

Marvipol Development S.A.

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Marvipol Development S.A. („Spółka, „Emitent”) po wynikach za 2Q18 rok pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- W 1H18 Spółka rozpoznała przychody ze sprzedaży w kwocie ok. 68 mln zł z łącznie 166 przekazanych lokali (vs. 41 w 1H17, łącznie 511 w 2017 r.) z czego 103 lokale dotyczyły inwestycji Bemowo Residence. Zarząd Spółki szacuje, że w całym 2018 r. zostanie przekazanych około 750 mieszkań, czyli 50% więcej lokali niż w 2017 r.
- W przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań w ofercie i banku ziemi po założonych przez nas cenach Spółka powinna być w stanie wygenerować 813 mln zł gotówki (z uwzględnieniem nakładów, bez uwzględnienia podatku). Na koniec 2Q18 1089 lokali były sprzedanych i nieprzekazanych, 969 znajdowało się w ofercie, a 2354 w banku ziemi. Zakładając spłatę wszystkich zobowiązań i ponoszenie kosztów operacyjnych rzędu 30 mln zł rocznie w perspektywie 4 lat (wówczas zapadają ostatnie wyemitowane obligacje), Marvipol Development musiałby sprzedać ok. 63% 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. 278 mln zł (bez uwzględnienia podatku). Po uwzględnieniu potencjału do generowania gotówki części magazynowej, Spółka musiałaby sprzedać ok. 50% 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 2Q18 wyniosła 3,3x. Z kolei wartość wskaźnika długu netto do kapitałów własnych na koniec 1H18 wyniosła 0,31x (wzrost o 0,03 w porównaniu do YE17).
- 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 2Q18 r. było to ok. 164 mln zł, a na dzień publikacji raportu kredytowego ok. 206 mln zł).

PROFIL SPÓŁKI:

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

Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
R (0120)	40	n.d.
S (0819)	60	5,39%
T (0821)	80	5,29%
U (1120)	66	5,09%
W (0622)	40	6,15%
Suma	246	

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

Emitent dokonał sprzedaży projektu magazynowego w Grodzisku Mazowieckim realizując 11 mln zysku netto na tej inwestycji.

Zarząd Emitenta uchwalił program emisji obligacji do kwoty 250 mln zł, a także dokonał emisji obligacji serii W o wartości nominalnej wynoszącej 40 mln zł.

Emitent zawarł umowę zakupu nieruchomości w dzielnicy Praga Północ za kwotę 10,8 mln zł w celu realizacji inwestycji deweloperskiej.

Emitent zawarł umowę zakupu nieruchomości w Kołobrzegu za kwotę 25 mln zł w celu realizacji inwestycji deweloperskiej.

Emitent zawarł ze spółką z grupy British Automotive Gdańsk przedwstępną umowę zakupu nieruchomości w Gdańsku (Grunwaldzka) za kwotę 11 mln zł w celu realizacji inwestycji deweloperskiej.

Spółka podpisała umowę z Panattoni Group ws. realizacji projektu magazynowego o GLA 14 tys. m² w okolicach Warszawy i w tym celu udzieliła spółce wspólnie kontrolowanej realizującej projekt pożyczkę w kwocie 4 mln EUR.

Spółka podpisała umowę z Panattoni Group ws. realizacji projektu magazynowego o GLA 8 tys. m² w Pruszkowie i w tym celu udzieliła spółce wspólnie kontrolowanej realizującej projekt pożyczkę w kwocie 5,3 mln EUR.

Spółka podpisała umowy franczyzowe z Inercontinental Hotels Group, na podstawie, których apartotel, który powstanie na nieruchomości w Gdańsku (Grunwaldzka) będzie działał w ramach dwóch sieci: Holiday Inn Express oraz Staybridge Suites.

