

Marvipol Development

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Marvipol Development po wynikach za 2Q17 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

PROFIL SPÓŁKI:

Deweloper mieszkaniowy prowadzący działalność w Warszawie.

Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
S	60	4,41%
R	40	n.d.
T	80	n.d.
Suma	180	

- Niskie wyniki Marvipol Development w 1H17 nie odzwierciedlają potencjału do generowania przepływów pieniężnych w kolejnych okresach. Wyniki te były spowodowane przekazaniem jedynie 41 lokali, co wynikało z braku oddania do użytkowania nowych projektów w tym czasie. Sytuacja wynikowa powinna zmienić się już w 3Q17, gdy ukończone zostaną etapy 2A oraz 2B w projekcie Central Park Ursynów. Według stanu na koniec 2Q17 spółka w tych dwóch etapach miała sprzedanych łącznie 461 lokali o wartości 139,6 mln zł.
- Z przeprowadzonej analizy wynika, że w przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań po założonych przez nas cenach spółka powinna być w stanie wygenerować 602 mln zł gotówki. Zakładając spłatę wszystkich zobowiązań i ponoszenie kosztów operacyjnych rzędu 30 mln zł rocznie w perspektywie 4 lat (wówczas zapadają obligacje wyemitowane w sierpniu 2017 r.), Marvipol Development musiałby sprzedać ok. 70-75% niesprzedanych jeszcze mieszkań (przy założeniu, że ukończone zostałyby wszystkie potencjalne projekty spółki).
- Dodatkowo szacujemy, że z projektów magazynowych Marvipol Development wygeneruje 106-169 mln zł. Po uwzględnieniu potencjału do generacji gotówki części magazynowej, spółka musiałaby sprzedać ok. 55-65% niesprzedanych jeszcze mieszkań, aby spłacić swoje wszystkie zobowiązania i pokryć koszty funkcjonowania spółki w okresie 4 lat.
- Sytuacja zarówno płynnościowa, jak i zadłużeniowa nie wskazują, aby spółka miała mieć w najbliższym czasie problemy z obsługą swojego zadłużenia. Relacja środków pieniężnych do zobowiązań krótkoterminowych pomniejszonych o przychody przyszłych okresów na koniec 1H17 wyniosła 1,2x. Z kolei wartość wskaźnika długu netto do kapitałów własnych na koniec czerwca 2017 r. wyniosła 0,31x, tj. poniżej średniej (0,38x) dla porównywalnych spółek.
- Spółka zamierza zwiększyć: (i) sprzedaż mieszkań (powyżej 1 000 lokali rocznie vs. 627 w 2016 r.) oraz (ii) bank ziemi (116 mln zł nakładów YTD vs. 35 mln zł w 2016 r.). W przypadku realizacji planów zakupowych możemy mieć do czynienia ze wzrostem wskaźników zadłużenia.
- Niemniej jednak, harmonogram zapadalności obligacji spółki uważamy za bezpieczny. W okresie 1H18-1H19 wymagalne będzie jedynie 16 mln zł, a pierwsza większa płatność (60 mln zł) będzie miała miejsce dopiero w 2H19.

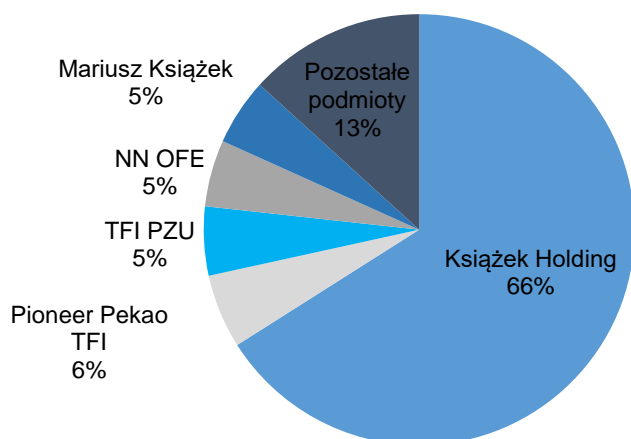
Opis spółki

Marvipol rozpoczął działalność w 1996 r. od świadczenia usług związanych ze wstępnymi pracami deweloperskimi. W 2000 r. spółka zaczęła realizować pełne projekty deweloperskie o charakterze mieszkaniowym, a w 2004 r. rozszerzyła swoją działalność o branżę motoryzacyjną w ramach której zajmuje się importem, sprzedażą, serwisowaniem oraz obrotem częściami samochodów marek m.in. Jaguar i Land Rover, będąc jednocześnie ich wyłącznym przedstawicielem w Polsce. Z kolei od 2015 r. Marvipol realizuje również projekty magazynowe.

