

Analiza siły fundamentalnej spółek w sektorze deweloperskim notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Iwona Foryś, Małgorzata Tarczyńska-Łuniewska*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest ocena siły fundamentalnej spółek deweloperskich notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Celem pośrednim jest określenie sytuacji w sektorze deweloperskim oraz koniunktury na rynku nieruchomości w badanym okresie.

Metodologia badania – W badaniu wykorzystano koncepcję siły fundamentalnej spółek, a do jej pomiaru odpowiednio skonstruowane wskaźniki siły fundamentalnej (WSF). W sposób syntetyczny odniesiono się do sytuacji w sektorze deweloperskim i na rynku nieruchomości. Dane do analizy pochodziły z Notoria Serwis, WGPW oraz z GUS. Badanie obejmowało lata 2011–2015.

Wynik – W wyniku analizy zrealizowano postawione cele badawcze. Zastosowanie koncepcji siły fundamentalnej i jej pomiaru umożliwiło w sposób syntetyczny na odniesienie się do analizowanej problematyki. Badanie potwierdziło dysproporcje występujące w tym zakresie.

Oryginalność/Wartość – Przeprowadzone badanie wpisuje się w obszary implementacji siły fundamentalnej i jej pomiaru w procesie analizy i oceny sektora deweloperskiego i wskazuje na użyteczny charakter koncepcji siły fundamentalnej.

Słowa kluczowe: sektor deweloperski, rynek nieruchomości, siła fundamentalna, wskaźnik siły fundamentalnej

Wprowadzenie

Wzrost aktywności spółek deweloperskich datuje się od drugiej połowy 1994 roku. Na aktywność wpłynęły zmiany prawne, w tym m.in. ustawa o własności lokali (Ustawa, 1994) regulująca stosunki własnościowe nabywców mieszkań deweloperskich czy ustawa deweloperska o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego (Ustawa, 2011). Uregulowania prawne zaktywizowały procesy inwestowania na polskim rynku mieszkaniowym, dostrzeżono także inne, ponadpodstawowe funkcje, jakie mogło pełnić mieszkanie (Foryś, 2011). Działalność deweloperska jest dość szeroka i oprócz budowy mieszkań lub obiektów mieszkalnych ujmuje również budowę obiektów biurowych,

* dr hab. Iwona Foryś prof. US, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Instytut Ekonometrii i Statystyki, e-mail: forys@wneiz.pl; dr hab. Małgorzata Tarczyńska-Łuniewska prof. US, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Instytut Ekonometrii i Statystyki, e-mail: maluni@poczta.fm

handlowych, magazynowych czy przemysłowych, a także renowację i rekomercjalizację istniejących nieruchomości, które mogą być przeznaczone na sprzedaż lub wynajem. Ponadto uwzględnia również podział gruntów i ich sprzedaż innym podmiotom (Peiser, Frey, 2003, s. 3). W Polsce deweloperzy przede wszystkim kreują podaż nowych mieszkań na sprzedaż i wynajem i ten obszar jest kluczowy dla ich działalności.

Rozwój rynku nieruchomości, zmiana procesów własnościowych i kapitałowych w gospodarce spowodowała, że spółki deweloperskie, które wykształciły się w ramach tego rynku, zaczęły stanowić również istotny trzon w strukturze spółek funkcjonujących na rynku kapitałowym. Spółki deweloperskie notowane na giełdzie nie pozostają zatem obojętne na koniunkturę tego typu rynku, a jednocześnie ich funkcjonowanie jest ściśle związane z koniunkturą na rynku nieruchomości. Elementy powiązania z koniunkturą rynkową można obserwować przez pryzmat wyników finansowych spółek. Z reguły zła (słaba) koniunktura rynkowa ma negatywny wpływ na funkcjonowanie podmiotów, a w rezultacie na ich wyniki finansowe i ocenę siły fundamentalnej. W tym zakresie dla analizy i oceny spółek z punktu widzenia problematyki siły fundamentalnej najbardziej adekwatne są metody analizy fundamentalnej, w szczególności uwzględniające ich standing finansowy.

Zasadniczym celem badania jest ocena siły fundamentalnej spółek deweloperskich notowanych na GPW w Warszawie. Przez pryzmat siły fundamentalnej spółek możliwa staje się również ocena sytuacji w sektorze deweloperskim. W zakresie pomiaru siły fundamentalnej wyznaczono wskaźniki siły fundamentalnej. Aby odnieść się do sytuacji na rynkach kapitałowym i nieruchomości, uwzględniono również wybrane wskaźniki koniunktury rynkowej.

W badaniu wykorzystano wybrane dane finansowe dla spółek deweloperskich notowanych na GPW w Warszawie oraz informacje dotyczące wskaźników rynku deweloperskiego i budowlanego. Na podstawie przeprowadzonej analizy odniesiono się również do problemu zagrożenia bankructwem w sektorze deweloperskim.

Problematyka związana z rynkiem nieruchomości, rynkiem deweloperskim czy sytuacją przedsiębiorstw w tych sektorach jest bardzo szeroko omawiana w literaturze przedmiotu, a informacje z tego zakresu cieszą się dużym zainteresowaniem. W tym zakresie istnieje także wiele opracowań, m.in. Tarczyński i Foryś (2003), Trojanowski (2004), Foryś, Kokot i Putek-Szeląg (2006), Bryx (2007), Hozer (2008), Foryś (2010), Putek-Szeląg (2013), Belej i Cellmer (2014), Kanak (2014), Raport UOKiK (2014), Foryś (2015), Gierałtowska i Putek-Szeląg (2015), Kokot, Bas (2015), Batóg i Foryś (2016), Prajsnar (2016).

