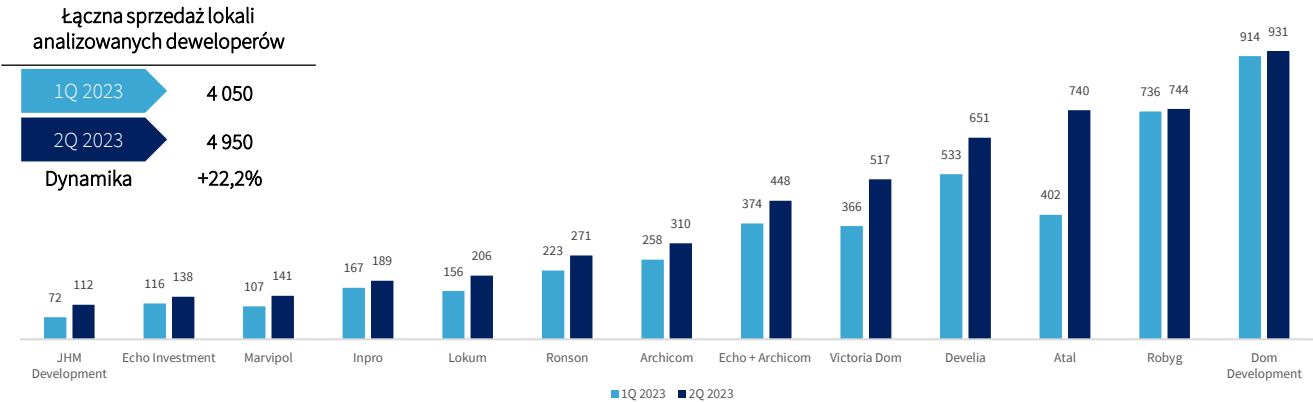
Na poziomie poszczególnych spółek wszystkie z nich odnotowały sprzedaż lepszą niż w poprzednim kwartale. Najwyższą dynamikę sprzedaży odnotował Atal gdzie kontraktacja kwartalna wyniosła 740 lokali (84,1% q/q). Dla tak dużego dewelopera dynamika jest bardzo wysoka, jednak należy pamiętać o niskiej bazie na poziomie 402 sprzedanych mieszkań w 1Q 2023 r. Być może w kolejnym kwartale Spółce uda się zbliżyć do bariery 1000 sprzedanych mieszkań. Na drugim miejscu znalazł się JHM Development (+55,6% q/q) ze 112 sprzedanymi mieszkaniami a podium, pod względem dynamiki, zamyka Victoria Dom (+41,3% q/q). W bieżącym roku ten deweloper planuje osiągnięcie kontraktacji na poziomie co najmniej 1500 mieszkań. Warto odnotować również, że żaden z analizowanych deweloperów nie odnotował sprzedaży kwartalnej poniżej 100 lokali.

Spoglądając na ofertę deweloperów można zauważyć, że jest ona niższa aniżeli w analogicznym okresie ubiegłego roku, i spodziewamy się, że trend ten będzie dalej postępował. Oczywiście pamiętamy o efekcie zwiększonej bazy w związku z wejściem w życie nowej ustawy deweloperskiej. Po bardzo słabym ubiegłym roku wielu deweloperów wstrzymało się z publikacją celów sprzedażowych na 2023 r. Te podmioty, które to uczyniły przeważnie są ostrożne (w ubiegłym roku obserwowaliśmy obniżanie celów sprzedażowych). Z tych, którzy opublikowali cele, podobnego roku pod względem sprzedaży spodziewa się Atal i Develia. Zdecydowanie duże nadzieje w obecnym roku pod względem dynamiki pokłada Lokum Deweloper (cel sprzedaży podobny do wyników sprzedaży w 2021 r.), Ronson, Echo Investment, Victoria Dom, JHM Development i Robyg. Ten ostatni zrewidował swoje cele sprzedażowe w górę. Jeszcze w poprzednim kwartale sugerował, że sprzedaż może oscylować na poziomie 2500 lokali, zaś

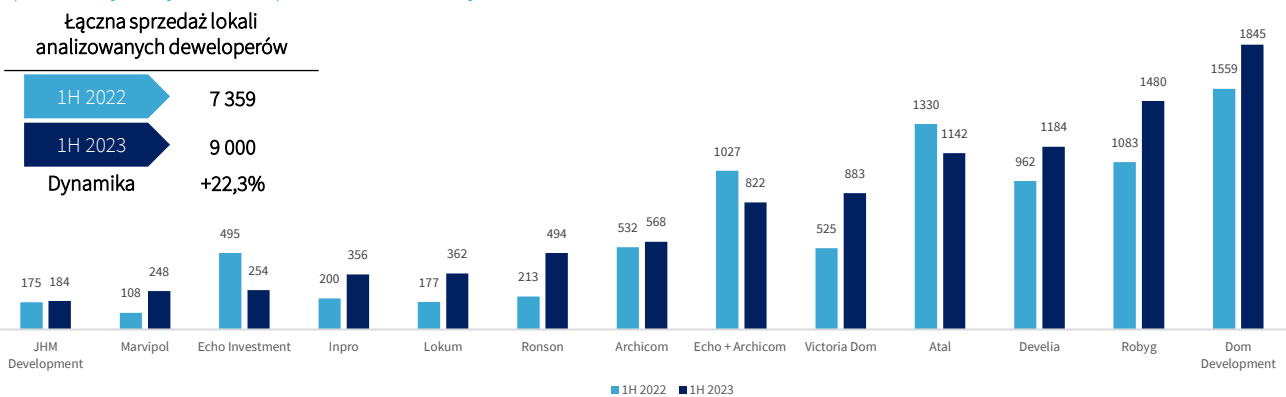
obecnie widzi możliwość sprzedaży na poziomie ponad 3000 lokali w całym roku, co daje potencjał do około 40% wzrostu sprzedaży r/r.

Deweloper	Cel w 2023 r.	Sprzedaż w 2022 r.	r/r
Archicom	bd./nie podano	827	nd.
Atal	~2000	2091	~ 0%
Develia	1600-1800	1632	-2% / +10%
Dom Development	nie podano	3093	nd.
Echo Investment	>2000 (wliczając Archicom)	1515	32%
Inpro	bd./nie podano	420	nd.
JHM Development	>350	281	25%
Lokum Deweloper	700	435	61%
Mavipol Dev.	nie podano	207	nd.
Robyg	>3000	2144	+40%
Ronson	700	442	58%
Victoria Dom	>1500	1208	24%
razem		13468	

Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1Q 2023 r. oraz 2Q 2023 r.



Sprzedaż wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1H 2022 r. oraz 1H 2023 r.^{1,2}



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

²Liczba zakontraktowanych lokali netto

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów emitentów oraz prezentacji inwestorskich

Przekazania lokali

Podsumowanie przekazania

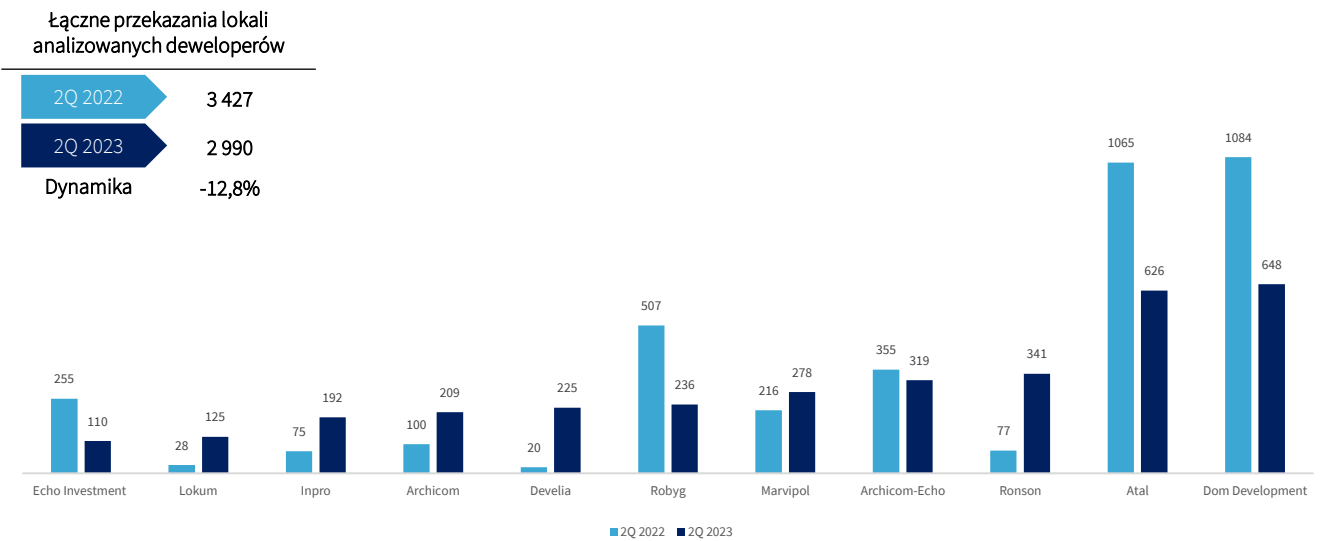
Grupa deweloperów ujętych w naszym zestawieniu przekazała w pierwszym kwartale 2023 r. **2 990** lokali vs **3 248** kwartał wcześniej, a więc o **8,6%** więcej r/r (dane nie obejmują Victorii Dom i JHM Development ze względu na brak danych śródrocznych). Z kolei w pierwszym półroczu 2023 r. deweloperzy przekazali 6 238 mieszkań vs 6 705 w analogicznym okresie ubiegłego roku (-7,0% r/r).

Numerem jeden pod względem przekazania w drugim kwartale 2023 r., podobnie z resztą jak w pierwszym, był Dom Development z wynikiem 648 lokali w porównaniu do 1 084 w analogicznym okresie ubiegłego roku. W poprzednim roku deweloper znalazł się na pierwszym miejscu zestawienia przekazując 3 666 mieszkań. Po dwóch kwartałach bieżącego roku Spółka przekazała już nabywcom niespełna 2 000 lokali.

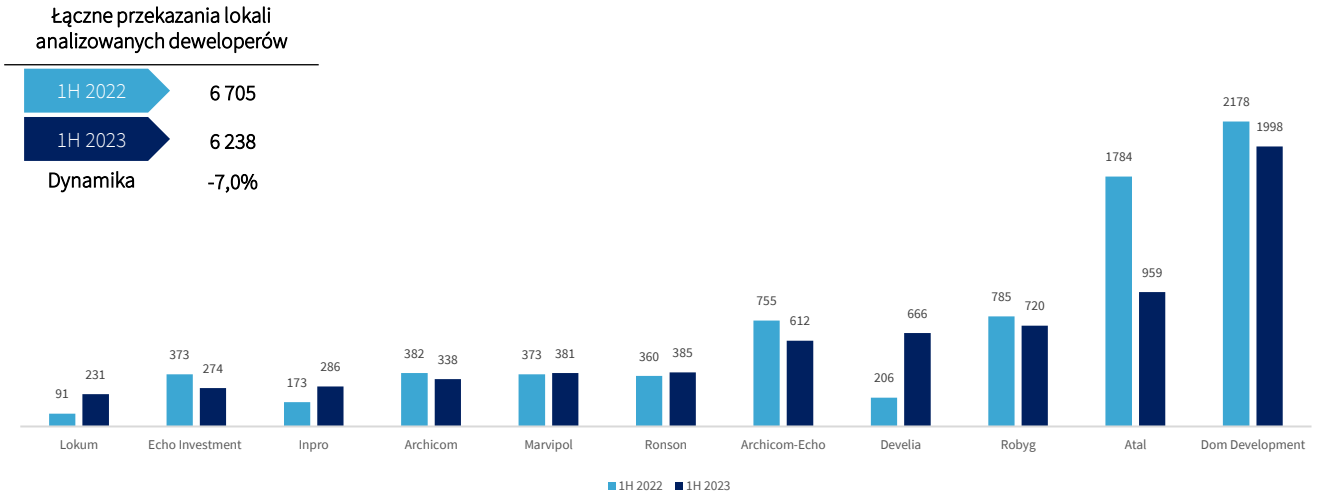
Drugie miejsce zajął Atal z wynikiem 626 mieszkań, w porównaniu do 1 065 lokali w 2Q 2022 r. W całym półroczu br. deweloper oddał do użytkowania 959 lokali w stosunku do 1 784 jednostek w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Na trzecim miejscu znalazł się Ronson. Deweloper przekazał 341 mieszkań w stosunku do 77 lokali w analogicznym okresie ubiegłego roku. W pierwszej połowie roku, spółka przekazała klucze 385 nabywcom, w porównaniu do 360 oddanych mieszkań w 1H 2022 roku.

Przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych w 2Q 2022 r. oraz 2Q 2023 r. ¹



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



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

Dynamika rynku

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

na zakup mieszkań. Rekordowe wyniki sprzedażowe odnotowane w okresie 4Q 2020 r. – 4Q 2021 r. przekładają się obecnie na wzrost liczby przekazania. Wyniki finansowe deweloperów obecnie notują rekordowe poziomy, ale spodziewamy się stopniowego osłabienia tego efektu w przyszłym roku, co wynika ze słabej sprzedaży w roku poprzednim.

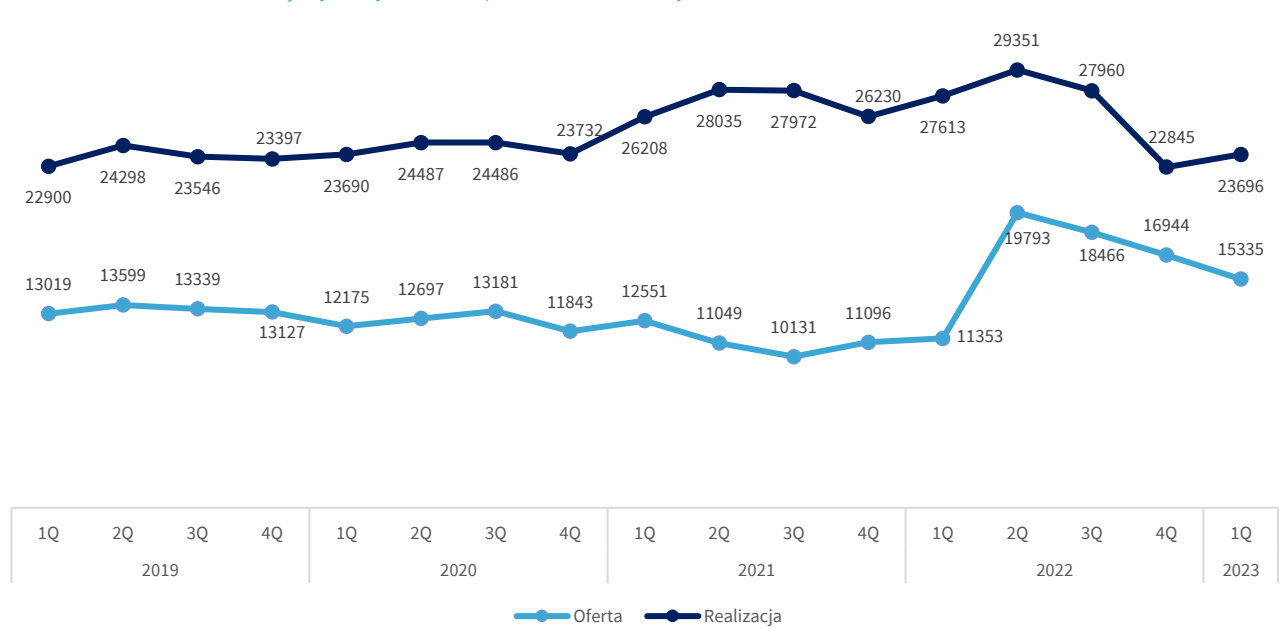
Sprzedaż i przekazania wybranych deweloperów mieszkaniowych od 1Q 2019 do 2Q 2023 r. ¹



Na podstawie dostępnych danych dotyczących lokali w realizacji oraz oferty (nie wszystkie spółki je publikują) od 2Q 2022 (tzw. nowa ustawa deweloperska) obserwujemy spadek oferty deweloperów co wynika z szybszego tempa wyprzedawania mieszkań aniżeli zdolności deweloperów do wprowadzania kolejnych mieszkań do oferty. Wysoki popyt, wzmożony

programem Bezpieczny Kredyt może jeszcze bardziej obniżyć ofertę deweloperów, którzy nie są w stanie szybko jej uzupełniać. Współczynnik *oferta-realizacja* spadł na koniec marca 2023 r. do 64,7%, w porównaniu do 74,2% na koniec 4Q 2022 r. i jest to efekt wzmożonego zainteresowania nabyciem mieszkania.

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



¹Z wyłączeniem przekazania Victoria Dom i JHM Development, które nie opublikowały kwartalnych poziomów przekazania.
²Dane obejmują następujące podmioty: 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

Spadek zadłużenia

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

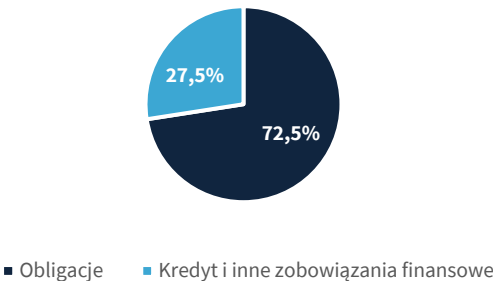
Dług netto podmiotów uwzględnionych w niniejszej analizie wyniósł 1,94 mld zł vs 1,96 mld zł kwartał wcześniej. Od około roku deweloperzy utrzymują stabilne poziomy zadłużenia. Analiza składowych zadłużenia pokazuje, że w stosunku do poprzedniego roku spadła kwota obligacji notowanych na bilansach deweloperów, jak również suma środków pieniężnych. Można tłumaczyć to spłatą wyemitowanych wcześniej obligacji i mniejszą skłonnością do rolowania czy też zaciągania nowych zobowiązań przy wysokim oprocentowaniu.

Co do zasady, deweloperzy od kilku kwartałów sukcesywnie zmniejszali swoje zadłużenie i przygotowali się na ubiegłoroczne spowolnienie wynikające z wymagającego otoczenia makroekonomicznego. Skumulowany wskaźnik długu netto względem kapitałów własnych wyniósł na koniec pierwszego kwartału 2023 r. roku 21,9% vs 23,0% kwartał wcześniej i 28,5% rok wcześniej. Jeszcze wyraźniejsza jest różnica w porównaniu np. z latami 2018-2019, gdy wskaźnik w niektórych kwartałach przekraczał poziom 40,0%. Ogólna poprawa sytuacji finansowej wynika z nagromadzenia przez kilka lat dobrej koniunktury kapitału własnego. Jednocześnie wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 57,3% vs 58,5 % kwartał wcześniej i 64,5% rok wcześniej. Są to poziomy porównywalne też z latami 2018-2019. Deweloperzy budują obecnie w znacznym stopniu z wpłat klientów dlatego też wskaźnik ogólnego zadłużenia jest, co do zasady, na porównywalnych poziomach.

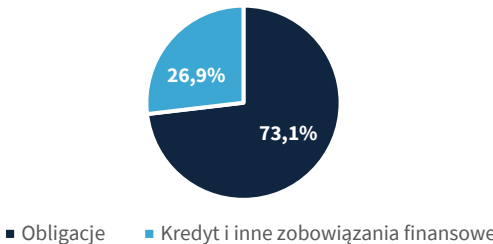
Spowolnienie sprzedaży w ubiegłym roku mogło wiązać się z niższymi przepływami od klientów. Choć sprzedaż w ostatnich miesiącach odbiła, spółki wciąż muszą z uwagi patrzeć na zdolność do generowania przepływów pieniężnych i obsługi zadłużenia.

Obecnie deweloperzy nie sygnalizują zwiększonego poziomu zakupów gruntów. Ostrożnie wypowiadają się również o uruchamianiu nowych inwestycji, choć warto zauważyć, że sentyment w ciągu ostatnich dwóch kwartałów uległ zdecydowanej poprawie, zarówno wśród potencjalnych nabywców jak i deweloperów.

Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.03.2023 r. ¹

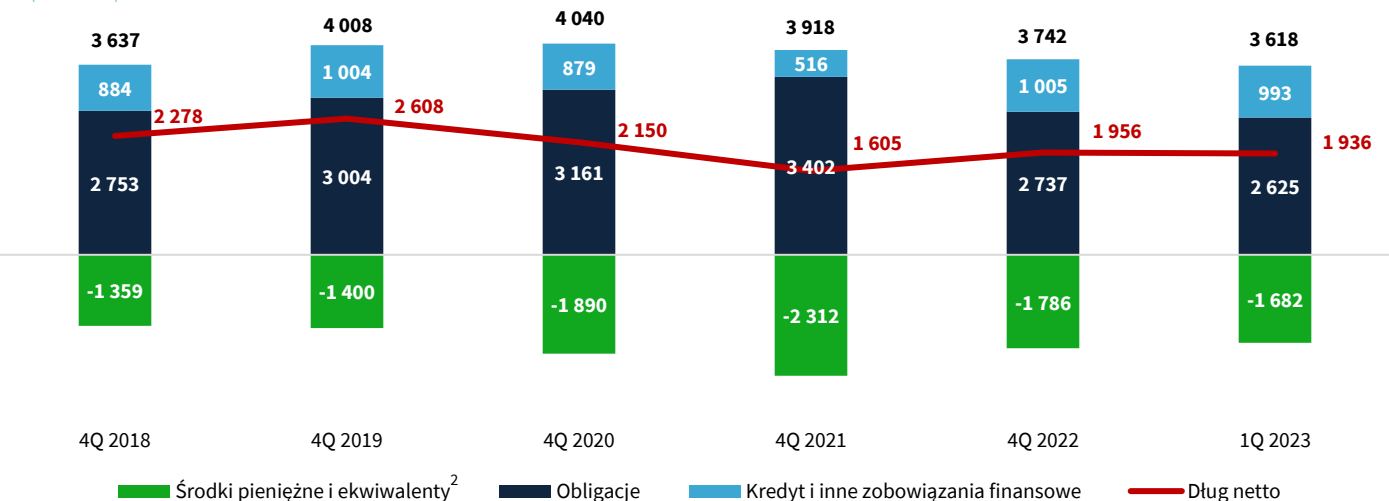


Struktura długu odsetkowego deweloperów na 31.12.2022 r. ¹



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Emitentów

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



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

² Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza poziomu zadłużenia finansowego deweloperów

Stabilna sytuacja zadłużenia deweloperów

Sytuację finansową konkretnych spółek z sektora nieruchomości oceniamy jako dobrą (w tej sekcji nie uwzględniamy Echo). Czynniki o których wspominaliśmy w poprzedniej edycji raportu wciąż pozostają aktualne. Przede wszystkim nadal utrzymują się następujące trendy:

