

Marvipol Development S.A.

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy, w której jednostką dominującą jest Marvipol Development S.A. (Spółka), po wynikach za 4Q21 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Z przeprowadzonej analizy wynika, że w przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań po założonych przez nas cenach Spółka powinna być w stanie wygenerować ok. 1 031 mln zł przepływów pieniężnych netto do końca 2025 r. Aby spłacić w terminie zobowiązania, pokryć koszty funkcjonowania i wypłacić dywidendę, Spółka przy naszych założeniach, musiałaby sprzedać ok. 77% niesprzedanych jeszcze mieszkań. Obliczenia nie uwzględniają podatków oraz ewentualnych zakupów nowych gruntów.
- Szacujemy ponadto, że Spółka będzie w stanie wygenerować ok. 231 mln zł gotówki na realizowanych projektach magazynowych. Po uwzględnieniu segmentu magazynowego, wystarczyłoby aby Spółka sprzedała ok. 66% mieszkań.
- Na koniec 4Q21 Spółka posiadała w ofercie 539 lokali (w tym 371 lokali w inwestycji In Place, których aktywna sprzedaż rozpoczęła się w 1Q22). Liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych wyniosła 1022. Zgodnie z harmonogramem, w 4Q21 rozpoczęto przekazywanie lokali we flagowym projekcie Spółki – Unique Tower (proces przekazania podzielony jest na 4Q21 i pierwszą połowę 2022 r.). Bazując na założeniach Spółki w 2022 roku do oferty mogą trafić dodatkowo 1482 lokale (planowane rozpoczęcie budowy części inwestycji zostało przesunięte względem poprzedniego raportu kredytowego).
- Dług netto grupy na koniec 4Q21 wyniósł 129 mln zł i implikował stosunek zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 0,21x wobec kowenantu na poziomie 1,0x.
- Główną formą finansowania dłużnego działania Spółki są obligacje, które odpowiadają za 83% długu brutto. Po dniu bilansowym spółka wyemitowała obligacje o łącznej wartości 70 mln zł (emisje publiczne). Harmonogram wykupu obligacji w naszej ocenie nie niesie za sobą istotnych ryzyk płynnościowych, jednorazowy istotny wykup (116 mln zł) przypada dopiero na 2H24. Przed zapadalnością obligacji Spółka będzie uwalniać gotówkę z realizacji projektów.
- Spółka w 1Q22 sprzedała 67 mieszkań (-19% r/r). Ze względu na spadek popytu spowodowany rosnącymi stopami procentowymi oraz wzrostem ryzyka geopolitycznego, jest większe prawdopodobieństwo, że Spółka w najbliższych kwartałach będzie w większym stopniu wykorzystywać finansowanie bankowe dla celów realizacji inwestycji. Zakładamy, że zadłużenie finansowe Spółki będzie wzrastać. Uważamy jednak, że realizacja poszczególnych inwestycji nie powinna być zagrożona i uzależniona od pozyskania finansowania.
- Spółka, przy współpracy z Panattoni, realizuje aktualnie 7 projektów magazynowych. Docelowe zaangażowanie kapitałowe Marvipolu w segment magazynowy wynosi 200 mln zł (na dzień 17.03.2022 r. było to 169 mln zł).

PROFIL SPÓŁKI:

Deweloper realizujący projekty mieszkaniowe głównie w Warszawie. Spółka inwestuje również w projekty magazynowe na terenie całej Polski.

Outstanding obligacji:

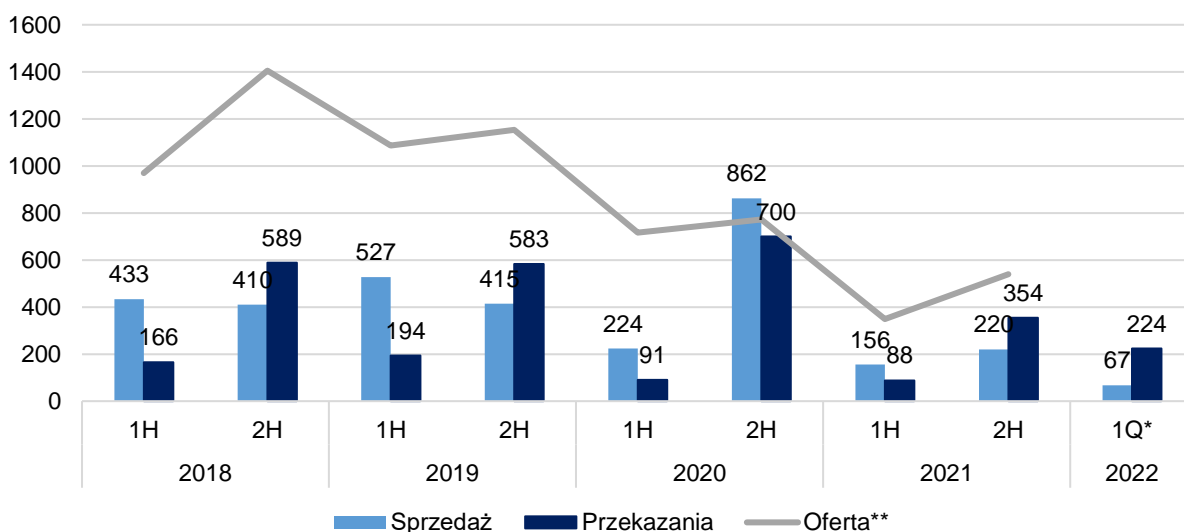
Seria	m zł	YTM
W	13,2	9,24
Y	30	9,09
AA; AB; Z	25,9	8,74
AC	78	10,27
AD	116	10,3
P2021a	50	9,95
P2021b	20	10,36
Suma	333,1	

Istotne wydarzenia od ostatniego raportu kredytowego

- Emisja niezabezpieczonych obligacji serii P2021A i P2021B o łącznej wartości nominalnej 70 mln zł.
- Okresowa amortyzacja zasymilowanych obligacji serii Z, AA, AB (11,1 mln zł)
- Marvipol zdecydował w sprawie podziału zysku i wypłaty dywidendy za rok obrotowy 2021. Łączna kwota przeznaczona na dywidendę wyniesie 47,5 mln zł. Dywidenda zostanie wypłacona 27.04.2022 r., dzień ustalenia praw do dywidendy przypada na 20.04.2022 r.
- Podpisanie umowy z Panattoni Group ws. realizacji projektu magazynowego o GLA 82 tys. m² w Łodzi (IC 229). W tym celu Marvipol udzieli spółce celowej pożyczki do kwoty 17,9 mln EUR z przeznaczeniem na finansowanie nabycia nieruchomości oraz realizację projektu.
- Zawarcie aneksów do umowy przedwstępnych dotyczących sprzedaży pakietów lokali. Aneksy dotyczą lokali w inwestycjach Studio Okęcie, Unique Tower (wieża D), Moko Botanika. W ramach aneksów zmieniły ceny sprzedaży inwestycji oraz terminy zawarcia umowy sprzedaży.
 - Moko Botanika: w ramach aneksu cena została przeliczona zgodnie z mechanizmem wskazanym w umowie i wynosi obecnie 232,27 mln zł (pierwotnie 253,81 mln zł). Termin zawarcia umowy sprzedaży nie uległ zmianom (03.03.2023)
 - Studio Okęcie: cena sprzedaży została podwyższona i wynosi 38,76 mln zł (pierwotnie 38,45 mln zł). Przesunięciu uległ termin zawarcia umowy sprzedaży - do 31.07.2023 (pierwotnie 10.02.2023)
 - Unique Tower: Cena sprzedaży została podwyższona i wynosi 91,1 mln zł (pierwotnie 89,1 mln zł). Przesunięciu uległ termin zawarcia umowy sprzedaży - do 31.01.2023 (pierwotnie 30.06.2022)

Projekty mieszkaniowe

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



*na podstawie raportu bieżącego – wstępna informacja o sprzedaży w I kwartale 2022 r.

** oferta na koniec okresu

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Tabela: Projekty mieszkaniowe w realizacji i planowane (stan na dzień 31.12.2021 r.)

Projekt	Planowane rozpoczęcie budowy****	Planowane ukończenie budowy	Liczba lokali w projekcie	PUM lokali w projekcie (tys. m2)	Liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych	lokale niesprzedane
Lokale z ukończonych inwestycji					12	13
Unique Tower *		budowa zakończona	203	12,1	160	25
Moko Botanika 1		budowa zakończona**	193	9,4	193	0
Kłopotowskiego No 11		2Q22	75	4,0	71	4
Moko Botanika 2		3Q22	290	14,8	290	0
Rotunda Dynasy		1Q23	25	3,1	8	17
Lazurova Concept		1Q23	235	12,6	161	74
Studio Okęcie		1Q23	94	3,6	94	0
Apartamenty Zielony Natolin		2Q23	68	3,1	33	35
In Place 1***		2Q24	371	18,4	0	371
RAZEM OFERTA					1 022	539
BANK ZIEMI						
Gdańsk Olszynka	2Q22	1Q24	72	6,8	0	72
Białoleka 2 I etap	2Q/3Q22	1Q24	160	7,8	0	160
Białoleka 1	3Q22	1Q24	216	10,0	0	216
Gdańsk Chmielna	2Q/3Q22	2Q24	319	12,1	0	319
Wrocław 1	2Q/3Q22	4Q23	134	6,4	0	134
Bielany 1 etap I	1Q23	2Q24	32	6,3	0	32
Wrocław 2	1Q/2Q23	3Q24	240	13,0	0	240
In Place 2	1Q23	4Q24	280	14,3	0	280
Białoleka 2 II etap	1Q/2Q23	4Q24	127	6,2	0	127
Ochota	4Q22	4Q25	503	24,3	0	503
Bielany 2	4Q22	4Q24	78	4,9	0	78
Białoleka 3	3Q/4Q23	1Q25	141	6,6	0	141
Bielany 3	2Q23	2Q25	84	4,6	0	84
Ursynów 2	3Q/4Q23	2Q25	61	3,0	0	61
Bielany 1 etap II	3Q24	1Q26	16	3,1	0	16
Praga Południe	1Q26	1Q28	50	3,5	0	50
RAZEM BANK ZIEMI			2 513	133	0	2 513

* część mieszkaniowa i usługowa

** budowa zakończona po dniu bilansowym, w 1Q22

*** aktywna sprzedaż lokali w inwestycji rozpoczęła się w 1Q22

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

W 1Q22 Spółka sprzedała 67 mieszkań, w całym 2021 r. było to 376 mieszkań, a w 2020 r. 1086 mieszkań (w tym pakietowa sprzedaż mieszkań do grupy Heimstaden). Łączna wartość sprzedanych w 1Q22 mieszkań i lokali usługowych wyniosła 53 mln zł. Sprzedaż mieszkań w 1Q22 była determinowana głównie przez wciąż niską ofertę mieszkań oraz rosnące stopy

procentowe. Wzrost stóp procentowych, prowadzący m.in. do zmniejszania zdolności kredytowej potencjalnych klientów oraz wzrostu kosztów obsługi kredytu, ma negatywny wpływ na liczbę sprzedanych mieszkań (dotyczy to całego rynku mieszkaniowego). Spółka w 1Q22 obserwowała wstrzymanie decyzyjne w zakupach mieszkań, poziom sprzedaży w tym okresie spadł w całej branży o ok. 20-30%.

Spółka poinformowała, że według szacunków w 2021 r. ok. 50% klientów zakupiła mieszkanie z wykorzystaniem kredytu bankowego. Można zauważyć natomiast, że apartamenty z linii prestige były kupowane głównie za gotówkę, a mieszkania z linii popularnej w większości były finansowane kredytem.

Na koniec 4Q21 Spółka miała w ofercie 539 lokali. W tej wartości ujęte jest 371 mieszkań w projekcie In Place I, których aktywna sprzedaż rozpoczęła się dopiero w 1Q22.

Względem poprzedniego raportu kredytowego uległy zmianie planowane terminy rozpoczęcia budowy części inwestycji. Harmonogram przesuwa się głównie z powodów administracyjnych (wydłużony czas oczekiwania na decyzje). Dla części inwestycji planowanych do wprowadzenia w 2022 r. Spółka jest na etapie poszukiwania GW.

Zgodnie z aktualnymi założeniami Spółki w 2022 roku do oferty mogą trafić dodatkowe 1482 mieszkania, natomiast w horyzoncie dwóch lat do sprzedaży może trafić w sumie 2447 lokali. W związku z powyższym, oferta mieszkań znacząco wzrośnie względem 2021 roku.

Na koniec 4Q21 Spółka posiadała 1022 sprzedanych, a nieprzekazanych lokali. Wszystkie sprzedane do tej pory mieszkania planowane są do przekazania w ciągu niecałych 2 lat.

Pozostałe aktywa nieruchomościowe

Jedynym aktualnie realizowanym projektem w tym segmencie jest część inwestycyjna Unique Tower pod nazwą Unique Apartments (Grupa ma prawo również korzystać z marki Royal Tulip Warsaw Apartments). Wydzielona część inwestycji obejmuje 318 lokali, dla których wraz ze sprzedażą zawierane są umowy najmu lub dzierżawy na okres 10 lat. Następnie działalność obejmuje podnajem mieszkań przede wszystkim w systemie krótkoterminowym.

Rozpoczęcie działalności Royal Tulip planowane jest na pierwszą połowę roku (2Q22). W okresie dzierżawy Spółka oferuje inwestorom czynsz najmu wynoszący rocznie 7% wartości netto lokalu w stanie deweloperskim. Przy założeniu, sprzedaży wszystkich mieszkań, roczny koszt Spółki z tytułu powyższych zobowiązań wyniesie ok. 11-13 mln zł. Zgodnie z przyjętymi zasadami rachunkowości, w momencie wydania lokalu Spółka rozpozna operację jako sprzedaż i leasing zwrotny.

Na dzień bilansowy Spółka sprzedała 282 lokale (średnia cena za m² wyniosła ok. 20 tys. zł brutto), a 36 lokali było jeszcze niesprzedanych. W 4Q21 ukończono budowę i rozpoczęto wydanie lokali z Unique Apartments. Do końca roku przekazano klientom 112 lokali, a na koniec grudnia liczba lokali sprzedanych, a nieprzekazanych wyniosła 170 sztuk.

Dla gruntów w Gdańsku oraz Kołobrzegu Spółka rozważa potencjalny sposób ich wykorzystania, gdzie najbardziej prawdopodobnym jest realizacja lokali użytkowych na 23% VAT. Spółka szacuje, że we wskazanych projektach może powstać łącznie ok. 500 lokali.

Spółka 22 grudnia 2021 r., poinformowała o zawarciu umowy sprzedaży gruntu w Mikołajkach. Wartość transakcji wyniosła 12,75 mln zł netto, co oznacza, że grunt został sprzedany za kwotę wyższą niż bilansowa.

Projekty magazynowe

Tabela: Projekty magazynowe realizowane przez JV Marvipol-Panattoni (stan na dzień 03.04.2022 r.)

Projekt	Status	Udział Marvipolu	GLA (tys. m ²)	Planowana data zakończenia budowy	Zaawansowanie budowy	Komercjalizacja
Warszawa IV (IC 112)	Przedwstępnie sprzedany	68%	9	2021 r.	100%	58%
Warszawa III (IC 135)	W budowie	50%	41	III kw. 2022 r.	20%	0%
Wrocław II (IC 149)	W budowie	68%	19	II kw. 2022 r.	80%	57%
Katowice (Zynwalin)	W budowie	68%	39	III kw. 2022 r.	0%	0%
Poznań (IC 195)	W budowie	45%	61	I kw. 2023 r.	5%	77%
Łódź (IC 187)	W budowie	68%	20	I kw. 2023 r.	0%	0%
Łódź II (IC 229)	W budowie	100%*	82	I kw. 2024 r.	0%	0%

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström
* docelowo 52,5%

Według stanu na 03.04.2022 r. Spółka realizowała 7 projektów magazynowych, z czego 1 był przedwstępnie sprzedane, a pozostałe były w fazie budowy. Łączna wartość zaangażowanych środków na dzień 17.03.2022 r. wyniosła 169 mln zł. Spółka w dalszym ciągu potwierdza limit zaangażowania na poziomie 200 mln zł.

23 grudnia 2021 r. Spółka zawarła przyrzeczoną umowę sprzedaży nieruchomości Warszawa – Konotopa IV (IC 130). Cena sprzedaży Nieruchomości wyniosła 50 mln EUR netto.

Zgodnie z zawartym 14.03.2022 r. aneksem do przedwstępnej umowy sprzedaży udziałów (IC 112), termin zawarcia umowy przenoszącej własność udziałów został wyznaczony najpóźniej na dzień 29 kwietnia 2022 r.

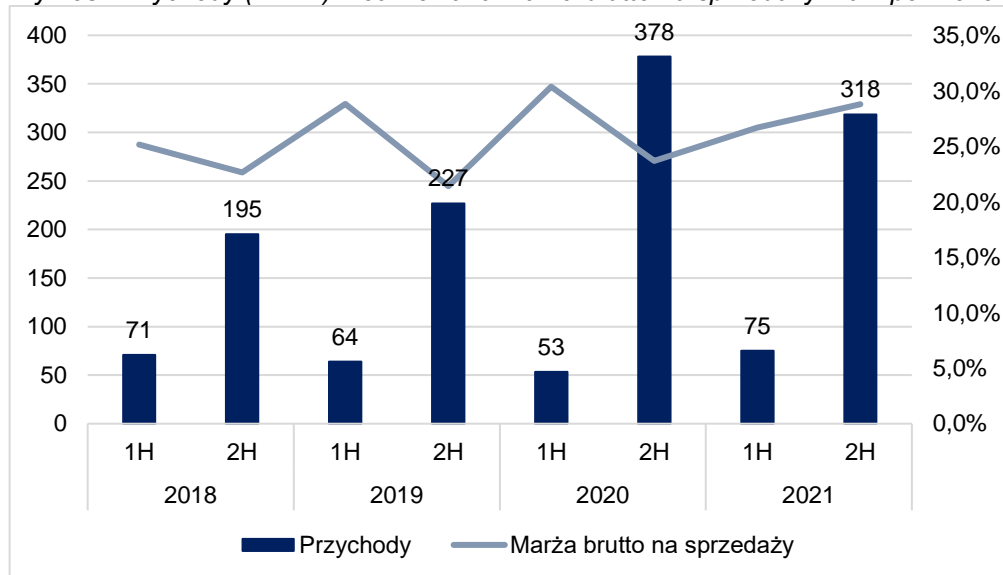
Po dacie bilansowej, Spółka rozpoczęła realizację nowego projektu magazynowego w okolicach Łodzi (IC 229). W związku z realizacją tego projektu Spółka zawarła ze spółką celową umowę pożyczki do kwoty 17,9 mln EUR dla celów finansowania nabycia nieruchomości oraz realizacji projektu. Docelowy udział Marvipolu w tym projekcie ma wynieść 52,5%

Na konferencji wynikowej Spółka odniosła się do wpływu wojny na Ukrainie na segment magazynowy. Wpływ ten jest wieloaspektowy. Widać mocny wzrost cen stali, spadek podaży. Wojna ma wpływ na wzrost kosztów realizacji. Z drugiej strony prowadzi do wzrostu zapotrzebowania na powierzchnię magazynową i tym samym wzrost czynszów. Zdaniem Spółki środowisko inflacyjne promuje magazyny. Standardem jest, że czynsze magazynowe są indeksowane o wskaźniki inflacji. Na konferencji wynikowej Spółka poinformowała, że już po rozpoczęciu wojny otrzymała zapytanie o niższej stopie kapitalizacji niż ta, którą zakładała jeszcze na etapie planowania projektu (oferta lepsza niż założenia).

Udział w zyskach wspólnych przedsięwzięć (projekty magazynowe) dodał do rocznego wyniku finansowego za 2021 r. 38,9 mln zł. Należy pamiętać, że zyski z projektów magazynowych są rozpoznawane wraz z postępowaniem realizacji projektów, co oznacza, że osiągnięty zysk nie odpowiada faktycznemu przepływowi gotówki – ten następuje dopiero w momencie sprzedaży projektu. Według naszych wyliczeń projekty magazynowe w ciągu najbliższych dwóch lat powinny pozwolić uwolnić ok. 231 mln zł, przy założeniu 2 letniego okresu rotacji magazynów oraz osiąganego IRR na poziomie 17%.

Realizowane marże

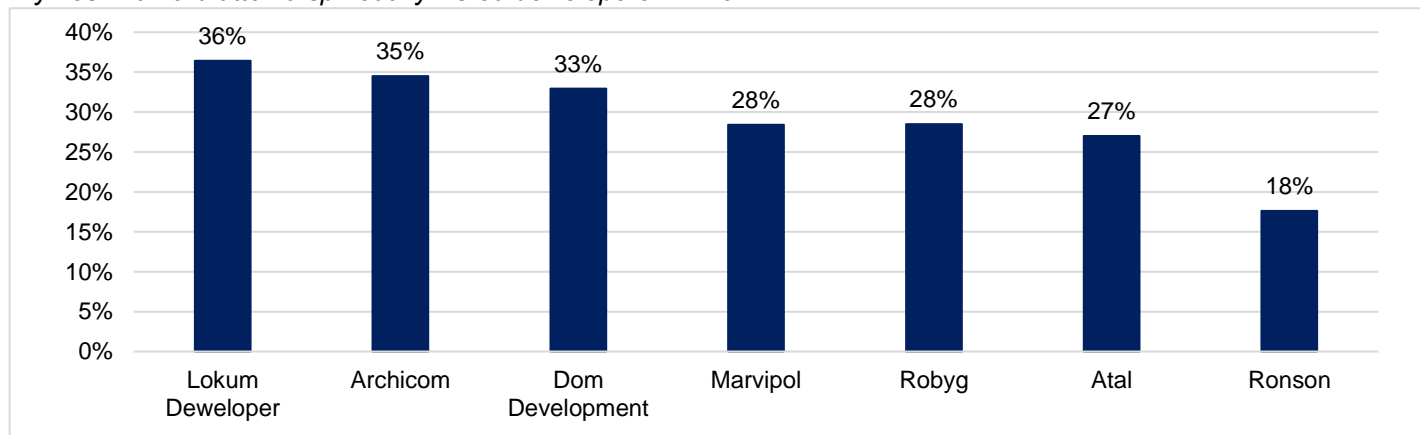
Wykres: Przychody (mln zł) i realizowana marża brutto na sprzedaży Marvipol Development S.A.



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Przychody ze sprzedaży w 4Q 2021 wyniosły 130 mln zł (przekazano 89 lokali mieszkalnych i usługowych - wartość ta nie uwzględnia wydanych 112 lokali inwestycyjnych ujmowanych w segmencie pozostałe aktywa nieruchomościowe). Spółka historycznie dokonywała przekazania zakończonych inwestycji w 2. połowie roku (przychody ujmowane są po przekazaniu mieszkania), przez co wyniki finansowe w 2H były istotnie wyższe niż te uzyskane do końca 1H. W 4Q21 rozpoczęto przekazywanie lokali we flagowej inwestycji Spółki – Unique Tower (proces przekazania jest podzielony na 4Q21 i pierwszą połowę 2022 r.). Zgodnie z raportem bieżącym na temat sprzedaży w 1Q22 Marvipol przekazał 224 lokale. Wartość wydanych mieszkań i lokali usługowych w 1Q22 wyniosła 135,2 mln zł (wartość ta uwzględnia wydania lokali z części inwestycyjnej Unique Tower o wartości 46,7 mln zł, które stanowią przedmiot leasingu zwrotnego i zostaną rozpoznane w przychodach zgodnie z MSSF 16). Na wynik finansowy w 1Q22 mają wpływ głównie przekazania lokali w projektach Moko Botanika (146 lokali), oraz Unique Tower – część inwestycyjna (67 lokali). W 4Q21 marża brutto na sprzedaży wyniosła 33,3%. W całym 2021 roku marża brutto na sprzedaży wyniosła natomiast 28,4%.

Wykres: Marża brutto na sprzedaży wśród deweloperów w 2021 r. *



*wybrani deweloperzy, którzy opublikowali sprawozdania roczne za 2021 r.

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

Koszty SG&A w 4Q21 wyniosły 14,3 mln zł, a w całym 2021 r. było to 41,1 mln zł (47,1 mln zł w 2020 r.). Udział kosztów SG&A w przychodach 2021 r. wyniósł 10,4%. Spółka w 4Q21 wykazała wysoki wynik EBIT, który wyniósł 41,1 mln zł. Zysk netto Grupy w tym okresie wyniósł 31 mln zł. Narastająco za cały 2021 r. Spółka wykazała 95,7 mln zł zysku netto.

W kwietniu Spółka zdecydowała o podziale zysku i wypłacie dywidendy za rok obrotowy 2021. Łączna kwota przeznaczona na dywidendę wyniesie 47,5 mln zł, co stanowi 49,63% skonsolidowanego zysku netto Grupy. Dywidenda zostanie wypłacona 27.04.2022 r., dzień ustalenia praw do dywidendy przypada na 20.04.2022 r.

Potencjał do generowania gotówki

Segment mieszkaniowy

Tabela poniżej przedstawia analizę wrażliwości oczekiwanych przepływów pieniężnych na:

- (i) ceny mieszkań realizowane przez Spółkę w przyszłości (scenariusz bazowy stanowią średnie ceny mieszkań na realizowanych dotychczasowo inwestycjach i nasze założenia dla inwestycji, dla których nie rozpoczęto jeszcze sprzedaży) dla wszystkich lokali, które na koniec 4Q21 nie były sprzedane,
- (ii) liczbę sprzedanych w przeszłości lokali

Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 4Q21 zostaną w 100% przekazane klientom po zakładanych przez nas cenach. W kalkulacji uwzględniamy wszystkie projekty w realizacji oraz projekty planowane do zakończenia do końca 2025 r., dla których dostępne są parametry pozwalające na określenie potencjalnych przepływów. W modelu uwzględniono cały projekt Unique Tower (część mieszkaniowa i inwestycyjna), lecz nie uwzględniono projektów w Gdańsku i Kołobrzegu, dla których nie został jeszcze określony sposób ich wykorzystania.

Wykres: Wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto z projektów w realizacji i planowanych na zmianę założeń M/S

mIn zł	Odchylenie zakładanych cen sprzedaży				
	90%	95%	100%	105%	110%
100%	825	928	1031	1134	1237
95%	733	831	928	1026	1124
90%	640	733	825	918	1011
85%	547	635	722	810	898
80%	455	537	620	702	784
75%	362	439	517	594	671
70%	269	342	414	486	558
65%	177	244	311	378	445
60%	84	146	208	269	331
55%	-8	48	105	161	218
50%	-101	-50	2	53	105

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne 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 ok. 1 031 mln zł gotówki. Kwota ta uwzględnia szacowane przychody ze sprzedaży lokali oraz oczekiwane nakłady na ich budowę, lecz nie uwzględnia podatków. Zakładamy konserwatywne podejście do realizowanych marż na projektach mieszkaniowych spowodowane presją cenową ze strony generalnych wykonawców, która nie będzie w pełni kompensowana wzrostami cen mieszkań.

Na koniec 4Q21 dług finansowy Spółki wynosił 347 mln zł, a zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe wyniosły 58 mln zł.

Zakładamy, że Spółka będzie ponosić ok. 45 mln zł kosztów SG&A rocznie, co w perspektywie 4 lat daje łącznie ok. 180 mln zł.

Zakładamy, że Spółka będzie w kolejnych latach wypłacać dywidendę w wysokości 50% wypracowanego zysku netto z roku poprzedniego. Dla celów analizy przyjmujemy, że zysk netto utrzyma się na poziomie zysku osiągniętego w 2021 r., w związku z czym do końca 2025 r. Spółka przeznaczy na wypłatę dywidendy ok. 191 mln zł.

Zgodnie z powyższym przybliżone wydatki do poniesienia do końca 2025 r. wyniosą ok. 776 mln zł (bez uwzględniania zakupów nowych gruntów).

Spółka na dzień bilansowy posiadała 218 mln zł środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Po uwzględnieniu tej wartości segment mieszkaniowy musiałby w perspektywie 4 lat wygenerować ok. 558 mln zł dodatkowych środków pieniężnych, aby spłacić zobowiązania, pokryć koszty funkcjonowania i wypłacić dywidendę. Oznacza to, że Spółka przy naszych założeniach w scenariuszu bazowym, musiałaby przekazać wszystkie lokale sprzedane i nieprzekazane oraz sprzedać ok. 77% pozostałych lokali w realizowanych i planowanych projektach. Należy jednak zaznaczyć, że inwestycje Spółki są bardzo zróżnicowane pod względem lokalizacji i docelowej grupy klientów (segment premium/osiedla mieszkaniowe), w związku z czym ceny lokali i tempo wyprzedaży oferty mogą się znacząco różnić na poszczególnych projektach.

Segment magazynowy

Według stanu na 03.04.2022 r. Spółka realizowała 7 projektów magazynowych, z czego 1 był przedwstępnie sprzedane, a pozostałe były w fazie budowy. Łączna wartość zaangażowanych środków na dzień 17.03.2022 r. wyniosła 169 mln zł.

Zakładamy, że projekty magazynowe będą sprzedawane z IRR równym 17% oraz dwuletnim terminem inwestycji (na podstawie historycznych projektów oraz strategii Spółki). Potencjalny przepływ gotówki ze sprzedaży realizowanych projektów, przy uwzględnieniu powyższych założeń wynosi 231 mln zł (bez uwzględnienia podatków).

Z uwzględnieniem szacowanych przepływów z segmentu magazynowego, wystarczyłoby, aby Spółka sprzedała ok. 66% z potencjału sprzedażowego (segment mieszkaniowy), aby spłacić wszystkie zobowiązania i pokryć koszty.

Należy pamiętać, że powyższy model jest prognozą, która nie uwzględnia potencjalnych istotnych zdarzeń, które mogą mieć wpływ na rzeczywiste przepływy pieniężne w kolejnych latach jak np:

- przesunięcie terminu realizacji inwestycji (spowodowane opóźnieniami administracyjnymi lub sytuacją rynkową),
- wzrost stóp procentowych mający wpływ na popyt mieszkaniowy,
- wzrost kosztów wykonawstwa, spadek realizowanych marż.

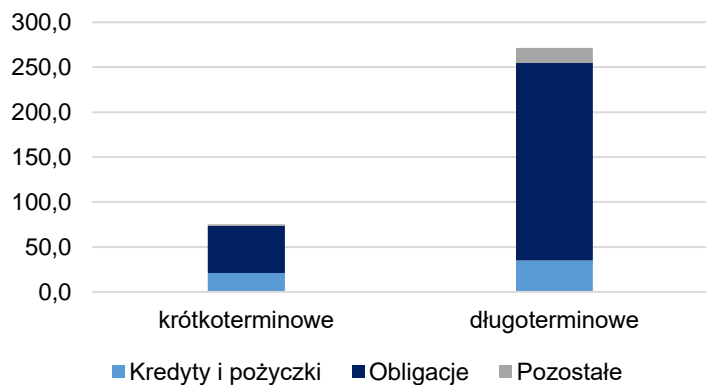
Analiza bilansu

Na koniec 4Q 2021 r. suma bilansowa wyniosła 1 550 mln zł, wobec 1 314 mln zł na koniec 2020 r. Na wzrost sumy aktywów największy wpływ miała rosnąca pozycja zapasów (zakup gruntów pod nowe projekty oraz postęp prac w ramach realizowanych inwestycji), która jest głównym składnikiem aktywów Spółki. Na koniec 4Q 2021 r. zapasy wyniosły 1 008 mln zł i stanowiły 65% sumy bilansowej. Spółka wykazuje również wysokie saldo środków pieniężnych, które na koniec 4Q21 wyniosło 218 mln zł (z uwzględnieniem środków na MRP). Istotną pozycją aktywów są także długoterminowe aktywa finansowe (81 mln zł), które to związane są z drugim z segmentów działalności Spółki – segmentem magazynowym. W tej pozycji odzwierciedlane są udzielone pożyczki do spółek celowych (jednostek współkontrolowanych), które pozwalają na realizację danego projektu magazynowego.

Pasywa Spółki na koniec 4Q21 składały się w 40% z kapitałów własnych (613 mln zł), oraz w 60% z zobowiązań (937 mln zł). Kapitał własny wzrósł względem końca 2020 r. o ok. 56 mln zł (głównie za sprawą osiągniętego zysku netto). Zobowiązania długoterminowe na dzień 31.12.2021 r. wynosiły 296 mln zł, w tym obligacje 220 mln zł, 35 mln zł kredyty i pożyczki oraz 14 mln zł leasing. Wartość zobowiązań krótkoterminowych wyniosła 641 mln zł, z czego zadłużenie finansowe to 75 mln zł. Główną pozycją zobowiązań krótkoterminowych są przychody przyszłych okresów, które odzwierciedlają wpłacone zaliczki od kontrahentów z tytułu zakupu mieszkań i lokali usługowych. Na koniec 4Q21 pozycja ta wyniosła 477 mln zł. Można zauważyć, że bieżące wpłaty od klientów stanowią istotne źródło finansowania realizowanych inwestycji. Przychody przyszłych okresów wzrosły względem początku roku o 181 mln zł, co związane jest z terminem realizacji największych inwestycji dewelopera oraz wpłaconą zaliczką od Heimstaden Bostad (129 mln zł).

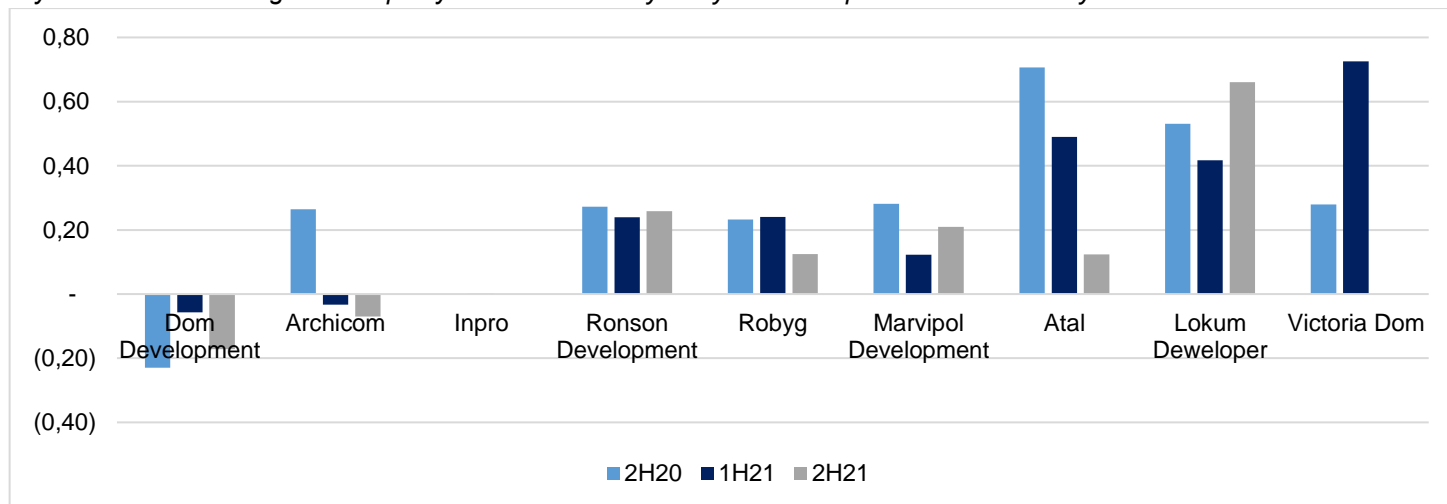
Zadłużenie

Wykres: Struktura rodzajowa i terminowa zadłużenia finansowego Marvipol Development S.A. na dzień 31.12.2021 r.



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

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



*dane na koniec wskazanego okresu; brak danych za 2H21 dla Inpro, Victoria Dom

porównanie dotyczy deweloperów, których główny segment działalności stanowią inwestycje mieszkaniowe

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

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

Zadłużenie finansowe na koniec grudnia 2021 r. wyniosło 347 mln zł i było na tym samym poziomie jak rok wcześniej. Względem poprzedniego kwartału zadłużenie finansowe wzrosło o 19 mln zł co jest związane ze wzrostem salda kredytów w walutach obcych (+20 mln zł q/q). Główną formą finansowania działalności Spółki pozostają obligacje, które odpowiadały za 83% długu brutto (272 mln zł).

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

uruchamiane w pełnym zakresie. Zakładamy, że zadłużenie finansowe Spółki będzie wzrastać. Uważamy jednak, że realizacja poszczególnych inwestycji nie powinna być zagrożona i uzależniona od pozyskania finansowania.

Dług netto na koniec 2021 r. wyniósł 129 mln zł (176 mln zł na koniec 3Q21), w związku z czym stosunek długu netto do kapitałów własnych wyniósł 0,21x. Wskaźnik DN/KW Marvipolu na koniec 4Q21 spadł względem poprzedniego kwartału, gdzie wynosił 0,3x. Wskaźnik wciąż pozostaje na bezpiecznym poziomie, biorąc pod uwagę kowenanty obligacji. Celem strategicznym jest utrzymanie wskaźnika DN/KW na poziomie niższym niż 0,8x.

Sytuację płynnościową Spółki w ciągu najbliższych 12 miesięcy oceniamy jako bezpieczną. Wskaźnik pokrycia zadłużenia krótkoterminowego (z wyłączeniem przychodów przyszłych okresów) gotówką wyniósł 1,33x, co sugeruje niskie ryzyko wystąpienia problemów płynnościowych w perspektywie najbliższego roku. Spółka posiada bufor gotówkowy, który może zostać wykorzystany również na zakup gruntów.

Obligacje

Tabela: Charakterystyka obligacji Marvipol Development S.A. (stan na dzień 13.04.2022 r.)

seria	W	Y	AA; AB; Z	AC	AD	P2021a***	P2021b***
nazwa skrócona	MVP0622	MVP1222	MVP0223	MVP0524	MVP1024	MVP0825	MV10825
wartość emisji (mln zł)*	13 190 000	30 000 000	37 008 000*	78 000 000	116 000 000	50 000 000	20 000 000
nominał	10 000	10 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
oprocentowanie	zmienne (WIBOR6M)	zmienne (WIBOR6M)	zmienne (WIBOR6M)	zmienne (WIBOR6M)	zmienne (WIBOR6M)	zmienne (WIBOR6M)	zmienne (WIBOR6M)
marża	3,90%	4,25%	4,40%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
data wykupu	27.06.2022	12.12.2022	11.02.2023	10.05.2024	21.10.2024	03.08.2025	03.08.2025
sposób emisji	prywatna	prywatna	prywatna	prywatna	prywatna	publiczna	publiczna
YTM brutto ()	9,24%	9,09%	8,74%	10,27%	10,30%	9,95%	10,36%
zabezpieczenie	brak	brak	brak	brak	brak	brak	brak
opcja wcześniejszego wykupu	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
okresowa amortyzacja	tak	tak	tak	tak	brak	brak	brak

* wartość nominalna pozostająca do wykupu

** częściowy wykup (11,1 mln zł) po dniu bilansowym

*** emisja po dniu bilansowym

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

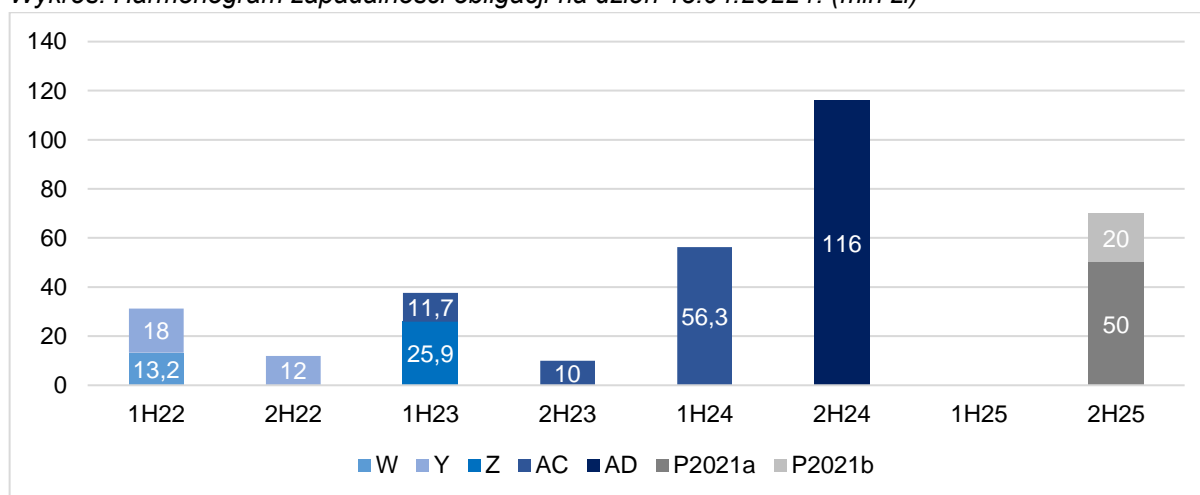
Łączna wartość nominalna obligacji pozostających do wykupu na dzień tworzenia raportu to 333 mln zł (wartość uwzględnia zdarzenia mające miejsce już po dniu bilansowym opisane poniżej).

Po dniu bilansowym spółka dokonała częściowego wykupu obligacji serii Z (11,1 mln zł). Aktualna wartość nominalna tej serii obligacji pozostająca do wykupu wynosi 25,9 mln zł.

Ponadto w styczniu oraz lutym Spółka przeprowadziła dwie publiczne emisje niezabezpieczonych obligacji. Prospekt emisyjny, zatwierdzony w listopadzie, pozwalał Spółce wyemitować łącznie do 70 mln zł w ciągu kolejnego roku. Limit ten został osiągnięty już przy okazji wspomnianych emisji. Spółka w ramach dwóch emisji uplasowała 70 mln zł. Obligacje mają 3,5-letni okres spłaty i są oprocentowane na WIBOR 6M plus 4,5 pkt proc. marży. Obligacje zostały już dopuszczone do obrotu na GPW.

Kowenanty obligacji Spółki określają przede wszystkim maksymalny poziom Wskaźnika Dźwigni Finansowej (stosunek Zadłużenia Finansowego Netto do skonsolidowanych kapitałów własnych Emitenta) obliczanego na bazie danych finansowych z ostatniego skonsolidowanego sprawozdania finansowego, który wynosi dla wszystkich serii obligacji 1,0. Ponadto w zależności od kształtowania się wartości wskaźnika obligatariusze (oprócz serii P2021a, 2021b) mogą liczyć na wynagrodzenie dodatkowe. Jeśli $0,8 < DN/KW < 0,9$ wówczas wartość wynagrodzenia dodatkowego wyniesie 0,25 pkt. proc. Jeśli $0,9 < DN/KW < 1,0$ wartość wynagrodzenia dodatkowego wyniesie 0,50 pkt. proc. W przypadku, gdy wskaźnik wyniesie ponad 1,0, jest to traktowane jako przypadek naruszenia, uprawniający do żądania wcześniejszego wykupu. Dodatkowo kowenanty obligacji ograniczają Spółkę w rozporządzaniu wypracowanym zyskiem. Spółka może dokonać płatności na rzecz akcjonariuszy do wysokości 50% skonsolidowanego zysku za lata 2021, 2022, oraz do 80% skonsolidowanego zysku za rok 2023.

Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji na dzień 13.04.2022 r. (mln zł)



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Harmonogram zapadalności obligacji jest w naszej ocenie rozłożony w czasie w sposób ograniczający ryzyko braku spłaty obligacji, pozwalający na bieżącą obsługę zobowiązań obligacyjnych. Istotny wykup obligacji przypada na 2H24 - 116 mln zł (obligacje wyemitowane w 1H21). Należy zauważyć, że cztery serie obligacji posiadają okresową amortyzację, dzięki czemu struktura zapadalności jest bardziej wygładzona.

Skonsolidowane dane finansowe

Tabela: Bilans (w tys. zł)

	2019	2020	2021	% sumy bilansowej
Aktywa				
Wartości niematerialne	821	137	89	0%
Rzeczowe aktywa trwałe	31 933	30 624	50 690	3%
Prawa do użytkowania rzeczowych aktywów trwałych z tytułu leasingu	18 213	15 420	17 181	1%
Nieruchomości inwestycyjne	51 060	14 296	72 755	5%
Długoterminowe aktywa finansowe	145 618	119 536	81 087	5%
Udziały w jednostkach ujmowanych metodą praw własności	-	17 409	21 497	1%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	14 798	18 481	21 121	1%
Aktywa trwałe razem	262 443	215 903	264 420	17%
Zapasy	724 242	853 775	1 008 332	65%
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	46 118	53 099	48 357	3%
Należności z tytułu podatku dochodowego	2 776	369	1 024	0%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty, w tym:	175 956	190 745	218 181	14%
Środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysponowania	48 737	48 236	35 207	2%
Aktywa obrotowe razem	949 092	1 097 988	1 275 894	82%
Aktywa klasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży	63 374	-	9 477	1%
Aktywa razem	1 274 909	1 313 891	1 549 791	100%

Pasywa				
Kapitał własny	483 225	556 589	612 692	40%
Rezerwa z tytułu podatku odroczonego	25 438	19 339	17 936	1%
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	148 857	44 725	34 788	2%
Zobowiązania z tytułu obligacji	127 920	172 497	220 066	14%
Zobowiązania z tytułu leasingu	17 406	15 948	16 712	1%
Zobowiązania leasingowe z tytułu opłat za użytkowanie wieczyste	-	-	566	0%
Pozostałe zobowiązania	6 704	6 787	6 002	0%
Zobowiązania długoterminowe oraz rezerwy razem	326 325	259 296	296 070	19%
Rezerwy	14 553	1 650	3 448	0%
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	27 975	63 260	20 954	1%
Zobowiązania z tytułu obligacji	83 695	49 385	52 330	3%
Zobowiązania z tytułu leasingu	1 368	1 549	1 892	0%
Zobowiązania leasingowe z tytułu opłat za użytkowanie wieczyste	33 521	28 403	19 930	1%
Zobowiązania z tytułu pochodnych instrumentów finansowych	-	-	135	0%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	1 136	4 793	6 709	0%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	51 485	53 334	58 336	4%
Przychody przyszłych okresów	251 626	295 632	477 295	31%
Zobowiązania krótkoterminowe razem	465 359	498 006	641 029	41%
Zobowiązania razem	791 684	757 302	937 099	60%
Kapitał własny, zobowiązania i rezerwy razem	1 274 909	1 313 891	1 549 791	100%

Tabela: Rachunek zysków i strat

	2019	2020	2021
Przychody ze sprzedaży	290 784	431 385	393 735
Koszt własny sprzedaży	-223 801	-325 635	-281 929
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	66 983	105 750	111 806
Koszty sprzedaży	-8 382	-6 295	-6 269
Koszty ogólnego zarządu	-34 630	-40 822	-34 866
Udział w zyskach wspólnych przedsięwzięć	64 058	29 821	38 879
Pozostałe przychody operacyjne	10 318	9 109	14 808
Pozostałe koszty operacyjne	-7 823	-7 991	-7 881
Zysk (strata) na działalności operacyjnej	90 524	89 572	116 477
Przychody finansowe	5 634	15 388	4 113
Koszty finansowe	-6 506	-5 197	-6 818
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	89 652	99 763	113 772
Podatek dochodowy	-19 765	-19 318	-18 099
Zysk (strata) netto	69 887	80 445	95 673

Tabela: Rachunek przepływów pieniężnych

	2019	2020	2021
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-26 922	-48 753	67 057
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	44 977	123 662	12 585
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	4 541	-60 120	-52 206
Przepływy pieniężne netto razem	22 596	14 789	27 436

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

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

Niniejszy materiał:

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