

**Spis treści**

Rating i kluczowe czynniki	1
Profil spółki	2
Analiza finansowa	6
Analiza jakościowa	14
Wrażliwość ratingu na zmiany	19
Historia ratingu	19
Sprawozdania finansowe	20
Skala ratingowa	23
Ujawnienia regulacyjne	24

**Wybrane dane finansowe****Murapol S.A.**

(dane skonsolidowane)

(mln PLN)	2015	2016
Przychody	372,1	236,6
EBITDA	90,1	135,4
Wynik operacyjny	88,8	134,0
Wynik netto	67,4	125,9
Aktywa	530,6	637,5
Kapitał własny	232,5	324,0
Zobow. długoterm.	59,7	194,5
Zobow. krótkoterm.	238,5	118,9

**Kontakty****Główny analityk ratingowy**

dr Piotr Dalkowski  
*Analityk Ratingowy*  
 +48 22 349 21 46  
 piotr.dalkowski@eurorating.com

**Przewodniczący****Komitetu Ratingowego**

Kamil Kolczyński  
*Analityk Ratingowy*  
 +48 22 349 24 33  
 kamil.kolczynski@eurorating.com

**Główne czynniki wpływające na rating kredytowy**

Kategoria	Poziom
Rating długoterminowy dla emitenta	BB
Perspektywa ratingu	stabilna

**Duża cykliczność rynku:** Rynek mieszkaniowy jest mocno cykliczny oraz w dużym stopniu uzależniony od zmian czynników makroekonomicznych i regulacji prawno-podatkowych (w tym również dotyczących sektora finansowego). Jest prawdopodobne, że obserwowana w ostatnich latach bardzo korzystna koniunktura może w niedługim czasie ulec schłodzeniu.

**Dobra dywersyfikacja geograficzna działalności:** Murapol w ostatnich latach stale zwiększał liczbę miast, w których realizuje projekty deweloperskie, a także zwiększał liczbę projektów w poszczególnych miastach. Spółka jest obecnie aktywna w kilkunastu miastach w Polsce oraz w trzech lokalizacjach zagranicznych, co zmniejsza jej wrażliwość na wahania popytu na lokalnych rynkach.

**Relatywnie niska transparentność sprawozdawczości:** Przejrzystość sprawozdań finansowych Murapolu jest obecnie obniżona w porównaniu do typowych firm deweloperskich, ze względu na rozbudowaną strukturę grupy kapitałowej, brak konsolidacji części spółek zależnych, włączenie większości biznesu w struktury funduszy inwestycyjnych i związane z tym przejście od 2014 roku na sprawozdawczość jednostki inwestycyjnej.

**Zadowolająca sytuacja finansowa:** Zadłużenie spółki jest umiarkowane; płynność oceniamy jako zadowolającą; do silnych stron zaliczamy stale wysoką rentowność sprzedaży oraz wysokie stopy zwrotu z aktywów i z kapitału własnego. Na plus zaliczyć można także politykę reinwestowania przez spółkę 90 proc. wypracowywanych zysków.

**Wysoka efektywność zaangażowanego majątku:** Murapol stosuje efektywny model biznesowy, ograniczający zapotrzebowanie na kapitał oraz jednocześnie generujący wysokie zwroty z zaangażowanego majątku.

**Uzależnienie od finansowania na rynku kapitałowym:** Według stanu na koniec kwietnia 2017 r. Murapol miał wyemitowane siedem serii obligacji o łącznej wartości 137,5 mln zł. Obligacje stanowią obecnie około połowy wartości długu oprocentowanego grupy Murapol oraz ok. 35% łącznych zobowiązań. Spółka podatna jest więc w dużym stopniu na ewentualne wahania awersji inwestorów do ryzyka.

**Niskie prawdopodobieństwo wsparcia ze strony akcjonariuszy:** Właścicielami Murapol S.A. jest (pośrednio i bezpośrednio) pięć osób fizycznych – założyciele spółki oraz zarząd. Z uwagi na bardzo dużą już skalę działalności przedsiębiorstwa jest raczej wątpliwe, aby mogli oni w sytuacji kryzysowej wesprzeć spółkę odpowiednio dużymi środkami.

**Stabilna perspektywa ratingu**

Stabilna perspektywa ratingu oznacza, iż według obecnych ocen agencji ratingowej EuroRating nadany spółce rating w horyzoncie kolejnych 12 miesięcy najprawdopodobniej nie powinien ulec zmianie.

## Profil spółki

### Dane rejestrowe

**Pełna nazwa i siedziba spółki:** Murapol S.A.; ul. Partyzantów 49, 43-300 Bielsko-Biała (Polska)

**Dane kontaktowe:** tel.: +48 33 819 33 33, e-mail: centrala@murapol.pl, www.murapol.pl

Nr **KRS:** 0000275523, **NIP:** 547-19-32-616, **REGON:** 072695687

**Przedmiot działalności (grupa kapitałowa):** Murapol S.A. jest holdingiem inwestycyjnym działającym w obszarze budownictwa mieszkaniowego jedno- i wielorodzinnego; spółki z grupy zajmują się realizacją deweloperskich projektów mieszkaniowych, generalnym wykonawstwem, a także organizacją i zarządzaniem projektami inwestycyjnymi (w tym w formie zamkniętych funduszy inwestycyjnych) w obszarze nieruchomości mieszkaniowych.

### Publiczny obrót papierami wartościowymi:

- obligacje – rynek Catalyst GPW w Warszawie

### Zarząd:

- Michał Sapota – Prezes Zarządu
- Nikodem Iskra – Wiceprezes Zarządu.

## Historia

Murapol rozpoczął działalność w 2001 roku w formie prawnej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Początkowo spółka realizowała coraz większe mieszkaniowe projekty deweloperskie tylko w rejonie swojej siedziby, tj. w Bielsko Białej. W 2006 roku Murapol rozpoczął realizację nowych projektów deweloperskich również w Krakowie, a w roku 2007 także we Wrocławiu i w Tychach.

W 2007 roku nastąpiło przekształcenie formy prawnej przedsiębiorstwa z dotychczasowej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w spółkę akcyjną.

W latach 2008-2009, w okresie spowolnienia gospodarczego i kryzysu na rynku nieruchomości, spółka kontynuowała rozwój skali działalności, poszerzając obszar działania o Gdańsk i Katowice.

W roku 2009 Murapol, jako jeden z pierwszych deweloperów w Polsce, wprowadził do publicznego obrotu na rynku Catalyst wyemitowane przez spółkę obligacje.

W roku 2011 Murapol otworzył oddziały w Warszawie i Poznaniu, rozpoczynając w tych miastach realizację nowych projektów deweloperskich. Jednocześnie spółka kontynuowała kolejne etapy projektów w dotychczasowych miastach: Bielsku Białej, Tychach, Krakowie i Wrocławiu.

W kolejnych latach spółka realizowała coraz większe projekty deweloperskie, dokonując jednocześnie zmian organizacyjno-prawnych w ramach struktury swojej grupy kapitałowej. W celach optymalizacji podatkowej (odroczenie płatności podatku dochodowego w czasie) stopniowo coraz większa część projektów deweloperskich włączana była w struktury zamkniętych funduszy inwestycyjnych, tworzonych dla Murapolu przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

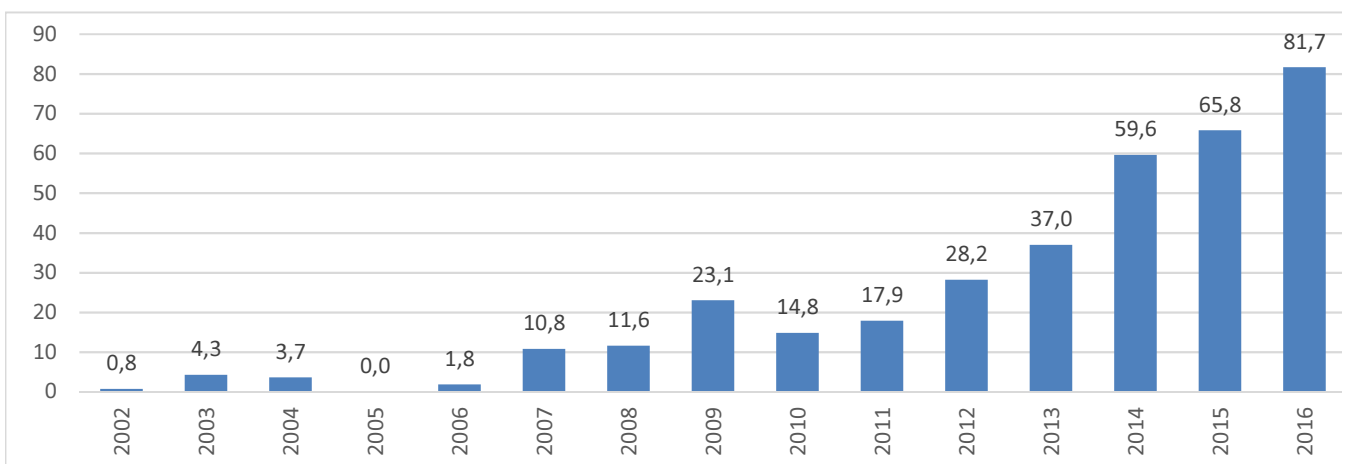
W kwietniu 2016 roku Murapol przejął spółkę giełdową Variant S.A. za kwotę ok. 37,7 mln zł (jej nazwa została następnie zmieniona na Abadon Real Estate S.A.) i rozpoczął przenoszenie spółek operacyjnych pod markę Abadon. W maju 2017 roku, w wyniku sfinalizowania transakcji przejęcia 100% udziałów spółki Petrofox Sp. z o.o. do grupy Abadon Real Estate trafiła również spółka budowlana Awbud S.A. Grupa Murapol stała się tym samym właścicielem większościowego pakietu (55,48%) akcji Awbudu.

Murapol przewiduje dla Abadon Real Estate rolę generalnego wykonawcy dla części projektów deweloperskich. Spółka ta ma również rozwijać się poprzez świadczenie usług dla podmiotów zewnętrznych. Grupa Abadon Real Estate będzie konsolidowana w sprawozdaniu Murapol S.A. poprzez wycenę jej akcji.

Murapol obecny jest w 12 miastach Polski, w kolejnych czterech nabył grunty i rozpoczął procedury prowadzące do uzyskania pozwolenia na budowę. Ponadto Spółka rozpoczyna inwestycje zagraniczne na zakupionych działkach w Berlinie i Zossen (Niemcy) oraz w Edynburgu (Szkocja).

Zestawienie wielkości powierzchni mieszkań oddanych przez Murapol do użytku w poszczególnych latach przedstawia wykres nr 1.

**Wykres 1. Murapol – powierzchnia mieszkań oddanych do użytku w poszczególnych latach (tys. m kw. PUM)**



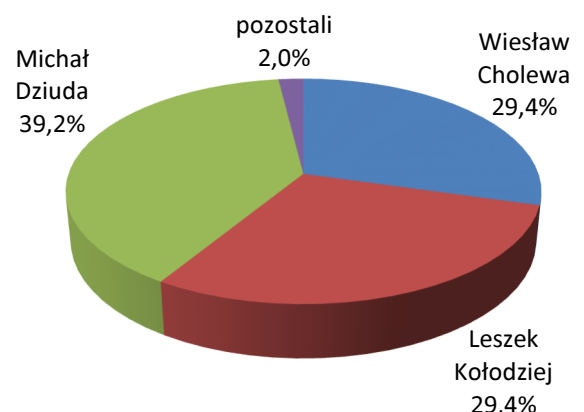
Źródło: Murapol S.A.

## Akcjonariat

Akcjonariuszami Murapol S.A. jest obecnie pięć osób fizycznych posiadających bezpośrednio oraz pośrednio odpowiednio:

- Michał Dziuda – 16 mln akcji, stanowiących 39,2% udział w kapitale
- Wiesław Cholewa – 12 mln akcji, stanowiących 29,4% udział w kapitale
- Leszek Kołodziej – 12 mln akcji, stanowiących 29,4% udział w kapitale
- Michał Sapota oraz Nikodem Iskra – 800 tys. akcji, stanowiących 2,0% udział w kapitale.

**Wykres 2. Murapol S.A. – akcjonariat**



Źródło: Murapol S.A.

Zaangażowanie członków zarządu w akcjonariat Spółki oceniamy pozytywnie. Ogólnie jednak prawdopodobieństwo wsparcia spółki przez właścicieli w sytuacji kryzysowej, ze względu na bardzo dużą już obecnie skalę działalności i brak inwestora strategicznego charakteryzującego się wysoką wiarygodnością finansową oceniamy jako niskie.

## Grupa kapitałowa

Struktura grupy kapitałowej Murapol S.A. jest bardzo złożona, ponieważ składa się ona z kilkudziesięciu spółek. Kilka z nich zajmuje się działalnością usługową na rzecz spółki-matki oraz innych spółek w ramach grupy (projektowanie, generalne wykonawstwo, budownictwo, a także nowopowstała spółka asset management). Pozostałe przedsiębiorstwa to spółki celowe, tworzone do realizacji poszczególnych projektów deweloperskich. Część z nich należy przy tym bezpośrednio lub pośrednio do Murapol S.A., natomiast kilkanaście firm włączonych zostało w struktury zamkniętych funduszy inwestycyjnych.

Zestawienie funduszy inwestycyjnych wchodzących w skład grupy Murapol S.A. przedstawia tabela nr 1.

**Tabela 1. Fundusze inwestycyjne należące do grupy Murapol S.A.**

Nazwa funduszu	TFI	Wartość aktywów netto
Polski Deweloperski FIZ	Forum TFI	207,1 mln zł
Trigon Profit XVII FIZ	Trigon TFI	86,2 mln zł
Trigon Profit XIX FIZ	Trigon TFI	74,1 mln zł
Trigon Profit III FIZ	Trigon TFI	31,5 mln zł
EQUES Lokum Stabilizowany 8.5 FIZ	EQUES Investment TFI	0,1 mln zł
EQUES Lokum Stabilizowany 6.0 FIZ	EQUES Investment TFI	0,1 mln zł

Źródło: Murapol S.A.

Zgodnie z przyjętą strategią Murapol S.A. pełni jedynie rolę holdingu inwestycyjnego i nie będzie bezpośrednio realizować już żadnych projektów deweloperskich, a zdecydowana większość grupy kapitałowej ma funkcjonować w strukturach funduszy inwestycyjnych.

## Model biznesowy

Murapol od długiego już czasu realizuje inwestycje deweloperskie kompleksowo i praktycznie samodzielnie, tj. w ramach grupy wyszukiwane i nabywane są grunty pod zabudowę, projektowane są budynki, a także realizowane jest generalne wykonawstwo inwestycji. Podwykonawcom zlecane są tylko poszczególne etapy prac budowlanych. Pozwala to spółce na kumulowanie w ramach grupy kapitałowej marży z dużej części procesu realizacji inwestycji deweloperskich, a także na zwiększenie elastyczności działania oraz zmniejszenie zależności od podmiotów zewnętrznych i jednocześnie zwiększenie kontroli nad kosztami i jakością realizacji inwestycji budowlanych.

Szybko zwiększająca się skala działalności Murapolu oraz realizacja większości zadań w ramach grupy wiąże się jednak także z dużym wzrostem zatrudnienia (w ramach grupy Murapol zatrudnionych jest obecnie ok. 350 osób), co z jednej strony może skutkować trudnościami w efektywnym zarządzaniu personelem, a z drugiej wiąże się z generowaniem coraz wyższych kosztów stałych, których ewentualna redukcja w okresie dekoniunktury może być trudna.

W kontekście oceny ryzyka kredytowego spółki pozytywnie oceniamy model realizacji procesu deweloperskiego funkcjonujący w Murapolu. Jego poszczególne główne etapy przedstawiają się następująco:

- wybór lokalizacji pod inwestycję i warunkowa umowa przedwstępna na zakup gruntu (wpłacany jest jedynie zادةk)
- wykonanie projektu budowlanego i uzyskanie pozwolenia na budowę
- finalna umowa na zakup gruntu (płatność za grunt)

- rozpoczęcie prac budowlanych oraz niemal jednoczesne wprowadzenie mieszkań do oferty
- sprzedaż mieszkań (przedpłaty klientów finansują kolejne etapy budowy w ramach otwartego rachunku powierniczego).
- oddanie budynku do użytku (zwykle prawie wszystkie mieszkania są już wówczas sprzedane, a projekt wygenerował już wysokie dodatnie przepływy pieniężne).

Murapol w procesie realizacji projektu deweloperskiego zwykle musi sfinansować we własnym zakresie (ze środków własnych oraz np. obligacji) praktycznie tylko zakup gruntu i prace projektowe oraz ewentualne pierwsze prace budowlane. Zakup materiałów budowlanych oraz sama budowa finansowana jest z jednej strony kredytem kupieckim u dostawców, a z drugiej strony przedpłatami od klientów. Dodatni cash flow netto z inwestycji pojawia się więc na bardzo wczesnym etapie inwestycji – już po 4-6 kwartałach od zakupu gruntu.

Spółka przyjęła politykę niekupowania gruntów na zapas (praktyczny brak banku ziemi). Działki kupowane są przez Murapol z zamiarem rozpoczęcia budowy w bardzo krótkim czasie. Spółka finalizuje przy tym umowy nabycia gruntów tylko wtedy jeśli uzyska dla konkretnej inwestycji pozwolenie na budowę (przy założonej w projekcie powierzchni użytkowej mieszkań). Zakup działek pod kolejne etapy poszczególnych większych projektów rozłożony jest w czasie.

Powyższa strategia w zakresie finansowania inwestycji (w tym zakupu gruntów) pozwala spółce zmniejszać ogólne zapotrzebowanie na finansowanie i tym samym zwiększać efektywność wykorzystywania posiadanego majątku i kapitału własnego.

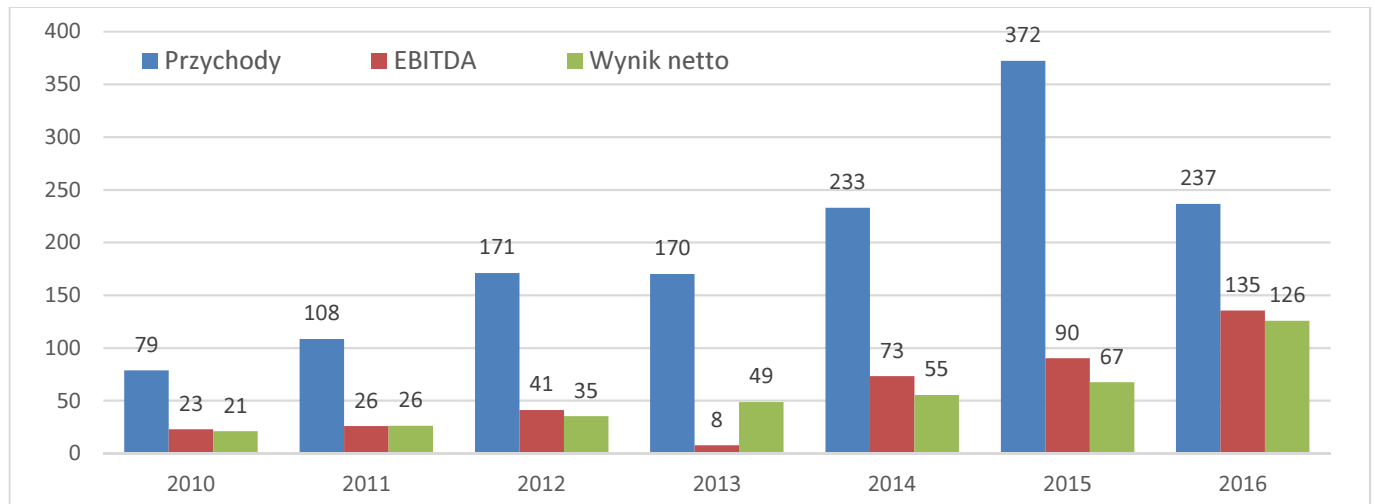
W ostatnich latach Murapol lewaruje natomiast skalę działalności w nieco inny sposób, niż poprzez zwiększanie własnego zadłużenia. Spółka realizuje bowiem część projektów deweloperskich w ramach spółek celowych tworzonych wraz z partnerami zewnętrznymi (którzy np. wnoszą do spółki grunt). Coraz większa część (docelowo ma to być całość) projektów realizowana jest także poprzez spółki celowe umiejscowione w zamkniętych funduszach inwestycyjnych, których certyfikaty posiada zarówno sam Murapol, jak również które oferowane są zewnętrznym inwestorom finansowym (spółka zarabia w tym wypadku na opłacie za zarządzanie realizacją projektów wchodzących w skład FIZ-u).

## Analiza finansowa

Skonsolidowane sprawozdania finansowe Grupy Murapol S.A. zawierają tabele nr 7-10 na końcu raportu.

### Rachunek zysków i strat

**Wykres 3. Grupa Murapol S.A. – skonsolidowane przychody, wynik EBITDA i wynik netto (mln PLN)**



Źródło: skonsolidowane sprawozdania finansowe Murapol S.A.

Przychody ze sprzedaży Murapolu do 2015 roku charakteryzowały się ogólną tendencją wzrostową, odzwierciedlając rosnącą skalę działalności przedsiębiorstwa. W sprawozdaniu za 2016 rok zauważyć można znaczny spadek przychodów w porównaniu do wartości z 2015 roku. Wiąże się to z tym, że Murapol nie konsoliduje wyników części spółek zależnych, a ponadto począwszy od IV. kwartału 2014 r. jednostka dominująca grupy – Murapol S.A. sporządza sprawozdania finansowe jako podmiot inwestycyjny (zgodnie z MSSF 10 i 12). Utrudnia to obecnie analizę rachunku zysków i strat spółki oraz zmniejsza porównywalność danych pomiędzy okresami.

Ponadto w 2016 roku miała miejsce reklasyfikacja spółek operacyjnych, polegająca na przeniesieniu ich do struktur grupy Abadon Real Estate S.A. powstałej na bazie przejętej przez Murapol spółki giełdowej Variant S.A. Spółki te zgodnie z modelem funkcjonowania podmiotu inwestycyjnego stały się lokatą, a cała grupa ujmowana jest w sprawozdaniu skonsolidowanym w pozycji „aktywa finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy” z pominięciem rachunku zysków i strat. W maju 2017 roku, w wyniku sfinalizowania przejęcia całości udziałów spółki Petrofox Sp. z o.o. przez Abadon Real Estate, Grupa Murapol objęła również pośrednio pakiet większościowy (55,48%) akcji spółki Awbud S.A.

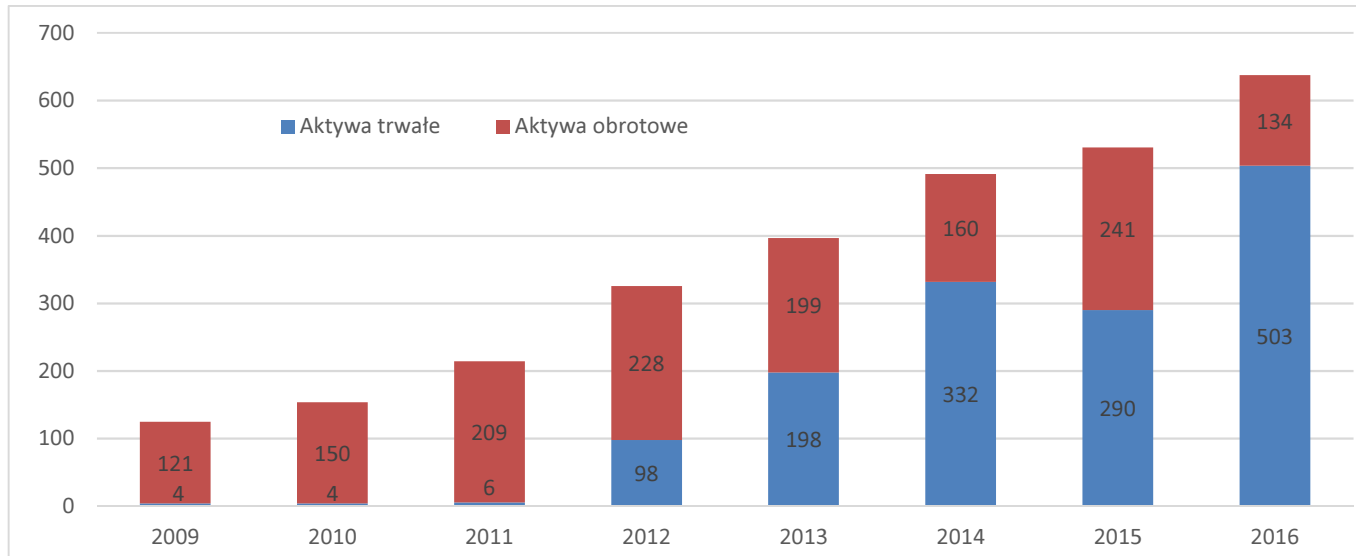
Murapol wykazuje przy tym stale dodatnie, oraz ogólnie wysokie i nadal rosnące wyniki finansowe na poziomie EBITDA oraz netto.

Przy ocenie zmian wartości osiągniętych przez Murapol wyników finansowych należy także uwzględnić specyfikę działalności spółki. Realizacja poszczególnych faz dużych projektów deweloperskich oraz inwestycyjnych może istotnie wpływać na wysoką zmienność wykazywanych w poszczególnych okresach przychodów i wyników.



## Bilans – aktywa

Wykres 4. Grupa Murapol S.A. – struktura aktywów bilansu (mIn PLN)



Źródło: skonsolidowane sprawozdania finansowe Murapol S.A.

Suma aktywów Grupy Murapol rosła dynamicznie w ciągu ostatnich lat (w latach 2009-2016 był to wzrost czterokrotny), na skutek realizowania przez spółkę coraz większej liczby i coraz większych projektów deweloperskich.

W ciągu ostatnich pięciu lat miała przy tym miejsce znacząca zmiana struktury aktywów Murapolu. Do roku 2011 włącznie niemal całość aktywów spółki stanowiły aktywa obrotowe, na które składały się głównie zapasy (w pozycji tej ujmowane były posiadane przez spółkę grunty i projekty deweloperskie w trakcie realizacji). W latach 2012-2013 zwiększyła się znacznie wartość majątku trwałego, głównie na skutek rozpoczęcia przez Murapol realizacji projektów nabytych w zamian za aport (w postaci ziemi), a także przeniesienia części spółek celowych do zamkniętych funduszy inwestycyjnych (głównie w celu umożliwienia pozyskiwania do realizowanych przez Murapol projektów zewnętrznych inwestorów finansowych). Tego typu składniki majątku wykazywane są w aktywach trwałych w pozycji „aktywa finansowe dostępne do sprzedaży” oraz „aktywa finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy”.

Na koniec 2014 roku spółka przeszła całkowicie na rachunkowość jednostki inwestycyjnej, co skutkowało m.in. przeksięgowaniem większości pozostałych projektów wykazywanych dotychczas w „zapasach” do poszczególnych pozycji aktywów trwałych.

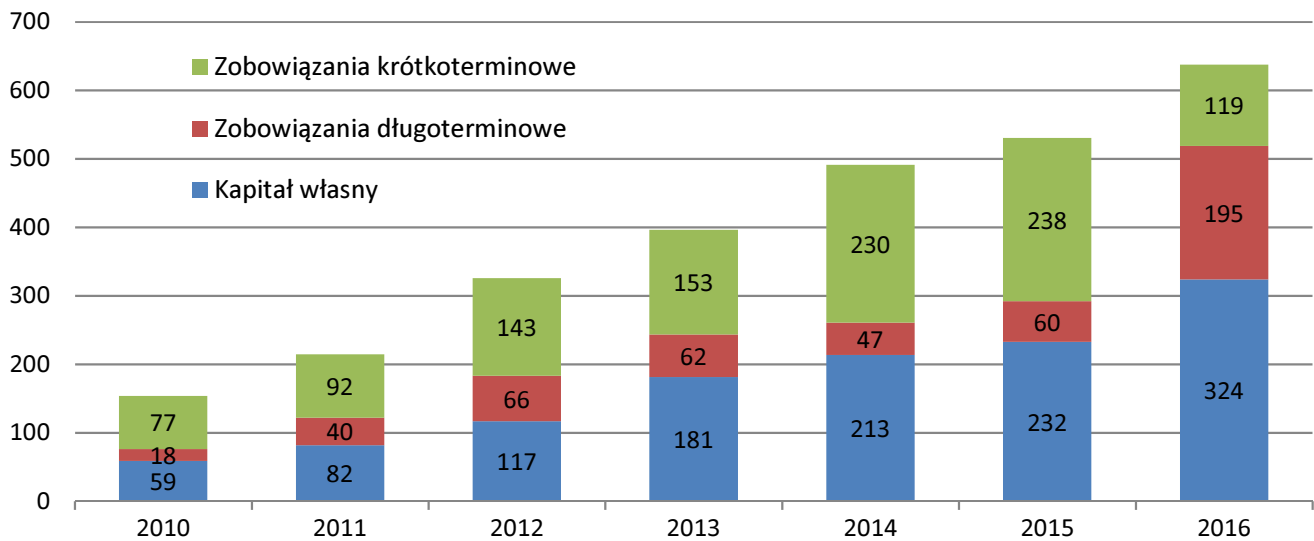
W 2016 roku Murapol przejął giełdową spółkę Variant S.A. (obecnie Abadon Real Estate S.A.) w struktury której przenosi wszystkie spółki operacyjne grupy kapitałowej. Jednocześnie spółka Abadon Real Estate S.A. nie jest konsolidowana, a jedynie wykazywana wraz z innymi spółkami celowymi w pozycji „aktywa finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy”.

Ponadto Grupa Murapol (poprzez Abadon Real Estate) przejęła w maju 2017 r. wszystkie udziały w spółce Petrofox Sp. z o.o., dzięki czemu przejęła również kontrolę nad spółką budowlaną Awbud S.A.

Według stanu na koniec 2016 roku aktywa trwałe stanowiły 79% łącznej bilansowej wartości majątku spółki zarówno na poziomie skonsolidowanym jak i jednostkowym.

**Bilans – pasywa**

**Wykres 5. Grupa Murapol S.A. – struktura pasywów bilansu (mln PLN)**



Źródło: skonsolidowane sprawozdania finansowe Murapol S.A.

Wartość kapitału własnego Murapolu rosła w ostatnich latach systematycznie (zarówno na poziomie skonsolidowanym, jak i jednostkowym), na co decydujący wpływ miały wypracowywane przez Spółkę zyski. Udział kapitału własnego w sumie pasywów charakteryzował się przy tym lekką tendencją wzrostową (na poziomie skonsolidowanym wzrost z 34% w roku 2009 do 51% na koniec 2016 roku), co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego spółki oceniamy pozytywnie.

Zobowiązania spółki do końca 2015 roku składały się głównie ze zobowiązań krótkoterminowych (głównie z tytułu kredytów i pożyczek oraz z tytułu dostaw i usług), które stanowiły w ostatnich latach ok. 40-50% łącznych pasywów. Zobowiązania długoterminowe (głównie finansowe) miały w tym czasie natomiast zaledwie kilkunastoprocentowy udział w sumie pasywów i składały się na nie niemal w całości wyemitowane przez spółkę obligacje o terminie zapadalności dłuższym niż 12 miesięcy licząc od dnia sporządzenia bilansu.

W 2016 roku część długu krótkoterminowego została zrolowana w wyniku emisji obligacji oraz zaciągnięcia kredytów i tym samym przeklasyfikowana do zobowiązań długoterminowych. W efekcie ich udział w sumie bilansowej zwiększył się do 31%. Pozostałe 19% pasywów stanowiły zobowiązania krótkoterminowe.

**Tabela 2. Murapol S.A. – wyemitowane obligacje pozostające do wykupu (stan na 30.04.2017 r.)**

Rodzaj i seria obligacji	Data emisji	Nominał do wykupu	Oprocentowanie	Płatność odsetek	Termin wykupu
kuponowe 3-letnie (seria P)	29.04.2015	30 000 000	WIBOR3M+ 4,60%	kwartalnie	29.04.2018
kuponowe 3-letnie (seria R)	19.10.2015	22 485 700	WIBOR3M+ 4,60%	kwartalnie	19.10.2018
kuponowe 3-letnie (seria S)	31.08.2016	45 000 000	stała stopa 6%	kwartalnie	31.08.2019
kuponowe 3-letnie (seria T)	31.10.2016	10 000 000	WIBOR3M+ 4,10%	kwartalnie	31.10.2019
kuponowe 3-letnie (seria U)	28.10.2016	5 000 000	WIBOR3M+ 4,05%	kwartalnie	28.10.2019
kuponowe 3-letnie (seria W)	22.02.2017	11 827 000	WIBOR3M+ 4,05%	kwartalnie	22.02.2020
kuponowe 3-letnie (seria Z)	21.03.2017	13 173 000	WIBOR3M+ 4,05%	kwartalnie	21.03.2020

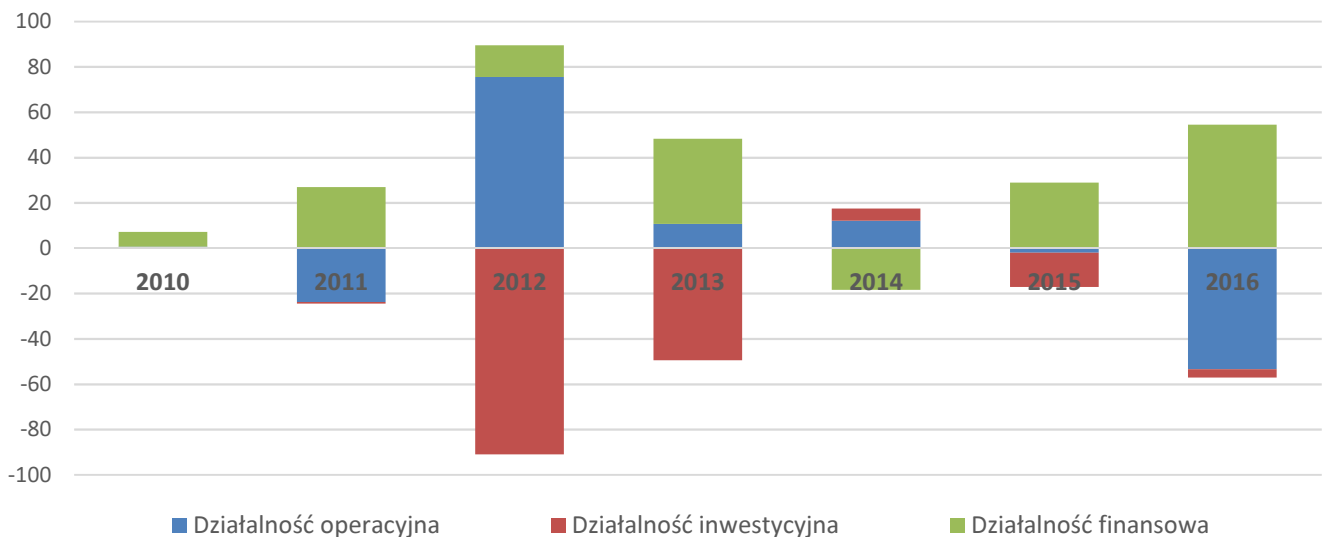
Źródło: Murapol S.A.



Według stanu na koniec kwietnia 2017 roku Murapol miał wyemitowane siedem serii obligacji pozostających do wykupu, o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 137,5 mln zł. Z tego dwie serie (o łącznej wartości 52,5 mln zł) zapadają w 2018 roku, a pozostałe w II. połowie 2019 roku oraz I. połowie 2020 roku.

## Rachunek przepływów pieniężnych

Wykres 6. Grupa Murapol S.A. – przepływy pieniężne (mln PLN)



Źródło: skonsolidowane sprawozdania finansowe Murapol S.A.

Przepływy pieniężne Murapolu charakteryzują się bardzo wysoką zmiennością. Przepływy z działalności operacyjnej nie są przy tym skorelowane z wartością wyniku EBITDA grupy, a wartość przepływów z działalności inwestycyjnej w poszczególnych latach nie odpowiada zmianom skali realizowanych projektów inwestycyjnych. Niska transparentność i reprezentatywność rachunku przepływów pieniężnych Murapolu wynika m.in. z faktu, że spółka nie konsoliduje części spółek zależnych, a ponadto od roku 2012 coraz większa część działalności operacyjnej grupy Murapol prowadzona była poprzez spółki celowe wniesione do zamkniętych funduszy inwestycyjnych.

Wysokie wartości nakładów inwestycyjnych wykazane w skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych Murapolu za lata 2012-2013 związane były właśnie głównie z przenoszeniem przez spółkę-matkę deweloperskich projektów inwestycyjnych do funduszy (w rachunku przepływów pieniężnych obejmowanie certyfikatów udziałowych w funduszach ujmowane było jako „wydatki na nabycie aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży”).

Ponieważ skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych Murapolu w praktyce nie obejmuje przepływów generowanych przez spółki nieobjęte konsolidacją oraz przez spółki celowe wniesione do funduszy inwestycyjnych (jest to obecnie już większość działalności operacyjnej i inwestycyjnej grupy) wartość informacyjną tej części sprawozdania finansowego należy uznać za mocno ograniczoną.

## Analiza wskaźnikowa

Opis formuł omawianych wskaźników finansowych zawiera tabela nr 11 zamieszczona na końcu raportu.

**Tabela 3. Grupa Murapol S.A. – wskaźniki rentowności sprzedaży**

Rentowność sprzedaży	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dynamika przychodów ze sprzedaży	-4,7%	38,0%	57,7%	-0,5%	37,0%	59,7%	-36,4%
Marża EBITDA	29,1%	23,7%	24,0%	4,4%	31,4%	24,2%	57,2%
Marża operacyjna	28,4%	23,4%	23,6%	4,0%	31,0%	23,9%	56,7%
Marża netto	26,6%	24,1%	20,6%	28,6%	23,7%	18,1%	53,2%

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Murapol S.A.

Murapol działa w branży podlegającej dość wysokiej cykliczności (popyt na mieszkania uzależniony jest w dużym stopniu od wahań koniunktury gospodarczej oraz od głównych czynników makroekonomicznych wpływających na rynek nieruchomości).

Działalność spółki charakteryzuje się dość stabilną i ogólnie wysoką rentownością, co oceniamy bardzo pozytywnie. Jest to m.in. pochodną modelu biznesowego Murapolu, zakładającego realizację tylko takich projektów deweloperskich, na których zakładana marża brutto wynosi co najmniej 30% (jest to wyższa marża niż przeciętna dla innych dużych deweloperów mieszkaniowych).

Wyraźne obniżenie wskaźników rentowności, jakie miało miejsce w 2013 roku wynikało głównie ze wzrostu kosztów własnych sprzedaży (przy stabilnej wartości przychodów), a także ze stosunkowo wysokich pozostałych kosztów operacyjnych (na które składały się m.in. odpisy aktualizujące zapasy i należności). W późniejszym czasie rentowność powróciła do poprzednich wysokich poziomów.

Z kolei znaczny wzrost rentowności w 2016 roku był z jednej strony pochodną dobrej koniunktury na rynku deweloperskim, a z drugiej – konsekwencją zmian w strukturze grupy kapitałowej, jakie nastąpiły po przejściu spółki Variant S.A. (miało to wpływ również na obniżenie się wartości przychodów).

Przy ocenie rentowności Murapolu należy brać pod uwagę fakt, że w ostatnich latach spółka działała w warunkach bardzo korzystnej koniunktury na rynku mieszkaniowym i rosnącego popytu, co ułatwiało spółce rozwijanie skali działalności i uzyskiwanie wysokich wyników finansowych. Ewentualne osłabienie koniunktury może mieć negatywne przełożenie na poziom sprzedaży oraz osiągnięte marże. Z uwagi na dotychczasowy bardzo wysoki poziom marż Murapol ma w tym zakresie spory margines bezpieczeństwa.

**Tabela 4. Grupa Murapol S.A. – wskaźniki finansowania**

Finansowanie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Zadłużenie aktywów ogółem	0,62	0,62	0,64	0,54	0,57	0,56	0,49
Finansowanie aktywów kap. własnym	0,38	0,38	0,36	0,46	0,43	0,44	0,51
Pokrycie aktywów trwałych	19,60	22,06	1,88	1,23	0,79	1,01	1,03
Stabilność finansowania	0,50	0,57	0,56	0,61	0,53	0,55	0,81
Zobowiązania razem / Sprzedaż	1,21	1,22	1,22	1,27	1,19	0,80	1,32
Zobowiązania netto / EBITDA	3,8	4,7	4,9	27,5	3,8	3,2	2,2
Dług finansowy netto / EBITDA	1,6	2,6	2,2	17,0	2,0	1,6	1,7
Dług finansowy netto / kapitał własny	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,7
EBITDA / odsetki zapłacone	5,7	6,8	5,4	0,8	5,0	13,2	17,4

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Murapol S.A.

Struktura finansowania aktywów Murapolu ulegała w ostatnich latach stopniowej poprawie, co odzwierciedla m.in. wskaźnik zadłużenia aktywów ogółem, który zmniejszył się z 66% w roku 2009 do 49% w 2016 roku. Wzrost finansowania aktywów kapitałem własnym (z 34% w roku 2009 do 51% na koniec 2016 roku) z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego spółki należy ocenić pozytywnie, a obecną strukturę pasywów można już określić jako zadowalającą.

Bardzo dużej zmianie w ciągu ostatnich lat uległy wartości wskaźnika pokrycia aktywów trwałych. W latach 2009-2011 osiągał on bardzo wysoki poziom – głównie ze względu na fakt, że spółka wykazywała wówczas znikome wartości aktywów trwałych. Od roku 2012 następowało stopniowe przenoszenie większości aktywów wykazywanych dotychczas jako zapasy do poszczególnych pozycji aktywów trwałych. Ponieważ Murapol w niewielkim stopniu korzystał wtedy z zadłużenia długoterminowego, wzrost wartości majątku trwałego przełożył się na pogorszenie wskaźnika pokrycia aktywów trwałych kapitałem stałym – do ok. 0,8-0,9. Od kilku kwartałów jego wartość utrzymuje się w okolicach 1,0 (poziom zadowalający).

Należy wziąć również pod uwagę fakt, że Murapol w aktywach trwałych wykazuje obecnie również składniki majątku charakteryzujące się stosunkowo wysoką płynnością (są to głównie realizowane projekty deweloperskie przez spółki celowe znajdujące się w strukturach funduszy inwestycyjnych; aktywa tego typu wykazywane są przez firmy deweloperskie zwykle jako zapasy).

Wskaźnik stabilności finansowania (relacja kapitału własnego i zobowiązań długoterminowych do aktywów ogółem) w ostatnich latach przyjmował wartości ok. 0,5-0,6. W 2016 roku wzrósł on do ok. 0,8, co należy ocenić już jako poziom bezpieczny. Także relację wartości łącznych zobowiązań do wielkości rocznych przychodów ze sprzedaży, a także relację długu oprocentowanego netto do kapitału własnego oceniamy jako stosunkowo bezpieczne.

Poziom relacji długu oprocentowanego netto do EBITDA – m.in. dzięki wysokiej rentowności działalności Murapolu – przyjmował w ostatnich latach (oprócz jednorazowego wysokoku w roku 2013) dość stabilne i umiarkowane wartości. Pokrycie płaconych przez spółkę odsetek wynikiem EBITDA (oprócz roku 2013) było dość wysokie, co oceniamy pozytywnie. Ze względu na możliwe wysokie wahania wyników finansowych do oceny obu tych wskaźników w przypadku firm deweloperskich należy jednak podchodzić z ostrożnością.

**Tabela 5. Grupa Murapol S.A. – wskaźniki płynności**

Płynność	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Płynność bieżąca	1,94	2,27	1,60	1,30	0,69	1,01	1,13
Płynność szybka	0,28	0,33	0,23	0,27	0,59	0,95	0,91
Płynność szybka bez zaliczek	0,45	0,41	0,31	0,30	0,66	1,08	0,92
Płynność natychmiastowa	0,10	0,11	0,06	0,05	0,01	0,06	0,09
Aktywa obrot. / krótkoterm. zobow. fin.	5,56	5,26	6,46	2,63	1,50	2,22	2,41
Gotówka / krótkoterm. zobow. fin.	0,29	0,26	0,25	0,10	0,02	0,12	0,19

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Murapol S.A.

Wskaźnik płynności bieżącej Murapolu w latach 2009-2012 przyjmował wysokie i bezpieczne wartości, jednak w latach 2012-2014 miał miejsce duży spadek poziomu tego wskaźnika. Było to głównie rezultatem zmian w strukturze aktywów spółki, wynikających głównie z przekształceń organizacyjno-prawnych w ramach grupy kapitałowej (realizacja projektów deweloperskich w coraz większym stopniu poprzez

spółki celowe w funduszach inwestycyjnych oraz przejście Murapolu od końca roku 2014 na sprawozdawczość jednostki inwestycyjnej). W latach 2015-2016 wartość tego wskaźnika nadal podlegała wysokim wahaniom (w zakresie 0,7-1,1) i była ogólnie niska. Z uwagi na stosowane przez Grupę Murapol zasady rachunkowości wartość informacyjna tego wskaźnika jest jednak ograniczona.

Bardzo niska w poprzednich latach była płynność szybka (uwzględniająca aktywa bieżące z wyłączeniem zapasów), która (poza wyjątkowo niekorzystnym pod tym względem rokiem 2009) oscylowała na poziomie zaledwie ok. 0,25-0,30. Od 2014 roku wskaźnik ten uległ znacznej poprawie (głównie na skutek spadku zapasów i wzrostu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych krótkoterminowych aktywów finansowych). Od 2015 roku jego poziom mieści się już w zalecanej przedziale i wynosi ok. 0,9, jednak wzrost ten wynikał w dużym stopniu ze spadku wartości zobowiązań krótkoterminowych (będącego efektem wydłużenia zapadalności długu).

Bardzo niskie wartości w przypadku Murapolu przyjmował stale także wskaźnik płynności gotówkowej. Pomimo poprawy w tym zakresie w latach 2015-2016, wskaźnik ten nadal przyjmował niskie wartości.

Przy ocenie sytuacji płynnościowej Murapolu należy jednak wziąć pod uwagę fakt, że typowe wskaźniki płynności nie odzwierciedlają w pełni sytuacji spółki w tym zakresie. Wynika to głównie ze wspomnianej wcześniej specyfiki ujmowania w księgach spółki poszczególnych rodzajów aktywów, skutkującej wykazywaniem w aktywach trwałych majątku, który w skonsolidowanych sprawozdaniach typowych firm deweloperskich wykazywany byłby jako zapasy, należności lub też gotówka i wpływałby na podwyższenie wskaźników płynności na poszczególnych poziomach.

W przypadku Murapolu część płynnych aktywów należących do grupy kapitałowej „ukryta” jest w spółkach celowych (w tym nieobjętych konsolidacją, a także włączonych do zamkniętych funduszy inwestycyjnych). Jakkolwiek spółka-matka grupy wykazuje te aktywa w całości jako majątek trwały, to w praktyce korzysta ona z płynności dostępnej w spółkach w ramach grupy kapitałowej. Dotyczy to także dysponowania gotówką, która w miarę potrzeb przesuwana jest (m.in. poprzez pożyczki) pomiędzy spółkami w grupie oraz spółką-matką (tzw. *cash-pooling*, zwiększający efektywność gospodarowania gotówką w ramach grupy). Różnicę w płynności ujawnianej w sprawozdaniu finansowym Murapolu obrazuje fakt, iż na koniec 2016 roku spółka wykazywała w skonsolidowanym sprawozdaniu środki pieniężne na poziomie zaledwie 10,7 mln zł, natomiast w spółkach należących do holdingu nieuwzględnionych w konsolidacji znajdowała się oprócz tego gotówka w kwocie ok. 97,7 mln zł, z której grupa Murapol mogła korzystać w ramach *cash pooling*). Faktyczny wskaźnik płynności natychmiastowej kształtował się więc na poziomie 0,91, a nie 0,09 – jak wynikałoby to z analizy skonsolidowanego sprawozdania finansowego.

Przy ocenie płynności Murapolu należy uwzględnić także fakt, że w ostatnich kwartałach około 1/4 łącznych zobowiązań krótkoterminowych (a w 2016 roku nawet ponad 1/3) stanowiła pozycja „pozostałe zobowiązania krótkoterminowe”, na które składały się w większości rozrachunki Murapolu ze spółkami-córkami. Ich spłatę spółka również może dostosowywać do bieżących potrzeb w ramach *cash-poolingu*.

Ponadto Murapol w razie potrzeby ma możliwość sprzedaży zewnętrznym inwestorom części posiadanych certyfikatów w funduszach inwestycyjnych, co oznacza możliwość w miarę szybkiego upłynnienia udziałów w poszczególnych projektach deweloperskich gdyby zaszła taka konieczność.

Ze względu jednak na zmniejszenie transparentności sprawozdawczości spółki, wynikające ze zmian zasad rachunkowości oraz z „ukrycia” dużej części aktywów w funduszach inwestycyjnych, ocena faktycznej sytuacji płynnościowej Murapolu jest obecnie utrudniona, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego spółki zaliczamy do czynników negatywnych.

**Tabela 6. Grupa Murapol S.A. – wskaźniki efektywności**

Efektywność	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Obrotowość aktywów	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,7	0,4
Cykl zapasów (dni)	568	501	357	337	126	11	10
Cykl należności handlowych (dni)	10	17	15	18	74	94	103
Cykl zobowiązań handlowych (dni)	54	60	87	105	73	46	43
Cykl konwersji gotówki (dni)	524	458	285	251	127	59	70
Zwrot na aktywach (ROA)	15,0%	14,2%	13,1%	13,5%	12,4%	13,2%	21,5%
Zwrot na kapitale własnym (ROE)	41,1%	37,1%	34,7%	32,4%	28,9%	30,5%	45,6%

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Murapol S.A.

Działalność Murapolu charakteryzuje się stosunkowo niską obrotowością aktywów. Jest to jednak typowe zjawisko dla firm deweloperskich, posiadających wysoki majątek w relacji do rocznych przychodów ze sprzedaży.

W ciągu ostatnich kilku lat znacznemu skróceniu uległ cykl konwersji gotówki – głównie na skutek dużego spadku bilansowej wartości zapasów (cykl zapasów spadł z ponad 500 dni do ok. 60-70). Ponieważ jednak wynikało to głównie ze zmian organizacyjno-rachunkowych w spółce, a nie ze zmian w działalności operacyjnej, trudno jest ocenić czy faktycznie nastąpiła tu poprawa. Przeniesienie dużej części działalności operacyjnej grupy Murapol do struktur funduszy inwestycyjnych skutkuje obecnie zaburzeniem obrazu w zakresie oceny płynności i sprawia, że analiza cyklu gotówki niesie ze sobą niewielką wartość informacyjną.

Do czynników jednoznacznie pozytywnych w kontekście oceny kondycji finansowej spółki zaliczamy natomiast stale wysokie i dość stabilne stopy zwrotu na aktywach (ROA) i na kapitale własnym (ROE), będące pochodną wysokich marż na sprzedaży uzyskiwanych przez grupę Murapol.

## Analiza jakościowa

### Rynek / branża

Rynek deweloperski w segmencie mieszkaniowym charakteryzuje się dość wysoką cyklicznością oraz wrażliwością na zmiany czynników makroekonomicznych. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć: poziom bezrobocia, realna dynamika płac oraz zmiany siły nabywczej ludności w relacji do cen mieszkań, poziom i kierunek zmian stóp procentowych (oprocentowanie depozytów bankowych oraz kredytów hipotecznych), poziom marż kredytowych w bankach oraz skłonność banków do kredytowania nieruchomości oraz firm deweloperskich, a także regulacje (w tym zarówno dotyczące deweloperów, jak i banków) oraz rządowe programy wsparcia budownictwa mieszkaniowego.



Szczyt poprzedniego cyklu koniunktury na rynku nieruchomości oraz budownictwa mieszkaniowego przypadł na przełom lat 2007/2008. Kryzys, jaki nastąpił w kolejnych latach przyczynił się do spadku cen mieszkań oraz spowodował bankructwa części najbardziej zalewarowanych firm deweloperskich.

W ciągu ostatnich 4-5 lat większość czynników makroekonomicznych sprzyjała koniunkturze na rynku mieszkaniowym. Po wcześniejszym spadku (urealnieniu) cen mieszkań, nastąpił jednoczesny wzrost realnych płac oraz znaczący spadek stóp procentowych, co przyczyniło się do zwiększenia siły nabywczej (w relacji do średniej ceny metra kwadratowego mieszkania) oraz zdolności kredytowej konsumentów. Ponadto spadek oprocentowania lokat bankowych zniechęcił także część osób do utrzymywania oszczędności w bankach i przyczynił się z jednej strony do wzrostu popytu na mieszkania kupowane na własne potrzeby, a z drugiej strony także do nabywania mieszkań na wynajem jako korzystniejszej alternatywy dla depozytów bankowych.

Sprzyjające otoczenie makroekonomiczne przyczyniło się w ostatnim czasie do dużej poprawy koniunktury w branży deweloperskiej, co obrazują m.in. rekordy liczby mieszkań sprzedawanych przez poszczególne firmy, jak również bardzo wysoka liczba rozpoczynanych budów mieszkań (w 2016 roku było to 85,5 tys. lokali) oraz ciągle rosnąca liczba wydawanych pozwoleń na budowę (w 2016 roku było to 106,6 tys. – wzrost o ok. 10 proc. r/r). Są to wartości zbliżone lub nawet przewyższające te osiągnięte w szczycie poprzedniego cyklu koniunktury z 2007 roku. Najwięksi deweloperzy oczekują obecnie utrzymania się dobrej koniunktury w branży jeszcze przez co najmniej dwa najbliższe lata.

Znajduje to m.in. swoje odzwierciedlenie w rosnącym popycie na grunty pod zabudowę. Rok 2016 był najlepszy od wielu lat pod względem liczby i wartości transakcji zakupu gruntów, co przełożyło się także na zauważalny wzrost cen działek – w szczególności w największych miastach. Na rosnące ceny gruntów mogących być przedmiotem zainteresowania deweloperów wpływać może także uchwalona przez Sejm w 2016 roku tzw. ustawa rolna, która ograniczyła obrót gruntami nieobjętymi miejscowymi planami zagospodarowania przestrzennego. Wpływ w/w ustawy na sytuację deweloperów jest obecnie jeszcze dość ograniczony, jednak w przyszłości może ona okazać się istotną przeszkodą w rozwoju branży.

Należy także wziąć pod uwagę fakt, że rosnąca podaż mieszkań może napotkać w niedługim czasie barierę popytową. Realna dynamika płac powinna wprawdzie utrzymać się na poziomie kilku procent, jednak w perspektywie średnioterminowej (koniec bieżącego roku lub pierwsza połowa 2018 roku) należy się już raczej spodziewać stopniowych podwyżek stóp procentowych, co z jednej strony może spowodować spadek zdolności kredytowej nabywców mieszkań, a z drugiej wzrost oprocentowania lokat bankowych może wpłynąć negatywnie na popyt ze strony nabywców kupujących mieszkania pod wynajem.

Ponadto wprowadzany od 2016 roku podatek bankowy spowodował już istotne podwyższenie marż kredytów hipotecznych (większość banków stawkę tego podatku w wysokości 0,44 proc. przelicza bezpośrednio na klientów). Czynnikiem negatywnym jest także wzrost wymogów regulacyjnych w stosunku do kredytów hipotecznych (podwyższenie od 2017 roku wymaganego minimalnego wkładu własnego do 20 procent).

Z kolei w styczniu 2018 roku planowane jest uruchomienie ostatniej już transzy środków rządowego programu wsparcia Mieszkanie dla Młodych (wartość transzy to ok. 381 mln zł), co może negatywnie wpłynąć na popyt na mieszkania oferowane przez deweloperów. Kolejnym negatywnym czynnikiem dla branży może okazać się w dłuższym horyzoncie uruchamianie właśnie przez rząd program „Mieszkanie+”.



Tanie mieszkania budowane i oferowane przez państwo mogą zaspokoić część popytu na mieszkania i tym samym stanowić pewną konkurencją dla oferty prywatnych firm deweloperskich.

Powyższe oznacza, że obecne bardzo optymistyczne podejście wielu deweloperów do perspektyw rynku mieszkaniowego może ponownie zostać negatywnie zweryfikowane przez rzeczywistość. Nawet jednak jeżeli koniunktura ulegnie w perspektywie średnioterminowej znacznemu osłabieniu, to nie należy spodziewać się tym razem równie silnego załamania, jak w latach 2008-2009. Obecna koniunktura na rynku mieszkaniowym ma bowiem znacznie zdrowsze podstawy niż poprzednio: pomimo rosnącego popytu ceny mieszkań pozostają względnie stabilne, w ostatnich latach znacznie zwiększyła się siła nabywczą konsumentów (mierzona relacją średniej płacy do ceny metra mieszkania), a większość lokali nabywana jest obecnie za gotówkę na cele własne lub na wynajem, a nie w celach spekulacyjnych.

Ewentualne osłabienie koniunktury będzie więc prawdopodobnie miało ograniczony zasięg i ucierpieć na nim powinny raczej mniejsze firmy deweloperskie, nieposiadające znaczących środków finansowych oraz zdywersyfikowanego portfolio projektów inwestycyjnych.

Czynnikiem pozytywnym dla rozwoju branży może przy tym okazać się rozwój rynku REIT-ów (instytucje posiadające w portfelu nieruchomości pod wynajem i zarządzające nimi) w Polsce. W momencie osłabienia popytu ze strony inwestorów indywidualnych mogą one stać się w przyszłości główną grupą odbiorców dla deweloperów. Wehikuły tego typu mogą być także zakładane również przez same firmy deweloperskie, które będą chciały wejść w segment wynajmu lokali.

## ***Planowane działania / strategia Grupy Murapol***

Grupa Murapol realizuje w ostatnich latach strategię dywersyfikacji geograficznej (wchodzenie na rynki kolejnych miast w Polsce, a także wejście na wybrane rynki zagraniczne – w ciągu czterech ostatnich kwartałów spółka kupiła działki pod budowę budynków wielorodzinnych w Berlinie, Zossen k/Berlina oraz w stolicy Szkocji – Edynburgu) oraz dywersyfikacji portfeli w poszczególnych miastach (realizacja po kilka projektów inwestycyjnych w różnych lokalizacjach i cenach mieszkań). Murapol celuje głównie w segment mieszkań popularnych o podwyższonym standardzie, jednak realizuje także projekty nieco tańsze oraz nieco droższe od średnich. Spółka nie zamierza rozszerzać zakresu swojej działalności o mieszkania z segmentu apartamentowego, ani o nieruchomości komercyjne.

Murapol od dłuższego już czasu działa na skalę ogólnopolską. Spółka obecna jest ze swoją ofertą w takich miastach jak: Bielsko Biała, Kraków, Wrocław, Warszawa, Katowice, Gdańsk, Poznań, Toruń i Łódź. Planowana jest realizacja projektów inwestycyjnych także w mniejszych ośrodkach (takich jak Gdynia, Bydgoszcz, Sosnowiec czy Gliwice). Portfel projektów grupy Murapol należy więc określić jako dobrze zdywersyfikowany geograficznie, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego spółki oceniamy pozytywnie. Zmniejsza to bowiem wrażliwość spółki na wahania popytu na poszczególnych lokalnych rynkach, a także redukuje ryzyko nietrafienia w potrzeby nabywców lub agresywnej konkurencji ze strony innych deweloperów.

Realizowana dotychczas strategia zakładała rozwój organiczny (zwiększanie skali działalności wraz ze wzrostem posiadanych kapitałów, pochodzących z akumulacji wypracowywanych zysków), jednak władze spółki nie wykluczają także ewentualnych przejęć innych firm deweloperskich. Do możliwości takiej Murapol podchodzi jednak oportunistycznie – spółka zainteresowana byłaby tym tylko w przypadku, gdyby nabywany podmiot posiadał atrakcyjne grunty i oferowany był po okazyjnej cenie.

Zgodnie z powyższymi założeniami w 2016 roku Murapol przejął giełdową spółkę Variant S.A., zmienił jej nazwę (na Abadon Real Estate S.A.) oraz profil działalności (na inwestycje deweloperskie) i przenosi do jej struktur wszystkie swoje spółki operacyjne oraz spółki generalnego wykonawstwa. Grupa Murapol od maja 2017 roku posiadają również 55,48% akcji spółki Awbud S.A., które zostały nabyte w wyniku transakcji przejęcia przez Abadon Real Estate wszystkich udziałów w spółce Petrofox Sp. z o.o. Awbud poszerzy segment generalnego wykonawstwa holdingu Murapol.

Strategia finansowa Murapolu zakłada kontynuację finansowania rozwoju skali prowadzonej działalności głównie za pomocą środków własnych. Służyć temu miała realizowana przez spółkę w poprzednich latach polityka dywidendowa, zakładająca wypłatę dla akcjonariuszy jedynie 10% rocznego zysku. Należy przy tym zaznaczyć, że w ostatnich latach struktura finansowania aktywów na podstawie danych bilansowych ulegała stopniowej poprawie, co potencjalnie zwiększa zdolność spółki do wypłat dywidend w przyszłości.

Istotnym źródłem kapitału zewnętrznego mają być dla spółki nadal obligacje. Murapol obecny jest na publicznym rynku papierów dłużnych Catalyst już od 2009 roku.

### ***Uzależnienie od kluczowych odbiorców i dostawców***

Klientami grupy Murapol są w zdecydowanej większości osoby fizyczne nabywające pojedyncze mieszkania lub pakiety kilku lokali. Ponadto spółka ma dobrze zdywersyfikowany geograficznie portfel projektów. Nie występuje więc uzależnienie od żadnych istotnych odbiorców.

Praktycznie wszystkie inwestycje nieruchomościowe spółka realizuje poprzez spółki pełniące role generalnych wykonawców (po przekształceniach w ramach Grupy Murapol tego typu spółki zrzeszone są pod firmą Abadon Real Estate S.A.). Podwykonawcy robót oraz dostawcy materiałów budowlanych są liczni i nie występuje istotne uzależnienie od żadnego z nich.

### ***Istotne czynniki ryzyka***

**Ryzyko makroekonomiczne:** Rynek nieruchomości mieszkaniowych jest rynkiem cyklicznym i w dużym stopniu uzależnionym od zmian czynników makroekonomicznych. Ewentualny wzrost stóp procentowych, wzrost poziomu marż dla kredytów hipotecznych, wzrost poziomu bezrobocia, a także niekorzystne zmiany w rządowych programach wsparcia budownictwa mieszkaniowego, mogą przyczynić się do pogorszenia koniunktury na rynku mieszkaniowym oraz do spadku popytu na oferowane przez firmy deweloperskie nowe mieszkania i/lub na spadek średnich cen mieszkań na rynku, co może wpłynąć negatywnie na marże realizowane przez deweloperów.

W dłuższym horyzoncie czasu negatywnie na skalę popytu na mieszkania oraz na realne ich ceny oddziaływać będzie także niekorzystna sytuacja demograficzna w Polsce (ujemny przyrost naturalny i postępujący spadek populacji, starzenie się społeczeństwa oraz emigracja młodych ludzi).

**Ryzyko zmian prawnych:** Na sytuację na rynku mieszkaniowym mogą istotnie wpływać także zmiany regulacyjne i podatkowe – w tym w szczególności dotyczące sektora bankowego. W najbliższym czasie takimi czynnikami będą: wzrost wymaganego wkładu własnego przy kredytach hipotecznych (od 2017 roku wzrósł on do docelowego poziomu 20 proc.); wprowadzenie podatku od aktywów banków, który spowodował wzrost marż dla kredytów hipotecznych; obowiązujące od 2016 roku wyższe wymogi kapitałowe dla banków narzucone przez nadzór finansowy; a także ewentualne przymusowe dla banków

przewalutowanie walutowych kredytów hipotecznych, które obciążałoby banki większością związanych z tym kosztów i drastycznie osłabiłoby ich zdolność do zwiększania akcji kredytowej.

Ryzyko regulacyjne dotyczyć może także bezpośrednio sektora deweloperskiego. Przykładem zaostrzenia przepisów prawnych dla firm z tego sektora jest wdrożona w 2012 roku tzw. ustawa deweloperska, wprowadzająca obowiązek prowadzenia dla projektów mieszkaniowych rachunków powierniczych. W 2016 roku miała miejsce jej nowelizacja, która w przypadku upadłości banków daje możliwość dochodzenia od BFG wypłat środków zgromadzonych na rachunkach powierniczych nie tylko przez dewelopera ale również przez każdego z nabywców.

Nie doszło natomiast do zaostrzenia tej regulacji w postaci likwidacji możliwości prowadzenia otwartych rachunków powierniczych, z których wpłaty dokonywane przez klientów wypłacane są przez banki deweloperom wraz z postępami realizacji inwestycji. Jest to informacja pozytywna, ponieważ ewentualne ograniczenie rachunków powierniczych tylko do formy rachunku zamkniętego (w przypadku której deweloper otrzymuje całość środków dopiero po zakończeniu inwestycji i przeniesieniu własności mieszkania na klienta) oznaczałoby konieczność finansowania całości inwestycji ze środków własnych deweloperów, co znacznie podniosłoby koszty finansowania oraz znacznie pogorszyłoby kondycję finansową wielu firm z sektora. Ucierpiałby na tym znacznie również Murapol, z uwagi na fakt, że niemal wszystkie projekty deweloperskie spółki realizowane są w modelu finansowania przez otwarte rachunki powiernicze.

Ostatnią zmianą legislacyjną w pewnym stopniu utrudniającą działalność deweloperską jest tzw. „ustawa rolna”, zgodnie z którą deweloperzy mogą nabywać jedynie działki z terenów objętych miejscowymi planami zagospodarowania przestrzennego. Może to przyczynić się do dalszego wzrostu cen działek budowlanych i tym samym wzrostu kosztów deweloperów oraz w konsekwencji ograniczeniem podaży nowych projektów na rynek. W chwili obecnej wpływ w/w ustawy na działalność deweloperów jest jednak jeszcze niewielki.

**Ryzyko długości cyklu inwestycyjnego:** Firmy deweloperskie realizują projekty inwestycyjne ze stosunkowo długim horyzontem realizacji (sięgającym w zależności od projektu i modelu biznesowego danej firmy nawet 3-4 lata od momentu zakupu gruntu do momentu zakończenia projektu). Zwiększa to ryzyko rozminięcia się z rzeczywistością w przyszłości bieżących założeń odnośnie koniunktury na rynku i rentowności danego projektu inwestycyjnego.

W powyższym kontekście pozytywnie oceniamy fakt, że w przypadku Murapolu ryzyko to jest zredukowane m.in. z uwagi na fakt, że spółka nie buduje z wyprzedzeniem banku gruntów (w związku z czym nie ponosi kosztów ich finansowania oraz ryzyka ewentualnego spadku cen) i dokonuje zakupu kolejnych działek na podstawie umów przedwstępnych, a finalizacja transakcji dokonywana jest tylko w przypadku, jeśli uzyskane zostanie pozwolenie na budowę. Zakup działek pod kolejne etapy poszczególnych większych projektów rozłożony jest przy tym w czasie. Dzięki temu długość cyklu inwestycyjnego dla większości projektów Murapolu jest skracany do ok. 2 lat, przy czym sprzedaż większości oferowanych mieszkań realizowana jest znacznie wcześniej (w trakcie budowy).

**Uzależnienie od finansowania zewnętrznego na rynku kapitałowym:** Jednym z istotnych źródeł finansowania kapitałem zewnętrznym są dla Murapolu obligacje. Spółka emituje tego rodzaju papiery wartościowe już od 2009 roku oraz planuje kolejne emisje, które mają służyć m.in. finansowaniu zakupu kolejnych gruntów, a także spłacie zapadających obligacji wyemitowanych w poprzednich latach.

Według stanu na koniec kwietnia 2017 r. Murapol miał wyemitowane siedem serii obligacji o łącznej wartości 137,5 mln zł, z czego ok. 52,5 mln zł przypadało do spłaty w 2018 roku, a pozostała część w II. połowie 2019 roku oraz w I. połowie 2020 roku. Obligacje stanowiły przy tym około połowę długu oprecentowanego grupy Murapol oraz ok. 35% łącznych zobowiązań.

W kontekście niechętnego stosunku banków do finansowania firm deweloperskich spółka – podobnie jak dość liczne inne firmy z sektora – jest więc obecnie w istotnym stopniu zależna od możliwości pozyskiwania kolejnych środków z rynku kapitałowego. Wiąże się z tym ryzyko braku powodzenia kolejnych emisji obligacji np. w sytuacji możliwego znaczącego zwiększenia wśród inwestorów awersji do ryzyka związanego z sektorem deweloperskim lub też z samą spółką.

Ponadto z wyemitowanymi wcześniej obligacjami wiąże się także ryzyko przekroczenia przez spółkę kowenantów zapisanych w warunkach obligacji. Skutkować to może wystąpieniem natychmiastowej wymagalności spłaty obligacji i związanej z tym utraty płynności przez spółkę.

**Relatywnie niskie prawdopodobieństwo wsparcia ze strony akcjonariuszy:** Akcjonariuszami Murapolu jest obecnie pięć osób fizycznych (z czego trzech założycieli spółki posiada 98,9% akcji). Jakkolwiek można założyć, że byłyby one w stanie wesprzeć spółkę finansowo w pewnym niewielkim (w stosunku do obecnej skali działalności przedsiębiorstwa) zakresie, to prawdopodobieństwo istotnego wsparcia z ich strony w przypadku wystąpienia konieczności dużego dokapitalizowania i/lub zasilenia płynnościowego spółki należy ocenić jako niskie.

## Wrażliwość nadanego ratingu na zmiany

### Czynniki pozytywne

Pozytywny wpływ na nadany spółce rating kredytowy mogłyby mieć w perspektywie średnioterminowej: korzystne kształtowanie się sytuacji makroekonomicznej (w tym w szczególności czynników wpływających na koniunkturę na rynku mieszkaniowym); dalsze zwiększenie udziału kapitałów własnych w pasywach lub utrzymanie obecnego poziomu przez dłuższy czas; a także zwiększenie transparentności sprawozdawczości finansowej grupy kapitałowej np. poprzez sporządzanie okresowych sprawozdań finansowych pro forma według typowych standardów przyjętych przez firmy deweloperskie.

### Czynniki negatywne

Negatywnie na bieżący poziom ratingu Murapol S.A. mogłyby wpływać: istotne osłabienie koniunktury na rynku mieszkaniowym; spadek marż i pogorszenie wyników finansowych spółki; wzrost udziału kapitału obcego w finansowaniu aktywów; ewentualny nadmierny wzrost zadłużenia finansowego oraz zbyt krótka jego średnia zapadalność i kumulacja spłat w krótkim czasie; istotne pogorszenie nastawienia banków i/lub inwestorów finansowych do branży deweloperskiej (rynkowy wzrost awersji do ryzyka); pogorszenie sytuacji płynnościowej spółki; wypłata przez spółkę na rzecz akcjonariuszy znacznie wyższych niż obecnie zakładane dywidend.

## Murapol S.A. – historia ratingu kredytowego

### Rating długoterminowy dla emitenta (skala międzynarodowa)

Poziom ratingu	Perspektywa	Data nadania / weryfikacji
<b>BB</b>	<b>stabilna</b>	<b>25.05.2017</b>
BB	stabilna	22.12.2016
BB	stabilna	14.10.2016
BB	stabilna	27.07.2016
BB	stabilna	19.04.2016
BB	stabilna	25.01.2016

## Murapol S.A. – skrócone skonsolidowane sprawozdania finansowe

Tabela 7. Murapol S.A. – skonsolidowany rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>78,5</b>	<b>108,4</b>	<b>170,9</b>	<b>170,0</b>	<b>233,0</b>	<b>372,1</b>	<b>236,6</b>
<b>Koszt własny sprzedaży</b>	<b>46,1</b>	<b>70,1</b>	<b>105,6</b>	<b>121,3</b>			
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>32,5</b>	<b>38,2</b>	<b>65,2</b>	<b>48,7</b>			
Koszty sprzedaży	1,8	5,4	9,9	18,6			
Koszty ogólnego zarządu	8,9	9,1	14,4	11,3			
Pozostałe przychody operacyjne	2,7	3,5	2,8	2,1			
Pozostałe koszty operacyjne	2,1	2,0	3,4	14,1			
<b>EBITDA</b>	<b>22,9</b>	<b>25,7</b>	<b>41,0</b>	<b>7,6</b>	<b>73,2</b>	<b>90,1</b>	<b>135,4</b>
<b>Wynik z działalności operacyjnej</b>	<b>22,3</b>	<b>25,3</b>	<b>40,4</b>	<b>6,8</b>	<b>72,2</b>	<b>88,8</b>	<b>134,0</b>
Przychody (koszty) finansowe	-1,8	2,4	-7,3	37,0	-13,6	-18,6	-7,4
<b>Wynik brutto</b>	<b>20,5</b>	<b>27,7</b>	<b>33,1</b>	<b>43,8</b>	<b>58,6</b>	<b>70,2</b>	<b>126,6</b>
Podatek dochodowy	-0,4	1,7	-2,2	-4,8	3,4	2,7	0,8
<b>Wynik netto</b>	<b>20,9</b>	<b>26,1</b>	<b>35,2</b>	<b>48,6</b>	<b>55,2</b>	<b>67,4</b>	<b>125,9</b>

\* od 4Q2014 Murapol S.A. sporządza sprawozdania finansowe jako jednostka inwestycyjna (zmiana układu RZiS)

Źródło: Murapol S.A.

Tabela 8. Murapol S.A. – skonsolidowany bilans (aktywa)

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>	<b>97,6</b>	<b>197,8</b>	<b>331,6</b>	<b>289,8</b>	<b>503,5</b>
Wartości niematerialne i prawne	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6
Rzeczowe aktywa trwałe	1,2	2,3	4,3	3,4	3,6	4,3	3,3
Nieruchomości inwestycyjne	2,2	2,2	0,0	0,0	51,3	3,0	10,7
Aktywa finansowe dostępne do sprzedaży	0,0	0,6	82,6	119,1	148,9	46,7	46,3
Akt. finans. wyceniane w wart. godziwej przez wynik	0,0	0,0	0,8	46,6	95,8	200,6	411,5
Pozostałe aktywa finansowe	0,0	0,0	7,0	19,3	24,9	13,6	24,1
Należności długoterminowe	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	0,4	0,3	2,4	8,8	6,4	21,0	6,7
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
<b>AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>149,6</b>	<b>208,7</b>	<b>228,0</b>	<b>198,6</b>	<b>159,8</b>	<b>240,8</b>	<b>134,1</b>
Zapasy	127,4	169,9	164,5	149,8	10,5	12,2	1,3
Należności z tytułu dostaw i usług	2,8	7,4	6,7	10,3	84,0	107,4	25,6
Należności z tyt. bieżącego podatku dochodowego	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe należności krótkoterminowe	7,9	8,4	9,3	9,3	17,2	0,0	0,0
Krótkoterm. aktywa finansowe dostępne do obrotu	0,0	4,3	4,3	0,0	0,0	21,1	33,9
Akt. finans. wyceniane w wart. godziwej przez wynik	0,0	0,0	0,0	5,4	0,0	0,0	0,0
Pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe	0,0	0,0	3,0	7,9	33,9	63,5	38,5
Kontrakty budowlane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	21,7	0,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,9	8,4	31,2	8,2	12,6	1,6	24,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	7,8	10,2	8,8	7,7	1,6	13,3	10,7
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>153,5</b>	<b>214,2</b>	<b>325,6</b>	<b>396,5</b>	<b>491,4</b>	<b>530,6</b>	<b>637,5</b>

Źródło: Murapol S.A.



**Tabela 9. Murapol S.A. – skonsolidowany bilans (pasywa)**

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>58,7</b>	<b>81,8</b>	<b>116,6</b>	<b>181,3</b>	<b>213,5</b>	<b>232,5</b>	<b>324,0</b>
Kapitał własny przypadający akcj. jedn. domin.	58,7	81,7	115,3	153,9	206,1	231,7	324,1
Kapitał podstawowy	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Pozostały kapitał zapasowy	42,0	59,6	82,7	114,6	155,7	212,1	265,4
Kapitały rezerwowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0
Wypłacone zaliczkowo dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,3	-25,0
Wycena akt. dost. do sprz. do wartości godziwej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-42,2	-52,4
Wynik finansowy roku obrotowego	20,9	26,1	34,1	43,5	52,0	66,8	126,7
Kapitał z wyceny zabezp. oraz różn. kurs. z kons.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Niepodzielony wynik finansowy	-5,2	-6,0	-3,6	-6,2	-3,6	-2,7	-17,6
Udziały mniejszości	0,0	0,2	1,3	27,4	7,4	0,8	0,0
<b>ZOBOWIĄZANIA I REZERWY</b>	<b>94,8</b>	<b>132,4</b>	<b>209,0</b>	<b>215,1</b>	<b>277,9</b>	<b>298,2</b>	<b>313,5</b>
Zobowiązania długoterminowe	17,5	40,3	66,5	62,3	47,4	59,7	194,5
Długoterminowe kredyty i pożyczki	15,9	13,3	7,2	19,1	4,6	0,0	82,5
Pozostałe długoterm. zobowiązania finansowe	0,7	25,1	57,4	41,3	40,4	52,4	109,5
Długoterm.rezerwy na zobow.z tyt.świad.pracown.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	1,0	1,9	1,9	1,9	2,5	7,3	2,6
Pozostałe rezerwy długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>77,3</b>	<b>92,1</b>	<b>142,6</b>	<b>152,9</b>	<b>230,4</b>	<b>238,5</b>	<b>118,9</b>
Krótkoterminowe kredyty i pożyczki	18,3	39,5	30,0	46,7	68,5	54,1	55,3
Pozostałe krótkoterm. zobowiązania finansowe	8,6	0,2	5,3	28,9	37,8	54,6	0,3
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	13,1	22,4	59,1	38,6	54,2	40,5	15,9
Zobowiązania z tyt. bieżącego podatku dochod.	0,0	0,6	0,0	0,3	0,3	2,6	0,0
Kaucje budowlane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4	0,0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	7,3	11,7	8,5	21,4	43,3	47,9	44,4
Krótkoterm.rezerwy na zobow.z tyt.św.pracown.	0,1	0,0	0,2	0,4	0,0	0,8	0,0
Rezerwy krótkoterminowe	0,0	0,0	0,3	0,6	1,1	1,4	2,3
Przychody przyszłych okresów	29,8	17,6	39,2	15,9	24,7	29,2	0,8
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>153,5</b>	<b>214,2</b>	<b>325,6</b>	<b>396,5</b>	<b>491,4</b>	<b>530,6</b>	<b>637,5</b>

Źródło: Murapol S.A.

**Tabela 10. Murapol S.A. – skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych**

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>DZIAŁALNOŚĆ OPERACYJNA</b>	<b>0,7</b>	<b>-23,8</b>	<b>75,5</b>	<b>10,7</b>	<b>12,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>-53,4</b>
<b>DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-91,0</b>	<b>-49,4</b>	<b>5,5</b>	<b>-15,1</b>	<b>-3,7</b>
<b>WOLNE PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE</b>	<b>0,6</b>	<b>-24,5</b>	<b>-15,5</b>	<b>-38,8</b>	<b>17,5</b>	<b>-17,2</b>	<b>-57,0</b>
<b>DZIAŁALNOŚĆ FINANSOWA</b>	<b>6,5</b>	<b>26,9</b>	<b>14,1</b>	<b>37,6</b>	<b>-18,4</b>	<b>28,9</b>	<b>54,5</b>
<b>ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH</b>	<b>7,1</b>	<b>2,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>11,7</b>	<b>-2,6</b>

Źródło: Murapol S.A.

**Tabela 11. Formuły wskaźników finansowych omawianych w raporcie**

<b>Rentowność sprzedaży</b>	<b>Formuła wskaźnika</b>
Marża EBITDA	(Wynik operacyjny + Amortyzacja) / Przychody ze sprzedaży
Marża operacyjna	Wynik operacyjny / Przychody ze sprzedaży
Marża netto	Wynik netto / Przychody ze sprzedaży
Cash flow operacyjny / Przychody	Przepływy z działalności operacyjnej / Przychody ze sprzedaży
<b>Finansowanie</b>	<b>Formuła wskaźnika</b>
Zadłużenie aktywów ogółem	Zobowiązania i rezerwy / Aktywa ogółem
Finansowanie aktywów kapit. własnym	Kapitał własny / Aktywa ogółem
Pokrycie aktywów trwałych	(Kapitał własny + Zobowiązania długoterminowe) / Aktywa trwałe
Stabilność finansowania	(Kapitał własny + Zobowiązania długoterminowe) / Aktywa ogółem
Zobowiązania razem / sprzedaż	Zobowiązania i rezerwy / Przychody ze sprzedaży
Zobowiązania netto / EBITDA	(Zobowiązania i rezerwy - Środki pieniężne) / (Wynik operacyjny + Amortyzacja)
Dług finansowy netto / kapitał własny	(Zobowiązania oprocentowane - Śr. pieniężne) / Kapitał własny
Dług finansowy netto / EBITDA	(Zobowiązania oprocent. - Śr. pieniężne) / (Wynik operacyjny + Amortyzacja)
EBITDA / odsetki zapłacone	(Wynik operacyjny + Amortyzacja) / Odsetki zapłacone
<b>Płynność</b>	<b>Formuła wskaźnika</b>
Płynność bieżąca	Aktywa obrotowe / Zobowiązania krótkoterminowe*
Płynność szybka	(Aktywa obrotowe – Zapasy – Rozlicz.międzyokr.) / Zobowiązania krótkoterm.*
Płynność szybka bez zaliczek	(Akt.obrot.– Zapasy – Rozl.międzyokr.) / (Zob.krótk. – Przychody przyszł.okresów)
Płynność natychmiastowa	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty / Zobowiązania krótkoterminowe*
Aktywa obrot. / krótkoterm. zobow. fin.	Aktywa obrotowe / Krótkoterminowe zobowiązania finansowe
Gotówka / krótkoterm. zobow. fin.	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty / Krótkoterminowe zobowiązania finansowe
<b>Efektywność</b>	<b>Formuła wskaźnika</b>
Obrotowość aktywów	Przychody ze sprzedaży / Średni stan aktywów ogółem w roku
Cykl zapasów (dni)	(Średni stan zapasów / Przychody) x 365
Cykl należności handlowych (dni)	(Średni stan należności z tyt. dostaw i usług / Przychody) x 365
Cykl zobowiązań handlowych (dni)	(Średni stan krótkoterm. zobowiązań z tyt. dostaw i usług / Przychody) x 365
Cykl konwersji gotówki (dni)	Cykl zapasów + Cykl należności handlowych - Cykl zobowiązań handlowych
Zwrot na aktywach (ROA)	Wynik netto / Średni stan aktywów ogółem
Zwrot na kapitale własnym (ROE)	Wynik netto jedn. domin. / Średni stan kapitału własnego jedn. domin.

\*w tym krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe

## Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating

Rating	Opis ryzyka
<b>AAA</b>	Znikomy poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na najwyższym poziomie. Rating nadawany wyłącznie w przypadku wyjątkowo wysokiej zdolności do obsługi zobowiązań finansowych.
<b>AA+</b> <b>AA</b> <b>AA-</b>	Bardzo niski poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na bardzo wysokim poziomie. Bardzo wysoka zdolność do obsługi zobowiązań. Niska podatność na niekorzystne warunki gospodarcze.
<b>A+</b> <b>A</b> <b>A-</b>	Niski poziom ryzyka kredytowego. Wysoka wiarygodność finansowa i zdolność do obsługi zobowiązań. Przeciętna odporność na wpływ niekorzystnych warunków gospodarczych utrzymujących się przez dłuższy czas.
<b>BBB+</b> <b>BBB</b> <b>BBB-</b>	Umiarkowane ryzyko kredytowe. Dobra wiarygodność finansowa i wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w dłuższym terminie. Podwyższona podatność na utrzymujące się przez dłuższy czas niekorzystne warunki gospodarcze.
<b>BB+</b> <b>BB</b> <b>BB-</b>	Podwyższone ryzyko kredytowe. Relatywnie niższa wiarygodność finansowa. Wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w przeciętnych lub sprzyjających warunkach gospodarczych. Wysoki lub średni poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
<b>B+</b> <b>B</b> <b>B-</b>	Wysokie ryzyko kredytowe. Zdolność do obsługi zobowiązań uwarunkowana w dużym stopniu sprzyjającymi warunkami zewnętrznymi. Średni lub niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
<b>CCC</b> <b>CC</b> <b>C</b>	Bardzo wysokie ryzyko kredytowe. Bardzo niska zdolność do obsługi zobowiązań nawet w przypadku sprzyjających warunków gospodarczych. Niski lub bardzo niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
<b>D</b>	Ekstremalnie wysokie ryzyko kredytowe. Całkowity brak zdolności do obsługi zobowiązań. Bez dodatkowego wsparcia z zewnątrz poziom odzyskania wierzytelności bardzo niski lub bliski zeru.

Przy analizie ryzyka kredytowego przedsiębiorstw i instytucji finansowych EuroRating bierze pod uwagę ryzyko otoczenia makroekonomicznego, jak również uwzględnia wrażliwość ocenianego podmiotu na zmiany kursów walut. Ratingi przyznawane przez EuroRating obejmują zatem czynniki związane z ogólnym ryzykiem kraju i waluty – są one więc tożsame z **ratingami międzynarodowymi** innych agencji.

Pełne informacje dotyczące skali ratingowej stosowanej przez agencję ratingową EuroRating publikowane są w serwisie internetowym agencji pod adresem: [www.eurorating.com/pl/ratingi/skala-ratingowa](http://www.eurorating.com/pl/ratingi/skala-ratingowa).

## Ujawnienia regulacyjne

Rating kredytowy nadany spółce Murapol S.A. jest ratingiem publicznym. Data pierwszej publikacji ratingu kredytowego dla ocenianego podmiotu, aktualny rating oraz pełna historia ratingu publikowane są bezpłatnie w sposób ogólnodostępny w serwisie internetowym agencji ratingowej EuroRating w sekcji „Ratingi kredytowe”, w odpowiedniej zakładce dotyczącej ocenianego podmiotu. EuroRating nie bierze odpowiedzialności za informacje o aktualnym ratingu ocenianego podmiotu przekazywane przez oceniany podmiot lub jakiegokolwiek strony trzecie.

Prezentowany rating kredytowy jest ratingiem dla emitenta – jest ogólną oceną wiarygodności kredytowej ocenianego podmiotu i dotyczy ryzyka kredytowego jego niezabezpieczonych i niepodporządkowanych zobowiązań finansowych.

Rating kredytowy nadany spółce Murapol S.A. jest ratingiem zamówionym przez oceniany podmiot. EuroRating otrzymuje wynagrodzenie za nadanie oraz późniejszy monitoring tego ratingu. Oceniany podmiot brał udział w procesie ratingowym poprzez przekazywanie agencji dokumentów, informacji i wyjaśnień dotyczących swojej sytuacji ekonomiczno-finansowej. Zgodnie z obowiązującą w agencji ratingowej EuroRating „Polityką w zakresie konfliktów interesów”, agencja nie świadczyła i nie świadczy dla ocenianego podmiotu lub powiązanych z nim stron trzecich żadnych płatnych usług dodatkowych.

Informacja o nadanym ratingu została przedstawiona ocenianemu podmiotowi z wyprzedzeniem. Rating został wystawiony bez zmian wynikających z tego ujawnienia.

EuroRating uważa zakres i jakość dostępnych informacji na temat ocenianego podmiotu za wystarczające do nadania wiarygodnego ratingu kredytowego. EuroRating podejmuje wszelkie niezbędne środki mające na celu zapewnienie, aby pozyskiwane informacje wykorzystywane w procesie ratingowym charakteryzowały się odpowiednią jakością oraz aby pochodziły ze źródeł, które agencja uważa za wiarygodne. EuroRating nie ma jednakże możliwości sprawdzenia lub potwierdzenia w każdym przypadku poprawności, prawdziwości oraz rzetelności pozyskanych informacji wykorzystywanych w procesie oceny i/lub prezentowanych w niniejszym raporcie.

Opis metodologii ratingowej stosowanej przez EuroRating prezentowany jest w serwisie internetowym agencji ([www.EuroRating.com](http://www.EuroRating.com)) w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Metodologia”. Definicje ratingowe oraz skala ratingowa stosowana przez EuroRating są publikowane w serwisie internetowym agencji w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Skala ratingowa”.

Ratingi kredytowe nadawane przez agencję ratingową EuroRating stanowią wyłącznie własną opinię agencji na temat kondycji finansowo-ekonomicznej i ryzyka kredytowego podmiotów podlegających ocenie i nie mogą być one traktowane w inny sposób. Agencja ratingowa EuroRating nie zajmuje się doradztwem inwestycyjnym, a przyznawane przez EuroRating ratingi nie stanowią rekomendacji kupna, sprzedaży lub utrzymywania jakichkolwiek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych, jak również nie stanowią rekomendacji utrzymywania bądź też zaprzestania innych form współpracy biznesowej z ocenianymi podmiotami. Ratingi i raporty ratingowe nie mogą również zastępować prospektów emisyjnych ani innych formalnych dokumentów wymaganych przy ewentualnych emisjach papierów wartościowych przeprowadzanych przez oceniane podmioty lub inne strony trzecie.

Osoby podejmujące decyzje w oparciu o nadawane przez EuroRating ratingi kredytowe robią to wyłącznie na własne ryzyko. Agencja ratingowa EuroRating nie uczestniczy w zyskach, jak również nie ponosi żadnej odpowiedzialności za ewentualne straty użytkowników lub stron trzecich, jakie mogą wynikać z korzystania z nadawanych przez agencję ratingów.

EuroRating Sp. z o.o. jest formalnie zarejestrowana przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority – ESMA) jako agencja ratingowa uprawniona do wystawiania ratingów kredytowych na terenie całej Unii Europejskiej (zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych) i podlega bezpośredniemu nadzorowi ESMA (<https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>). EuroRating posiada tym samym status ECAI (zewnętrznej instytucji oceny wiarygodności kredytowej) w Unii Europejskiej, co oznacza, iż ratingi kredytowe nadawane przez EuroRating mogą być stosowane przez instytucje finansowe do celów regulacyjnych w pełnym zakresie w całej UE i są równe ratingom wystawionym przez inne agencje uznane przez ESMA, bez terytorialnych lub innych ograniczeń.

© Wszelkie prawa autorskie i pokrewne, związane z nadawanymi ratingami kredytowymi oraz publikowanymi przez EuroRating raportami ratingowymi należą do agencji ratingowej EuroRating.