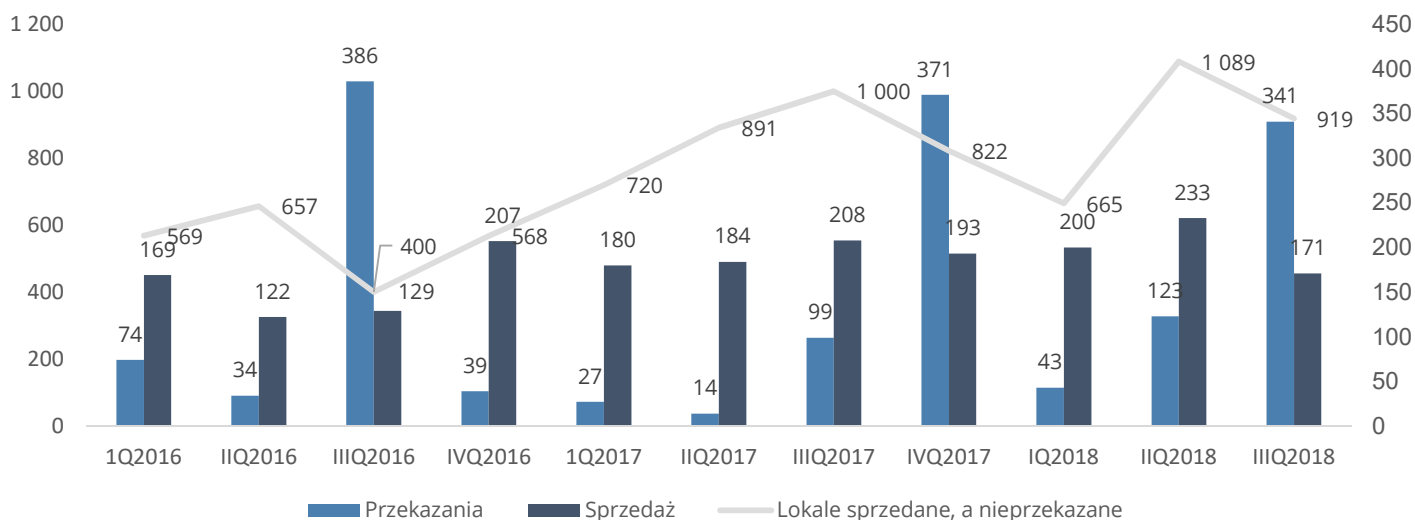
Projekty mieszkaniowe

W 2Q18 roku Spółka sprzedała 233 lokale, a łącznie w 1H18 roku 433, co w porównaniu z 364 lokalami sprzedanymi w 1H17 roku oznacza 19% wzrost. Celem emitenta jest dwucyfrowy wzrost sprzedaży (w ujęciu procentowym) w 2018 r. przy zachowaniu ponad 20% marży brutto na sprzedaży. Na koniec 2Q18 roku Spółka miała w ofercie 969 lokali (z czego najwięcej w CPU 5,6 – 276 sztuk), a całkowity potencjał sprzedażowy Emitenta szacujemy na ponad 3300 lokali. Wg stanu na koniec 2Q18 Spółka miała 1089 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 2021 r. W 2018 r. rozpoczęto budowę i komercjalizację czterech inwestycji w Warszawie: projektów Topiel No 18 (46 lokali) i Dom przy Okrzei (87 lokali), piątego etapu Central Park Ursynów (405 lokali) oraz trzeciego etapu Riviera Park (239 lokali).

W 2Q18 roku przekazano 123 lokale, a łącznie w 1H18 roku 166 lokali. Najwięcej lokali w 2018 roku przekazano w Bemowo Residence, którego budowa została ukończona w 1Q18. Przekazanie 103 lokali w Bemowo Residence wygenerowało 32 mln zł przychodów przy marży brutto ze sprzedaży na poziomie 25%. Ponadto przekazano 60 lokali w CPU 1,2 co wygenerowało 33 mln zł przy marży brutto ze sprzedaży na poziomie 27%. Bemowo Residence zostało już w całości wyprzedane, a w CPU 1,2 pozostało sprzedanych i nieprzekazanych jeszcze 10 lokali o szacowanej wartości 6,3 mln PLN, a w ofercie wciąż znajduje się 12 lokali o łącznej powierzchni 2,6 tys. m².