1. Sektor deweloperski

Firmy deweloperskie działają we wszystkich segmentach rynku nieruchomości, jednak ich aktywność jest na tyle zróżnicowana, że można wyodrębnić spółki, które specjalizują się w tylko w wybranym obszarze rynku (np. Dom Development SA – rynek mieszkaniowy; Czerwona Torebka – pasaż handlowe). Generalnie jednak można powiedzieć, że specyfika sektora obejmuje dwa obszary: budownictwo (w tym usługi budowlane) i finanse.

Przedsiębiorstwa deweloperskie zajmują się także wykonawstwem projektów deweloperskich klasyfikowanych jako usługi budowlane, co powoduje, że są traktowane jako przedsiębiorstwa budowlane. Projekty deweloperskie dotyczą także świadczenia usług zarządzania nieruchomościami.

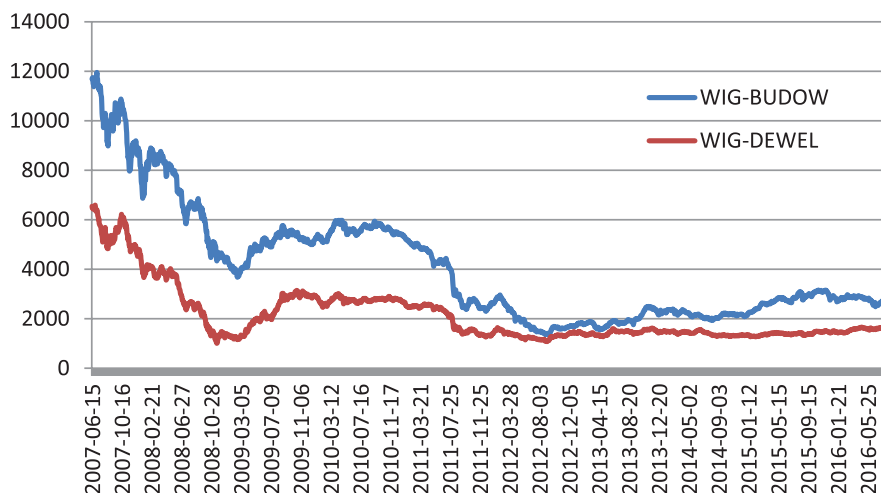
Przystąpienie Polski do Unii Europejskiej w 2004 roku traktowane jest jako moment intensyfikacji i większej ekspansji działalności przedsiębiorstw deweloperskich. Rozwój gospodarki rynkowej sprawił ponadto, że sektor deweloperski stał się aktywnym uczestnikiem rynku kapitałowego. W strukturze rynku giełdowego sektor ten pojawił się w 2007 roku, w makrosektorze finanse z liczbą 17 notowanych podmiotów. Do 2016 roku liczba spółek deweloperskich ponad dwukrotnie wzrosła (do 37 spółek). Świadczy to pozytywnie zarówno o kierunku rozwoju rynku, jak i samego sektora. Znaczenie sektora podkreśla również wprowadzenie na rynek giełdowy indeksu rynku deweloperskiego WIG-deweloperzy (WIG-DEWEL) odzwierciedlającego koniunkturę rynkową. Rozwój, jak również wrażliwość sektora można zaobserwować, analizując udział kapitalizacji sektora w kapitalizacji rynku (tab. 1).

Tabela 1

Udział kapitalizacji sektora deweloperskiego w kapitalizacji rynku w latach 2007–2015 w (%)

Lata	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sektor deweloperski	3,00	2,13	4,04	4,10	1,42	1,48	3,54	2,40	3,15

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.gpwinfostrafa.pl.



Rysunek 1. Indeksy WIG_BUDOW i WIG-DEWEL na WGPW w latach 2007–2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.gpwinfostrafa.pl.

Powiązanie natomiast sektora deweloperskiego z sektorem budowlanym widoczne jest również w podobnym kształtowaniu się i kierunku zmian indeksów WIG-BUDOW i WIG-DEWEL (rys. 1). Wyraźnie widać dwa okresy dekonjunktury rynkowej w 2008 i 2012 roku. Załamania rynków były przede wszystkim konsekwencją światowego kryzysu finansowego. Kryzys wpłynął na spowolnienie siły nabywczej odbiorców usług deweloperskich. Można taką sytuację wiązać także z utratą zaufania do rynku, wstrzymaniem inwestycji czy zaostreniem procedur kredytowych zarówno dla firm deweloperskich, jak i odbiorców ich usług.

Na rysunku 1 wyraźnie można zauważyć, że indeksy rynkowe (WIG-BUDOW i WIG-DEWEL) odzwierciedlają podobne kierunki zmian.

Firmy deweloperskie jako podmioty gospodarki rynkowej nie pozostają obojętne na koniunkturę rynkową, a z uwagi na zakres działania pozostają w bardzo bliskiej relacji z nastrojami rynku nieruchomości czy sektora budowlanego. Z tego punktu widzenia elementem wartym uwagi jest również analiza wyników ekonomiczno-finansowych podmiotów tworzących sektor deweloperskich. Kondycja ekonomiczno-finansowa jest traktowana jako pochodna efektów działania podmiotu na rynku i może przy wprowadzeniu pewnych założeń i ograniczeń odzwierciedlać jego siłę fundamentalną. Wykorzystanie informacji o sile fundamentalnej umożliwia analizę i ocenę sektora deweloperskiego, jak również podmiotów go tworzących.

