



**MICHAEL/STRÖM**  
DOM MAKLESKI

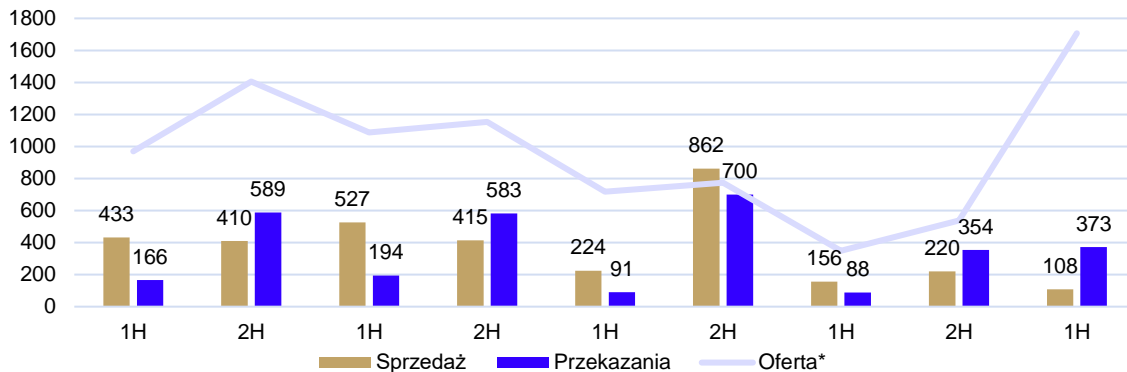
**Marvipol Development S.A.**  
**Raport kredytowy**

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy, w której jednostką dominującą jest Marvipol Development S.A. (Spółka), po wynikach za 2Q22 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Z przeprowadzonej analizy wynika, że w przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań po założonych przez nas cenach Spółka powinna być w stanie wygenerować ok. 929 mln zł przepływów pieniężnych netto do końca 2025 r. Aby spłacić w terminie zobowiązania, pokryć koszty funkcjonowania i wypłacić dywidendę, Spółka przy naszych założeniach, musiałaby sprzedać ok. 84% niesprzedanych jeszcze mieszkań. Obliczenia nie uwzględniają podatków oraz ewentualnych zakupów nowych gruntów.
- Szacujemy ponadto, że Spółka będzie w stanie wygenerować ok. 276 mln zł gotówki na realizowanych projektach magazynowych. Po uwzględnieniu segmentu magazynowego, wystarczyłoby aby Spółka sprzedała ok. 69% mieszkań.
- Spółka w 1H22 sprzedała 108 mieszkań (-31% r/r). Aktualnie większość zakupów mieszkań stanowią zakupy gotówkowe (ponad 80%).
- Na koniec 2Q22 Spółka miała w ofercie 1707 lokali, z czego w budowie znajdowało się 508 mieszkań (dla pozostałych projektów jeszcze nie rozpoczęto budowy). W samym pierwszym półroczu 2022 r. do oferty wprowadzono 1276 mieszkań (6 inwestycji).
- Liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych na koniec 2Q22 wyniosła 757. Zgodnie z aktualnymi założeniami Spółki do końca 2023 roku ma zostać ukończona budowa 712 mieszkań. W 2024 r. ma być to kolejne 1132 lokali. W tym okresie do oferty może trafić dodatkowe 1231 mieszkań.
- W pierwszym półroczu nastąpił wzrost zadłużenia finansowego. Zadłużenie finansowe na koniec czerwca 2022 r. wyniosło 472 mln zł (+125 mln zł h/h). Saldo obligacji wzrosło o 37 mln zł h/h, saldo kredytów i pożyczek wzrosło o 24 mln zł h/h. W 1H22 spółka wykazała również dodatkowe 64 mln zł zobowiązań z tytułu leasingu (zobowiązanie związane z Unique Apartments). Dług netto grupy na koniec 2Q22 wyniósł 281 mln zł (+152 mln zł h/h) i implikował stosunek zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 0,45x (0,21x na koniec 2021 r.)
- Według stanu na 24.08.2022 r. portfel projektów magazynowych Grupy tworzyło 6 projektów. Łączna wartość zaangażowanych środków na wskazany dzień wynosiła 208,7 mln zł. Zaangażowanie finansowe w sektor magazynowy nieznacznie przekroczyło 200 mln zł (planowany maksymalny poziom zaangażowania).
- Po dniu bilansowym, 29 lipca 2022 r. Spółka poinformowała o sprzedaży niezabudowanej nieruchomości w Gdańsku przy ul. Grunwaldzkiej (pozostałe aktywa nieruchomościowe). Wartość transakcji to 25,1 mln zł netto. Wynik na sprzedaży nieruchomości zostanie rozpoznany w sprawozdaniu za III kw. 2022 r.

## PROJEKTY MIESZKANIOWE

Wykres: Historyczna sprzedaż, przekazania i oferta lokali Marvipol Development S.A.



\* oferta na koniec okresu

\*\* wartość przekazania nie uwzględnia wydań lokali inwestycyjnych z projektu Unique Tower

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Tabela: Projekty mieszkaniowe w realizacji i planowane (stan na dzień 30.06.2022 r.)