Spółka zapowiedziała, że w 2018 r. planuje przekazać ok. 750 lokali (50% wzrost r/r). Cel ten wydaje się realistyczny do spełnienia. Spółka zakończyła w 2Q18 budowę 2 projektów: CPU 3 – 374 lokale i Riviera Park 1 – 191 lokali; łącznie 565 lokali o powierzchni 27,3 tys. m² PUM, w których do końca 2Q18 zostało sprzedanych i nieprzekazanych 554 lokali (98%) o łącznej wartości 172 mln zł. Spółka może osiągnąć założony cel i przekazać łącznie 764 lokale. Stałoby się tak, gdyby Spółka sprzedała i przekazała wszystkie lokale z inwestycji CPU 1, CPU 2, CPU 3 i Riviera Park 1. Przy realizowanych dotychczas cenach sprzedaży i poziomie marży brutto oznaczałoby to przychód rzędu 31 mln zł i zysk brutto na sprzedaży ok. 8,5 mln zł (ponad wartość mieszkań sprzedanych, ale nieprzekazanych).

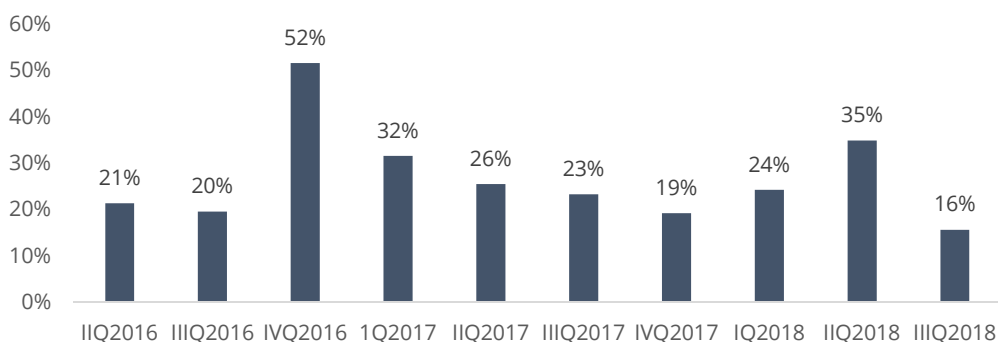
Wykres: Historyczna sprzedaż i przekazania



Źródło: Dane spółki

Zgodnie z raportem bieżącym Spółki z dnia 05.10.2018 r. Spółka sprzedała w 3Q18 171 mieszkań (-18% w porównaniu do 3Q17), czyli narastająco od początku roku 604 mieszkań (+5% r/r); oraz przekazała 341 mieszkań (z czego 176 w Riviera Park 1 i 162 w CPU 2 i CPU 3), a narastająco od początku roku 507 mieszkań, co oznacza wzrost o 244% w porównaniu z 3Q17 i 262% r/r. Wartość sprzedanych w 3Q mieszkań wyniosła 75,1 mln zł, a wartość przekazanych 107,2 mln zł.

Wykres: Sprzedaż mieszkań jako procent oferty



Pomimo realizacji celów sprzedażowych i celu przekazania na ten rok, wynik sprzedażowy w 3Q18 potwierdza zachodzące tendencje na całym rynku mieszkaniowym mówiące o jego wyhamowywaniu. Na powyższym wykresie zaprezentowano sprzedaż mieszkań jako procent oferty dewelopera na początek kwartału i wyraźnie widać, że sprzedaż względem oferty w 3Q18 była najniższa od ponad dwóch lat.

Tabela: Pipeline projektów wg stanu na 30.06.2018 r.