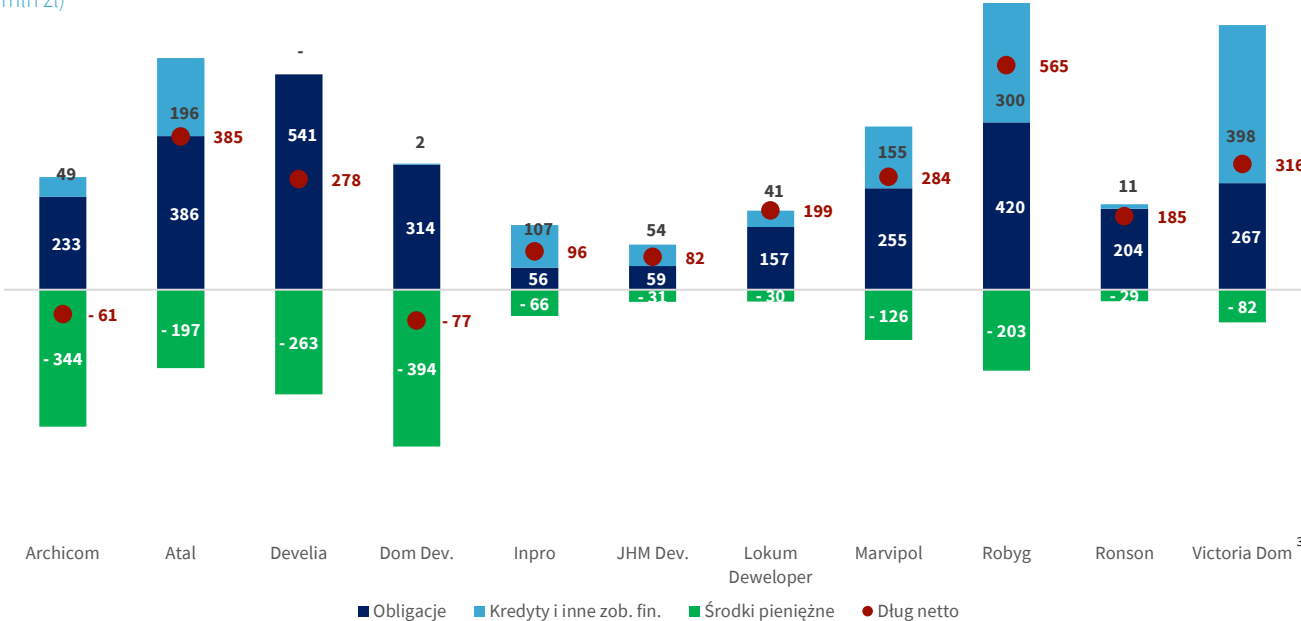
- I. wysokie ceny surowców/materiałów. Według danych PSB ceny wiodących materiałów dla budownictwa wzrosły średnio o 9% porównując okres od stycznia do czerwca 2023 r. z analogicznym okresem 2022 r. Najbardziej zdrożały cement i wapno (+34% r/r), zaś spadek cen wystąpił w przypadku izolacji termicznych oraz płyt OSB, drewna, odpowiednio o -4% i -14% r/r.
- II. wciąż wysokie odczyty inflacji - 11,5% w czerwcu, choć oznacza to spadek o 1,5 pkt proc. w stosunku do czerwca ubiegłego roku. Warto zaznaczyć, że jesteśmy na wstępnym etapie dezinflacji, który może zająć kilka kwartałów. Ponadto, w pierwszym okresie spadków jest to zwykle efekt bazy, który będzie stopniowo malał. Dodatkowo spadek cen surowców energetycznych i osłabienie dolara były na tyle głębokie, że ciężko oczekiwać powtórzenia tego ruchu w następnych miesiącach.
- III. Utrzymanie stóp procentowych na relatywnie wysokim poziomie – 6,75%. Od połowy marca 3-miesięczny WIBOR będący podstawą do wyliczania oprocentowania większości kredytów hipotecznych opartych o zmienną stopę ustabilizował się i kształtuje się w okolicach 6,9%, a jeszcze w listopadzie 2022 r. przekroczyliśmy poziom 7,6%. Są to nadal wysokie poziomy, które skutecznie utrudniają pozyskiwanie finansowania klientów na zakup nieruchomości, jednak stabilizacja na rynku stóp procentowych pozwala na większą przewidywalność zarówno ze strony banków jak i klientów.
- IV. Rządowy program „Bezpieczny kredyt 2%” – program, który zmieni sytuację na rynku nie tylko klientów, ale

również deweloperów i banków. Spodziewamy się, że program będzie cieszył się dużym zainteresowaniem klientów, co wynika z tzw. odłożonego popytu z ostatnich dwóch lat. Oczywiście program ten nie odpowie na potrzeby wszystkich zainteresowanych zakupem nieruchomości, jednak pozwoli nieco ten efekt zniwelować. Ze strony deweloperów spodziewamy się uzupełnienia oferty w III i IV kwartale oraz stopniowego uruchamiania nowych inwestycji. Spodziewamy się, że w pierwszej kolejności z oferty zaczną zniknąć tańsze mieszkania, co doprowadzi do zmniejszenia podaży i w konsekwencji wzrostu cen, bowiem uruchamianie kolejnych inwestycji przez deweloperów nie nadąży za popytem.

Sytuacja finansowa większości deweloperów, których ujmujemy w niniejszym raporcie jest dobra. Pomimo słabego pod względem sprzedaży 2022 r. ich zadłużenie nie wzrosło. Ponadto, część deweloperów zdecydowała się na delewarowanie swoich biznesów, co mogło zostać zrealizowane dzięki trwającej wcześniej kilkuletniej hossie na rynku mieszkaniowym. Jednak obecnie, wzmożony, odroczony popyt konsumencki zmagają się z niedostateczną podażą ze strony deweloperów. Punkt równowagi przeniesie się zatem w stronę wyższych cen. Deweloperzy jednak będą chcieli wykorzystać dobrą koniunkturę i zapewne zwiększyć zakupy gruntów, a to wymaga kapitału. W najbliższych kwartałach prawdopodobnie będziemy coraz częściej świadkami sięgania po emisje obligacji.

Najlepszą sytuacją finansową mógł pochwalić się Dom Development, którego dług netto przyjął ujemną wartość (-77,3 mln zł). Gotówką netto mógł się poszczycić również Archicom, który notuje kolejny z rzędu kwartał bez długu netto. Z kolei po drugiej stronie zestawienia znalazł się Robyg, z długiem netto na poziomie 564,6 mln zł.

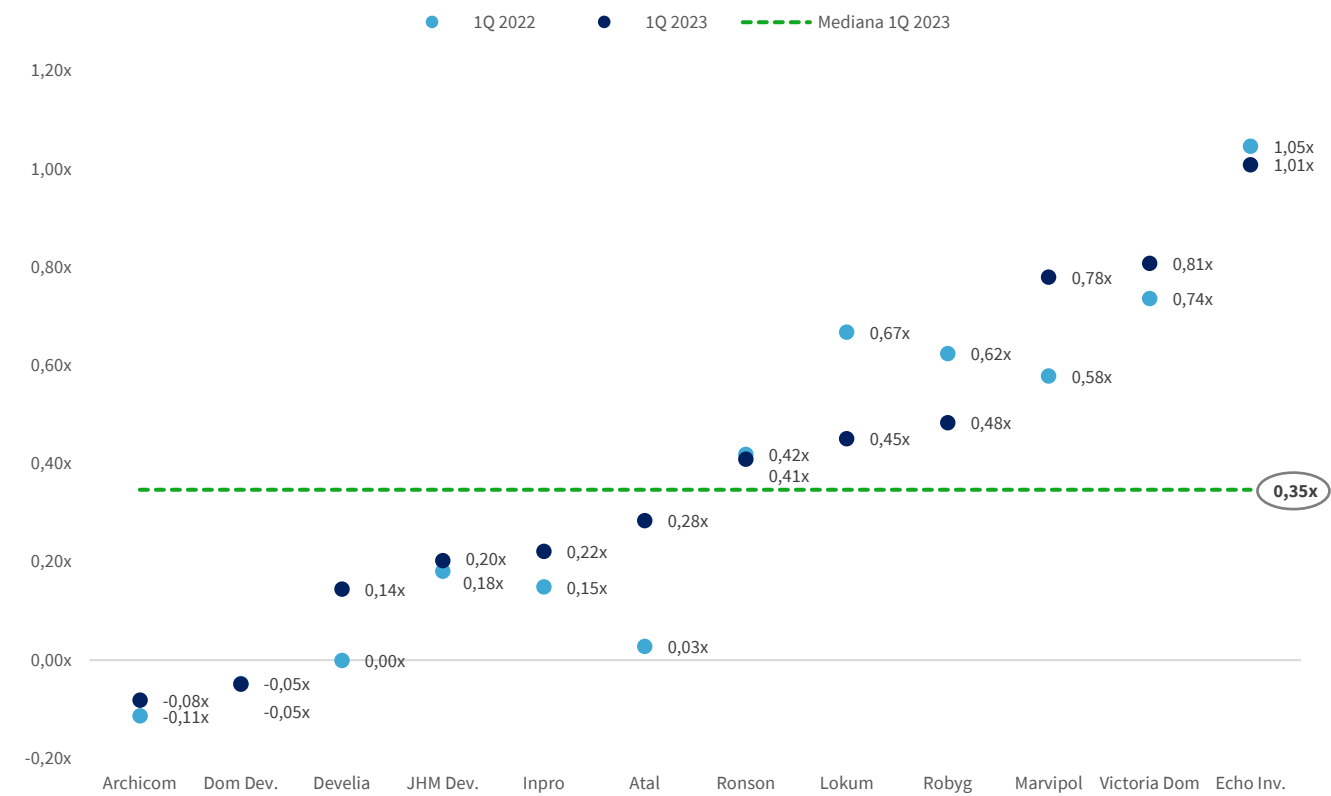
Wartość zadłużenia kredytowego i obligacyjnego, stan środków pieniężnych, dług netto poszczególnych deweloperów na koniec 4Q 2022 r. (w mln zł)¹



¹ W przypadku Develia oraz Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe. Ponadto nie uwzględniono Echo Investment z powodu niedostatecznie szczegółowych danych finansowych dot. segmentu mieszkaniowego.
² Wyłączając środki o ograniczonej możliwości dysponowania
³ Ze względu na brak danych finansowych Victoria Dom za 1Q 2023 r. wykorzystano dane na koniec 4Q 2022 r.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

Analiza wskaźników zadłużenia

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



Wskaźnik ogólnego zadłużenia własny dla wybranych deweloperów mieszkaniowych w 1Q 2022 r. oraz 1Q 2023 r. ¹



¹ W przypadku Marvipol wydzielone segmenty mieszkaniowe.
² W przypadku Echo Investment nie wydzielono segmentu mieszkaniowego.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych emitentów.

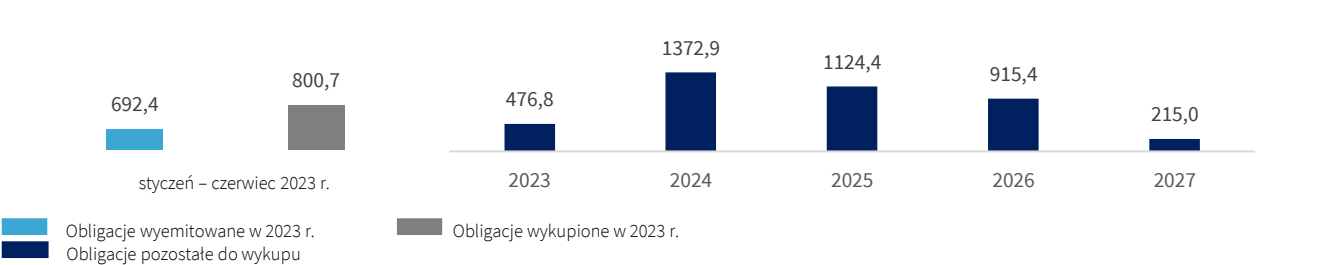
Zapadalność obligacji analizowanych deweloperów

Po wiosennej odwilży na rynku emisji obligacji sytuację na rynku możemy ocenić jako dobrą z perspektywą dalszej jej poprawy w drugiej połowie 2023 r. Rentowności obligacji dziesięcioletnich spadły z okolic 6,9% (przełom 2022 i 2023 r.) do poziomu około 5,5% w kwietniu (a więc wzrosły wyceny). Inflacja stopniowo spada i wyniosła 11,5% w czerwcu, a RPP oficjalnie zakończyła cykl podwyżek stóp procentowych i coraz częściej mówi się o perspektywie ich obniżek, być może jeszcze w III kwartale br.