	Projekt	Planowane rozpoczęcie budowy	Planowane ukończenie budowy	Liczba lokali w projekcie	PUM lokali w projekcie (tys. m <sup>2</sup> )	Liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych	lokale niesprzedane
OFERTA	Lokale z ukończonych inwestycji		-	-	-		29
	Moko Botanika II	I kw. 2021 r.	III kw. 2022 r.	290	14,8	290	0
	Studio Okęcie	IV kw. 2020r.	I kw. 2023 r.	94	3,6	94	0
	Rotunda Dynasy	IV kw. 2020r.	I kw. 2023 r.	25	3,1	9	16
	Lazurova Concept	II kw. 2021 r.	I kw. 2023 r.	235	12,6	185	50
	Apartamenty Zielony Natolin	III kw. 2021 r.	II kw. 2023 r.	68	3,1	38	30
	In Place I	II kw. 2022 r.	II kw. 2024 r.	371	18,4	59	312
	Trio Park I (Wrocław)	III kw. 2022 r.	II kw. 2024 r.	134	6,4	1	133
	Moława Garden	III kw. 2022 r.	III kw. 2024 r.	72	6,7	1	71
	Gardenia Lagom I	III kw. 2022 r.	II kw. 2024 r.	160	8,1	1	159
	Gardenia Lagom II	III kw. 2023 r.	II kw. 2025 r.	127	6,4	1	126
	In Place II	III kw. 2023 r.	III kw. 2025 r.	280	14,3	1	279
	Ochota	I kw. 2023 r.	IV kw. 2025 r.	503	24,3	1	502
	<b>Razem Oferta</b>						<b>681</b>
BANK ZIEMI	Bielany 1 etap I	I kw. 2023 r.	II kw. 2024 r.	32	6,3	0	32
	Chmielna (Gdańsk)	IV kw. 2022r.	IV kw. 2024 r.	319	12,1	0	319
	Trio Park II (Wrocław)	I kw. 2023 r.	IV kw. 2024 r.	44	1,9	0	44
	Wrocław 2	I kw. 2023 r.	I kw. 2025 r.	240	13	0	240
	Białoleka 1	I kw. 2023 r.	I kw. 2025 r.	216	10	0	216
	Bielany 2	II kw. 2023 r.	I kw. 2025 r.	78	4,9	0	78
	Bielany 3	III kw. 2023 r.	II kw. 2025 r.	84	4,6	0	84
	Białoleka 3	III kw. 2023 r.	II kw. 2025 r.	141	6,6	0	141
	Ursynów 2	IV kw. 2023r.	IV kw. 2025 r.	61	3	0	61
	Bielany 1 etap II	IV kw. 2024r.	II kw. 2026 r.	16	3,1	0	16
	Praga Południe	I kw. 2026 r.	I kw. 2028 r.	70	3,6	0	70
<b>Razem - 2022</b>			<b>1 269</b>	<b>63</b>	<b>0</b>	<b>1 269</b>	

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

W 1H22 Spółka sprzedała 108 mieszkań, w całym 2021 r. było to 376 mieszkań, a w 2020 r. 1086 mieszkań (w tym pakietowa sprzedaż mieszkań do grupy Heimstaden). Spółka poinformowała, że aktualnie zdecydowaną większość zakupów mieszkań stanowią zakupy gotówkowe (ponad 80%). Sprzedaż mieszkań w pierwszym półroczu 2022 r. determinowana była głównie przez rosnące stopy procentowe oraz niepewność związaną z wybuchem wojny na Ukrainie. Wzrost stóp procentowych prowadzący m.in. do zmniejszenia zdolności kredytowej potencjalnych klientów oraz wzrostu kosztów obsługi kredytu ma negatywny wpływ na liczbę sprzedanych mieszkań (spadek popytu widoczny był w raportach większości deweloperów mieszkaniowych i sięgał w 1H22 ok. 30-40%). W poprzednim roku problemem Spółki była ograniczona oferta mieszkań. Patrząc na aktualny harmonogram budów i harmonogram wprowadzania inwestycji do sprzedaży wydaje się, że w tym roku oferta mieszkań nie będzie problemem, lecz będzie nim brak popytu na mieszkania. W poprzednich latach popyt na mieszkania był wysoki, co wiązało się z tym, że większość mieszkań była wykupowana już na etapie rozpoczęcia budowy. W przypadku utrzymującego się niższego popytu można oczekiwać, że część mieszkań w inwestycjach już wybudowanych będzie niesprzedana i utrzymywana na bilansie jako produkty gotowe.

Na koniec 2Q22 Spółka miała w ofercie 1707 lokali, z czego w budowie znajdowało się 508 mieszkań (dla pozostałych projektów jeszcze nie rozpoczęto budowy). Oferta mieszkań istotnie wzrosła względem końca roku, gdzie wynosiła 539 lokali. W samym pierwszym półroczu 2022 r. do oferty wprowadzono 1276 mieszkań (6 inwestycji).

Zgodnie z aktualnymi założeniami Spółki do końca 2023 roku ma zostać ukończona budowa 712 mieszkań. W 2024 r. ma być to kolejne 1132 lokali. W tym okresie do oferty może trafić dodatkowe 1231 mieszkań. Na dzień 30.06.2022 Spółka miała 757 sprzedanych, a nieprzekazanych lokali.

## POZOSTAŁE AKTYWA NIERUCHOMOŚCIOWE

Do segmentu pozostałych aktywów nieruchomościowych przypisane zostały:

- część inwestycji Unique Tower, skomercjalizowana pod nazwą Unique Apartments, obejmująca lokale, dla których wraz ze sprzedażą zawierane są umowy dzierżawy lokali przez podmiot z Grupy. Aktywa te są wykorzystane przez spółkę z Grupy Marvipoł do prowadzenia samodzielnej działalności najmu krótko, średnio i długoterminowego,
- nieruchomość niezabudowana w Kołobrzegu. Miejskowy plan zagospodarowania umożliwi zabudowę nieruchomości obiektem zamieszkania zbiorowego i prowadzenie działalności hotelowej. Dla nieruchomości został opracowany projekt architektoniczny oraz została uzyskana ostateczna decyzja o pozwoleniu na budowę.

