

Analiza kondycji ekonomiczno-finansowej spółek deweloperskich w okresie dekonunktury na rynku nieruchomości

Małgorzata Tarczyńska-Łuniewska*

Iwona Forys**

Streszczenie: Rynek nieruchomości jest jednym z wielu obszarów aktywności gospodarczej podmiotów, które odczuły kryzys ostatnich lat. Również notowania spółek deweloperskich na GPW w Warszawie potwierdzają negatywne zjawiska gospodarcze zachodzące w sektorze silnie związanym z rynkiem nieruchomości. Czy to oznacza, że fundamentalne uwarunkowania podmiotów deweloperskich są tak niekorzystne, jak wskazywałoby na to analiza techniczna?

W artykule przeprowadzono rozważania dotyczące kondycji spółek deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2013 w kontekście sytuacji na rynku budowlanym, ze szczególnym uwzględnieniem inwestycji mieszkaniowych. Celem badania jest ocena pozycji rynkowej spółek deweloperskich oraz ich klasyfikacja z uwzględnieniem wyników ekonomiczno-finansowych oraz realizowanej strategii inwestycyjnej w latach dekonunktury na rynku nieruchomości. Weryfikowano hipotezę badawczą dotyczącą niskiej efektywności ekonomiczno-finansowej spółek deweloperskich w latach 2009–2013. W tym celu wykorzystano dane ekonomiczno-finansowe spółek deweloperskich notowanych na GPW oraz zasoby danych ze statystyki publicznej. Wyznaczono podstawowe wskaźniki ekonomiczno-finansowe, które posłużyły do klasyfikacji i pozycjonowania na rynku analizowanych podmiotów. Do weryfikacji przyjętej hipotezy posłużyły narzędzia analizy statystycznej, w tym analizy wielowymiarowej.

Słowa kluczowe: rynek nieruchomości, sektor deweloperski, kondycja ekonomiczno-finansowa spółek z rynku nieruchomości

Wprowadzenie

Spółki deweloperskie są aktywnym uczestnikiem rynku nieruchomości w Polsce od czerwca 1994 roku, kiedy między innymi Ustawa o własności lokali¹ uregulowała stosunki własnościowe nabywców mieszkań deweloperskich. Zmiany legislacyjne stały się impulsem do inwestowania na polskim rynku mieszkaniowym, które wspierał wzrost dobrobytu społeczeństwa, a wraz z nimi odkrywanie nowych, ponadpodstawowych funkcji, jakie może pełnić mieszkanie (więcej w: Forys 2011). Dotychczasową grupę podmiotów na rynku inwestycji budowlanych zasiły nowe, niespotykane dotąd w Polsce podmioty zajmujące się

* dr hab. Małgorzata Tarczyńska-Łuniewska, Uniwersytet Szczeciński, e-mail: m.tarczynska@wneiz.pl

** dr hab. Iwona Forys, Uniwersytet Szczeciński, e-mail: forys@wneiz.pl

¹ Ustawa z 24 czerwca 1994 r. o własności lokali, DzU 2000, nr 80, poz. 903 z późn. zm.

przedsięwzięciami deweloperskimi (więcej w: Henzel red. 2004; Gitman, Joehnik 1984). W Polsce przedsięwzięcia te rozumiane są w wąskim zakresie – jako budowa obiektów mieszkalnych, biurowych, handlowych, magazynowych i przemysłowych oraz ich sprzedaż lub wynajem. Oznacza to najczęściej zakup nieruchomości gruntowej, nadzór nad procesem inwestycyjnym oraz sprzedaż gotowych obiektów budowlanych. Deweloperstwo to jednak wielowątkowa działalność gospodarcza, poczynając od renowacji i rekomercjalizacji istniejących nieruchomości, zabudowy gruntów, skończywszy na podziale gruntów i ich sprzedaży innym podmiotom (Peiser, Frey 2003). Na każdym etapie działalności deweloperskiej projekt może być sprzedany, w szczególności jako koncepcja zagospodarowania terenu, jak również koncepcja z finansowaniem inwestycji, a także skomercjalizowana i wykonana inwestycja budowlana. W Polsce deweloperzy są istotną grupą kreującą przede wszystkim podaż nowych mieszkań na sprzedaż i wynajem, zwłaszcza w latach dziewięćdziesiątych XX wieku, na etapie rozwoju rynku nieruchomości, a w kolejnych latach również rynku nieruchomości niemieszkalnych.

Sektor deweloperski ma także wpływ na rynek kapitałowy, o czym może świadczyć systematycznie rosnąca liczba spółek z tego sektora notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Od 2007 roku jest wyznaczany również dla tego sektora indeks WIG-deweloperzy (WIG-DEV) odzwierciedlający koniunkturę tej części rynku. Struktura działalności firm deweloperskich w ramach rynku nieruchomości jest zróżnicowana. Z analiz rynku nieruchomości wynika, że większość przedsiębiorstw deweloperskich zajmuje się działaniami deweloperskimi we wszystkich segmentach rynku nieruchomości, ale są również spółki skoncentrowane na jednym z segmentów, np. mieszkaniowym (Dom Development SA, Ronson Europe NV, Polnord SA i in.). Wspomniany rynek mieszkaniowy odczuł jako pierwszy wśród innych segmentów rynku nieruchomości skutki światowego i krajowego kryzysu gospodarczego. Negatywne efekty kryzysu ostatnich lat przekładają się na kondycję podmiotów gospodarczych, w tym również spółek notowanych na GPW z sektora deweloperskiego.