Projekt	Projekt	Data zakończenia inwestycji	Łącznie lokale	Łącznie PUM	Lokale sprzedane i nieprzekazane	Lokale niesprzedane	m2/lokal
OFERTA	CPU 1,2	budowa zakończona	1447	76	10	23	52
	CPU 3	budowa zakończona	374	18	364	10	48
	CPU 4	3Q19	405	21	249	156	52
	CPU 5,6	2Q20	322	12	46	276	37
	Riviera Park 1	budowa zakończona	191	9	180	11	48
	Riviera Park 2	1Q19	212	10	152	60	49
	Riviera Park 3	4Q19	239	12	19	220	52
	Bemowo Residence	budowa zakończona	104	5	1	0	46
	Cascade Residence (Modzelewskiego)	3Q19	44	4	4	40	82
	Unique Tower (Grzybowska)*	3Q20	506	24	58	128	48
	Topiel No 18	3Q19	46	5	6	40	106
	Inne gotowe lokale	budowa zakończona	5	1	0	5	160
	RAZEM OFERTA			3895	197	1089	969
BANK ZIEMI	Riviera Park 4	2Q20	290	14	0	290	49
	Dom przy Okrzei	2Q20	87	5	0	85	52
	Siedmiogrodzka (Wola)	3Q20	217	13	0	217	60
	Gdańsk Toruńska*	2Q20	124	5	0	124	39
	Gdańsk Chmielna	2Q20	350	12	0	350	34
	Gdańsk Grunwaldzka*	4Q20	350	12	0	350	34
	Powisłe II	3Q20	31	3	0	31	103
	Okęcie (17 Stycznia)	3Q20	68	3	0	68	50
	Praga Północ	4Q21	70	4	0	70	50
	Kołobrzeg	3Q21	184	7	0	70	39
	Bielany 1	4Q21	198	10	0	70	50
	Bielany 2	2Q22	105	6	0	70	57
	Ursus	4Q22	280	14	0	70	50
RAZEM BANK ZIEMI			2 354	108	0	1 865	46
RAZEM			6 249	305	1 089	2 834	49

*aparthotele

Zgodnie z raportem bieżącym Spółki z dnia 5.10.2018 r. Spółka sprzedała w 3Q18 171 mieszkań i przekazała 341 (z czego 176 w Riviera Park 1 i 162 w CPU 2 i CPU 3)

W czasie prezentacji wyników za 2017 rok Emitent zasugerował, że w 2018 roku planuje przeznaczyć podobną jak w poprzednim roku kwotę około 130 mln zł na rozwój banku ziemi, z czego zrealizował już 56,5 mln zł. Spółka dokonała zakupu: nieruchomości w Śródmieściu (Warszawa) za 21,5 mln zł, na których planuje realizację inwestycji o standardzie premium na ok. 30 lokali, nieruchomości w Kołobrzegu za 25 mln zł, gdzie będzie realizowany projekt hotelowy; oraz w Gdańsku na kwotę 11 mln zł (grunt zakupiony od spółki powiązanej, z grupy British Automotive Gdańsk – również inwestycja hotelowa). Dodatkowo Spółka podpisała umowy przedwstępne zakupu gruntów w dzielnicy Ursus (Warszawa) na kwotę 35 mln zł, oraz w dzielnicy Bielany (Warszawa) na kwotę 9,2 mln zł, co razem z zakupionymi gruntami sumuje się do kwoty 101 mln zł.

Aparthotele

Spółka wraz z inwestycją Unique Tower (ul. Grzybowska – Warszawa) weszła w nowy dla siebie segment sprzedaży mieszkań na wynajem. Lokale są sprzedawane, a następnie wynajmowane od nabywców, oferując 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 2Q18 utworzył spółkę zależną, która podpisuje umowy najmu lokali. Wg stanu na koniec 2Q18 Spółka wprowadziła do oferty ok. 30% mieszkań z całej inwestycji (193/506) – dolne kondygnacje i sprzedała 58 mieszkania za średnią cenę 18,3 tys. zł/ m2 netto.

Według naszej analizy – przy dotychczasowym poziomie cen sprzedaży – Spółka może osiągnąć nawet ok. 40% marżę na sprzedaży projektu. Z kolei, aby pokryć przyszłe zobowiązania z tyt. gwarantowanej stopy najmu średnie obłożenie powinno być nie niższe niż 60% zakładając cenę lokalu za noc na poziomie 300 zł.

Ponadto Spółka poinformowała o podpisaniu umowy franczyzowej z Intercontinental Hotels Group, dzięki czemu aparthotel, który powstanie w Gdańsku przy alei Grunwaldzkiej będzie działał w ramach sieci Holiday Inn Express oraz Staybridge Suites. Ponadto Spółka poinformowała w prasie, że grunty w Kołobrzegu i przy ul. Toruńskiej w Gdańsku są również przeznaczone pod realizację inwestycji aparthotelowych. Tym samym Spółka będzie posiadać 4 projekty, gdzie będzie sprzedawać mieszkania na wynajem.