2. Metodologia badania

Metodologia siły fundamentalnej oraz metodyka jej pomiaru jest szczegółowo omówiona w monografii Tarczyńskiej-Łuniewskiej (2013). W literaturze przedmiotu o problemie siły fundamentalnej i obszarach jej zastosowania traktują np. prace Tarczyńskiego (1994, 2002), Mikołajewicza (2010). Siła fundamentalna przedsiębiorstwa oraz wskaźnik siły fundamentalnej są traktowane jako kategorie złożone, wielowymiarowe. Sama „siła fundamentalna” przedsiębiorstwa powstaje w wyniku wzajemnego oddziaływania wielu czynników fundamentalnych (ilościowych i jakościowych), na różnych poziomach agregacji jego funkcjonowania. Formalnie można to zapisać jako (formuła 1):

Wskaźnik siły fundamentalnej, stabilny w czasie – formuła ogólna (Tarczyńska-Łuniewska, 2013, s. 202):

$$WSF_j = w_1 \cdot MSF_j + w_2 \cdot JSF_j \quad (1)$$

gdzie:

WSF_j – wskaźnik siły fundamentalnej, stabilny w czasie, dla j -tej spółki,

MSF_j – miernik siły fundamentalnej uzyskany przez zastosowanie wybranej metody np. porządkowania liniowego lub metody punktowej (*scoringowej*), przy czym niezależnie od przyjętej metody miernik powstaje z ilościowej bazy danych spółek stabilnych fundamentalnie w czasie, dla j -tej spółki,

JSF_j – miernik czynników jakościowych dla analizowanych spółek ustalony tak, aby możliwa była kwantyfikacja sfery uznanej za jakościową, dla j -tej spółki,

i – i -ty czynnik siły fundamentalnej (wskaźnik ekonomiczno-finansowy), $i=1,2,\dots,N$,

j – j -ta spółka, $j=1,2,\dots,l$,

w_1, w_2 – wagi dla mierników ilościowego i jakościowego ustalone tak, aby: $w_1+w_2=1$, $w_i \geq 0$.

Formuła ustalania wag w_1, w_2 :

$$w_1 = \frac{n_{MSF}}{N} \quad w_2 = \frac{n_{JSF}}{N} \quad (2)$$

gdzie:

n_{MSF} – liczba czynników fundamentalnych ilościowych,

n_{JSF} – liczba czynników fundamentalnych jakościowych,

N – liczba wszystkich czynników fundamentalnych.

Informacje (czynniki) uwzględnione w formule (1) odnoszą się do elementów wpływających na siłę fundamentalną przedsiębiorstwa. Należy zaznaczyć, że samo pojęcie „siła fundamentalna przedsiębiorstwa” jest kategorią traktowaną w sposób pozytywny. Przedsiębiorstwa mające siłę fundamentalną są również pozytywnie postrzegane na rynku. Taki stan rzeczy wynika ze związku siły fundamentalnej z analizą fundamentalną jako metodą oceny spółek. O podmiotach, które są dobre w sensie ekonomicznym i finansowym, dobrze funkcjonują na rynku, są konkurencyjne – można powiedzieć, że mają siłę fundamentalną. Wskaźnik siły fundamentalnej (WSF) wykorzystany w procesie pomiaru również ujmuje takie podejście. Przyjmuje się przy tym, że wyższy poziom wskaźnika oznacza wyższy poziom siły fundamentalnej badanego podmiotu gospodarczego. Zastosowanie miernika siły fundamentalnej umożliwi tym samym identyfikację przedsiębiorstw zarówno bardzo dobrych z punktu widzenia siły fundamentalnej, jak i bardzo słabych, niemających siły fundamentalnej. Przyjęcie wag w_1, w_2 jest uzależnione od wybranego sposobu budowy wskaźnika siły fundamentalnej. Należy podkreślić, że w zakresie ustalania wag istnieje wiele podejść. Przedstawiona formuła (2) zakłada, że na wielkość wag wpływa liczba czynników z danej grupy mierników ilościowych i jakościowych.

Sfery wykorzystania informacji o sile fundamentalnej są bardzo szerokie i mogą odnosić się do:

- inwestowania w spółki silne fundamentalnie z wykorzystaniem metod analizy fundamentalnej lub portfelowej,
- identyfikacji podmiotów słabych i zagrożonych upadłością (analiza z punktu widzenia bankructwa i zagrożenia upadłością),
- identyfikacji przedsiębiorstw atrakcyjnych lub nieatrakcyjnych z punktu widzenia procesów fuzji lub przejęć.