W artykule przeprowadzono rozważania dotyczące kondycji spółek deweloperskich notowanych na GPW w Warszawie latach dekonunktury na rynku nieruchomości, w kontekście sytuacji na rynku budowlanym, ze szczególnym uwzględnieniem inwestycji mieszkaniowych. Celem badania była ocena pozycji rynkowej spółek deweloperskich z uwzględnieniem ich wyników ekonomiczno-finansowych oraz realizowanej strategii inwestycyjnej w latach dekonunktury na rynku nieruchomości. Okres analizy obejmował lata 2007–2013. W artykule przedstawiono również ogólne informacje dotyczące sytuacji na rynku nieruchomości w Polsce (w tym na rynku budowlanym). Zakres danych dotyczył okresu 1993–2014.

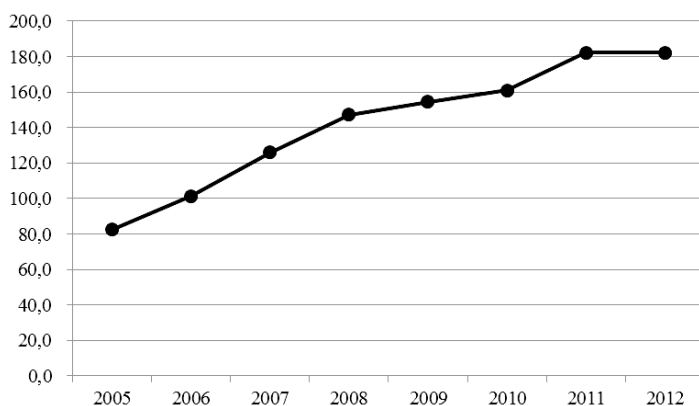
W analizach wykorzystano dane ekonomiczno-finansowe spółek deweloperskich notowanych na GPW w Warszawie oraz zasoby danych statystyki publicznej. Wybór spółek wynikał z konieczności wykorzystania do analizy danych ekonomiczno-finansowych, które w przypadku omawianych podmiotów są dostępne w zakresie pozwalającym wykonać założone analizy. Wyznaczone wskaźniki ekonomiczno-finansowe stanowiły zmienne użyte do klasyfikacji i pozycjonowania badanych spółek na polskim rynku nieruchomości. W badaniu

zastosowano klasyczne narzędzia analizy statystycznej oraz metodę klasyfikacji obiektów za pomocą taksonomicznej miary inwestycji (TMAI).

1. Ocena aktywności polskiego sektora deweloperskiego na rynku budowlanym

Sektor deweloperski jest ściśle związany z sektorem budownictwa oraz z sektorem finansowym. Zakres działalności firm deweloperskich obejmuje również bezpośrednie wykonawstwo projektów deweloperskich, które jest klasyfikowane jako usługi budowlane. Firmy deweloperskie są więc często zarówno przedsiębiorstwami branży budowlanej, jak i firmami świadczącymi usługi zarządzania projektami deweloperskimi, w tym usługami zarządzania nieruchomościami. Można zatem przyjąć, że branża budowlana stanowi bezpośrednie otoczenie firm deweloperskich i na niej koncentruje się badanie podstawowych trendów rynkowych, jak produkcja budowlano-montażowa, efekty inwestycji mieszkaniowych czy liczba podmiotów tego sektora, oraz dokonuje się analizy perspektyw rozwojowych branży.

Liczba podmiotów budowlanych w Polsce w latach 2005–2012 systematycznie wzrasta w ujęciu rok do roku (rysunek 1), przy czym dynamika wzrostu jest zależna zarówno od sytuacji gospodarczej w kraju, jak również od struktury zatrudniania w podmiotach tej branży.



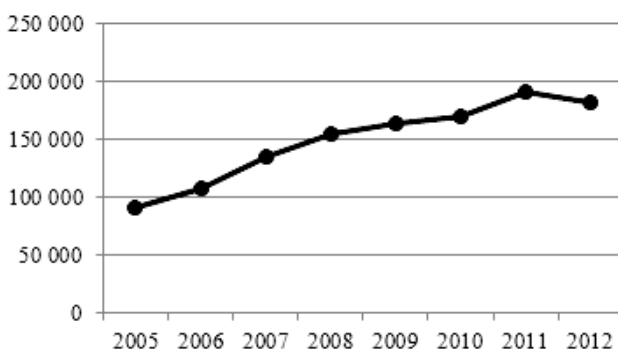
Rysunek 1. Dynamika liczby podmiotów budowlanych w Polsce w latach 2005–2012 (w tys.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS 2013.

Na koniec 2012 roku było zarejestrowanych 182,2 tys. podmiotów gospodarczych branży budowlanej, przy czym największy przyrost tych podmiotów miał miejsce w 2006 oraz 2007 roku (odpowiednio 22,9% i 24,2% w stosunku do roku poprzedniego). W latach kryzysu gospodarczego roczne przyrosty podmiotów branży budowlanej nie przekraczały 5% (w 2009 oraz 2010), w 2011 roku 13,3%, po czym ustabilizowały się w kolejnym roku. Wskazane zmiany wynikały przede wszystkim z przesunięć zatrudnienia pracowników

branży budowlanej z dużych przedsiębiorstw do firm jednoosobowych lub zatrudniających do dziewięciu osób. Upadłości firm budowlanych w analizowanym okresie dekoniunktury dotyczyły przede wszystkim dużych podmiotów gospodarczych zatrudniających ponad 250 osób, natomiast powstawanie nowych podmiotów wynikało z samozatrudnienia osób zwalnianych z upadłych przedsiębiorstw budowlanych.

Z liczbą podmiotów gospodarczych działających w branży budownictwo silnie jest skorelowana produkcja budowlano-montażowa (współczynnik korelacji liniowej Pearsona 0,996). Dynamika produkcji budowlano-montażowej w latach 2005–2012 została przedstawiona na rysunku 2.