W poprzednich okresach sprawozdawczych do segmentu pozostałych aktywów nieruchomościowych klasyfikowana była nieruchomość niezabudowana w Gdańsku przy ul. Grunwaldzkiej. Po dniu bilansowym, 29 lipca 2022 r. nieruchomość została jednak sprzedana na rzecz podmiotu trzeciego. Wartość transakcji to 25,1 mln zł netto. Wynik na sprzedaży nieruchomości zostanie rozpoznany w sprawozdaniu za III kw. 2022 r.

Rozpoczęcie działalności Royal Tulip nastąpiło w maju 2022 r. W okresie dzierżawy Spółka oferuje inwestorom czynsz najmu wynoszący rocznie 7% wartości netto lokalu w stanie deweloperskim. Przy założeniu, sprzedaży

wszystkich mieszkań, roczny koszt Spółki z tytułu powyższych zobowiązań wyniesie ok. 11-13 mln zł. Według stanu na dzień 30.06.2022 Spółka przekazała 280 lokali w projekcie Unique Apartments, niesprzedanych pozostaje 38 lokali (w tym 8 lokali użytkowych).

Zgodnie z przyjętymi zasadami rachunkowości, Grupa rozpoznaje transakcje sprzedaży lokali w ramach konceptu Unique Apartments jako leasing zwrotny, zgodnie z MSSF 16. Część wyników (przychodów, kosztów, zysku) na sprzedaży lokali (przy uwzględnieniu aktualnej stopy dyskontowej ok. 53%) jest rozpoznawana w momencie wydania klientom lokalu w stanie deweloperskim oraz miejsca postojowego (pierwszy odbiór). Część wyniku – szacowana na około 12% - rozpoznawana jest w momencie wydania klientom wykończonego i wyposażonego mieszkania. Pozostała część (35%), na dzień rozpoczęcia okresu najmu lub dzierżawy jest ujmowana w bilansie poprzez wprowadzenie w odpowiedniej wartości prawa do użytkowania aktywów z tytułu leasingu i zobowiązania z tytułu leasingu, a następnie, przez okres leasingu, będzie ona rozpoznawana proporcjonalnie w wynikach.

## PROJEKTY MAGAZYNOWE

Tabela: Projekty magazynowe realizowane przez JV Marvipol-Panattoni (stan na dzień 24.08.2022 r.)

Projekt	Status	Udział Marvipolu	GLA (tys. m2)	Planowana data zakończenia budowy	Zaawansowanie budowy	Komercjalizacja
Warszawa III (IC 135)	W budowie	50%	41	IV kw. 2022 r.	70%	23%
Wrocław II (IC 149)	budowa zakończona	68%	19	budowa zakończona	100%	100%
Katowice (Zynwalin)	W budowie	68%	39	IV kw. 2023 r.	0%	0%
Poznań (IC 195)	W budowie	45%	61	I kw. 2023 r.	60%	77%
Łódź II (IC 187)	W budowie	68%	20	III kw. 2023 r.	0%	0%
Łódź III (IC 229)	W budowie	52%	82	I kw. 2024 r.	0%	31%

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Według stanu na 24.08.2022 r. portfel projektów magazynowych Grupy tworzyło 6 projektów. Łączna wartość zaangażowanych środków na wskazany dzień wynosiła 208,7 mln zł. Zaangażowanie finansowe w sektor magazynowy nieznacznie przekroczyło 200 mln zł (planowany maksymalny poziom zaangażowania).

Na rynku magazynów widoczny jest wzrost kosztów budowy w porównaniu z poprzednim rokiem. Jednocześnie obserwowany jest dynamiczny wzrost czynszów. Aktualnie występują kilkumiesięczne opóźnienia w budowie magazynów ze względu na brak dostępności niektórych materiałów (zaburzenia łańcuchów dostaw). Spółka zauważa również zmianę trendu na rynku magazynowym. Najemcy są chętni do podpisywania długich umów (np. 10 lat), aby zagwarantować poziom czynszu. Spółka natomiast dąży do podpisywania krótszych umów (do 3 lat), tak aby korzystać na przyszłych, potencjalnych wzrostach czynszów.

Marvipol posiada jeden ukończony projekt magazynowy (IC 149), a kolejny (IC 135) zostanie ukończony prawdopodobnie do końca roku. Obecnie rynek transakcyjny pozostaje uśpiony, transakcje są sporadyczne w związku z czym Spółka nie określa potencjalnego terminu sprzedaży tych magazynów i stopy kapitalizacji możliwej do uzyskania.

Udział w zyskach wspólnych przedsięwzięć (projekty magazynowe) dodał do wyniku finansowego 15,9 mln zł. Należy pamiętać, że zyski z projektów magazynowych są rozpoznawane wraz z postępem realizacji projektów, co oznacza, że osiągnięty zysk nie odpowiada faktycznemu przepływowi gotówki – ten następuje dopiero w momencie sprzedaży projektu. Według naszych wyliczeń projekty magazynowe w ciągu najbliższych dwóch lat powinny pozwolić uwolnić ok. 276 mln zł, przy założeniu 2 letniego okresu rotacji magazynów oraz osiąganego IRR na poziomie 15%.