Elementy te odnoszą się do indywidualnego podejścia do siły fundamentalnej dla spółek. Jednak na podstawie znajomości siły fundamentalnej dla przedsiębiorstw mierzonej wysokością wskaźnika siły fundamentalnej można dokonywać analizy i oceny wybranego agregatu rynku (ryнку jako całości czy sektora, w którym dany podmiot funkcjonuje) z punktu widzenia zarówno poziomu jego rozwoju, jak i zmian w tym zakresie (gdy analizę przeprowadza się w czasie). Ponadto na tej podstawie można odnieść się do atrakcyjności lub nieatrakcyjności rynku czy sektorów tworzących rynek pod kątem różnych aktywności, np. inwestowania. W sposób kompleksowy możliwe jest również spojrzenie na problematykę

zagrożenia upadłością czy bankrutem. Istotne staje się, aby wybrać procedurę pomiaru siły fundamentalnej (odpowiedni typ wskaźnika) i czynników, które opiszą siłę fundamentalną. Na potrzeby niniejszego opracowania zastosowano wskaźnik siły fundamentalnej dynamiczny, zbudowany przy wykorzystaniu idei metody *scoringowej*. W konstrukcji samej miary zastosowano tylko czynniki ilościowe odnoszące się do oceny standingu finansowego firmy. W tym zakresie wykorzystano zatem wybrane wskaźniki ekonomiczne i finansowe z grup: płynności, rentowności, sprawności działania i zadłużenia. W budowie miernika WSF uwzględniono podejście bez wag dla zmiennych diagnostycznych (ilościowych czynników siły fundamentalnej). Wybrane wskaźniki zamieszczono w tabeli 2. Przyjęto przy tym założenie, że kondycja ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa odzwierciedla efekty jego funkcjonowania we wszystkich płaszczyznach działalności gospodarczej na rynku i w sektorze. Takie podejście powoduje, że kondycja ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa jest utożsamiana z jego siłą fundamentalną. Formalny zapis wskaźnika wykorzystującego ideę metody *scoringowej* przedstawia zapis (3):

$$WSF_j = \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^n w_{it} \cdot P_{it}, \quad (3)$$

$$w_{it} = \frac{m_{it}}{\sum_{t=1}^n m_{it}}, \quad \sum_{t=1}^n w_{it} = 1, w_{it} \geq 0, \quad (4)$$

gdzie:

WSF_j – wskaźnik siły fundamentalnej j -tej spółki zbudowany na bazie metody *scoringowej*,

P_{it} – liczba punktów dla i -tego czynnika w j -tej spółce, w t -tym okresie,

w_{it} – waga dla okresu t i i -tego czynnika,

m_{it} – kolejność i -tego wskaźnika w okresie objętym badaniem (najniższą wartość mają okresy najstarsze), kolejność okresów jest analogiczna dla wszystkich czynników,

i, j – jak w poprzednich wzorach,

$t=1, 2, \dots, n$.

Podejście *scoringowe* wymaga zatem ustalenia wag i punktów, które muszą być uwzględnione w budowie wskaźnika. W tabeli 2 przedstawiono przykładowy układ punktów dla zastosowanej metody. W części empirycznej w budowie wskaźnika zastosowano zarówno prezentowane w tabeli 2 wskaźniki, jak i przyporządkowane punkty.

Tabela 2

Wskaźniki finansowe i przyporządkowane poziomy punktów

Nazwa wskaźnika	Wartości normatywne	Przedział wskaźnika	Punkty	Maks. liczba punktów
1	2	3	4	5
Płynność bieżąca	<1.2;2>	poniżej 1,2	0	6
		od 1,2 do 1,4	3	
		pow.1,4 do 1,6	4	
		pow. 1,6 do 2	6	
		pow. 2	4	

1	2	3	4	5
Rotacja zobowiązań	<30;60>	poniżej 30	6	6
		od 30 do 40	4	
		pow. 40 do 50	3	
		pow. 50 do 60	2	
		pow. 60 0pkt	0	
Rotacja należności	<30;60>	poniżej 30	6	6
		od 30 do 40	4	
		pow. 40 do 50	3	
		pow. 50 do 60	2	
		pow. 60 0pkt	0	
ROA	>0	pow. 0 do 0,2	2	6
		pow. 0,2 do 0,4	4	
		pow. 0,4	6	
ROE	>0	pow. 0 do 0,2	2	6
		pow. 0,2 do 0,4	4	
		pow. 0,4	6	
Stopa zadłużenia	<0,5;0,9>	poniżej 0,5	6	6
		od 0,5 do 0,6	5	
		pow.0,6 do 0,7	4	
		od 0,7 do 0,8	3	
		od 0,8 do 0,9	1	
		pow. 0,9	0	

Źródło: opracowanie własne, Tarczyńska-Luniewska (2013) s. 227.

WSF_{scor} dla przyjętych założeń może osiągnąć maksymalnie 36 punktów. Wprowadzenie procedury klasyfikacji i podziału na klasy umożliwi wyodrębnienie i zidentyfikowanie grupy spółek o określonym poziomie siły fundamentalnej. W niniejszym opracowaniu zastosowano procedurę podziału na cztery klasy (przedział lewostronnie domknięty), wyniki podziału zaprezentowano w tabeli 3.

Tabela 3

Poziom siły fundamentalnej według liczby punktów

Przedziały punktów dla WSF_{scor}	Poziom siły fundamentalnej	Klasa WSF_{scor}
36	wysoki	1
27	średni	2
18	słaby	3
9	brak	4

Źródło: opracowanie własne.

