

## i2 Development

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową i2 Development S.A. (spółka) po wynikach za 3Q17 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Na koniec 3Q17 spółka posiadała w ofercie 295 lokali własnych, natomiast liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych wyniosła 870. Ostatni z obecnie realizowanych projektów ma zostać ukończony w 3Q19. Ze względu na dominującą w spółce formę płatności 10%/90% przekazania lokali mają istotny wpływ nie tylko na przychody, ale również na generowane przepływy pieniężne.
- Łącznie z bankiem ziemi, oraz projektami komercyjnymi i sprzedanym w całości projektem Księcia Witolda spółka posiada potencjał do przekazania ponad 3 000 lokali w najbliższych latach, z których jest w stanie wygenerować 461 mln zł netto (po nakładach na ukończenie) według naszych szacunków. Z naszych szacunków wynika, że w wyniku przekazania już sprzedanych mieszkań spółka uzyska 228 mln zł netto wobec zadłużenia netto na koniec 3Q17 na poziomie 117 mln zł.
- Dług netto na koniec 3Q17 implikował wskaźnik długu netto do kapitałów własnych na poziomie 0,57x wobec kowenantu na obligacjach na poziomie 0,70x. Przed naruszeniem kowenantów spółka posiada przestrzeń do zwiększenia zadłużenia o 28 mln zł. Skorygowany stosunek długu netto do kapitałów własnych wyniósł 0,52x.
- Spółka posiada 4 serie obligacji stanowiące 48% zadłużenia, czyli 65 mln zł. 35 mln zł (A, B i D) zapada w 2019 r., 30 mln zł (C) w 2020 r. Przed zapadalnością obligacji spółka będzie uwalniać gotówkę z realizacji projektów – do końca 2018 r. spółka ma ukończyć projekty mieszkaniowe na łącznie 1014 lokali, z czego 748 zostało już sprzedanych, oraz jeden projekt komercyjny na 1 000 mkw GLA.
- Spółka w 2017 r. po raz pierwszy wypłaciła dywidendę w wysokości 18 mln zł i deklaruje politykę wypłacania 50% jednostkowego zysku netto. Po 9M17 spółka raportowała 13,5 mln zł straty netto na poziomie skonsolidowanym i 35,4 mln zł zysku na poziomie jednostkowym.
- Po dacie bilansowej spółka nabyła grunt za 25 mln zł (łącznie wydatki na grunty nierozliczone do końca 3Q17 szacujemy na 45 mln zł), oraz dokonała sprzedaży projektu Księcia Witolda za 40 mln zł – spółka będzie realizowała projekt jako generalny wykonawca.

## PROFIL SPÓŁKI:

Deweloper mieszkaniowy i komercyjny prowadzący działalność głównie we Wrocławiu.

## Outstanding obligacji:

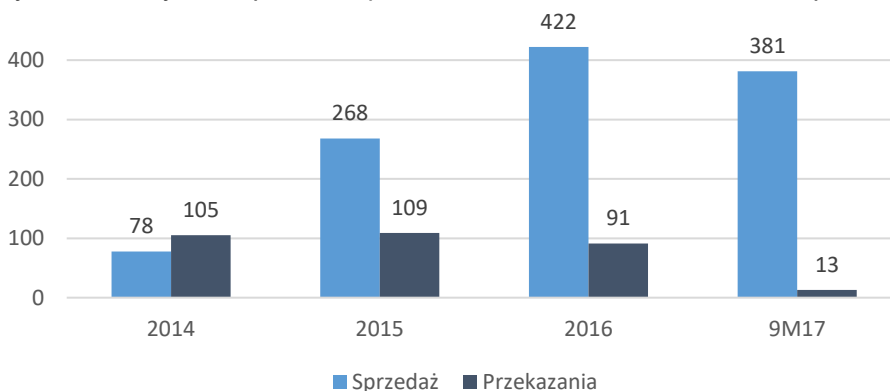
Seria	m zł	YTM
A	10	n.d.
B (I2D0719)	15	6,87%
C	30	n.d.
D (I2D1019)	10	6,92%
<b>Suma</b>	<b>65</b>	

## Opis spółki

Grupa Kapitałowa i2 Development S.A. jest deweloperem mieszkaniowym działającym na polskim rynku od 2012 r. Dotychczas jedynym rynkiem, na którym aktywny był deweloper był Wrocław. W 2017 r. spółka zakupiła grunt pod niewielki projekt na terenie Hiszpanii. Akcje spółki notowane są na rynku GPW od 2016 r., natomiast obligacje zadebiutowały na Catalyst w kwietniu 2017 r. Do tej pory spółka zrealizowała 14 projektów we Wrocławiu na łącznie 569 lokali.

Deweloper specjalizuje się w niewielkich projektach, często aranżujących istniejące budynki w centrum Wrocławia. Flagowym projektem spółki jest Bulwar Staromiejski we Wrocławiu, w ramach którego powstaje 14 budynków na terenie Starego Miasta, w większości odrestaurowanych zabytków. W 4Q17 spółka ma rozpocząć swój pierwszy projekt poza Wrocławiem – na gruncie na Teneryfie w Hiszpanii ma powstać 6 trzykondygnacyjnych domów. Na koniec 3Q17 w ofercie spółki znajdowało się 410 lokali, z czego 115 w projektach realizowanych przez podmioty powiązane z głównymi akcjonariuszami. Zgodnie z planami spółki wraz z wyprzedają obecných projektów w ofercie spółki znajdować się będą jedynie projekty własne. Na koniec 3Q17 r. spółka była w trakcie realizacji 14 projektów – w tym 9 należących do kompleksu Bulwaru Staromiejskiego. W trakcie trzech kwartałów 2017 r. spółka przekazała lokatorom 13 lokali. Spółka planuje dalszy rozwój głównie na rynku wrocławskim. Inwestycje na rynkach zagranicznych oraz w pozostałych miastach Polski mogą pojawiać się w portfelu spółki w miarę pojawiania się atrakcyjnych okazji inwestycyjnych.

Wykres: Historyczna sprzedaż i przekazania lokali w ofercie i2 Development\*



\* zestawienie nie uwzględnia lokali w projektach należących do akcjonariuszy, a sprzedawanych przez spółkę  
Źródło: Dane spółki

Grupa i2 Development posiada kompetencje architektoniczne poprzez biuro Chamielec Architekci, oraz generalnego wykonawcy poprzez Korfantowskie Przedsiębiorstwo Budowlane. Obydwa podmioty są w 100% zależne od GK. Usługi świadczone przez te podmioty na rzecz podmiotów trzecich wykazywane są w przychodach z działalności budowlanej i pozostałej. Spółka nie poszukuje aktywnie zleceń w tych segmentach, a dotychczasowe wyniki generowane były jedynie na projektach podmiotów powiązanych z głównym akcjonariuszem, dla których spółka świadczy usługi budowlane oraz prowadzi sprzedaż mieszkań. W trakcie 4Q17 spółka dokonała sprzedaży projektu Księcia Witolda wraz z zawarciem umowy na wykonanie projektu. Wraz z ukończeniem ostatniego projektu głównego akcjonariusza, którego ukończenie planowane jest na 4Q18, oraz projektu Księcia Witolda przychody poza działalnością deweloperską powinny przestać być wykazywane przez spółkę, gdyż wykonywane będą jedynie w ramach własnych projektów.

Na obecną sytuację bilansową spółki istotny wpływ miała transakcja konsolidacji grupy kapitałowej, która nastąpiła bezpośrednio przed IPO spółki w 2015 r. W wyniku wniesienia aportem aktywów do grupy z podmiotów należących bezpośrednio do znaczących akcjonariuszy zarówno podniesiono kapitały własne grupy, jak i rozpoznano wartość firmy w wysokości 51 mln zł.

W trakcie aportu dokonano rewaluacji projektów, które znajdowały się w posiadaniu podmiotów wnoszonych aportem. Podwyższenie wartości projektów do wartości godziwej w trakcie aportu powoduje, że raportowane księgowo marże na tych projektach będą istotnie niższe od marży ekonomicznych. W ramach transakcji dokonano rewaluacji 7 projektów, w tym wieloetapowego Bulwaru Staromiejskiego. W tabeli poniżej przedstawiamy rozbieżność w marżach według oczekiwań spółki. W uproszczeniu można powiedzieć, że transakcja pozwoliła spółce rozpoznać w kapitałach własnych część zysków do poniesienia w przyszłości, przez co księgowane zyski na tych projektach będą niższe – ale bez wpływu na przepływy pieniężne. Tabela nie przedstawia wszystkich etapów włączanych aportem, a jedynie te, co do których rozbieżności w marżach były komunikowane przez spółkę. Wśród tych projektów znajdują się pozostałe etapy Bulwaru Staromiejskiego, oraz projekt Wielka 27.

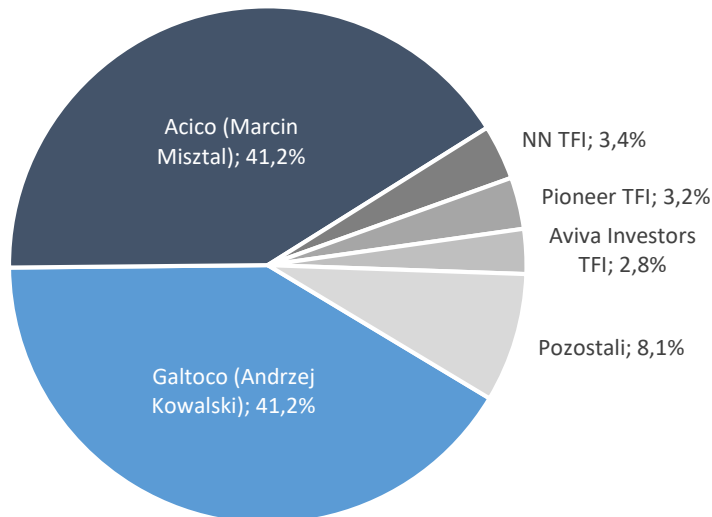
Projekt	Marża ekonomiczna	Marża księgowa
Ogrody Jordanowskie	40%	21%
Przy Ptasiej	36%	11%
Zodiak III	41%	30%
Piękna 58	31%	24%
<b>Bulwar Staromiejski</b>		
Lofty przy fosie	66%	39%
Między Basztami	26%	19%
Przy Arsenale	56%	48%
Dom z herbem	39%	13%
Przy przystani	59%	26%
The Place	64%	57%

Źródło: Dane spółki

Dokonanie aportu miało istotny wpływ na kształt bilansu spółki i do tej pory rzutuje i będzie rzutować na wartość wskaźników dłużnych tego dewelopera. Głębszą analizę wskaźnikową prezentujemy w dziale Analiza Finansowa. Zwracamy jednak uwagę, że o ile transakcja ma negatywny wpływ na generowane zyski w przyszłych okresach sprawozdawczych, o tyle pozostaje bez wpływu na generowane przepływy pieniężne, które są najistotniejsze z perspektywy obligatariuszy.

Głównymi akcjonariuszami i2 Development są panowie Marcin Misztal i Andrzej Kowalski posiadający po 41,2% akcji spółki pośrednio poprzez spółki prawa cypryjskiego Acico Investments Ltd. i Galtoco Investments Ltd. Panowie są jednocześnie założycielami spółki i pełnią funkcje odpowiednio prezesa i wiceprezesa i2 Development S.A. Spółka współpracuje z podmiotami należącymi do głównych akcjonariuszy – realizuje na ich zlecenie usługi budowlane oraz prowadzi sprzedaż projektów. Na koniec 3Q17 28% oferty spółki stanowiły projekty należące do spółek powiązanych z głównymi akcjonariuszami. W bilansie spółki widnieją ponadto pożyczki od i do tych podmiotów, których salda na koniec 3Q17 wyniosły odpowiednio 35,4 mln zł i 4,2 mln zł.

Wykres: Struktura akcjonariatu i2 Development na dzień 30 czerwca 2017 r.



Źródło: Dane spółki, sprawozdania półroczne funduszy

## Analiza Finansowa

### 1. Bilans

Na koniec września 2017 r. suma bilansowa spółki wynosiła 412 mln zł i była wyższa o 6,5 mln zł względem końca 2Q17 i o 43,7 mln zł względem końca 2016 r. Główną przyczyną wzrostu sumy bilansowej w trakcie 9M17 były 3 emisje obligacji przeprowadzone w pierwszym półroczu 2017 r. na 55 mln zł łącznie. Po stronie aktywów główną pozycję stanowiły zapasy (285 mln zł, 69% sumy bilansowej). Wartość zapasów wzrosła o 21 mln zł względem końca półrocza, oraz o 51 mln zł względem zakończenia 2016 r., spółka do zakończenia 3Q17 nie rozliczyła zakupu dwu gruntów na 1 000 mieszkań łącznie co przyczyni się do dalszego wzrostu pozycji. Zwracamy uwagę że 12% aktywów spółki (51 mln zł) stanowi wartość firmy. Wartość firmy została rozpoznana przez spółkę w 2015 r. w wyniku aportu spółek w trakcie tworzenia grupy kapitałowej i według informacji spółki składają się na nią wartości niematerialne takie jak znak towarowy. Wartość firmy nie jest amortyzowana i do dziś pozostaje niezmienna od chwili aportu. W aktywach spółki znajdują się również nieruchomości inwestycyjne w budowie (Wielka 27, oraz The Place w ramach Bulwaru Staromiejskiego), których wartość bilansowa wynosi 33 mln zł i stanowi 8% sumy bilansowej i2 Development. Na koniec 3Q17 spółka posiadała 21 mln zł gotówki, w tym 20 mln zł na rachunkach deweloperskich.

Kapitał własny spółki na koniec 3Q17 wynosił 206 mln zł i był niższy o 2 mln zł względem 2Q17 i 31 mln zł względem końca 2016 r. Na zmniejszenie wartości kapitałów własnych główny wpływ miała wypłata dywidendy w wysokości 18 mln zł w pierwszym półroczu oraz zaksięgowanie straty wypracowanej w przeciągu pierwszych trzech kwartałów w wysokości 13 mln zł. Kapitały własne spółki stanowiły 50% sumy bilansowej spółki. Dokonując korekty kapitałów własnych o wartość firmy wynoszą one 156 mln zł i stanowią 43% skorygowanej sumy bilansowej. Zadłużenie brutto wynosiło 138 mln zł, natomiast pozostałe zobowiązania i rezerwy wyniosły łącznie 68 mln zł – tu najbardziej istotne były zaliczki od klientów w wysokości 40 mln zł.

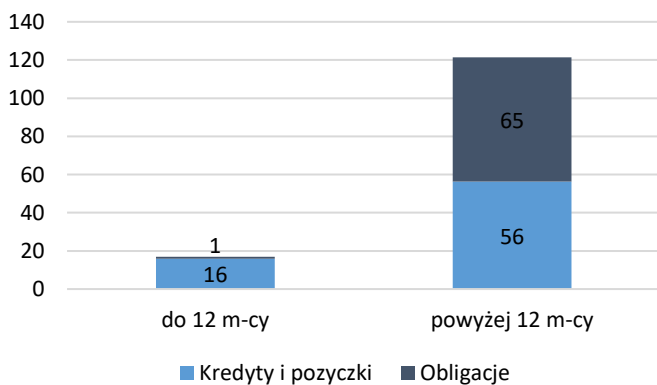
## 2. Zadłużenie

Zadłużenie brutto spółki na koniec 3Q17 wynosiło 138 mln zł czyli o 11 mln zł mniej niż na koniec 2Q17 i o 54 mln zł więcej niż na koniec 2016 r. W pierwszej połowie roku i2 wyemitowała trzy serie obligacji o łącznej wartości 55 mln zł. Natomiast w trakcie 3Q17 nastąpiła częściowa spłata kredytów (spadek salda o 11 mln zł). Na koniec 3Q17 zadłużenie spółki składało się w 48% z czterech serii obligacji (nominalnie łącznie 65 mln zł), z których 2 notowane są na rynku Catalyst. Spółka zamierza utrzymywać strukturę zadłużenia na 50:50 kredytów i obligacji. Po dacie bilansowej spółka dokonała spłaty kolejnych dwóch kredytów – VAT (szacujemy na 3,6 mln zł), oraz kredytu inwestycyjnego na projekcie Przy Ptasiej, który został ukończony po dacie bilansowej (szacujemy na 4,6 mln zł).

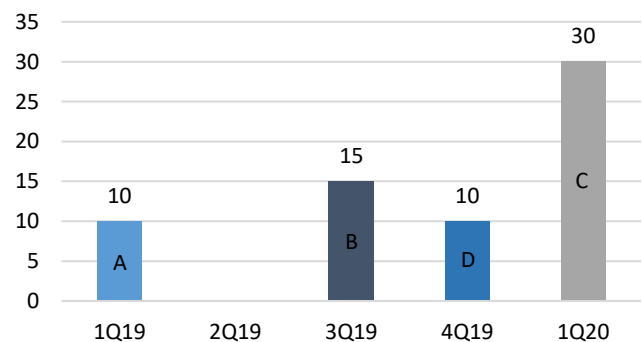
Przy stanie środków pieniężnych w wysokości 21 mln zł (uwzględniamy środki na rachunkach deweloperskich) dług netto wynosił 117 mln zł i stanowił 28% aktywów spółki. Stosunek długu netto do kapitałów własnych wynosił 0,57x wobec koweniantu na obligacjach na poziomie 0,70x. Kalkulujemy skorygowany stosunek długu netto do kapitałów własnych poprzez: a) wyłączenie z długu pożyczek otrzymanych od akcjonariuszy (35 mln zł na koniec 3Q17), oraz b) wyłączenie wartości firmy z kapitałów własnych (51 mln zł). Skorygowany wskaźnik długu netto do kapitałów własnych na koniec 3Q17 wyniósł 0,52x.

Zadłużenie krótkoterminowe spółki na koniec 3Q17 wynosiło 17 mln zł a pokrycie zadłużenia krótkoterminowego gotówką wynosiło 1,27x co sugeruje niskie ryzyko wystąpienia problemów płynnościowych spółki w perspektywie najbliższych 4 kwartałów. 3 z 4 serii obligacji spółki o łącznej wartości 35 mln zł (25% zadłużenia ogółem) zapadają w 2019 r., według harmonogramu zapadalności z prezentacji powynikowej po 2Q17, w 2019 r. zapadają również kredyty o wartości ok. 37 mln zł sugerując kumulację zapadalności długu w tym okresie. Zdecydowana większość obecnie realizowanych projektów zostanie ukończona przed końcem 2018 r.

Wykres: Harmonogram zapadalności zadłużenia



Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji



Źródło: Dane spółki

Źródło: Dane spółki

Tabela: Outstanding obligacji i2 Development

	A	B	C	D
Nazwa skrócona Catalyst	n.d.	I2D0719	n.d.	I2D1019
Wartość emisji (mln zł)	10	15	30	10
Wartość nominalna (zł)	1000	1000	1000	1000
Dzień wykupu	28.02.2019	31.07.2019	05.01.2020	07.10.2019
Stopa referencyjna WIBOR	-	WIBOR3M	-	WIBOR3M
Marża	8,50%	4,50%	8,10%	4,50%
Rentowność do wykupu (YTM)	n.d.	6,87%	n.d.	6,92%
Cena czysta - 28.11.2017	n.d.	99,00	n.d.	98,80
Zabezpieczenie	poręczenie	brak	poręczenie	brak
Dług netto/kapitał własny	b.d.	0,7	b.d.	0,7

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM, GPW Catalyst

### Zabezpieczenia

Obligacje notowane na Catalyst są niezabezpieczone. W przypadku nienotowanych emisji, zabezpieczone są one poręczeniami spółek zależnych.

### Kowenanty

Na publicznych seriach obligacji (B i D) ustanowione są tożsame kowenanty, na seriach A i C kowenanty nie są publicznie znane. Wskaźnik długu netto do kapitałów własnych powinien zostać utrzymany na poziomie poniżej 0,70x. Obligacje nakładają na spółkę ponadto inne ograniczenia niewyrażane wskaźnikami dłużnymi. i2 Development nie może wypłacić dywidendy powyżej 50% jednostkowego zysku netto, a zadłużenie pozaprojektowe spółki nie może przekroczyć 125 mln zł. Spółka ma również ograniczoną możliwość spłaty pożyczek zaciągniętych u głównych akcjonariuszy – ich saldo powinno przekraczać 30 mln zł do końca 2017 r. oraz 15 mln zł do końca 2018 r. Pożyczki udzielone głównym akcjonariuszom nie mogą przekraczać 5 mln zł. Spółka nie może również zaciągać nowego zadłużenia obligacyjnego, zapadającego przed zapadalnością serii B i D o łącznej wartości powyżej 10 mln zł. Przy obecnym poziomie kapitałów własnych spółka jest w stanie związać zadłużenie netto o 25 mln zł nie naruszając żadnego z kowenantów.

Tabela: Kowenanty notowanych serii (B i D) obligacji i2 Development

	Kowenant	3Q17	Potencjał
Dług netto / Kapitały własne	0,70x	0,57x	28 mln zł
Zadłużenie pozaprojektowe	125 mln zł	100 mln zł*	25 mln zł
Pożyczki udzielone (podmioty powiązane z akcjonariuszami)	5	4,2	
Pożyczki otrzymane (podmioty powiązane z akcjonariuszami) do końca 2017 r.	30	35,4	
Pożyczki otrzymane (podmioty powiązane z akcjonariuszami) do końca 2018 r.	15		
Dywidenda w stosunku do jednostkowego zysku netto	50%		
Saldo wyemitowanych po emisji serii, a zapadających przed zapadalnością serii	10 mln zł	0	

\*szacunek Michael/Ström DM

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM, GPW Catalyst



### 3. Rachunek Zysków i Strat

Przychody spółki w trzech kwartałach 2017 r. wyniosły 24 mln zł i były niższe o 48% względem analogicznego okresu roku poprzedniego. Raportowane przychody w 9M17 wyniosły 65 mln zł, jednak w 63% składały się ze zmiany stanu produktów, której to pozycji nie traktujemy jako przychodów na potrzeby analizy. Spółka uzyskuje przychody z trzech segmentów, działalności: deweloperskiej, budowlanej i pozostałej.

Tabela: Segmenty działalności i2 Development

	2015	2016	9M17	r/r	udział:
Działalność deweloperska	22 131	52 956	4 085	-88%	17%
Działalność budowlana	30 574	10 956	17 585	76%	72%
Pozostała działalność	1 995	2 192	2 227	13%	9%
<b>Razem</b>	<b>54 700</b>	<b>66 103</b>	<b>23 897</b>	<b>-49%</b>	
Sprzedaż towarów i materiałów	2 000	0	473	n.d.	2%
<b>Razem</b>	<b>56 700</b>	<b>66 103</b>	<b>24 370</b>	<b>-48%</b>	

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

W ramach działalności budowlanej spółka rozpoznaje przychody z usług generalnego wykonawstwa świadczonego na rzecz podmiotów trzecich. W dotychczasowej historii spółki usługi te świadczone były jedynie na rzecz podmiotów powiązanych z zarządem spółki. Spółka prowadzi również sprzedaż tychże projektów, a marża spółki na sprzedaży zewnętrznych projektów wykazywana jest w pozycji pozostałej działalności. Zgodnie z zapewnieniami spółki, segmenty poza działalnością deweloperską przestaną występować w rachunku wyników spółki po ukończeniu ostatniego z prowadzonych projektów na rzecz ww. podmiotów. Na koniec 3Q17 spółka prowadzi sprzedaż 3 projektów (115 lokali w ofercie), w tym dwa projekty nie są jeszcze ukończone i prowadzi ich budowę. Ostatni z projektów ma zostać ukończony według obecnego harmonogramu w 4Q18.

Przychody z działalności deweloperskiej w 9M17 wyniosły 4,1 mln zł i były niższe w ujęciu r/r o 88%. W tym okresie spółka przekazała aktami notarialnymi jedynie 13 mieszkań (wobec 171 w całym 2016 r.) co było bezpośrednią przyczyną istotnego spadku przychodów. Na koniec 3Q17 i2 Development posiadała 870 mieszkań sprzedanych i nieprzekazanych co stwarza potencjał istotnego wzrostu przychodów w nadchodzących okresach. Spółka rozpoznaje przychody w momencie podpisania umowy przenoszącej własność lokalu, która następuje zazwyczaj w przeciągu kwartału od momentu fizycznego przekazania mieszkania. W przypadku i2 Development poziom przychodów ma silne przełożenie na generowane przepływy pieniężne ze względu na dominującą strukturę płatności od klientów, gdzie 90% wartości mieszkania uiszczane jest w momencie przekazania. Spółka nie wyklucza zmiany struktury płatności transz w przyszłości.

i2 Development prezentuje koszty w rozbiciu rodzajowym, w których ujmowane są również koszty kapitalizowane na projektach w okresie ich poniesienia, co w konsekwencji niesie za sobą skutek, że przychody i koszty w rachunku wyników dotyczą różnych projektów, dlatego marża brutto widoczna w rachunku wyników nie jest uśrednioną marżą realizowaną na projektach. Spółka nie prezentuje w tym układzie kosztów ogólnego zarządu, które szacujemy w 9M17 na 4,6 mln zł. Według informacji uzyskanych od spółki, koszty ogólnego zarządu w latach 2015-16 oscylowały w granicach 6-7 mln zł.

Niskie przychody przełożyły się na stratę EBIT za trzy kwartały w wysokości 10,6 mln zł wobec straty na poziomie 1,6 mln zł w 9M16. Na poziomie skonsolidowanym spółka zaraportowała stratę netto na poziomie 13,4 mln zł wobec straty 1,7 mln zł w 9M16. Wynik w 9M17 został dodatkowo obciążony kosztami w wysokości 1,4 mln zł z

aktualizacji wartości aktywów niefinansowych, które wynikały z odpisu wartości miejsc postojowych w ukończonym projekcie Ogrody Jordanowskie.

#### 4. Polityka dywidendowa

W maju br. spółka wypłaciła po raz pierwszy dywidendę w wysokości 18,4 mln zł z zysku za rok 2016. Spółka zamierza kontynuować wypłaty dywidendy, w wysokości 50% **jednostkowego** zysku netto. Zysk netto na poziomie jednostkowym jest pochodną wartości certyfikatów funduszu Wratislavia Project FIZ AN, w którym spółka posiada 100% certyfikatów. To prowadzi i będzie prowadziło do istotnych dysproporcji pomiędzy jednostkowym, a skonsolidowanym zyskiem netto. W 9M17 jednostkowy zysk netto wyniósł 35 mln zł, przy stracie 13,4 mln zł na poziomie skonsolidowanym w tym samym okresie.

#### Realizowane projekty

W dotychczasowej działalności spółka ukończyła 14 projektów (w tym 2 komercyjne) na 569 lokali łącznie. W przypadku inwestycji mieszkaniowych daje to przeciętną wielkość projektu ok. 40 mieszkań. Spółka specjalizuje się w niewielkich projektach, często sięgając po renowację zabytkowych budynków lub budowę domów jednorodzinnych. Dotychczas zrealizowane projekty charakteryzowały się średnią marżą brutto na poziomie 40%. Spółka realizuje również projekty na rzecz głównych akcjonariuszy – dotychczas zrealizowała 8 projektów, jest również w trakcie realizacji kolejnych 2. Ostatni z projektów ma zostać ukończony w 4Q18 i ma być ostatnim projektem realizowanym w tej formule.

Na koniec 3Q17 spółka była w trakcie realizacji 16 projektów własnych na blisko 1100 lokali, w tym 11 nieruchomości w ramach Bulwaru Staromiejskiego, będącego flagowym projektem spółki. Jest to zabytkowy teren w centrum Wrocławia, na którym spółka realizuje 12 projektów (w tym 2 komercyjne, w tym 1 już sprzedany) na łącznie 575 lokali, a większość budynków jest rewitalizowana z historycznej zabudowy. Wśród obecnie realizowanych projektów znajdują się 2 projekty komercyjne: Wielka 27 oraz The Place (w ramach Bulwaru), które wykazywane są na bilansie jako nieruchomości inwestycyjne o wartości bilansowej odpowiednio 27,4 mln zł i 6,1 mln zł. Łącznie w trakcie realizacji jest 1627 lokali, a wyłączając projekty komercyjne, oraz projekt Księcia Witolda 1033 lokale. Wśród 1033 realizowanych lokali 747 zostało już sprzedanych, natomiast 286 znajduje się w ofercie spółki. Pełna oferta spółki na koniec 3Q17 wynosiła 410 mieszkań – 115 z nich sprzedawanych było w projektach nienależących bezpośrednio do i2 Development. Na koniec 3Q17 spółka posiadała 870 lokali sprzedanych i nieprzekazanych w projektach realizowanych i ukończonych.

Projekt Księcia Witolda znajdował się na bilansie spółki na koniec 3Q17, a spółka zgodnie z wcześniejszymi deklaracjami oraz raportem bieżącym z 17 listopada dokona jego sprzedaży w 4Q17. Projekt zakłada rewitalizację budynku spichlerza w centrum Wrocławia i realizację 383 lokali o łącznej powierzchni blisko 15 tys. mkw. Projekt zostanie sprzedany za 39 mln zł wobec bilansowej wartości gruntu na poziomie 11 mln zł. Jednocześnie spółka informuje, że wraz z ostateczną umową sprzedaży zostanie zawarta umowa na realizację projektu przez i2 jako generalnego wykonawcę.

Spółka posiada również grunt na Teneryfie zakupiony w maju 2017 r. Jest to pierwszy projekt zagraniczny spółki, a zarazem pierwszy projekt realizowany poza Wrocławiem. Na gruncie zakupionym za 3 mln zł ma powstać osiedle 6 domków jednorodzinnych o łącznej powierzchni 1 300 mkw. Realizacja projektu zgodnie z planem ma wystartować w 4Q17.



## Potencjał do generowania gotówki

Spółka w najbliższych latach powinna generować przepływy pieniężne ze sprzedaży mieszkań w ofercie, sprzedaży całych projektów deweloperskich, realizacji usług budowlanych i sprzedażowych na rzecz podmiotów trzecich, oraz w dalszej perspektywie z realizacji projektów będących obecnie w banku ziemi.

Na koniec 3Q17 i2 Development wykazywała w swojej ofercie 295 mieszkań (410 wraz z projektami należącymi do głównego akcjonariusza). 286 lokali z oferty znajduje się w obecnie realizowanych projektach, 9 natomiast w dwóch projektach których budowa została ukończona w 3Q17, jednak nie zostały jeszcze rozpoczęte przekazania. Szacujemy liczbę lokali sprzedanych i nieprzekazanych na 870 lokali, w tym 747 w projektach obecnie realizowanych. Według obecnego harmonogramu ostatni z obecnie realizowanych projektów ma zostać ukończony w 3Q19. Spółka jest ponadto w trakcie realizacji dwóch projektów komercyjnych o łącznej powierzchni 10,2 tys. mkw (9,2 tys. mkw oraz 1 tys. mkw), które mają zostać ukończone odpowiednio w 3Q19 i 4Q17. W 4Q17 spółka sprzedała umową przedwstępną projekt na 383 lokale przed jego rozpoczęciem. W banku ziemi i2 Development znajduje się potencjał do wybudowania 1422 lokali (wliczając grunty kupione po dacie bilansowej). Łącznie spółka posiada potencjał do przekazania ponad 3000 lokali w perspektywie najbliższych lat.

Tabela: Projekty komercyjne, oraz sprzedawane w całości w posiadaniu i2 Development

	Data oddania do użytku	Liczba lokali w projekcie	PU	Szacunkowa wartość sprzedaży
The Place (BS)	4Q17	25	1 030	9 328
Księża Witolda*	n.d.	383	14 866	39 272**
Wielka 27	3Q19	186	9 169	81 057
<b>Razem</b>		<b>594</b>	<b>25 065</b>	<b>129 657</b>

\*projekt został sprzedany w 4Q17

\*\*wartość sprzedaży projektu przed jego rozpoczęciem

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

Tabela: Projekty mieszkaniowe i2 Development

	Projekt	Data oddania do użytku	Liczba lokali w projekcie	Liczba lokali niesprzedanych	Liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych
Projekty ukończone	Przy Ptasiej	3Q17	72	3	69
	Zodiak III	3Q17	60	6	54
	<b>Razem</b>		<b>132</b>	<b>9</b>	<b>123</b>
Projekty w trakcie realizacji	Piękna 58	2Q18	111	35	76
	Soft Loft Legnicka	3Q18	151	13	138
	Soft Loft Centrum	3Q18	146	26	120
	Awicenny I	2Q19	104	81	23
	Lofty przy fosie (BS)	1Q18	67	6	61
	Na Kazamatach (BS)	1Q18	63	0	63
	Między Basztami (BS)	4Q17	6	0	6
	Przy Arsenale (BS)	4Q18	139	30	109
	Dom z Herbem (BS)	4Q18	32	8	24
	Przy Przystani (BS)	4Q18	57	29	28
	Willa Staromiejska (BS)	2Q19	19	11	8
	Przy Bulwarze (BS)	2Q19	81	0	81
	Przy Przystani II (BS)	2Q19	8	8	0
	Przy Bulwarze II (BS)	2Q19	49	39	10
	<b>Razem</b>		<b>1 033</b>	<b>286</b>	<b>747</b>
<b>RAZEM OFERTA</b>				<b>295</b>	<b>870</b>
Bank ziemi	Teneryfa	2Q19	6	6	0
	Kaszubska*	4Q18	49	49	0
	Igielna	1Q19	9	9	0
	Śrutowa	4Q18	61	61	0
	Piłsudskiego	2Q19	133	133	0
	Awicenny II	b.d.	91	91	0
	Awicenny III	b.d.	73	73	0
	Krzyki	4Q19	600	600	0
	Grabiszyn**	b.d.	400	400	0
	<b>Razem</b>		<b>1422</b>	<b>1422</b>	<b>0</b>
<b>RAZEM POTENCJAŁ</b>				<b>1717</b>	<b>870</b>

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

\*spółka posiada 80% udział w projekcie

\*\*grunt kupiony w trakcie 4Q17

## 1. Oczekiwane przepływy pieniężne

W trakcie 2017 spółka powiększyła swój bank ziemi o cztery projekty, z czego 3 znajdują się we Wrocławiu. Do końca 3Q17 w pełni rozliczony został zakup jedynie gruntu na Teneryfie. Grunt w dzielnicy Nadodrze został zakupiony w kwietniu 2017 r. za 1,4 mln zł przez podmiot zależny od emitenta, w którym spółka posiada 80% udział. Spółka nie składa takich deklaracji, jednakże oczekujemy, że pozostałe udziały w spółce zostaną wykupione na wczesnym etapie projektu (Kaszubska) za kwotę oscylującą ok. 0,3 mln zł. W sierpniu, spółka nabyła grunt w dzielnicy Krzyki za kwotę 19,5 mln zł netto, z czego 19 mln zł ma zostać przekazane sprzedającemu po uzyskaniu pozwolenia na budowę na nieruchomości, która oczekiwana jest w 1Q18. Ostatni z wymienianych gruntów – w dzielnicy Grabiszyn – został zakupiony już w trakcie 4Q17. Łączna cena za tę nieruchomość została ustalona na 25 mln zł netto, która w całości ma zostać rozliczona do końca 2017 r. Suma oczekiwanych przez nas przepływów z tytułu zakupu gruntów w przeciągu najbliższych dwóch kwartałów wynosi 45 mln zł.

W naszych szacunkach przepływów pieniężnych uwzględniamy wpływ ze sprzedaży projektu Księcia Witolda w wysokości 39 mln zł w 4Q17. Wartość przepływów z tytułu realizacji umowy o generalne wykonawstwo szacujemy na 4 mln zł netto, a ukończenia projektu oczekujemy nie wcześniej niż w 2019 r.

Według naszych szacunków na koniec 3Q17 spółka posiadała 870 lokali sprzedanych i nieprzekazanych. Szacujemy łączną wartość tych lokali na 302 mln zł, a biorąc pod uwagę dominującą formę płatności w spółce 10/90 oczekujemy przepływów pieniężnych w wysokości 238 mln zł z tytułu przekazania tych lokali. W projektach ukończonych i planowanych do ukończenia w 2017 r. spółka posiada 129 lokali sprzedanych i nieprzekazanych. Wartość oczekiwanego przepływu przy ich przekazaniu szacujemy na 32 mln zł (po oczekiwanych nakładach).

Oczekujemy również przepływów z tytułu obsługiwanie projektów należących do głównego akcjonariusza w wysokości 1,1 mln zł z tytułu sprzedaży, oraz prac budowlanych na kończonych obecnie projektach.

Spółka jest w trakcie realizacji dwóch projektów komercyjnych – The Place (w ramach Bulwaru Staromiejskiego) oraz Wielka 27. Spółka planuje ich sprzedaż w całości po ukończeniu, które planowane jest odpowiednio na 4Q17 i 3Q19. Obecna wartość bilansowa tych projektów wynosi odpowiednio 6 mln zł i 27 mln zł. Z tytułu sprzedaży tych projektów, pomniejszając o nakłady oczekiwane do poniesienia, oczekujemy przepływu w wysokości odpowiednio 9 mln zł i 59 mln zł.

W projektach ukończonych, oraz planowanych do ukończenia w 4Q17 spółka posiada 138 lokali do przekazania, w tym 9 znajdowało się w ofercie na koniec 3Q17. Łączny przepływ z ich przekazania szacujemy na 32 mln zł. W 2018 r. spółka planuje ukończyć projekty na 876 lokali, z których na koniec 3Q17 619 było już sprzedanych. Łączny przepływ netto ze sprzedaży tych lokali szacujemy na 157 mln zł.

Szacujemy, że z realizacji wszystkich projektów spółka jest w stanie wygenerować 461 mln zł przepływów pieniężnych netto. 73% tej kwoty zrealizowane zostanie na projektach gotowych i będących w trakcie realizacji, z których ostatni ma zostać ukończony w 3Q19. Poniżej prezentujemy wrażliwość naszych szacunków na założenia dotyczące ceny i wyprzedzaży oferty.

		Odchylenie zakładanych cen sprzedaży				
		80%	90%	100%	110%	120%
Sprzedaż mieszkan	100%	346	403	461	518	575
	95%	327	382	437	491	546
	90%	308	360	413	465	517
	85%	289	339	388	438	488
	80%	269	317	364	412	459
	75%	250	295	340	385	431
	70%	231	274	316	359	402

Sprzedaż i rozliczenie projektu Księcia Witolda (39 mln zł) umożliwi spółce realizację zakupów gruntów (łącznie 50 mln zł), przy stanie gotówki na koniec 3Q17 na poziomie 21 mln zł. Rozpoczęcie przekazania projektów ukończonych w 3Q17 (123 lokale sprzedane i gotowe do przekazania) uwolni spółce szacunkowo 33 mln zł. Spółka nie raportuje kosztów SG&A, jednak z informacji uzyskanych od zarządu w 2016 r. wyniosły one 6-7 mln zł. Ze względu na szybki wzrost spółki oczekujemy, że w niedługim czasie mogą osiągnąć one poziom zbliżony do deweloperów o podobnej skali działalności czyli ok. 16 mln zł rocznie. Dług spółki zapadający w najbliższych 12 miesiącach (licząc od końca 3Q17) wynosi 17 mln zł. Wszystkie serie obligacji spółki zapadają w latach 2019-20 na łączną kwotę 65 mln zł, wobec szacowanego przez nas przepływu z projektów planowanych do ukończenia w 2018 r. na poziomie 157 mln zł. Spółka zgodnie ze swoją polityką najprawdopodobniej wypłaci dywidendę z jednostkowego zysku 2017 r. w wysokości 50%. Jednostkowy zysk netto za 9M17 wyniósł 35 mln zł, z zysku roku poprzedniego spółka wypłaciła 18 mln zł w postaci dywidendy.

## Skonsolidowane dane finansowe

Tabela: Bilans GK i2 Development (tys. zł)

	2015	2016	2Q17	3Q17
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>109 636</b>	<b>89 140</b>	<b>93 889</b>	<b>95 814</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	1 086	443	1 150	2 196
Nieruchomości inwestycyjne	55 574	29 088	31 895	33 822
Wartość firmy	50 558	50 558	50 558	50 558
Udzielone pożyczki długoterminowe	202	6 943	7 324	6 097
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	2 097	2 077	2 416	2 699
Inne aktywa trwałe	118	30	547	442
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>230 686</b>	<b>279 476</b>	<b>311 879</b>	<b>316 464</b>
Zapasy	209 270	234 126	263 909	284 948
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	8 432	35 104	19 036	6 903
Środki pieniężne na rachunkach deweloperskich	11 384	5 186	12 797	19 978
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1 241	4 107	15 232	1 424
Inne aktywa obrotowe	359	953	905	3 210
<b>SUMA AKTYWÓW</b>	<b>340 321</b>	<b>368 616</b>	<b>405 768</b>	<b>412 278</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>202 251</b>	<b>237 260</b>	<b>207 872</b>	<b>206 226</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>59 351</b>	<b>81 273</b>	<b>134 898</b>	<b>128 786</b>
Kredyty i pożyczki	55 647	67 277	65 516	56 395
Obligacje	0	10 000	64 986	64 964
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2 371	1 636	2 958	3 584
Pozostałe zobowiązania	1 333	2 361	1 438	3 842
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>78 719</b>	<b>50 082</b>	<b>62 998</b>	<b>77 266</b>
Otrzymane zaliczki	15 332	10 324	17 479	40 396
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	19 446	29 080	24 493	17 299
Obligacje	10 048	76	942	958
Kredyty i pożyczki	31 150	7 315	18 233	15 880
Pozostałe zobowiązania	2 744	3 288	1 850	2 732
<b>SUMA PASYWÓW</b>	<b>340 321</b>	<b>368 616</b>	<b>405 768</b>	<b>412 278</b>
<b>Dług brutto</b>	<b>96 845</b>	<b>84 668</b>	<b>149 676</b>	<b>138 198</b>
<b>Dług netto</b>	<b>84 221</b>	<b>75 374</b>	<b>121 648</b>	<b>116 796</b>

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM



Tabela: Rachunek zysków i strat GK i2 Development (tys. zł)

	2015	2016	9M17
<b>Przychody</b>	<b>84 647</b>	<b>93 485</b>	<b>65 214</b>
Przychody netto ze sprzedaży produktów	54 205	66 103	23 424
Zmiana stanu produktów	28 442	27 381	41 317
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	2 000	0	473
<b>Koszty działalności operacyjnej</b>	<b>93 565</b>	<b>90 954</b>	<b>72 553</b>
Amortyzacja	370	253	195
Zużycie materiałów i energii	48 791	50 259	22 534
Usługi obce	38 744	34 276	44 355
Podatki i opłaty	1 087	729	679
Wynagrodzenia	3 647	4 271	3 303
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	312	461	391
Pozostałe koszty rodzajowe	424	705	617
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	190	0	479
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>-8 919</b>	<b>2 531</b>	<b>-7 339</b>
Pozostałe przychody operacyjne	496	9 023	258
Pozostałe koszty operacyjne	557	1 398	3 524
<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	<b>-8 980</b>	<b>10 155</b>	<b>-10 605</b>
Przychody finansowe	96	548	714
Koszty finansowe	961	389	2 104
Zysk ze sprzedaży udziałów	0	-4 897	0
<b>Zysk brutto</b>	<b>-9 845</b>	<b>5 417</b>	<b>-11 995</b>
Podatek	-26 640	-611	1 383
<b>Zysk netto</b>	<b>16 795</b>	<b>6 028</b>	<b>-13 378</b>

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 29.11.2017

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](mailto: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](http://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) 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 2017 r. poz. 459 ),
  - 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 zaangażowana 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 2017 poz.1768, t. j.), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.
- Dom Maklerski wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski pełnił funkcję 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 subemisje inwestycyjne i usługowe.
- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora dla Emitenta.
- Dom Maklerski otrzymuje obecnie wynagrodzenia 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 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](http://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](http://www.michaelstrom.pl)**