

DZIAŁALNOŚĆ DEWELOPERSKA (PKD 41.10)

W skrócie

- **Na mieszkaniowym rynku pierwotnym obserwowany jest obecnie wysoki popyt i niedostateczna w stosunku do popytu podaż mieszkań.** W rezultacie na koniec I poł. 2021 r. w ofercie w 6 największych miastach pozostawało 37,8 tys. mieszkań, co jest najniższym poziomem podaży od III kw. 2010 r.
- Mniejsza podaż mieszkań to głównie efekt wstrzymania realizacji części inwestycji przez deweloperów na początku pandemii oraz nasilonych przez pandemię problemów z uzyskiwaniem przez deweloperów pozwoleń na budowę i innych wymaganych dokumentów (wpisy sądowe do ewidencji gruntów i budynków, decyzje środowiskowe).
- **W scenariuszu bazowym spodziewamy się, że w 2022 r. liczba oddanych mieszkań deweloperskich wzrośnie o ok. 20% wobec 2021 r. oraz o 30% wobec przedcovidowego roku 2019.** Wskazują na to bieżące dane nt. bardzo dynamicznego wzrostu liczby rozpoczynanych budów oraz wydawanych pozwoleń.
- **Oczekujemy, że wzrost podaży mieszkań zmniejszy się utrzymującą się od kilku kwartałów nierównowagę na pierwotnym rynku mieszkaniowym, jednak nadal utrzymywała się będzie przewaga popytu nad podażą mieszkań. Zakładamy, że w 2022 r. utrzyma się wysoki poziom sprzedaży mieszkań – w okolicach wyników z lat 2018-19.**
- **Utrzymujący się wysoki popyt będzie stymulował dalszy wzrost cen mieszkań, choć jego dynamika powinna się obniżyć w trakcie 2022 r..**
- **W scenariuszu bazowym zakładamy dalszy wzrost kosztów realizacji inwestycji mieszkaniowych.** Początkowo będzie to efekt opóźnienia w stosunku do tendencji globalnych (wzrost cen surowców). W trakcie 2022 r. czynniki kosztowe o charakterze globalnym będą wygaszały, z kolei w kierunku wzrostu w trakcie 2022 r. silniej mogą natomiast oddziaływać czynniki lokalne (m.in. efekt przyspieszenia inwestycji infrastrukturalnych).
- **Wśród potencjalnych czynników ryzyka, które mogą wpłynąć na ograniczenie popytu na rynku pierwotnym** wskazać należy: przede wszystkim ewentualne ograniczenie aktywności gospodarczej sytuacji znaczącego pogorszenia sytuacji epidemicznej (nowy wariant wirusa odporny na szczepionki), a także silniejszy od oczekiwań wzrost stóp procentowych, silniejsze od oczekiwań pogorszenie dochodowej dostępności mieszkań.
- **Ryzyka kosztowe** to silniejszy, niż założony w scenariuszu bazowym, wzrost kosztów, który mógłby wynikać z utrzymania się także w 2022 r. impulsów kosztowych o charakterze globalnym lub silniejszego oddziaływania czynników lokalnych np. w wyniku silniejszej od oczekiwań kumulacji inwestycji infrastrukturalnych.

Departament Rynków
Finansowych i Analiz
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Marcin Peterlik
Ekonomista
+48 515 011 621
marcin.peterlik@bosbank.pl

SYTUACJA BIEŻĄCA

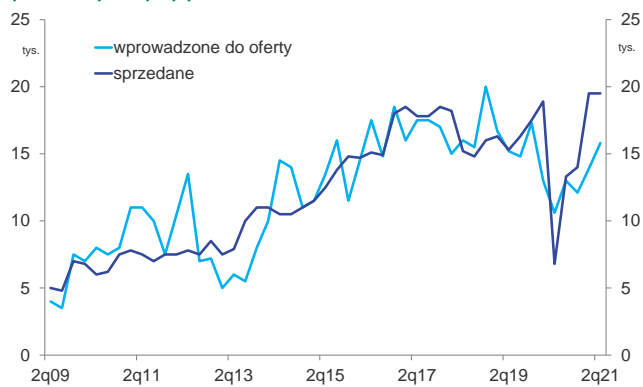
Podstawowe informacje

- Raport dotyczy firm deweloperskich (PKD 41.10), których działalność polega na kompleksowej realizacji inwestycji mieszkaniowych (zakup gruntu, projekt, budowa, sprzedaż mieszkań). Część firm deweloperskich samodzielnie realizuje prace budowlane – deweloper jest jednocześnie generalnym wykonawcą (w czasie prac może korzystać z usług podwykonawców), jednak większość firm deweloperskich nie prowadzi samodzielnie prac budowlanych, zlecając je zewnętrznemu generalnemu wykonawcy (firmie budowlanej). W obu przypadkach generalny wykonawca współpracuje z wieloma mniejszymi specjalistycznymi firmami budowlanymi występującymi jako podwykonawcy.
- Raport nie dotyczy więc bezpośrednio sektora budowlanego (firm wykonawczych), aczkolwiek nawiązania do budownictwa pojawiają się w kontekście związków i wzajemnych relacji tego sektora z branżą deweloperską – szczególnie w aspekcie ryzyk związanych z działalnością deweloperów.

Sytuacja bieżąca – przewaga popytu nad podażą na rynku mieszkaniowym

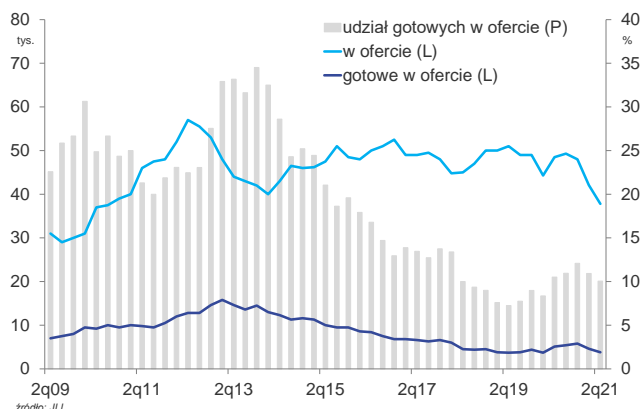
- **Na mieszkaniowym rynku pierwotnym obecnie obserwowany jest wysoki popyt i zbyt niski, w stosunku do popytu, poziom podaży mieszkań.**
- Po początkowym okresie epidemii, w którym z uwagi na dużą niepewność oraz praktyczne trudności z kupnem mieszkania (np. zamknięte biura sprzedaży) popyt i sprzedaż osłabły, jednak sytuacja szybko się unormowała, a obecnie trudno już mówić o jakimkolwiek negatywnym wpływie epidemii koronawirusa na sprzedaż mieszkań.
- **W wyniku wyraźnie silniejszego popytu w stosunku do podaży na koniec I poł. 2021 r. w ofercie w 6 największych miastach pozostawało 37,8 tys. mieszkań, co jest najniższym poziomem podaży od III kw. 2010 r.** Na koniec II kw. 2021 r. dostępna oferta deweloperów była niższa o ponad 22% r/r i ponad 10% kw/kw. **Okres teoretycznej wyprzedzającej oferty (przy średnim poziomie sprzedaży z ostatnich 12 miesięcy) wynosi obecnie dwa kwartały, podczas gdy za poziom równowagi przyjmuje się cztery kwartały.**
- Ważnym parametrem obrazującym bieżącą sytuację rynkową jest udział w ofercie mieszkań gotowych – spadek tego udziału oznacza przyspieszenie popytu względem realizacji inwestycyjnych i może stwarzać presję na wzrost cen. **W I poł. 2021 r. mieliśmy do czynienia właśnie z taką sytuacją – po nieznacznym wzroście w II poł. 2020 r. (do 12%), udział mieszkań gotowych w ofercie zaczął się ponownie zmniejszać osiągając na koniec czerwca poziom 10%.** Jest to niski poziom (choć wciąż nieco wyższy niż w 2019 r., kiedy wynosił 7-8%), szczególnie przy uwzględnieniu historycznych zmian tego wskaźnika – np. w 2013 r. po okresie słabej koniunktury na polskim rynku mieszkaniowym udział gotowych mieszkań w ofercie utrzymywał się nawet na poziomie ok. 30%.

Liczba mieszkań wprowadzonych do sprzedaży (nowa podaż) i sprzedanych (popyt) – 6 miast



źródło: JLL

Liczba mieszkań w ofercie (całkowita podaż) – 6 miast



źródło: JLL

Liczba mieszkań sprzedana przez deweloperów

Spółka	I poł. 2021	I poł. 2020	Zmiana (% r/r)
Archicom	785	513	53
Atal	2045	1287	59
Dewelina	1062	423	151
Dom Development	2116	1631	30
Echo Investment	907	653	39
Inpro	410	281	46
JW. Construction	421	340	24
Lokum	371	88	331
Marvipol	156	224	-30
Murapol	1526	1506	-1
Robyg	2100	795	164
Ronson	604	426	42
Victoria Dom	918	848	8
Wikana	145	76	91
RAZEM	13554	9111	49

źródło: sprawozdania spółek

Postpandemiczne odrodzenie popytu

- Według raportu firmy doradczej JLL, w I poł. 2021 r. na 6 największych rynkach (Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań, Łódź) sprzedaż (w przybliżeniu skala popytu na rynku) wyniosła 39 tys. mieszkań, co oznacza wzrost o ponad 50% w stosunku do tego samego okresu poprzedniego roku. W stosunku do I poł. 2019 r. (a więc przed epidemią), sprzedaż była natomiast wyższa o ponad 23%. Poziom sprzedaży w I poł. 2021 r. był rekordowy – o 7,2% wyższy niż w najlepszej dotąd I poł. 2017 r.
- Podobny wzrost sprzedaży, jak odnotowany w 6 największych miastach, wykazały w I poł. 2021 r. spółki deweloperskie notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych – 14 firm deweloperskich sprzedało w okresie styczeń-czerwiec 2021 r. ponad 13,5 tys. mieszkań, czyli o blisko 50%

więcej niż w tym samym okresie poprzedniego roku. Wszyscy deweloperzy odnotowali wyraźne wzrosty sprzedaży, poza Murapolem, który mimo początku pandemii odnotował bardzo dobre wyniki w I poł. 2020 r. oraz Marvipolem, który pod koniec 2020 r. sprzedał w ramach jednej transakcji bardzo duży pakiet mieszkań inwestorowi instytucjonalnemu i nie zdążył odbudować potencjału podażowego na I połowę 2021 r.