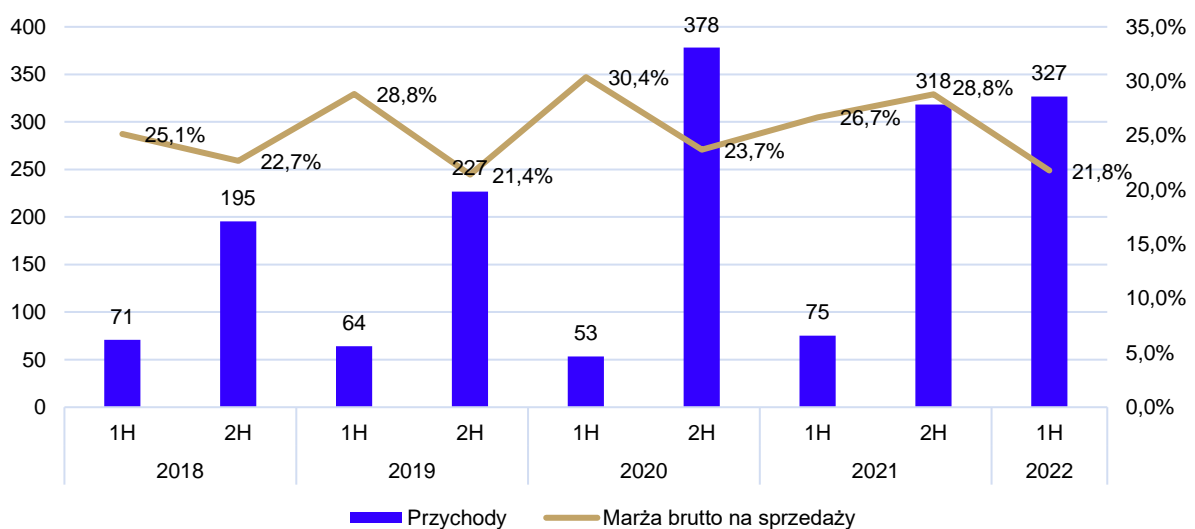
## REALIZOWANE MARŻE

Tabela: Rachunek zysków i strat

	31.12.2020	30.06.2021	31.12.2021	30.06.2022
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>431 385</b>	<b>75 288</b>	<b>393 735</b>	<b>326 704</b>
Koszt własny sprzedaży	-325 635	-55 199	-281 929	-255 543
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>105 750</b>	<b>20 089</b>	<b>111 806</b>	<b>71 161</b>
<b>Koszty sprzedaży</b>	<b>-6 295</b>	<b>-2 945</b>	<b>-6 269</b>	<b>-3 040</b>
<b>Koszty ogólnego zarządu</b>	<b>-40 822</b>	<b>-14 142</b>	<b>-34 866</b>	<b>-17 884</b>
Udział w zyskach wspólnych przedsięwzięć	29 821	30 677	38 879	15 888
Pozostałe przychody operacyjne	9 109	5 753	14 808	4 410
Pozostałe koszty operacyjne	-7 991	-4 712	-7 881	-3 241
<b>Zysk (strata) na działalności operacyjnej</b>	<b>89 572</b>	<b>34 720</b>	<b>116 477</b>	<b>67 294</b>
Przychody finansowe	15 388	2 369	4 113	4 691
Koszty finansowe	-5 197	-5 235	-6 818	-9 604
<b>Zysk (strata) przed opodatkowaniem</b>	<b>99 763</b>	<b>31 854</b>	<b>113 772</b>	<b>62 381</b>
Podatek dochodowy	-19 318	-2 709	-18 099	-8 380
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>80 445</b>	<b>29 145</b>	<b>95 673</b>	<b>54 001</b>

Źródło: Dane Spółki, opracowanie własne DM Michael/Ström

Wykres: Przychody (mln zł) i realizowana marża brutto na sprzedaży Marvipol Development S.A.



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Przychody ze sprzedaży w 1H 2022 wyniosły 327 mln zł. Wysokie przychody ze sprzedaży w 1H22 wynikają z harmonogramu przekazywania lokali. W pierwszym okresie Spółka wydała zdecydowanie większą liczbę mieszkań niż w pierwszych półroczach lat poprzednich. W tym okresie przekazano 373 lokali mieszkalnych i usługowych (Moko Botanika I, Unique Tower, Kłopotowskiego No 11). Ponadto w pierwszej połowie 2022 r. wydano 168 lokali inwestycyjnych w ramach inwestycji Unique Tower – 85,5 mln zł przychodów.

W 1H22 marża brutto na sprzedaży wyniosła 21,8%. W całym 2021 roku marża brutto na sprzedaży wyniosła 28,4%. Widoczny jest zapowiadany spadek marży na realizowanych projektach. Wydaje się, że marża na sprzedaży w kolejnych okresach powinna ukształtować się na poziomie ok. 20%. Spadek marży spowodowany jest dynamicznie rosnącymi kosztami (koszty budowy, koszty finansowe), co nie jest rekompensowane wzrostami cen mieszkań.

Koszty SG&A w 1H22 wyniosły 21 mln zł (w całym 2021 r. było to 41 mln zł). Spółka w 1H21 wykazała wysoki wynik EBIT, który wyniósł 67,3 mln zł. Zysk netto Grupy w tym okresie wyniósł 54 mln zł. Spółka w 2H22 planuje przekazać ok. 350 lokali, w związku z czym wynik finansowy drugiego półrocza będzie prawdopodobnie niższy niż ten uzyskany w 1H22.

