

**PRACE NAUKOWE**

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

**RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

**323**

# **Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski**



Redaktorzy naukowi

**Krzysztof Jajuga**

**Wanda Ronka-Chmielowiec**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Agnieszka Flasińska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Małgorzata Czupryńska

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

[www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),

w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej [www.dbc.wroc.pl](http://www.dbc.wroc.pl),

The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie

wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2013

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-351-9**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	11
<b>Adam Adamczyk:</b> Poziom wewnętrznych źródeł finansowania jako determinanta inwestycji w działalność B + R przedsiębiorstw .....	13
<b>Roman Asyngier:</b> Ekonomiczne i prawne aspekty nieprawidłowości funkcjonowania rynku NewConnect. Ocena i propozycje zmian.....	23
<b>Jacek Bialek:</b> Zastosowanie autorskiego indeksu wydajności pracy do analizy dynamiki cen jednostek rozrachunkowych OFE .....	34
<b>Magdalena Chmielowiec-Lewczuk:</b> Zrównoważona Karta Wyników w zakładzie ubezpieczeń.....	43
<b>Dawid Dawidowicz:</b> Ocena efektywności nowych i pozostałych funduszy inwestycyjnych akcji polskich w latach 2000–2012.....	53
<b>Ewa Dziwok:</b> Weryfikacja modeli krzywej dochodowości na podstawie metod dynamicznych.....	66
<b>Krzysztof Echaust:</b> Zwroty dzienne a zwroty nocne – porównanie wybranych własności na przykładzie kontraktów <i>futures</i> notowanych na GPW w Warszawie.....	75
<b>Urszula Gierałtowska:</b> Inwestowanie w metale szlachetne jako alternatywna forma lokowania kapitału .....	88
<b>Paweł Kliber:</b> Spread WIBOR-OIS jako miara ryzyka kredytowego i premii płynnościowej .....	101
<b>Karol Marek Klimczak:</b> Struktura autoregresyjna zysku rezydualnego spółek z Polski, Niemiec i Francji.....	112
<b>Anna Korzeniowska:</b> Wybrane problemy rynku finansowego wynikające z sytuacji na rynku oszczędności gospodarstw domowych.....	120
<b>Mieczysław Kowerski:</b> Cateringowa teoria dywidend.....	128
<b>Marzena Krawczyk:</b> Adekwatność oferty instytucji rynku finansowego do potrzeb kapitałowych MŚP.....	142
<b>Paweł Kufel, Magdalena Mosionek-Schweda:</b> Wpływ doświadczenia giełdowego na koszt pozyskiwania kapitału na rynku Catalyst .....	151
<b>Robert Kurek:</b> Ewolucja konwergencji regulacji i sposobów nadzorowania na rynku ubezpieczeniowym UE.....	161
<b>Sebastian Majewski, Mariusz Doszyń:</b> Efekty wpływu czynników behawioralnych na stopy zwrotu z akcji spółek sektora budowlanego notowanych na GPW w Warszawie.....	170

<b>Sebastian Majewski:</b> Behawioralny portfel według Maslowa – analiza symulacyjna.....	180
<b>Marta Malecka:</b> Metody oceny jakości prognoz ryzyka rynkowego – analiza porównawcza .....	192
<b>Aleksander R. Mercik:</b> Wykorzystanie rozkładu $t$ -Studenta do szacowania wartości zagrożonej .....	202
<b>Artur Mikulec:</b> Znormalizowany względem czasu $\tau$ wskaźnik Calmara i jego zastosowanie w analizie efektywności inwestycji portfelowych.....	212
<b>Wojciech Misterek:</b> Bariery w zakresie pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania na realizację projektów innowacyjnych przedsiębiorstw .....	223
<b>Paweł Niszczota:</b> Wpływ języka raportowania na płynność spółek zagranicznych notowanych na GPW .....	232
<b>Dorota Pekasiewicz:</b> Wyznaczanie współczynnika bezpieczeństwa na podstawie kwantyla rozkładu sumy roszczeń w portfelu ubezpieczeń komunikacyjnych.....	241
<b>Agnieszka Perepeczo:</b> Reakcja akcjonariuszy na decyzje o wypłacie dywidendy w spółkach publicznych – wyniki badań empirycznych.....	253
<b>Tomasz Pisula:</b> Metodyczne aspekty zastosowania modeli skoringowych do oceny zdolności kredytowej z wykorzystaniem metod ilościowych.....	265
<b>Paweł Porcenaluk:</b> Analiza wybranych miar ryzyka płynności dla akcji notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2011 .....	289
<b>Marcin Salamaga:</b> Zastosowanie metody średniej kroczącej do badania zyskowności inwestycji na polskim rynku kapitałowym .....	298
<b>Rafał Siedlecki:</b> Prognozowanie trudności finansowych przedsiębiorstw z wykorzystaniem miary rozwoju Hellwiga .....	308
<b>Anna Sroczyńska-Baron:</b> Możliwości aplikacyjne gier mniejszościowych na Gieldzie Papierów Wartościowych .....	319
<b>Michał Stachura, Barbara Wodecka:</b> Asymetria w ujęciu Boshnakova – propozycja metody szacowania miar asymetrii z próby.....	328
<b>Piotr Staszkiwicz:</b> Verification of the disclosure lemma applied to the model for reputation risk for subsidiaries of non-public group with reciprocal shareholding on the Polish broker-dealers market.....	337
<b>Anna Szymańska:</b> Bayesowskie szacowanie stawek składki w ubezpieczeniach komunikacyjnych z wybranymi funkcjami straty .....	347
<b>Jacek Welc:</b> Prognozowana dynamika zysków spółek a obciążenie błędów prognoz – doświadczenia polskie .....	357
<b>Jerzy Węclawski:</b> Pożyczki hybrydowe jako alternatywna forma finansowania przedsiębiorstw .....	366
<b>Ryszard Węgrzyn:</b> Analiza wrażliwości zmienności implikowanej względem instrumentu podstawowego opcji – podejście dynamiczne .....	375
<b>Stanisław Wieteska:</b> Obciążenia obiektów budowlanych śniegiem jako element ryzyka w ubezpieczeniach majątkowo-osobowych w Polskim obszarze klimatycznym .....	385

<b>Zuzanna Woško:</b> Odporność sektora bankowego w Polsce na szoki zewnętrzne w kontekście ryzyka kredytowego. Badanie zależności między zmiennymi makroekonomicznymi .....	397
<b>Anna Zamojska:</b> Wskaźnik Sharpe'a w teorii i w praktyce.....	406
<b>Aneta Zglińska-Pietrzak:</b> Bootstrapowe prognozy zmienności stóp zwrotu na podstawie modelu GARCH .....	415
<b>Monika Zielińska-Sitkiewicz:</b> Ocena kondycji rynku nieruchomości mieszkaniowych na podstawie badania danych z raportów finansowych firm deweloperskich .....	423

