

Marvipol Development S.A.

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Marvipol Development S.A („Spółka, „Emitent”) po wynikach za 2017 rok pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Wyniki Spółki znacząco uległy poprawie w 4Q2017 na co wpływ miało przekazania lokali w projektach CPU 2A i CPU 2B. W czwartym kwartale Spółka rozpoznała przychody ze sprzedaży w kwocie ok. 121 mln zł (61 mln zł przez 9M2017) z łącznie 371 przekazanych lokali (vs. 140 przez 9M2017, łącznie 511 w 2017 r.) z czego 366 lokali dotyczyło inwestycji CPU 2A i 2B. Zarząd Spółki szacuje, że w 2018 roku zostanie przekazanych co najmniej 50% więcej lokali niż w 2017 r.
- W przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań po założonych przez nas cenach Spółka powinna być w stanie wygenerować 716 mln zł gotówki (z uwzględnieniem nakładów, bez uwzględnienia podatku). Na koniec 4Q2017 822 lokale były sprzedane i nieprzekazane, 802 znajdowały się w ofercie, 313 było w budowie, a 1813 w banku ziemi. 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 musiałaby sprzedać ok. 77% niesprzedanych jeszcze mieszkań (przy założeniu, że ukończone zostałyby wszystkie potencjalne projekty Spółki).
- Dodatkowo szacujemy, że z projektów magazynowych Marvipol Development wygeneruje w ciągu dwóch lat ok. 282 mln zł (bez uwzględnienia podatku). Po uwzględnieniu potencjału do generowania gotówki części magazynowej, Spółka musiałaby sprzedać ok. 60% 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 w najbliższym czasie problemy z obsługą swojego zadłużenia. Relacja środków pieniężnych do zobowiązań krótkoterminowych pomniejszonych o przychody przyszłych okresów na koniec 4Q2017 wyniosła 3,1x. Z kolei wartość wskaźnika długu netto do kapitałów własnych na koniec 2017 r. wyniosła 0,28x (bez zmian kw/kw).
- Spółka w 2018 roku zamierza zwiększyć: (i) przekazania mieszkań (około 750 lokali rocznie vs. 511 w 2017 r.), (ii) poziom sprzedaży mieszkań (do 800-900 lokali w 2018 r. i docelowo 1000 w 2019 r., vs 756 w 2017 r.) oraz (iii) utrzymać nakłady na bank ziemi (130 mln zł). Dodatkowo, Marvipol Development zamierza osiągnąć 200 mln zł zaangażowania kapitałowego w inwestycje w magazyny (na koniec 4Q2017 r. było to ok. 100 mln zł, a na dzień publikacji raportu 192 mln zł). Spółka planuje przeprowadzić emisję obligacji w 1H2018 r. i w przypadku realizacji ww. planów, będziemy mieć do czynienia ze wzrostem wskaźników zadłużenia w najbliższych okresach.

PROFIL SPÓŁKI:

Deweloper realizujący projekty mieszkaniowe w Warszawie i Gdańsku oraz projekty magazynowe.

Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
R (0120)	40	n.d.
S (0819)	60	5,40%
T (0821)	80	5,31%
U (1120)	66	5,11%
Suma	246	

Istotne wydarzenia od ostatniego raportu Michael/Ström DM o Marvipol Development

Emitent dokonał zakupu dwóch nieruchomości o łącznej powierzchni 0,3 ha za kwotę 21,5 mln zł w Śródmieściu (Warszawa) w celu realizacji inwestycji mieszkaniowej premium zakładającej ok. 30 lokali.

Emitent zawarł umowę przedwstępną zakupu nieruchomości na Bielanach (Warszawa) za kwotę 9,2 mln zł w celu realizacji inwestycji mieszkaniowej. Transakcja przyrzeczona ma zostać zawarta we wrześniu 2019 r.

Emitent zawarł umowę przedwstępną zakupu nieruchomości w dzielnicy Ursus (Warszawa) za kwotę 35 mln zł w celu realizacji inwestycji mieszkaniowej. Transakcja przyrzeczona ma zostać zawarta najpóźniej w maju 2022 r.

Spółka podpisała umowę z Panattoni Group ws. realizacji projektu magazynowego o GLA 10 tys. m² w okolicach Warszawy i w tym celu udzieliła spółce współkontrolowanej realizującej projekt pożyczkę w kwocie 2,5 mln EUR.