W kwietniu Spółka zdecydowała o podziale zysku i wypłacie dywidendy za rok obrotowy 2021. Łączna kwota przeznaczona na dywidendę wyniosła 47,5 mln zł, co stanowi 49,63% skonsolidowanego zysku netto Grupy za rok 2021.

## POTENCJAŁ DO GENEROWANIA GOTÓWKI

Tabela poniżej przedstawia analizę wrażliwości oczekiwanych przepływów pieniężnych na:

- I. ceny mieszkań realizowane przez Spółkę w przyszłości (scenariusz bazowy stanowią średnie ceny mieszkań na realizowanych dotychczasowo inwestycjach i moje założenia dla inwestycji, dla których nie rozpoczęto jeszcze sprzedaży) dla wszystkich lokali, które na koniec 2Q22 nie były sprzedane,
- II. liczbę sprzedanych w przyszłości lokali

Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 2Q22 zostaną w 100% przekazane klientom po zakładanych przez nas cenach. W kalkulacji uwzględniamy wszystkie projekty w realizacji oraz projekty planowane do zakończenia do końca 2025 r., dla których dostępne są parametry pozwalające na określenie potencjalnych przepływów. W modelu uwzględniono cały projekt Unique Tower (część mieszkaniowa i inwestycyjna).

Tabela: Wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto z projektów w realizacji i planowanych do zakończenia do końca 2025 r. na zmianę założeń M/S DM

mln zł	Odchylenie zakładanych cen sprzedaży				
	90%	95%	100%	105%	110%
100%	741	835	929	1023	1117
95%	657	746	835	924	1013
90%	572	657	741	826	910
85%	488	568	647	727	807
80%	403	478	554	629	704
75%	319	389	460	530	601
70%	234	300	366	432	497
65%	150	211	272	333	394
60%	66	122	178	234	291
55%	-19	33	84	136	188
50%	-103	-56	-10	37	84

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Z przeprowadzonej analizy wynika, że w przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań po założonych przez nas cenach Spółka powinna być w stanie wygenerować ok. 929 mln zł gotówki. Kwota ta uwzględnia szacowane przychody ze sprzedaży lokali, oczekiwane nakłady na ich budowę oraz otrzymane przedpłaty, lecz nie uwzględnia podatków. Zakładam konserwatywne podejście do realizowanych marż na projektach mieszkaniowych spowodowane wzrastającymi kosztami finansowymi (rosnące stopy procentowe), a także presją cenową ze strony generalnych wykonawców, która nie będzie kompensowana wzrostami cen mieszkań.

Na koniec 1H22 dług finansowy Spółki wynosił 472 mln zł, a zobowiązania z tytułu dostaw i usług wyniosły 54 mln zł. Zakładam, że Spółka będzie ponosić ok. 42 mln zł kosztów SG&A rocznie, co w perspektywie 3,5 roku daje łącznie ok. 147 mln zł. Zakładam, że Spółka będzie w kolejnych latach wypłacać dywidendę w wysokości 50% wypracowanego zysku netto z roku poprzedniego. Dla celów analizy przyjmuje, że zysk netto utrzyma się na poziomie zysku osiągniętego w 2021 r., w związku z czym do końca 2025 r. Spółka przeznaczy na wypłatę dywidendy ok. 144 mln zł.

Zgodnie z powyższym przybliżone wydatki do poniesienia do końca 2025 r. wyniosą ok. 817 mln zł (bez uwzględniania ewentualnych zakupów nowych gruntów). Analiza zakłada spłatę wszystkich zobowiązań finansowych w terminie. Nie uwzględnia zdolności do refinansowania obligacji, czy stopnia wykorzystania kredytów bankowych.

Spółka na dzień bilansowy posiadała 191 mln zł środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (ze środkami na MRP). Po uwzględnieniu tej wartości Spółka musiałaby w perspektywie 3,5 roku wygenerować ok. 626 mln zł dodatkowych środków pieniężnych, aby spłacić przedstawione zobowiązania, pokryć koszty funkcjonowania oraz wypłacić dywidendy. Oznacza to, że Spółka przy moich założeniach w scenariuszu bazowym, musiałaby przekazać wszystkie dotychczas sprzedane lokale oraz sprzedać i przekazać ok. 84% pozostałych lokali w realizowanych i planowanych projektach.



## Segment magazynowy

Według stanu na 24.08.2022 r. portfel projektów magazynowych Grupy tworzyło 6 projektów magazynowych. Łączna wartość zaangażowanych środków na wskazany dzień wynosiła 208,7 mln zł.

Zakładam, że projekty magazynowe będą sprzedawane z IRR równym 15% oraz dwuletnim terminem inwestycji (na podstawie historycznych projektów oraz strategii Spółki). Potencjalny przepływ gotówki ze sprzedaży realizowanych projektów, przy uwzględnieniu powyższych założeń wynosi 276 mln zł (bez uwzględnienia podatków). Z uwzględnieniem szacowanych przepływów z segmentu magazynowego, wystarczyłoby, aby Spółka sprzedała ok. 69% z potencjału sprzedażowego (segment mieszkaniowy), aby spłacić wszystkie zobowiązania i pokryć koszty.