## Summaries

<b>Adam Adamczyk:</b> The level of internal sources of finance as a determinant of investment in R & D of enterprises .....	22
<b>Roman Asyngier:</b> Economic and legal aspects of irregularities in the functioning of the NewConnect market. Assessment and suggestions for changes .....	33
<b>Jacek Bialek:</b> Application of the original index of labour productivity in the analysis of open pension funds' units dynamics .....	42
<b>Magdalena Chmielowiec-Lewczuk:</b> Balanced Scorecard in insurance company.....	52
<b>Dawid Dawidowicz:</b> Evaluation of efficiency of new Polish equity investment funds in comparison to the other investment funds in the period 2000–2012 .....	65
<b>Ewa Dziwok:</b> Yield curve verification based on the correlation surface method .....	74
<b>Krzysztof Echaust:</b> Traded period returns and non-traded period returns – comparison of selected properties on the basis of futures contracts quoted on Warsaw Stock Exchange.....	87
<b>Urszula Gieraltowska:</b> Investing in precious metals as an alternative form of capital investment .....	100
<b>Paweł Kliber:</b> WIBOR-OIS spread as a measure of liquidity and default risk	111
<b>Karol Marek Klimczak:</b> Autoregressive structure of residual income of Polish, French and German firms.....	119
<b>Anna Korzeniowska:</b> Selected problems of financial market resulting from the situation on household savings market .....	127
<b>Mieczysław Kowerski:</b> Catering theory of dividends .....	141
<b>Marzena Krawczyk:</b> Adequacy of the offer given by financial market institution to capital needs of SMEs .....	150
<b>Paweł Kufel, Magdalena Mosionek-Schweda:</b> The impact of the stock-market experience on the cost of capital gained on the Catalyst market.....	160

<b>Robert Kurek:</b> The evolution in convergence of supervision regulations and methods on the European Union insurance market .....	169
<b>Sebastian Majewski, Mariusz Doszyń:</b> The effects of impact of behavioural factors on the rate of return of construction companies stocks listed on the Warsaw Stock Exchange.....	179
<b>Sebastian Majewski:</b> Behavioural portfolio according to Maslov – simulation analysis .....	191
<b>Marta Malecka:</b> Methods for evaluating Value-at-Risk forecasts – comparative analysis .....	201
<b>Aleksander R. Mercik:</b> Using the Student's $t$ distribution in Value-at-Risk estimation.....	211
<b>Artur Mikulec:</b> Tau-normalized-Calmar ratio and its application in the analysis of portfolio investment efficiency .....	222
<b>Wojciech Misterek:</b> Barriers in obtaining external funding to the realization of innovative projects in companies .....	231
<b>Paweł Niszczota:</b> The language used in filings and the trading activity of foreign companies listed on the Warsaw Stock Exchange .....	240
<b>Dorota Pekasiewicz:</b> Determination of the safety factor based on quantile of the sum of claims distribution in the portfolio of automobile insurance....	252
<b>Agnieszka Perepeczo:</b> Market reactions to dividend announcements in public companies – empirical evidence.....	264
<b>Tomasz Pisula:</b> Methodological aspects of the application of credit scoring models to assess the creditworthiness with the use of quantitative methods .....	288
<b>Paweł Porcenaluk:</b> The analysis of the selected liquidity risk measures for stocks listed on the Warsaw Stock Exchange in 2001–2011 period.....	297
<b>Marcin Salamaga:</b> An application of moving average rules for testing the profitability of Polish stock market.....	307
<b>Rafał Siedlecki:</b> Forecasting financial problems of companies based on Hellwig measurement of development .....	318
<b>Anna Sroczyńska-Baron:</b> The application of the minority games and gambling on the stock exchange.....	327
<b>Michał Stachura, Barbara Wodecka:</b> Boshnakov's approach to asymmetry – proposal of estimation of sample asymmetry measures .....	336
<b>Piotr Staszkiwicz:</b> Weryfikacja lematu ujawnienia dla modelu ryzyka reputacji niepublicznych grup kapitałowych z powiązaniem wzajemnymi na polskim rynku firm inwestycyjnych .....	346
<b>Anna Szymańska:</b> Bayesian estimation of premium rates in motor insurance with selected loss functions .....	356
<b>Jacek Welc:</b> Forecasted earnings growth of companies and earnings forecast bias – Polish experience.....	365
<b>Jerzy Węclawski:</b> Hybrid loans as an alternative form of corporate finance ..	374

---

<b>Ryszard Węgrzyn:</b> Analysis of the sensitivity of implied volatility to the underlying instrument of option – a dynamic approach.....	384
<b>Stanisław Wieteska:</b> Overload of roofs of buildings with snow as an element of risk in property insurance in the Polish climate area.....	396
<b>Zuzanna Wośko:</b> Resilience of the Polish banking sector to external shocks in the context of credit risk. Analysis of the relationship between macro-economic variables .....	405
<b>Anna Zamojska:</b> Sharpe ratio – theory and practice.....	414
<b>Aneta Zglińska-Pietrzak:</b> Bootstrap predictions of returns for GARCH processes .....	422
<b>Monika Zielińska-Sitkiewicz:</b> Assessment of the condition of the Polish real estate market based on the data analysis from the financial statements of developers .....	437

**Monika Zielińska-Sitkiewicz**

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

---

## **OCENA KONDYCJI RYNKU NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH NA PODSTAWIE BADANIA DANYCH Z RAPORTÓW FINANSOWYCH FIRM DEWELOPERSKICH**

---

**Streszczenie:** Na rynku pierwotnym nieruchomości mieszkaniowych można zauważyć oddziaływanie zarówno czynników fundamentalnych po stronie popytu oraz podaży, jak i czynników wewnętrznych specyficznych dla branży. Niebagatelny wpływ ma również rozwój systemu finansowania nieruchomości. W artykule zostaną poruszone wybrane aspekty kondycji pierwotnego rynku nieruchomości na tle sytuacji w branży deweloperskiej w Polsce. Ocenie zostaną również poddane wybrane wskaźniki finansowe. Do badania wybrano 17 firm deweloperskich, które notowane są na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Analizie wskaźnikowej poddano dane finansowe spółek z rocznych skonsolidowanych sprawozdań finansowych w okresie od 1 stycznia 2005 r. do 31 grudnia 2011 r.

**Słowa kluczowe:** polski rynek nieruchomości mieszkaniowych, deweloperzy, analiza wskaźnikowa

Nieruchomość mieszkaniowa jest specyficznym towarem i rynek obrotu tymi nieruchomościami różni się istotnie od rynków innych aktywów.