Spółka podpisała umowę z Panattoni Group ws. realizacji projektu magazynowego o GLA 72 tys. m² w Województwie zachodniopomorskim i w tym celu udzieliła spółce współkontrolowanej realizującej projekt pożyczkę w kwocie 8,8 mln EUR.

Spółka podpisała umowę z Panattoni Group ws. realizacji projektu magazynowego o GLA 41 tys. m² Warsaw South pod Warszawą i w tym celu udzieliła spółce współkontrolowanej realizującej projekt pożyczkę w kwocie 6,4 mln EUR.

Projekty mieszkaniowe

W 4Q2017 roku Spółka sprzedała 193 lokale, a łącznie w 2017 roku 765, co w porównaniu z 627 lokalami sprzedanymi w 2016 roku oznacza 22% wzrost. Celem emitenta jest dwucyfrowy wzrost sprzedaży (w ujęciu procentowym) w 2018 r. przy zachowaniu 20% marży brutto na sprzedaży. Na koniec 2017 roku Spółka miała w ofercie 802 lokale (z czego najwięcej w CPU 4 – 274 sztuki), a całkowity potencjał sprzedażowy Emitenta szacujemy na ponad 2900 lokali. Wg stanu na koniec 4Q2017 Spółka miała 822 lokale sprzedane, ale nieprzekazane. Zakładając zapowiadany przez Emitenta poziom sprzedaży ok. 900 lokali w 2018 r. i 1000 lokali w następnych latach Spółka ma zapewniony pipeline inwestycji do końca 2020 r. Pod koniec grudnia 2017 r. do oferty wprowadzono 193 apartamenty w projekcie Unique Tower przy ul. Grzybowskiej w Warszawie (lokale w kondygnacjach 2-10), z których sprzedano do daty publikacji raportu 32 lokale przy średniej cenie 15,9 tys. zł m², a w marcu 2018 roku wprowadzono 239 lokale w trzecim etapie projektu Riviera Park (ukończenie inwestycji planowane jest na przełom 2019/2020).

W 4Q2017 roku przekazano 371 lokali, a w całym 2017 roku 511 lokali. Najwięcej lokali w 2017 roku przekazano w CPU 2B, którego budowa została ukończona w 4Q2017. Przekazanie 245 lokali w CPU 2B wygenerowało 78 mln zł przychodów przy marży brutto ze sprzedaży na poziomie 23,5%. Z kolei w CPU 2A, który oddano w 3Q2017 w 2017 roku przekazano 214 lokali co wygenerowało 73 mln zł przy marży brutto ze sprzedaży na poziomie 20%. Dla tych dwóch zakończonych projektów pozostało sprzedanych i nieprzekazanych jeszcze 40 lokali o szacowanej wartości 17 mln PLN, a w ofercie wciąż znajdują się 54 lokale o łącznej powierzchni 5,4 tys. m². Ponadto w 1Q2018 zakończono budowę projektu Bemowo Residence. Liczba lokali w projekcie wynosi 104 o łącznej wielkości PUM 4,8 tys. m², z czego na koniec 4Q2017 sprzedano 101 lokali o wartości 31,5 mln zł.

Spółka zapowiedziała, że w 2018 r. planuje przekazać min. 750 lokali (50% wzrost r/r). Cel ten wydaje się realistyczny do spełnienia. Na trzeci i czwarty kwartał 2018 r. Spółka planuje ukończenie 2 projektów: CPU 3 – 374 lokale i Riviera Park 1 – 191,; łącznie 565 lokali o powierzchni 27,3 tys. m² PUM; w których łącznie do końca 4Q2017 zostało sprzedanych 482 lokale (85%) o łącznej wartości 149 mln zł. Spółka może osiągnąć założony cel i przekazać łącznie 762 lokale. Stałoby się

tak, gdyby Spółka sprzedała i przekazała wszystkie lokale z inwestycji CPU 1, CPU 2, CPU 3, Bemowo Residence i Riviera Park 1. Przy realizowanych dotychczas cenach sprzedaży i poziomie marży brutto oznaczałoby to przychód rzędu 268 mln zł i zysk brutto na sprzedaży ok. 57 mln zł.

Tabela: Pipeline projektów wg stanu na 31.12.2017 r.