3. Siła fundamentalna sektora deweloperskiego – analiza i ocena problemu

Firmy deweloperskie jako podmioty gospodarki rynkowej nie pozostają obojętne na koniunkturę rynkową, a z uwagi na zakres działania pozostają w bardzo bliskiej relacji z nastrojami rynku nieruchomości czy sektora budowlanego. Elementem wartym uwagi jest w związku z tym analiza wyników ekonomiczno-finansowych spółek tworzących sektor deweloperskich. Kondycja ekonomiczno-finansowa jest traktowana jako pochodna efektów działania podmiotu na rynku i może przy wprowadzeniu pewnych założeń i ograniczeń odzwierciedlać jego siłę fundamentalną. Problem siły fundamentalnej oraz wykorzystanie informacji o sile fundamentalnej umożliwia zatem analizę i ocenę sektora deweloperskiego, jak również podmiotów go tworzących. W analizie przyjmuje się założenie, że przez pryzmat kondycji finansowej spółki widoczne są efekty jej funkcjonowania we wszystkich obszarach działalności rynkowej. Analiza problemu prowadzi w konsekwencji do określenia siły fundamentalnej spółek. Analiza spółek z punktu widzenia siły fundamentalnej umożliwia identyfikację spółek silnych, mających siłę fundamentalną, jak również spółek słabych niemających siły fundamentalnej. Druga sytuacja pozwala na wytypowanie podmiotów słabych, zagrożonych np. upadłością. Oczywiście w takiej sytuacji niezbędna jest analiza w czasie i przestrzeni problemu siły fundamentalnej. Wykorzystując informację o spółkach, można odnieść się do sytuacji samego sektora i koniunktury sektorowej czy rynkowej. W badaniu przedmiotowego problemu wykorzystano roczne dane ekonomiczno-finansowe dla spółek sektora deweloperskiego notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Dane te obejmowały wybrane mierniki z analizy wskaźnikowej, z grup:

- płynności – wskaźnik płynności bieżącej (WPB), norma (1,2–2);
- rentowności – wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) i wskaźnik rentowności aktywów (ROA), pożądane wartości większe od zera;
- zadłużenia – stopa zadłużenia (wskaźnik ogólnego zadłużenia) (StZad), norma (0,57–0,67);
- sprawności działania – rotacja należności (R_{na}) i rotacja zobowiązań (R_{zob}) w dniach (30;60).

Wybór grup wskaźników uwzględni wszystkie obszary działalności przedsiębiorstwa: płynność, rentowność, zadłużenie, sprawność działania. W wyborze indywidualnych wskaźników w ramach grup zastosowano podejście eksperckie. Ponadto z badań nad problematyką siły fundamentalnej wynika, że taki zastaw wskaźników jest wystarczający dla oceny siły fundamentalnej podmiotu. Dane o wskaźnikach pochodziły z Notoria Serwis (2016). Informacje o wskaźnikach potraktowano jako czynniki siły fundamentalnej i stały się one podstawą dla wyznaczenia wskaźników siły fundamentalnej dla analizowanych spółek i sektora. Okres analizy obejmował lata 2011–2015. W konstrukcji wskaźnika siły fundamentalnej zastosowano podejście *scoringowe*, zgodnie z procedurą opisaną w drugiej części niniejszego opracowania. Dla syntetycznej analizy i oceny problemu siły fundamentalnej sektora deweloperskiego i podmiotów go tworzących zastosowano wybrane (podstawowe) miary z zakresu analizy struktury. Były to średnia arytmetyczna ważona (wagi jak w formule

4), odchylenie standardowe, współczynnik zmienności losowej, mediana, kwartyle (1 i 3), odchylenie przeciętne i współczynnik zmienności pozycyjny. Obliczenia przeprowadzono z wykorzystaniem pakietu Excel. Wyniki analizy zamieszczono w tabeli 4 i tabeli 5.

Tabela 4

Przeciętny poziom wskaźników dla spółek w latach 2011–2015

Spółka	WPB	Rzob	Rnal	ROA	ROE	StZad
ALTA	1,766	127,464	65,234	0,004	0,004	0,018
ATLASEST	0,180	395,663	0,000	-0,056	-0,053	0,067
BBI_DEVEL.	1,410	1806,589	119,072	0,005	0,013	0,411
Capital Park	5,734	35443,639	26983,172	-0,003	-0,004	0,199
CELPRODE	3,500	605,797	1316,323	0,008	0,018	0,100
DOMDEVEL	3,947	239,351	13,273	0,041	0,082	0,493
ECHO_INV	1,543	762,449	113,482	0,299	0,498	0,503
ED_INVEST	2,645	443,722	823,062	0,039	0,082	0,479
GTC	1,488	4311,720	18,705	-0,092	-0,135	0,321
INPRO	2,810	269,388	35,402	0,056	0,090	0,347
JHMDEV	9,376	308,403	33,229	0,010	0,014	0,245
JW_CONST	1,576	474,960	585,756	0,012	0,026	0,534
KCI	8,011	1598,213	1617,168	-0,001	0,056	0,295
LCCORP	1,996	1240,399	92,470	0,014	0,020	0,347
OCTAVA	469,612	93,139	-1,361	0,065	0,065	0,007
PHN	1,275	1157,686	1607,016	0,010	0,010	0,020
POLNORD	2,231	1640,348	704,162	-0,024	-0,051	0,465
RANKPRO	2,221	1466,633	244,238	-0,008	-0,039	0,787
ROBYG	3,943	457,038	74,890	0,042	0,064	0,355
TRITON	19,540	212,970	221,600	-0,051	-0,055	0,031
VANTAGE	2,760	439,386	151,157	0,001	0,003	0,214
WIKANA	1,548	605,062	382,123	-0,135	-0,420	0,554

Źródło: opracowanie własne na podstawie Notoria Serwis (2016).