W 2008 r. akcje spółki pojawiły się na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, a w 2010 r. jej obligacje zadebiutowały na Catalyst. Marvipol planuje podział spółki, który ma się dokonać do końca 2017 r. (w maju został złożony prospekt emisyjny do Komisji Nadzoru Finansowego). Z grupy kapitałowej ma zostać wydzielona działalność deweloperska, która będzie realizowana przez spółkę Marvipol Development i na którą będą przypadały zobowiązania z emisji obligacji, dlatego w niniejszym Raporcie kredytowym analizujemy zdolność spłaty zadłużenia właśnie tej działalności. Z kolei część motoryzacyjna będzie dalej prowadzona w Marvipolu, który zmieni nazwę na British Automotive Holding.

Podział spółki odbędzie się poprzez emisję akcji Marvipol Development, które zostaną przydzielone akcjonariuszom Marvipolu. Oznacza to, że na moment podziału spółki akcjonariusze Marvipolu będą mieli identyczne udziały zarówno w Marvipol Development, jak i British Automotive Holding. Obecnie kontrolę nad Marvipolem ma Mariusz Książek, który posiada w spółce 71% udziałów i tyle samo głosów, z czego 66% kontroluje pośrednio poprzez posiadane udziały w Książek Holding.

Wykres: Struktura akcjonariatu grupy

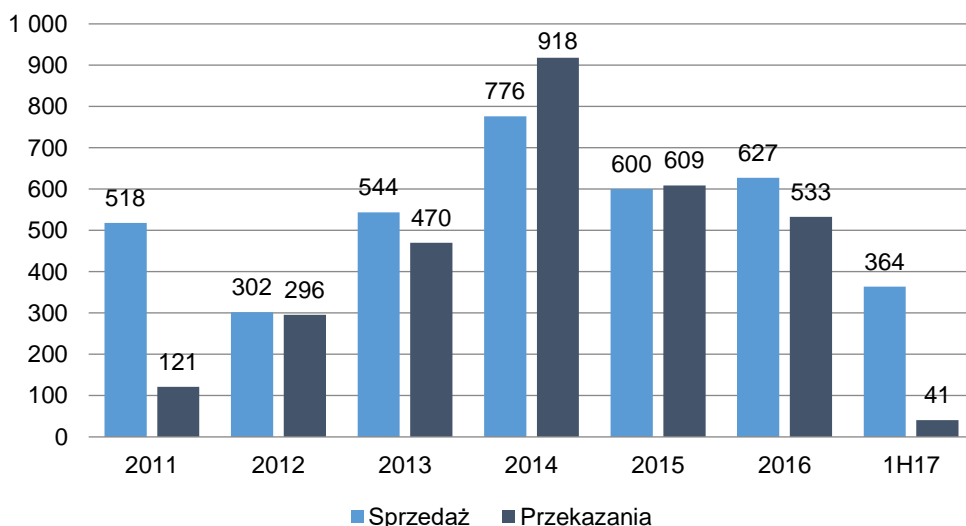


Źródło: Dane spółki

Projekty mieszkaniowe

Projekty mieszkaniowe dotychczas stanowiły trzon działalności deweloperskiej Marvipolu. Spółka w swojej historii oddała do użytkowania 4,7 tys. lokali. Na koniec 2Q17 spółka posiadała 891 sprzedanych i nieprzekazanych lokali, 33 lokale w projektach zakończonych, 548 lokali w trakcie realizacji oraz bank ziemi pozwalający na budowę 2 144 lokali. W skład oferty wchodziło 966 lokali. Marvipol zamierza zwiększać skalę działalności projektów mieszkaniowych o czym świadczą plany sprzedażowe spółki (powyżej 1 000 lokali rocznie vs. 627 w 2016 r.) oraz zwiększone nakłady na zakupy gruntów (116 mln zł od początku 2017 r. do dnia sporządzenia Raportu kredytowego vs. 35 mln zł w całym 2016 r.). Spółka, mimo prowadzenia działalności głównie na warszawskim rynku mieszkaniowym, wchodzi na nowe rynki (w 2Q17 kupiła działkę w Gdańsku o potencjale 4,5 tys. m² PUM). Marvipol nie prowadzi obecnie projektów biurowych (budynek Prosta Tower został sprzedany w 2016 r. za 119 mln zł).

Wykres: Historyczna sprzedaż i przekazania



Źródło: Dane spółki

Na koniec 2Q17 Marvipol posiadał 891 sprzedanych i jednocześnie nieprzekazanych lokali o wartości 261,5 mln zł. Spółka szacuje potencjał do przekazania ponad 500 lokali w 2017 r. W 2H17 planowane jest oddanie do użytkowania CPU 2 (Central Park Ursynów 2) na 532 lokale, z czego według stanu na koniec 2Q17 Marvipol miał sprzedanych (ale jeszcze nieprzekazanych) 461 lokali o wartości 139,6 mln zł.

Największą akwizycją spośród gruntów Marvipolu w 1H17 było nabycie nieruchomości przy ul. Grzybowskiej w centrum Warszawy. Działka na której spółka zamierza wybudować ok. 500 lokali o łącznej powierzchni użytkowej ok. 23 tys. m² kosztowała 60,6 mln zł. Z kolei po zakończeniu 1H17 Marvipol poinformował o zakupie działki przy ul. Siedmiogrodzkiej (na warszawskiej Woli) za 37,1 mln zł. Na gruncie ma powstać kompleks mieszkaniowy z 12,8 tys. m² powierzchni użytkowej.