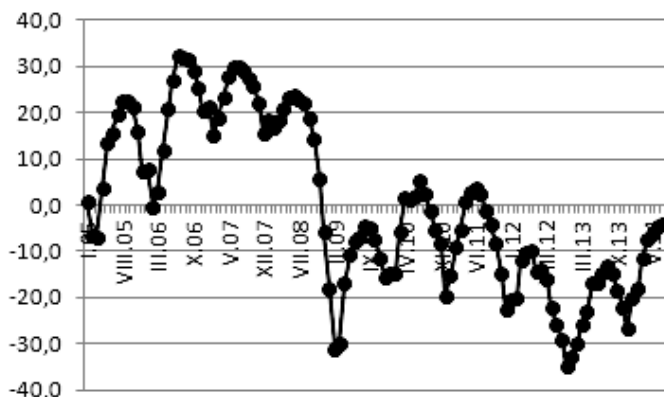


Rysunek 2. Dynamika produkcji budowlano-montażowej w Polsce w latach 2005–2012 (w mln zł)
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS 2013.

Załamaniem trendu wzrostowego produkcji budowlano-montażowej nastąpiło w 2012 roku, co wiązało się ze zmniejszeniem inwestycji wspieranych finansowo z programów Unii Europejskiej. Przeciętny udział inwestycji mieszkaniowych w produkcji budowlano-montażowej w Polsce w badanych latach był na poziomie 5% (4,957% w 2012 roku), stąd sektor inwestycji mieszkaniowych nie ma największego wpływu na badaną zmienną. Taką rolę odgrywają przede wszystkim inwestycje infrastrukturalne.

Mimo spadku tempa zmian omawianych zmiennych firmy sektora branży budowlanej osiągnęły pewną stabilność, którą widać zwłaszcza w obszarze budownictwa mieszkaniowego. Inwestycje mieszkaniowe są rentowne (w projektach mieszkaniowych szacuje się rentowność na poziomie 20%), a po gwałtownym spadku w 2009 roku systematycznie wzrasta liczba nowo podejmowanych inwestycji w relacji do oddanych do użytkowania mieszkań, przy relatywnie niskim poziomie zadłużenia firm deweloperskich w bankach (Foryś – w druku). Jednak ocena podmiotów działających na rynku budowlanym nie jest aż tak optymistyczna, na co wskazuje wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w budownictwie wyznaczany co miesiąc przez GUS na podstawie indywidualnych ocen respondentów² (rysunek 3).

² www.stat.gov.pl/obszary-tematyczne/koniunktura/koniunktura/koniunktura-w-przemysle-budownictwie-handlu-i-uslugach-2000-2014,4,8.html.



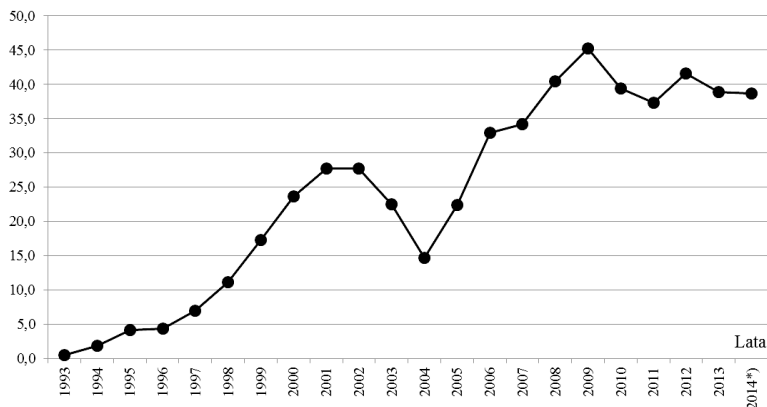
Rysunek 3. Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w budownictwie w Polsce w latach 2005–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

W latach 2005–2008 wskaźnik przyjmował wartości dodatnie, co oznaczało, że więcej badanych firm wypowiadało się optymistycznie na temat koniunktury w sektorze niż tych, które miały opinię przeciwną. Tendencja odwróciła się w 2009 roku i utrzymuje się z niewielkimi wahaniami (drugie półrocza 2010 oraz 2011 roku). Można jednak zauważyć zmianę nastawienia respondentów w ostatnich dwóch latach i pozytywny kierunek zmian w ocenie koniunktury na rynku budowlanym. Dodatkowo, na podstawie sprawozdań finansowych F-01/-01, które kwartalnie składają do urzędów statystycznych firmy zatrudniające ponad 49 osób, można zauważyć poprawę wyników finansowych firm budowlanych w 2013 i 2014 roku. W drugim kwartale 2014 roku ponad 60% przedsiębiorstw było rentownych z przeciętnym wskaźnikiem rentowności 1,6% (wskaźnik rentowności w 2013 roku wyniósł 2,3%)³.

Efekty budownictwa deweloperskiego, w tym również mieszkaniowego na sprzedaż i wynajem realizowanego przez podmioty deweloperskie, wpisują się w ogólne tendencje rozwoju gospodarczego Polski. Z upływem lat deweloperzy są drugą po inwestorach indywidualnych znaczącą grupą na rynku nowych inwestycji mieszkaniowych. Kreują przede wszystkim podaż nowych mieszkań na sprzedaż i wynajem, czego przykładem jest większość spółek notowanych na GPW w Warszawie w branży deweloperskiej. O coraz większym znaczeniu firm deweloperskich na rynku mieszkaniowym świadczy dynamiczny wzrost ich udziału w efektach budownictwa mieszkaniowego na sprzedaż i wynajem (rysunek 4).