Projekt	Projekt	Data zakończenia inwestycji	Łącznie lokale	Łącznie PUM (tys m2)	Lokale sprzedane i nieprzekazane	Lokale niesprzedane
OFERTA	CPU 1,2	budowa zakończona	1447	76	40	53
	Inne gotowe lokale	budowa zakończona	8	1	1	7
	CPU 3	3Q18	374	18	338	36
	CPU 4	3Q19	405	21	131	274
	Riviera Park 1	3Q18	191	9	144	47
	Riviera Park 2	1Q19	212	10	67	145
	Bemowo Residence	1Q18	104	5	101	3
	Cascade Residence (Modzelewskiego)	3Q19	44	4		44
	Unique Tower (Grzybowska)	3Q20	506	24		506
RAZEM OFERTA			3291	168	822	1115
BANK ZIEMI	CPU 5	1Q20	231	12		231
	CPU 6	2Q20	92	5		92
	Riviera Park 3	4Q19	241	12		241
	Riviera Park 4	2Q20	290	14		290
	Topiel (Powiśle)	3Q19	54	5		54
	Okrzei (Stara Praga)	2Q20	85	5		85
	Siedmiogrodzka (Wola)	3Q20	217	13		217
	Gdańsk Toruńska	2Q20	124	5		124
	Powiśle II	3Q20	31	3		31
	Okęcie (17 Stycznia)	3Q20	68	4		68
	Gdańsk Chmielna	2Q20	350	12		350
	Warszawa Śródmieście	bd	30	bd		30
	RAZEM BANK ZIEM			1 813	89	
RAZEM POTENCJAŁ			5 104	257	822	2 928

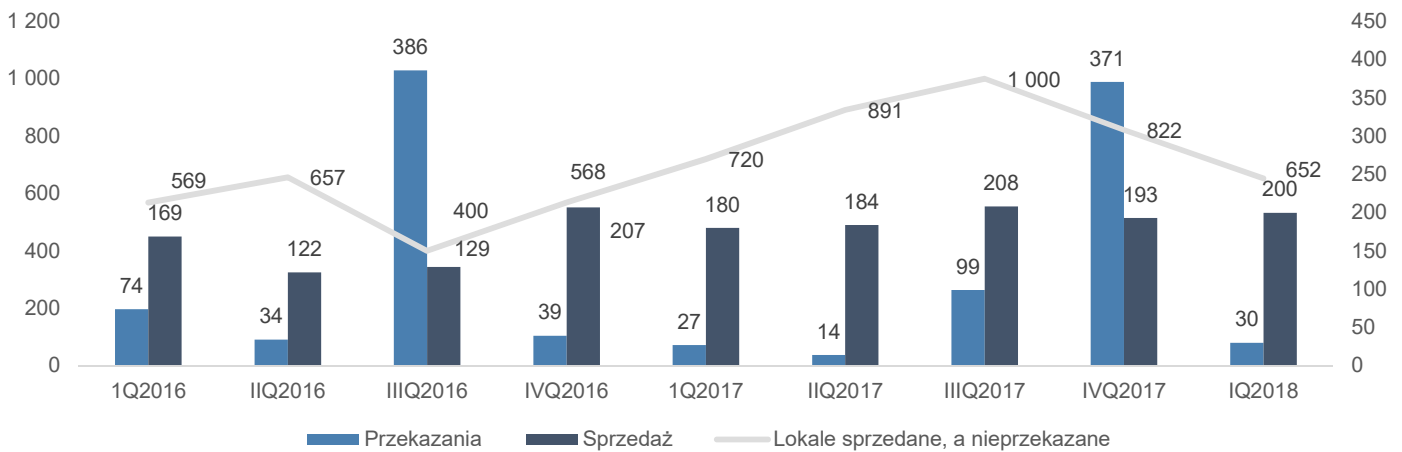
W komunikacie z 5 kwietnia 2018 r. Spółka poinformowała, że w 1Q2018 r. sprzedała 200 lokali i przekazała 30 (z czego 29 dotyczy projektów CPU 2A i CPU 2B).