Projekty magazynowe

W 2015 r. rozpoczęła się budowa projektu magazynowego „Konotopa” zlokalizowanego nieopodal Warszawy – tym samym spółka rozszerzyła swoją działalność wchodząc na rynek magazynowy. Wszystkie projekty magazynowe są realizowane w formie przedsięwzięć wspólnych (JV – joint ventures) wraz z Panattoni Europe – deweloperem będącym liderem rynku powierzchni magazynowych w Polsce.

Współpraca na linii Marvipol-Panattoni odbywa się poprzez zawiązanie spółki celowej, której udzielane są pożyczki od partnerów. Pożyczki te finansują zakup gruntów pod budowę magazynów (oraz pierwsze prace budowlane) i stanowią główny element inwestycji Marvipolu w przedsięwzięcie. Budowa magazynu jest w większości finansowana kredytem budowlanym udzielanym spółce celowej przez banki. Marvipol odpowiedzialny jest za pozyskanie pozwolenia na budowę oraz finansowania, z kolei Panattoni odpowiada za budowę i komercjalizację nieruchomości.

Do tej pory Marvipol wraz z Panattoni zrealizowali wyłącznie ww. projekt „Konotopa”, którego sprzedaż została rozliczona w 3Q17 (wartość transakcyjna ok. 31,6 mln EUR). Marvipol szacuje, że na projekcie „Konotopa” średnioroczna stopa zwrotu zainwestowanych środków (IRR) wyniosła 24%. W realizacji na koniec 2Q17 były 3 kolejne projekty partnerów, a 18 sierpnia br. Marvipol poinformował o podpisaniu umowy na następny projekt w okolicach Łodzi.

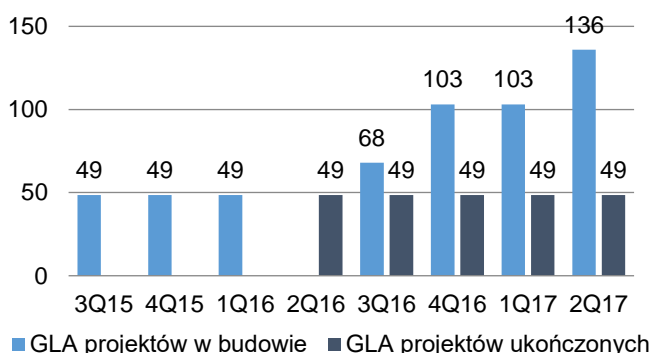
Tabela: Projekty magazynowe realizowane przez JV Marvipol-Panattoni (dane na koniec 2Q17)

Projekt	Powierzchnia (tys. m ²)	Termin wybudowania	Zaawansowanie budowy	Poziom komercjalizacji	Środki (pożyczki) zainwestowane przez Marvipol (mln zł)
Konotopa	49	2Q16	100%	100%	26
Grodzisk Mazowiecki	68	4Q17	55%	77%	37
Ruda Śląska	35	3Q17	83%	74%	19
Skawina	33	3Q17	70%	36%	24
Łódź	49	b.d	0%	100%	*24

*Umowa na realizację projektu „Łódź” została podpisana w 3Q17. Kwota środków do zainwestowania po 2Q17.

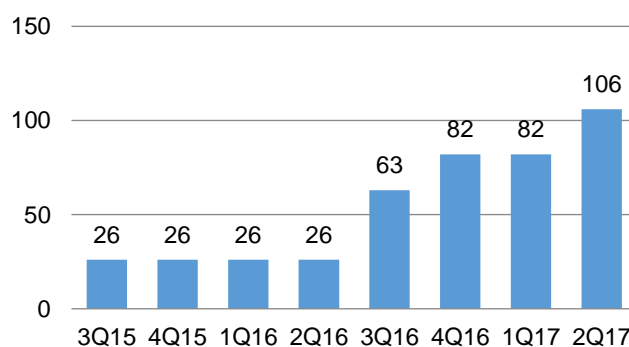
Źródło: Dane spółki

Wykres: Portfel magazynów (tys. m²)



Źródło: Dane spółki, obliczenia DM Michael/Ström

Wykres: Nakłady na portfel magazynów - narastająco (mln zł)



Źródło: Dane spółki, obliczenia DM Michael/Ström

Potencjał do generowania gotówki

Projekty mieszkaniowe

Tabela poniżej przedstawia wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto na: (i) ceny mieszkań realizowane przez spółkę w przyszłości (vs. nasze założenia) na wszystkich lokalach, które na koniec 2Q17 nie były sprzedane, oraz (ii) liczbę sprzedanych w przyszłości lokali (vs. oferta + liczba lokali do wybudowania). Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 2Q17 zostaną w 100% przekazane klientom po zakładanych przez nas cenach.