Kondycję rynku nieruchomości mieszkaniowych determinują uwarunkowania ekonomiczne, prawne, finansowe oraz polityczne. Można stwierdzić, że uwarunkowania te tworzą otoczenie wyznaczające klimat inwestycyjny w danym kraju i że to sektor nieruchomości mieszkaniowych, ze względu na swoją wielkość i wielorakie powiązania, silnie oddziałuje na gospodarkę.

Celem artykułu jest znalezienie odpowiedzi na pytania:

- jak branża deweloperska radzi sobie z kryzysem i nadwyżką podaży nad popytem w sektorze mieszkaniowym,
- czy analiza wskaźników finansowych rzetelnie odzwierciedla kondycję deweloperów?

Analizując sytuację rynku w ostatniej dekadzie 2002–2012, należy zauważyć, iż pierwsze pięć lat to okres niebywałej prosperity. Ciągłe, wysokie wzrosty cen i niskie koszty kredytów przyciągały klientów, gotowych do niemal natychmiastowego



zakupu ukończonych i dopiero powstających inwestycji. Na polskim rynku nowych nieruchomości mieszkaniowych robili zakupy inwestorzy z całej Europy, w szczególności z Hiszpanii.

Kolejne pięć lat to okres nieprzerwanej walki z następstwami załamania rynku, które zapoczątkował krach na globalnym rynku finansowym w październiku 2008 r. Był to moment przełomowy dla trwającego w najlepsze krajowego boomu w nieruchomościach, wskutek czego nastąpiło załamanie zarówno cen, jak i wszelkich innych wskaźników koniunktury na rodzimym rynku. W kolejnym 2009 r. spadła o ok. 25% liczba wydanych pozwoleń na budowę, co stanowiło potwierdzenie nadejścia kryzysu. Liczba mieszkań oddawanych do użytku początkowo praktycznie nie uległa zmianie, dopiero w 2010 r. odnotowała 15-procentowy spadek.

Tendencja spadkowa w przypadku ilości wydanych pozwoleń na budowę i liczby nowych mieszkań oddawanych do użytku od 2008 r. ma stały i jednoznaczny charakter, to jednak jej dynamika jeszcze nie wskazuje na głęboki kryzys na krajowym rynku nieruchomości (por. tab. 1).

**Tabela 1.** Liczba nowych mieszkań i pozwoleń na budowę w latach 2000–2011

Rok	Mieszkania oddane do użytku	Przyrost/spadek w stosunku do roku poprzedniego (%)	Pozwolenia na budowę mieszkań	Przyrost/spadek w stosunku do roku poprzedniego (%)
2000	87 789	–	145 141	–
2001	105 967	20,71	138 418	–4,63
2002	97 595	–7,90	78 486	–43,30
2003	162 686	66,70	92 623	18,01
2004	108 117	–33,54	105 952	14,39
2005	114 066	5,50	115 862	9,35
2006	115 353	1,13	160 545	38,57
2007	133 698	15,90	236 731	47,45
2008	165 189	23,55	220 372	–6,91
2009	160 002	–3,14	168 440	–23,57
2010	135 835	–15,10	165 116	–1,97
2011	86 968	–35,98	141 306	–14,42

Źródło: na podstawie [Jędrzyński 2011].

Obecnie głównymi czynnikami determinującymi sytuację na rynku nowych mieszkań w Polsce są:

1. Historycznie wysoka podaż; w sektorze deweloperów aż o 66% wzrosła liczba mieszkań oddanych do użytkowania (porównując I kwartał 2012 r. – 13 571 sztuk do I kwartału 2011 r. – 8190 mieszkań); w badanym okresie udział oddanych do użytkowania mieszkań przez deweloperów w mieszkaniach oddanych ogółem wyniósł

niewielko ponad 37% i jest to wynik wyższy niż przed rokiem, gdy udział oddanych mieszkań wyniósł prawie 30%.

2. Kontynuacja trendu spadkowego cen mieszkań.

3. Sprzedaż nie nadąża za wzrostem oferty, w wyniku czego wskaźnik intensywności sprzedaży wyraźnie się pogorszył. Pozytywnie na stronę popytową oddziałują duża dostępność i różnorodność ofert rynkowych, a przy tym wysoka elastyczność cenowa sprzedających. Rynek pozostaje rynkiem kupującego, a konkurencyjność wśród deweloperów rośnie. Niekorzystnie na stronę popytową wpływają pogorszenie się koniunktury gospodarczej w Polsce i w dalszym ciągu niepewna sytuacja finansowa na świecie. Czynniki te marginalizują skalę zakupów mieszkań w celach inwestycyjnych. Zapotrzebowanie na nowe mieszkania w Polsce utrzymuje się na wysokim poziomie, ale to wciąż dobra luksusowa, jeżeli porówna się ich wartość do przeciętnych polskich zarobków.

4. Ograniczenie dostępności programu „Rodzina na swoim”. Znaczne obniżki wskaźników przeliczeniowych w programie RnS, które nastąpiły w III kwartale 2011 r. sprawiły, że tylko nieliczne mieszkania w sześciu głównych aglomeracjach Polski kwalifikują się do programu. W porównaniu z III kwartałem 2011 r., gdy aż 70% produkcji deweloperskiej klasyfikowało się do programu, widoczna jest duża zmiana. Analiza rynku w IV kwartale 2011 r. wykazała, że zaledwie 10% oferty spełniało restrykcyjne wymogi programu, co odzwierciedlone zostało również w liczbie podpisanych umów (40% kw./kw.). W ten sposób rola tak popularnego i wykorzystywanego programu pomocowego została w 2012 r. zmarginalizowana.

5. Uchwalenie Ustawy z dnia 16.09.2011 o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego potocznie nazywaną deweloperską. Ustawa narzuca deweloperom nowe obowiązki, których koszty firmy mogą „przerzucić” na klientów. Dużą część zysków deweloperów pochłonie prowadzenie rachunków powierniczych, opłacenie ubezpieczenia i wyznaczanie gwarancji bankowych. Konieczność zakładania rachunków powierniczych wpłynie na postęp prac, bo deweloper nie może już finansować swojej działalności z zaliczek klientów. Według niektórych opinii na ustawie najbardziej skorzystają banki, bowiem część zapisów oddaje decyzję co do losów danej inwestycji w ręce specjalistów bankowych, którzy mogą uruchomić lub wstrzymać wypłacanie kolejnych transz kredytu.

6. Dalsze zaostrzenie polityki kredytowej banków – od stycznia 2012 r. weszły w życie dalsze zapisy rekomendacji S, co przełoży się na zmniejszenie zdolności kredytowej klientów detalicznych szczególnie w euro. Po raz pierwszy od kilkunastu lat w drugim kwartale 2012 r. na rynku mieszkaniowym odnotowano niższą wartość nowo udzielanych kredytów w porównaniu do pierwszych trzech miesięcy tego roku – spadek o 1,53%. W ostatnich kilku latach wyniki II kwartału były wyższe od wyników uzyskiwanych w I kwartale nawet o 20–30%. Liczba kredytów w II kwartale 2012 r. wzrosła natomiast o 1,84% w stosunku do I kwartału. Prawie 95% kredytów to kredyty w złotych.