W 4Q2017 Spółka nabyła grunt na ul. Chmielnej (Wyspa Spichrzów) w Gdańsku pod budowę 350 lokali o powierzchni 12 tys. m² PUM. Średni metraż lokalu ma wynieść 34 m². W 2017 roku Marvipol przeznaczył 130 mln zł na zakupy gruntów pod projekty mieszkaniowe, co implikuje koszt zakupu gruntu przy ul. Chmielnej na ok. 13 mln zł oraz 1,1 tys. zł / m² w porównaniu do 2,0 tys. zł / m² na ul. Toruńskiej (przy Wyspie Spichrzów). W czasie prezentacji wyników za 2017 rok Emitent zasugerował, że w 2018 roku planuje przeznaczyć podobną kwotę około 130 mln zł na rozwój banku ziemi, z czego już w styczniu zrealizował 21,5 mln zł dokonując zakupu dwóch nieruchomości w Śródmieściu (Warszawa), na których planuje realizację inwestycji o standardzie premium na ok. 30 lokali. Ponadto w styczniu 2018 roku Spółka zawarła umowę przedwstępną zakupu nieruchomości w dzielnicy Bielany (Warszawa) na kwotę 9,2 mln zł – zawarcie umowy przyrzeczonej nabycia gruntów ma nastąpić we wrześniu 2019 r; oraz w kwietniu 2018 roku Spółka zawarła umowę przedwstępną zakupu nieruchomości w dzielnicy Ursus (Warszawa) na kwotę 35 mln zł – zawarcie umowy przyrzeczonej nabycia gruntów ma nastąpić do 31 maja 2022 r.

Spółka wraz z inwestycją Unique Tower (ul. Grzybowska – Warszawa) wchodzi w nowy dla siebie segment sprzedaży mieszkań na wynajem. Lokale są sprzedawane inwestorom ze stałą i gwarantowaną 7 proc. roczną stopą zwrotu. Umowa obowiązywać będzie przez 10 lat, z możliwością jej przedłużenia na kolejne 10 lat. W tym czasie Spółka gwarantuje inwestorowi wynajem lokalu. Emitent w 2Q2018 utworzył spółkę zależną, która jest operatorem kompleksu. Wg stanu na koniec 1Q2018 Spółka wprowadziła do oferty ok. 30% mieszkań z całej inwestycji (193/506) – dolne kondygnacje o najniższej cenie za m² i sprzedała 32 mieszkania za średnią cenę 13,9 tys. zł/ m² netto. Spółka rozważa zagospodarowanie projektu na Wyspie Spichrzów w Gdańsku pod inwestycję na wynajem.

Spółka poszukuje nowych rynków działalności poza warszawskim, dlatego w 2017 r. zakupiła dwie nieruchomości w Gdańsku, na których mają powstać 474 lokale o łącznym PUM 16,8 tys. m². Spółka w czasie konferencji przyznała, że zdecydowała się na kierunek trójmiejski ze względu na dynamicznie rosnące ceny mieszkań, które zaczynają dorównywać warszawskim; oraz dobrze rozwinięty sektor turystyczny i rozwój sektora biznesowego w Trójmieście.

Wykres: Historyczna sprzedaż i przekazania



Źródło: Dane spółki

Projekty magazynowe

Projekty magazynowe księgowo ujmowane są metodą praw własności. Pomimo, że Spółka posiada we wszystkich Spółkach zależnych ponad 50% udziałów to sprawuje nad nimi współkontrolę – projekty są realizowane we współpracy z Panattoni Group.

W 3Q2017 został sprzedany pierwszy projekt magazynowy Konotopa, w którego Marvipol zainwestował 26 mln zł i na którym wygenerował 17 mln zł zysku (IRR ok. 25%) w nieco ponad 2 lata. Emitent zakłada podobny czas realizacji pozostałych projektów magazynowych.

W 4Q2017 nastąpiły postępy komercjalizacji projektów, a ich poziom wynosi odpowiednio: 100% - okolice Łodzi (100% na 3Q2017), 87% - Aglomeracja Śląska (78% na 3Q2017), 78% - Grodzisk Mazowiecki (78% na 3Q2017), 46% - okolice Krakowa (36% na 3Q2017), 60% - rejon Warszawy (0% na 3Q2017), 30% - Woj. zachodniopomorskie (projekt rozpoczęty w 4Q2017). W 4Q2017 roku zakończono budowę projektu w okolicach Krakowa, a w 1Q2018 projektów w okolicach Łodzi oraz w Grodzisku Mazowieckim. W 1Q2018 rozpoczęto realizację projektu w Aglomeracji Warszawskiej.