Ograniczona podaż – efekt wstrzymania budów na początku pandemii

- **W I poł. 2021 r. ofertę deweloperów (tj. podaż na rynku) w 6 największych miastach zasiliło 29,7 tys. nowych mieszkań.** Było to więcej niż w tym samym okresie epidemicznego roku 2020 (26,6 tys.), ale mniej niż w latach 2017-19, kiedy to podaż w 6 największych miastach wynosiła 31-33 tys. mieszkań. **Przyrost oferty (nowa podaż) w I poł. 2021 r. na poziomie blisko 30 tys. ukształtował się zatem znacznie poniżej bieżącej sprzedaży (39,0 tys.)**
- **Szerszą (choć niedoskonałą, bo odnosząca się do poprzednich okresów) miarą kształtowania długookresowych tendencji podażowych na rynku deweloperskim jest liczba mieszkań oddana do użytkowania.** W I poł. 2021 r. oddano do użytkowania ponad 60,5 tys. mieszkań przeznaczonych na sprzedaż lub wynajem (deweloperskich), co oznacza spadek o 3,3% r/r. Spadek ten po części wynika z wysoko ukształtowanej bazy odniesienia – liczba oddanych mieszkań deweloperskich w 2020 r. była najwyższa od początku transformacji – przekroczyła 142 tys. Natomiast, jak wskazaliśmy, jest to niedoskonała miara podaży mieszkań – oddanie do użytkowania jest bowiem jedynie procedurą formalną, a mieszkania te w ofercie pojawiają się wcześniej (nawet przed wybudowaniem).
- **Niedostateczna podaż to głównie efekt wstrzymania realizacji części inwestycji przez deweloperów w pierwszych miesiącach pandemii oraz nasilonych przez pandemię problemów z uzyskiwaniem przez deweloperów pozwoleń na budowę i innych wymaganych dokumentów (wpisy sądowe do ewidencji gruntów i budynków, decyzje środowiskowe).** Deweloperom coraz bardziej doskwiera także zmniejszająca się dostępność atrakcyjnych gruntów pod nowe inwestycje – problem ten dotyczy przede wszystkim Warszawy, a w dalszej kolejności innych dużych aglomeracji.

Liczba mieszkań w 6 największych miastach w I poł. 2021 r. (w tys.)

Miasto	Sprzedane	Wprowadzone do oferty	W ofercie na koniec okresu
Warszawa	12,9	9,4	9,7
Kraków	6,4	5,4	7,7
Trójmiasto	6,0	4,5	5,6
Wrocław	6,1	4,3	6,7
Poznań	4,2	3,7	4,8
Łódź	3,4	2,4	3,4
RAZEM	39,0	29,7	37,9

Źródło: JLL, Rynek mieszkaniowy w Polsce

Popyt stymulowany stabilną sytuacją na rynku pracy i spadkiem stóp procentowych

- Kluczowym powodem ograniczonego wpływu epidemii na poziom popytu na rynku mieszkaniowym był jedynie nieznaczny negatywny wpływ epidemii na rynek pracy i sytuację dochodową ludności** – bezrobocie na koniec 2020 r. w porównaniu z końcem 2019 r. wzrosło jedynie o ok. 1 pkt. proc. (z 5,2% do 6,2%), a w czerwcu 2021 r. wyniosło 5,9% (wobec 6,1% w czerwcu 2020 r.) Przyczyniło się do tego m.in. pozytywne oddziaływanie rządowych instrumentów wsparcia ukierunkowanych na ochronę miejsc pracy.
- Zakupy na rynku mieszkaniowym nadal dokonywane są przede wszystkim za gotówkę - wg danych NBP zakupy za gotówkę stanowiły w I kw. 2021 r. 70% wartości zakupów, co oznacza powrót do poziomów sprzed pandemii.** Po pierwszym okresie wyczekiwania klientów na rozwój sytuacji (okres wiosna – lato 2020 r.) **rekordowo niski poziom stóp procentowych silnie skłaniał do poszukiwania, alternatywnych dla niskoprocentowanych depozytów bankowych, form lokowania kapitału** (oszczędności) – atrakcyjną alternatywą pozostawał, podobnie jak przed epidemią, rynek mieszkaniowy, nawet pomimo niepewnej sytuacji na rynku najmu.
- Wspomniany rekordowo niski poziom stóp procentowych był istotnym czynnikiem wspierającym rynek mieszkaniowy w czasie pandemii.** Poskutkowało to bowiem także obniżeniem kosztu finansowania z tytułu kredytów w bankach, zwiększając skłonność oraz zdolność klientów do zaciągania kredytów mieszkaniowych w bankach. Potwierdzają to dane Biura Informacji Kredytowej, wg których w okresie od stycznia do lipca 2021 r. wartość nowych kredytów mieszkaniowych wyniosła 49,8 mld zł i była wyższa o 38% niż w tym samym okresie epidemicznego roku 2020 oraz wyższa o 33% niż w tym samym okresie 2019 r. Część tego dużego wzrostu przypisać należy również nadrabianiu zaległości kredytowych (i zakupowych) z pierwszych miesięcy epidemii 2020 r.
- Mimo przeważającego udziału zakupów gotówkowych na rynku mieszkaniowym, aktualna sprzedaż kredytów mieszkaniowych jest bardzo wysoka – w marcu 2021 r. osiągnęła historyczny rekord w wysokości 7,6 mld zł miesięcznie i od tego czasu nie spada poniżej tego poziomu. W lipcu ustanowiony został kolejny miesięczny rekord sprzedaży w wysokości 8,1 mld zł. Tak wysoka wartość sprzedaży to efekt rosnącej liczby udzielanych kredytów, ale także wzrostu średniej wartości kredytu (w licu 2021 r. rekordowe 328 tys. zł), który to wzrost jest efektem rosnących cen mieszkań.
- W ocenie analityków firmy doradczej JLL, w pierwszym okresie epidemii wyraźnej zmianie uległa struktura popytu na rynku mieszkaniowym** – zmniejszyło się znaczenie zakupów o charakterze inwestycyjnym (w tym na wynajem), a wzrosło znaczenie klientów kupujących mieszkania w celu poprawy warunków mieszkaniowych lub dostosowania ich do życia w czasie pandemii (większy metraż służący pracy i nauce zdalnej, mieszkania z tarasami lub ogródkami, częściej zlokalizowane poza centrami aglomeracji). **Aktualnie, według JLL, choć nowe trendy zakupowe nadal odgrywają dużą rolę, to na rynku ponownie aktywni są kupujący mieszkania w celach inwestycyjnych**, w tym tzw. flipperzy, czyli osoby kupujące mieszkania w celu

ich odsprzedań z zyskiem (np. po wykończeniu od stanu deweloperskiego) oraz osoby traktujące mieszkanie jako lokatę kapitału.

- **Wbrew obawom, utrzymuje się więc popyt na mieszkania przeznaczone na wynajem**, choć epidemia istotnie ograniczyła zainteresowanie wynajmem mieszkań – zarówno w segmencie najmu długookresowego (w nieco mniejszym stopniu), jak i krótkookresowego (znacząco). Znajduje to swoje odzwierciedlenie w spadku stawek czynszowych, który wg danych NBP najwyraźniejszy jest w Warszawie i dużych miastach. **Jednak mimo spadku stawek czynszowych, najem jest nadal bardziej atrakcyjny w porównaniu z lokatami bankowymi czy zakupem 10-letnich obligacji – wg szacunków NBP (dla największych miast) w I kw. 2021 r. różnica na korzyść najmu w stopach zwrotu wynosiła w obu przypadkach ok. 4 pkt. proc.**

- Nie można też wykluczyć, że aktualny wysoki popyt na rynku mieszkaniowym może być nadal w pewnej części efektem nadrabiania przez kupujących zaległości z okresu „epidemicznego” spowolnienia sprzedaży, przy czym znaczenie tego czynnika jest już raczej obecnie minimalne.

Rosną ceny mieszkań

- **Ograniczona oferta deweloperów z tytułu okresowego wstrzymania inwestycji w I poł. 2020 r. oraz utrzymujący się wysoki poziom sprzedaży stymulują wzrost cen mieszkań.**

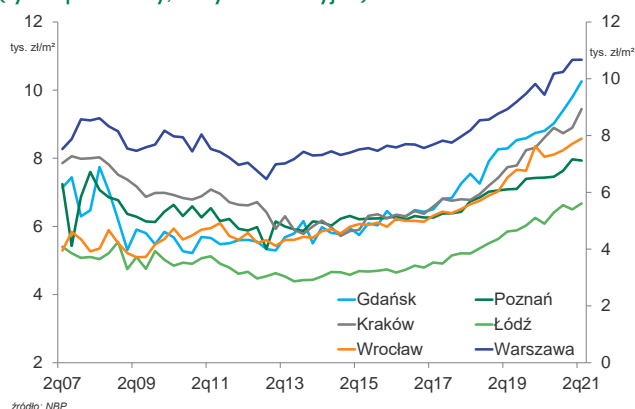
- **Według danych NBP w II kw. ceny transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym w siedmiu największych miastach (Warszawa, Gdańsk, Gdynia, Poznań, Kraków, Łódź, Wrocław) wzrosły o 11,3% r/r (po wzroście o 7,7% r/r w I kw.).** Najwyższy wzrost miał miejsce w Gdyni (23,9% r/r) oraz w Gdańsku (16,9% r/r) i Warszawie (13,1% r/r), a najniższy we Wrocławiu i Poznaniu (odpowiednio 6,7% oraz 6,8% r/r). Wzrost miał miejsce też w ujęciu kw/kw – w grupie siedmiu miast wyniósł w II kw. 2,0% (wobec 3,6% w I kw.).