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 w formule *Joint Venture* we współpracy z Panattoni Group.

W 2Q18 został sprzedany drugi w historii Spółki projekt magazynowy w okolicach Warszawy (sprzedaż udziałów w spółce realizującej projekt magazynowy), w którego Marvipol zainwestował 37 mln zł i na którym wygenerował 11,2 mln zł zysku (IRR 17,1%) w niecałe ponad 2 lata. Emitent zakłada podobny czas realizacji pozostałych projektów magazynowych. Sprzedaż pierwszego projektu Konotopa (sprzedaż zorganizowanej części przedsiębiorstwa) w 3Q17 wygenerowała 16,8 mln zł zysku przy inwestycji 26 mln zł (IRR 25,4%).

W 1H18 nastąpiły postępy komercjalizacji projektów, a ich poziom wynosi odpowiednio: 100% - okolice Łodzi (100% na YE17), 85% - Aglomeracja Śląska (87% na YE17), 74% - okolice Krakowa (46% na YE17), 100% - rejon Warszawy (60% na YE17), 45% - Woj. zachodniopomorskie (30% na YE17). W 1Q18 zakończono budowę projektów w okolicach Łodzi oraz w Grodzisku Mazowieckim, a w 2Q18 projektu Warszawa-Konotopa II. W 1Q18 rozpoczęto realizację projektu w Aglomeracji Warszawskiej, a w 2Q18 projektów Warszawa II i w Pruszkowie.

Zgodnie z prezentacją inwestorską zaangażowanie kapitałowe Emitenta w projekty magazynowe na 24.08.2018 r. wynosiło 184 mln PLN (wobec ok. 158 mln zł na koniec 1Q18 i 124 mln zł na koniec 4Q17), co obejmowało pożyczki które Emitent udzielił od wydania ostatniego raportu spółkom zależnym realizującym projekt magazynu Warszawa II (4 mln EUR) i Pruszków (5,3 mln EUR). W czasie konferencji Spółka sygnalizowała, że docelowo chciałyby mieć zaangażowane ok. 200 mln zł (+ wypracowywane zyski z tej działalności) w projekty magazynowe. Bieżące zaangażowanie kapitałowe na poziomie ok. 206 mln zł jest bliskie poziomowi docelowemu, więc można zakładać, że zanim nie nastąpi rotacja i sprzedaże obecnie realizowanych inwestycji nie będzie rozpoczynała nowych inwestycji.

W czasie prezentacji wyników za poprzedni rok Spółka zapowiedziała, że w 2018 roku planuje dokonać sprzedaży dwóch projektów magazynowych – na moment publikacji niniejszego raportu został sprzedany projekt w okolicy Grodziska Mazowieckiego i Spółka prowadzi rozmowy z potencjalnymi nabywcami kolejnego projektu.

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

Projekt	Status	Udział Marvipolu	Zaangażowanie kapitałowe*	GLA (tys. m2)	Data zakończenia budowy	Zaawansowanie budowy	Zaawansowanie komercjalizacji	Przyznany limit kredytu budowlanego
Konotopa	sprzedany	58%	26	48	2Q16	100%	100%	Bd
Grodzisk Mazowiecki	sprzedany	58%	37	69	1Q18	100%	100%	115
Aglomeracja Śląska	wybudowany	68%	18	35	3Q17	100%	85%	57
Okolice Krakowa	wybudowany	68%	21	35	4Q17	100%	74%	64
Okolice Łodzi	wybudowany	58%	24	50	1Q18	100%	100%	74
Warszawa-Konotopa II	wybudowany	68%	27	42	2Q18	100%	83%	74
Warszawa I	w budowie	68%	11	10	1Q19	10%	0%	29
Warsaw South	w budowie	68%	28	38	1Q19	20%	47%	108
Okolice Szczecina	w budowie	68%	38	72	1Q19	40%	45%	83
Warszawa II	w budowie	68%	17	14	2Q19	5%	50%	36
Pruszków	w budowie	68%	23	8	2Q19	5%	100%	0
Razem			206	304				525

* Wg prezentacji inwestorskiej z dnia 11.09.2018 r. zaangażowanie kapitałowe na dzień 24.08.2018 r. (dzień publikacji sprawozdania finansowego za 1H18) wyniosło 184 mln zł, ale nie uwzględniało to jeszcze pożyczki udzielonej spółce realizującej projekt w Pruszkowie. założony kurs EUR/PLN = 4,3

Z naszych analiz wynika, że pomimo podziału udziału w zyskach pomiędzy Emitentem i Panattoni Group zgodnie z posiadanymi udziałami, czyli 58-68% w zależności od inwestycji, udział zaangażowania kapitałowego Spółki w inwestycjach magazynowych jest wyższy niż udział Panattoni Group. Warto zauważyć, że projekty realizowane przez spółki JV nie są finansowane wpłatą kapitału (kapitał zakładowy spółek JV jest minimalny), ale pożyczkami od udziałowców przeznaczonymi głównie na zakup ziemi i kredytami bankowymi przeznaczonymi na budowę magazynu. 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 w porównaniu do zaangażowania Panattoni Group w projekty magazynowe w postaci pożyczek wynosi ponad 90%.

Warto również zauważyć, że kredyty budowlane przyznane spółkom joint venture o łącznej kwocie ok. 525 mln zł nie widnieją w skonsolidowanym sprawozdaniu Emitenta. Jest to jednak finansowanie typu *project finance* zabezpieczone na realizowanej inwestycji magazynowej, co mityguje ryzyko z punktu widzenia obligatariuszy.

Analiza bilansu

Aktywa

Spółka osiągnęła sumę aktywów wynoszącą blisko 1 mld zł, a dokładniej 997 mln zł wg stanu na koniec 2Q18. Głównymi składnikami aktywów trwałych Emitenta są: (i) długoterminowe aktywa finansowe, które w 98% dotyczą pożyczek udzielonych jednostkom spółk kontrolowanym realizującym projekty magazynowe (kwota należności z tyt. udzielonych pożyczek wynosiła 169,5 mln zł wg stanu na koniec 2Q18); oraz (ii) udziały w jednostkach ujmowanych metodą praw własności. Aktywa trwałe na koniec 2Q18 uległy zwiększeniu o 25,2 mln zł w porównaniu do YE17, głównie za sprawą nowych inwestycji magazynowych realizowanych w Joint Venture z Panattoni Group. Wartość udziałów we wspólnych przedsięwzięciach magazynowych przypadających na Spółkę wynosi 18,4 mln zł, co oznacza spadek w porównaniu do YE17 o blisko 16 mln zł, co związane jest ze sprzedaż projektu w Grodzisku Mazowieckim. Prezentowane w sprawozdaniu finansowym wartości udziałów w jednostkach spółk kontrolowanych stanowią wartość aktywów netto tych jednostek (proporcjonalnie do udziału Emitenta w przedsięwzięciu).

Aktywa obrotowe w 1H18 wzrosły o 78,3 mln zł co w całości było związane ze wzrostem zapasów (+78,9 mln zł) i nieznacznie zmitygowane spadkiem należności z tyt. dostaw i usług (-1,3 mln zł). Środki pieniężne na rachunkach pozostały na podobnym poziomie (+0,8 mln zł do 229 mln zł, z czego 28 mln zł znajdowało się na rachunkach powierniczych). Wzrost zapasów wynikał bezpośrednio z realizacji inwestycji mieszkaniowych i stosunkowo niskiej ilości przekazania – większej ilości przekazania spodziewamy się w 4Q18. Saldo gotówki pozostało na niezmiennym poziomie pomimo emisji obligacji serii W (40 mln zł); spłaty pożyczki przez spółkę realizującą projekt magazynowy w Grodzisku Mazowieckim (37 mln zł) oraz wypracowanego zysku EBITDA ok. 15 mln zł. Spółka dokonała jednak zakupu gruntów za 21,5 mln zł, spłaciła część obligacji serii R (4 mln zł) oraz udzieliła pożyczek spółkom zależnym realizującym projekty magazynowe na łącznie ok. 75 mln zł.

Tabela: Aktywa Marvipol Development (tys. zł)

	HY2017	YE2017	HY2018	zmiana HY/YE	zmiana y/y
Wartości niematerialne	345	982	819	-163	474
Rzeczowe aktywa trwałe	6 196	5 831	5 406	-425	-790
Prawa wieczystego użytkowania gruntów	0	0	0	0	0
Nieruchomości inwestycyjne	2 805	562	562	0	-2 243
Długoterminowe aktywa finansowe	111 197	129 886	170 512	40 626	59 315
Udziały w jednostkach ujmowanych metodą praw własności	25 734	34 164	18 387	-15 777	-7 347
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	8 517	7 570	8 518	948	1
Aktywa trwałe razem	154 794	178 995	204 204	25 209	49 410
Zapasy	469 057	472 665	551 531	78 866	82 474
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	34 420	13 397	12 093	-1 304	-22 327
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty, w tym:	112 144	228 376	229 134	758	116 990
<i>środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysponowania</i>	<i>35 352</i>	<i>37 203</i>	<i>28 008</i>	<i>-9 195</i>	<i>-7 344</i>
Aktywa obrotowe razem	615 621	714 438	792 758	78 320	177 137
Aktywa klasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży	17 736	0	0		
Aktywa razem	770 415	893 433	996 962	103 529	226 547

Źródło: Dane Spółki

Pasywa

W 2Q18 miała miejsce emisja obligacji serii W na 40 mln zł z trzyletnim terminem wykupu, która służyła sfinansowaniu rozwoju segmentu mieszkaniowego. Zobowiązania wg stanu na koniec 2Q18 wzrosły o 82 mln zł w porównaniu do YE17 na co złożyły się głównie wzrost zobowiązań z tyt. obligacji (+36 mln zł) oraz przychodów przyszłych okresów o 42 mln zł spowodowany wzrostem liczby mieszkań sprzedanych, ale nieprzekazanych. Równoległe o 16 mln zł zmniejszyły się kredyty i pożyczki.

Na koniec 2Q18 dług brutto wyniósł 350 mln zł, co przy saldzie gotówki 229 mln zł przekłada się na dług netto w wysokości 121 mln zł (+18 mln zł w porównaniu do YE17). Wartość wskaźnika dług netto/kapitały własne wyniosła 0,31 (+0,03 w porównaniu do YE17). W 3Q18 r. Spółka udzieliła kolejnych pożyczek jednostkom realizującym projekty magazynowe na łączną kwotę ok. 40 mln zł i równoległe przekazała 341 mieszkań o wartości 107,2 mln zł co, przy założeniu poniesienia w tym okresie kwartalnych kosztów w wysokości 7,5 mln zł, spowodowało *ceteris paribus* spadek długu netto do 61,5 mln zł i wskaźnika dług netto/kapitały własne do 0,16. Dodatkowo Spółka posiada niewykorzystane limity kredytowe w kwocie 68 mln zł.

Tabela: Zadłużenie Spółki z tytułu kredytów i pożyczek oraz obligacji wg stanu na 30.06.2018 r. (mln zł)

Seria	Wartość (mln zł)	Stopa bazowa	Marża	Wykup	Rodzaj zadłużenia	Kwota przyznana	Kwota zadłużenia	Zapadalność
R*	12	WIBOR 3M	b.d.	16.01.2019	mBank	17	4	30.11.2018
R*	24	WIBOR 3M	b.d.	16.01.2020	mBank	15	3	28.02.2020
S	60	WIBOR 6M	3,60%	03.08.2019	BOŚ	58	15	31.12.2018
T**	12,012	WIBOR 6M	3,50%	04.08.2020	BOŚ	47	46	31.01.2020
T**	12	WIBOR 6M	3,50%	04.02.2021	Industrial Center 37	17	14	14.08.2018
T**	56	WIBOR 6M	3,50%	04.08.2021				
U	66	WIBOR 6M	3,30%	13.11.2020				
W***	12	WIBOR 6M	3,90%	27.06.2020				
W***	12	WIBOR 6M	3,90%	27.06.2021				
W***	16	WIBOR 6M	3,90%	27.06.2022				
RAZEM	282					154	82	

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

Sytuację płynnościową Spółki w ciągu najbliższych 12 miesięcy oceniamy jako bezpieczną. Relacja środków pieniężnych do zobowiązań krótkoterminowych pomniejszonych o przychody przyszłych okresów na koniec 2Q18 wzrosła do 3,3x vs. 3,1x na koniec YE2017.

Tabela: Pasywa Marvipol Development (tys. zł)

	HY2017	YE2017	HY2018	zmiana HY/YE	zmiana y/y
Kapitał własny razem	339 087	366 029	387 928	21 899	48 841
Rezerwy długoterminowe	2 000	1 809	1 809	0	-191
Rezerwa z tytułu podatku odroczonego	9 468	10 971	8 449	-2 522	-1 019
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	59 859	48 966	66 340	17 374	6 481
Zobowiązania z tytułu obligacji	95 648	239 986	267 779	27 793	172 131
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	555	451	363	-88	-192
Pozostałe zobowiązania	278	309	1 202	893	924
Zobowiązania długoterminowe razem	167 808	302 492	345 942	43 450	178 134
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	19 039	33 787	0	-33 787	-19 039
Zobowiązania z tytułu obligacji	32 324	7 755	15 786	8 031	-16 538
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	263	250	137	-113	-126
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	68	32	2 160	2 128	2 092
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	42 265	31 397	51 075	19 678	8 810
Przychody przyszłych okresów	187 297	151 691	193 934	42 243	6 637
Rezerwy	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe razem	281 256	224 912	263 092	38 180	-18 164
Pasywa razem	788 151	893 433	996 962	103 529	208 811
Dług brutto	207 688	331 195	350 405	19 210	142 717
Dług netto	95 544	102 819	121 271	18 452	25 727
Dług netto / Kapitały własne	0,28	0,28	0,31	0,03	0,03

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 2Q18 nie były sprzedane, oraz (ii) liczbę sprzedanych w przyszłości lokali (vs. oferta + pipeline inwestycji). Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 2Q18 zostaną w 100% przekazane klientom po zakładanych przez nas cenach.

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

		Realizowane ceny vs. założenia				
Mln zł		90%	95%	100%	105%	110%
sprzedaż lokali vs potencjał	100%	680	763	845	927	1009
	95%	606	685	763	841	919
	90%	532	606	680	754	828
	85%	458	528	598	668	738
	80%	384	450	516	582	647
	75%	310	372	434	495	557
	70%	236	294	351	409	466
	65%	162	216	269	323	376
	60%	88	137	187	236	285
	55%	14	59	104	150	195
	50%	-60	-19	22	63	104

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 812 mln zł gotówki (po uwzględnieniu nakładów, bez uwzględniania podatku) – nie biorąc pod uwagę projektów, dla których zostały podpisane jedynie umowy przedwstępne zakupu gruntów (Bielany I, Bielany II, Ursus). Obecny oszacowany przez nas poziom długu netto wynosi 61,5 mln zł, a zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe kształtują się na poziomie 51 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 232,5 mln zł. Przy założeniu, że Spółka wybudowałaby wszystkie mieszkania, to w perspektywie 4 lat w przypadku sprzedaży ok. 63% 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 17% 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 206 mln zł powinna uzyskać przepływ gotówkowy (bez uwzględniania podatków) rzędu 278 mln zł w okresie dwóch lat. Z uwzględnieniem powyższych przepływów, wystarczyłoby, aby Spółka sprzedała ok. 50% 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. Serie U i W ograniczone są 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 2Q18 Marvipol posiada przestrzeń do zaciągnięcia 267 mln zł dodatkowego długu zanim naruszy kowenant dług netto/kapitały na seriach U i W (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: 11.10.2018

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 881 591,49 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 (t. j. Dz. U. z 2017 r. poz. 1219 ze 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 2018 r. poz.1025 ze 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, z którymi łączą ich więzy pokrewieństwa wskazane w art. 2 pkt 3a Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 uzupełniającego 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 z dnia 25 kwietnia 2016 r. (Dz. Urz. UE. L 2017 nr 87, str. 1), nie pełnią funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmują stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.
- Dom Maklerski 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 powiązaniem 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 S.A.”, 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