Tabela 5

Statystyki opisowe dla sektora deweloperskiego w okresie 2011–2015

Miara	WPB	Rzob	Rnal	ROA	ROE	StZad
średnia	24,960	2459,092	1600,008	0,011	0,013	0,309
odch. standardowe	99,40	7425,61	5692,70	0,08	0,15	0,21
Vs	398%	302%	356%	742%	1156%	69%
M	2,44	540,01	135,11	0,01	0,01	0,33
Q	1,42	600,44	349,51	0,03	0,05	0,20
VQ	58%	111%	259%	399%	392%	59%
min	0,18	93,14	-1,36	-0,13	-0,42	0,01
max	469,61	35443,64	26983,17	0,30	0,50	0,79

Źródło: opracowanie własne na podstawie Notoria Serwis (2016).

Analizując dane zamieszczone w tabelach 4 i 5, można powiedzieć, że spółki sektora deweloperskiego charakteryzują się bardzo dużym zróżnicowaniem, co do poziomu wskaźników ekonomiczno-finansowych. Jest to niekorzystne z punktu widzenia ich kondycji ekonomiczno-finansowej i siły fundamentalnej będącej jej pochodną. Potwierdzeniem są bardzo wysokie poziomy współczynników zmienności zarówno z grupy miar pozycyjnych (VQ), jak i klasycznych (Vs) zamieszczone w tabeli 5. Współczynniki te znacznie przekraczają poziom niskiej zmienności (0–10%) uznany w statystyce za dobry. Występuje duża rozpiętość między wartościami minimalnymi i maksymalnymi dla wskaźników, co negatywnie wpływa przede wszystkim na poziom miar klasycznych. Spółki raczej nie spełniają przyjętych norm ogólnych dla wskaźników. Nie jest to korzystne z punktu widzenia funkcjonowania indywidualnych podmiotów oraz sektora jako całości. Taka sytuacja oznacza, że spółki borykają się z problemami związanymi z zarządzaniem finansami. Odnosząc się do wskaźnika WPB zamieszczonego w tabeli 4, można zauważyć, że w czternastu z analizowanych spółek w badanym okresie wystąpiła nadpłynność, a jedna spółka wykazała brak płynności. Wartości ekstremalne dla wskaźnika WPB odnotował fundusz OCTAVA (469,612), TRITON (19,54) czy ATLASSEST (0,18). Nie jest to jednak zjawisko pozytywne i źle świadczy o zarządzaniu nadwyżkami finansowymi. Wniosek taki jest potwierdzony, gdy analizie i porównaniu poddane zostają wskaźniki z innych grup. W szczególności problem występuje we wskaźnikach aktywności gospodarowania: Rnal i Rzob. W tym przypadku również poziomy miar statystycznych (pozycyjnych i klasycznych) nie przedstawiają się korzystnie. Spółki nie spełniają przyjętych norm (30;60) (dni), a raczej wykazują tendencje do należności i zobowiązań, które określa się mianem przeterminowanych lub nieściągalnych. Wskaźniki rotacji są bardzo wysokie i, podobnie jak WPB, wskazują wysoką zmienność. Taka sytuacja świadczy o występującym zróżnicowaniu i dysproporcjach między spółkami w tym zakresie. Potwierdzeniem takiego stanu rzeczy są poziomy wskaźników dla spółek zamieszczone w tabeli 4 od bardzo wysokich (np. dla spółek: PHN, Capital Park, POLNORD,

BBI_DEVEL, GTC) do bardzo niskich – przypadku funduszu OCTAVA zanotowano ujemny wskaźnik rotacji należności. Spółka OCTAVA w 2013 roku odnotowała ujemny wynik na przychodach ze sprzedaży. Analiza wskaźników ROA i ROE (tab. 4) wskazuje, że badane spółki charakteryzują się dość niską rentownością. Potwierdzają to także wyznaczone miary statystyczne zamieszczone w tabeli 5. Ponadto można zaobserwować (podobnie jak w przypadku innych wskaźników) wysokie współczynniki zmienności VQ i Vs, świadczące o dużym zróżnicowaniu w obszarze rentowności, na co mają wpływ występujące dysproporcje między spółkami w tym zakresie. Nie jest to również informacja pozytywna zarówno dla sektora, jak i dla spółek go tworzących. Niski lub ujemny poziom wskaźników rentowności utrzymujący się w czasie stanowi zagrożenie dla funkcjonowania podmiotu gospodarczego. Informacja o rentowności w zestawieniu z pozostałymi wskaźnikami również wpływa na negatywną ocenę kondycji ekonomiczno-finansowej (a tym samym siły fundamentalnej) podmiotów i potwierdza zagrożenie dla elastyczności i konkurencyjności na rynku. Z kolei wskaźnik zadłużenia ogólnego dla sektora zaprezentowany w tabeli 5 jest niski, znacznie niższy od dolnej granicy przyjętej normy 0,57. Przeciętna klasyczna i pozycyjna wynoszą odpowiednio: 0,309 i 0,33. Szczegółowa analiza wskaźnika dla spółek (tab. 4) wykazała, że tylko jedna spółka RANKPRO ma wysoki poziom zadłużenia w badanym okresie (StZad – 0,787). Taka sytuacja wskazuje, że spółki deweloperskie nie korzystają z dźwigni finansowej. Może to być wynikiem specyfiki działania spółek deweloperskich i przyjętego sposobu finansowania projektów deweloperskich.

Ogólnie ujmując, można powiedzieć, że wyniki finansowe spółek deweloperskich nie są zadowalające i świadczą o ich raczej słabej i niestabilnej kondycji ekonomiczno-finansowej w badanym okresie. Ponieważ wskaźniki stanowią podstawę dla budowy wskaźnika siły fundamentalnej, a tym samym oceny siły fundamentalnej, ich wysokość ma duży wpływ na poziom WSF. W tabeli 6 zamieszczono wyznaczone wskaźniki siły fundamentalnej dla spółek deweloperskich (WSF_scor).