Zgodnie z prezentacją inwestorską zaangażowanie kapitałowe Emitenta w projekty magazynowe na 28.03.2018 r. wynosiło 158,2 mln PLN (wobec ok. 100 mln zł na koniec trzeciego i czwartego kwartału 2017 r.) co obejmowało pożyczki które

Emitent udzielił w 1Q2018 spółkom zależnym realizującym projekt magazynu w Aglomeracji Warszawskiej na kwotę 2,5 mln EUR i projekt magazynowy w Woj. zachodniopomorskim na kwotę 8,8 mln EUR. Powyższa kwota nie zawierała niewypłaconej jeszcze części pożyczki w kwocie ok. 8 mln zł na realizację projektu w okolicach Łodzi (łącznie zaangażowanie w ten projekt to 23,5 mln zł). W czasie konferencji Spółka sygnalizowała, że docelowo chciałaby mieć zaangażowane ok. 200 mln zł (+ wypracowywane zyski z tej działalności) w projekty magazynowe.

12 kwietnia 2018 r. Spółka wydała komunikat o udzieleniu pożyczki w kwocie 6,4 mln EUR jednostce współkontrolowanej w celu realizacji inwestycji Warsaw South o GLA 41 tys. m² realizowanego jak wszystkie poprzednie w partnerstwie z Panattoni Group (udział Marvipolu w jednostce współkontrolowanej wynosi 68%). Nowy projekt implikuje łączne bieżące zaangażowanie kapitałowe na poziomie ok. 192 mln zł, które jest bliskie poziomowi docelowemu. Można zatem zakładać, że zanim nie nastąpi rotacja i sprzedaże obecnie realizowanych inwestycji Spółka nie będzie rozpoczynała nowych projektów magazynowych.

W czasie prezentacji wyników Spółka zapowiedziała, że jeszcze w 1H2018 roku planuje dokonać sprzedaży dwóch projektów magazynowych – Grodzisk Mazowiecki i Łódź.

Wykres: Realizowane projekty magazynowe Spółki wg stanu na datę publikacji raportu

Projekt	Udział Spółki	Udzielone pożyczki (mln zł)	GLA (tys. m ²)	Data zakończenia budowy	Zaawansowanie budowy	Zaawansowanie komercjalizacji	Kredyty budowlane (mln zł)*
Grodzisk Mazowiecki	58%	37	70	1Q2018	100%	78%	113
Aglomeracja Śląska	68%	19	35	3Q2017	100%	87%	55
Okolice Krakowa	68%	20	35	4Q2017	100%	46%	62
Okolice Łodzi	58%	24	51	1Q2018	100%	100%	72
Rejon Warszawy	68%	23	44	3Q2018	60%	67%	72
Aglomeracja Warszawska	68%	10	10	4Q2018	1%	0%	0
Warsaw South	68%	26	41	bd	1%	0%	0
Woj. zachodniopomorskie	68%	34	72	2Q2019	1%	30%	0
Razem		192	358				452

*kredyty udzielone w EUR przeliczone wg kursu 4,2 PLN/EUR. Na datę publikacji raportu nie było jeszcze informacji o zaciągnięciu kredytów przez spółki realizujące projekty: Aglomeracja Warszawska, Warsaw South i w Woj. Zachodniopomorskim.

Z naszych analiz wynika, że pomimo równomiernego podziału udziału w zyskach pomiędzy Emitentem i Panattoni Group (58-68% w zależności od inwestycji) udział zaangażowania Spółki w inwestycjach magazynowych jest wyższy niż udział Panattani Group. Zgodnie z raportami bieżącymi Emitenta spółki zależne w celu finansowania budowy projektów magazynowych zaciągają kredyty bankowe, które pokrywają do 75% całkowitych kosztów projektów. Przy takim założeniu oszacowany przez nas udział zaangażowania Marvipolu wynosi ponad 90%.

Analiza bilansu

Aktywa

Głównymi składnikami aktywów trwałych Emitenta są: (i) długoterminowe aktywa finansowe, które w 98% dotyczą pożyczek udzielonych jednostkom współkontrolowanym realizującym projekty magazynowe (kwota należności z tyt. udzielonych pożyczek wynosiła 127 mln zł wg stanu na koniec 4Q2017 r.); oraz (ii) udziały w jednostkach ujmowanych metodą praw własności. Aktywa trwałe w 4Q2017 uległy zwiększeniu o 34 mln zł w porównaniu do 3Q2017, głównie za sprawą inwestycji magazynowej w rejonie Warszawy realizowanej w Joint Venture z Panattoni Group. Emitent udzielił spółce zależnej realizującej projekt podwarszawski pożyczki na kwotę 23 mln zł. Wartość udziałów we wspólnych

przedsięwzięciach magazynowych przypadających na Spółkę wynosi 34 mln zł, co oznacza wzrost w porównaniu do 3Q2017 o 8 mln zł. Prezentowane w sprawozdaniu finansowym wartości udziałów w jednostkach współkontrolowanych stanowią wartość aktywów netto tych jednostek (proporcjonalnie do udziału Emitenta w przedsięwzięciu).

W 4Q2017 spadło saldo nieruchomości inwestycyjnych, ponieważ Marvipol dokonał sprzedaży gruntu w Mikołajkach o wartości księgowej 2,8 mln zł. Wg informacji ze sprawozdania finansowego grunt został sprzedany za 9 mln zł, a Spółka rozpoznała z tego tytułu 6,2 mln zł zysku w pozostałych przychodach operacyjnych. Spółka wskazuje, że zdarzenie to miało charakter jednorazowy i nie planuje sprzedaży gruntów w najbliższej przyszłości.

Aktywa obrotowe w 4Q2017 zmalały o 8,5 mln zł na co złożyły się spadek zapasów (-50 mln zł) i należności z tyt. dostaw i usług (-13 mln zł); skompensowane przez wzrost środków pieniężnych (+55 mln zł do 228 mln zł, z czego 37 mln zł znajdowało się na rachunkach powierniczych). Spadek zapasów wynikał bezpośrednio z przekazania mieszkań w 4Q2017. Wzrost salda gotówki wynikał m.in. z emisji obligacji serii U o wartości nominalnej 66 mln zł. Źródła te przyczyniły się do zmniejszenia salda zobowiązań z tytułu dostaw i usług.

Tabela: Aktywa Marvipol Development (tys. zł)

	2016	3Q2017	2017	zmiana kw/kw	zmiana r/r
Wartości niematerialne	445	265	982	717	537
Rzeczowe aktywa trwałe	6 479	6 127	5 831	-296	-648
Prawa wieczystego użytkowania gruntów	0	0	0	0	0
Nieruchomości inwestycyjne	2 805	562	562	0	-2 243
Aktywa klasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży	0	2 805	0	-2 805	0
Długoterminowe aktywa finansowe	83 741	101 787	129 886	28 099	46 145
Udziały w jednostkach ujmowanych metodą praw własności	11 898	26 132	34 164	8 032	22 266
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	9 118	7 219	7 570	351	-1 548
Aktywa trwałe razem	114 486	144 897	178 995	34 098	64 509
Zapasy	344 882	522 849	472 665	-50 184	127 783
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	40 932	26 519	13 397	-13 122	-27 535
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty, w tym:	192 642	173 563	228 376	54 813	35 734
Aktywa obrotowe razem	578 456	722 931	714 438	-8 493	135 982
Aktywa razem	692 942	867 828	893 433	25 605	200 491

Źródło: Dane Spółki

Pasywa

W 4Q2017 miała miejsce emisja obligacji serii U na 66 mln zł z trzyletnim terminem wykupu, która służyła sfinansowaniu rozwoju segmentu mieszkaniowego. Zobowiązania wg stanu na koniec 4Q2017 spadły o 6 mln zł w porównaniu do 3Q2017 na co złożyły się głównie spadek przychodów przyszłych okresów o 76 mln zł spowodowany przekazaniem 371 mieszkań; skompensowany wspomnianą powyżej emisją obligacji.

Na koniec 4Q2017 dług brutto wyniósł 331 mln zł, co przy saldzie gotówki 228 mln zł przekłada się na dług netto w wysokości 103 mln zł (+13 mln zł kw/kw). Wartość wskaźnika dług netto/kapitały własne wyniosła 0,28 (bez zmian vs 3Q2017). W 1Q2018 i na początku 2Q2018 r. Spółka udzieliła kolejnych pożyczek jednostkom realizującym projekty magazynowe na łączną kwotę ok. 74 mln zł i równolegle przekazała 30 mieszkań o wartości 13 mln zł co spowodowało *ceteris paribus* wzrost długu netto do 164 mln zł i wskaźnika dług netto/kapitały własne do 0,43. Dodatkowo Spółka zapowiedziała kolejną emisję obligacji w 2018 r. i posiada niewykorzystane limity kredytowe w kwocie 83 mln zł.

Tabela: Zadłużenie Spółki z tytułu kredytów i pożyczek oraz obligacji wg stanu na 31.12.2017 r. (mln zł)

Seria	Wartość	Stopa bazowa	Marża	Wykup	Kredytodawca	Kwota przyznana	Kwota zadłużenia	Zapadalność
R*	4	WIBOR 3M	b.d.	16.01.2018	mBank	17	4	30.11.2018
R*	12	WIBOR 3M	b.d.	16.01.2019	mBank	15	3	28.02.2020
R*	24	WIBOR 3M	b.d.	16.01.2020	BOŚ Bank	58	15	31.12.2018
S	60	WIBOR 6M	3,60%	03.08.2019	BOŚ Bank	47	46	31.01.2020
T**	12	WIBOR 6M	3,50%	04.08.2020	Industrial Center 37***	17	14	14.08.2018
T**	12	WIBOR 6M	3,50%	04.02.2021				
T**	56	WIBOR 6M	3,50%	04.08.2021				
U	66	WIBOR 6M	3,30%	13.11.2020				
RAZEM	246					154	68	

** Serie o łącznych wartościach odpowiednio 40 i 80,08 mln zł; amortyzowane

*** Pożyczka od jednostki zależnej udzielona w kwocie 4 mln EUR przeliczona wg kursu 4,1709 PLN/EUR na 31.12.2017

Sytuację płynnościową Spółki w ciągu najbliższych 12 miesięcy oceniamy jako bezpieczną. Relacja środków pieniężnych do zobowiązań krótkoterminowych pomniejszonych o przychody przyszłych okresów na koniec 4Q2017 wyniosła 3,1x vs. 3,2x na koniec 3Q2017.

Tabela: Pasywa Marvipol Development (tys. zł)

	2016	3Q2017	2017	zmiana kw/kw	zmiana r/r
Kapitał własny razem	347 200	345 188	366 029	20 841	18 829
Rezerwy długoterminowe	0	0	1 809	1 809	1 809
Rezerwa z tytułu podatku odroczonego	29 223	7 991	10 971	2 980	-18 252
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	31 877	67 880	48 966	-18 914	17 089
Zobowiązania z tytułu obligacji	113 018	175 235	239 986	64 751	126 968
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	383	505	451	-54	68
Pozostałe zobowiązania	278	99	309	210	31
Zobowiązania długoterminowe razem	174 779	251 710	302 492	50 782	127 713
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	0	19 039	33 787	14 748	33 787
Zobowiązania z tytułu obligacji	28 365	5 255	7 755	2 500	-20 610
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	197	263	250	-13	53
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	2 653	113	32	-81	-2 621
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	71 287	27 777	31 397	3 620	-39 890
Przychody przyszłych okresów	68 461	227 712	151 691	-76 021	83 230
Rezerwy	0	2 000	0	-2 000	0
Zobowiązania krótkoterminowe razem	170 963	282 159	224 912	-57 247	53 949
Pasywa razem	692 942	879 057	893 433	14 376	200 491
Dług brutto	173 840	268 177	331 195	63 018	157 355
Dług netto	-18 802	94 614	102 819	8 205	121 621
Dług netto / Kapitały własne	-0,05	0,28	0,28	0,00	0,34

Źródło: Dane spółki

Potencjał do generowania gotówki

Tabela poniżej przedstawia analizę wrażliwości oczekiwanych przepływów pieniężnych netto na: (i) ceny mieszkań realizowane przez Spółkę w przyszłości (scenariusz bazowy stanowią ceny realizowane dotychczasowo na inwestycjach i nasze założenia dla inwestycji, dla których nie było jeszcze sprzedaży) na wszystkich lokalach, które na koniec 2017 roku nie były sprzedane, oraz (ii) liczbę sprzedanych w przyszłości lokali (vs. oferta + pipeline inwestycji). Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 4Q2017 zostaną w 100% przekazane klientom po zakładanych przez nas cenach.

Tabela: Analiza wrażliwości oczekiwanych przepływów pieniężnych z tyt. działalności mieszkaniowej (mln zł)

mln zł	Realizowane ceny vs. założenia				
	90%	95%	100%	105%	110%
100%	547	631	716	801	885
95%	470	551	631	712	792
90%	394	470	547	623	699
85%	318	390	462	534	606
80%	242	310	377	445	513
75%	166	229	293	356	420
70%	89	149	208	267	327
65%	13	68	123	178	233
60%	-63	-12	39	89	140
55%	-139	-93	-46	1	47
50%	-215	-173	-131	-88	-46

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 716 mln zł gotówki (po uwzględnieniu nakładów, bez uwzględniania podatku). Oszacowany przez nas wcześniej obecny poziom długu netto wyniósł 164 mln zł, a zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe kształtowały się na poziomie 31 mln zł. Zakładając, że co roku Spółka będzie ponosiła 30 mln zł kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu oraz nie będzie wypłacała dywidendy (w czasie prezentacji wyników Spółka zapowiedziała, że nie planuje wypłaty dywidendy przez najbliższe 2-3 lata), to w perspektywie 4 lat przybliżone roczne wydatki Spółki (bez uwzględniania zakupów nowych gruntów) wyniosą 120 mln zł, co z ww. długiem netto oraz zobowiązaniami sumuje się do 315 mln zł. Przy założeniu, że Spółka wybudowałaby wszystkie mieszkania, to w perspektywie 4 lat w przypadku sprzedaży ok. 77% niesprzedanych jeszcze mieszkań, powinna być w stanie wygenerować środki pieniężne wystarczające do spłaty swoich zobowiązań i opłacenia kosztów.

Zakładając, że projekty magazynowe będą sprzedawane z zyskiem 25% IRR oraz dwuletnim terminem inwestycji (z wyjątkiem Łodzi, dla którego zakładamy roczny czas trwania inwestycji), to z projektów, wobec których Spółka posiada obecnie zaangażowanie o wartości 192 mln zł powinna uzyskać przepływ gotówkowy (bez uwzględniania podatków) rzędu 282 mln zł w okresie dwóch lat. Należy jednak jeszcze uwzględnić fakt, że Spółka nie wypłaciła części pożyczki na projekt w okolicach Łodzi (8 mln zł) co wpłynie na pomniejszenie środków pieniężnych i wzrost długu netto. Z uwzględnieniem powyższych przepływów, wystarczyłoby, aby Spółka sprzedała ok. 60% z potencjału sprzedażowego, aby spłacić wszystkie zobowiązania i pokryć koszty.

Kowenanty

Na wszystkich notowanych seriach obligacji ustanowione są kowenanty uprawniające obligatariuszy do żądania przedterminowego wykupu. Seria U ograniczona jest na poziomie stosunku zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 1,0x a pozostałe serie na poziomie 1,3x. Ponadto Emitent nie może wypłacić dywidendy w wysokości przekraczającej 50% skonsolidowanego zysku netto. Biorąc pod uwagę wartość kapitałów własnych oraz zadłużenia netto na koniec 4Q2017 Marvipol posiada przestrzeń do zaciągnięcia 262 mln zł dodatkowego długu zanim naruszy kowenant dług netto/kapitały na serii U (zgodnie z zaświadczeniem o zgodności z dnia 31.03.2018 r. wskaźnik na poziomie 0,29x wobec kowenantu 1,0x).

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 07.05.2018

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski S.A.** 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 0000712428, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o kapitale zakładowym w wysokości 815 591,49 PLN w całości opłacony, 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 zarówno 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 (Dz. U. z 2017 r. poz. 1219 t. j. 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 (Dz.U. z 2017 r. poz. 459 t. j. 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 osoby blisko z nimi związane, o których mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 t. j. z późn. zm.), nie pełnią funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmują stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.
- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.
- 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.
- Dom Maklerski otrzymuje obecnie wynagrodzenie od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.

- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- 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.
- Dom Maklerski nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązany a Emitentem.
- Autorzy raportu ani Dom Maklerski nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów, pracownicy Domu Maklerskiego lub osoby z nimi powiązane posiadają takie instrumenty finansowe lub zamierzają je nabyć.

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 S. A. Michael / Ström Dom Maklerski S. A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego 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