mln zł		Realizowane ceny vs. założenia				
		-10%	-5%	0%	+5%	+10%
Sprzedaż lokali vs. potencjał	0%	480	541	602	663	724
	-5%	425	483	541	599	657
	-10%	370	425	480	535	590
	-15%	315	367	418	470	522
	-20%	260	308	357	406	455
	-25%	205	250	296	342	388
	-30%	150	192	235	278	321
	-35%	95	134	174	214	253
	-40%	40	76	113	150	186
	-45%	-15	18	52	85	119
	-50%	-70	-40	-9	21	52

Źródło: Dane spółki, szacunki DM Michael/Ström

Z przeprowadzonej analizy wynika, że w przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań po założonych przez nas cenach część mieszkaniowa powinna być w stanie wygenerować 602 mln zł gotówki. Na koniec 2Q17 dług finansowy wynosił 207,7 mln zł, a zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe były równe 42,3 mln zł. Zakładając, że co roku spółka będzie ponosiła 30 mln zł kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu oraz nie będzie wypłacała dywidendy, to w perspektywie 4 lat przybliżone roczne wydatki spółki (bez uwzględnienia zakupów nowych gruntów) wyniosą 120 mln zł, co z ww. długiem oraz zobowiązaniami sumuje się do 370,0 mln zł. Po odjęciu gotówki w kwocie 112,1 mln zł od 370,0 mln zł, okazuje się, że część mieszkaniowa w perspektywie 4 lat musiałaby wygenerować 257,8 mln zł środków pieniężnych z projektów mieszkaniowych, aby spłacić zobowiązania i pokryć koszty funkcjonowania. Przy założeniu, że spółka wybudowałaby wszystkie mieszkania, to w przypadku sprzedaży ok. 70-75% niesprzedanych jeszcze mieszkań, powinna być w stanie wygenerować środki pieniężne wystarczające do spłaty swoich zobowiązań i opłacenia kosztów.

Projekty magazynowe

Na koniec 2Q17 Marvipol miał gotowy 1 projekt magazynowy (49 tys. m² GLA), którego proces sprzedaży zakończył się w 3Q17. Według szacunków Marvipolu wewnętrzna stopa zwrotu z inwestycji (IRR) w projekt wyniosła 24% rocznie (przy 2-letnim horyzoncie czasowym inwestycji). Dodatkowo, spółka jest w trakcie realizacji 3 kolejnych projektów (o łącznym GLA 136 tys. m²) oraz poinformowała o planowanym uruchomieniu następnego projektu w 3Q17 (49 tys. m² GLA).

Tabela: Potencjał projektów magazynowych do generowania gotówki

Projekt	Środki (pożyczki) zainwestowane przez Marvipol (mln zł)	IRR	Potencjalny przepływ gotówki przy sprzedaży (mln zł)
Konotopa	26	24%	40
Grodzisk Mazowiecki	37	**24%	57
Ruda Śląska	19	**24%	30
Skawina	24	**24%	37
Łódź	*24	***24%	****6
Razem	130		169

*Umowa na realizację projektu "Łódź" została podpisana w 3Q17. Kwota środków do zainwestowania po 2Q17.

**Zakładając analogiczną: (i) wewnętrzną stopę zwrotu (IRR) z projektu oraz (ii) długość zaangażowania kapitału w projekt, jak w przypadku projektu "Konotopa"

***Zakładając analogiczną wewnętrzną stopę zwrotu (IRR) z projektu jak w przypadku projektu "Konotopa" i roczny okres inwestycji

****Pomniejszony o nakłady niezbędne do poniesienia w celu realizacji projektu „Łódź”

Źródło: Dane spółki, szacunki DM Michael/Ström

Dla projektu „Łódź” zakładamy taką samą stopę IRR jak w pozostałych projektach, z kolei długość trwania inwestycji w projekt szacujemy na jeden rok, a nie dwa lata jak w przypadku pozostałych projektów. Krótsza długość trwania inwestycji, a zarazem potencjalnie niższy przepływ gotówki, wynika z charakteru tego projektu. Jedynym najemcą tego projektu będzie firma OBI i z racji tego, że z projektem wiąże się mniej ryzyk można się spodziewać jego niższej zyskowności, którą otrzymujemy poprzez krótszy czas zaangażowanych środków w ten projekt.

Marvipol szacuje, że na inwestycji w projekt „Konotopa” wygeneruje wewnętrzną stopę zwrotu (IRR) na poziomie 24%. Emitent w 3Q15 udzielił pożyczki spółce realizującej ten projekt. „Konotopa” została sprzedana w 3Q17, a więc 2 lata po dokonaniu przez Marvipol inwestycji. Zakładając, że pozostałe projekty spółki będą sprzedawane na ww. warunkach (z wyjątkiem projektu w pobliżu Łodzi), to oczekujemy, że z projektów magazynowych Marvipol jest w stanie uwolnić 169 mln zł gotówki (uwzględniając nakłady niezbędne do poniesienia w celu realizacji projektu „Łódź”).