- **W II kw. 2021 r. w grupie dziesięciu mniejszych miast wzrost cen transakcyjnych na rynku pierwotnym był nawet nieco wyższy niż w dużych miastach – wyniósł 13,1% r/r (po wzroście o 7,4% r/r w I kw.).** Ceny najszybciej rosły w Lublinie (18,5% r/r) oraz w Szczecinie i Zielonej Górze (16,3% r/r). Spadek cen odnotowany został jedynie w Opolu (-2,7% r/r). W ujęciu kw/kw, wzrost w grupie mniejszych miast wyniósł 3,7% wobec 2,1% w I kw.

- Wzrost cen na rynku wtórnym, który częściowo stanowi konkurencję dla rynku deweloperskiego, w II kw. 2021 r. w dużych miastach wyniósł 6,1% r/r (po wzroście o 6,2% r/r w I kw.), a więc ceny rosły wolniej niż na rynku pierwotnym. W mniejszych miastach wzrost na rynku wtórnym także był wolniejszy niż na rynku pierwotnym – w II kw. wyniósł 7,3% r/r (po wzroście o 8,3% r/r w I kw.).

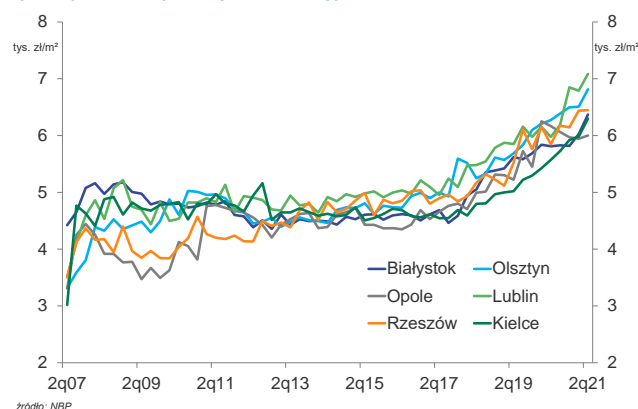
- Dodatkowo, rosnące i trudne do przewidzenia koszty realizacji inwestycji powodują, że inwestorzy tworzą z tego tytułu rezerwy w budżetach nowych projektów. Według firmy doradczej JLL, mamy obecnie na rynku do czynienia z nietypowym i rzadkim zjawiskiem – część deweloperów przyjęła strategię spowalniania sprzedaży (licząc na możliwość sprzedaży w wyższej cenie), zamiast jej przyspieszania.

Cena m2 mieszkania w dużych miastach
(rynek pierwotny, ceny transakcyjne)



źródło: NBP

Cena m2 mieszkania w mniejszych miastach
(rynek pierwotny, ceny transakcyjne)



źródło: NBP

Rosnąca liczba pozwoleń i rozpoczynanych budów – wyznaczniki przyszłego wzrostu podaży mieszkań

- W okresie od stycznia do sierpnia 2021 r. rozpoczęto budowę prawie 117 tys. mieszkań deweloperskich, co oznacza wzrost w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego o 52%. Tak duży wzrost to częściowo efekt niskiej bazy odniesienia – aktywność deweloperska spadła szczególnie w czasie pierwszej fali zachorowań – w kwietniu i maju 2020 r. liczba rozpoczynanych budów była niższa o 45% r/r. **Niezależnie od efektu statystycznego należy jednak podkreślić, że liczba rozpoczętych budów jest w 2021 r. rekordowo wysoka – w I. 2018–2019 wynosiła bowiem od stycznia do sierpnia ok. 89 tys. Świadczy to z jednej strony o ciągłym nadrabianiu przez deweloperów zaległości z roku poprzedniego, a z drugiej o dobrych nastrojach i silnym przekonaniu co do realnej możliwości sprzedaży tak dużej liczby mieszkań.**

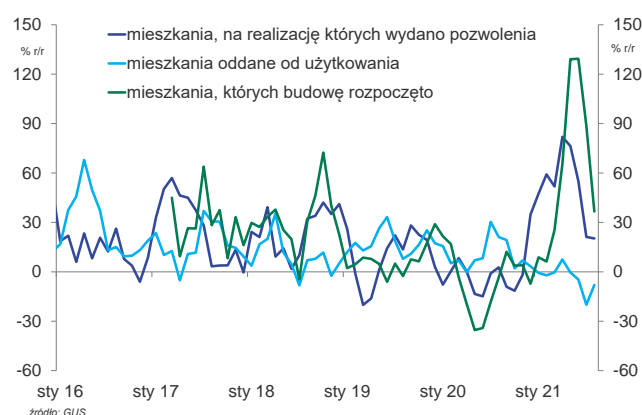
- Od stycznia do sierpnia 2021 r. wydano ponad 142 tys. pozwoleń na budowę mieszkań deweloperskich – było to o ponad 40% więcej niż w tym samym okresie roku poprzedniego.** Wzrost liczby wydanych pozwoleń wynika częściowo z kumulacji nierozpatrzonych wniosków składanych przez deweloperów w czasie pandemii (obecnie urzędy stopniowo nadrabiają zaległości). Jednak problemy z wydawaniem pozwoleń nadal występują – szczególnie w Warszawie i innych dużych miastach. Z tego powodu podaż przenosi się coraz częściej do mniejszych ośrodków miejskich (dawne miasta wojewódzkie), gdzie obecnie można szybciej i łatwiej uzyskać pozwolenie na budowę.

- Zastrzec w tym miejscu należy, że uzyskanie pozwolenia na budowę nie musi automatycznie oznaczać rozpoczęcia inwestycji przez dewelopera. Z drugiej jednak strony uzyskanie pozwolenia na budowę bywa trudne i czasochłonne, a pozwolenie wygasa, jeśli w ciągu trzech lat nie rozpocznie się budowa. Stąd, szczególnie w dużych miastach, gdzie popyt jest największy, sytuacje, w których deweloper nie wykorzystuje otrzymanego pozwolenia należą do rzadkości.

Liczba mieszkań deweloperskich (średnia 3-mies.)



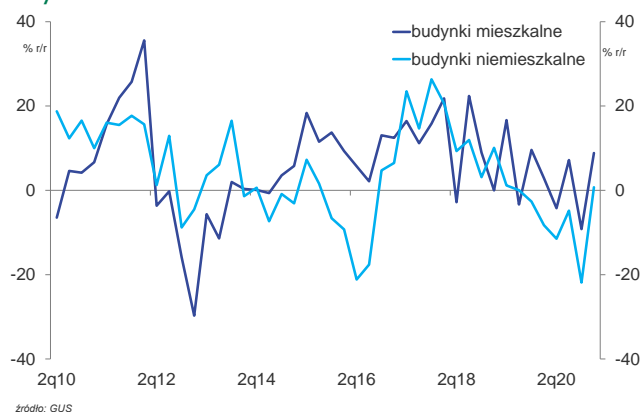
Zmiany liczby mieszkań deweloperskich (średnia 3-mies.)



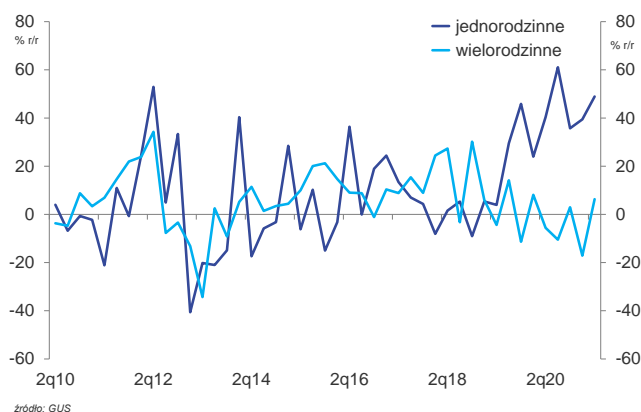
Silna produkcja budowlana na rynku mieszkaniowym, poprawa ocen koniunktury w budownictwie

- Duża aktywność deweloperów rynku mieszkaniowym znajduje swoje odzwierciedlenie w wynikach produkcji sektora budowlanego – w II kw. 2021 r. miało miejsce wyraźne odbicie produkcji w segmencie budynków mieszkalnych – wzrost wyniósł 8,9% r/r wobec spadku o 9,2% r/r w I kw. Nadal znacznie szybciej rośnie produkcja budowlano-montażowa odnosząca się do budynków jednorodzinnych, jednak w II kw. 2021 r. wyraźnie wzrosła też produkcja budynków wielorodzinnych (deweloperskich) – wzrost wyniósł 6,3% r/r i był najwyższy od początku pandemii.

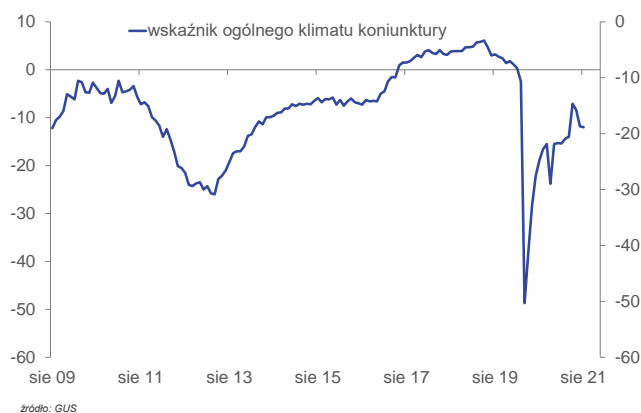
Zmiana produkcji budowlano-montażowej w segmencie budynków



Zmiana produkcji budowlano-montażowej w segmencie budynków mieszkalnych



Koniunktura w budownictwie (wyrównana sezonowo)



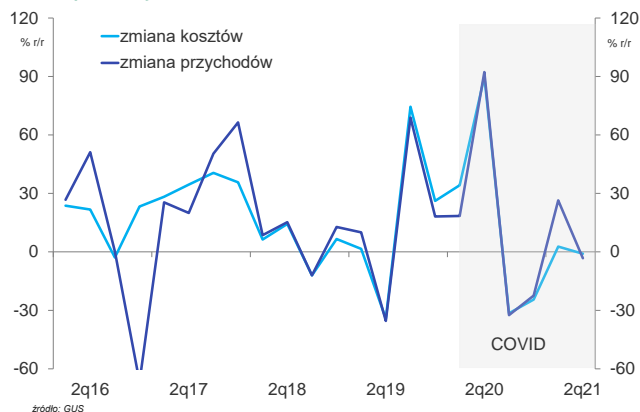
Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w budownictwie



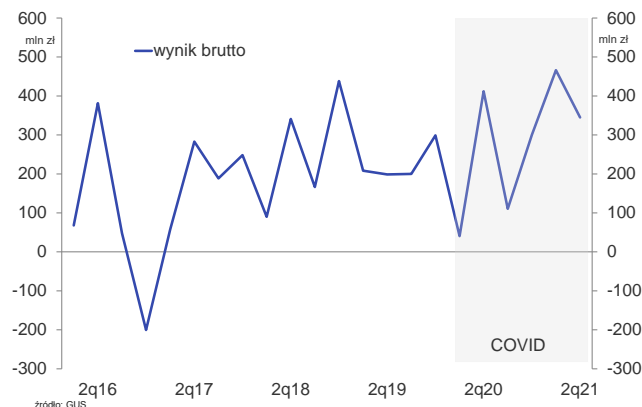
Bardzo dobre wyniki finansowe deweloperów

- W I poł. 2021 r. deweloperzy odnotowali bardzo dobre wyniki finansowe – wynik brutto ukształtował się na poziomie 811 mln i był prawie dwukrotnie wyższy niż w tym samym okresie poprzedniego roku. Pod względem wyniku brutto I półrocze 2021 r. było jednocześnie najlepsze w historii branży deweloperskiej.** Tak dobre wyniki to między innymi efekt sprzedaży po wysokich cenach mieszkań budowanych jeszcze w okresie przed wzrostem kosztów budowy, przede wszystkim kosztów materiałów.
- Wysokie zyski przełożyły się na poprawę rentowności w branży deweloperskiej, która w I kw. 2021 r. była najwyższa od 5 lat i wyniosła ponad 20%. W całej I połowie 2021 r. stopa rentowności brutto ukształtowała się na poziomie 16,6% wobec 10,0% w tym samym okresie poprzedniego roku oraz 13,9% dwa lata wcześniej.**
- Spadek sprzedaży mieszkań w pierwszych miesiącach epidemii widoczny jest w przychodach deweloperów w III i IV kw. 2020 r. – dla firm zatrudniających pow. 49 osób spadki r/r wyniosły odpowiednio 32% i 22%. Wysoka dynamika przychodów w I kw. skutkowałą jednak tym, że w całym 2020 r. spadek przychodów wyniósł jedynie 1,6%. **W I poł. 2021 r. przychody firm deweloperskich wrosły o 8,5% r/r**, przy czym po dobrym I kw. (wzrost o 26% r/r), w II kw. miał miejsce kilkuprocentowy spadek, którego główną przyczyną była bardzo wysoka baza odniesienia ukształtowana w II kw. poprzedniego roku.
- W I poł. 2021 r. nie widać istotnego wzrostu kosztów ogółem w działalności deweloperskiej (+0,6% r/r)**, jednak analiza poszczególnych rodzajów kosztów pozwala zauważyć już istotny wzrost kosztów zużycia materiałów i energii (62,5% r/r), który jest częściowo pochodną wzrostu aktywności, a częściowo efektem wzrostu cen materiałów i energii. Koszty usług obcych, czyli np. wykonawstwa firm budowlanych, wrosły w tym czasie o 8,9% r/r. Wzrost kosztów ogółem został ograniczony przez istotny spadek pozostałych kosztów rodzajowych, pozostałych kosztów operacyjnych oraz kosztów finansowych.

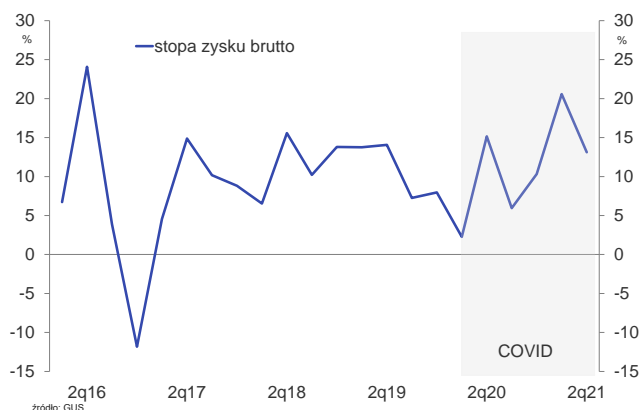
Kwartałna zmiana przychodów i kosztów w działalności deweloperskiej



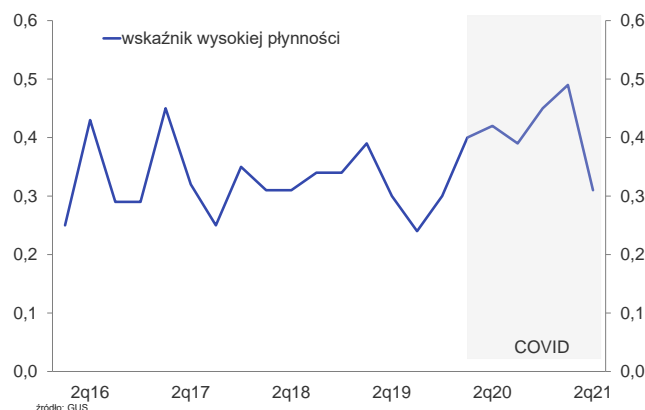
Kwartałny wynik brutto w działalności deweloperskiej



Stopa zysku brutto w działalności deweloperskiej



Wskaźnik szybkiej płynności w działalności deweloperskiej



- **W wynikach obejmujących I poł. 2021 r. widać nieznaczne pogorszenie sytuacji płynnościowej firm deweloperskich**, jednak wskaźnik wysokiej płynności finansowej (relacja gotówki do zobowiązań krótkoterminowych) utrzymuje się wyraźnie powyżej historycznych minimów.
- **Analizując wyniki finansowe firm deweloperskich należy zwrócić uwagę, że wielkość przychodów w konkretnym kwartale jest w dużej części pochodną sprzedaży w poprzednich okresach.** Deweloperzy raportują przychody w momencie podpisania z klientem ostatecznej notarialnej umowy sprzedaży, co może mieć miejsce nawet do dwóch lat po praktycznej sprzedaży (podpisaniu tzw. umowy deweloperskiej). Dotyczy to mieszkań, które sprzedawane są przed rozpoczęciem budowy lub w czasie jej trwania. W przypadku sprzedaży mieszkań gotowych tego typu opóźnienie nie występuje lub jest nieznaczne.
- Podobnie w przypadku zysku – wypracowany zysk jest również pochodną sprzedaży poprzednich okresów. Jest to więc bardziej efekt działalności operacyjnej (i tendencji rynkowych) sprzed kilku kwartałów, aniżeli aktywności gospodarczej z okresu, którego dotyczy. **Wyniki finansowe branży deweloperskiej odzwierciedlają więc niejako z opóźnieniem zmiany sytuacji rynkowej.**

Rosnące koszty realizacji inwestycji mieszkaniowych

- **Od początku 2021 r. ma miejsce istotny wzrost kosztów budowy mieszkań (choć problem ten dotyczy w zasadzie wszystkich segmentów budownictwa) wynikający ze wzrostu cen materiałów budowlanych.** Wzrost cen materiałów budowlanych to przede wszystkim efekt rosnącego popytu w warunkach ich ograniczonej podaży. W wielu przypadkach jest to efekt globalny związany ze wzrostem cen surowców i materiałów na świecie (np. metale, tarcica, styropian), co z kolei spowodowane jest między innymi zakłóceniami w transporcie pomiędzy Europą i Azją (brak odpowiedniej liczby kontenerowców). Dodatkowo na wzrost cen materiałów budowlanych wpływ mają czynniki krajowe – wzrost popytu (np. wzrost popytu na drewno ze strony przemysłu meblarskiego czy sektora energetycznego) oraz wyższe ceny paliw i energii elektrycznej
- **Warto jednak zwrócić uwagę, że tendencje cenowe na światowym rynku surowcowym są obecnie zróżnicowane.** Na przykład w przypadku tarcicy od maja 2021 r. mamy do czynienia z bardzo wyraźnym spadkiem cen (po wcześniejszym gwałtownym wzroście, który był pochodną m.in. okresowego gwałtownego wzrostu popytu na meble po wybuchu epidemii w warunkach wzrostu popytu na dobra kosztem usług objętych obostrzeniami).
- Efektu spadkowego nie widać natomiast jak dotąd w przypadku cen prętów stalowych, gdzie większe znaczenie może mieć efekt zatorów w łańcuchach dostaw.
- Według danych Muratora Plus, ceny materiałów budowlanych w największej krajowej sieci sprzedaży (Polskie Składy Budowlane) w lipcu 2021 r. były wyższe średnio o 8,3% w stosunku do lipca roku poprzedniego. Wzrost cen materiałów budowlanych jest zatem w 2021 r. prawie dwukrotnie wyższy niż inflacja, podczas gdy w 2020 r. był dwukrotnie niższy niż ówczesny wskaźnik inflacji.

Ceny prętów stalowych na rynku światowym



Ceny tarcicy (1000 stóp deskowych) na rynku światowym



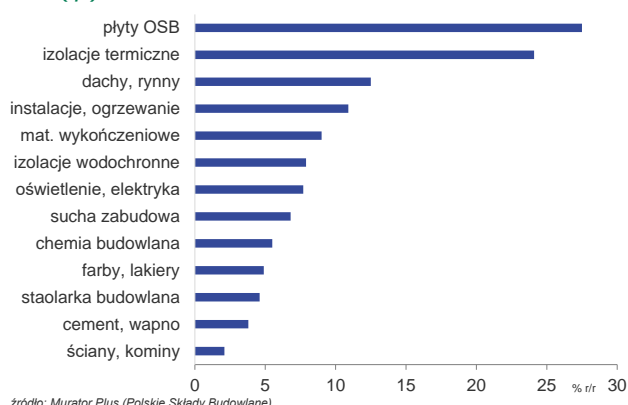
- Najwyższy wzrost cen dotyczy płyt OSB (ponad 27% r/r), izolacji termicznych (24% r/r), materiałów dachowych i rynien (12,5% r/r) oraz materiałów instalacyjnych oraz instalacji grzewczych (10,9% r/r). Relatywnie najmniej wzrosły natomiast ceny materiałów ściennych i służących do budowy kominów (2,1% r/r).