³ www.stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/wyniki-finansowe-podmiotow-gospodarczych-i-vi-2014,11,11.html



Rysunek 4. Odsetek liczby oddawanych do użytkowania mieszkań na sprzedaż i wynajem w liczbie oddawanych do użytkowania mieszkań ogółem w Polsce w latach 1993–2014

*) Pierwsze półrocze.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Udział firm deweloperskich w efektach budownictwa mieszkaniowego ogółem w 1993 roku z nieznacznego (0,5%) wzrósł do wysokiego, osiągając najwyższy poziom (45,2%) w 2009 roku. Na rysunku 4 można zauważyć dwa okresy intensywnego rozwoju budownictwa deweloperskiego na sprzedaż i wynajem w latach 1996–2001 oraz 2004–2009. Pierwszy z nich był związany z rozwojem gospodarczym kraju, ulgami podatkowymi od przychodów i dochodów, które skłaniały gospodarstwa domowe do zakupu mieszkań. Drugi okres pokrywa się z wejściem Polski do Unii Europejskiej oraz koniunkturą gospodarczą, a także koniunkturą na rynku nieruchomości. Kolejne lata, związane z kryzysem gospodarczym, przyniosły wahania omawianego odsetka oddawanych do użytkowania mieszkań na sprzedaż i wynajem w liczbie mieszkań oddawanych do użytkowania ogółem, który mieścił się w stabilnym przedziale 35–45%. Należy przy tym zauważyć, że łączna liczba mieszkań oddawanych do użytkowania w Polsce w latach kryzysu (2009–2014) w stosunku do efektów budownictwa z 2008 roku spadła najbardziej w 2011 roku (o 20,7%), a najmniej w 2009 roku (3,1%). W pierwszym półroczu 2014 roku oddano do użytkowania o 4,1% mniej mieszkań niż w 2008 roku, gdy osiągnięto poziom 165 189 mieszkań oddanych do użytkowania (najwyższy w latach 1993–2014). To firmy deweloperskie, które nie zanotowały strat w latach poprzednich, w dalszym ciągu mimo kryzysu rozpoczynały nowe inwestycje.

2. Sektor deweloperski na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Podobnie jak sektor budownictwa, również sektor finansowy jest powiązany z działalnością deweloperską. Każdy z planowanych projektów na rynku nieruchomości wymaga znacznego kapitału, najczęściej obcego. Jednak dywersyfikacja działalności podmiotów deweloperskich (inwestycje mieszkalne i niemieszkalne) oraz relatywnie niskie zadłużenie w bankach powodują, że ryzyko działalności tych firm jest mniejsze.

Obok oczywistej roli systemu bankowego w finansowaniu planowanych inwestycji na rynku nieruchomości (kredyty hipoteczne) ważną rolę odgrywa rynek kapitałowy, który stwarza możliwość wchodzenia spółek deweloperskich na giełdę, dzięki czemu pojawia się możliwość finansowania działalności przedsiębiorstw deweloperskich poprzez emisję akcji notowanych na GPW. Notowania stanowią pewien wyznacznik pozycji rynkowej spółek deweloperskich i mogą być traktowane jako jeden z parametrów oceny działalności tych podmiotów. W odniesieniu do rynku polskiego w pierwszym półroczu 2014 roku spółki deweloperskie na GPW w Warszawie reprezentowało 35 podmiotów: Alta SA, Alterco SA (w upadłości), Atlas Estates Ltd., BBI Development SA, Buwog AG, Capital Park SA, Celtic Property Developments SA, Czerwona Torebka SA, Dom Development SA, Echo Investment SA, ED Invest SA, Gant Development SA (w upadłości), Globe Trade Centre SA, Immoeast AG, Immofinanz AG, Inpro SA, J.W. Construction Holding SA, JHM Development SA, KCI SA, LC Corp SA, MLP Group SA, Octava SA, Orco Property Group SA, Platinum Properties Group SA, Plaza Centers NV, Polnord SA, Polski Holding Nieruchomości SA, Rank Progress SA, Reinhold Europe AB, Robyng SA, Ronson Europe NV, Triton Development SA, Vantage Development SA, Warimpex AG oraz Wikana SA.

Koniunktura sektora deweloperskiego jest pochodną kondycji ekonomiczno-finansowej podmiotów tworzących ten sektor. Stąd, z punktu widzenia poznania rynku deweloperskiego, warto również uwzględnić informacje związane z kształtowaniem się indeksów rynkowych WIG, WIG20 czy WIG-DEV. Indeksy te ukazują tendencje panujące na rynku giełdowym w założonym czasie, a zestawienie z informacją o kondycji ekonomiczno-finansowej danego sektora daje obraz sektora. Umożliwia również analizę i ocenę trendów rynkowych czy sektorowych. Indeksy WIG, WIG20 i WIG-DEV wybrano do porównań z uwagi na informacje, które te indeksy odzwierciedlają. Indeks WIG i WIG-DEV są indeksami dochodowymi, natomiast indeks WIG20 jest indeksem cenowym. Interesujące jest jednak, czy występują relacje zależności między badanymi indeksami. Zależność zbadano w dwojaki sposób: wyznaczając współczynniki korelacji między indeksami oraz przeprowadzając graficzną analizę kształtowania się indeksów w czasie. Taka analiza pozwoli odpowiedzieć na pytania, czy występuje wzajemne oddziaływanie między rynkami (które są reprezentowane przez indeksy giełdowe), jaka jest tendencja zmian na rynku i w sektorze, czy kierunek zmian jest podobny/taki sam/inny? Ponadto analiza za pomocą współczynnika korelacji liniowej Pearsona pozwoliła na określenie występowania siły i kierunku związku między indeksami.

W analizowanych latach wartości indeksu WIG-DEV są silnie dodatnio skorelowane z wartościami WIG20 (współczynnik korelacji liniowej Pearsona wynosi 0,87), a słabiej

dotadnio z indeksem WIG (współczynnik korelacji liniowej Pearsona wynosi 0,51). Dlatego w dalszej części analizy odniesiono się tylko do indeksów WIG-DEV i WIG20. Poziom współczynnika korelacji oznacza, że indeksy WIG-DEV i WIG20 mają podobną tendencję zmian. Analiza graficzna indeksów również potwierdza siłę i kierunek zmian indeksów⁴. Na wykresie poniżej zaprezentowano wartości WIG20 oraz WIG-DEV (rysunek 5).