Spadające ceny transakcyjne mieszkań nie są wystarczającym bodźcem dla klientów do podejmowania decyzji o zaciągnięciu długoterminowego kredytu i zakupu mieszkania z jego pomocą. Spadek realnych wynagrodzeń i wzrost kosztów utrzymania przekładające się na zdolność kredytową relatywnie niwelują korzyści z malejących cen mieszkań [BGŻ 2012].

W 2002 r. Warszawska Giełda Papierów Wartościowych (GPW) notowała tylko jedną firmę deweloperską. Dziś ten sektor skupia 23 firmy i ma swój własny indeks – WIG-Deweloperzy. Niestety branżowy indeks WIG-Deweloperzy zanotował prawie 50-procentowy spadek swojej wartości od stycznia do grudnia 2011 r., a w okresie od stycznia do czerwca 2012 r. obniżył swoją wartość o prawie 8% w warunkach pogłębiającej się od miesięcy dekonunktury. Akcje najbardziej renomowanych deweloperów wciąż są intensywnie wyprzedawane przez inwestorów, pomimo dramatycznie wręcz niskiej wyceny ich akcji. Oznacza to, że zazwyczaj najlepiej zorientowane środowisko inwestorów i spekulantów giełdowych nie oczekuje w perspektywie kilku najbliższych kwartałów jakiegokolwiek poprawy sytuacji fundamentalnej branży deweloperskiej, a być może spodziewa się nawet jej pogorszenia.

Do badania kondycji polskiego rynku deweloperskiego na podstawie sprawozdań finansowych wybrano 17 dużych firm deweloperskich: GTC, Echo, Polnord, LCC, Gant, Dom Development, Ronson, J.W. Construction, ROBYG, TUP, Triton, Alterco, Celtic, ED Invest, Inpro, JHMDEV oraz Wikana.

Obliczone przez autorkę niektóre dane ekonomiczne obrazują, na ile istotna dla polskiej gospodarki jest branża deweloperska, która wpływa na koniunkturę wielu innych branż w gospodarce oraz zaspokaja podstawowe społeczne potrzeby (por. tab. 2).

**Tabela 2.** Niektóre dane ekonomiczne dla analizowanej grupy spółek

Kategoria	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
Podatek dochodowy od osób prawnych (CIT) zapłacony (tys. PLN)	39 672	108 274	72 783	109 697	118 980	950
Udział w dochodach budżetu Państwa z tyt. CIT	0,160%	0,497%	0,301%	0,404%	0,485%	0,005%
Wynagrodzenia i pochodne (tys. PLN)	345 854	340 356	316 025	321 721	271 367	213 633
Zakupione materiały, energia, usługi (tys. PLN)	1 732 935	1 485 862	1 254 809	1 750 079	1 412 349	982 286

Źródło: obliczenia własne.

Analizie wskaźnikowej poddano dane finansowe spółek z rocznych skonsolidowanych sprawozdań finansowych w okresie od 1 stycznia 2005 r. do 31 grudnia 2011 r.

Obliczono wskaźniki z grup: płynności, obrotowości, rentowności, struktury kapitału i wypłacalności oraz *cash flow*.

Obliczone wskaźniki płynności – *płynność bieżąca*, *płynność szybka* oraz *wskaźnik kapitału obrotowego netto* mierzące stopień pokrycia zobowiązań aktywami oraz proporcję pomiędzy kapitałem obrotowym a aktywami firmy dla wszystkich analizowanych firm przyjmują optymalne wartości.

Co jest bardzo charakterystyczne dla branży i powinno być brane pod uwagę w ocenie wskaźnikowej kondycji firm deweloperskich, to dwie pozycje bilansowe: **zapasy** oraz **nieruchomości inwestycyjne**.

Firmy deweloperskie są w swej istocie firmami usługowymi, zatem w większości przypadków cała ich „produkcja” polega na tym, że zlecają firmom budowlanym wybudowanie na swoim gruncie budynków. Tak wybudowane mieszkania są sprzedawane jako „produkty” dewelopera. Często grunt, w zależności od przyjętych zasad rachunkowości w spółce, jest wykazywany początkowo w *zapasach* jako „materiały”, by potem wraz z ewentualnym rozpoczęciem lub zakończeniem budowy, przejść odpowiednio do „produkcji w toku” lub „produktów gotowych”. Czasem, ze względu na dopuszczaną przez firmę możliwość odsprzedaży gruntów, są one kwalifikowane do *aktywów trwałych* jako „nieruchomości inwestycyjne”.

Niezależnie od ocen rozmiarów działania poszczególnych spółek w budowaniu „banków ziemi”, należy stwierdzić, że wartość zapasów gruntów stanowi wyjątkowo duży element sumy aktywów obrotowych, a spółka, przy założeniu kontynuowania działalności, powinna mieć ich zapas na co najmniej 3,5 roku. Skłania to do stwierdzenia, że we wszystkich wskaźnikach odwołujących się bezpośrednio lub pośrednio do kategorii *zapasy* i *aktywa*, w szczególności w ocenie wskaźników obrotowości, wystąpią istotne różnice w ocenie sytuacji dla działalności deweloperskiej w stosunku do innych branż gospodarczych (por. tab. 3). Wskaźnik *cykl zapasów* informuje co ile dni, przeciętnie biorąc, następowało uzupełnianie zapasów. Im mniejszy jest wskaźnik, tym sprawniej przedsiębiorstwo zarządza zapasami na tle osiągniętych przychodów ze sprzedaży. Dla deweloperów wyniki tego wskaźnika są skrajnie wysokie, a niskie jego wartości w 2011 r. dla spółek Alterco oraz ED Invest – jak można przypuszczać – świadczą o braku zapasów ziemi pod nowe inwestycje.

Pozostałe wskaźniki obrotowości dla analizowanych spółek: *wskaźnik obrotu aktywami*, *wskaźnik rotacji majątku obrotowego* oraz *wskaźnik obrotowości (produktywność) aktywów trwałych (FAT)*, również bardzo się różnią od przyjętych ogólnych norm dla ich wartości [Sierpińska, Jachna 2011], co należy tłumaczyć **specyfiką branży deweloperskiej**.

*Nieruchomości inwestycyjne* to te nieruchomości, które właściciel utrzymuje, licząc na wzrost ich wartości, celem sprzedaży z zyskiem innym inwestorom. Cechą charakterystyczną pozycji *nieruchomości inwestycyjnych* jest wyjątkowe podejście do ich wyceny, zwłaszcza wtedy, gdy wycena ta zwiększa ich wartość. Co ciekawe, nie ma jasnych, narzuconych przez prawo reguł dokonywania takiej wyceny. Ponadto w przeciwieństwie do innych wycen zwiększających wartość aktywów trwałych (np. środków trwałych, akcji), wynik wyceny *nieruchomości inwestycyjnych* wprost wpływa na wynik finansowy, a nie jak w innych przypadkach na kapitały z wyceny.