- Wzrost kosztów budowy znajduje potwierdzenie we wzroście cen robót budowlanych – wskaźnik ten odzwierciedla łączny koszt robót (robocizna, materiały, wynajem maszyn, koszty administracyjne).** Wzrost cen robót budowlanych przy budowie budynków nadal nie jest tak dynamiczny jak przed wybuchem epidemii (I poł. 2019 r.), ale jeśli aktualne tendencje utrzymają się (co jest bardzo prawdopodobne), w ciągu kilku miesięcy może on osiągnąć lub przekroczyć ówczesny poziom.

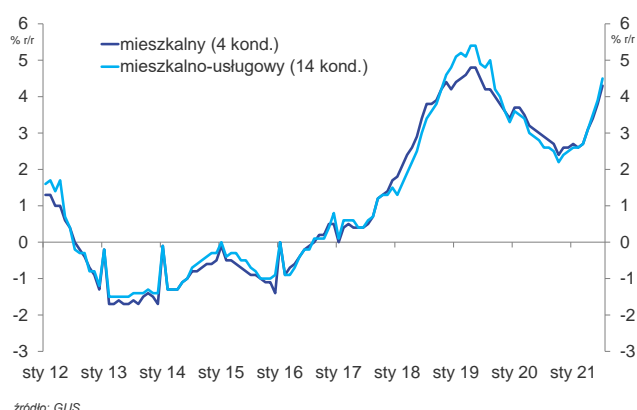
- W lipcu 2021 r. ceny robót związanych z budową wielomieszkaniowego budynku 4-kondygnacyjnego wzrosły o 4,3% r/r, a ceny robót związanych z budową 14-kondygnacyjnego budynku mieszkalno-usługowego wzrosły o 4,5% r/r. Najwyższe wzrosty cen robót dotyczą obecnie: instalacji centralnego ogrzewania (6,3% r/r), malowania (5,5% r/r), konstrukcji betonowych i żelbetonowych (5,2% r/r), instalacji wodociągowych (5,0% r/r), podłóg (4,8% r/r), montażu osprzętu instalacyjnego (4,5% r/r).

- Wzrost znaczenia czynnika kosztowego dla branży deweloperskiej potwierdzają badania koniunktury w sektorze budowlanym prowadzone przez GUS. W ocenie firm budowlanych, wśród barier działalności wyraźnie rośnie znaczenie wzrostu kosztów – przede wszystkim kosztów materiałów.** W sierpniu 2021 r. na wysokie koszty materiałów wskazywało prawie 58% firm, co oznacza wzrost o 22 pkt. proc. w stosunku do sytuacji sprzed roku. Natomiast wysokie koszty zatrudnienia stanowiły barierę dla 63% firm budowlanych, ale w tym przypadku analogiczny wzrost wyniósł tylko 1,5 pkt. proc. **Wzrost kosztów działalności budowlanej skłania i będzie coraz bardziej skłaniał firmy wykonawcze do podnoszenia cen swoich usług, co dla deweloperów oznacza wzrost kosztów realizacji inwestycji.**

Wzrost kosztów wybranych materiałów budowlanych w lipcu 2021 r. (r/r)



Zmiana cen robót budowlanych przy budowie budynków



Barriere popytowe i regulacyjne w budownictwie



źródło: GUS

Barriere podażowe i kosztowe w budownictwie



źródło: GUS

- **Badania GUS wskazują na poprawę koniunktury w sektorze budowlanym (choć oceny nadal pozostają negatywne). Widoczny jest także wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych, choć na razie jest on dość umiarkowany, a wykorzystanie mocy w firmach budowlanych pozostaje niższe niż przed wybuchem epidemii (jednak wyniki te dotyczą całego budownictwa, a nie tylko segmentu mieszkaniowego). Wydaje się więc, że rosta będzie skłonność (i możliwości) do podnoszenia cen przez firmy wykonawcze, co z kolei dodatkowo wzmocni presję kosztową w sektorze deweloperskim.** W badaniu koniunktury prowadzonym przez GUS, wartość Wskaźnika Ogólnego Klimatu Koniunktury w budownictwie w sierpniu 2021 r wyniosła -12 pkt wobec -19 pkt w sierpniu 2020 r. Obecnie oceny koniunktury są więc lepsze niż przed rokiem i wyraźnie lepsze niż na początku epidemii, kiedy to wartość wskaźnika spadła do najniższego historycznie poziomu zbliżonego do -50 pkt. Wyraźnie rośnie też wykorzystanie mocy przerobowych w firmach budowlanych – w sierpniu było to już ponad 80% wobec 76,6% rok wcześniej i 72% w pierwszej fazie epidemii wiosną 2020 r.

PERSPEKTYWY, CZYNNIKI RYZYKA I SUKCESU

Perspektywy – scenariusz bazowy

- **W scenariuszu bazowym zakładamy, że do końca 2022 r. obserwowana obecnie sytuacja na rynku mieszkaniowym będzie się utrzymywała. Oznacza to, że spodziewać się należy utrzymania wysokiego popytu oraz wzrostu cen mieszkań, niemniej przy wzrastającej podaży mieszkań nierównowaga na rynku będzie się zmniejszać skutkując pewnym wyhamowaniem dynamiki cen mieszkań.** W efekcie sytuacja finansowa deweloperów będzie nadal dobra, choć w krótkim okresie pojawiać się mogą wyzwania związane ze wzrostem kosztów, co wraz z możliwym stopniowym wyhamowaniem wzrostu cen mieszkań sprawi, że wyniki finansowe deweloperów w 2022 r. mogą nie być już tak spektakularne jak w 2021 r.

Utrzymanie wysokiego popytu

- **W scenariuszu bazowym zakładamy, że w 2022 r. utrzyma się wysoki poziom sprzedaży mieszkań (popyt)** – w liczbie zbliżonej do lat 2018-19. W stosunku do roku 2021 oznaczać to jednak może nieznaczny spadek. Na rynek mieszkaniowy nadal oddziaływać będą silne czynniki pro-popytowe.
- **W scenariuszu bazowym zakładamy, że tempo wzrostu PKB w I. 2021-22 wynosić będzie 5,0% r/r. Uwarunkowania makroekonomiczne umożliwią będą utrzymanie stabilnej sytuacji dochodowej ludności, co z kolei sprzyjało będzie utrzymaniu wysokiego zainteresowania zakupem mieszkań.**
- **Czynniki strukturalne wspierające popyt na rynku mieszkaniowym w perspektywie średnioterminowej to strukturalny deficyt mieszkań w Polsce, napływ ludności do dużych miast (migracje wewnętrzne i zewnętrzne) oraz utrzymująca się potrzeba ochrony kapitału (lokowanie oszczędności na rynku mieszkaniowym)** w warunkach relatywnie wysokiej inflacji i niskich stóp procentowych.
- **Niskie stopy procentowe pozostaną ważnym czynnikiem skłaniającym nabywców do lokowania środków finansowych na rynku mieszkaniowym.** O ile przed wybuchem epidemii (na koniec 2019 r.) stopa wzrostu z najmu była o 3-4 pkt. proc. wyższa od oprocentowania depozytów to obecnie, przy stopach procentowych zbliżonych do zera, zwrot z najmu jest kilkadziesiąt razy większy niż zwrot z depozytów. W scenariuszu bazowym przyjmujemy, że do końca 2022 r. RPP podwyższy stopy procentowe łącznie o 65 pkt. baz. do 0,75% dla stopy referencyjnej NBP, jednak podwyżka ta nie wpłynie istotnie na pogorszenie opłacalności najmu w stosunku do lokat bankowych.
- **Czynnikiem wspierającym popyt w perspektywie 2022 r. będzie utrzymująca się dostępność kredytu hipotecznego, czemu sprzyjać będzie też zakładane przez nas spowolnienie wzrostu cen (średnia wartość wnioskowanych kredytów będzie także rosła wolniej).** Wyliczony przez NBP wskaźnik szacowanego maksymalnego dostępnego kredytu mieszkaniowego był w I kw. najwyższy w całym okresie transformacji i zwiększył się dla przeciętnego gospodarstwa domowego, podobnie jak wskaźnik szacowanej kredytowej dostępności mieszkania.

Rosnąca podaż, ale rynek nadal w nierównowadze

- **W scenariuszu bazowym spodziewamy się, że w perspektywie końca 2022 r. podaż nowych mieszkań wyraźnie wzrośnie** – wskazują na to przytoczone powyżej dane GUS dotyczące wyraźnie rosnącej liczby rozpoczynanych budów oraz wydawanych pozwoleń na budowę (co umożliwi deweloperom wprowadzanie nowych mieszkań do oferty).
- **W naszej ocenie w 2022 r. liczba oddanych do użytkowania mieszkań deweloperskich może ukształtować się w przedziale 160-180 tys.** wobec szacowanego 130-135 tys. w 2021 r., 143 tys. w 2020 r. oraz 130,5 tys. w 2019 r. Mieszkania, które będą oddawane do użytkowania w 2022 r. zostały wprowadzone do oferty deweloperów wcześniej (są do niej wprowadzane w momencie uzyskania pozwolenia na budowę lub fizycznego rozpoczęcia budowy) zatem ich liczba nie stanowi miary bieżącej podaży, jest natomiast miarą długookresowych tendencji podaży na rynku deweloperskim

- Oczekujemy, że **wzrost podaży mieszkań, zmniejszą będzie utrzymującą się od kilku kwartałów nierównowagę na rynku pierwotnym, jednak nadal utrzymywała się będzie przewaga popytu nad podażą mieszkań** – szczególnie będzie to widoczne w Warszawie i innych dużych miastach. W dużych aglomeracjach z jednej strony występuje bowiem najwyższy popyt na mieszkania, a z drugiej, bariery podażowe o charakterze administracyjnym oddziałują najsilniej.

Dalszy wzrost cen...

- **Utrzymujący się wysoki popyt, nawet w warunkach rosnącej podaży, sprzyjać będzie dalszemu wzrostowi cen mieszkań.** Kwartalny wzrost cen będzie zapewne niższy niż w I poł. 2021 r., ale **do końca 2021 r. kształtował się będzie najprawdopodobniej na poziomie niewiele poniżej 10% r/r.** W scenariuszu bazowym przyjmujemy, że w 2022 r. ceny mieszkań nadal będą rosły, jednak tempo wzrostu cen będzie niższe niż w 2021 r.
- Czynnikiem, który w jakimś stopniu dodatkowo wpłynał będzie na wzrost cen może być wprowadzenie Deweloperskiego Funduszu Gwarancyjnego, który stanowić ma narzędzie ochrony kupujących mieszkania w przypadku bankructwa dewelopera. Sejm przyjął stosowną ustawę 20 maja 2021 r., a w czerwcu ustawę podpisał Prezydent. Choć ustawa wchodzi w życie 12 miesięcy od ogłoszenia, to przepisy dotyczące DFG obowiązują wcześniej – już 30 dni po ogłoszeniu. Składka na DFG wynosi maksymalnie 0,1% wartości mieszkania (rachunek powierniczy zamknięty) lub 1% (rachunek powierniczy otwarty). Dodatkowe koszty zostaną przez deweloperów przerzucone na klientów, co może mieć większe znaczenie w przypadku bardziej popularnego rachunku otwartego.

...i kosztów

- **W scenariuszu bazowym zakładamy dalszy wzrost kosztów realizacji inwestycji mieszkaniowych.** Jak zostało wskazane powyżej, czynniki kosztowe o charakterze globalnym stopniowo wygasają i, w naszej ocenie, nadal będą wygasać wraz z dostosowaniem podaży do popytu w skali globalnej i osłabieniem popytu na surowce w związku z osłabieniem aktywności gospodarczej w Chinach oraz stopniowym rozładowywaniem problemów w transporcie morskim.
- **W kierunku wzrostu kosztów w 2022 r. silniej zaczną natomiast oddziaływać czynniki lokalne.** Wskazać tu należy na wzrost wynagrodzeń – presja na wzrost płac spowodowana będzie wysoką inflacją oraz wzrost cen materiałów budowlanych wywołanych **oczekiwanym rosnącym popytem ze strony firm realizujących inwestycje budowlane w segmencie budownictwa infrastrukturalnego** (oczekiwane przyspieszenie inwestycji przede wszystkim drogowych, ale także kolejowych). Wzrost cen materiałów budowlanych powiązany może być też z ogólnym wzrostem poziomu inflacji w gospodarce, w tym ze wzrostem cen paliw i energii,

Nieco lepiej na rynku najmu

- **W scenariuszu bazowym przewidujemy poprawę na rynku najmu mieszkań, choć rynek w perspektywie kilku kwartałów nie powróci do stanu**

przed wybuchu epidemii. Na rynek najmu pozytywnie oddziaływać będzie przede wszystkim powrót studentów do nauki stacjonarnej oraz powrót do tradycyjnej pracy stacjonarnej (lub modelu hybrydowego) w części firm. Stopniowe przywracanie aktywności w sektorze turystyki sprzyjać będzie odradzaniu się popytu w segmencie najmu krótkoterminowego. Jeszcze raz należy jednak podkreślić, że przywrócenie dynamiki wzrostu na rynku najmu do stanu sprzed epidemii, w przewidywalnym horyzoncie czasowym nie będzie możliwe. Warunkiem jest bowiem definitywny koniec epidemii koronawirusa i powrót życia społeczno-gospodarczego do stanu sprzed 2020 r.

- **W perspektywie długoterminowej, czynnikiem istotnie wpływającym zarówno na tempo rozwoju rynku mieszkaniowego, jak i na jego kształt będzie rozwój najmu instytucjonalnego.** Segment ten, choć na razie nie ma dużego znaczenia dla rynku mieszkaniowego w Polsce, to dynamicznie się rozwija, a doświadczenia innych krajów (Niemcy, Austria, kraje skandynawskie) pokazują, że w przyszłości może mieć bardzo istotne znaczenie dla branży deweloperskiej. W perspektywie końca 2025 r. w Polsce operatorzy instytucjonalni posiadali będą zasób ok. 50 tys. mieszkań na wynajem. Czynnikiem sprzyjającym rozwojowi najmu instytucjonalnego będzie wchodzenie na rynek nowego pokolenia nabywców, którzy będą coraz mniej przywiązani do idei posiadania własnego mieszkania i preferowali będą (dające większą elastyczność) wynajmowanie mieszkania.

- Rozwój rynku najmu instytucjonalnego będzie miał istotne znaczenie dla deweloperów. **Sprzedaż mieszkań operatorom instytucjonalnym, z uwagi na niejako hurtowy charakter sprzedaży, oznacza zazwyczaj niższą marżę dla dewelopera, ale z drugiej strony zmniejsza ryzyka popytowe i daje gwarancję sprzedaży całej zakontraktowanej inwestycji.** Ponadto, rynek najmu instytucjonalnego stawia przed deweloperami nowe wyzwania – inwestycje powinny być realizowane na atrakcyjnych (a więc droższych) działkach, często w centrach miast lub w miejscach bardzo dobrze skomunikowanych, budynki i mieszkania muszą być zaprojektowane w odpowiedni sposób (upodobniający je w pewnym stopniu do segmentu hotelowego), mieszkania wykończone muszą być „pod klucz”, a nie jak ma to miejsce w przypadku klasycznej sprzedaży, przekazywane klientom w tzw. stanie deweloperskim. Sprzedaż mieszkań instytucjom specjalizującym się w najmie instytucjonalnym zdejmuje z deweloperów obowiązki i koszty marketingowe oraz związane z samym procesem sprzedaży mieszkań klientom.

Pandemia już nie powinna zaszkodzić

- W scenariuszu bazowym przyjmujemy, że zapowiadana przez epidemiologów czwarta fala epidemii koronawirusa, która w Polsce wystąpi najprawdopodobniej jesienią/zimą będzie miała mniejsze nasilenie niż dwa poprzednie szczyty zachorowań. **Na bazie wcześniejszych doświadczeń, nie spodziewamy się w bazowym scenariuszu aby w działalności deweloperskiej wystąpiły jeszcze jakiegokolwiek bezpośrednio (administracyjne ograniczenie działalności) lub pośrednio (efekty dochodowe) negatywne efekty epidemii.**

- Przyjmujemy, że negatywne oddziaływanie czwartej fali zachorowań na sferę realną gospodarki powinno być mniejsze niż w przypadku poprzednich szczytów zachorowań. Oczekujemy zatem mniejszej zmienności rocznej

dynamiki PKB w kolejnych kwartałach. Mniejszy zatem będzie negatywny wpływ wzrostu niepewności na decyzje inwestycyjne gospodarstw domowych, w tym na decyzje o zakupie mieszkania.

Impulsy z programu rządowego

- **W Polskim Ładzie – programie gospodarczym rządu – znalazły się rozwiązania mogące dać dodatkowy impuls dla rozwoju rynku mieszkaniowego.** Na pierwszym miejscu wskazać należy tzw. gwarantowany kredyt mieszkaniowy, to jest objęcie kredytu hipotecznego gwarancją rządową zastępującą wkład własny, co ma umożliwić zaciągnięcie kredytu osobom ze zdolnością kredytową, ale bez wkładu własnego. Ponadto, rządowa propozycja przewiduje jednorazową spłatę części kapitału, tzw. spłatę rodzinną (z Rządowego Funduszu Mieszkaniowego BGK) po urodzeniu się w rodzinie kredytobiorcy drugiego/kolejnego dziecka. Rozwiązanie te mają pobudzić popyt na kredyty mieszkaniowe – rząd szacuje, że roczna liczba beneficjentów wyniesie 80 tys. Projekt został zaakceptowany przez Radę Ministrów i 8 września przesłany do Sejmu.

- **Ponadto w Polskim Ładzie znalazł się też projekt tzw. bonu mieszkaniowego.** Społeczny bon mieszkaniowy miałby być przyznawany na pokrycie wkładu mieszkaniowego w spółdzielni mieszkaniowej lub partycypacji lokatora w TBS/SIM. Rodzinny bon mieszkaniowy (dla gospodarstw domowych z 3 dzieci lub osobą niepełnosprawną) mógłby dodatkowo zostać wykorzystany na zakup mieszkania lub domu. Projekt ten jest dopiero na etapie zapowiedzi włączenia go do planu prac Rady Ministrów.

- **Rozwiązaniem zaproponowanym w Polskim Ładzie, które teoretycznie może nie sprzyjać deweloperom, jest uproszczony tryb budowy małego domu.** Chodzi o możliwość budowy niewielkich budynków mieszkalnych lub rekreacyjnych (do 70 m.kw.) bez pozwolenia na budowę, dziennika budowy i kierownika budowy (w trybie zgłoszenia). Do tej pory w podobnym trybie mogły być budowane domy do 35 m.kw. W naszej ocenie rozwiązanie to nie przyczyni się jednak do spadku popytu na mieszkania deweloperskie i będzie raczej wykorzystywane do budowy domów rekreacyjnych niż mieszkaniowych. Domy takie powstawać będą raczej w mniejszych miejscowościach lub na terenach rekreacyjnych poza miastami (budujący musi posiadać lub zakupić działkę pod budowę takiego domu). **Nie będzie to więc konkurencja dla rynku deweloperskiego (nie substytut, a ewentualnie jego uzupełnienie), który koncentruje się w największych aglomeracjach oraz miastach średniej wielkości.** Projekt został zaakceptowany przez Radę Ministrów i 8 września przesłany do Sejmu.

Czynniki ryzyka

- **Z punktu widzenia sytuacji finansowej deweloperów najbardziej niepożądanym scenariuszem byłby taki, w którym wzrostowi podaży towarzyszyłoby istotne szokowe obniżenie popytu.** W takim scenariuszu oczekiwać należałoby wzrostu liczby (i udziału) niesprzedanych mieszkań w ofercie deweloperów, silnej presji na spadek cen mieszkań, pogorszenia opłacalności projektów inwestycyjnych i ryzyka pogorszenia sytuacji finansowej deweloperów.

Ryzyka popytowe

- **Czynnikiem ryzyka dla branży deweloperskiej byłoby spowolnienie makroekonomiczne i związane z nim pogorszenie nastrojów konsumenckich, którego przyczyną może być np. szok zewnętrzny lub pojawienie się nowej groźnej i odpornej na szczepienia odmiany koronawirusa.** Choć bezpośredni wpływ epidemii koronawirusa na sytuację na rynku mieszkaniowym w praktyce nie jest już widoczny, to taki niekorzystny rozwój sytuacji epidemicznej należy wciąż uznawać za istotny czynnik ryzyka dla całej gospodarki, a więc także dla branży deweloperskiej. Z drugiej strony, dotychczasowe doświadczenia wskazują, że rynek mieszkaniowy cechuje dość duża odporność na negatywne oddziaływanie epidemii – po krótkim okresie niepewności, w którym nastąpiło wyraźne wyhamowanie aktywności, rynek szybko powrócił do wcześniejszych tendencji wzrostowych i szybko nadrabia zaległości „epidemiczne”.
- Ponadto wśród potencjalnych czynników ryzyka wpływających na ograniczenie popytu wskazać należy też **wzrost stóp procentowych** (pogorszenie dostępności kredytu oraz psychologiczny efekt wzrostu stóp zniechęcający do korzystania z kredytu), **pogorszenie dochodowej dostępności mieszkań** (w przypadku wzrostu cen szybszego niż wzrost dochodów/wynagrodzeń), **ograniczenie akcji kredytowej** np. w wyniku ukierunkowanych na to działań nadzorczych, **znaczącą wyprzedzą sprzedaż mieszkań z rynku wtórnego** kupowanych wcześniej jako inwestycja na rynku najmu.
- **Generalnie bieżący stan nierównowagi rynkowej (przy złożeniu utrzymywania się przez najbliższe kwartały wysokiego popytu), skutkuje presją na wzrost cen mieszkań, a w dalszej konsekwencji prowadzić może do pogorszenia ich dostępności cenowej i ograniczenia popytu. Konsekwencją osłabienia popytu może być spadek cen na rynku mieszkaniowym (a przynajmniej spowolnienie wzrostu cen). O ile z perspektywy całego rynku proces ten ma charakter naturalnego dostosowania cen do zmieniających się podaży i popytu, to w przypadku pojedynczych konkretnych spółek deweloperskich rodzić może ryzyko pogorszenia sytuacji finansowej.** Sytuacja taka dotyczyć może np. deweloperów, których spadek cen na rynku dotknie tuż przed wprowadzeniem do oferty nowych inwestycji – oczekiwana przez dewelopera cena sprzedaży, która w założeniach miała pokryć koszty zakupu ziemi oraz oczekiwane koszty budowy, może okazać się niemożliwa do uzyskania. Obniżeniu ulegnie więc w takiej sytuacji założona w projekcie inwestycyjnym marża dewelopera. Podobny scenariusz mógłby dotyczyć deweloperów, których inwestycje są już w sprzedaży, ale udział sprzedanych lokali jest niewielki – deweloper może stanąć przed koniecznością obniżenia cen mieszkań, co także negatywnie wpłynie na marżowość inwestycji oraz sytuację finansową sprzedającego.

Ryzyka kosztowe

- **Kolejną grupą czynników ryzyka w branży deweloperskiej, są ryzyka związane z rosnącymi kosztami budowy.** Silniejszy, niż założony w scenariuszu bazowym, wzrost kosztów wynikać może np. z ponownego nasilenia się impulsów kosztowych o charakterze globalnym (np. silne zakłócenia

tańców dostaw w negatywnym scenariuszu epidemicznym) i nałożenia się tych impulsów na czynniki lokalne windujące koszty.

- **Obecnie duża część wzrostu kosztów rekompensowana jest przez wzrost cen mieszkań, jednak w negatywnym scenariuszu, w warunkach szokowo malejącego popytu na mieszkania, potencjał dla wzrostu cen może się wyczerpać.** W efekcie spodziewać można by się wyraźnego pogorszenia sytuacji finansowej deweloperów w wyniku jednoczesnego spadku cen i wzrostu kosztów. Realizacja części inwestycji, szczególnie tych na wczesnym etapie sprzedaży, mogłaby okazać się nieoptycalna (deweloperzy chcąc sprzedać mieszkania musieli by obniżyć ceny, wiedząc jednocześnie, że koszty budowy rosną). W takim scenariuszu część deweloperów musiała by zdecydować się najprawdopodobniej na zawieszenie niektórych swoich projektów inwestycyjnych, co byłoby szczególnie niebezpieczne w przypadku konieczności spłaty kredytów zaciągniętych na zakup gruntów pod te inwestycje.

- **Ryzyka kosztowe dla branży deweloperskiej wiążą się też z obowiązującymi od 2021 r. regulacjami zaostrzającymi wymogi energetyczne dla budynków mieszkalnych.** Początkowo przepisy zakładały, że nowych wymogów nie będą musiały spełniać budynki, na których budowę wydano pozwolenie przed końcem 2020 r. Jednak ze względu na pandemię i związane z nią opóźnienia w działalności urzędów zmieniono rozporządzenie i decydujący jest nie moment wydania pozwolenia, ale termin złożenia wniosku o takie pozwolenie. Dzięki temu inwestorzy i deweloperzy, którzy wciąż czekają na decyzję urzędów, nie muszą zmieniać projektów budynków. Nowe warunki techniczne mają na celu zmniejszenie zużycia energii w budynkach. Przepisy zakładają m.in. wyższe wymagania dla ścian, dachów, okien czy drzwi. Zgodnie z nowymi przepisami od 2021 r. dachy i ściany będą wymagały grubszej warstwy termoizolacyjnej, a drzwi i okna będą musiały spełnić bardziej restrykcyjne parametry energooszczędności. Nowe warunki techniczne to część ogólnoeuropejskiej strategii poprawy efektywności energetycznej budynków. **Zmiany wymogów były wprowadzane etapami, na przestrzeni ostatnich kilku lat (w 2014 i 2017 r.), dzięki czemu branża zyskała czas na przygotowanie, co nie zmienia faktu, że konieczność wykorzystywania materiałów budowlanych spełniających zaostrzone normy może podnosić koszty realizacji inwestycji deweloperskich.**

- **Kolejnym ryzykiem kosztowym jest wzrost cen gruntów, który widoczny był już od kilku lat i nie został wyhamowany po wybuchu epidemii. Powodem takiego stanu rzeczy jest ograniczona podaż atrakcyjnych działek, co jest najbardziej widoczne w dużych aglomeracjach.** Wzrost cen działek ma miejsce mimo, że duża część z nich ma skomplikowaną sytuację prawną lub nie jest objęta miejscowymi planami zagospodarowania. Deweloperzy coraz częściej zmuszeni są do zakupu „trudnych” działek, wymagających rewitalizacji, przemysłowych, z budynkami do rozbiórki. Realizacja inwestycji mieszkaniowych na tego typu działkach jest trudniejsza technicznie i przez to wiąże się z większymi kosztami.

- Deweloperzy zwracają też uwagę, że związane z pandemią pogorszenie sytuacji samorządów, skłania władze lokalne do zwiększania oczekiwań wobec deweloperów w zakresie budowy dróg i infrastruktury społecznej czasem

niezwiązanej bezpośrednio z realizowanymi inwestycjami mieszkaniowymi. Jest to kolejny czynnik wpływający na koszty realizacji inwestycji.

Ryzyka podażowe

- **Ryzyka podażowe, polegające ograniczeniu i/lub spowolnieniu wprowadzania do oferty nowych inwestycji, mają dla deweloperów charakter przede wszystkim strukturalny i nie wpływają na ich bieżącą sytuację rynkową oraz finansową. Traktować je należy raczej w kategorii ryzyk dla średniookresowego rozwoju spółek deweloperskich.** Chodzi przede wszystkim o długotrwały proces uzyskiwania przez deweloperów pozwolenia na budowę, wydłużony czas rozpatrywania wniosków o wpisy do ewidencji gruntów i budynków w sądach wieczysto-księgowych czy wydawania decyzji związanych z ochroną środowiska. Według dostępnych informacji, czas od zakupu działki do uzyskania pozwolenia może w niektórych przypadkach (szczególnie w dużych aglomeracjach) wynosić nawet kilka lat, co oznacza dla dewelopera wzrost kosztów inwestycji, przede wszystkim za sprawą wyższych kosztów kredytowania w okresie przygotowywania projektów mieszkaniowych (w tym czasie deweloper nie może pozyskiwać środków od klientów).

Inne czynniki ryzyka

- **Choć w naszej ocenie sytuacja na rynku najmu będzie się stopniowo poprawiała, to nadal stanowi ona czynnik ryzyka dla sektora deweloperskiego.** Materializacja tego ryzyka mogłaby nastąpić w scenariuszu wyraźnego wzrostu stóp procentowych (2-3 pkt. proc), co spowodowałoby spadek opłacalności najmu względem lokat bankowych i mogłoby ograniczyć popyt na mieszkania ze strony osób kupujących z przeznaczeniem na najem. Drugi aspekt ryzyka dotyczący rynku najmu wiąże się z ewentualnym znaczącym pogorszeniem sytuacji epidemicznej – ponowne wprowadzenie zakazów podróżowania czy zawieszenie zajęć na wyższych uczelniach mogłoby skłaniać inwestorów do sprzedaży mieszkań przeznaczonych pod wynajem oraz zniechęcać do zakupu takich mieszkań (mogłoby powstać wrażenie, że zakłócenia na rynku najmu związane z epidemią nie były jednorazowe, a będą już miały charakter stały)

- **Podwyższone ryzyko na rynku mieszkaniowym dotyczy deweloperów, rozpoczynających realizację nowych projektów inwestycyjnych (planowe ukończenie za 18-24 miesiące) z niskim poziomem przedsprzedaży (poniżej 40%).** Negatywnie ocenić też należy sytuację deweloperów, którzy dopiero pojawili się na rynku i na swoje pierwsze inwestycje dokonali zakupu ziemi po wysokiej cenie – w obecnej sytuacji założona opłacalność takich projektów może być trudna do osiągnięcia.

- **Ryzyka dla rynku deweloperskiego związane są też z sytuacją w konkurencyjnych segmentach rynku nieruchomości – chodzi przede wszystkim o segment budownictwa indywidualnego.** Obecnie widoczny jest wzrost liczby budowanych mieszkań w budownictwie indywidualnym (domy jednorodzinne) – w okresie od stycznia do lipca 2021 r. rozpoczęto budowę prawie 65 tys. tego typu mieszkań, co oznacza wzrost o 21% r/r. Dynamika jest wyraźnie wyższa niż w latach poprzednich – w tym samym okresie 2019 r. odnotowano wzrost o 4% r/r, a w 2020 r. spadek rzędu 4% r/r. Dynamicznie i szybciej niż w latach ubiegłych wzrasta też liczba wydawanych pozwoleń – w

okresie styczeń-lipiec 2021 r. było ich ponad 72 tys. (wzrost o 26% r/r). Mimo tego, wzrost zarówno rozpoczynanych budów, jak i wydawanych pozwoleń pozostaje niższy niż ma to obecnie miejsce w budownictwie deweloperskim. Obniża się też tym samym relacja liczby rozpoczynanych budów i liczby wydawanych pozwoleń w budownictwie indywidualnym do tych samych liczb w budownictwie deweloperskim. **Oznacza to, że mimo wyraźnego ożywienia w segmencie domów, trudno mówić o istotnym efekcie substytucyjnym względem budownictwa wielorodzinnego.**

Czynniki sukcesu

- **Z uwagi na wyzwania związane z wprowadzaniem w przyszłości do sprzedaży kolejnych inwestycji mieszkaniowych, kluczowym czynnikiem sukcesu w przypadku poszczególnych deweloperów jest duża bieżąca oferta lokali oraz zdolność do wprowadzania do sprzedaży kolejnych projektów inwestycyjnych.** Jest to możliwe w przypadku dostatecznej liczby realizowanych inwestycji (inwestycji w budowie lub będących w przygotowaniu, ale gotowych do sprzedaży, czyli posiadających pozwolenie na budowę).
- Podobne, choć bardziej długofalowe znaczenie, ma **posiadanie przez deweloperów dostatecznych zasobów gruntów** (tzw. bank ziemi) umożliwiających realizację kolejnych nowych inwestycji w perspektywie kilku lat. Biorąc pod uwagę coraz mniejszą dostępność gruntów w atrakcyjnych lokalizacjach, szczególnie na rynkach największych miast, bank ziemi w posiadaniu dewelopera stanowić będzie istotny czynnik przewagi konkurencyjnej.
- Ważnym czynnikiem sukcesu na rynku mieszkaniowym jest korzystna struktura inwestycji realizowanych przez deweloperów. **W lepszej sytuacji są deweloperzy, którzy w realizowanych inwestycjach posiadają wysoki udział mieszkań sprzedanych w ramach przedsprzedaży – zwiększa to odporność deweloperów na ewentualne szoki popytowe i cenowe.**
- Korzystna wcześniejsza sytuacja finansowa firmy, wysoka rentowność realizowanych projektów i dobra sytuacja płynnościowa umożliwia wypracowanie przez dewelopera poduszki finansowej, która z kolei pozwala na przetrwanie okresu niższej sprzedaży i/lub spadku cen na rynku mieszkaniowym.
- Czynnikiem sukcesu są ponadto obecnie relacje deweloperów z firmami wykonawczymi – posiadanie przez dewelopera własnej firmy budowlanej (w ramach tej samej grupy kapitałowej) jest dużym atutem z uwagi na fakt większej przewidywalności czynników podażowych oraz kosztowych. **W przypadku deweloperów, którzy posiadają własne firmy wykonawcze, produkcja mieszkań przebiega z reguły szybciej (a zatem także taniej) niż ma to miejsce w sytuacji korzystania z wykonawców zewnętrznych.**

Wskaźniki finansowe – PKD 41.1

Wskaźnik		2015	2016	2017	2018	2019	2020	I poł. 2019	I poł. 2020	I poł. 2021
Zmiana r/r przychodów ogółem	%	74,8	-32,4	42,0	6,8	12,7	-1,6	-17,9	54,1	8,5
Zmiana r/r przychodów ze sprzedaży	%	-7,2	8,7	69,6	6,3	1,3	2,1	-29,2	60,1	25,2
Wskaźnik poziomu kosztów	%	53,8	94,2	90,1	87,6	89,5	90,1	85,3	89,1	84,2
Stopa zysku brutto	%	44,8	5,4	9,9	12,4	9,6	9,3	13,9	10,0	16,6
Stopa zysku netto	%	44,4	5,0	8,0	10,3	7,9	7,6	12,1	8,5	13,6
Zyskowność sprzedaży	%	5,8	-0,1	10,2	12,4	7,9	8,6	8,6	9,6	15,5
ROA	%	24,7	2,3	5,6	7,9	6,3	5,1	10,0	6,0	8,5
ROE	%	44,2	5,2	13,9	20,5	16,7	12,7	22,7	15,4	25,3
Wskaźnik płynności (CR)	-	2,3	2,0	2,4	2,2	2,2	2,3	2,2	2,4	1,8
Wskaźnik podw. płynności (QR)	-	0,9	0,7	1,0	1,0	0,8	1,0	0,9	0,9	0,9
Wskaźnik wysokiej płynności (SQR)	-	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,3
Rotacja zapasów	dni	369,0	346,0	267,5	231,4	241,1	276,4	212,4	278,9	263,7
Cykl należności	dni	50,2	51,7	44,5	51,8	52,7	54,3	52,2	43,9	60,9
Współczynnik długu	%	44,0	57,0	60,0	62,0	62,0	60,0	56,0	60,0	66,0
Nakłady inwestycyjne	mld zł	1,8	1,6	1,9	1,9	2,0	2,1	0,4	1,0	1,3
Udział inwestycji w nadwyżce finans.	%	47,0	318,0	225,0	186,0	223,0	240,0	104,0	180,0	170,0
Wydajność pracy	mln zł/os.	0,7	0,7	1,1	1,0	1,1	1,0	0,4	0,5	0,5

Źródło: PONT Info (GUS dla firm pow.49 zatrudn.), BOŚ

Rozkład decylowy wybranych wskaźników finansowych (I poł. 2021 r.)

Wskaźnik		D1	D2	D3	D4	D5	D6	D7	D8	D9
Przychody ogółem	mln zł	3,3	6,5	9,3	16,7	30,5	43,0	73,6	91,6	237,2
Przychody ze sprzedaży	mln zł	2,7	5,4	7,2	9,0	20,5	36,6	66,3	88,8	222,3
Wskaźnik poziomu kosztów	%	70,4	81,3	89,7	93,1	95,5	97,7	99,7	102,8	108,8
Stopa zysku brutto	%	-8,2	-2,8	0,3	2,1	4,5	7,0	9,1	18,7	26,9
Stopa zysku netto	%	-8,6	-2,8	0,3	2,1	4,0	6,0	7,5	15,9	26,9
Zyskowność sprzedaży	%	-9,4	-5,5	-0,1	1,4	3,9	5,2	7,9	15,2	25,6
ROA	%	-8,7	-2,1	0,1	2,2	4,0	8,3	10,7	18,3	34,4
ROE	%	-45,0	-14,1	0,8	7,6	13,1	17,7	30,2	46,0	100,5
Wskaźnik płynności (CR)	-	0,9	1,1	1,2	1,4	1,6	2,0	2,2	2,6	6,3
Wskaźnik podw. płynności (QR)	-	0,2	0,7	0,9	1,1	1,2	1,4	2,0	2,2	3,3
Wskaźnik wysokiej płynności (SQR)	-	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,8	1,3
Rotacja zapasów	dni	0,0	0,0	0,2	0,7	4,1	15,9	29,5	123,3	455,4
Cykl należności	dni	2,0	10,7	31,2	45,3	50,9	60,8	74,0	113,4	137,6
Współczynnik długu	%	26,0	43,0	50,0	60,0	67,0	73,0	77,0	83,0	93,0
Nakłady inwestycyjne	mln zł	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,4	0,7	3,4
Udział inwestycji w nadwyżce finans.	%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	4,0	13,0	31,0
Wydajność pracy	mln zł/os.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	1,0	2,0

Powyższa tabela pozwala na pozycjonowanie konkretnego przedsiębiorstwa na tle rozkładu decylowego w branży. D1 to pierwszy decyl, który oznacza maksymalną wartość danego wskaźnika jaką osiąga 10% firm o najniższych wynikach wśród wszystkich firm objętych badaniem. Inaczej mówiąc 90% firm objętych badaniem osiąga wartość wskaźnika wyższą niż D1. D2 to drugi decyl, czyli wartość dla kolejnych 10% firm itd.

Definicje wskaźników

Nazwa	Wzór
wskaźnik poziomu kosztów	koszty uzyskania przychodów z całokształtu*100% / przychody ogółem
stopa zysku brutto	zysk brutto / przychody ogółem
stopa zysk netto	zysk netto / przychody ogółem
zyskowność sprzedaży	zysk ze sprzedaży / przychody ze sprzedaży
stopa rentowności aktywów	zysk netto / aktywa całkowite
stopa rentowności kapitału własnego	zysk netto / kapitał własny
wskaźnik płynności	majątek obrotowy / zobowiązania krótkoterminowe
wskaźnik podwyższonej płynności	(majątek obrotowy - zapasy) / zobowiązania krótkoterminowe
wskaźnik wysokiej płynności	gotówka / zobowiązania krótkoterminowe
rotacja zapasów	(zapasy ogółem / koszty działalności operacyjnej)*liczba dni w okresie
cykl należności	(należności z tytułu dostaw / przychody ze sprzedaży)*liczba dni w okresie
współczynnik długu	zobowiązania ogółem / aktywa całkowite
udział inwestycji w nadwyżce finansowej	nakłady inwestycyjne / nadwyżka finansowa
wydajność pracy	przychody ogółem / zatrudnienie

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.