## ANALIZA BILANSU

Tabela: Bilans (skrócony)

W mln zł	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022	% sumy bilansowej
<i>Rzeczowe aktywa trwałe</i>	30 624	50 690	62 690	4%
<i>Prawa do użytkowania rzeczowych aktywów trwałych z tytułu leasingu</i>	15 420	17 181	68 834	5%
<i>Nieruchomości inwestycyjne</i>	14 296	72 755	37 457	2%
<i>Długoterminowe aktywa finansowe</i>	119 536	81 087	176 472	12%
<i>Udziały w jednostkach ujmowanych metodą praw własności</i>	17 409	21 497	29 219	2%
<i>Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego</i>	18 481	21 121	24 943	2%
<b>Aktywa trwałe razem</b>	<b>215 903</b>	<b>264 420</b>	<b>399 665</b>	<b>26%</b>
<i>Zapasy</i>	853 775	1 008 332	831 991	55%
<i>Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności</i>	53 099	48 357	84 910	6%
<i>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty, w tym:</i>	190 745	218 181	191 216	13%
<i>Środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysponowania</i>	48 236	35 207	46 993	3%
<b>Aktywa obrotowe razem</b>	<b>1 097 988</b>	<b>1 275 894</b>	<b>1 108 949</b>	<b>74%</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 313 891</b>	<b>1 549 791</b>	<b>1 508 614</b>	<b>100%</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>556 589</b>	<b>612 692</b>	<b>619 209</b>	<b>41%</b>
<i>Rezerwa z tytułu podatku odroczonego</i>	19 339	17 936	20 313	1%
<i>Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek</i>	44 725	34 788	58 733	4%
<i>Zobowiązania z tytułu obligacji</i>	172 497	220 066	257 464	17%
<i>Zobowiązania z tytułu leasingu</i>	15 948	16 712	77 977	5%
<b>Zobowiązania długoterminowe oraz rezerwy razem</b>	<b>259 296</b>	<b>296 070</b>	<b>422 155</b>	<b>28%</b>
<i>Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek</i>	63 260	20 954	21 376	1%
<i>Zobowiązania z tytułu obligacji</i>	49 385	52 330	51 579	3%
<i>Zobowiązania z tytułu leasingu</i>	1 549	1 892	5 054	0%
<i>Zobowiązania leasingowe z tytułu opłat za użytkowanie wieczyste</i>	28 403	19 930	15 305	1%
<i>Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe</i>	53 334	58 336	53 842	4%
<i>Przychody przyszłych okresów</i>	295 632	477 295	315 111	21%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe razem</b>	<b>498 006</b>	<b>641 029</b>	<b>467 250</b>	<b>31%</b>
<b>Kapitał własny, zobowiązania i rezerwy razem</b>	<b>1 313 891</b>	<b>1 549 791</b>	<b>1 508 614</b>	<b>100%</b>

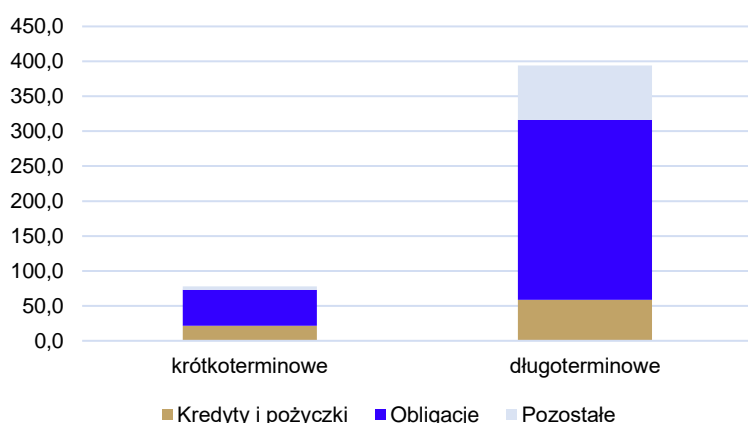
Na koniec 2Q 2022 r. suma bilansowa wyniosła 1 509 mln zł (-41 mln zł h/h). Zapasy wyniosły 832 mln zł (-176 mln zł h/h). Spółka w 1H22 przekazała dużą liczbę lokali. Prawa do użytkowania rzeczowych aktywów trwałych z tytułu leasingu na koniec 1H22 wyniosły 69 mln zł (+52 mln zł h/h). Na dzień 30.06.2022 r. przedmiotem leasingu było 280 przekazanych lokali, z których na moment pierwszego ujęcia Grupa rozpoznała prawo do użytkowania aktywów z tytułu leasingu w kwocie 53 mln zł oraz zobowiązania z tytułu leasingu w kwocie 64 mln zł. Spółka wykazuje również wysokie saldo środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, które na koniec 2Q22 wyniosły 191 mln zł (-27 mln zł h/h). Istotną pozycją aktywów są także długoterminowe aktywa finansowe. W tej pozycji odzwierciedlane są udzielone pożyczki do spółek celowych (jednostek współkontrolowanych), które pozwalają na realizację danego projektu magazynowego. Długoterminowe aktywa finansowe na koniec 2Q22 wyniosły 176 mln zł (+95 mln zł h/h). Widoczny jest wzrost zaangażowania w segment magazynowy. Łączna wartość inwestycji w projekty magazynowe na dzień 30.06.2022 r. wyniosła 198,3 mln zł.

Kapitał własny wzrósł względem końca 2021 r. o 6,5 mln zł. Spółka w 1H22 wypłaciła dywidendę w wysokości 47,5 mln zł oraz wykazała zysk netto w wysokości 54 mln zł.