Tabela 3. Wyniki wskaźnika *cykl zapasów* (w dniach)

Cykl zapasów w dniach = zapasy × 365/koszty sprzedaży						
Nazwa spółki	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
<b>Razem deweloperzy</b>	<b>1 237,2</b>	<b>1 173,3</b>	<b>1 298,6</b>	<b>1 466,2</b>	<b>1 129,6</b>	<b>428,3</b>
Polnord	1 804,3	3 146,4	2 667,0	1 957,7	3 463,4	172,7
GTC	717,9	1 282,6	1 357,1	2 912,8	3 337,4	1 295,2
DOM Development	1 358,5	1 063,2	911,9	980,4	576,8	437,0
Echo	1 135,1	1 031,5	915,2	999,1	966,3	526,8
Gant	1 114,1	1 846,6	846,7	1 173,7	2 035,7	1 917,0
J.W. Construction	737,9	515,9	658,5	742,4	230,7	*
LCC	2 595,2	2 788,0	4 525,3	4 290,2	16 806,8	*
Ronson	3 114,5	1 111,1	3 099,0	4 856,4	2 546,1	*
ROBYG	2 307,4	1 179,7	3 627,7	2 315,8	*	*
TUP	1 070,6	172,5	1 794,1	917,1	166,4	116,4
Triton	1 085,1	998,8	26 624,1	886,5	1 310,7	*
Alterco	79,9	148,7	*	*	*	*
Celtic	814,0	1 152,8	*	*	*	*
ED Invest	44,0	743,7	*	*	*	*
Inpro	880,2	801,4	*	*	*	*
JHMDEV	1 547,6	*	*	*	*	*
Wikana	575,6	459,9	360,1	*	*	*

\* Świadczy o braku danych lub o wyniku opartym na zdarzeniach mających charakter jednostkowy i wartość otrzymanego wskaźnika byłaby nielogiczna.

Źródło: obliczenia własne.

Wczytując się w sprawozdania finansowe analizowanych deweloperów, niejednokrotnie można odnieść wrażenie, że dodatnia wycena nieruchomości inwestycyjnych stanowi swego rodzaju „koło ratunkowe” dla złego wyniku finansowego, by w czasach, gdy wynik ten jest lepszy, dokonać jego urealnienia. Wyniki wskaźnika *rentowność netto* oraz porównanie ich z wynikami zmodyfikowanego przez autorkę tego wskaźnika (por. tab. 4 i 5), pokazują, że w 2011 r. w spółce TUP nastąpiło poprawianie wyniku firmy pozycją *nieruchomości inwestycyjne*. Z kolei spółki GTC oraz Celtic w 2011 r. korygowały wycenę *nieruchomości inwestycyjnych*, ponieważ ich wyniki finansowe prezentują się dużo lepiej na zmodyfikowanej *rentowności netto*.

Analogiczne wyniki otrzymano, obliczając wskaźniki: *rentowność działalności operacyjnej* oraz *zmodyfikowana rentowność działalności operacyjnej*.

**Tabela 4.** Wyniki wskaźnika *rentowność netto (ROS)*

<i>Rentowność netto % (ROS) = zysk (strata) netto/przychody ze sprzedaży</i>						
Nazwa spółki	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
<b>Razem deweloperzy</b>	<b>33,62</b>	<b>19,79</b>	<b>-0,67</b>	<b>36,90</b>	<b>70,27</b>	<b>51,34</b>
Polnord	24,51	28,60	28,76	19,90	75,11	-11,74
GTC	-231,74	16,80	-84,42	173,62	338,44	252,28
Dom Development	14,06	7,88	11,39	19,61	22,83	18,53
Echo	43,37	34,63	24,04	23,78	86,79	83,74
Gant	13,51	8,23	16,46	35,52	77,36	91,62
J.W. Construction	8,25	14,84	14,08	10,91	18,96	*
LCC	42,26	32,36	-38,51	30,58	309,69	*
Ronson	6,99	14,54	18,08	19,58	31,08	*
ROBYG	17,54	12,54	6,06	7,69	*	*
TUP	-64,78	35,05	-4,48	-7,06	191,48	100,86
Triton	-5,38	0,87	-710,21	36,44	4,54	*
Alterco	4,45	35,44	*	*	*	*
Celtic	-672,46	175,58	*	*	*	*
ED Invest	20,12	19,93	*	*	*	*
Inpro	13,47	13,82	*	*	*	*
JHMDEV	7,48	*	*	*	*	*
Wikana	15,62	18,34	9,67	*	*	*

Źródło: obliczenia własne.

**Tabela 5.** Wyniki wskaźnika *zmodyfikowana rentowność netto (ROS)*

<i>Zmodyfikowana rentowność netto % (ROS) = (zysk (strata) netto – wycena nieruchomości)/ przychody ze sprzedaży</i>						
Nazwa spółki	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
1	2	3	4	5	6	7
<b>Razem deweloperzy</b>	<b>-3,67</b>	<b>12,29</b>	<b>12,36</b>	<b>-3,92</b>	<b>14,93</b>	<b>10,55</b>
Polnord	24,14	-6,47	-24,85	15,29	75,11	-11,74
GTC	-27,94	-10,57	13,77	-44,17	-39,65	-2,69
Dom Development	14,06	7,88	11,39	19,61	22,83	18,53
Echo	-9,01	56,22	29,34	-80,77	19,81	12,19
Gant	-12,03	-20,86	14,18	23,52	-5,80	6,85
J.W. Construction	2,33	13,20	14,08	10,91	18,46	*
LCC	-14,50	13,09	42,20	3,94	-53,04	*
Ronson	6,99	14,54	13,27	19,58	31,08	*
ROBYG	9,51	11,57	5,41	-1,79	*	*
TUP	-133,44	-82,21	-7,47	-22,73	-60,65	100,86

Tabela 5, cd.