Podsumowanie

Gdyby spółka sprzedała wszystkie projekty magazynowe na ww. warunkach, co mogłoby wygenerować 169 mln zł środków pieniężnych, to Marvipol musiałby sprzedać ok. 55-60% niesprzedanych jeszcze mieszkań, aby było stać spółkę na spłatę zobowiązań i pokrycie kosztów przypisanych do części deweloperskiej. W przypadku konserwatywnym, tj. zakładając sprzedaż projektów magazynowych po cenie pozwalającej uwolnić jedynie środki zainwestowane w te projekty (ok. 106 mln zł; bez uwzględniania projektu w okolicach Łodzi, gdzie na koniec 2Q17 nie zainwestowano jeszcze środków), spółka musiałaby sprzedać ok. 60-65% niesprzedanych jeszcze mieszkań w celu spłaty zobowiązań i opłacenia kosztów funkcjonowania Marvipol Development.

Zadłużenie

Wartość długu brutto przypadająca na działalność deweloperską grupy, wyniosła na koniec 2Q17 niemal 208 mln zł. Pod koniec tego okresu spółka posiadała 112 mln zł w środkach pieniężnych, co implikuje wartość długu netto na poziomie prawie 96 mln zł, a wskaźnika dług netto / kapitały własne na poziomie 0,31x, tj. poniżej średniej (0,38x) dla porównywalnych spółek. Poniżej przedstawiamy wartości wskaźnika dla poszczególnych konkurentów spółki.

Tabela: Zadłużenie konkurencji Marvipol Development na koniec 2Q17 (o ile nie wskazano inaczej)

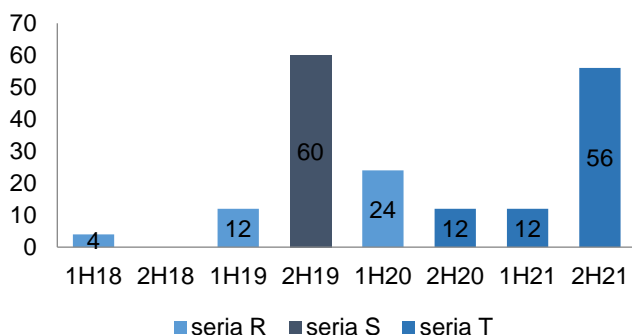
	Marvipol Development	Dom Development	Robyg	Lokum Deweloper	Ronson Europe	Vantage Development	Atal	Polnord	Archicom*
Dług netto / Kapitały własne	0,31	-0,12	0,58	0,25	0,54	0,71	0,50	0,49	0,08

*dane za 1Q17

Źródło: Sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne DM Michael/Ström

Za zadłużenie spółki w przeważającej mierze odpowiadają obligacje, których wartość na koniec kwartału w wysokości 128 mln zł kształtuje ich udział w długu brutto na poziomie 62%. Po 2Q17 przypadł termin zapadalności dwóch serii obligacji Marvipolu – O i P, odpowiednio w dniach 18 i 22 sierpnia 2017 r. Na wykup zostało przeznaczonych niemal 27 mln zł. Z kolei na początku sierpnia 2017 r. spółka uplasowała serię T o wartości nominalnej 80 mln zł. Środki pozyskane z nowo wyemitowanych obligacji mają zostać przeznaczone na finansowanie działalności deweloperskiej spółki. Zakładając, że całość środków z emisji obligacji serii T zostanie przeznaczona zgodnie z zapowiedziami spółki, nastąpi zwiększenie wartości wskaźnika dług netto / kapitały własne do 0,56x.

Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji (mln zł)



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Zgodnie z harmonogramem spłaty obligacji, największa wartość zadłużenia tj. 72 mln zł zapada w 2019 r. oraz zbliżona kwota – 68 mln w 2021 r. Obligacje serii R (wartość nominalna równa 40 mln zł) będą wykupowane w latach: 2018-2021 r., podobnie seria T (80 mln zł), która będzie wykupowana w półrocznych odstępach na przestrzeni lat 2020 i 2021, odpowiednio w częściach wartych 15%, 15% oraz 70% wartości nominalnej.

Tabela: Harmonogram spłaty obligacji

Seria	Wartość (mln zł)	Stopa bazowa	Marża	Wykup
R*	4	WIBOR 3M	b.d.	16.01.2018
R*	12	WIBOR 3M	b.d.	16.01.2019
R*	24	WIBOR 3M	b.d.	16.01.2020
S	60	WIBOR 6M	3,6%	03.08.2019
T**	12	WIBOR 6M	b.d.	04.08.2020
T**	12	WIBOR 6M	b.d.	04.02.2021
T**	56	WIBOR 6M	b.d.	04.08.2021

*,** serie o łącznych wartościach odpowiednio 40 i 80 mln zł; amortyzowane

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Dwie z trzech serii obligacji spółki zostały wyemitowane w drodze emisji niepublicznych, stąd parametry emisji nie są dostępne. Jedynie seria S (MVP0819) jest obecnie notowana na rynku Catalyst, na którym ma się pojawić również seria T – wtedy poznamy więcej informacji dot. parametrów tych papierów. Żadna z ww. serii nie jest zabezpieczona.