Zobowiązania długoterminowe na dzień 30.06.2022 r. wyniosły 422 mln zł (+126 mln zł h/h), w tym obligacje 257 mln zł, 59 mln zł kredyty i pożyczki oraz 78 mln zł leasing. Wartość zobowiązań krótkoterminowych wyniosła 467 mln zł (-174 mln zł), z czego zadłużenie finansowe to 78 mln zł. Główną pozycją zobowiązań krótkoterminowych są przychody przyszłych okresów, które odzwierciedlają wpłacone zaliczki od kontrahentów z tytułu zakupu mieszkań i lokali usługowych. Na koniec 2Q22 pozycja ta wyniosła 315 mln zł. Można zauważyć, że bieżące wpłaty od klientów stanowią istotne źródło finansowania realizowanych inwestycji. Przychody przyszłych okresów spadły względem początku roku o 162 mln zł, co związane jest z terminem realizacji inwestycji dewelopera – duża liczba przekazanych w 1H22.

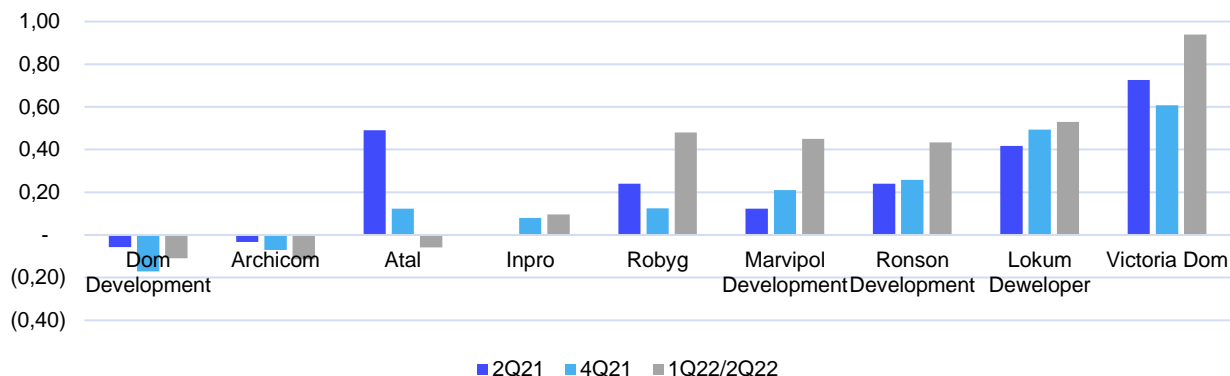
## ZADŁUŻENIE

Wykres: Struktura rodzajowa i terminowa zadłużenia finansowego Marvipol Development S.A. na dzień 30.06.2022



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Wykres: Wskaźnik dług netto/kapitały własne wśród wybranych deweloperów mieszkaniowych\*



\*porównanie dotyczy deweloperów, których główny segment działalności stanowią inwestycje mieszkaniowe

Dług netto = zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek, obligacji, leasingów (bez wliczania opłat z tytułu użytkowania wieczystego) – środki pieniężne i ich ekwiwalenty (w tym środki zgromadzone na mieszkaniowych rachunkach powierniczych)

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne DM Michael/Ström

W pierwszym półroczu nastąpił istotny wzrost zadłużenia finansowego. Zadłużenie finansowe na koniec czerwca 2022 r. wyniosło 472 mln zł (+125 mln zł h/h). Saldo obligacji wzrosło o 37 mln zł h/h, saldo kredytów i pożyczek wzrosło o 24 mln zł h/h. W 1H22 spółka wykazała również dodatkowe 64 mln zł zobowiązań z tytułu leasingu (zobowiązanie związane z Unique Apartments).

Należy zwrócić uwagę, że w poprzednim roku Spółka niemal nie korzystała z kredytów. Było to spowodowane wysokim poziomem wpłaconych zaliczek od klientów, które kredytowały realizację bieżących inwestycji. Aktualnie ze względu na spadek popytu spowodowany rosnącymi stopami procentowymi oraz wzrostem ryzyka geopolitycznego, jest duże prawdopodobieństwo, że Spółka w najbliższych kwartałach będzie musiała w większym stopniu wykorzystywać finansowanie bankowe dla celów realizacji inwestycji. Do tej pory realizowane inwestycje posiadały zabezpieczenie kredytowe, które jednak nie było w pełni wykorzystywane. W przypadku niższych wpłat od klientów kredyty mogą zostać uruchamiane w pełnym zakresie. Zakładamy, że zadłużenie finansowe Spółki będzie wzrastać. Uważamy jednak, że realizacja poszczególnych inwestycji nie powinna być zagrożona i uzależniona od pozyskania finansowania.

Dług netto na koniec czerwca 2022 r. wyniósł 281 mln zł (+152 mln zł h/h), w związku z czym stosunek długu netto do kapitałów własnych wyniósł 0,45x. Wskaźnik DN/KW Marvipolu na koniec 2Q22 istotnie wzrósł względem końca roku, gdzie wynosił 0,21x. Wskaźnik wciąż pozostaje na bezpiecznym poziomie, biorąc pod uwagę kowenanty obligacji. Celem strategicznym jest utrzymanie wskaźnika DN/KW na poziomie niższym niż 0,8x.

Sytuację płynnościową Spółki w ciągu najbliższych 12 miesięcy oceniamy jako bezpieczną. Wskaźnik pokrycia zadłużenia krótkoterminowego (z wyłączeniem przychodów przyszłych okresów) gotówką wyniósł 1,26x, co sugeruje niskie ryzyko wystąpienia problemów płynnościowych w perspektywie najbliższego roku.