Od początku roku do chwili obecnej, podmioty obecne w naszej analizie zdołały pozyskać 887,5 mln zł, w 13 emisjach. W poprzedniej edycji raportu wskazaliśmy, że otworzyło się okienko dla emitentów obligacji, które są zainteresowane pozyskaniem długu.

W ostatnich tygodniach widoczny jest spory ruch w emisjach obligacji i jesteśmy świadkami coraz częstszej konkurencji o kapitał gdzie, mówiąc już o całym rynku obligacji, jednocześnie trwają dwie lub nawet trzy prospektowe emisje. Można spodziewać się, że ta sytuacja może potrwać relatywnie długo. Powodów jest kilka, ale kluczowe to: 1) dobre wyniki funduszy dłużnych, które powinny przyciągnąć kapitał na rynek; 2) obecnie inwestycja w obligacje korporacyjne jest atrakcyjniejsza od lokat bankowych, których oprocentowanie obecnie kształtuje się na poziomie 6-7%, podczas gdy rentowność brutto, solidnych pod względem fundamentów, emitentów kształtuje się w okolicach 10-11%; 3) zbliżające się terminy wykupów znacznej kwoty obligacji.

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 2022 – 2027 (w mln PLN) według stanu na dzień 13.07.2023 r.



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

Emisje analizowanych deweloperów przeprowadzone w 2023 r.

Deweloper	Data emisji	Nominalna wartość emisji (mln PLN)	Seria	Tenor (lata)	Kupon	Zabezpieczenie
Victoria Dom	02.23	10	-	3	-	-
Archicom	03.23	62	M7/2023	2	WIBOR 3M + marża	Nie
Victoria Dom	03.23	50,2	VID0326	3	WIBOR 6M + 7,0%	Nie
Develia	03.23	180	DVL0326OZ7	3	WIBOR 3M + 4,10%	Nie
1Q 2023		302,2				
Marvipoł Development	04.2023	54	AE	3	WIBOR 6M + marża	Nie
Marvipoł Development	04.2023	35	P2022A	3	WIBOR 6M + 5,5%	Nie
Atal	05.2023	70	AZ	1	WIBOR 6M + 1,65%	Nie
Atal	05.2023	80	BA	2	WIBOR 6M + 2%	Nie
Echo Investment	05.2023	140	-	5	WIBOR 6M + marża	Nie
Victoria Dom	06.2023	11,2	X	3	WIBOR 6M + 6,5%	Nie
2Q 2023		390,2				
Ronson	07.2023	60	X	3	WIBOR 6M + 4,2%	Tak
Echo Investment	07.2023	35,1	P	4	WIBOR 6M + 4%	Nie
Develia	07.2023	100	DVL0726OZ8	3	WIBOR 3M + 3,58%	Nie
3Q 2023		195,1				
razem		887,5				

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

Zapadalność obligacji deweloperów w okresie 3Q 2023 – 2027 (w mln PLN) według stanu na dzień 13.07.2023 r.

Deweloper	Emisje w 2023 r.		Wykupy w 2023		Wykupy w okresie 2022 - 2027					Suma do wykupu
	1Q 2023	2Q 2023	1Q 2023	2Q 2023	2023	2024	2025	2026	2027	
Echo Investment	0,0	140,0	0,0	96,5	83,8 ¹	368,0	417,0	155,0	215,0	1238,8
Robyg	0,0	0,0	237,1	0,0	60,0 ¹	100,0	110,0	150,0	0,0	420,0
Atal	0,0	150,0	0,0	120,0	122,4	70,0	80,0	0,0	0,0	272,4
Develia	180,0	0,0	37,9	60,0	61,8	220,0	15,4	280,0	0,0	577,2
Dom Development	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	50,0	100,0	110,0	0,0	310,0
Marvipoł	0,0	89,0	2,5	62,4	7,3	157,1	70,0	89,0	0,0	323,4
Victoria Dom	60,2	11,2	5,0	48,5	51,4	74,3	80,0	71,4	0,0	277,2
Lokum Deweloper	0,0	0,0	58,7	0,0	0,0	100,0	50,0	0,0	0,0	150,0
Archicom	62,0	0,0	0,0	60,0	0,0	110,0	62,0	0,0	0,0	172,0
Ronson Europe N.V.	0,0	0,0	0,0	0,0	40,0	100,0	60,0	60,0	0,0	260,0
JHM Development	0,0	0,0	3,0	9,0	0,0	5,0	45,0	0,0	0,0	50,0
Inpro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,5	35,0	0,0	0,0	53,5
Razem	302,2	390,2	344,3	456,4	476,8	1372,9	1124,4	915,4	215,0	4104,5

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

ARCHICOM

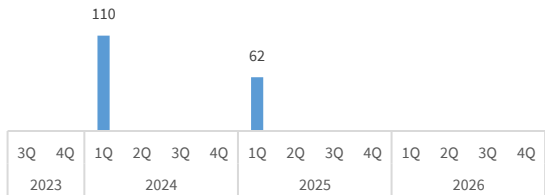
- Przypominamy, że w kwietniu zostało zawarte porozumienie pomiędzy Echo i Archicom na mocy którego działalność mieszkaniowa Echa Investment zostanie wniesiona aportem do Archicomu w zamian za nowe akcje spółki z Wrocławia. Finalizacja transakcji spodziewana jest w lipcu br. Archicom przejmie tym samym projekty w toku, które już generują cash flow. Biznes mieszkaniowy Echa został wyceniony przez biegłego na 830 mln zł. W zamian Archicom wyemituje dla Echa 22,8 mln akcji z ceną emisyjną 36,34 zł. Po objęciu akcji Echo Investment będzie posiadało 89,3% w kapitale Archicomu.
- W 2Q 2023 r. Archicom znalazł nabywców na 310 lokali, w porównaniu do 258 kwartał wcześniej i 198 rok wcześniej. Jest to najwyższa sprzedaż od roku. Narastająco od początku roku deweloper sprzedał 568 lokali w porównaniu do 532 mieszkań w analogicznym okresie poprzedniego roku.
- W minionym kwartale przekazał również nabywcom 209 lokali w porównaniu do 100 w roku poprzednim. Od początku roku deweloper przekazał klucze 338 nabywcom, w porównaniu do 382 wydanych lokali w 1H 2022 r.
- Na koniec marca 2023 r. deweloper posiadał 607 mieszkań w ofercie – jest to podobny poziom do oferty w 2021 r. W poprzednim roku deweloper utrzymywał w ofercie ponad 800 lokali.
- Pod koniec czerwca ZWZ Archicomu zdecydowało o wypłacie łącznie 3,21 zł dywidendy na akcję z zysku za 2022 r., powiększonego o środki z kapitału zapasowego, przy uwzględnieniu wypłaconej w grudniu 2022 r. zaliczki na poczet dywidendy wynoszącej 1,09 zł na akcję. Dzień wypłaty dywidendy ustalono na 28 lipca 2023 r. W 2022 roku ZWZ Archicomu zdecydowało, że spółka wypłaci łącznie 1,38 zł dywidendy na akcję za 2021 rok, z czego 1,24 zł na akcję stanowiła zaliczka wypłacona w listopadzie 2021 roku.
- Deweloper odnotował niższe wyniki r/r, ale marża brutto na sprzedaży należy do rekordowych – 45,7%. Jest to efekt wydania lokali z prestiżowego projektu Browary Wrocławskie. Spółka nadal utrzymuje ujemny dług netto w kwocie 61,3 mln zł (vs -44,8 mln zł na koniec września 2022 r. Na koniec marca Spółka posiadała ponad 340 mln zł gotówki na bilansie.

w mln zł	2020	2021	2022	1Q 2022	1Q 2023
Przychody	648,7	634,1	498,8	147,6	83,1
Zysk brutto ze sprzedaży	194,8	217,9	178,4	55,1	38,0
Marża brutto ze sprzedaży	30,0%	34,4%	35,8%	37,3%	45,7%
EBIT	133,0	159,8	114,5	40,7	18,0
Marża EBIT	20,5%	25,2%	23,0%	27,6%	21,7%
Zysk netto	93,7	122,4	94,0	31,2	14,9
Marża netto	14,4%	19,3%	18,9%	21,2%	18,0%
Kapitał własny	613,9	653,1	731,7	694,5	748,9
Zadłużenie finansowe	373,2	236,2	219,7	270,4	282,5
Kredyty i inne	104,0	45,8	47,7	46,6	49,4
Obligacje	269,2	190,4	172,0	223,8	233,1
% obligacji w zadłużeniu	72,1%	80,6%	78,3%	82,8%	82,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	174,3	264,1	264,4	349,5	343,8
Dług netto	198,9	-28,0	-44,8	-79,1	-61,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	58,0%	50,3%	44,9%	49,4%	47,7%
Dług netto/KW	32,4%	-4,3%	-6,1%	-11,4%	-8,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

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

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ATAL

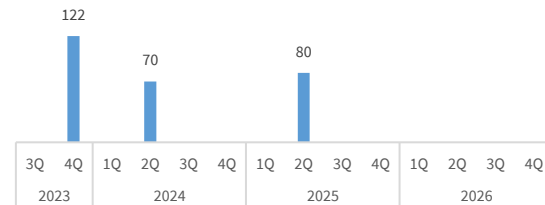
- W 2Q 2023 r. sprzedaż Atalu wyniosła 740 lokali vs 402 kwartał wcześniej (+84,1% q/q) i 582 rok wcześniej (+27,1% r/r). Najwięcej umów deweloperskich i przedwstępnych Atal podpisał w maju (kwiecień – 179, maj – 292, czerwiec – 269). W 1H 2023 r. deweloper zakontraktował łącznie 1142 lokale w stosunku do 1330 mieszkań w analogicznym okresie ubiegłego roku W całym 2023 r. deweloper zakłada kontraktację na poziomie podobnym do wyniku z 2022 r., która to wyniosła 2091 mieszkań. Spółka widzi zwiększone zainteresowanie swoją ofertą, zwłaszcza na inwestycjach, których zakończenie planowane jest w ciągu 12 miesięcy, a które wpisują się w program „Bezpieczny Kredyt 2%” – w ofercie dewelopera takich mieszkań jest blisko 3000.
- Poziom oferty na koniec marca 2023 r. wynosił 4974 vs 4639 jednostki kwartał wcześniej (+7,2% q/q) i 2733 rok wcześniej (+82,0% r/r).
- W obecnym roku Emitent planuje potencjał przekazań na poziomie ok. 2756 lokali.
- Marża brutto ze sprzedaży wzrosła do poziomu 39,1% (+6,4 p.p. r/r), była ona najwyższa w historii i znacznie powyżej założonego celu. Cel ten pozostaje niezmienny i jest nim poziom 25%. Ceny materiałów ustabilizowały się na wysokich poziomach. Deweloper zauważa również większą elastyczność co do dostępności wykonawców na budowach.
- Spółka nadal utrzymuje dobrą sytuację finansową. Dług oprocentowany dewelopera wyniósł 582,1 mln zł wobec 574,3 mln zł kwartał wcześniej i 611,6 mln zł rok wcześniej. Jednocześnie stan gotówki wyniósł niemal 200 mln zł (po pomniejszeniu o środki na MRP) wobec 294,7 mln zł kwartał wcześniej i 576,1 mln zł rok wcześniej. Tym samym, spadek salda środków pieniężnych spowodował wzrost długu netto do poziomu 385,4 mln zł wobec 279,6 mln zł kwartał wcześniej i 35,5 mln zł rok wcześniej.
- W maju Atal wyemitował dwie serie obligacji – jedna na 70 mln zł, zaś druga na 80 mln zł. Pozyskane środki mają zostać wykorzystane na finansowanie bieżącej działalności.
- ZWZ Atalu zdecydowało o wypłacie dywidendy za 2022 r. w wysokości 5 zł / akcję (łącznie 193,6 mln zł). W ubiegłym roku deweloper wypłacił rekordową dywidendę w wysokości 232 mln zł (6 zł / akcję).

w mln zł	2020	2021	2022	1Q 2022	1Q 2023
Przychody	1 167,4	1 679,2	1 657,8	406,4	189,5
Zysk brutto ze sprzedaży	237,5	453,5	470,3	133,1	74,1
Marża brutto ze sprzedaży	20,3%	27,0%	28,4%	32,7%	39,1%
Przychody segmentu dewelop.	1160,6	1672,4	1647,1	404,5	185,7
EBIT segmentu dewelop.	204,6	412,8	429,8	122,8	61,7
Marża EBIT	17,6%	24,7%	26,1%	30,4%	33,3%
Zysk netto	167,5	331,2	368,2	109,0	54,1
Marża netto	14,3%	19,7%	22,2%	26,8%	28,6%
Kapitał własny	951,8	1 165,7	1 301,7	1 274,7	1 355,9
Zadłużenie finansowe ¹	910,9	630,1	574,3	611,6	582,1
Kredyty i inne	185,6	55,9	190,7	35,1	196,1
Obligacje	725,3	574,2	383,6	576,5	386,0*
% obligacji w zadłużeniu	79,6%	91,1%	66,8%	94,3%	66,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	174,0	382,2	294,7	576,1	196,8
Dług netto	736,8	247,9	279,6	35,5	385,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	65,8%	62,6%	59,0%	61,0%	58,0%
Dług netto/KW	77,4%	21,3%	21,5%	2,8%	28,4%

¹bez uwzględnienia leasingu finansowego

* bez uwzględnienia wykupionej w kwietniu serii o wartości 120 mln zł

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DEVELIA

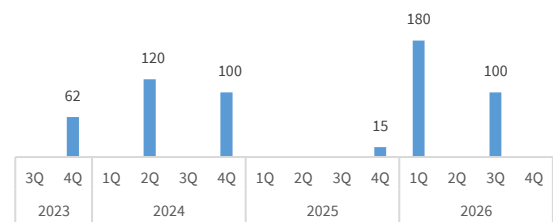
- Sprzedaż Develii w 2Q 2023 r. wyniosła 651 lokali wobec 533 w 1Q 2023 r. i 359 w 2Q 2023 r. Celem sprzedażowym na 2023 r. jest poziom 1450-1650 lokali, a więc podobny poziom jak sprzedaż w 2022 r., który ostatecznie delikatnie udało się przekroczyć. W tym roku również zakładamy, że Develia przekroczy cele sprzedażowe. W segmencie PRS celem jest zawarcie umów w zakresie realizacji 600-800 lokali.
- Na koniec marca 2023 r. oferta wynosiła 2337 lokali vs 3116 kwartał wcześniej i 3787 rok wcześniej. Cel wprowadzeń do oferty na cały obecny rok wynosi 1850 -2050 lokali.
- Liczba przekazanych lokali w 2Q 2023 r. sięgnęła 225 vs 441 kwartał wcześniej i 20 rok wcześniej. W 2022 r. deweloper przekazał łącznie 1903 co było wartością podobną do notowanej w 2021 r. W całym roku Develia planuje przekazania na poziomie 1900-2050 lokali, a więc na podobnym poziomie jak w 2022 r.
- W lutym zawarto list intencyjny dot. sprzedaży Arkad Wrocławskich, z orientacyjną ceną sprzedaży wynoszącą 210 mln zł. W czerwcu Spółka poinformowała o przedłużających się negocjacjach w zakresie zawarcia umowy przedwstępnej – taka umowa miałaby zostać podpisana do końca września br. Umowa przyrzeczona powinna zostać zawarta do 29 stycznia 2025 r. Pod koniec kwietnia podpisano umowę na sprzedaż budynku Wola Retro w Warszawie. Cenę sprzedaży ustalono na 69,3 mln euro (ok. 318 mln zł).
- Sytuacja finansowa Develii jest dobra i nie zmieniła się znacznie w stosunku do poprzedniego kwartału. Dług netto Grupy spadł do 215,9 mln zł wobec 299,9 mln zł kwartał wcześniej. W efekcie dług netto do kapitału własnego wyniósł na koniec marca br. 14,4 % wobec 20,9% kwartał wcześniej.
- Na początku czerwca Develia zawarła przedwstępna umowę nabycia 100% udziałów w polskich spółkach zależnych od Nexity za 100 mln EUR. Na koniec 2022 r. bank ziemi francuskiego dewelopera wynosił 2,2 tys. lokali, w realizacji było ok. 1,4 tys. lokali, a ponadto Nexity miało zabezpieczone grunty pod budowę umowami przedwstępnymi dodatkowe 2,3 tys. mieszkań. Transakcja ma zostać sfinalizowana do końca września. Develia zakłada sfinansowanie przejścia środkami własnymi i kredytem bankowym.
- Spółka poinformowała o przeprowadzonej emisji obligacji trzyletnich obligacji o wartości 100 mln zł. Oferta została skierowana do inwestorów kwalifikowanych. Oprocentowanie ustalono o wskaźnik WIBOR 3M +3,58%.

w mln zł	2020	2021	2022	1Q 2022	1Q 2023
Przychody	517,1	911,9	1 067,9	97,6	257,2
Przychody	430,1	823,0	1 013,6	76,7	244,8
Zysk brutto ze sprzedaży	134,8	236,7	334,0	20,2	83,1
Marża brutto ze sprz.	31,3%	28,8%	33,0%	26,3%	33,9%
Zysk netto	-138,8	153,9	231,8	13,1	58,4
Marża netto	-26,8%	16,9%	21,7%	13,4%	22,7%
Kapitał własny	1 317,8	1 400,4	1 434,9	1 416,8	1 495,0
Zadłużenie finansowe	837,1	941,4	652,0	719,5	790,7
Zadłużenie finansowe	385,7	474,2	400,9	433,6	541,0
Kredyty i inne	0,0	6,3	0,0	0,0	0,0
Obligacje	385,7	468,0	400,9	433,6	541,0
% obligacji w zadłużeniu	100,0%	98,7%	100,0%	100,0%	100,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	182,1	220,8	172,1	290,9	262,6
Dług netto	203,6	253,4	228,8	142,8	278,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	53,2%	56,9%	51,3%	57,4%	52,6%
Dług netto/KW	34,9%	43,5%	20,9%	-0,1%	14,4%

Wydzielony segment mieszkaniowy

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

Zapadalność obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



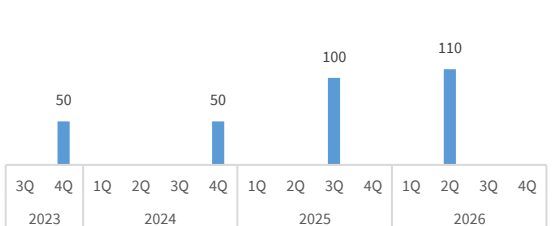
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

DOM DEVELOPMENT

- Dom Development sprzedał w 2Q 2023 r. 931 lokali wobec 914 w 1Q 2023 r. i 801 rok wcześniej. Tym samym jest to najwyższa sprzedaż od 4Q 2021 gdzie Spółka sprzedała ponad 1000 lokali. Deweloper oczekuje, że pod względem sprzedaży 2023 r. nie będzie gorszy niż rok ubiegły.
- Liczba przekazanych lokali w 2Q 2023 r. sięgnęła 648 lokali vs 1350 w 1Q 2023 r. i 1084 w 2Q 2022 r. W pierwszym półroczu 2023 r. Spółka przekazała łącznie 1998 lokali w stosunku do 2178 rok wcześniej (-8,3% r/r).
- Poziom oferty na koniec marca 2023 r. wyniósł 2312 jednostek vs 2082 kwartał wcześniej - w Warszawie było to 618 lokali (-22 proc. r/r), w Trójmieście 840 (+43 proc. r/r), we Wrocławiu 555 lokali (+45 proc. r/r) oraz 299 w Krakowie (-6 proc. r/r). Spółka wskazuje na ostrożne podejście jeśli chodzi o uruchamianie nowych inwestycji, ale jednocześnie deklaruje, że jest w stanie zwiększyć ofertę w sytuacji dalszej poprawy sytuacji na rynku mieszkaniowym.
- Na koniec marca deweloper wykazał gotówkę netto na poziomie 77,3 mln zł, w stosunku do długu netto w wysokości 118,3 mln zł w na koniec grudnia 2022 r. Gotówkę w Spółce z pewnością uszczupliła rekordowa dywidenda, która została wypłacona 4 lipca. Na dywidendę zostanie przeznaczona 282,7 mln zł tj. 11,00 zł/akcję. Wskaźnik zadłużenia netto względem kapitału własnego na koniec marca 2023 r. sięgnął -4,9% wobec 4,8% na koniec 2022 r.
- Dom Development obecnie nie widzi dużych potrzeb w zakresie pozyskania finansowania, jednak w lutym Spółka ustanowiła program emisji obligacji do 400 mln zł. Deweloper wskazuje, że wróci na rynek obligacji jeśli marże będą bardziej atrakcyjne.
- Spółka rozważa wejście do kolejnego miasta, jednak raczej nie należy się spodziewać tego w bieżącym roku, natomiast wskazuje na większą aktywność na rynku gruntów w obecnych lokalizacjach.
- Na koniec pierwszego kwartału 2023 r. Dom Development dysponował bankiem ziemi z potencjałem ponad 16 tysięcy lokali do wybudowania.

w mln zł	2020	2021	2022	1Q 2022	1Q 2023
Przychody	1815,0	1897,5	2419,3	727,0	822,0
Zysk brutto ze sprzedaży	578,8	625,2	755,8	233,8	257,4
Marża brutto ze sprz.	31,9%	32,9%	31,2%	32,2%	31,3%
Zysk netto	302,2	325,3	410,3	141,8	158,8
Marża netto	16,7%	17,1%	17,0%	19,5%	19,3%
Kapitał własny	1157,5	1249,2	1413,3	1407,1	1571,8
Zadłużenie finansowe	371,4	394,7	422,5	380,9	316,5
Kredyty i inne	10,0	31,4	59,2	16,4	2,3
Obligacje	361,4	363,3	363,3	364,5	314,1
% obligacji w zadłużeniu	97,3%	92,0%	86,0%	95,7%	99,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	585,7	607,0	304,2	448,7	393,8
Dług netto	-214,3	-212,3	118,3	-67,9	-77,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,4%	67,8%	65,6%	64,9%	61,1%
Dług netto/KW	-18,5%	-17,0%	4,8%	-4,8%	-4,9%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

ECHO INVESTMENT

- Grupa Echo-Archicom w 2Q 2023 r. znalazła nabywców na 448 jednostki vs 374 w 1Q 2023 r. (+19,8% q/q) i 323 rok wcześniej (+38,7% r/r). Na samo Echo przypadło kolejno 138 lokali w 2Q 2023 r. 116 w 1Q 2023 r. i 125 rok wcześniej. W całym 2023 roku zarząd szacuje, że sprzedaż może oscylować na poziomie 3000-4000 lokali.
- Liczba przekazanych lokali w Grupie sięgnęła 319 vs 293 kwartał wcześniej i 355 rok wcześniej. Narastająco od początku roku Spółka przekazała nabywcom 612 lokali w stosunku do 755 mieszkań w analogicznym okresie ubiegłego roku. W całym 2022 r. liczba przekazanych lokali wyniosła 2169 jednostek w stosunku do 2992 lokali w analogicznym okresie ubiegłego roku. Z 2169 mieszkań na samo Echo przypadło 1241 lokali, zaś na Archicom 928 jednostek.
- W bieżącym roku planowana jest sprzedaż budynków w czterech projektach biurowych (My Place II w Warszawie, React I w Łodzi, Brain Park I w Krakowie i City II we Wrocławiu), z czego na początku kwietnia deweloper poinformował o zawarciu umowy na sprzedaż My Place II na kwotę 44,2 mln EUR netto.
- Zgodnie z kwietniowym porozumieniem pomiędzy Echo i Archicomem, Echo Investment skupić się ma na rozwijaniu segmentu nieruchomości komercyjnych, mieszkaniach na wynajem oraz tworzeniu wielofunkcyjnych projektów „destination”. Z kolei działalność mieszkaniowa Echa Investment zostanie wniesiona aportem do Archicomu w zamian za nowe akcje spółki z Wrocławia. Finalizacja transakcji spodziewana jest w lipcu br.
- Jeszcze podczas konferencji wynikowej za 2022 r. Zarząd informował, że Grupa planuje rozpocząć budowę blisko 2,5 tys. mieszkań, głównie we Wrocławiu (37%) oraz w Warszawie (33%) i tym samym znacząco zwiększyć sprzedaż. Bank ziemi pozwala na zbudowanie blisko 12 tys. lokali.
- Na początku kwietnia deweloper poinformował raportem bieżącym o ustanowieniu publicznego programu emisji obligacji do kwoty 300 mln zł. W maju Spółka wyemitowała dług o wartości 140 mln zł. Emisja była skierowana do inwestorów kwalifikowanych. Z kolei w lipcu Spółka wyemitowała papiery dłużne o łącznej wartości 35 mln zł, redukcja zapisów wyniosła ponad 50%. Oprocentowanie zostało ustalone w oparciu o WIBOR 6M + 4% marży. Odpowiedzią na duże zainteresowanie będzie dodatkowa emisja o wartości do 15 mln zł.

INPRO

- W 2Q 2023 r. deweloper sprzedał 189 lokali vs 167 kwartał wcześniej (+13,2% q/q) i 119 jednostek rok wcześniej (58,8% r/r). Jest to najwyższa sprzedaż jaką deweloper zanotował w ostatnich dwóch latach.
- Liczba przekazanych lokali sięgnęła 192 wobec 94 kwartał wcześniej i 75 rok wcześniej. Od początku roku deweloper przekazał nabywcom 286 mieszkań w stosunku do 173 lokali w analogicznym okresie ubiegłego roku. Spółka komunikuje, że zdecydowana większość przekazania będzie przypadać na drugą połowę 2023 r. Wstępnie szacowana liczba przekazanych lokali będzie wynosić 631.
- W 2022 r. deweloper wprowadził do oferty 1285 lokali w 11 zróżnicowanych projektach – część z nich to kolejne etapy prowadzonych już inwestycji, część to nowe projekty. Z kolei w 2023 r. Grupa planuje wprowadzić do oferty około 550 lokali. Mimo, że nie jest to duża liczba planowanych do wprowadzenia do oferty lokali to Emitent zastrzega jednak, że wprowadzenia będą odbywać się w zależności od warunków rynkowych.
- W 1Q 2023 r. Grupa odnotowała przychody na poziomie 51,8 mln zł vs 58,1 mln zł rok wcześniej (-10,9% r/r). Marża brutto na sprzedaży w 1Q 2023 r. ukształtowała się na stabilnych poziomach i wyniosła 29,6% w stosunku do 32,1% rok wcześniej.
- Na koniec marca br. dług netto wyniósł 96,4 mln zł vs 95,7 mln zł kwartał wcześniej i 58,4 mln zł rok wcześniej, co stanowiło kolejno 22,1% kapitałów własnych vs 22,2% na koniec grudnia 2022 r. i 14,9% na koniec marca ubiegłego roku. Wzrost długu netto wynika z zaciągnięcia kredytów pod inwestycje. Pomimo wzrostu zadłużenia, Grupa utrzymuje solidne wskaźniki zadłużenia. Na koniec grudnia miała aktywne dwie serie obligacji. Pierwsza z wymienionych wyemitowana przez samo Inpro, seria B o wartości 35,0 mln zł, zapadająca w październiku 2025 roku oraz druga, wyemitowana przez spółkę zależną Domesta, zapadająca w marcu 2024 r.
- Pod koniec czerwca ZWZ podjęło uchwałę ws. wypłaty dywidendy za poprzedni rok. Na ten cel postanowiono przeznaczyć część zysku w kwocie 10 mln zł tj. 0,25 zł na każdą akcję. ZWZ ustaliło dzień 25 lipca 2023 roku jako dzień dywidendy, a jako dzień wypłaty dywidendy ustalono dzień 8 sierpnia 2023 roku.

w mln zł	2020	2021	2022	1Q 2022	1Q 2023
Przychody	1212,9	1532,7	1394,3	283,6	210,1
Zysk brutto ze sprzedaży	243,8	400,1	492,4	97,1	71,3
Marża brutto ze sprz.	20,1%	26,1%	35,3%	34,2%	33,9%
Przychody	728,6	1254,7	1109,4	212,5	146,4
Zysk brutto ze sprzedaży	164,4	282,2	377,5	67,6	47,7
Marża brutto ze sprz.	22,6%	22,5%	34,0%	31,8%	32,6%
Aktywa	1154,4	2131,5	2267,6	2265,2	2332,9
Kapitał własny	346,6	662,0	644,1	673,7	561,5
Aktywa	5630,8	6434,9	6087,0	6705,4	5874,6
Kapitał własny	1684,6	1863,5	1806,3	2385,1	1820,9
Zadłużenie finansowe	2943,2	3074,1	2639,0	3226,4	2616,5
Kredyty i inne	1518,9	1433,5	1084,5	1639,7	1006,5
Obligacje	1424,3	1640,7	1554,5	1586,8	1610,0
% obligacji w zadłużeniu	48,4%	53,4%	58,9%	49,2%	61,5%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	327,1	588,7	942,0	1639,7	778,5
Dług netto	2616,1	2485,5	1697,0	2496,6	1838,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	70,1%	71,0%	70,3%	64,4%	69,0%
Dług netto/KW	155,3%	133,4%	93,9%	104,7%	100,9%



Obligacje wyemitowane przez Grupę Archicom

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2020	2021	2022	1Q 2022	1Q 2023
Przychody	382,6	321,4	357,7	58,1	51,8
Przychody	361,5	288,4	317,4	48,6	42,9
Zysk brutto ze sprzedaży	103,3	80,0	104,8	15,6	12,7
Marża brutto	28,6%	27,8%	33,0%	32,1%	29,6%
Zysk netto	63,8	41,9	63,2	6,2	2,5
Marża netto	17,7%	14,5%	19,9%	12,8%	5,8%
Zysk netto	67,8	46,9	64,1	8,5	4,7
Marża netto	17,7%	14,6%	17,9%	14,5%	9,0%
Kapitał własny	365,7	386,3	430,5	392,2	435,2
Zadłużenie finansowe	107,2	119,9	150,4	119,7	162,7
Kredyty i inne	82,3	67,0	95,5	65,7	107,1
Obligacje	24,8	52,9	54,8	53,9	55,6
% obligacji w zadłużeniu	23,2%	44,1%	36,5%	45,1%	34,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	90,6	63,3	54,7	61,2	66,3
Dług netto	16,6	56,6	95,7	58,4	96,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	43,4%	42,8%	38,1%	43,7%	39,4%
Dług netto/KW	4,5%	14,6%	22,2%	14,9%	22,1%



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

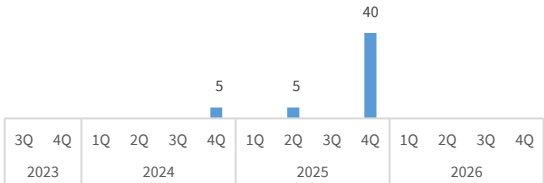
JHM DEVELOPMENT

- W 2Q 2023 r. deweloper sprzedał 112 mieszkań vs 72 kwartał wcześniej i 95 rok wcześniej.
- Oferta spółki na początku kwietnia wynosiła 867 lokali w budowie, oraz 175 mieszkań gotowych. Na liście lokali w ofercie są projekty zarówno w dużych miastach (Gdańsk, Łódź), miastach średniej wielkości (np. Bydgoszcz) jak i mniejsze ośrodki miejskie (Żyrardów).
- Deweloper ma bardzo ambitne plany, które w przypadku realizacji wyraźnie przybliżą go do skali sprzedaży ok. 1000 lokali rocznie. Biorąc pod uwagę obecne trudne otoczenie oceniamy ten cel jako ambitny. By go zrealizować, emitent planuje wprowadzić do realizacji w latach 2022-2024 aż 2201 lokali w 12 projektach w 6 ośrodkach miejskich, zarówno w większych ośrodkach, średnich, jak i mniejszych.
- Przychody z rozpoznanych w 1Q 2023 r. lokali wyniosły 10,6 mln zł vs 12,1 mln zł rok wcześniej (-12,6% r/r). Cała Grupa rozpoznała 10,7 mln zł przychodów vs 12,3 mln zł rok wcześniej (-12,8% r/r).
- Działalność deweloperska pozwoliła Grupie rozpoznać 3,6 mln zł zysku brutto na sprzedaży vs 2,9 mln zł rok wcześniej (+24,7% r/r), co oznacza rekordową dla Spółki marżę na poziomie 33,8% w 1Q 2023 r. w stosunku do 23,6% w analogicznym okresie ubiegłego roku.
- Zadłużenie pozostało na niskich poziomach. Dług netto na koniec marca 2023 r. wyniósł 82,3 mln zł vs 64,8 mln zł kwartał wcześniej i 71,6 mln zł rok wcześniej, a wobec kapitału własnego 20,2% vs 15,9% na koniec grudnia 2022 r. i 18,1% rok wcześniej.
- Pod koniec marca deweloper poinformował o częściowym wykupie obligacji serii C i D o łącznej wartości nominalnej 3,0 mln zł, a zatem 25% łącznej liczby obligacji tych serii. Z kolei w czerwcu Spółka wykupiła pozostałą część obligacji serii C oraz serii D na łączną kwotę 9,0 mln zł. Tym samym deweloper ma aktualnie bardzo komfortową sytuację jeśli chodzi o zapadalność obligacji na kolejne lata.