Wartość kredytów przypisanych działalności deweloperskiej na koniec ostatniego okresu sprawozdawczego wyniosła prawie 79 mln zł, stanowiąc jednocześnie 38% długu brutto. Od tego czasu spółka nie informowała o nowych zobowiązaniach z tytułu kredytów. Ostateczne terminy spłat dla poszczególnych kredytów przypadają na koniec lat 2017 i 2018 oraz początek 2020 r. Wartości te wynoszą odpowiednio 14, 18 oraz 46 mln zł.

Analiza finansowa

Rachunek zysków i strat

W 1H17 część deweloperska wygenerowała 24,6 mln zł przychodów z tytułu sprzedaży lokali. Łącznie przekazano 41 lokali, w tym m.in. 28 mieszkań w CPU 1A oraz CPU 1B o łącznej wartości 13,8 mln zł oraz 7 lokali usługowych o wartości 3,5 mln zł. Spodziewamy się, że w 2H17 poziom sprzedaży znacząco wzrośnie, na co wpływ będzie miało planowane ukończenie CPU 2A oraz CPU 2B w 3Q17. Według stanu na koniec 2Q17 Marvipol miał sprzedanych (ale jeszcze nieprzekazanych) w tych dwóch etapach łącznie 461 lokali o wartości 139,6 mln zł. Dodatkowo, na ten dzień zawarte były także umowy sprzedaży 6 ukończonych już lokali o łącznej wartości 3,2 mln zł.

Tabela: Wartość umów przedwstępnych i deweloperskich podpisanych do 30.06.2017 r., dla których lokale nie zostały jeszcze przekazane klientom

Projekt	Liczba	PUM	Wartość	Termin
Central Park Ursynów 1	5	333	2 016	ukończ.
Central Park Ursynów 2A	212	10 365	66 464	3Q17
Central Park Ursynów 2B	249	11 029	73 173	3Q17
Central Park Ursynów 3	225	9 902	62 628	2Q18
Central Park Ursynów 4	20	798	5 354	2Q19
Riviera Park 1	92	4 695	26 001	1Q18
Riviera Park 2	9	420	2 338	4Q18
Bemowo Residence	78	3 553	22 339	1Q18
Pozostałe	1	201	1 167	ukończ.
Razem	891	41 296	261 480	-

Źródło: Dane spółki

Średnia marża brutto na sprzedaży lokali mieszkalnych w 1H17 wyniosła 14% (m.in. 16% w CPU 1A oraz 22% w CPU 1B), podczas gdy na lokalach usługowych była równa 7%. Mimo dodatniej marży brutto na sprzedaży, działalność deweloperska ponosi na tyle duże koszty operacyjne, że przy takiej skali przekazania jak w 1H17, nie byłaby w stanie osiągnąć dodatniego wyniku EBIT, gdyby nie zysk spółek współkontrolowanych (projekty magazynowe) w kwocie 13,8 mln zł. Zysk na działalności operacyjnej wyniósł 3,3 mln zł, który po uwzględnieniu 10,5 mln zł kosztów finansowych przełożył się na stratę przed opodatkowaniem rządu 7,2 mln zł. Z uwagi na dodatni podatek dochodowy (+19,0 mln zł), działalność deweloperska wygenerowała 11,9 mln zł zysku netto.

Bilans

Suma aktywów części deweloperskiej na koniec 1H17 wyniosła 762,2 mln zł. Ich głównym składnikiem były zapasy (469,1 mln zł; 62%), pozostałe inwestycje długoterminowe (136,9 mln zł; 18%) oraz środki pieniężne (112,1 mln zł; 15%). W zapasach najistotniejszy udział (256,4 mln zł; 55%; 34% całości aktywów) miał kilkuetapowy projekt Central Park Ursynów. W skład pozostałych inwestycji długoterminowych wchodziły pożyczki udzielone (111,1 mln zł) oraz udziały we wspólnych przedsięwzięciach (25,7 mln zł).

Tabela: Zapasy przypisane do działalności deweloperskiej na koniec 1H17 (tys. zł)

Projekt	W prod.	Gotowe	Razem
Apartamenty Mokotów Park	0	2 749	2 749
Hill Park	18 842	2 725	21 567
Bielany Residence	0	610	610
Mikołajki	10 093	0	10 093
17 Stycznia	1 856	0	1 856
Zielona Italia	0	2 101	2 101
Central Park Ursynów	243 642	12 712	256 354
Riviera Park	50 672	0	50 672
Bemowo Residence	14 372	0	14 372
Modzelewskiego	11 001	0	11 001
Topiel	14 068	0	14 068
Grzybowska	64 820	0	64 820
Gdańsk Toruńska	10 261	0	10 261
Okrzei	6 500	0	6 500
Siedmiogrodzka	3	0	3
Razem	446 130	20 897	467 027