## OBLIGACJE

Tabela: Charakterystyka obligacji Marvipol Development S.A. (stan na dzień 13.09.2022)

seria	Y	AC	AD	P2021A
nazwa skrócona	MVP1222	MVP0524	MVP1024	MVP0825
wartość emisji (mln zł)	12 000 000	78 000 000	116 000 000	70 000 000
nominał	10 000	1 000	1 000	1 000
oprocentowanie	zmiennie (WIBOR6M)	zmiennie (WIBOR6M)	zmiennie (WIBOR6M)	zmiennie (WIBOR6M)
marża	4,25%	4,50%	4,50%	4,50%
data wykupu	12.12.2022	10.05.2024	21.10.2024	03.08.2025
sposób emisji	prywatna	prywatna	prywatna	publiczna
zabezpieczenie	niezabezpieczone	niezabezpieczone	niezabezpieczone	niezabezpieczone
opcja wcześniejszego wykupu	tak	tak	tak	tak
okresowa amortyzacja	tak	tak	brak	brak

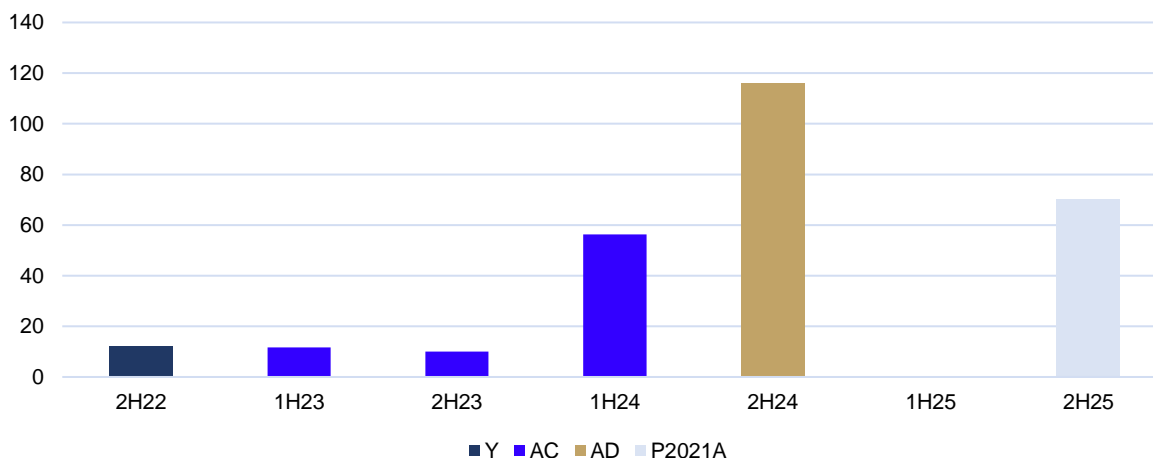
Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM, GPW Catalyst, dane Spółki

Łączna wartość nominalna obligacji pozostających do wykupu na dzień tworzenia raportu to 276 mln zł.

Po dniu bilansowym Spółka dokonała wcześniejszego całkowitego wykupu obligacji MVP0223 o wartości nominalnej 25,9 mln zł. W związku z wykupem obligatariusze otrzymali dodatkowo 0,25% premii.

24 sierpnia 2022 r. KNF zatwierdził prospekt emisyjny Spółki dla programu publicznych emisji papierów dłużnych o łącznej wartości do 200 mln zł. Spółka poinformowała jednak, że obecnie nie ma zaplanowanego terminu wyjścia z pierwszą emisją w ramach nowego prospektu. Emisje będą zależęły od potrzeb rozwojowych. Terminy emisji będą dostosowywane do planów inwestycyjnych w zakresie zakupu nowych gruntów.

Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji na dzień 13.09.2022 r. (mln zł)



Źródło: Dane Spółki; kdpw.pl, obliczenia własne DM Michael/Ström

Istotny wykup obligacji przypada na 2H24 - 116 mln zł (obligacje wyemitowane w 1H21).

Kowenanty obligacji Spółki określają przede wszystkim maksymalny poziom Wskaźnika Dźwigni Finansowej (stosunek Zadłużenia Finansowego Netto do skonsolidowanych kapitałów własnych Emitenta) obliczanego na bazie danych finansowych z ostatniego skonsolidowanego sprawozdania finansowego, który wynosi dla wszystkich serii obligacji 1,0. Ponadto w zależności od kształtowania się wartości wskaźnika obligatariusze (oprócz serii P2021) mogą liczyć na wynagrodzenie dodatkowe. Jeśli  $0,8 < DN/KW < 0,9$  wówczas wartość wynagrodzenia dodatkowego wyniesie 0,25 pkt. proc. Jeśli  $0,9 < DN/KW < 1,0$  wartość wynagrodzenia dodatkowego wyniesie 0,50 pkt. proc. W przypadku, gdy wskaźnik wyniesie ponad 1,0, jest to traktowane jako przypadek naruszenia, uprawniający do żądania wcześniejszego wykupu.

Dodatkowo kowenanty obligacji ograniczają Spółkę w rozporządzaniu wypracowanym zyskiem. Spółka może dokonać płatności na rzecz akcjonariuszy do wysokości 50% skonsolidowanego zysku za lata 2021, 2022, oraz do 80% skonsolidowanego zysku za rok 2023.

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Niniejszy materiał jest publikacją handlową Michael / Ström Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie

Niniejszy materiał:

- a) nie stanowi rekomendacji w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi;
- b) nie jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego go dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy;
- c) nie spełnia standardów rekomendacji inwestycyjnej określonych w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.