1	2	3	4	5	6	6
Triton	-4,34	0,87	-710,21	36,44	4,54	*
Alterco	4,45	35,44	*	*	*	*
Celtic	-156,70	141,09	*	*	*	*
ED Invest	20,12	19,93	*	*	*	*
Inpro	13,47	13,82	*	*	*	*
JHMDEV	7,48	*	*	*	*	*
Wikana	15,31	16,80	9,67	*	*	*

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 6. Wyniki wskaźnika *rentowność na sprzedaży*

<i>Rentowność na sprzedaży</i> % (marża handlowa) = zysk (strata) ze sprzedaży/przychód ze sprzedaży						
Nazwa spółki	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
<b>Razem deweloperzy</b>	<b>35,04</b>	<b>35,37</b>	<b>35,95</b>	<b>39,50</b>	<b>39,78</b>	<b>32,95</b>
Polnord	17,90	19,92	19,56	42,79	29,10	-5,61
GTC	61,97	57,21	54,48	54,71	67,86	60,32
Dom Development	32,59	25,22	25,84	38,55	37,90	31,92
Echo	60,42	60,61	61,12	59,43	50,26	56,74
Gant	8,82	9,55	28,37	38,11	27,97	61,98
J.W. Construction	26,77	28,65	25,98	25,45	31,83	*
LCC	37,93	43,89	51,11	45,20	57,39	*
Ronson	23,47	26,00	34,56	43,93	46,10	*
ROBYG	19,26	22,48	16,79	23,41	*	*
TUP	52,77	46,96	47,56	27,02	17,13	-3,46
Triton	13,04	10,44	*	20,31	0,98	
Alterco	9,59	38,60	*	*	*	*
Celtic	28,61	48,18	*	*	*	*
ED Invest	33,03	29,00	*	*	*	*
Inpro	28,17	27,52	*	*	*	*
JHMDEV	32,20	*	*	*	*	*
Wikana	25,36%	27,36%	23,77%	*	*	*

Źródło: obliczenia własne.

Analizując uzyskane wartości wskaźnika *rentowność na sprzedaży* i odnosząc je do wyników przeliczonych na zmodyfikowanym przez autorkę powyższym wskaźniku (por. tab. 6 i 7), należy zauważyć, iż marża handlowa deweloperów ulega znacznemu zmniejszeniu, a czasami wręcz staje się ujemna, po uwzględnieniu kosztów marketingu oraz kosztów ogólnozakładowych. Potwierdza to fakt, iż obecny

pierwotny rynek mieszkaniowy jest rynkiem kupującego, a spółki deweloperskie ponoszą coraz wyższe koszty promocji własnego asortymentu. Jak widać, w 2011 r. spółki Polnord i Gant działały na granicy opłacalności, natomiast firma Celtic poniosła znaczące straty na działalności podstawowej.

**Tabela 7.** Wyniki wskaźnika zmodyfikowana rentowność na sprzedaży

Zmodyfikowana rentowność na sprzedaży % = [zysk (strata) na sprzedaży – koszty sprzedaży – koszty ogólnozakładowe]/przychody ze sprzedaży						
Nazwa spółki	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
<b>Razem deweloperzy</b>	<b>17,66</b>	<b>20,75</b>	<b>22,94</b>	<b>26,32</b>	<b>26,38</b>	<b>21,39</b>
Polnord	-4,27	-17,89	-5,98	27,52	1,46	-11,72
GTC	43,73	40,66	38,44	35,13	38,69	38,32
Dom Development	19,00	11,69	16,56	25,38	28,79	23,29
Echo	41,07	45,97	48,32	43,53	31,41	40,71
Gant	-6,94	-14,77	20,33	25,67	16,55	3,55
J.W. Construction	10,46	19,39	19,47	18,29	24,99	*
LCC	27,45	36,04	41,36	29,99	6,14	*
Ronson	2,55	16,25	19,51	23,78	38,84	*
ROBYG	2,49	15,08	2,22	16,05	*	*
TUP	7,41	5,09	0,51	-14,49	-44,98	-55,74
Triton	4,41	8,56	*	18,09	-16,34	*
Alterco	2,60	34,27	*	*	*	*
Celtic	-87,76	-61,10	*	*	*	*
ED Invest	21,05	18,80	*	*	*	*
Inpro	17,35	18,69	*	*	*	*
JHMDEV	18,26	*	*	*	*	*
Wikana	10,36	12,71	11,85	*	*	*

Źródło: obliczenia własne.

Wskaźnik *rentowność kapitału własnego* ROE ukazuje rozmiar nadwyżki finansowej osiągniętej z 1 zł kapitału własnego, czyli odzwierciedla efektywność kapitałów zaangażowanych przez właścicieli. Im wyższa jest wartość tego wskaźnika, tym korzystniejsza jest sytuacja finansowa firmy. Wyższa efektywność kapitału własnego wiąże się z możliwością uzyskania większej nadwyżki finansowej. Wartości wskaźnika powyżej 20% są z pewnością godne zainteresowania z punktu widzenia inwestora. W 2011 r. żadna z analizowanych spółek nie osiągnęła takiej wartości, a niektóre z nich mają wręcz ujemną rentowność. Natomiast wyniki zmodyfikowanego przez autorkę wskaźnika ROE (eliminacja pozycji *nieruchomości inwestycyjnych*) są wyższe (por. tab. 8 i 9) i spółka ED Invest osiąga pożądaną wartość bliską 20%.



**Tabela 8.** Wyniki wskaźnika *rentowność kapitału własnego*

<i>Rentowność kapitału własnego % (ROE) = zysk netto/kapitał własny</i>						
Nazwa spółki	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
<b>Razem deweloperzy</b>	<b>-9,97</b>	<b>5,99</b>	<b>-0,22</b>	<b>11,72</b>	<b>22,07</b>	<b>25,65</b>
Polnord	5,52	4,45	5,65	7,85	12,23	-50,65
GTC	-45,90	2,72	-13,76	14,50	26,63	28,37
Dom Development	9,83	5,23	10,71	17,34	28,82	27,49
Echo	8,55	7,87	5,98	6,35	21,35	23,14
Gant	5,45	1,95	9,96	15,67	19,35	30,23
J.W. Construction	6,33	19,88	24,12	25,80	26,95	*
LCC	6,00	5,20	-4,76	4,33	11,87	*
Ronson	1,58	8,41	5,50	5,23	14,81	*
ROBYG	5,16	6,50	2,08	4,41	*	*
TUP	-9,12	4,32	-0,59	-1,27	20,60	25,76
Triton	-3,54	0,74	-4,88	24,16	1,29	*
Alterco	2,15	14,09	11,39	*	*	*
Celtic	-51,53	9,92	*	*	*	*
ED Invest	18,47	21,44	*	*	*	*
Inpro	9,92	16,30	*	*	*	*
JHMDEV	3,23	*	*	*	*	*
Wikana	14,87	19,62	14,61	*	*	*

Źródło: obliczenia własne.

**Tabela 9.** Wyniki wskaźnika *zmodyfikowana rentowność kapitału własnego*

<i>Zmodyfikowana rentowność kapitału własnego % (ROE) = (zysk netto – wycena nieruchomości)/(kapitał własny – wycena nieruchomości)</i>						
Nazwa spółki	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
1	2	3	4	5	5	6
<b>Razem deweloperzy</b>	<b>-0,11</b>	<b>4,05</b>	<b>3,83</b>	<b>2,66</b>	<b>8,77</b>	<b>12,26</b>
Polnord	4,96	0,87	-3,18	8,35	4,19	-92,75
GTC	-1,95	-0,08	-0,20	2,48	0,92	6,83
Dom Development	12,16	6,57	13,25	20,68	32,37	31,28
Echo	-0,64	10,47	7,62	-22,10	10,12	9,54
Gant	-6,77	-5,08	8,31	6,29	3,17	11,50
J.W. Construction	3,67	22,90	29,27	34,75	29,94	*
LCC	-0,81	4,44	4,16	1,81	1,11	*
Ronson	1,27	8,37	5,38	6,72	18,01	*
ROBYG	-2,26	8,06	2,60	1,31	*	*
TUP	-17,61	-6,98	0,78	-3,36	-7,63	22,20
Triton	-3,27	0,82	-4,97	27,45	1,62	*

1	2	3	4	5	6	7
Alterco	2,88	5,55	10,95	*	*	*
Celtic	-8,49	-1,58	*	*	*	*
ED Invest	19,71	18,14	*	*	*	*
Inpro	12,33	20,27	*	*	*	*
JHMDEV	4,13	*	*	*	*	*
Wikana	16,04	20,85	18,28	*	*	*

Źródło: obliczenia własne.

Wskaźnik *zadłużenie kapitału własnego* określa stopień zaangażowania kapitału obcego w stosunku do kapitału własnego. Za normę dla tego wskaźnika w małych firmach uznaje się poziom 3:1. Wartość wskaźnika powyżej 4,0 wskazuje na możliwość utraty zdolności do regulowania zobowiązań. Dla dużych i średnich firm optymalna wartość to 1:1 [Wędzki 2009]. Obserwowane wyniki dla 2011 r. poniżej wartości 1,0 (tab. 10) mogą świadczyć w przypadku analizowanych spółek deweloperskich o powstrzymaniu się od inwestowania w nowe projekty.

**Tabela 10.** Wyniki wskaźnika *zadłużenie kapitału własnego*

Zadłużenie kapitału własnego = zobowiązania ogółem/kapitał własny						
Nazwa spółki	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
<b>Razem deweloperzy</b>	<b>1,365</b>	<b>1,161</b>	<b>1,286</b>	<b>1,282</b>	<b>0,968</b>	<b>1,036</b>
Polnord	0,732	0,846	0,795	0,847	0,551	6,091
GTC	2,192	1,591	1,595	1,213	0,884	0,656
Dom Development	1,295	1,100	1,108	0,942	0,799	0,878
Echo	1,600	1,395	1,464	1,589	1,267	1,272
Gant	1,256	1,142	1,027	1,058	1,005	0,785
J.W. Construction	1,798	1,986	2,659	4,589	1,751	*
LCC	0,420	0,317	0,414	0,729	0,712	*
Ronson	0,788	0,617	0,945	1,270	1,201	*
ROBYG	1,231	0,906	2,545	2,488	*	*
TUP	0,599	0,526	0,522	0,527	0,575	0,633
Triton	1,023	1,604	2,050	0,741	0,699	*
Alterco	0,796	0,366	0,517	*	*	*
Celtic	0,247	0,153	*	*	*	*
ED Invest	0,543	1,213	*	*	*	*
Inpro	0,917	1,471	*	*	*	*
JHMDEV	1,105	*	*	*	*	*
Wikana	1,361	1,053	0,887	*	*	*

Źródło: obliczenia własne.

Kolejnym istotnym wskaźnikiem jest miara *obciążenie finansowe*, która wskazuje, jak firma radzi sobie z obsługą zadłużenia zewnętrznego. Zalecany poziom wskaźnika nie powinien przekraczać 4%.

**Tabela 11.** Wyniki wskaźnika *obciążenie finansowe*

<i>Wskaźnik obciążenia finansowego</i> = odsetki/przychody ze sprzedaży						
Nazwa spółki	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
<b>Razem deweloperzy</b>	<b>16,36</b>	<b>12,38</b>	<b>10,00</b>	<b>8,53</b>	<b>7,43</b>	<b>6,02</b>
Polnord	11,41	14,74	5,71	1,09	3,18	4,83
GTC	47,05	40,03	27,36	31,05	33,13	23,06
Dom Development	1,15	2,48	1,88	0,56	0,11	0,38
Echo	34,08	22,46	22,58	20,35	19,26	13,90
Gant	8,13	10,58	5,81	5,43	5,56	3,47
J.W. Construction	9,10	5,35	3,91	3,67	2,89	*
LCC	7,09	2,97	6,24	11,12	26,05	*
Ronson	0,33	0,07	2,09	1,20	0,75	*
ROBYG	7,60	2,02	9,18	5,86	*	*
TUP	13,04	14,66	13,23	15,98	11,15	6,62
Triton	7,80	7,11	541,81	2,81	5,13	*
Alterco	8,14	2,95	728,24	*	*	*
Celtic	14,18	13,99	*	*	*	*
ED Invest	1,58	3,17	*	*	*	*
Inpro	0,93	1,82	*	*	*	*
JHMDEV	6,61	*	*	*	*	*
Wikana	2,43	0,81	0,44	*	*	*

Źródło: obliczenia własne.

Wzrost wartości wskaźnika, szczególnie przy niskiej rentowności, może oznaczać dla spółki problemy z obsługą długu. Wartości uzyskane dla deweloperów w latach 2009–2011 nie napawają optymizmem, choć niektóre spółki radzą sobie dobrze albo nie wykorzystują finansowania zewnętrznego.

Nawiązując do wyników wskaźnika *obciążenie finansowe*, należy nadmienić, iż we wrześniu 2012 r. spółka Alterco ogłosiła upadłość układową, tłumacząc ją nietrafioną inwestycją w branżę turystyczną oraz m.in. problemami z obsługą zadłużenia. Analizując wyniki tej spółki i porównując je z wynikami pozostałych deweloperów, należy stwierdzić, iż w przypadku Alterco nie widać wyraźnych wskazań zagrożenia upadłością. Natomiast przyglądając się wynikom z tab. 11, można zauważyć, iż dużo gorsze wyniki *obciążenia finansowego* niż Alterco mają spółki GTC, Echo, Polnord, TUP oraz Celtic. W przypadku obu dużych firm GTC i Echo, bardzo niekorzystny wynik powyższego wskaźnika związany jest z odmiennym sposobem prezentacji

kosztów odsetek (związanych z inwestycjami w majątek trwały), które występują wprost w RZiS, a nie są kapitalizowane i wykazywane w pozycji bilansowej *zapasy*.

Źródłem zmiany środków pieniężnych w przedsiębiorstwie są nie tylko dochody/straty z działalności operacyjnej, ale także zmiany w wartościach aktywów i pasywów. Dane uwzględniające przepływy pieniężne z Cash Flow w lepszym stopniu pokazują niż wskaźnik *ROS* (por. tab. 4) czy przedsiębiorstwo zadłuża/oddłuża się, nabywając/zbywając aktywa i pasywa, co niestety nie ma bezpośredniego odzwierciedlenia w wyniku finansowym.

**Tabela 12.** Wyniki wskaźnika *generowania środków pieniężnych z działalności operacyjnej* (zmodyfikowany wskaźnik *ROS*)

Wskaźnik generowania środków pieniężnych z działalności operacyjnej % = środki pieniężne przed zmianą kapitału obrotowego (CF)/przychody ze sprzedaży						
Nazwa spółki	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
<b>Razem deweloperzy</b>	<b>15,50</b>	<b>17,40</b>	<b>12,02</b>	<b>13,99</b>	<b>1,96</b>	<b>15,36</b>
Polnord	23,55	-30,02	-10,83	18,92	24,86	-15,37
GTC	37,35	31,69	26,29	39,93	-45,01	37,33
Dom Development	15,74	11,87	13,39	18,60	29,60	24,60
Echo	40,79	30,44	45,09	24,93	27,47	23,98
Gant	-2,14	-12,14	21,92	20,51	17,29	102,46
J.W. Construction	18,91	33,70	17,13	-8,42	-43,32	*
LCC	-28,21	18,73	-189,44	-5,73	122,79	*
Ronson	-8,58	5,34	4,40	-6,99	40,38	*
ROBYG	-3,19	15,37	2,95	8,94	*	*
TUP	-29,68	-63,07	27,36	-15,28	-49,49	-81,19
Triton	2,81	7,75	-841,38	30,87	-13,43	*
Alterco	-25,56	23,19	*	*	*	*
Celtic	-77,80	-73,78	*	*	*	*
ED Invest	14,67	21,23	*	*	*	*
Inpro	18,51	17,04	*	*	*	*
JHMDEV	16,88	*	*	*	*	*
Wikana	13,20	14,25	10,21	*	*	*

Źródło: obliczenia własne.

Wyniki z tab. 12 pokazują, iż większość analizowanych deweloperów ma dodatnie przepływy gotówki. Wartości ujemne tego wskaźnika świadczą o nadmiernym, w stosunku do uzyskanych dochodów, zwiększaniu kapitałów obrotowych netto. Im wyższy ujemny wynik, tym silniejsze uzależnienie firmy od finansowania zewnętrznego. Utrzymywanie się takiego stanu rzeczy w dłuższej perspektywie czasu doprowadzi przedsiębiorstwo do niewypłacalności. Najbardziej niekorzystne wyniki można zaobserwować w firmach Celtic i TUP.

Podsumowując wyniki 16 spółek (wyłączając Alterco) z ich sprawozdań finansowych, należy stwierdzić, iż kondycja większości deweloperów jest stosunkowo nienajgorsza. Niektóre spółki wstrzymują inwestycje, a niektóre nie generują dostatecznych środków pieniężnych na działalności operacyjnej. Widać wyraźny wzrost kosztów sprzedaży, co powoduje, iż niektóre firmy muszą wręcz dopłacać do swojej podstawowej działalności. Miejmy nadzieję, że jest to stan chwilowy. Niewątpliwie panujący na rynku kryzys jest odzwierciedlony w danych finansowych analizowanych spółek.

Oceniając wskaźniki finansowe, należy stwierdzić, że:

- wzory wskaźników oraz ustalone dla nich optymalne wartości nie zostały uwspółcześnione, mimo że nastąpiły zmiany w prawie podatkowym i o rachunkowości;
- sprawozdawczością skonsolidowaną spółki dominującej objęte są spółki działające w innych krajach, o skrajnie odmiennych choćby stawkach podatkowych;
- rzetelna analiza wskaźnikowa spółek w większym stopniu powinna opierać się na rzeczywistych danych z rachunku przepływów pieniężnych (*cash flow*);
- dobór wskaźników powinien zależeć od celu analizy finansowej oraz potrzeb informacyjnych jej użytkowników.

Z tego względu zasadne jest rozważenie, czy w istocie wskaźniki (zarówno wzory, jak i pobierane do nich dane), na których chociażby opierają się banki w ocenie zdolności kredytowej przedsiębiorstwa, są adekwatne do współczesnych warunków i do oceny konkretnych branż.

W przypadku badania działalności deweloperskiej uważam za zasadne rozważenie, aby:

- na potrzeby analizy wskaźnikowej z RZiS usunąć pozycję *wycena nieruchomości inwestycyjnych*, czego efektem bezpośrednim jest odpowiednie zwiększenie lub zmniejszenie *wyniku finansowego*,
- wszystkie wskaźniki odwołujące się do *zysku netto*, obliczać w oparciu o *zysk brutto* z działalności kontynuowanej.

Firmy działają w systemie prawnym ustalonym dla określonego terytorium, w którym to systemie istotnym elementem jest prawo podatkowe. Część firm konsoliduje spółki działające w innych krajach. Trudno jest porównywać efektywność działania firmy wtedy, gdy efekt jej działalności obciążony jest znacząco różnymi stawkami podatkowymi. W skrajnych przypadkach spotkanych w analizowanych spółkach stawka podatku dochodowego wynosi od 0 do 48%, przy obowiązujących w Polsce 19%. Wobec tego do analizy efektywności działania spółki zasadne jest odrzucenie efektu obciążenia/uznania wyniku spółki podatkiem dochodowym, chyba że przyjmujemy, iż celem analizy jest podjęcie decyzji o przeniesieniu działalności do raju podatkowego.

## Literatura

- BGŻ, 2012, *Kwartalna analiza rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce (I kw. 2012)*, www.analazy.bgz.pl.
- Jędrzyński J., 2011, *Rynek nowych nieruchomości w latach 2000–2011*, Raport portalu RynekPierwotny.com.
- Wędzki D., 2009, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, t. 1: *Sprawozdanie finansowe*, t. 2: *Wskaźniki finansowe*, Wolters Kluwer, Kraków.

### ASSESSMENT OF THE CONDITION OF THE POLISH REAL ESTATE MARKET BASED ON THE DATA ANALYSIS FROM THE FINANCIAL STATEMENTS OF DEVELOPERS

**Summary:** The real estate market is dependent on fundamental factors and internal factors specific to the developer industry. This article presents the situation on the Polish real estate market during the global financial crisis. The paper contains consideration about the usage of financial ratio analysis in the audit of developers. Selected financial ratios will also be subjected to assessment. 17 major developers, which are listed on the Warsaw Stock Exchange (WSE), were selected for the study: GTC, Echo, Polnord, LCC, Gant, Dom Development, Ronson, J.W. Construction, ROBYG, TUP, Triton, Alterco, Celtic, ED Invest, Inpro, JHMDEV and Wikana. The analysis encompassed financial data from balance sheets and from profit and loss account in the period from January 1, 2005 to December 31, 2011.

**Keywords:** Polish real estate market, developer, financial ratios, analysis.