w mln zł	2020	2021	2022	1Q 2022	1Q 2023
Przychody	147,5	164,6	131,5	12,3	10,7
Przychody	114,6	146,4	131,0	12,1	10,6
Zysk brutto ze sprzedaży	27,7	33,6	38,0	2,9	3,6
Marża brutto	24,2%	22,9%	29,0%	23,6%	33,8%
Zysk netto	14,3	16,5	14,6	0,9	-1,0
Marża netto	12,5%	11,3%	11,2%	7,8%	-9,3%
Zysk netto	15,8	17,1	12,8	0,1	-0,4
Marża netto	10,7%	10,4%	9,7%	1,0%	-3,4%
Kapitał własny	459,4	399,1	407,0	395,7	406,7
Zadłużenie finansowe	79,7	120,8	96,2	112,6	113,1
Kredyty i inne	66,1	58,6	33,9	50,4	53,8
Obligacje	13,5	62,2	62,3	62,2	59,3
% obligacji w zadłużeniu	17,0%	51,5%	64,7%	55,3%	52,4%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	7,8	38,5	31,5	40,9	30,8
Dług netto	71,8	82,3	64,8	71,6	82,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	40,4%	38,3%	36,6%	40,9%	39,7%
Dług netto/KW	15,6%	20,6%	15,9%	18,1%	20,2%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

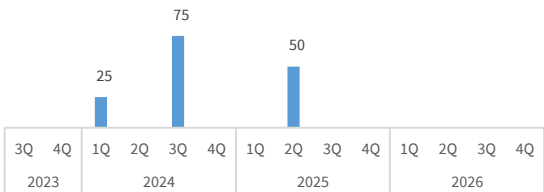
LOKUM DEWELOPER

- W 2Q 2023 r. deweloper sprzedał 206 lokali vs 156 kwartał wcześniej i 104 rok wcześniej. Jest to najlepszy wynik od 4Q 2021 r. W całym 2023 r. spółka planuje sprzedać ok. 700 lokali.
- Spółka weszła w 2023 r. z szeroką pulą mieszkań gotowych i takich których realizacja niebawem się zakończy. Na koniec grudnia Lokum Deweloper miał w ofercie 772 lokale. Z kolei na koniec marca br. w wyniku zwiększonej sprzedaży oferta nieco stopniała i wyniosła 591 mieszkań, zaś na koniec czerwca wyniosła ona 522 mieszkania. W realizacji obecnie jest blisko 700 mieszkań. Daje to dobrą podstawę do generowania korzystnego cash-flow spółki i zapowiadano dalszego ograniczania zadłużenia.
- W 2Q 2023 r. deweloper przekazał nabywcom 125 lokali vs 106 kwartał wcześniej i 28 rok wcześniej. Do rozpoznania w wyniku Spółce pozostaje nieco ponad 500 mieszkań, a więc potencjał rozpoznać w całym roku kształtuje się na poziomie ok. 700-750 mieszkań. Jest to zbliżona wielkość jak w poprzednim roku.
- Spółka w ostatnich kwartałach istotnie zredukowała zadłużenie. W 4Q 2022 r. i w 1Q 2023 r. deweloper przedwcześnie wykupił obligacje na łączną kwotę 100 mln zł. Tym samym dług netto Grupy na koniec grudnia wyraźnie spadł do 194,8 mln zł z 243,1 mln zł na koniec września i 267,3 na koniec grudnia 2021 r. Na koniec marca dług netto wyniósł 198,9 mln zł. Deweloper dalej planuje ograniczanie zadłużenia finansowego.
- Na koniec marca wskaźnik długu netto do kapitałów własnych utrzymał się na podobnym poziomie, w porównaniu do stanu z grudnia ubiegłego roku i wyniósł 45,1% vs 66,8% na koniec marca 2022 r. Deweloper znacznie zmniejszył poziom wyrobów gotowych, gdzie na koniec grudnia wynosiły one 199,1 mln zł, a na koniec marca 67,2 mln zł. Jest to efekt wydania przez dewelopera gotowych mieszkań nabywcom.
- Zarząd komunikuje, że w najbliższych latach, osiągnięcie celu marżowego zysku netto na poziomie 20% będzie trudne do realizacji, a wręcz niemożliwe.
- ZWZ Lokum Deweloper zdecydowało o wypłacie dywidendy za 2022 r. w wysokości 1,69 zł / akcję (łącznie 30,4 mln zł). W ubiegłym roku deweloper wypłacił dywidendę w wysokości 29,7 mln zł (1,65 zł / akcję).

w mln zł	2020	2021	2022	1Q 2022	1Q 2023
Przychody	191,0	309,8	366,7	39,7	57,7
Zysk brutto ze sprz.	54,0	112,8	135,3	13,6	21,7
Marża brutto ze sprz.	28,3%	36,4%	36,9%	34,4%	37,5%
Zysk ze sprz.	35,6	87,7	109,3	8,7	15,1
Marża zysku ze sprz.	18,6%	28,3%	29,8%	21,9%	26,1%
Zysk netto	20,4	60,1	60,9	-6,4	9,6
Marża netto	10,7%	19,4%	16,6%	-16,0%	16,6%
Kapitał własny	356,9	404,9	430,7	398,6	440,8
Zadłużenie finansowe	285,3	295,9	260,2	296,5	228,7
Kredyty i inne	86,2	41,1	39,7	36,0	71,5
Obligacje	199,1	254,7	220,5	260,5	157,2
% obligacji w zadłużeniu	69,8%	86,1%	84,7%	87,9%	68,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	84,4	28,5	65,4	30,1	29,8
Dług netto	200,9	267,3	194,8	266,4	198,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	49,0%	52,1%	46,5%	53,4%	44,2%
Dług netto/KW	56,3%	66,0%	45,2%	66,8%	45,1%

¹bez uwzględnienia leasingu finansowego

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

MARVIPOL DEVELOPMENT

- Po słabym 2022 r. deweloper notuje solidną sprzedaż w 2023 r. W 2Q br. Spółka zakontraktowała 141 mieszkań wobec 107 kwartał wcześniej i 41 rok wcześniej. Jest to drugi z rzędu kwartał, kiedy deweloper przebił barierę 100 sprzedanych mieszkań. Od stycznia do czerwca Spółka sprzedała 248 lokali vs 108 w analogicznym okresie ubiegłego roku.
- W ślad za zwiększoną sprzedażą uszczupliła się oferta dewelopera. W obecnym roku Spółka wchodziła z ofertą na poziomie 569 lokali, vs 623 kwartał wcześniej i 539 rok wcześniej. Na koniec marca było to 466 mieszkań i można domniemywać, że w chwili obecnej jest jeszcze niższa. W bieżącym roku sytuacja pod względem potencjalnej sprzedaży wydaje się być lepsza, stąd w drugiej połowie roku być może będziemy mogli zobaczyć większą skłonność do uruchamiania kolejnych inwestycji. Jak wskazała Spółka, w 2023 r. Marvipol może wprowadzić do sprzedaży ponad 400 lokali.
- W 2Q br. Spółka przekazała nabywcom 278 mieszkań vs 103 kwartał wcześniej. Na wynik bieżącego kwartału wpływ miało głównie przekazanie lokali w projektach Lazurova Concept (222 lokale) i Apartamenty Zielony Natolin (48 lokali). Potencjał przekazać to 489 lokali, z czego prawie połowa to inwestycja Lazurova Concept, która właśnie została przekazana nabywcom. W bieżącym roku planowane jest również wydanie inwestycji Rotunda Dynasy, zatem sumując lokale sprzedane oraz mieszkania z inwestycji ukończonych, które nie zostały sprzedane, potencjał wydań lokali w 2H'23 to ok. 60 jednostek.
- Dług netto części mieszkaniowej dewelopera ukształtował się na poziomie ok. 283,5 mln zł wobec 274,7 mln zł kwartał wcześniej i 195,8 mln zł rok wcześniej. Względem kapitału własnego zadłużenie wyniosło 78,0% vs 76,6% kwartał wcześniej i 57,9% rok wcześniej.
- Zapadalność obligacji dewelopera jest rozłożona w czasie i bieżący rok jest pod tym względem dla Spółki komfortowy. Większe kwoty do wykupu pojawiają się w przyszłym roku. Spółka rozważa kolejną emisję obligacji, która miałaby zostać zasymilowana z obligacjami serii AE wyemitowanymi w kwietniu br.
- Pod koniec kwietnia WZA przegłosowało uchwałę dot. przeznaczenia zysku na kapitał zapasowy. Przypominamy, że polityka dywidendowa z 2020 r. zakładała wypłatę dywidendy w wysokości 40% za 2022 r. i 50% za 2023 r. i każdy kolejny rok obrotowy.
- W lipcu Spółka będzie prowadziła publiczną emisję obligacji o wartości 60 mln zł. Oprocentowanie będzie wynosić WIBOR 6M + 5,4% marży.

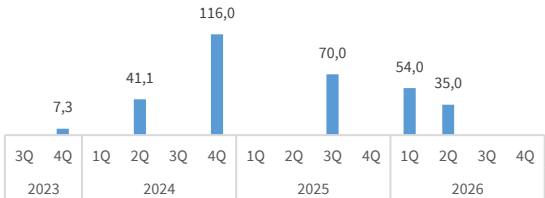
ROBYG

- Przypomnijmy, w marcu 2022 r. TAG Immobilien sfinalizował przejęcie 100% akcji Robyg. Trzy lata temu niemiecka Grupa nabyła Vantage Development i zakończyła tym samym proces integracji działalności w Polsce. Strategia Grupy Robyg w porozumieniu z TAG Immobilien zakłada, że Robyg nadal ma działać w segmencie sprzedaży mieszkań dla klienta detalicznego, natomiast Vantage Development będzie rozwijać działalność PRS.
- W 2Q 2023 r. deweloper znalazł nabywców na 744 lokali vs 736 kwartał wcześniej i 445 rok wcześniej. Jest to kolejny udany kwartał Spółki.
- Plany dewelopera na bieżący rok obejmują sprzedaż do klienta detalicznego na poziomie ponad 3000 lokali, a więc ok. 40% więcej w porównaniu do 2022 r. Wcześniej Spółka zakładała sprzedaż na poziomie 2400-2500 mieszkań.
- Przekazania sięgnęły 236 jednostek vs 484 kwartał wcześniej i 507 rok wcześniej. W bieżącym roku deweloper planuje przekazać ok. 3500 lokali. W całym 2022 r. deweloper przekazał ok. 3500 mieszkań vs 2941 rok wcześniej.
- Oferta Robyga nadal pozostaje wysoka, jednak z kwartału na kwartał się obniża. Na koniec marca br. wyniosła niespełna 3500 lokali w stosunku do wartości przekraczających nawet 5000 jednostek w poprzednim roku.
- Pod koniec maja deweloper poinformował o podpisaniu umowy joint venture z luksemburskim funduszem inwestycyjnym zarządzanym przez Centerbridge Partners, LP w celu inwestowania w portfolio nieruchomości mieszkaniowych. Umowa dotyczy nabycia gruntów o wartości 100 mln USD. Robyg zakłada przeniesienie do JV własnych projektów o potencjale przekraczającym 100 tys. m2 PUM i nabycie dodatkowych projektów. Robyg będzie posiadał 50% udziałów w JV.
- Wskaźniki zadłużenia uległy poprawie w stosunku do wyników na koniec grudnia 2022 r. Dług netto do kapitału własnego osiągnął na koniec marca 2023 r. poziom 48,4% vs 54,2% kwartał wcześniej i 62,5% rok wcześniej.
- W grudniu deweloper zamknął emisję trzyletnich (spółka wcześniej regularnie finansowała się pięcioletnimi papierami) obligacji na kwotę 110 mln zł. Spółka wskazuje, że obecnie nie ma planów nowej emisji obligacji.

w mln zł	2020	2021	2022	1Q 2022	1Q 2023
Przychody	431,4	393,7	588,6	121,6	70,8
Przychody	431,4	360,9	481,8	90,3	59,7
Zysk brutto ze sprzedaży	105,8	105,7	131,9	25,2	12,9
Marża brutto ze sprz.	24,5%	29,3%	27,4%	27,9%	21,6%
Zysk netto	52,0	57,1	62,1	14,1	6,1
Marża netto	12,1%	14,5%	10,6%	11,6%	8,6%
Kapitał własny	339,3	299,3	358,7	338,5	363,5
Zadłużenie finansowe	347,4	346,7	407,3	432,8	409,6
Kredyty i inne	125,5	74,3	152,0	99,7	154,6
Obligacje	221,9	272,4	255,4	333,2	255,1
% obligacji w zadłużeniu	63,9%	78,6%	62,7%	77,0%	62,3%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	121,5	183,0	132,6	237,0	126,1
Dług netto	225,9	163,8	274,7	195,8	283,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64,1%	73,0%	63,3%	70,7%	63,2%
Dług netto/KW	66,6%	54,7%	76,6%	57,9%	78,0%

Wydzielony segment mieszkaniowy

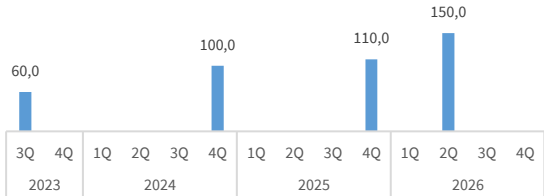
Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

w mln zł	2020	2021	2022	1Q 2022	1Q 2023
Przychody	1105,3	1299,9	1505,5	127,9	221,6
Zysk brutto ze sprz.	305,0	370,1	410,8	31,9	58,3
Marża brutto ze sprz.	27,6%	28,5%	27,3%	25,0%	26,3%
EBIT	269,2	490,6	438,8	79,1	41,5
Marża EBIT	24,4%	37,7%	29,1%	61,8%	18,7%
Zysk netto	213,5	397,1	353,6	65,3	31,8
Marża netto	19,3%	30,5%	23,5%	51,1%	14,3%
Kapitał własny	970,9	1 380,4	1 138,8	856,0	1 166,7
Zadłużenie finansowe	570,5	642,7	1041,6	804,0	768,0
Kredyty i inne	65,4	30,0	370,3	194,0	348,0
Obligacje	505,0	612,6	671,3	610,0	420,0
% obligacji w zadłużeniu	88,5%	95,3%	64,4%	75,9%	54,7%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	178,1	296,9	424,5	269,2	203,3
Dług netto	392,3	345,8	617,1	534,8	564,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	62,3%	60,3%	67,7%	74,7%	64,9%
Dług netto/KW	40,4%	25,1%	54,2%	62,5%	48,4%

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

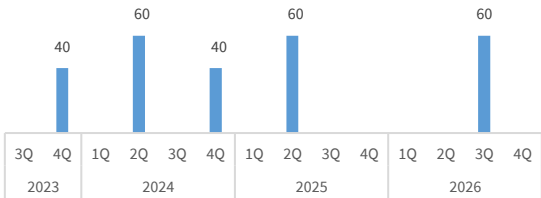
RONSON

- W 2Q br. Ronson znalazł nabywców na 271 lokali vs 223 kwartał wcześniej i 114 rok wcześniej. Cel sprzedażowy na bieżący rok wynosi około 700 jednostek, w stosunku do zakontraktowanych w 2022 r. 442 mieszkań.
- Oferta na koniec marca 2023 r. wyniosła 1164 jednostek vs 1380 kwartał wcześniej i 698 rok wcześniej. Po znacznym uzupełnieniu oferty w 2Q 2022 r. obecnie Spółka komunikuje, że aktualne tempo wyprzedawania oferty jest wyższe niż tempo wprowadzanych nowych inwestycji, tym samym deweloper zdecydował o wprowadzeniu do regularnej sprzedaży gotowych mieszkań w budynku Ursusa Centralnego, który pierwotnie był przeznaczony na rynek PRS. Zatem pierwsze mieszkania w segmencie najmu instytucjonalnego Spółka wprowadzi za rok.
- Dług netto dewelopera na koniec 1Q 2023 r. wyniósł 185,2 mln zł vs 177,8 mln zł kwartał wcześniej i 180,2 mln zł rok wcześniej. Wskaźnik długu netto w stosunku do kapitału własnego wyniósł 40,9% vs 39,4% na koniec 4Q 2022 r. i 41,9% na koniec marca ubiegłego roku.
- W lutym 2022 r. deweloper poinformował o dwóch umowach z kilkoma funduszami zagranicznymi, które zobowiązały się do zainwestowania w emitenta łącznie 60 mln szekli izraelskich, tj. ok. 74,6 mln zł. W wyniku decyzji dot. braku zamiaru ubiegania się o dopuszczenie akcji do obrotu na giełdzie w Tel-Awiwie, co było jednym z warunków porozumienia, Spółka zobowiązała się do zwrotu środków inwestorom.
- W lipcu Spółka wyemitowała trzyletnie, zabezpieczone papiery dłużne o wartości 60 mln zł. Oprocentowanie zostało ustalone w oparciu o WIBOR 6M + 4,2% marży.
- Pod koniec czerwca ZWZ Spółki podjęło uchwałę w sprawie wypłaty dywidendy. Uchwała przewiduje wypłatę w wysokości 0,18 zł / akcję, jednak podział zysku uzależniony jest oceny, czy wypłata ta nie wpłynie negatywnie na zdolność Spółki do spłaty zadłużenia lub realizacji planów rozwojowych. Spełnienie lub niespełnienie tego warunku zostanie stwierdzone przez NWZ Spółki nie później niż do dnia 30 listopada 2023 r. Rekomendacja Zarządu w sprawie podziału zysku netto Spółki za rok 2022, pozytywnie zaopiniowana przez Radę Nadzorczą Spółki, nie przewidywała wypłaty dywidendy.

w mln zł	2020	2021	2022	1Q 2022	1Q 2023
Przychody	401,2	480,9	300,3	112,4	21,8
Przychody	400,3	457,7	300,3	112,4	21,8
Zysk brutto ze sprz.	85,2	86,5	79,4	25,2	6,6
Marża zysku ze sprz	21,3%	18,9%	26,5%	22,4%	30,2%
Zysk brutto ze sprz.	86,2	84,7	79,4	25,2	6,6
Marża brutto ze sprz.	21,5%	17,6%	26,5%	22,4%	30,2%
Kapitał własny	379,8	420,0	451,4	429,6	452,4
Zadłużenie finansowe	230,1	250,8	219,7	253,6	214,2
Kredyty i inne	0,0	1,6	16,3	3,4	10,6
Obligacje	230,1	249,2	203,4	250,3	203,6
% obligacji w zadłużeniu	100,0%	99,4%	92,6%	98,7%	95,0%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	117,5	74,9	41,8	73,5	29,0
Dług netto	112,6	175,9	177,8	180,2	185,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	59,5%	56,5%	55,0%	57,5%	57,4%
Dług netto/KW	29,6%	41,9%	39,4%	41,9%	40,9%

Wydzielony segment mieszkaniowy

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

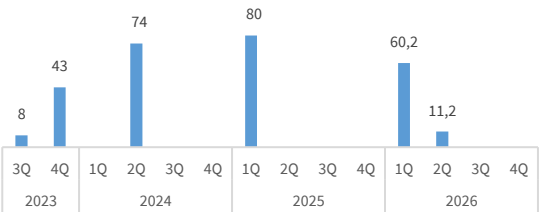
Victoria Dom

- W 2Q 2023 r. deweloper podpisał umowy na sprzedaż 517 lokali, w 1Q 2023 r. Spółka sprzedała 366 lokali, zaś w 2Q 2022 r. sprzedaż wyniosła 214 mieszkań. W I półroczu zatem br. Victoria znalazła nabywców na 883 lokali, a więc o 68% więcej niż rok wcześniej. W bieżącym roku deweloper planuje osiągnięcie kontraktacji na poziomie co najmniej 1500 mieszkań.
- Na początku 2023 r. Spółka poinformowała, że poza rozwojem na obecnych rynkach (Warszawa i Kraków) planuje wejść z ofertą mieszkaniową również do Trójmiasta.
- Zgodnie z danymi za 2022 r. Victoria Dom zaraportowała 540,0 mln zł przychodów vs 515,1 mln zł rok wcześniej. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 32,4% vs 35,5% rok wcześniej i zysk netto na poziomie 77,6 mln zł vs 91,0 mln zł rok wcześniej.
- W bieżącym roku Spółka planuje oddać do użytkowania 1900 lokali i rozpoznać w wynikach ok. 1 mld zł przychodów.
- Emitent wciąż jest relatywnie mocno zalewarowany w porównaniu do grupy porównawczej. Dług netto na koniec grudnia 2022 r. wyniósł 316,1 mln zł vs 252,4 mln zł na koniec 2021 r. W stosunku do kapitału własnego zadłużenie netto wynosiło 80,9% na koniec grudnia 2022 r., w stosunku do 73,6% na koniec 2021 r. Opisując wyniki w poprzedniej edycji raportu liczyliśmy, że większa liczba przekazania w ostatnim kwartale roku, które obserwujemy u większości deweloperów, pozwoli na poprawę sytuacji zadłużeniowej Emitenta, jednak nic takiego się nie wydarzyło. Należy jedynie oczekiwać, że najtrudniejsza sytuacja na rynku mieszkaniowym jest już za nami i to pozwoli Spółce nieco ograniczyć zadłużenie.
- Ponadto, deweloper przez kilka ostatnich lat realizował strategię dynamicznego rozwoju, dzięki czemu, korzystając na dobrej koniunkturze rynkowej, notował nadwyżkę sprzedaży nad przekazaniami. W obecnym roku plany w zakresie sprzedaży są nieco bardziej stonowane, co oznacza potencjalnie mniejszą liczbę rozpoczętych projektów, a tym samym mniejsze zapotrzebowanie na kapitał obrotowy i finalnie poprawę przepływów operacyjnych.

w mln zł	2019	2020	2021	2022
Przychody	441,9	453,8	515,1	540,0
Zysk brutto ze sprzedaży	147,5	147,1	182,6	175,2
Marża brutto ze sprz.	33,4%	32,4%	35,5%	32,4%
Zysk netto	86,4	88,7	91,0	77,6
Marża netto	19,6%	19,6%	17,7%	14,4%
Kapitał własny	214,5	277,7	342,7	390,9
Zadłużenie finansowe	157,7	255,4	405,3	397,8
Kredyty i inne	36,0	83,7	103,5	101,3
Obligacje	121,7	171,7	301,8	279,3
% obligacji w zadłużeniu	77,2%	67,2%	74,5%	70,2%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	84,4	162,4	153,0	81,7
Dług netto	73,3	93,0	252,4	316,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	62,6%	68,0%	71,3%	69,1%
Dług netto/KW	34,2%	33,5%	73,6%	80,9%

* dane finansowe za 1H 2022 r.

Zapadalności obligacji w poszczególnych latach (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta

Słownik pojęć

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

Przyjęta w raporcie metodologia

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

Zastrzeżenie

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

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

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

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

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

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

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

Autorzy materiału: Tomasz Puzyrewicz, Piotr Poddębniak

Zakończenie sporządzenia nastąpiło 17lipca 2023 r. godz. 19:00.

Dane kontaktowe

Tomasz Puzyrewicz

Zastępca Dyrektora Departamentu Emisji

Tel: 881 566 177

Mail: tomasz.puzyrewicz@dmnavigator.pl

Piotr Poddebniak

Analitik, Makler Papierów Wartościowych

Mail: piotr.poddebniak@dmnavigator.pl

Navigator Dom Maklerski®
 Value delivered.

[ul. Twarda 18](#)

[00-105 Warszawa](#)

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

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

www.dmnavigator.pl