Źródło: Dane spółki

Tabela: Pożyczki udzielone na koniec 1H17 (tys. zł)

Pożyczki udzielone	Projekt	Wartość
Pożyczka Industrial Center 37 Sp. z o.o.	Konotopa	28 096
Pożyczka Robo Wash S.A.		2 158
Pożyczka PDC Industrial Center 60 Sp. z o.o.	Grodzisk Mazowiecki	37 149
Pożyczka PDC Industrial Center 63 Sp. z o.o.	Ruda Śląska	19 431
Pożyczka PDC Industrial Center 72 Sp. z o.o.	Skawina	24 296
Razem		111 130

Źródło: Dane spółki

Tabela: Udziały we wspólnych przedsięwzięciach na koniec 1H17 (tys. zł)

Udziały we wspólnych przedsięwzięciach	Projekt	Wartość
Industrial Center 37 Sp. z o.o.	Konotopa	13 947
PDC Industrial Center 60 Sp. z o.o.	Grodzisk Mazowiecki	6 031
PDC Industrial Center 63 Sp. z o.o.	Ruda Śląska	5 738
PDC Industrial Center 72 Sp. z o.o.	Skawina	0
Projekt 888 Sp. z o.o.		16
Razem		25 732

Źródło: Dane spółki

Pasywa części deweloperskiej na koniec 1H17 składały się w 59% z zobowiązań (449,1 mln zł) oraz w 41% z kapitałów własnych (313,2 mln zł). Największy udział w zobowiązaniach stanowiło zadłużenie finansowe, które na koniec czerwca 2017 r. wyniosło 207,7 mln zł (156,1 mln zł długoterminowe oraz 51,6 mln zł krótkoterminowe). Istotny udział stanowiły również przychody przyszłych okresów (otrzymane zaliczki), które wyniosły 187,3 mln zł i w całości wchodziły w skład zobowiązań krótkoterminowych. Warto jednak pamiętać, że przychody przyszłych okresów nie przyczynią się w przyszłości do wypływu środków ze spółki.

Tabela: Otrzymane zaliczki na koniec 1H17

Projekt	Wartość
Hill Park	324
Bemowo Residence	7 537
Central Park Ursynów	165 923
Riviera Park	13 513
Razem	187 297

Źródło: Dane spółki

Dług netto części deweloperskiej na koniec 1H17 wyniósł 95,5 mln zł, co odpowiada 31% kapitałów własnych i sugeruje niewielkie zadłużenie Marvipol Development. W kolejnych kwartałach na wzrost tego wskaźnika wpłyną przede wszystkim zakupy gruntów (dotychczas w 3Q17 spółka poinformowała o nabyciu nieruchomości na warszawskiej Woli za cenę 37,1 mln zł netto) oraz inwestycja w projekt magazynowy w pobliżu Łodzi (w 3Q17 spółka poinformowała o planowanym udzieleniu pożyczki w kwocie 5,5 mln EUR, tj. ok. 23,5 mln zł).

Sytuacja płynnościowa spółki również wygląda na bezpieczną, bowiem relacja środków pieniężnych do zobowiązań krótkoterminowych pomniejszonych o przychody przyszłych okresów (96,0 mln zł) na koniec 1H17 wyniosła 1,2x, a warto pamiętać, że w 3Q17 spółka dokonała emisji obligacji na kwotę 80,1 mln zł, co wzmacnia sytuację płynnościową spółki.

Spory sądowe

Toczy się postępowanie ugodowe zainicjowane przez Wspólnotę Mieszkaniową Bielany Residence związane z usunięciem wad i usterek inwestycji. Wartość przedmiotu sporu – odszkodowanie za wady – wynosi 15 mln zł. O zapłatę odszkodowania ubiega się również Wspólnota Mieszkaniowa Apartamenty Mokotów Park. Z tytułu rękojmi za wady fizyczne nieruchomości Wspólnota domaga się 11,9 mln zł.

Zarząd jednostki dominującej zajmuje jednakże stanowisko wobec obu podmiotów – wnosi o oddalenie powództwa w całości – uzasadniając je twierdzeniem, iż roszczenia są bezzasadne.

Dane pro-forma Marvipol Development

Tabela: Bilans wydzielanej działalności deweloperskiej (tys. zł)

	2016	1Q17	2Q17
Rzeczowe aktywa trwałe	6 479	6 713	6 196
Wartości niematerialne	445	1 055	345
Nieruchomości inwestycyjne	2 805	2 805	2 805
Pozostałe należności długoterminowe	44	67	67
Pozostałe inwestycje długoterminowe	95 595	100 820	136 862
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	9 118	5 822	8 517
Aktywa trwałe razem	114 486	117 282	154 792
Zapasy	338 983	414 213	469 057
Należności z tytułu podatku dochodowego	37	1 076	2
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	18 090	57 991	26 239
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	192 642	144 363	112 144
Aktywa obrotowe razem	549 752	617 643	607 442
Aktywa razem	664 238	734 925	762 234