Z analizy danych zamieszczonych w tabeli 6 wynika, że przeciętnie sektor deweloperski charakteryzuje się niską siłą (słabą) fundamentalną. Przeciętny poziom WSF_scor w badanym okresie wynosi 13,027. Nie jest to informacja pozytywna i świadczy o słabości i wrażliwości sektora. Potwierdzeniem są przy tym wyniki ekonomiczno-finansowe spółek wchodzących w skład sektora, wykazujące bardzo duże zróżnicowanie w zakresie poziomu wskaźników ekonomiczno-finansowych. Wrażliwość potwierdza również spadek koniunktury rynku deweloperskiego mierzony indeksem WIG-DEWEL (rys. 1). Uwzględniając w konstrukcji wskaźnika siły fundamentalnej podejście *scoringowe* z wagami ważności okresów, należy podkreślić, że tym bardziej poziom wskaźnika WSF_scor nie jest zadowalający. Spółki deweloperskie nie są silne w sensie fundamentalnym. Wprowadzona klasyfikacja spółek wykazuje, że nie ma grupy spółek charakteryzujących się wysoką siłą fundamentalną. Wyłoniła się trzejelementowa grupa spółek o średnim poziomie siły fundamentalnej, szesnaście spółek charakteryzuje się słabą siłą fundamentalną i brak siły fundamentalnej odnotowano dla trzech spółek. Ostatnia grupa (4), może zostać uznana za grupę spółek zagrożonych np. bankructwem z punktu widzenia braku siły fundamentalnej. Zagrożenie

to należy wiązać z ryzykiem funkcjonowania na rynku, a z uwagi na przyjętą procedurę analityczną wyznaczania wskaźnika można mówić o braku stabilności siły fundamentalnej w badanym okresie (lata 2011–2015).

Tabela 6

Klasyfikacja spółek deweloperskich według poziomu siły fundamentalnej

Spółka	WSF_scor	Klasa WSF_scor	Spółka	WSF_scor	Klasa WSF_scor
DOMDEVEL	20,733		CELPRODE	12,667	
JHMDEV	18,733	2	POLNORD	12,467	
INPRO	18,133		LCCORP	12,467	
ALTA	15,733		TRITON	12,133	
ROBYG	15,533		PHN	11,333	3
OCTAVA	15,200		Capital Park	10,800	
ECHO_INV	14,467	3	VANTAGE	9,733	
JW_CONST	14,467		WIKANA	9,667	
GTC	14,400		BBI_DEVEL.	8,133	
ED_INVEST	13,400		ATLASEST	7,867	4
KCI	13,000		RANKPRO	5,533	

Źródło: opracowanie własne na podstawie Notoria Serwis (2016).

Uwagi końcowe

Badanie siły fundamentalnej sektora deweloperskiego wykazało, że sektor ten charakteryzuje się przeciętnie słabą siłą fundamentalną. Ocena sektora pod względem siły fundamentalnej jest niska. Przyjęta procedura wyznaczania wskaźnika WSF_scor wskazuje na niestabilną sytuację ekonomiczno-finansową indywidualnych podmiotów wchodzących w skład sektora. Spółki osiągają przeciętnie słabe wyniki finansowe mierzone poziomem wskaźników z grup płynności, rentowności, zadłużenia czy sprawności działania. Poziom wskaźników (czynników siły fundamentalnej) w ujęciu sumarycznym wpływa również na obraz siły fundamentalnej mierzonej wysokością wskaźnika WSF. Im gorsze wyniki ekonomiczno-finansowe dla spółek, tym niższy poziom wskaźnika siły fundamentalnej, a tym samym słabsza siła badanych podmiotów. Dla sektora deweloperskiego taka sytuacja nie jest korzystna i nie świadczy pozytywnie o jego atrakcyjności np. z punktu widzenia procesu inwestowania, gdy niestabilność i słaba siła fundamentalna podnoszą ryzyko inwestowania w spółki. Wprowadzenie klasyfikacji według wartości WSF umożliwiło podział spółek deweloperskich na klasy. Dzięki temu można zidentyfikować spółki dobre (atrakcyjne

np. pod względem inwestycyjnym), czyli mające siłę fundamentalną, i spółki słabe (zagrożone np. upadłością), czyli niemające siły fundamentalnej. Badanie potwierdza również dużą wrażliwość sektora na zmiany koniunktury rynkowej i silne powiązanie z rynkiem nieruchomości i rynkiem budowlanym (w tym usług budowlanych).

Literatura

- Belej, M., Cellmer, R. (2014). The effect of macroeconomics factors on changes in real estate prices – response and interaction. *Acta Scientiarum Polonorum. Oeconomia*, 13 (2), 5–16.
- Batóg, B., Foryś, I. (2016). Badanie aktywności deweloperów na polskim rynku mieszkaniowym z wykorzystaniem metody analogii czasowo-przestrzennych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 1 (949), 71–88.
- Bryx, M. (2007). *Rynek nieruchomości. – System i funkcjonowanie*. Warszawa: Wydawnictwo Poltext.
- Foryś, I. (2010). Apartment Price Indices on the Example of Cooperative Apartments Sale Transaction. *Folia Oeconomica Stetinensia*, 2, 9 (17), 72–82.
- Foryś, I. (2011). *Spoleczno-gospodarcze determinanty rozwoju rynku mieszkaniowego w Polsce. Ujęcie ilościowe*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Foryś, I. (2015). Development potential evaluation of regional real estate markets using GIS tool. W: A. Muczyński (red.), *Real Estate Management: Spatial analysis supported by GIS tools* (s. 16–38). Zagreb: Croatian Information Technology Society.
- Foryś, I., Kokot, S., Putek-Szeląg, E. (2006). Aspekty ekonomiczno-finansowe w zarządzaniu nieruchomościami. W: J. Hozer (red.), *Podstawowe wiadomości z zakresu zarządzania nieruchomościami* (s. 60–101). Szczecin: KEiS Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Gierałtowska, U., Putek-Szeląg, E. (2015). Inwestowanie pośrednie na rynku nieruchomości. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 862. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 75, 159–171.
- Hozer, J. (red.) (2008). *Kryzys giełdowy a rynek nieruchomości*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Kanak, E. (2014). Identyfikacja i ocena strategii rynkowych deweloperów na wrocławskim rynku nieruchomości mieszkaniowych. *Nauki o Zarządzaniu Management Science, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu*, 2 (19), 74–85.
- Kokot, S., Bas, M. (2015). The Comparative Analysis of Asking and Traded Price Indices in Different Floor Area Subsegments of the Residential Property Market. *Real Estate Management and Valuation. Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości*, 23 (3), 14–25.
- Mikołajewicz, G. (2010). *Sila fundamentalna przedsiębiorstwa i czynniki ją kształtujące. Ujęcie modelowe*. Rozprawa doktorska. Poznań: Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu. Pobrano z: <http://www.wbc.poznan.pl/Content/161923/S4225GrzegorzMiko%C5%82ajewicz.pdf>.
- Notoria Serwis (2016). Raport roczny za 2016 rok. Pobrano z <http://www.bankier.pl/wiadomosc/NOTORIA-SERWIS-Raport-roczny-za-2016-rok-7518297.html>.
- Peiser, R.B., Frey, A.B. (2003). *Professional Real Estate Development*. Washington D.C.: The Urban Land Institute.
- Prajsnar, A. (2016). *Deweloperska ruletka trwała aż 20 lat*. Pobrano z: <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Deweloperska-ruletka-trwala-az-20-lat-7368419.html> (6.11.2016).
- Putek-Szeląg, E. (2013). Rynek nieruchomości rolnych w województwie zachodniopomorskim na tle kraju. W: J. Hozer, W. Kuźmiński (red.), *Analiza i diagnoza rozwoju rolnictwa w województwie zachodniopomorskim* (s. 74–83). Szczecin: IADiPG.

- Raport UOKiK (2014). *Raport z badania rynku budownictwa mieszkaniowego – rynek pierwotny*. Warszawa: UOKiK, marzec 2014.
- Tarczyńska-Luniewska, M. (2013). Metody WAP i ich wykorzystanie w definiowaniu wskaźnika siły fundamentalnej (WSF) – aspekty teoretyczne. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 616. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 29, 209–216.
- Tarczyński, W. (1994). Taksonomiczna miara atrakcyjności inwestycji w papiery wartościowe. *Przegląd Statystyczny*, 3, 275–300.
- Tarczyński, W. (2002). *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*. Warszawa: PWE.
- Tarczyński, W., Foryś, I. (2003). *Rentowność inwestycji w nieruchomości i na rynku kapitałowym*. W: J. Hozer (red.), *Rynek nieruchomości Pomorza Zachodniego – stan i perspektywy* (s. 11–18). Szczecin: Uniwersytet Szczeciński, IADiP, M-EXPO.
- Trojanowski, D. (2004). Kim jest deweloper? Cz. 2. *Nieruchomości C.H. Beck*, 2.
- Ustawa (1994). Ustawa z dnia 24 czerwca 1994 r. o własności lokali. Dz.U. 2000, nr 80, poz. 903 z późn. zm.
- Ustawa (2011). Ustawa z dnia 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego. Dz.U. 2011, nr 232, poz. 1377.

ANALYSIS OF THE FUNDAMENTAL POWER FOR COMPANIES IN DEVELOPER SECTOR LISTED ON THE WSE

Abstract: *Purpose* – The main goal of the paper is assessment of the fundamental strength (power) for developers companies listed on the Warsaw Stock Exchange. An intermediate goal is also to determine the situation in the developers sector and the situation on the real estate market in the period considered.

Methodology of the study – In the study was used the concept of the fundamental strength of the companies, and to its measurement the adequately constructed the fundamental strength indicators (FPI). The Authors in synthetic way referred to the situation in the developers sector and real estate market. The data for the analysis came from Notoria Serwis 2016, WGPW and GUS. The study covered the years 2011–2015.

Result – As a result of the analysis, the research objectives were met. The application of the fundamental strength concept and its measurement has made it possible in synthetic way refers to the analyzed problem. The study confirmed the disparities in this regard.

Originality/Value – The research falls into the areas of implementation of the fundamental force and its measurement in the process of analysis and evaluation of the developers sector and points to the utilitarian character of the fundamental strength concept.

Keywords: developers sector, real estate market, fundamental strength, fundamental power index

Cytowanie

Foryś, I., Tarczyńska-Luniewska, M. (2017). Analiza siły fundamentalnej spółek w sektorze deweloperskim notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (86), 7–20. DOI: 10.18276/irfu.2017.86-01.