Rysunek 5. Indeksy WIG20 oraz WIG-DEV na GPW w latach 2007–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.gpw.infostrefa.com.pl.

Do dalszej analizy wybrano spółki deweloperskie notowane na GPW w Warszawie w latach 2009–2013, które realizują przede wszystkim projekty mieszkaniowe na terenie Polski oraz mają dostatecznie długą historię notowań. Taka procedura pozwoliła na ocenę ekonomiczno-finansową spółek w perspektywie dwóch okresów: koniunktury na rynku nieruchomości (lata 2007–2008) oraz dekonunktury (lata 2009–2013). Z uwagi na fakt, że liczne spółki branży deweloperskiej pojawiły się na GPW w 2007 oraz 2008 roku, a także z uwagi na moment wyznaczenia po raz pierwszy indeksu WIG-deweloperzy, zrezygnowano w analizach z 2006 roku, czyli pierwszego roku koniunktury. W efekcie spośród portfela branżowego 35 spółek pozostawiono 16 podmiotów: Alta SA, Altreco SA, Atlas Estates Ltd., BBI Development SA, Celtic Property Developments SA, Dom Development SA, Echo Investment SA, ED Invest SA, Globe Trade Centre SA, J.W. Construction Holding

⁴ Z uwagi na istotę indeksów (jeden indeks jest cenowy, drugi dochodowy) indeksy te nie powinny być bezpośrednio porównywane. Jednak w przypadku przeprowadzonego badania autorki, prezentując indeksy WIG-DEV i WIG20 na jednym wykresie, chciały odnieść się jedynie do kierunku zmian w czasie indeksów oraz ich wzajemnego przebiegu. Analiza graficzna przeprowadzona w ten sposób jest wizualnym uzupełnieniem i potwierdzeniem miar korelacji.

SA, KCI SA, LC Corp SA, Octava SA, Polnord SA, Triton Development SA oraz Wikana SA. W 2014 roku dwie spółki zgłoszono do upadłości: Alterco SA oraz Gant SA, natomiast notowania jednej – Immoeast AG – zawieszono z uwagi na połączenie spółki z Immofinanz AG. Pozostałe wyłączone z analizy spółki miały szeroki wachlarz realizowanych inwestycji poza mieszkalnymi, realizowały również usługi zarządzania nieruchomościami lub działały poza granicami Polski.

3. Analiza ekonomiczno-finansowa wybranych spółek deweloperskich

Z uwagi na trwającą od końca 2008 roku dekonjunkturę gospodarczą i związaną z nią dekonjunkturę na rynku nieruchomości spółki deweloperskie nadal działają w warunkach wysokiej niepewności. Wynika ona z natury samych projektów deweloperskich, które charakteryzuje wysoka skłonność do ryzyka w stosunku do innych inwestycji na rynku kapitałowym, jak również wysoka kapitałochłonność i niska płynność, nasilająca się zwłaszcza na rynku nieruchomości w okresie dekonjunktury (rynek podażowy) (więcej w: Tarczyński, Foryś 2003). Wysokie ryzyko jest związane również z przyjętym w tej branży systemem finansowania kapitałem obcym, co z uwagi na silne związki rynku nieruchomości z przeżywającym problemy systemem finansowym (zwłaszcza z systemem bankowym) i nadwyrężonym zaufaniem inwestorów do instrumentów finansowych utrudnia rozpoczęcie kolejnych projektów. Również czas trwania inwestycji deweloperskich nie pozwala w wielu przypadkach podmiotom tego sektora na wysoką elastyczność i szybkie dopasowanie portfela inwestycji do zmieniającego się otoczenia. Z tego względu każda inwestycja musi być poprzedzona dokładną analizą kondycji ekonomiczno-finansowej projektów oraz samych spółek, które te projekty realizują.

W prowadzonym badaniu uwzględniono spółki, których strategia inwestycyjna zakłada przede wszystkim realizację projektów deweloperskich na rynku krajowym, a w portfolio inwestycyjnym z uwagi na zakres podstawowej działalności znajdują się w większości projekty mieszkaniowe. Natomiast z uwagi na założony okres badania (oraz dwa podokresy – koniunktury i dekonjunktury na rynku nieruchomości) zaistniała konieczność uwzględnienia tylko tych spółek, które prowadziły działalność i były notowane na GPW w latach 2007–2013.

Przesłanki merytoryczne, a zwłaszcza specyfika ich działalności, wskazują na konieczność badania kondycji ekonomiczno-finansowej spółek deweloperskich z uwzględnieniem przynajmniej czterech grup wskaźników⁵:

- wskaźniki zyskowności,
- wskaźniki płynności,
- wskaźniki aktywności,
- wskaźniki zadłużenia.

⁵ Więcej na temat wskaźników ekonomiczno-finansowych w pracy: Skoczylas, Waśniewski 2004.

Wybór konkretnych wskaźników w wymienionych czterech grupach wynikał nie tylko z ich wartości poznawczej, lecz także z zakresu dostępnych danych finansowych dla wybranych piętnastu spółek deweloperskich. Analiza struktury wskaźników wskazała na występującą bardzo dużą rozbieżność w kształtowaniu się wskaźników w badanym okresie⁶. Wyznaczone współczynniki zmienności i różnicowania znacznie przekroczyły poziom dobrej zmienności (10%) w sensie statystycznym. W związku z tym w dalszych analizach bazowano głównie na miarach pozycyjnych, w szczególności medianie. W tabeli 1 przedstawiono medianę wartości wskaźników dla 16 spółek deweloperskich notowanych na GPW. Analiza kształtowania się w czasie wskaźników wymienionych w tabeli 1 pozwala zauważyć ich zróżnicowane poziomy w analizowanych latach. Między wskaźnikami występują dość duże rozbieżności. Odnosząc się na tej podstawie do koniunktury w sektorze deweloperskim, można powiedzieć, że spółki działające w tym sektorze charakteryzują się dość dużą rozbieżnością poziomów wskaźników ekonomiczno-finansowych. Poza tym można stwierdzić, że analizowane wskaźniki kształtują się w badanym okresie w sposób nieregularny i niestabilny.

Tabela 1

Wybrane wskaźniki ekonomiczno-finansowe badanych spółek deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007–2013

Wskaźniki	Lata						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	2	3	4	5	6	7	8
WSKAŹNIKI ZYSKOWNOŚCI							
Marża zysku brutto ze sprzedaży (%)	29,32	23,66	25,22	24,15	32,91	40,83	40,95
Marża zysku operacyjnego (%)	17,00	6,97	9,92	17,27	17,68	9,56	8,72
Marża zysku brutto (%)	13,66	9,69	15,76	17,34	22,48	10,87	6,04
Marża zysku netto (%)	20,15	20,51	13,12	19,93	14,60	4,08	8,04
Stopa zwrotu z kapitału własnego (%)	3,29	3,97	1,22	3,33	2,17	1,54	0,34
Stopa zwrotu z aktywów (%)	2,87	2,20	1,21	2,54	1,03	0,56	-0,69
WSKAŹNIKI PŁYNNOŚCI							
Kapitał pracujący (tys. zł)	79 883	22 996	44 313	60 955	109 368	35 394	7 860
Wskaźnik płynności bieżącej	2,14	2,13	3,35	3,24	3,23	3,22	1,94
Wskaźnik płynności szybkiej	1,10	1,52	1,32	2,12	1,67	2,12	1,20
Wskaźnik podwyższonej płynności	0,81	1,09	1,04	1,35	0,93	1,33	0,34

⁶ Z uwagi na obszerność badania z wykorzystaniem miar statystyki opisowej zrezygnowano z prezentacji szczegółowych wyników analizy.

1	2	3	4	5	6	7	8
WSKAŹNIKI AKTYWNOŚCI							
Rotacja należności	81	71	38	76	112	197	240
Rotacja zapasów	147	278	441	351	467	609	435
Cykl operacyjny	354	367	564	442	568	752	835
Rotacja zobowiązań	189	101	214	347	344	430	321
Cykl konwersji gotówki	114	132	263	47	216	323	536
Rotacja aktywów obrotowych	479	489	471	451	597	552	636
Rotacja aktywów	1 191	1 138	898	1 730	1 366	1 803	2 222
WSKAŹNIK ZADŁUŻENIA							
Wskaźnik pokrycia majątku (%)	120	101	112	108	105	100	95
Stopa zadłużenia	0,20	0,23	0,24	0,14	0,26	0,30	0,33

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Notoria Serwis 2014.

Uzyskane przeciętne wartości wskaźników w poszczególnych grupach mogą stanowić swoisty benchmark dla spółek sektora deweloperskiego. Wskaźniki zyskowności w latach 2007–2008 miały tendencję wzrostową w przypadku marży zysku netto oraz stopy zwrotu z kapitału własnego, jednak najwyższy i satysfakcjonujący poziom marży (0,21) uzyskano w 2008 roku, czyli w okresie koniunktury na rynku nieruchomości. W ostatnich dwóch badanych latach 2012–2013, a zwłaszcza w 2013 roku, wszystkie wskaźniki zyskowności potwierdzają słabą kondycję spółek deweloperskich. Jedną z przyczyn złej kondycji podmiotów jest wysoka wartość wskaźnika rotacji należności, trzykrotnie wyższa w 2013 roku w stosunku do 2007 roku, w którym miała miejsce hossa na rynku nieruchomości. Wskaźniki płynności bieżącej w latach 2007–2012 wskazywały nadpłynność. Z punktu widzenia zarządzania finansami jest to niepokojące, tym bardziej gdy spojrzeć na kierunki zmian wskaźników płynności w porównaniu ze wskaźnikami rentowności, zyskowności czy aktywności. Wskaźnik płynności bieżącej w 2013 roku, mimo że osiągnął poziom normy dla wskaźnika (poziom wskaźnika 1,94; norma 1,2–2,0), z uwagi na tendencję spadkową z lat 2007–2012 nie można uznać za korzystny. Natomiast kapitał pracujący w ostatnim roku analizy (7860 tys. zł) był blisko dziesięciokrotnie niższy w 2013 roku. Jedynie stopa zadłużenia na poziomie 0,33 nie jest wartością niepokojącą z uwagi na charakter prowadzonej działalności firm deweloperskich, chociaż można zauważyć jej najniższy poziom (0,14) w 2010 roku, czyli w już trwającym kryzysie. Niewątpliwie wpływ na to miały zarówno zaostrenia akcji kredytowych banków i ograniczanie ryzyka sięgania po środki obce przez deweloperów, jak i konsumpcja zysków wypracowanych w latach koniunktury 2007–2008, jak również w 2009 roku, a w przypadku dużych firm deweloperskich dywersyfikujących inwestycje na różnych rodzajowo rynkach nieruchomości – jeszcze w roku następnym.

Podsumowując kondycję analizowanych spółek deweloperskich, można zauważyć zdecydowanie złe wyniki w 2013 roku. Zróżnicowanie poziomu analizowanych wskaź-

ników ekonomiczno-finansowych jest związane m.in. z wielkością spółek. Rozbieżności w uzyskanym obrazie można zatem tłumaczyć odmiennym zachowaniem na rynku dużych kapitałowo spółek deweloperskich, zatrudniających setki pracowników oraz realizujących kilkuletnie kontrakty od podmiotów małych, kilkuosobowych i działających na lokalnych, bardziej przewidywalnych rynkach nieruchomości.

4. Taksonomiczna miara atrakcyjności inwestycji (TMAI) wybranych spółek deweloperskich

Zarówno w latach koniunktury, jak i w okresie dekonunktury można wskazać spółki deweloperskie, które osiągają lepsze wyniki zachęcające inwestorów rynku kapitałowego do zakupu akcji tych spółek. W tym celu dla badanych obiektów skompletowano dane dotyczące wskaźników zawartych w tabeli 2, ale wykluczając te spółki, dla których w jakimkolwiek roku badania (lata 2007, 2009, 2011, 2013) dane były niepełne. W efekcie do dalszej analizy pozostawiono osiem spółek: Alta SA, Dom Development SA, Echo Investment SA, ED Invest SA, J.W. Construction Holding SA, LC Corp SA, Polnord SA, Triton Development SA. Lata badania wynikały z wcześniejszej analizy i stanowiły punkty zwrotne na rynku z uwagi na analizowane zjawiska. Dla tak określonego zbioru obiektów (spółek) oraz w czterech wyznaczonych latach wyznaczono wartości Taksonomicznej Miary Atrakcyjności Inwestycji (TMAI⁷). Miernik ten umożliwia porządkowanie spółek (obiektów) względem zadanych zmiennych, a za pomocą jednej syntetycznej wielkości określa ich kondycję ekonomiczno-finansową (zob. np. Pociecha i in. 1988; Pluta 1975, 1977). Z jednej strony zatem poziom miar syntetycznych odzwierciedla kondycję badanych spółek, a z drugiej pośrednio świadczy o poziomie rozwoju rynku deweloperskiego w Polsce. W konstrukcji TMAI jako zmienne diagnostyczne wykorzystywano wskaźniki ekonomiczno-finansowe (tabela 2). Miara TMAI oparta na syntetycznym mierniku rozwoju jest unormowana w granicach od 0 do 1. Za obiekty (spółki) o dobrym poziomie rozwoju uznaje się te, dla których poziom miary syntetycznej jest najwyższy (blisko jedności).

⁷ Więcej na temat zastosowań TMAI w analizach rynku można znaleźć np. w: Tarczyński 1994, 1995; Tarczyński, Luniewska 2007.

Tabela 2

Zbiór zmiennych diagnostycznych przyjętych do wyznaczenia TMAI

Grupa wskaźników	Wskaźnik	Oznaczenie zmiennej
Wskaźniki zyskowości	Marża zysku netto	Z1
	Stopa zwrotu z kapitału własnego	Z2
	Stopa zwrotu z aktywów	Z3
Wskaźniki płynności	Kapitał pracujący	P1
	Wskaźnik płynności bieżącej	P2
Wskaźniki aktywności	Rotacja należności	A1
	Rotacja zobowiązań	A2
Wskaźniki zadłużenia	Stopa zadłużenia	D1

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki analizy oraz wartości TMAI dla analizowanych podmiotów zamieszczono w tabeli 3.

Tabela 3

Wartości TMAI w latach 2007, 2009, 2011, 2013

Oznaczenie spółki	Spółka	Lata			
		2007	2009	2011	2013
ALTA	Alta SA	0,16	0,00	0,00	0,14
DOMDEVEL	Dom Development SA	0,34	0,24	0,50	0,36
ECHO_INV	Echo Investment SA	0,19	0,10	0,32	0,30
ED_INVEST	ED Invest SA	0,17	0,29	0,48	0,05
JW_CONST	J.W. Construction Holding SA	0,26	0,07	0,36	0,05
LCCORP	LC Corp SA	0,00	0,03	0,23	0,20
POLNORD	Polnord SA	0,25	0,18	0,20	0,12
TRITON	Triton Development SA	0,10	0,07	0,30	0,30

Źródło: obliczenia własne.

Uzyskane wartości TMAI pozwoliły ponadto na uszeregowanie w kolejnych latach spółek od najbardziej odległych do najmniej odległych od wzorca (tabela 4).

Tabela 4

Klasyfikacja spółek deweloperskich według wartości TMAI w badanych latach

Lata			
2007	2009	2011	2013
LCCORP	ALTA	ALTA	JW_CONST
TRITON	LCCORP	POLNORD	ED_INVEST
ALTA	TRITON	LCCORP	POLNORD
ED_INVEST	JW_CONST	TRITON	ALTA
ECHO_INV	ECHO_INV	ECHO_INV	LCCORP
POLNORD	POLNORD	JW_CONST	ECHO_INV
JW_CONST	DOMDEVEL	ED_INVEST	TRITON
DOMDEVEL	ED_INVEST	DOMDEVEL	DOMDEVEL

Źródło: obliczenia własne.

Analizując dane zawarte w tabeli 3, należy stwierdzić, że spółki deweloperskie charakteryzują się niską atrakcyjnością inwestycyjną. Najlepszą pozycję latami 2007–2013 uzyskały spółki Dom Development SA oraz ED Invest SA, niezależnie od otoczenia gospodarczego i cyklu koniunktury na rynku nieruchomości. Jednak wartości miar syntetycznych są niskie i poziomem daleko odbiegają od jedności. Z uwagi na charakter zastosowanych zmiennych można mówić o słabej kondycji ekonomiczno-finansowej spółek sektora deweloperskiego wpływających na niskie wartości TMAI. W badanych latach najwyższy poziom TMAI uzyskała spółka Dom Development 0,50 (w 2011 roku). Pozostałe wielkości miar syntetycznych są na znacznie niższym poziomie, ponadto można mówić również o dużym ich zróżnicowaniu. Sytuacja taka powtarza się we wszystkich analizowanych okresach, co nie napawa optymizmem w ocenie sektora deweloperskiego, ponadto świadczy o wysokim ryzyku działalności spółek w omawianym sektorze.

Uwagi końcowe

Na podstawie uzyskanych wyników można stwierdzić, że kondycja ekonomiczno-finansowa badanych spółek deweloperskich notowanych na GPW jest raczej słaba, a spółki charakteryzują się dużym zróżnicowaniem wyników finansowych. Zestawienie zarówno miar syntetycznych, jak i wskaźników ekonomiczno-finansowych potwierdza dysproporcje w poziomie rozwoju między tymi firmami. Świadczy to o słabej kondycji sektora deweloperskiego na rynku giełdowym, a tym samym słabej koniunkturze sektora.

Badane spółki są znaczącymi podmiotami na polskim rynku nieruchomości, a ich kondycja oraz notowania na GPW mogą stanowić swoisty barometr sektora. Ponadto uzy-

skane wartości indeksów odzwierciedlające postrzeganie spółek deweloperskich na GPW pokrywają się z oceną indywidualną podmiotów szerszej branży budowlanej, którą wyraża wskaźnik ogólnej koniunktury w budownictwie oraz aktywność firm deweloperskich na rynku inwestycji mieszkaniowych. W ostatnich dwóch badanych latach, 2012–2013, a zwłaszcza w 2013 roku, wszystkie wskaźniki zyskowności potwierdzają słabą kondycję spółek deweloperskich, a w konsekwencji świadczą również o niskiej efektywności ekonomiczno-finansowej badanych spółek i słabej kondycji sektora deweloperskiego.

Literatura

- Foryś I. (2011), *Spoleczno-gospodarcze determinanty rozwoju rynku mieszkaniowego w Polsce. Ujęcie ilościowe*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011.
- Foryś I. (w druku), *Przestrzenne zróżnicowanie dynamiki wybranych wskaźników budownictwa mieszkaniowego w Polsce w latach 2003–2013*, Studia i Prace WNEiZ US, Szczecin 2014 (maszynopis w druku po recenzji).
- Gitman L.J., Joehnik M.D. (1984), *Fundamentals of Investing*, Harper & Row, New York.
- GUS (2013), *Budownictwo wyniki działalności w 2012 roku*, Warszawa.
- Henzel H. (red.) (2004), *Inwestycje na rynku nieruchomości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice.
- Peiser R.B., Frey A.B. (2003), *Professional Real Estate Development*, ULI The Urban Land Institute, Washington, D.C.
- Pluta W. (1975), *Zastosowanie metod taksonomicznych i analizy czynnikowej do konstruowania syntetycznych wskaźników techniczno-ekonomicznych*, „Przegląd Statystyczny”, nr 2.
- Pluta W. (1977), *Wielowymiarowa analiza porównawcza w badaniach ekonomicznych*, PWE, Warszawa.
- Pociecha J., Podolec B., Sokołowski A., Zając K. (1988), *Metody taksonomiczne w badaniach społeczno-ekonomicznych*, PWN, Warszawa.
- Skoczylas W., Waśniewski T. (2004), *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo FRR, Warszawa.
- Tarczyński W. (1994), *Taksonomiczna miara atrakcyjności inwestycji w papiery wartościowe*, „Przegląd Statystyczny”, nr 3.
- Tarczyński W. (1995) *Wielowymiarowa analiza porównawcza na giełdzie papierów wartościowych*, w: *Mikroekonomia w teorii i praktyce*, red. J. Hozer, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Tarczyński W., Foryś I. (2003), *Rentowność inwestycji w nieruchomości i na rynku kapitałowym*, w: *Rynek nieruchomości Pomorza Zachodniego – stan i perspektywy*, IADiPG, Szczecin.
- Tarczyński W., Luniewska M. (2007), *Statystyczna analiza potencjału ekonomiczno-finansowego spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław.
- Ustawa z 24 czerwca 1994 r. o własności lokali, DzU 2000, nr 80, poz. 903 z późn. zm.
- www.gpw.infostrefa.com.pl (28.08.2014).
- www.ir.notoria.pl (28.08.2014).
- www.stat.gov.pl/obszary-tematyczne/koniunktura/koniunktura/koniunktura-w-przemysle-budownictwie-handlu-i-uslugach-2000-2014,4,8.html (28.08.2014).
- www.stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/wyniki-finansowe-podmiotow-gospodarczych-i-vi-2014,11,11.html (28.08.2014).

THE ECONOMIC AND FINANCIAL ANALYSIS OF DEVELOPMENT COMPANIES DURING THE REAL ESTATE RECESSION

Abstract: The real estate market is one of the many areas of economic activity entities that suffered a crisis of recent years. Also the developers companies listing on the Warsaw Stock Exchange confirm the negative economic phenomena taking place in the sector strongly associated with the real estate market. Does this mean that the fundamental determinants of developers are so unfavorable as it would indicate the technical analysis? In the article, there is discussion of the condition of the real estate companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the period 2007–2013 in the context of the situation in the construction market, with particular emphasis on housing investment. The aim of the study is to assess the market position of real estate companies and their classification, taking into account the results of financial and economic condition and investment strategy realized in the period of recession in the property market. Research hypothesis was verified for the low efficiency of the financial and economic condition for developers companies in the years 2007–2013. For this purpose, were used the data of financial and economic indexes for companies listed on the WSE and data from public statistics. They were the basic economic indicators – financial statements, which were used for classification and market positioning of the analyzed entities. To verify the hypothesis adopted statistical analysis tools were used in the multivariate analysis.

Keywords: real estate market, developers sector, economic and financial condition of the real estate companies