Kapitał własny razem	341 302	345 188	313 170
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	31 877	68 045	59 859
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	383	485	555
Pozostałe zobowiązania	278	282	278
Rezerwa z tytułu podatku odroczonego	29 223	14 497	9 468
Zobowiązania z tytułu obligacji	113 018	108 700	95 648
Zobowiązania długoterminowe razem	174 779	192 009	165 808
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	0	15 247	19 039
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	197	222	263
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	2 652	23	68
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	48 482	38 512	42 265
Przychody przyszłych okresów	68 461	110 072	187 297
Rezerwy	0	2 000	2 000
Zobowiązania z tytułu obligacji	28 365	31 652	32 324
Zobowiązania krótkoterminowe razem	148 157	197 728	283 256
Pasywa razem	664 238	734 925	762 234

Dług brutto	173 840	224 351	207 688
Dług netto	-18 802	79 988	95 544
Dług netto / Kapitały własne	-0,06	0,23	0,31

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Tabela: Rachunek zysków i strat wydzielanej działalności deweloperskiej (tys. zł)

	2015	2016	1H17
Przychody ze sprzedaży	269 759	225 634	26 679
Pozostałe przychody operacyjne	5 331	21 316	1 636
Zysk ze sprzedaży środków trwałych (PT)	0	6 278	0
Przychody razem	275 090	253 228	28 315
Amortyzacja	-1 452	-1 632	-599
Zużycie materiałów i energii	-714	-1 336	-596
Usługi obce	-238 435	-193 445	-29 883
Koszty świadczeń pracowniczych	-2 687	-3 796	-1 816
Pozostałe koszty operacyjne	-25 188	-17 838	-7 649
Zyski z inwestycji	2 011	3 721	1 697
Udziały w zyskach spółek współkontrolowanych	3 407	8 438	13 836
Wynik na zbyciu jednostek zależnych	1 023	0	0
Zysk na działalności operacyjnej	13 055	47 340	3 305
Koszty finansowe	-9 546	-10 182	-10 459
Zysk przed opodatkowaniem	3 509	37 158	-7 154
Podatek dochodowy	-1 065	2 938	19 041
Zysk netto za rok obrotowy	2 444	40 096	11 887

Źródło: Dane spółki

Tabela: Rachunek przepływów pieniężnych działalności deweloperskiej (tys. zł)*

	2015	2016	1H17
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	101 673	51 187	-59 692
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-4 982	60 497	-29 540
Środki pieniężne netto z działalności finansowej	-19 833	-63 778	8 734
Przepływy pieniężne netto, razem	76 858	47 906	-80 498

*spółka nie publikuje bardziej szczegółowych informacji nt. przepływów pieniężnych dla Marvipol Development

Źródło: Dane spółki

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 07.09.2017

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**”), adres: Al. Jerozolimskie 134, 02-305 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS 0000347507, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o wpłaconym kapitale zakładowym w wysokości 815 591,49 PLN, adres e-mail: kontakt@michaelstrom.pl.

Raport nie stanowi sugestii jakiegokolwiek zachowania inwestycyjnego i nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej. Raport sporządzony został tylko i wyłącznie na podstawie publicznie dostępnych danych i nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie koniecznych do oceny jego sytuacji finansowej ani do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

W ocenie Domu Maklerskiego raport sporządzony został z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w raporcie.

Przed opublikowaniem raport został przekazany do Emitenta.

Raport:

- skierowany jest tak do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t.j.: Dz. U. 2013 r. Poz. 1422 z późn. zm.) i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
 - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t.j.: Dz.U. z 2016 r. poz. 380 z późn. zm.),
 - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego 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
 - porady inwestycyjnej
 - usługi doradztwa inwestycyjnego.

Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoby przygotowujące raport nie są zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoby przygotowujące raport i osoba blisko z nimi związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2015 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 poz. 94), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski nie pełnił funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.

- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora dla Emitenta.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu nie obowiązywała umowa między Domem Maklerskim lub podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- Dom Maklerski nie otrzymuje obecnie wynagrodzenia od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań, występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązanym a Emitentem.
- Na dzień sporządzenia raportu Domu Maklerskiego i Emitenta nie łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- Dom Maklerski oraz Emitent prowadzą rozmowy w sprawie zawarcia umowy o oferowanie instrumentów finansowych Emitenta przez Dom Maklerski.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitenta posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem.
- Autorzy raportu, jak również Dom Maklerski, nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że udziałowcy, członkowie organów lub pracownicy Domu Maklerskiego lub osoby z nimi powiązane posiadają takie instrumenty finansowe lub zamierzają je nabyć lub zamierzają je zbyć.

Dom Maklerski dąży do unikania konfliktów interesów ze swoimi Klientami oraz pomiędzy nimi, w szczególności poprzez regulacje wewnętrzne w tym „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Michael/Ström Dom Maklerski sp. z o.o.”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. www.michaelstrom.pl.

Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.

Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany lub w jakikolwiek sposób konsultowany z Komisją Nadzoru Finansowego.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl