

Spis treści

Rating i kluczowe czynniki	1
Profil spółki	2
Analiza finansowa	7
Analiza jakościowa	21
Wrażliwość ratingu na zmiany	27
Historia ratingu	27
Sprawozdania finansowe	28
Skala ratingowa	29
Ujawnienia regulacyjne	32

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

(dane skonsolidowane pro forma)

(mln PLN)	2016	2017
Przychody	486,9	471,2
EBITDA	125,2	96,3
Wynik operacyjny	123,4	93,6
Wynik netto	120,7	52,5
Aktywa	880,3	1568,0
Kapitał własny	255,5	323,5
Zobow. długoterm.	286,7	286,8
Zobow. krótkoterm.	338,1	957,6
Dług finans. netto	200,9	407,1

Kontakty**Główny analityk ratingowy**

Kamil Kolczyński

Starszy Analityk Ratingowy

+48 22 349 24 33

kamil.kolczynski@eurorating.com

Przewodniczący**Komitetu Ratingowego**

Robert Pieńkoś

Analityk Ratingowy

+48 22 349 21 46

robert.pienkos@eurorating.com

Obniżenie ratingu kredytowego z BB do BB-

Kategoria	Poziom aktualny	Poprzedni poziom
Rating długoterminowy dla emitenta	BB-	BB
Perspektywa ratingu	stabilna	stabilna

Główne czynniki wpływające na obniżenie ratingu:

Dokonane w 2017 roku wysokie nakłady inwestycyjne: Murapol w ubiegłym roku poniósł stosunkowo wysokie nakłady na zakup gruntów, a ponadto dokonał znaczących pasywnych inwestycji kapitałowych w akcje spółek Skarbiec Holding S.A. i Polnord S.A., które w czerwcu 2018 r. zostały odsprzedane ze stratą.

Istotny wzrost zadłużenia: Duży wzrost wartości aktywów, jaki nastąpił w ciągu ostatnich kilku kwartałów, został sfinansowany poprzez zwiększenie zobowiązań – w tym długu oprocentowanego. Wskaźnik ogólnego zadłużenia (wg. sprawozdania pro forma) wzrósł na koniec 2017 roku do 79% (wobec 71% rok wcześniej). Dług oprocentowany netto wzrósł dwukrotnie.

Zmiana struktury terminowej zobowiązań: Wzrost zadłużenia odbył się w 2017 roku głównie poprzez zwiększenie wartości zobowiązań krótkoterminowych. Ponadto część z dotychczasowych długoterminowych zobowiązań finansowych została przeklasyfikowana do zobowiązań krótkoterminowych. W efekcie udział zobowiązań bieżących w pasywach (sprawozdanie pro forma) zwiększył się na koniec ubiegłego roku do 54% (z 38% w roku poprzednim).

Oslabienie sytuacji płynnościowej: Wzrost zadłużenia i niekorzystne zmiany jego struktury terminowej przyczyniły się również do pogorszenia płynności finansowej Murapolu. Skorygowany wskaźnik płynności bieżącej (dane pro forma) spadł z 2,50 w roku 2016 do 1,46 na koniec 2017 roku, płynność szybka obniżyła się z 0,98 do 0,58, a płynność natychmiastowa z 0,32 do 0,16.

Ryzyko niekorzystnych zmian prawnych: UOKiK forsuje obecnie projekt zmiany tzw. ustawy deweloperskiej, zakładający praktyczną likwidację funkcjonowania otwartych rachunków powierniczych. Wejście tej zmiany w życie byłoby dla firm deweloperskich w horyzoncie długoterminowym bardzo niekorzystne, ponieważ oznaczałoby konieczność finansowania całości kosztów realizowanych inwestycji budowlanych z własnych środków.

Stabilna perspektywa ratingu

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

Związane jest to z oczekiwaniami agencji, że dotychczasowe negatywne tendencje zostaną powstrzymane i dzięki finalizacji realizowanych obecnie dużych projektów deweloperskich, na przełomie 2018 i 2019 roku pozycja kapitałowa i płynnościowa Murapolu powinna ulec poprawie (spółka planuje obniżenie wskaźnika długu netto do kapitału na koniec 2019 r. poniżej 0,60).

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, **kod LEI:** 259400LPW06NDBYTN565.

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:

- Nikodem Iskra – Prezes Zarządu
- Michał Feist – Wiceprezes Zarządu
- Iwona Sroka – Członek Zarządu
- Robert Dobrowolski – Członek 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 Bielsku Białej. W 2004 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 2010 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. 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 (66%) akcji Awbudu.

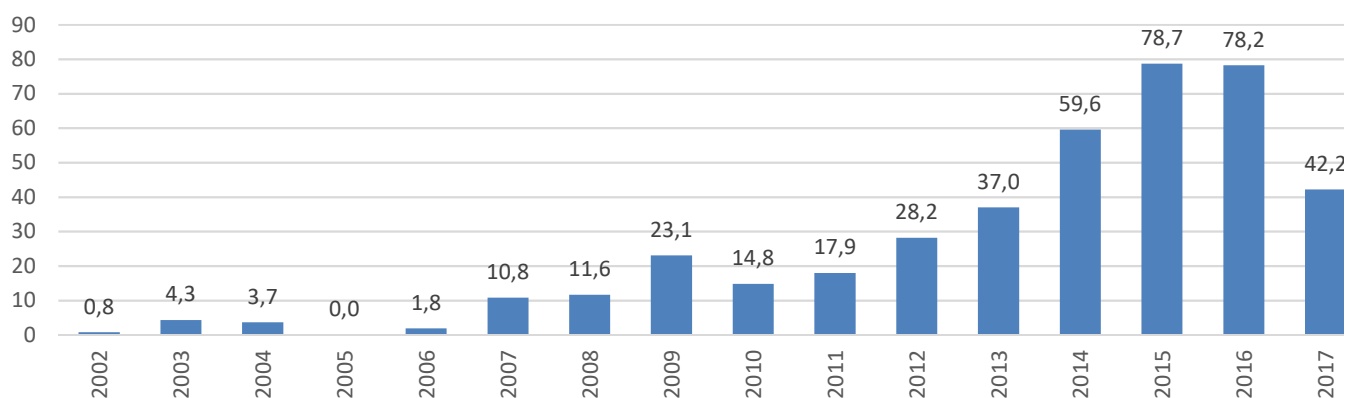
Kolejnymi inwestycjami Murapolu w 2017 roku były: zakup od Enterprise Investors 32,99% akcji Skarbiec TFI S.A., dokonany w połowie 2017 roku za 75,2 mln zł, oraz zwiększenie udziału (sprzedającym były trzy fundusze Trigon TFI) w akcjonariacie Polnordu z 4,88% do 9,87% dokonane w grudniu 2017 roku za kwotę 18,1 mln zł. Zgodnie z deklaracjami spółki obie te inwestycje miały charakter pasywny. W czerwcu 2018 r. Murapol zbył wszystkie posiadane akcje Skarbiec Holding S.A. oraz wszystkie akcje Polnord S.A.

Abadon Real Estate jest dla części inwestycji realizowanych w Grupie Murapol zastępcą inwestycyjnym. Spółka ta ma również rozwijać się poprzez świadczenie usług dla podmiotów zewnętrznych. Grupa Abadon Real Estate jest konsolidowana w sprawozdaniu Murapol S.A. Do końca 2017 roku skutki zmian wyceny akcji tej spółki uwzględniane były w wyniku finansowym Grupy, natomiast od początku 2018 roku aktywność ta zostało przekwalifikowane i zmiany wyceny Abadon RE nie będą już wpływały na wynik finansowy Murapolu.

Murapol obecny jest w 15 miastach Polski, w kolejnych dwóch nabył grunty i rozpoczął procedury prowadzące do uzyskania pozwolenia na budowę. Spółka rozpoczęła także pilotażowe inwestycje zagraniczne w budowę lokali mieszkalnych na zakupionej działce w Zossen (Niemcy) oraz na dwóch działkach w Edynburgu (Szkocja).

Wielkość powierzchni użytkowej mieszkań oddanych 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.

Odnutowany w 2017 roku duży spadek powierzchni mieszkań oddanych do użytku spółka tłumaczy opóźnieniami w regulowaniu procedur administracyjnych oraz przestawieniem się Grupy na budowę większych projektów budowlanych, co wiąże się z wydłużeniem czasu budowy.

Należy przy tym wziąć pod uwagę, że raportowana przez spółkę sprzedaż mieszkań (rozumiana jako podpisanie umów zakupu mieszkań przez klientów – w tym umów deweloperskich i przedwstępnych) osiągnęła w 2017 roku rekordowy poziom 3.605 lokali. Na 2018 rok Murapol planuje poprawić ten rekord i sprzedać 3.700 tys. mieszkań (w I. półroczu sprzedaż wyniosła 1.798 szt., z czego 1.422 na podstawie umów deweloperskich i przedwstępnych).

Akcyonariat

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

- Michał Dziuda – 16 mln akcji, stanowiących 39,2% udział w kapitale oraz 39,6% udział w głosach na WZA
- Wiesław Cholewa – 12 mln akcji, stanowiących 29,4% udział w kapitale oraz 29,7% udział w głosach na WZA
- Leszek Kołodziej – 12 mln akcji, stanowiących 29,4% udział w kapitale oraz 29,7% w głosach na WZA
- Michał Sapota oraz Nikodem Iskra – 800 tys. akcji, stanowiących 2,0% udział w kapitale.

W spółce funkcjonuje program opcji na akcje dla kadry zarządzającej, w ramach którego w 2017 roku uprawnione osoby objęły 400 tys. akcji serii D.

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

Władze Murapolu planują na 2019 rok debiut giełdowy, w związku z czym struktura akcjonariatu może ulec znacznym zmianom. Nie są przy tym na razie znane szczegóły dotyczące struktury IPO. Prawdopodobny jest jednak scenariusz, w którym część oferowanych akcji będzie pochodzić od obecnych akcjonariuszy, a część stanowić będą akcje nowej emisji. Intencją zarządu spółki jest, aby co najmniej 50% wartości IPO stanowiły środki z emisji nowych akcji.

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. Projektowaniem, generalnym wykonawstwem i budownictwem zajmują się spółki wchodzące w skład grupy Abadon Real Estate S.A. 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 wchodzące w skład grupy Murapol S.A.

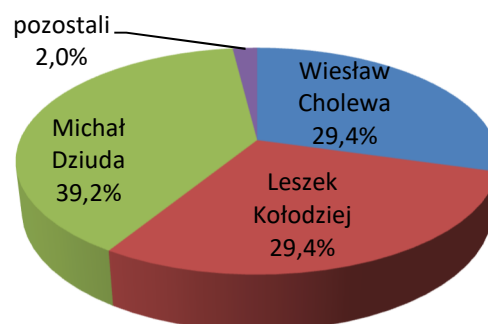
Nazwa funduszu	TFI	Wartość aktywów netto (mln zł)
Polski Deweloperski FIZ	Forum TFI	260,4
Trigon Profit XXV FIZ	Trigon TFI	10,3
Trigon Profit XXVI FIZ	Trigon TFI	13,1
Trigon Profit XXVII FIZ	Trigon TFI	7,6
Trigon Profit XXVIII FIZ	Trigon TFI	13,0
Trigon Profit XXIX FIZ	Trigon TFI	12,5
Trigon Profit XXXI FIZ	Trigon TFI	7,0
Trigon Profit XXXII FIZ	Trigon TFI	9,3
Trigon Profit XXXIII FIZ	Trigon TFI	6,6
Murapol HRE FIZ Aktywów Niepublicznych	HRE	0,2

Źródło: Murapol S.A.

Spośród powyższych funduszy do Murapolu w pełni należy tylko Polski Deweloperski FIZ, natomiast w pozostałych Grupa Murapol ma po ok. 20-25% certyfikatów.

Zgodnie z obecnymi deklaracjami zarządu Murapolu, spółka zamierza stopniowo odchodzić od modelu grupy kapitałowej funkcjonującej w znacznym stopniu w ramach zamkniętych funduszy powierniczych na rzecz lokowania spółek zależnych bezpośrednio pod spółką-matką.

Wykres 2. Murapol S.A. – akcjonariat



Źródło: Murapol S.A.

Model biznesowy

Murapol od dłuższego 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 również z dużym wzrostem zatrudnienia, 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 dekonunktury może być trudna.

Dotychczasowy model realizacji procesu deweloperskiego funkcjonujący w Murapolu charakteryzował się wysoką efektywnością ekonomiczną i finansową. Jego poszczególne główne etapy przedstawiały się następująco:

- wybór lokalizacji pod inwestycję i warunkowa umowa przedwstępna na zakup gruntu (wpłacany jest jedynie zadatek)
- wykonanie projektu budowlanego i uzyskanie pozwolenia na budowę
- finalna umowa na zakup gruntu (płatność za grunt)
- rozpoczęcie prac budowlanych oraz niemal jednocześnie wprowadzenie mieszkań do oferty
- sprzedaż mieszkań (przedpłaty klientów finansowały kolejne etapy budowy w ramach otwartego rachunku powierniczego).
- oddanie budynku do użytku (zwykle prawie wszystkie mieszkania były już wówczas sprzedane, a projekt wygenerował już wysokie dodatnie przepływy pieniężne).

W ramach powyższego modelu Murapol w procesie realizacji projektu deweloperskiego zwykle musiał 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 była z jednej strony kredytem kupieckim u dostawców, a z drugiej strony przedpłatami od klientów (deweloper otrzymywał z banku kolejne transze środków w miarę postępu budowy). Dodatni cash flow netto z inwestycji pojawiał się więc na bardzo wczesnym etapie inwestycji – już po 4-6 kwartałach od zakupu gruntu.

Korzystna dla deweloperów możliwość finansowania realizowanych inwestycji w dużym stopniu z wpłat nabywców mieszkań może jednak w niedługim czasie zostać wyeliminowana. Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów przygotował bowiem projekt nowelizacji tzw. ustawy deweloperskiej, zakładający dokonywanie przez klientów wpłat na zamknięte rachunki powiernicze, z których środki wypłacane byłyby deweloperowi dopiero po wybudowaniu budynku i po przeniesieniu prawa własności mieszkań. Otwarte rachunki powiernicze mogłyby funkcjonować nadal tylko pod warunkiem uzyskania przez dewelopera gwarancji ubezpieczeniowej lub bankowej. Projekt ustawy przedstawiony przez UOKiK trafił w czerwcu 2018 r. do konsultacji społecznych.

Prawdopodobne wejście w życie w ciągu kilku najbliższych kwartałów zmian prawnych proponowanych przez UOKiK będzie oznaczać dla konsumentów (nabywców mieszkań) wyższe bezpieczeństwo, jednak dla deweloperów będzie to zmiana bardzo niekorzystna. Brak możliwości finansowania bieżących kosztów budowy z wpłat dokonywanych przez klientów oznaczać będzie bowiem konieczność zaangażowania na długi czas znacznie wyższych (być może nawet kilkukrotnie) środków własnych. Ich odzyskanie (wraz z wypracowaną marżą) będzie możliwe dopiero po przekazaniu klientom mieszkań do użytku.

Ewentualna możliwość korzystania przez deweloperów z otwartych rachunków powierniczych obarczona będzie natomiast wysokimi kosztami gwarancji. Na gwarancję taką nie będą przy tym prawdopodobnie mogli liczyć podmioty najmniejsze oraz charakteryzujące się słabą kondycją finansową.

Należy założyć, że ustawa (o ile zostanie ostatecznie zatwierdzona przez parlament) zostanie uchwalona najwcześniej za kilka miesięcy oraz że będzie obowiązywał relatywnie długi (prawdopodobnie roczny) okres *vacatio legis*. Ponadto zastrzone przepisy dotyczące zasad finansowania budowy mieszkań przez deweloperów będą dotyczyć tylko nowo rozpoczynanych projektów i nie powinny wpłynąć na zakładany cash flow i rentowność inwestycji, których realizacja rozpoczęła się przed wejściem w życie zmian w ustawie. W perspektywie krótkoterminowej powyższe zmiany prawne nie wpłyną zatem bezpośrednio na kondycję finansową deweloperów, jednak w horyzoncie długoterminowym będzie to stanowiło znaczne utrudnienie dla firm deweloperskich, ponieważ znacznie wzrośnie zapotrzebowanie na kapitał przy realizacji nowych inwestycji, a co za tym idzie – zwiększy się także ich koszt.

Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Murapolu potencjalne wdrożenie proponowanych przez UOKiK zmian prawnych należy ocenić zdecydowanie negatywnie. Dotychczasowa wysoka efektywność modelu biznesowego spółki opierała się bowiem w znacznym stopniu na wykorzystywaniu otwartych rachunków powierniczych. Finansowanie budowy mieszkań przez samych klientów ograniczało także znacznie zapotrzebowanie spółki na kapitał (w tym zarówno na kapitał własny, jak i na środki obrotowe).

W przypadku Murapolu ograniczenie wykorzystywania kapitału klientów przy realizacji nowych inwestycji może mieć istotne znaczenie, ponieważ spółka charakteryzuje się obecnie stosunkowo wysokim zadłużeniem i konieczność angażowania w nowe projekty znacznie wyższych środków własnych (w tym pochodzących z kapitału własnego, jak i z zaciąganych zobowiązań finansowych) mogłaby stanowić dla niej duże obciążenie. Ponieważ jednak nowelizacja ustawy może wejść w życie prawdopodobnie najwcześniej w roku 2020, a Murapol planuje istotne zmniejszenie poziomu zadłużenia w ciągu najbliższych dwóch lat (wskaźnik relacji długu finansowego netto do kapitałów własnych ma spaść poniżej 0.6x na koniec 2019 roku), ryzyko z tym związane oceniamy jako umiarkowane.

W kontekście oceny modelu biznesowego Murapolu należy nadmienić, że spółka stosuje politykę niekupowania gruntów na zapas. Działki kupowane są przez Murapol z zamiarem rozpoczęcia budowy w bardzo krótkim czasie, a umowy finalizowane są tylko wtedy jeśli spółka uzyska dla konkretnej inwestycji pozwolenie na budowę (przy założonej w projekcie powierzchni użytkowej mieszkań). Zakup działek pod kolejne etapy poszczególnych większych projektów rozkładany jest przy tym w czasie.

Spółka szacuje obecnie wartość posiadanego aktywnego banku ziemi na ok. 700 mln zł, z czego ok. 400 mln zł to już zakupione grunty z pozwoleniem na budowę, a ok. 300 mln zł to grunty objęte umowami przedwstępnymi, do których Murapol będzie przystępować w 2018 i 2019 roku pod warunkiem uzyskania przez spółkę na tych gruntach pozwoleń na budowę zgodnych z założeniami (w przeciwnym razie spółka będzie odstępować od umów przedwstępnych).

Powyższe oznacza efektywne podejście Murapolu do polityki budowy banku ziemi – spółka nie zamraża nadmiernie wysokiego kapitału, przy jednoczesnym zabezpieczeniu gruntów dla nowych projektów deweloperskich na ok. 4-5 kolejnych lat. Ponadto, zgodnie z informacjami uzyskanymi od spółki, warunkowe umowy przedwstępne, które jeszcze nie zamieniły się w finalne umowy sprzedaży, niemal w całości były zawierane w latach 2015-2017, czyli jeszcze w okresie sprzed obserwowanego w ostatnim czasie silnego wzrostu cen gruntów budowlanych. Powinno to w sposób pozytywny wpływać na przyszłą marżowość spółki.

Oprócz realizacji inwestycji w zakresie podstawowej działalności deweloperskiej, w 2017 roku spółka dokonała dwóch dużych pasywnych inwestycji finansowych: za 75,2 mln zł Murapol nabył 32,99% akcji Skarbiec Holding S.A., a także za 18,1 mln zł zwiększył o 5% (do 9,87%) udział w akcjonariacie spółki deweloperskiej Polnord S.A. Zaangażowanie przez Murapol S.A. relatywnie dużych środków w aktywa, nad którymi spółka nie ma kontroli oraz które nie mają być wykorzystywane w prowadzonej podstawowej działalności operacyjnej, a także które nie generują dla spółki bieżących przepływów pieniężnych, z punktu widzenia oceny jej ryzyka kredytowego oceniamy negatywnie.

W tym kontekście do czynników pozytywnych zaliczamy podjęte przez obecny zarząd Murapolu działania mające na celu spieniężenie nabytych wcześniej aktywów nie dotyczących działalności podstawowej. W czerwcu 2018 r. spółka sprzedała wszystkie posiadane akcje spółek Skarbiec Holding S.A. (za 63,55 mln zł) oraz Polnord S.A. (za 29 mln zł). Na obu tych transakcjach Murapol poniósł wprawdzie istotne straty (w przypadku Skarbca, po uwzględnieniu otrzymanej dywidendy, strata wyniosła 5,8 mln zł, a w przypadku Polnordu – ok. 5 mln zł), jednak sprzedaż zbędnych aktywów pozwoli spółce na wzmocnienie pozycji płynnościowej i redukcję zadłużenia.

Również w czerwcu 2018 r. Murapol (poprzez swoją niemiecką spółkę zależną) sprzedał za 6,2 mln EUR netto (ok. 27 mln zł) nabytą dwa lata wcześniej działkę w podberlińskim Mahlow. W tym przypadku Murapol odnotuje wysoki zysk, ponieważ cena zakupu wynosiła 1,45 mln EUR (ok. 6,3 mln zł).

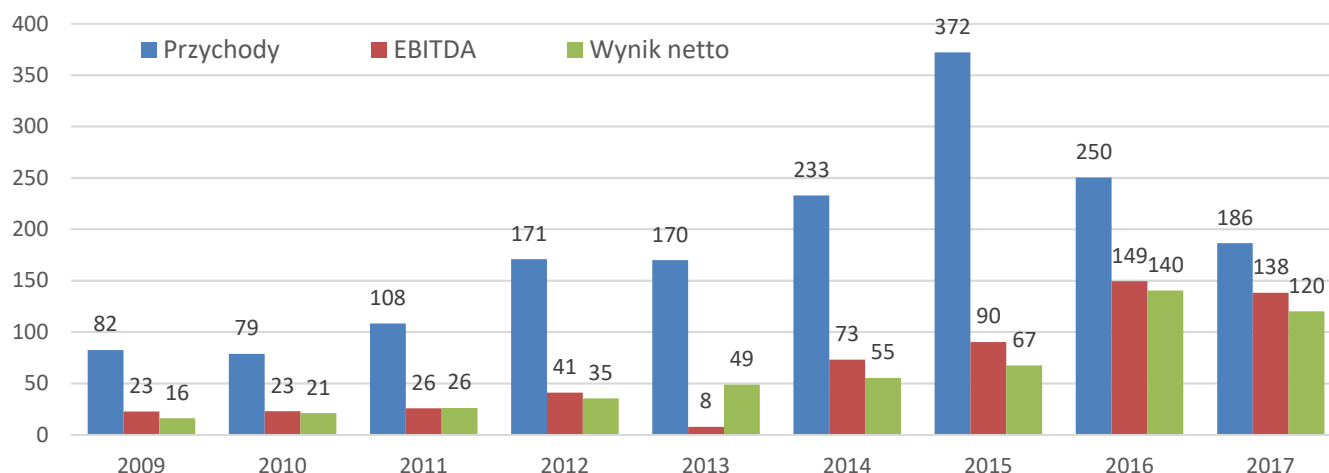
Zgodnie z ostatnimi deklaracjami zarządu Murapolu, spółka zamierza obecnie koncentrować się na podstawowej działalności deweloperskiej i nie planuje nowych inwestycji kapitałowych, co z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego spółki oceniamy pozytywnie.

Analiza finansowa

Skonsolidowane sprawozdania finansowe Grupy Murapol S.A. (dla jednostki inwestycyjnej) 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. (dla jednostki inwestycyjnej)

Przychody ze sprzedaży Murapolu do 2015 roku charakteryzowały się ogólną tendencją wzrostową, odzwierciedlając rosnącą skalę działalności przedsiębiorstwa. W kolejnych dwóch latach nastąpił jednak znaczny

spadek wykazywanych w sprawozdaniu finansowym 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 2017 roku, w wyniku sfinalizowania przejęcia całości udziałów spółki Petrofox Sp. z o.o. przez Abadon Real Estate oraz rozliczenia wezwania na akcje Awbud S.A., Grupa Murapol objęła również pośrednio pakiet większościowy (66%) akcji spółki Awbud S.A.

Począwszy od roku 2016 Murapol publikuje roczne i półroczne skonsolidowane sprawozdania pro forma, sporządzane według standardów stosowanych przez typowe firmy deweloperskie. Sprawozdania te znacznie lepiej oddają obecnie rzeczywistą wartość i tendencje dotyczące przychodów i wyników finansowych spółki. Ponadto, zgodnie z zapowiedziami zarządu, Murapol (m.in. ze względu na planowane IPO i późniejsze notowanie akcji na giełdzie) zamierza w niedługim czasie przejść na sporządzanie sprawozdań w standardzie deweloperskim (tj. zbliżonym do publikowanych przez spółkę sprawozdań pro forma).

Zgodnie ze skonsolidowanymi sprawozdaniami finansowymi pro forma przychody ze sprzedaży wyniosły: 486,9 mln zł w roku 2016 i 471,2 mln zł w roku 2017. Odnotowany w ubiegłym roku lekki spadek przychodów ze sprzedaży wynika z mniejszej liczby przekazanych klientom mieszkań, co z kolei spółka tłumaczy opóźnieniami w regulowaniu procedur administracyjnych oraz przestawieniem się Grupy na budowę większych projektów budowlanych, co wiąże się z wydłużeniem czasu budowy i przesunięciem w czasie oddania mieszkań klientom i wykazania przychodów z tego tytułu w sprawozdaniu finansowym.

W sprawozdaniu dla jednostki inwestycyjnej Murapol za rok 2017 wykazał (przy przychodach o 21% niższych niż w roku poprzednim) wynik z działalności operacyjnej, wynik EBITDA oraz wynik netto na podobnym poziomie jak w roku 2016. Należy przy tym zaznaczyć, że Murapol w sprawozdaniu tym w łącznych przychodach uwzględnia pozycję „zyski/straty z inwestycji”, w której wykazywana była zmiana wartości godziwej (rynkowej) części jednostek zależnych (w tym Abadon Real Estate S.A. oraz Locomotive Management Ltd.) oraz inwestycji finansowych (do których na koniec 2017 roku zaliczały się również akcje Skarbiec Holding S.A. oraz Polnord S.A.). Ze względu na dokonane w 2017 roku nowe inwestycje, pozycja „zyski/straty z inwestycji” miała w ostatnim czasie coraz większy wpływ na wartość wyników finansowych wykazywanych w sprawozdaniu dla jednostki inwestycyjnej.

W skonsolidowanym sprawozdaniu pro forma wynik EBITDA był niższy w stosunku do roku 2016 o 23%, wynik brutto o 40%, a wynik netto o 56%. Wpływ na znaczne pogorszenie raportowanych wyników w sprawozdaniu pro forma miały kolejno: lekki spadek przychodów ze sprzedaży, jednoczesny lekki wzrost kosztów działalności operacyjnej niższy, a także duży wzrost kosztów finansowych i wartości podatku dochodowego.

Przy ocenie zmian wartości osiąganych przez Murapol wyników finansowych należy 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.

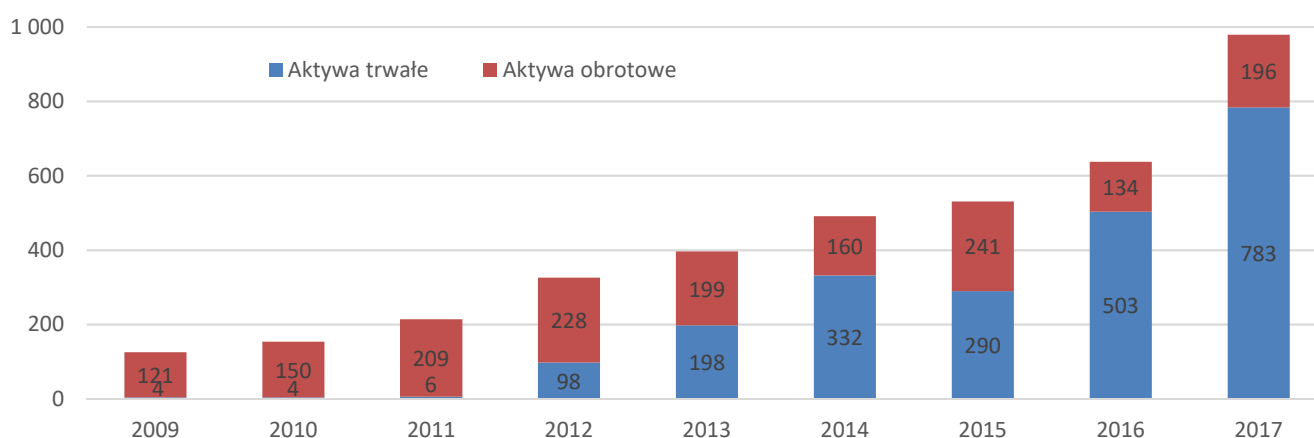
Przychody i wyniki finansowe Murapolu w sprawozdaniu finansowym za I. półrocze 2018 r. będą prawdopodobnie nadal słabe, ponieważ spółka przekazała klientom w tym czasie zaledwie 378 mieszkań. Murapol zakończy jednak na przełomie 2018 i 2019 roku realizację kilku dużych projektów i przekaze wybudowane mieszkania klientom.

Zgodnie z informacjami opublikowanymi przez Murapol na początku lipca 2018 r. cel ilościowy przekazania mieszkań na cały 2018 rok to 2.600 lokali. Oznacza to, że w drugim półroczu b.r. spółka odda do użytku ok. 2.200 mieszkań (podczas gdy w całym 2017 roku przekazanych do użytku zostało 1.148 lokali).

Oznacza to, że należy oczekiwać, że w ciągu kilku kolejnych kwartałów wartość przychodów i wyników finansowych Murapolu powinna istotnie wzrosnąć.

Bilans – aktywa

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



Źródło: skonsolidowane sprawozdania finansowe Murapol S.A. (dla jednostki inwestycyjnej)

Suma aktywów Grupy Murapol rosła dynamicznie w ciągu ostatnich lat (w latach 2009-2017 był to wzrost niemal ośmiokrotny), na skutek realizowania przez spółkę coraz większej liczby i coraz większych projektów deweloperskich, a w ostatnim czasie także na skutek nabywania aktywów finansowych.

Na koniec 2017 roku suma aktywów Murapolu wyniosła według sprawozdania dla jednostki inwestycyjnej 978,9 mln zł (wzrost o 53% w stosunku do końca roku poprzedniego), a według sprawozdania pro forma 1.568 mln zł (tj. o 78% więcej niż przed rokiem – również według bilansu pro forma).

Zgodnie ze skonsolidowanym sprawozdaniem dla jednostki inwestycyjnej w ostatnich latach coraz większą część majątku spółki stanowiły aktywa trwałe (w trakcie roku 2017 ich udział w sumie aktywów oscylował wokół 80%), a ich głównym składnikiem były aktywa trwałe wyceniane do wartości godziwej przez wynik (stanowiące ponad 2/3 łącznych aktywów), na które składała się głównie wartość spółek celowych (częściowo w ramach zamkniętych funduszy inwestycyjnych) realizujących poszczególne projekty deweloperskie.

Powyższa struktura aktywów implikowałaby bardzo niską ich płynność, jednak realny obraz struktury majątku Murapolu lepiej oddaje skonsolidowane sprawozdanie pro forma. Z łącznej kwoty 1.568 mln zł majątku Grupy Murapol na koniec 2017 roku majątek trwały wynosił 338 mln zł (tj. 22%) i składał się głównie z:

- wartości niematerialnych i prawnych – kwota 93,5 mln zł (z czego: 31,6 mln zł – wartość firmy z nabycia Grupy Awbud S.A., 38,9 mln zł – znak towarowy Awbud, 11,9 mln zł – wartość firmy z nabycia spółki Wola House Sp. z o.o.);

- aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży – kwota 94,7 mln zł (z czego: 62,3 mln zł – akcje spółki Skarbiec Holding S.A., 31,1 mln zł – akcje spółki Polnord S.A.);
- nieruchomości inwestycyjnych – 78,2 mln zł (są to wyceniane do wartości godziwej grunty, na których obecnie nie jest planowana działalność deweloperska).

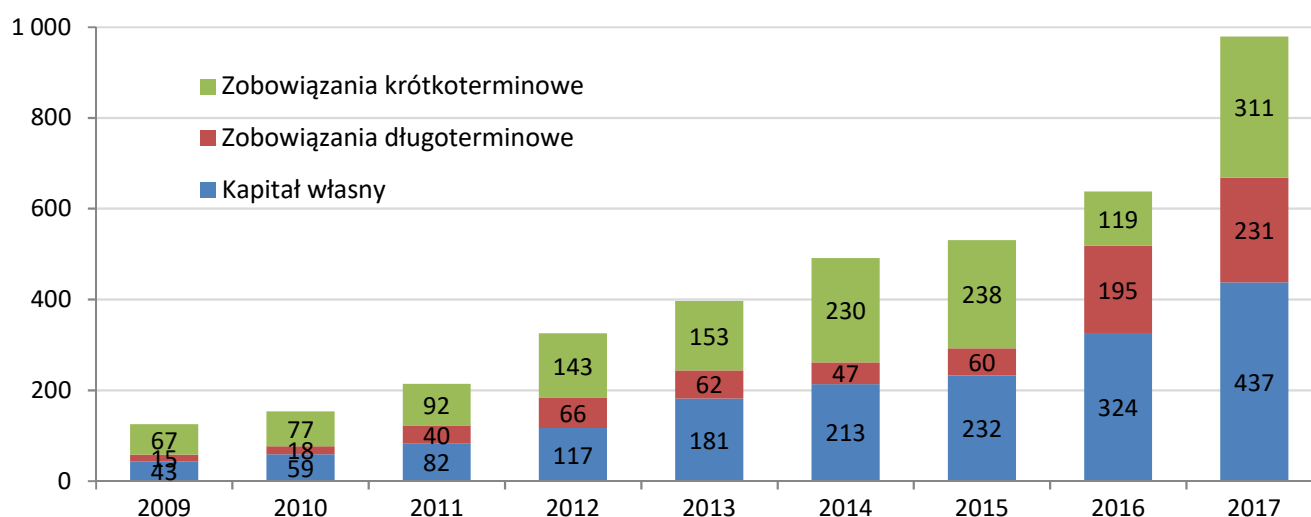
Majątek obrotowy w skonsolidowanym sprawozdaniu pro forma na koniec 2017 roku miał wartość 1.230 mln zł (stanowił 78% łącznych aktywów) i składał się głównie z:

- zapasów – 722 mln zł (z czego: grunty – 375,8 mln zł, poniesione koszty budowy mieszkań w toku – 255,6 mln zł, niesprzedane mieszkania gotowe – 88,3 mln zł, towary – 1,4 mln zł);
- należności z tytułu dostaw i usług – 159,7 mln zł;
- środków pieniężnych i ich ekwiwalentów – 134,8 mln zł;
- pozostałych należności krótkoterminowych – 125,3 mln zł.

Oceniając jakość i płynność aktywów Murapolu należy zaznaczyć, że część aktywów trwałych wykazywanych w bilansie pro forma ma charakter głównie księgowy (dotyczy to „wartości niematerialnych i prawnych”, stanowiących 6% sumy aktywów, oraz „aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego”, mających 3-procentowy udział w łącznych aktywach). Wśród aktywów obrotowych do aktywów mało płynnych zaliczyć należy wykazywane w bilansie „zapasy” (z wyłączeniem gotowych mieszkań), stanowiące 40% sumy majątku Grupy Murapol. Aktywa charakteryzujące się stosunkowo wysoką płynnością (oprócz środków pieniężnych są to również należności krótkoterminowe oraz wykazywane w „zapasach” mieszkania gotowe) mają wartość 524 mln zł i stanowią 33% łącznego majątku.

Bilans – pasywa

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



Źródło: skonsolidowane sprawozdania finansowe Murapol S.A. (dla jednostki inwestycyjnej)

Wartość kapitału własnego Murapolu według sprawozdania sporządzanego dla jednostki inwestycyjnej 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 w ciągu ostatnich pięciu lat oscylował w zakresie ok. 45-55%. Poziom ten można byłoby uznać za stosunkowo bezpieczny, jednak skonsolidowane sprawozdanie pro forma daje pod tym względem znacznie mniej korzystny obraz.

Zarówno w roku 2016, jak i w roku 2017, przy znacznie wyższej sumie bilansowej wartość kapitału własnego była w sprawozdaniu pro forma znacznie niższa niż w skonsolidowanym sprawozdaniu dla jednostki inwestycyjnej. Ponadto, ponieważ w roku 2017 wartość łącznych aktywów i pasywów rosła znacznie szybciej niż wartość kapitału własnego, jego udział w sumie pasywów zmniejszył się istotnie: z 29% w roku 2016, do 27% na koniec I. półrocza 2017 r. i 21% na koniec 2017 roku. Jednocześnie wartość zobowiązań i rezerw w sprawozdaniu pro forma wzrosła w ciągu roku niemal dwukrotnie: z 624,8 mln zł na koniec 2016 r. do 1.244,5 mln zł na koniec 2017 r.

Również struktura terminowa zobowiązań odbiega znacznie w skonsolidowanym sprawozdaniu dla jednostki inwestycyjnej od danych ze sprawozdania pro forma. W pierwszym wypadku zobowiązania długoterminowe stanowiły na koniec 2017 roku 24%, a zobowiązania krótkoterminowe 32% sumy pasywów. W sprawozdaniu pro forma natomiast zobowiązania długoterminowe stanowiły 18%, a zobowiązania krótkoterminowe aż 61% sumy pasywów.

Zgodnie z informacjami uzyskanymi od spółki, z uwagi na fakt, że publikowane przez Murapol sprawozdanie pro forma ma charakter uproszczony, wszystkie zobowiązania handlowe wykazane zostały jako zobowiązania krótkoterminowe. Tymczasem według stanu na koniec 2017 roku zobowiązania handlowe na kwotę 116 mln zł miały zapadalność dłuższą niż rok. Stąd też realnie zobowiązania długoterminowe miały 26-procentowy udział w łącznych pasywach, a zobowiązania krótkoterminowe stanowiły 54% sumy pasywów.

Należy przy tym zaznaczyć, że łączna wartość „krótkoterminowych kredytów i pożyczek” oraz „pozostałych krótkoterminowych zobowiązań finansowych” zgodnie ze sprawozdaniem pro forma wzrosła w 2017 roku aż niemal 10-krotnie (z 28,9 mln zł w 2016 r. do 281,3 mln zł na koniec 2017 r.). Spółka tłumaczy to m.in. poniesionymi w ciągu poprzednich dwóch lat wysokimi nakładami inwestycyjnymi na zakup gruntów oraz realizacją znacznie większej liczby projektów mieszkaniowych, które finansowane były w dużym stopniu poprzez emisję obligacji.

Dwie serie obligacji (o łącznej wartości 52,5 mln zł), których termin wykupu przypada na rok 2018, została na koniec 2017 roku przekwalifikowana do zobowiązań krótkoterminowych. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że łączna wartość zobowiązań finansowych wzrosła z 307,7 mln zł w roku 2016 do 541,9 mln zł na koniec 2017 roku (tj. aż o 76%). Za istotną część tego wzrostu odpowiadają przy tym dokonane przez Murapol w 2017 roku inwestycje o charakterze finansowym (tj. akcje Skarbiec Holding S.A. i Polnord S.A.).

Tabela 2. Murapol S.A. – wyemitowane obligacje pozostające do wykupu (stan na 31.12.2017 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	WIBOR 3M+ 4,60%	kwartalnie	29.04.2018
kuponowe 3-letnie (seria R)	19.10.2015	22 485 700	WIBOR 3M+ 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	WIBOR 3M+ 4,10%	kwartalnie	31.10.2019
kuponowe 3-letnie (seria U)	28.10.2016	5 000 000	WIBOR 3M+ 4,05%	kwartalnie	28.10.2019
kuponowe 3-letnie (seria W)	22.02.2017	11 827 000	WIBOR 3M+ 4,05%	kwartalnie	22.02.2020
kuponowe 3-letnie (seria Z)	21.03.2017	13 173 000	WIBOR 3M+ 4,05%	kwartalnie	21.03.2020
kuponowe 3-letnie (seria BA)	30.06.2017	28 169 000	stała stopa 6%	półrocznie	25.06.2020
kuponowe 39 miesięczne (seria BB)	03.11.2017	5 300 000	WIBOR 3M + 5%	kwartalnie	28.02.2021

Źródło: Murapol S.A.

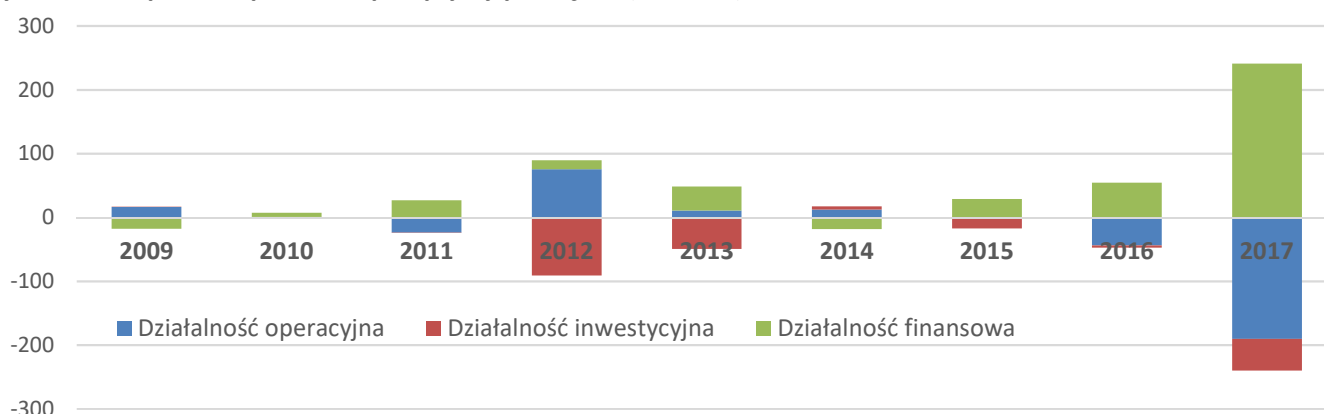
Na koniec 2017 roku Murapol miał wyemitowane 9 serii obligacji pozostających do wykupu, o łącznej wartości nominalnej wynoszącej ok. 171 mln zł. Do dnia publikacji niniejszego raportu spółka wykupiła obligacje serii P o nominale 30 mln zł oraz wyemitowała kilka nowych serii obligacji na łączną kwotę ok. 43 mln zł. Murapol ma więc obecnie wyemitowane obligacje o wartości nominalnej 183,6 mln zł, z czego 121,2 mln zł stanowią papiery uplasowane w emisjach prywatnych, a na rynku publicznym notowane były obligacje o wartości 62,5 mln zł. Do spłaty w 2018 roku jest jedna seria obligacji (o nominale 22,5 mln zł), a kolejne serie zapadają w II. połowie 2019 roku.

Obligacje na duże kwoty emitują (również dla podmiotów zewnętrznych) także spółki zależne Murapolu, przy czym spółka-matka pełni dla części z tych emisji funkcję gwaranta (cała Grupa Murapol ma obecnie wyemitowane obligacje o łącznej wartości 221 mln zł). Należy zaznaczyć, że w 2017 roku niektóre spółki z grupy emitowały obligacje z opcją put (posiadacze tych papierów mają prawo żądania bezwarunkowego wcześniejszego wykupu obligacji). Pod koniec czerwca spółka Partner S.A. musiała z tego powodu wykupić przed terminem papiery (gwarantowane przez Murapol S.A.) o wartości 40 mln zł.

Według opublikowanych przez Murapol informacji, wartość pozostałych do wykupu wyemitowanych w grupie obligacji z opcją put wynosi obecnie jeszcze 30 mln zł. W odniesieniu do posiadanych przez spółkę środków pieniężnych kwota ta nie jest bardzo istotna i ewentualna konieczność wykupu tych papierów w najbliższym czasie nie stanowi zagrożenia dla płynności Murapolu. Niemniej jednak, sam fakt emitowania przez spółki zależne obligacji z opcją put oceniamy zdecydowanie negatywnie, ponieważ tego typu papiery realnie stanowią zadłużenie krótkoterminowe i mogą znacznie utrudniać planowanie przepływów pieniężnych w grupie. Bierzemy jednak pod uwagę deklarację zarządu Murapolu, że w przyszłości w całej grupie kapitałowej nie będą już przeprowadzane emisje obligacji z opcją put.

Rachunek przepływów pieniężnych

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



Źródło: skonsolidowane sprawozdania finansowe Murapol S.A. (dla jednostki inwestycyjnej)

Przepływy pieniężne Murapolu prezentowane w sprawozdaniu jednostki inwestycyjnej 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 w wersji dla jednostki inwestycyjnej 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. Stąd też wartość informacyjna tej części podstawowego sprawozdania finansowego należy uznać za mocno ograniczoną.

Należy jednak zwrócić uwagę na bardzo wysoką ujemną wartość przepływów z działalności operacyjnej wygenerowanych w roku 2017. Odpowiadała za to głównie wzrost stanu aktywów finansowych oraz w mniejszym stopniu wzrost należności. Wysokie ujemne saldo wolnych przepływów pieniężnych (przepływy z działalności operacyjnej + przepływy z działalności inwestycyjnej) musiały zostać pokryte przepływami z działalności finansowej (na które niemal w całości składały się wpływy z tytułu zaciągnięcia kredytów i pożyczek (240,1 mln zł) oraz z emisji dłużnych papierów wartościowych (60,5 mln zł).

Nieco korzystniejszy obraz w zakresie przepływów pieniężnych przedstawia skonsolidowane sprawozdanie pro forma. Przepływy z działalności operacyjnej w 2017 roku również tutaj były ujemne, jednak miały już znacznie niższą wartość (-17,8 mln zł, wobec +52,9 mln zł w roku 2016). W tym przypadku istotny negatywny wpływ na wartość przepływów operacyjnych miał bardzo duży wzrost stanu zapasów (405,8 mln zł) oraz wzrost stanu należności (126,1 mln zł). Kompensowane było to w dużym stopniu wzrostem stanu zobowiązań (315,2 mln zł).

Wysoką ujemną wartość (-167 mln zł) miały natomiast przepływy z działalności inwestycyjnej, głównie na skutek poniesionych wydatków na nabycie aktywów finansowych.

Również w wersji pro forma rachunku przepływów pieniężnych wysokie ujemne wolne przepływy gotówki (-184,8 mln zł) musiały zostać sfinansowane przepływami z działalności finansowej (212,7 mln zł, z czego 156,3 mln zł stanowiły wpływy netto z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych, a 61,2 mln zł wpływy netto z zaciągnięcia kredytów i pożyczek).

Oceniając przepływy gotówkowe Murapolu bierzemy obecnie pod uwagę realną perspektywę znacznej poprawy sytuacji w tym zakresie w kolejnych kwartałach. Jakkolwiek pierwsze półrocze 2018 r. było jeszcze pod tym względem prawdopodobnie nadal słabe (m.in. z uwagi na niską ilość mieszkań przekazanych w tym okresie do użytku), to w II. półroczu 2018 r. (a także w I. połowie 2019 r.) Murapol powinien odnotować skokowy wzrost wartości przepływów z działalności operacyjnej. W drugiej połowie bieżącego roku spółka odda do użytku ok. 2.200 mieszkań (w całym 2017 roku było to 1.148 lokali), z czego znaczną część stanowią lokale sprzedawane wcześniej w systemie „10/90” (płatność 90% ceny przy przekazaniu mieszkania). Oznacza to, że kulminacja wartości przychodów ze sprzedaży planowana na II. połowę 2018 roku (oraz I. połowę 2019 r.) będzie połączona z jeszcze wyższą kulminacją przepływów gotówkowych.

W I. półroczu 2018 r. Murapol wprowadził do oferty 2.191 mieszkań, a na koniec czerwca b.r. w budowie znajdowały się projekty obejmujące łącznie 6.236 mieszkań. Duża liczba lokali w budowie pozwala oczekiwać, że również w kolejnych latach spółka będzie generować wysokie przepływy gotówkowe, co powinno jej umożliwić terminową obsługę zobowiązań oraz realizację planu redukcji poziomu zadłużenia.

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	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dynamika przychodów ze sprzedaży	38,0%	57,7%	-0,5%	37,0%	59,7%	-32,7%	-21,3%
Marża EBITDA	23,7%	24,0%	4,4%	31,4%	24,2%	59,7%	74,2%
Marża operacyjna	23,4%	23,6%	4,0%	31,0%	23,9%	59,1%	73,5%
Marża netto	24,1%	20,6%	28,6%	23,7%	18,1%	56,0%	64,5%

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Murapol S.A. (dla jednostki inwestycyjnej)

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).

Z danych zawartych w sprawozdaniu w wersji dla jednostki inwestycyjnej wynika, że działalność spółki charakteryzowała się dość stabilną (a w ostatnich dwóch latach nawet rosnącą) i ogólnie wysoką rentownością. 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 latach 2016-2017 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) oraz inwestycji w akcje Polnordu i Skarbca TFI.

Należy jednak zaznaczyć, że po uwzględnieniu danych za I. kwartał 2018 roku wskaźniki rentowności (liczone dla danych za cztery ostatnie kwartały) uległy już znacznemu obniżeniu (do 56% na poziomie operacyjnym oraz 33% na poziomie netto). Przyczyną opisywanych zmian są działania zmieniające strukturę grupy kapitałowej (skutkujące obniżeniem przychodów) oraz – zgodnie z informacjami podawanymi przez spółkę – fakt, że większość przychodów związanych z działalnością deweloperską planowana jest do osiągnięcia w II. połowie 2018 roku.

Faktyczną rentowność sprzedaży obrazuje jednak znacznie lepiej sprawozdanie pro forma, zgodnie z którym wskaźniki rentowności przyjmowały dużo niższe wartości. Marża EBITDA w 2017 roku wyniosła 20,4% (wobec 25,7% w roku 2016), marża operacyjna 19,9% (wobec 25,3% w roku poprzednim), a marża netto 11,1% (wobec 24,8% w roku 2016).

Bierzemy przy tym pod uwagę fakt, że na skonsolidowane wyniki finansowe Murapolu za 2017 rok wpłynęła konsolidacja od III. kwartału ub.r. spółki Awbud S.A., która wygenerowała w ubiegłym roku wysoką stratę. Po wyłączeniu wpływu tego czynnika wskaźniki rentowności Grupy Murapol za 2017 rok kształtowałyby się na poziomach odpowiednio: marża EBITDA 27,6%, marża operacyjna 27,1%, marża netto 16,0%. Realnie rentowność Murapolu w 2017 roku obniżyła się jedynie na poziomie wyniku netto (głównie na skutek dużego zwiększenia ujemnego salda przychodów i kosztów finansowych, związanego ze wzrostem kosztów odsetek od obligacji i kredytów, a także na skutek wzrostu podatku dochodowego).

Jakkolwiek spadek w 2017 roku nominalnej wartości uzyskiwanych przez Murapol wyników finansowych (w tym w szczególności marży netto – głównie na skutek wzrostu kosztów finansowych) z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego oceniamy negatywnie, to bierzemy obecnie również pod uwagę realną poprawę sytuacji w tym zakresie w II. połowie 2018 r. oraz w 2019 roku. Wynika to z planowanej kulminacji przekazania mieszkań do użytku, jaka ma nastąpić na przełomie 2018 i 2019 roku (w samym drugim półroczu 2018 r. ma to być ok. 2,2 tys. lokali, wobec 1,1 tys. w całym 2017 roku). Przełożyć się to powinno na wysoki wzrost przychodów ze sprzedaży rozpoznawanych w rachunku zysków i strat, a co za tym idzie – także na wzrost raportowanych wyników finansowych.

Przy ocenie rentowności Murapolu w dłuższej perspektywie należy wziąć również 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. Coraz częściej wskazywane są jednak czynniki mogące w przyszłości negatywnie wpłynąć na rynek deweloperski, np.: presja płacowa, rosnące ceny działek i materiałów budowlanych, spadająca dynamika sprzedanych mieszkań, a także rekordowo duża liczba lokali w trakcie budowy, w przyszłości mogąca wpłynąć na poziom konkurencji cenowej. Ewentualne osłabienie koniunktury może również mieć w dłuższym horyzoncie czasu negatywne przełożenie na poziom sprzedaży oraz osiągnięte marże.

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

Finansowanie	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zadłużenie aktywów ogółem	0,62	0,64	0,54	0,57	0,56	0,49	0,55
Finansowanie aktywów kap. własnym	0,38	0,36	0,46	0,43	0,44	0,51	0,45
Pokrycie aktywów trwałych	22,06	1,88	1,23	0,79	1,01	1,03	0,85
Stabilność finansowania	0,57	0,56	0,61	0,53	0,55	0,81	0,68
Zobowiązania razem / Sprzedaż	1,22	1,22	1,27	1,19	0,80	1,32	2,91
Zobowiązania netto / EBITDA	4,7	4,9	27,5	3,8	3,2	2,2	3,9
Dług finansowy netto / EBITDA	2,6	2,2	17,0	2,0	1,6	1,7	3,4
Dług finansowy netto / kapitał własny	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,7	1,1
EBITDA / odsetki zapłacone	6,8	5,4	0,8	5,0	13,2	17,4	8,5

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Murapol S.A. (dla jednostki inwestycyjnej)

Według skonsolidowanego sprawozdania Murapolu sporządzanego w wersji dla jednostki inwestycyjnej udział kapitału własnego w sumie pasywów był w ciągu pięciu ostatnich lat stosunkowo stabilny i oscylował w zakresie ok. 45-55%. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że na koniec 2017 roku wskaźnik ten znalazł się w dolnym zakresie tego przedziału. Ponadto pogorszeniu (poniżej dolnego poziomu, który można uznać za bezpieczny) uległa wartość pokrycia aktywów trwałych kapitałem stałym. Silnie wzrósł wskaźnik zadłużenia do sprzedaży, choć w tym przypadku jest to głównie efektem zachodzących zmian w sprawozdawczości dla jednostki inwestycyjnej.

Do stosunkowo wysokiego poziomu (3,4) na koniec 2017 roku wzrósł wskaźnik dług netto/EBITDA. Należy przy tym podkreślić, że (na podstawie podanych przez Murapol bardzo słabych wyników finansowych za I. kwartał 2018 r.) pomimo lekkiego spadku wartości łącznych zobowiązań wskaźnik ten na koniec marca b.r. uległ dalszemu istotnemu pogorszeniu.

Po kilku latach utrzymywania się na stabilnym i stosunkowo bezpiecznym poziomie 0,6-0,8, w 2017 roku pogorszyła się także wartość wskaźnika długu netto do kapitału własnego spółki. Obecny poziom (1,1) należy już uznać za podwyższony.

Pogorszenie sytuacji Murapolu w 2017 roku w obszarze finansowania obrazuje również skonsolidowane sprawozdanie pro forma. Wskaźnik ogólnego zadłużenia wzrósł, z i tak dość wysokiego poziomu 0,71 w 2016 roku, do 0,79 na koniec 2017 roku. Sytuacji w tym zakresie nie poprawi przy tym znacząco dokonana przez Murapol w czerwcu 2018 r. sprzedaż akcji Skarbiec Holding S.A. i Polnord S.A., a także działki pod Berlinem.

Uzyskane kwoty są bowiem stosunkowo niewielkie w odniesieniu do łącznych aktywów Murpolu, a ponadto (ponieważ na dwóch z trzech w/w transakcji spółka poniosła stratę), kapitał własny wzrośnie jedynie symbolicznie. W rezultacie, szacowany wskaźnik ogólnego zadłużenia obniży się dzięki temu na koniec II. kwartału b.r. jedynie

nieznacznie – do 0,77 (przy średniej dla innych dużych firm deweloperskich wynoszącej ok. 0,60). W kontekście omawianych transakcji dla oceny ryzyka kredytowego Murapolu większe znaczenie ma jednak wzmocnienie sytuacji płynnościowej spółki i zwiększenie możliwości obsługi (oraz redukcji) zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem długoterminowym przyjmował zgodnie ze sprawozdaniem pro forma za 2016 i 2017 rok teoretycznie wysokie i bezpieczne wartości (po zaliczeniu do kapitału długoterminowego kwoty 116 mln zł zobowiązań handlowych o zapadalności dłuższej niż rok wykazywanych w sprawozdaniu w zobowiązaniach krótkoterminowych na koniec ubiegłego roku było to 2,15). Należy jednak wziąć pod uwagę fakt, że Murapol wykazuje w aktywach obrotowych (w pozycji „zapasy”) część aktywów, których okres rotacji jest znacznie dłuższy niż 1 rok (grunty, inwestycje w trakcie budowy). Gdyby całość pozycji „zapasy” zaliczyć do aktywów długoterminowych, wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem długoterminowym na koniec 2017 roku wyniósłby już tylko 0,69 (przy uwzględnieniu czerwcowej sprzedaży aktywów byłoby to 0,77), a więc byłby niższy od dolnej granicy uważanej za poziom bezpieczny (1,0). Bierzymy jednak pod uwagę fakt, że Murapol w ciągu najbliższych 6-9 miesięcy będzie finalizował budowy kilku dużych projektów (w których zdecydowana większość mieszkań została już sprzedana klientom), w związku z czym poziom zapasów powinien ulec znacznemu obniżeniu, co wpłynie na wzrost wartości liczonego w powyższy sposób wskaźnika pokrycia aktywów trwałych.

Na skutek znacznego wzrostu w sprawozdaniu pro forma za 2017 rok zobowiązań krótkoterminowych znacznie spadł wskaźnik stabilności finansowania: z 0,62 w 2016 r. do 0,57 w I. półroczu 2017 r. i 0,39 na koniec 2017 r. Po uwzględnieniu przesunięcia kwoty 116 mln zł zobowiązań handlowych do zobowiązań długoterminowych wskaźnik ten wyniósłby na koniec 2017 roku 0,46. Natomiast po uwzględnieniu dodatkowo przeznaczenia całości środków z czerwcowej sprzedaży zbędnych aktywów na spłatę zobowiązań krótkoterminowych wskaźnik ten wyniósłby 0,50, Można więc szacować, że realnie wskaźnik ten obecnie kształtowałby się już na poziomie istotnie wyższym niż wynikało to ze sprawozdania na koniec 2017 roku, choć nadal niższym niż było to rok wcześniej.

Znacznemu wzrostowi (tj. pogorszeniu) uległa w 2017 roku relacja łącznych zobowiązań do przychodów ze sprzedaży: z 1,28 w 2016 r. do 2,64 w 2017 r. (po uwzględnieniu sprzedaży zbędnych aktywów wskaźnik spadłby do 2,39). Obecny poziom należy już uznać za zdecydowanie zbyt wysoki. Oczekujemy jednak, że powinien on ulec poprawie w II. półroczu 2018 roku i w I. półroczu 2019 roku, ponieważ spółka zapowiada największy wzrost przychodów z działalności deweloperskiej na przełomie bieżącego i przyszłego roku (na skutek kumulacji oddawania do użytku nowobudowanych mieszkań).

W ubiegłym roku wzrósł również do podwyższonego poziomu (z 0,8 w 2016 r. do 1,3 na koniec 2017 r.) wskaźnik relacji długu finansowego netto do kapitału własnego. Silnemu wzrostowi (z 1,6 w 2016 r. do 4,2 na koniec 2017 r.) uległ także wskaźnik relacji długu finansowego netto do EBITDA. Należy jednak zaznaczyć, że oba te wskaźniki na koniec I. półrocza 2018 r. uległy prawdopodobnie dość istotnej poprawie po uwzględnieniu dokonanej w czerwcu b.r. sprzedaży zbędnych aktywów (przy założeniu innych czynników niezmiennych byłoby to spadek do odpowiednio: 0,9 i 3,0).

Po pogorszeniu sytuacji w 2017 roku, obszar finansowania działalności w przypadku Murapolu oceniamy obecnie ogólnie jako charakteryzujący się wysokim ryzykiem, co jest jednym z najistotniejszych czynników wpływających na dokonane obniżenie ratingu spółki. Aby sytuacja w tym zakresie uległa poprawie, spółka powinna dążyć do wzmocnienia kapitałów własnych i/lub do redukcji zadłużenia oprocentowanego, a także do poprawy (istotnie pogorszonej w 2017 roku) struktury czasowej zobowiązań finansowych, tj. do wydłużenia zapadalności długu.

W powyższym kontekście doceniamy podjęte w ostatnim czasie przez obecny zarząd Murapolu działania mające na celu uporządkowanie aktywów (tj. sprzedaży zbędnego majątku niezwiązanego z podstawową działalnością), które powinny skutkować m.in. spadkiem wartości zobowiązań krótkoterminowych. Bierzemy także pod uwagę plan Murapolu przeprowadzenia w połowie 2019 roku IPO (w ramach którego spółka prawdopodobnie wyemituje także nowe akcje). Ponadto bierzemy pod uwagę fakt wystąpienia kumulacji przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, jaka ma nastąpić na przełomie 2018 i 2019 roku, związanej z oddawaniem do użytku bardzo dużej liczby budowanych obecnie mieszkań. Znaczna część z nich sprzedawana była przy tym w systemie „10/90”, co oznacza, że oprócz wzrostu wykazywanych w rachunku zysków i strat przychodów i zysków, do spółki wpłynie duża gotówka. Zgodnie z deklaracjami zarządu Murapolu zostanie ona przeznaczona w znacznym stopniu na spłatę zadłużenia. Według planów spółki wskaźnik relacji długu netto do kapitałów własnych na koniec 2019 roku ma się obniżyć do poziomu 0,6 (wobec 1,3 na koniec 2017 r.) – będzie to więc poziom nieodlegający istotnie od średniej dla innych dużych firm deweloperskich.

Planowana redukcja zadłużenia i wzmocnienie kapitałowe spółki będą miały szczególnie istotne znaczenie w obliczu planowanych niekorzystnych dla firm deweloperskich zmian w otoczeniu prawnym (projekt UOKiK dotyczący likwidacji otwartych rachunków powierniczych), które zaszkodziłyby najmocniej podmiotom słabszym kapitałowo.

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

Płynność	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Płynność bieżąca	2,27	1,60	1,30	0,69	1,01	1,13	0,63
Płynność szybka	0,33	0,23	0,27	0,59	0,95	0,91	0,49
Płynność szybka bez zaliczek	0,41	0,31	0,30	0,66	1,08	0,92	0,50
Płynność natychmiastowa	0,11	0,06	0,05	0,01	0,06	0,09	0,02
Aktywa obrot. / krótkoterm. zobow. fin.	5,26	6,46	2,63	1,50	2,22	2,41	0,79
Gotówka / krótkoterm. zobow. fin.	0,26	0,25	0,10	0,02	0,12	0,19	0,02

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Murapol S.A. (dla jednostki inwestycyjnej)

Obliczany na podstawie sprawozdania dla jednostki inwestycyjnej wskaźnik płynności bieżącej Murapolu w latach 2012-2014 uległ silnemu spadkowi. Było to głównie rezultatem zmian w strukturze aktywów spółki, wynikających 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 wskaźnik ten przyjmował stale stosunkowo niskie wartości (0,7-1,1), po czym w 2017 roku spadł do najniższego dotychczas poziomu 0,63.

Przy ocenie sytuacji płynnościowej Murapolu w oparciu o sprawozdanie dla jednostki inwestycyjnej 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 znajduje się 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 w wersji dla jednostki inwestycyjnej obrazuje fakt, iż na koniec 2017 roku spółka wykazywała w skonsolidowanym sprawozdaniu środki pieniężne na poziomie zaledwie 4,7 mln zł, natomiast w spółkach należących do holdingu nieuwzględnionych w konsolidacji znajdowała się oprócz tego gotówka w kwocie ok. 130 mln zł.

Podobnie jak w przypadku oceny rentowności i finansowania, sytuację w obszarze oceny płynności finansowej Murapolu znacznie lepiej obrazują sporządzane przez spółkę sprawozdania pro forma. Zgodnie z nimi, wskaźnik płynności bieżącej obniżył się w ubiegłym roku niemal o połowę (do 1,28 w 2017 r. z 2,5 na koniec 2016 r.), co wynikało zarówno z zaciągnięcia przez spółkę nowych zobowiązań krótkoterminowych, jak i z przeklasyfikowania części zobowiązań finansowych z długoterminowych do krótkoterminowych.

Po uwzględnieniu przeklasyfikowania kwoty 116 mln zł wykazywanych w bilansie pro forma na koniec 2017 roku krótkoterminowych zobowiązań handlowych do zobowiązań długoterminowych wskaźnik płynności bieżącej kształtował się już na korzystniejszym poziomie 1,46. Ponadto, należy wziąć pod uwagę, że po dokonanej przez spółkę w czerwcu b.r. sprzedaży części zbędnych aktywów, Grupa Murapol zostanie zasilona gotówką w łącznej kwocie ok. 80 mln zł, a o 40 mln zł zmniejszone zostaną krótkoterminowe zobowiązania finansowe (taka część kwoty ze sprzedaży Skarbca zostanie przeznaczona na rozliczenie zaciągniętej pożyczki).

Szacowany przez nas wskaźnik ogólnej płynności na koniec I. półrocza 2018 r. (przy założeniu, że całość środków pozyskanych ze sprzedaży aktywów zostałaby przeznaczona na spłatę bieżących zobowiązań) wzrósłby do 1,67. Taki poziom tego wskaźnika, choć w porównaniu do innych dużych firm deweloperskich nadal niski, można już ocenić jako umiarkowany.

Wskaźnik płynności szybkiej (relacja aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy oraz o rozliczenia międzyokresowe do sumy zobowiązań krótkoterminowych pomniejszonych o kwotę 116 mln zł) uległ w 2017 roku znacznemu pogorszeniu (spadek do 0,58, wobec 0,98 na koniec 2016 r.). Po uwzględnieniu sprzedaży aktywów z czerwca b.r. wskaźnik ten wzrósłby jedynie nieznacznie – do 0,67 i nadal utrzymywałby się na poziomie niższym niż średnia dla innych dużych firm deweloperskich.

Także liczona w oparciu o dane pro forma płynność natychmiastowa (nawet po odjęciu od zobowiązań krótkoterminowych kwoty 116 mln zł zobowiązań handlowych o zapadalności powyżej 12 miesięcy) pogorszyła się znacznie w Grupie Murapol w ubiegłym roku (spadek z 0,32 w 2016 r. do 0,16 na koniec 2017 r.). Należy spodziewać się, że po dokonanej przez spółkę w czerwcu b.r. sprzedaży zbędnych aktywów płynność gotówkowa ulegnie pewnej poprawie. Przy założeniu, że spółka zachowałaby całą kwotę 80 mln zł pozyskanej gotówki wskaźnik płynności natychmiastowej wzrósłby do 0,27. Jeśli natomiast całość pozyskanej gotówki przeznaczona zostałaby na spłatę zobowiązań krótkoterminowych, wskaźnik ten wyniósłby 0,19. W obu przypadkach wartości te byłyby nadal niższe niż u większości innych dużych firm deweloperskich.

Pogorszenie sytuacji płynnościowej Murapolu, jakie nastąpiło w 2017 roku, z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego spółki oceniamy negatywnie i jest to jeden z czynników wpływających na dokonane obniżenie ratingu kredytowego. Przy ustalaniu perspektywy ratingu wzięliśmy jednak pod uwagę fakt, że sytuację w obszarze płynności poprawi nieco przeprowadzona przez Murapol w czerwcu 2018 r. sprzedaż części aktywów i pozyskanie przez spółkę ok. 120 mln zł (z czego ok. 80 mln zł będzie miało charakter gotówkowy, a ok. 40 mln zł będzie polegało na rozliczeniu pożyczki). Dzięki temu bieżące ryzyko w obszarze płynności oceniamy nadal jako podwyższone (a nie wysokie).

Ponadto oczekujemy, że sytuacja Murapolu w obszarze płynności powinna poprawić się na przełomie 2018 i 2019 roku. Wynika to z faktu, że nastąpi wówczas kumulacja przekazywania klientom do użytku znacznej części budowanych obecnie mieszkań – w tym dużej liczby mieszkań sprzedawanych wcześniej przez Murapol w systemie 10/90 lub 20/80 (klienci – najczęściej kupujący mieszkania na wynajem – wpłacali początkowo tylko zaliczkę w wysokości 10 lub 20% wartości mieszkania, a końcowa płatność nastąpi po oddaniu mieszkania do użytku). Oznacza to, że Murapol zostanie wówczas zasilony gotówką o dużej wartości, która powinna pozwolić spółce na istotną redukcję zobowiązań – w tym w szczególności krótkoterminowych.

Ponadto, ponieważ spółka deklaruje, że odchodzi obecnie od sprzedawania mieszkań w systemie 10/90, a także posiada już duży bank ziemi zbudowany w ciągu poprzednich dwóch lat, potrzeby płynnościowe Murapolu związane z realizacją kolejnych inwestycji deweloperskich powinny być już niższe.

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

Efektywność	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Obrotowość aktywów	0,6	0,6	0,5	0,5	0,7	0,4	0,2
Cykl zapasów (dni)	501	357	337	126	11	10	2
Cykl należności handlowych (dni)	17	15	18	74	94	103	65
Cykl zobowiązań handlowych (dni)	60	87	105	73	46	43	24
Cykl konwersji gotówki (dni)	458	285	251	127	59	70	44
Zwrot na aktywach (ROA)	14,2%	13,1%	13,5%	12,4%	13,2%	24,0%	14,9%
Zwrot na kapitale własnym (ROE)	37,1%	34,7%	32,4%	28,9%	30,5%	45,6%	31,6%

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Murapol S.A. (dla jednostki inwestycyjnej)

Analiza wskaźników efektywności dla danych ze sprawozdania statutowego Murapolu (w szczególności dla okresu po 2014 roku), ze względu na specyfikę zasad rachunkowości przyjętych w wersji sprawozdania dla jednostki inwestycyjnej, niesie ze sobą niewielką wartość informacyjną.

W oparciu o sprawozdania pro forma (sporządzane przez spółkę od końca 2016 roku) można stwierdzić, że 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. Należy jednakże zauważyć, że (ze względu na jednoczesny lekki spadek przychodów ze sprzedaży oraz duży wzrost wartości aktywów) w 2017 roku wskaźnik obrotowości majątku spadł z 0,7 w 2016 r. do zaledwie 0,4 na koniec 2017 r., co oznacza również, że spółka miała w ostatnim czasie mniejszą zdolność do generowania gotówki w relacji do wartości posiadanego majątku (co jest szczególnie niekorzystne w kontekście równoczesnego wzrostu wskaźnika relacji zobowiązań do sprzedaży).

Za wspomniany wyżej wzrost wartości aktywów Murapolu w 2017 roku odpowiadał w około połowie wzrost bilansowej wartości zapasów (w tym głównie na skutek dokonanych zakupów gruntów). W rezultacie, cykl obrotu zapasów wydłużył się ze 152 dni w roku 2016 do 432 dni w roku ubiegłym. Oznacza to, że spółka ma obecnie dużą część majątku zamrożoną w mało płynnych aktywach, co wpływa na wzrost jej ryzyka kredytowego. Sytuacji w tym zakresie nie poprawi przy tym istotnie czerwcowa sprzedaż części majątku, ponieważ większość pozyskanej kwoty dotyczyła akcji Skarbca i Polnordu (wykazywanych w bilansie w aktywach trwałych w pozycji „aktywa finansowe dostępne do sprzedaży”), a wartość zapasów (gdzie była wykazywana sprzedana działka pod Berlinem) zmniejszył się tylko o kilka milionów złotych (przy łącznej wartości zapasów wynoszącej na koniec 2017 roku 722 mln zł).

W ubiegłym roku wydłużył się również (z 51 do 72 dni) cykl obrotu należności handlowych, co dodatkowo negatywnie wpłynęło na sytuację płynnościową spółki.

W 2017 roku bardzo dużemu, 9-krotnemu wzrostowi (z 38,1 mln zł w 2016 r. do 348,3 mln zł na koniec 2017 r.) uległa wartość zobowiązań z tytułu dostaw i usług. Wzrost ten wynikał głównie z:

- a) zakupu i objęcia konsolidacją (od maja 2017 r.) Grupy Awbud – w konsekwencji zwiększeniu uległy pozycje bilansowe Grupy Murapol, w tym zobowiązania handlowe w kwocie 43,3 mln zł;
- b) rozpoznania zobowiązań z tytułu umów zastępstwa inwestycyjnego w kwocie 213,6 mln zł (z czego 116 mln zł dotyczy zobowiązań zapadających po 2018 roku).

Znaczny wzrost wartości zobowiązań z tytułu dostaw i usług, jaki miał miejsce w 2017 roku, spowodował wydłużenie cyklu obrotu zobowiązań handlowych z 29 do 150 dni. Zgodnie z informacjami uzyskanymi od spółki wartość zobowiązań Grupy Murapol z tytułu dostaw i usług w kolejnych okresach nie powinna jednak już wzrastać powyżej poziomu z końca 2017 roku, a nawet powinna ulec obniżeniu.

Łączny cykl konwersji gotówki wydłużył się w Grupie Murapol ze 173 dni w roku 2016 aż do 355 dni w roku 2017. Zjawisko to z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego należy ocenić zdecydowanie negatywnie. Największy wpływ na taki stan rzeczy miał bardzo duży wzrost wartości zapasów, jaki nastąpił w ubiegłym roku, a także będąca w toku realizacja wielu nowych dużych projektów deweloperskich.

W I. półroczu 2018 r. Murapol przekazał klientom zaledwie 378 mieszkań, wobec czego poziom zapasów w bilansie sporządzanym na czerwiec b.r. prawdopodobnie nie ulegnie istotnemu zmniejszeniu. Spółka będzie jednakże finalizować znaczną część prowadzonych obecnie inwestycji deweloperskich w II. połowie 2018 roku i w I. połowie 2019 roku. Zgodnie z informacjami opublikowanymi przez Murapol na początku lipca 2018 r. cel ilościowy przekazania mieszkań na cały 2018 rok to 2.600 lokali. Oznacza to, że w drugim półroczu b.r. spółka odda do użytku ok. 2.200 mieszkań (podczas gdy w całym 2017 roku przekazanych do użytku zostało 1.148 lokali).

Powyższe oznacza, że w ciągu kilku najbliższych kwartałów należy spodziewać się znaczącego spadku poziomu zapasów, co powinno istotnie poprawić sytuację w obszarze efektywności obrotu gotówki (a tym samym powinno przyczynić się do poprawy wskaźników zadłużenia oraz płynności).

Wysoka rentowność sprzedaży, przy stosunkowo wysokiej dźwigni finansowej, jakimi charakteryzowała się jeszcze w 2016 roku działalność Grupy Murapol, przekładała się na wysokie wartości wskaźników efektywności wykorzystanego majątku oraz kapitału własnego (liczonych na podstawie sprawozdań pro forma). Zwrot na aktywach (ROA) w 2016 roku wyniósł 17,1%, co przełożyło się na bardzo wysoką wartość zwrotu na kapitale własnym (ROE) wynoszącą aż 47,6%.

Z uwagi na znaczny spadek zysku netto, jaki miał miejsce w 2017 roku, przy jednoczesnym dużym wzroście średniej wartości łącznych aktywów oraz wzroście średniorocznej wartości kapitału własnego, wskaźnik ROA obniżył się do 4,3%, a wskaźnik ROE spadł do 19,1%. Wartość drugiego ze wskaźników nadal można ocenić jako wysoką, jednak należy zaznaczyć, że wynika ona w dużym stopniu ze wzrostu dźwigni finansowej (tj. zwiększenia zadłużenia Grupy Murapol) jaka nastąpiła w trakcie 2017 roku.

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 kilku lat większość czynników makroekonomicznych sprzyjała koniunkturze na rynku mieszkaniowym. Po wcześniejszym spadku cen mieszkań, nastąpił jednoczesny znaczący spadek stóp procentowych oraz wzrost realnych płac. Stawka WIBOR 3M utrzymuje się na poziomach zbliżonych do rekordowo niskich już od ponad trzech lat. Bardzo niskie (a okresowo nawet ujemne w ujęciu realnym) oprocentowanie depozytów terminowych w bankach, zachęca kolejne osoby do transferu środków w inne bezpieczne instrumenty, generujące przy tym wyższą stopę zwrotu. Dużą grupę nabywców mieszkań na rynku pierwotnym stanowią zatem od dłuższego czasu inwestorzy kupujące lokale pod wynajem.

Przy rekordowo niskich stopach procentowych, nawet pomimo wprowadzenia na początku 2016 roku podatku od aktywów banków oraz pomimo zwiększenia marż kredytowych przez banki, oprocentowanie kredytów hipotecznych jest wciąż niskie. Dodatkowo wzrost płac w polskiej gospodarce (w ujęciu nominalnym oraz realnym) zwiększał w ostatnich latach siłę nabywczą (w relacji do średniej ceny metra kwadratowego mieszkania) oraz zdolności kredytowej konsumentów. Przy ciągłym niedoborze mieszkań przyczynia się to do utrzymywania się wysokiego popytu na mieszkania również ze strony osób kupujących je na własne potrzeby.

Sprzyjające dotychczas otoczenie makroekonomiczne przyczyniało się do utrzymywania się znakomitej koniunktury w branży deweloperskiej, co obrazują m.in. rekordy liczby mieszkań sprzedawanych, jak również bardzo wysoka liczba rozpoczynanych budów mieszkań (w 2017 roku było to 105,4 tys. lokali) oraz ciągle rosnąca liczba wydawanych pozwoleń na budowę (w 2017 roku było to 128,5 tys. – wzrost o ok. 20 proc. r/r). Są to wartości zbliżone lub nawet przewyższające te osiągnięte w szczycie poprzedniego cyklu koniunktury z 2007 roku.

Znajduje to m.in. swoje odzwierciedlenie w rosnącym popycie na grunty pod zabudowę. Rok 2017 był najlepszy od wielu lat pod względem liczby i wartości transakcji zakupu gruntów, co przełożyło się także na duży wzrost cen działek (który widoczny był już także w 2016 roku) – 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.

Oprócz silnego wzrostu cen gruntów, coraz większym problemem dla firm deweloperskich jest obecnie także szybki wzrost wynagrodzeń oraz ograniczona dostępność pracowników w branży budowlanej, co w połączeniu z obserwowanym wzrostem cen materiałów budowlanych sprawia, że coraz silniej rosną koszty realizacji projektów deweloperskich.

Przy obecnym wciąż wysokim popycie na mieszkania (wzmacnianym m.in. przez zakupy mieszkań na cele inwestycyjne) deweloperzy – w celu utrzymania własnych marż – są jeszcze w stanie przetrzącać wzrost kosztów na nabywców, co skutkuje obserwowanym od pewnego czasu wzrostem cen mieszkań na rynku pierwotnym.

Należy jednak wziąć pod uwagę, że rosnąca podaż mieszkań przy jednoczesnym dalszym wzroście ich cen może napotkać w perspektywie średnioterminowej barierę popytową. Realna dynamika płac powinna wprawdzie utrzymać się kolejnych kwartałach na poziomie kilku procent, jednak w perspektywie średnioterminowej (być może już pod koniec 2019 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.

Negatywnym czynnikiem dla branży deweloperskiej może okazać się w dłuższym horyzoncie uruchomiony przez rząd program „Mieszkanie+”. Tanie mieszkania budowane i oferowane przez państwo mogą zaspokoić część popytu na mieszkania i tym samym stanowić pewną konkurencję dla oferty prywatnych firm deweloperskich.

Powyzsze 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 nabywcza 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, a także firmy charakteryzujące się słabszą kondycją finansową.

Istotny (i potencjalnie silnie negatywny) wpływ na sytuację firm deweloperskich w perspektywie średnio- i długoterminowej może mieć także ewentualne wejście w życie zmian prawnych proponowanych przez UOKiK, dotyczących likwidacji otwartych rachunków powierniczych. Skutkowałoby to znacznym wzrostem zapotrzebowania deweloperów na finansowanie zewnętrzne (w tym z kredytów bankowych), a także spowodowałoby wzrost kosztów finansowych, który musiałby zostać przetrzącony na nabywców, powodując tym samym dalszy wzrost cen mieszkań i potencjalnie przyczyniając się do ograniczenia popytu.

Czynnikiem pozytywnym dla rozwoju branży mógłby natomiast 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 mogłyby one stać się w przyszłości główną grupą odbiorców dla deweloperów (choć sprzedający musieliby z pewnością liczyć się z niższymi marżami). Wehikuły tego typu mogłyby być także zakładane przez same firmy deweloperskie, które stać byłoby na wejście w segment wynajmu lokali. Niemniej jednak w ostatnim czasie prace legislacyjne związane z umożliwieniem funkcjonowania tego typu podmiotów na rynku zostały zatrzymane.

Planowane działania / strategia Grupy Murapol

Grupa Murapol realizowała w ostatnich latach strategię dynamicznego wzrostu skali prowadzonej działalności, przy jednoczesnej dywersyfikacji geograficznej (wchodzenie na rynki kolejnych miast w Polsce, a także wejście na wybrane rynki zagraniczne – w ciągu ostatniego roku spółka otrzymała pozwolenia na budowę budynków wielorodzinnych w Berlinie, Zossen k/Berlina oraz w stolicy Szkocji – Edynburgu).

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 stosunkowo 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 okazjowej 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 kompleksową obsługę działalności deweloperskiej). Grupa Murapol od maja 2017 roku posiada również 66% 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 rozszerza segment generalnego wykonawstwa holdingu Murapol.

W 2017 roku Murapol dokonał również kilku dużych inwestycji finansowych, m.in. nabył 33% akcji Skarbiec Holding S.A. oraz zwiększył do niemal 10% swoje udziały w akcjonariacie Polnord S.A. Spółka rozważała także wejście do akcjonariatu klubu piłkarskiego Widzew Łódź. Murapol poniósł także w latach 2016-2017 stosunkowo wysokie nakłady na zakup gruntów. Przy mocno ograniczonych zasobach finansowych spółki strategia taka skutkowałą koniecznością zaciągnięcia wysokich zobowiązań, co przyczyniło się do istotnego wzrostu zadłużenia i pogorszenia pozycji płynnościowej spółki.

W czerwcu 2018 r. Murapol dokonał jednak kilku dezinwestycji, w tym: sprzedaży (ze stratą) wszystkich akcji Skarbiec Holding S.A. i Polnord S.A., a także sprzedaży (z zyskiem) działki pod Berlinem. Zarząd spółki deklaruje obecnie zamiar skupienia się na działalności podstawowej (tj. realizacji projektów deweloperskich) oraz na ograniczeniu planów ekspansji międzynarodowej. Strategię taką, w kontekście ostatniego osłabienia sytuacji kapitałowej i płynnościowej spółki, oceniamy pozytywnie.

Potencjał rozwojowy Murapolu, a także sytuacja finansowa spółki, ma zostać wzmocniona dzięki planowanemu na połowę 2019 roku debiutowi na giełdzie, któremu towarzyszyć ma emisja nowych akcji. Nie jest jednak na razie znana skala planowanego dokapitalizowania.

Istotnym źródłem kapitału zewnętrznego mają być dla spółki nadal emisje obligacji. Murapol obecny jest na publicznym rynku papierów dłużnych Catalyst już od 2010 roku i do niedawna cieszył się opinią solidnego emitenta, którego papiery dłużne notowane były stale na poziomie zbliżonym do nominału. Sytuacja w tym zakresie uległa pewnemu pogorszeniu w czerwcu 2018 r., kiedy po publikacji sprawozdania pro forma za 2017 rok, ceny wielu serii obligacji Murapolu na rynku Catalyst znacznie zniżkowały (nawet poniżej 80 proc. nominału). Rynek zareagował nerwowo prawdopodobnie na relatywnie słabe wyniki finansowe Murapolu zawarte w tym sprawozdaniu, a także na wzrost zadłużenia spółki i osłabienie jej płynności.

Podjęte w ostatnich tygodniach przez zarząd Murapolu działania mające na celu redukcję zadłużenia oraz wzmocnienie pozycji płynnościowej spółki (tj. sprzedaż zbędnych aktywów) mogą przyczynić się do uspokojenia sytuacji na rynku papierów dłużnych spółki. Wydaje się jednak, że po ostatnim negatywnym zaskoczeniu inwestorów wzrostem ryzyka kredytowego, Murapol będzie miał w najbliższej przyszłości nieco utrudniony dostęp do finansowania na rynku obligacji. Skutkować to może koniecznością oferowania inwestorom wyższego oprocentowania obligacji i tym samym dalszym wzrostem ponoszonych kosztów finansowych.

W naszej ocenie, aby przeciwdziałać ewentualnemu dalszemu wzrostowi ryzyka kredytowego, spółka powinna kontynuować działania mające na celu zmniejszenie ryzyka przeinwestowania poprzez redukcję (obecnie wysokiej) dźwigni finansowej i poprawę sytuacji płynnościowej, a także poprzez spowolnienie tempa rozwoju i koncentrację na realizacji najbardziej rentownych projektów.

Na poprawę postrzegania spółki na rynku kapitałowym wpłynąć może także rozważany obecnie przez Murapol powrót w najbliższych kwartałach do raportowania finansowego w układzie typowym dla firm deweloperskich (podobnie jak w publikowanych obecnie przez spółkę półrocznych sprawozdaniach pro forma) i rezygnację ze sporządzania sprawozdań w układzie dla jednostki inwestycyjnej. Wraz ze spodziewanym rozpoczęciem publikowana przez Murapol (po debiucie giełdowym) kwartalnych sprawozdań finansowych (a nie jak dotychczas tylko półrocznych), powinno to przyczynić się do zwiększenia transparentności spółki.

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, aczkolwiek spółka – podobnie jak inne firmy deweloperskie – musi się obecnie liczyć ze znacznym wzrostem kosztów usług oraz cen materiałów budowlanych.

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 ostatnim czasie na działalność deweloperów swój wpływ zaczęły wywierać takie czynniki jak rosnące ceny

gruntów i materiałów budowlanych oraz silny wzrost wynagrodzeń. W przypadku, jeżeli deweloperom nie uda się przerzucić wzrostu kosztów na nabywców mieszkań, czynniki te będą wywierać negatywną presję na (dotychczas ogólnie wysokie) marże osiąmane przez firmy w branży.

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 – ostatnio w mniejszym stopniu – emigracja młodych ludzi).

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

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.

Obecnie planowane jest natomiast (zaproponowane przez UOKiK) kolejne zaostrzenie przepisów, polegające m.in. na likwidacji (a przynajmniej znaczącym ograniczeniu) otwartych rachunków powierniczych. Oceniamy, że wdrożenie tej zmiany miałyby bardzo negatywny wpływ na działalność firm deweloperskich, ponieważ skutkowałyby koniecznością zaangażowania w realizację projektów mieszkaniowych i zamrożenia na dłuższy czas znacznie (nawet kilkukrotnie) wyższych środków własnych niż ma to miejsce obecnie (gdzie sama budowę w wielu wypadkach w dużym stopniu lub nawet w całości finansują wpłaty klientów). Zmiana ta uderzy przy tym najbardziej w deweloperów najmniejszych, a także w firmy charakteryzujące się niewielkimi zasobami kapitałowymi i słabą sytuacją finansową (firmy takie będą bowiem miały utrudniony dostęp do finansowania dłużnego i/lub do gwarancji bankowych, pozwalających na kontynuację korzystania z otwartych rachunków powierniczych). Na zmianie tej z pewnością ucierpiałyby znacznie również Murapol, z uwagi na fakt, że niemal wszystkie projekty deweloperskie spółki realizowane są w modelu finansowania przez otwarte rachunki powiernicze.

Inną zmianą legislacyjną, w pewnym stopniu utrudniającą działalność deweloperską, jest obowiązująca od pewnego czasu tzw. „ustawa rolna”, zgodnie z którą deweloperzy mogą nabywać jedynie działki z terenów objętych miejscowymi planami zagospodarowania przestrzennego. Przyczyniło się to już do dalszego wzrostu cen działek budowlanych i tym samym do wzrostu kosztów deweloperów.

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.

Do niedawna Murapol redukował powyższe ryzyko poprzez realizację strategii niekupowania działek budowlanych na zapas. Zakup gruntów przeznaczonych pod budowę własnych projektów dokonywany był poprzez zawieranie umów przedwstępnych, a finalizacja transakcji dokonywana była tylko w przypadku, jeśli uzyskane zostało

pozwolenie na budowę. Zakup działek pod kolejne etapy poszczególnych większych projektów rozłożony był przy tym w czasie. Dzięki temu długość cyklu inwestycyjnego dla większości projektów Murapolu była skracana do ok. 2 lat, przy czym sprzedaż większości oferowanych mieszkań realizowana była znacznie wcześniej (w trakcie budowy).

W powyższym kontekście negatywnie oceniamy fakt, że Murapol w 2017 roku oszedł częściowo od powyższej strategii, dokonując szeregu transakcji zakupu gruntów o znacznej wartości. Zakupione grunty przeznaczone są przy tym nie tylko na własne potrzeby spółki, lecz również na cele inwestycyjne (np.: do odsprzedaży innym uczestnikom rynku po dokonaniu stosownych przekształceń zwiększających wartość gruntu). Działania te (mające częściowo charakter spekulacyjny) skutkowały koniecznością zaangażowania i zamrożenia znacznych środków finansowych, co przyczyniło się do zwiększenia zadłużenia i znacznego wydłużenia cyklu inwestycyjnego, co przełożyło się również na pogorszenie pozycji płynnościowej spółki.

Uzależnienie od finansowania zewnętrznego na rynku kapitałowym: Jednym z istotnych źródeł finansowania kapitałem zewnętrznym są dla Murapolu obligacje, które w ostatnim czasie stanowiły ok. 40% łącznych zobowiązań finansowych spółki (większość pozostałych zobowiązań oprocentowanych stanowiły kredyty i pożyczki). Spółka emituje obligacje 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 I. kwartału 2018 r. łączna wartość zobowiązań Murapolu z tytułu obligacji wynosiła 197,9 mln zł, z czego 52,4 mln zł stanowiły zobowiązania o zapadalności do 12 miesięcy (w tym 30 mln zł zostało już spłacone w kwietniu b.r.). Wartość obligacji o zapadalności od 1 roku do 2 lat wynosiła 80,4 mln zł, a od 2 do 5 lat – 65 mln zł.

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 (co faktycznie miało miejsce w ostatnich tygodniach).

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.

W tym kontekście pozytywnie oceniamy plan władz Murapolu wprowadzenia akcji spółki do obrotu giełdowego, czemu towarzyszyć ma emisja nowych akcji. Potencjalne wejście do spółki nowych inwestorów, zwiększenie dostępu do kapitału własnego na rynku giełdowym, a także wzmocnienie kapitałowe spółki, mogłyby wpłynąć na redukcję poziomu jej ryzyka kredytowego.

Wrażliwość nadanego ratingu na zmiany

Czynniki pozytywne

Pozytywny wpływ na nadany spółce Murapol S.A. rating kredytowy mogłyby mieć w perspektywie średnioterminowej: zmniejszenie zadłużenia finansowego i poprawa jego struktury czasowej (poprzez wydłużenie zapadalności długu); istotny wzrost udziału kapitałów własnych w pasywach (dzięki zatrzymywaniu wypracowywanych zysków oraz dzięki planowanemu przeprowadzeniu IPO i emisji nowych akcji); zmniejszenie ryzyka naruszenia kowenantów określonych dla emisji obligacji; istotna i trwała poprawa sytuacji płynnościowej; korzystne kształtowanie się sytuacji makroekonomicznej (w tym w szczególności czynników wpływających na koniunkturę na rynku mieszkaniowym); znacząca i trwała poprawa generowanych przepływów pieniężnych; wzrost wartości przychodów ze sprzedaży i wyników finansowych; a także ostateczny brak wdrożenia proponowanego obecnie przez UOKiK zastrzeżenia przepisów ustawy deweloperskiej.

Czynniki negatywne

Negatywnie na bieżący poziom ratingu Murapol S.A. mogłyby wpływać: istotne osłabienie koniunktury na rynku mieszkaniowym; spadek przychodów i/lub marż oraz pogorszenie wyników finansowych spółki (w tym w szczególności generowanie strat); utrzymanie w perspektywie średnioterminowej (lub tym bardziej dalszy wzrost) obecnego wysokiego udziału kapitału obcego w finansowaniu aktywów; ewentualny dalszy wzrost zadłużenia finansowego oraz niekorzystne kształtowanie się jego zapadalności; utrzymanie w perspektywie średnioterminowej obecnej relatywnie słabej sytuacji płynnościowej spółki lub jej dalsze pogorszenie; ewentualne naruszenie przez spółkę kowenantów określonych w warunkach emisji obligacji (skutkujące ich przedstawieniem przez wierzycieli do natychmiastowego wykupu); istotne pogorszenie nastawienia banków i/lub inwestorów finansowych do branży deweloperskiej (rynkowy wzrost awersji do ryzyka) i/lub do samej spółki; wypłata przez spółkę na rzecz akcjonariuszy znacznie wyższych niż obecnie zakładane dywidend; brak przeprowadzenia w planowanym terminie zapowiadanego IPO oraz brak (lub jej zbyt niska wartość) emisji nowych akcji; a także dalsze zwiększenie prawdopodobieństwa wdrożenia zastrzeżenia ustawy deweloperskiej w kształcie proponowanym obecnie przez UOKiK.

Murapol S.A. – historia ratingu kredytowego

Rating długoterminowy dla emitenta (skala międzynarodowa)

Poziom ratingu	Perspektywa	Data aktualizacji
BB-	stabilna	09.07.2018
BB	stabilna	11.01.2018
BB	stabilna	27.10.2017
BB	stabilna	28.07.2017
BB	stabilna	25.05.2017
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)	2011	2012	2013	2014	2015	2016**	2017
Przychody netto ze sprzedaży	108,4	170,9	170,0	233,0	372,1	250,3	186,3
Koszt własny sprzedaży	70,1	105,6	121,3				
Wynik brutto ze sprzedaży	38,2	65,2	48,7				
Koszty sprzedaży	5,4	9,9	18,6				
Koszty ogólnego zarządu	9,1	14,4	11,3				
Pozostałe przychody operacyjne	3,5	2,8	2,1				
Pozostałe koszty operacyjne	2,0	3,4	14,1				
EBITDA	25,7	41,0	7,6	73,2	90,1	149,4	138,2
Wynik z działalności operacyjnej	25,3	40,4	6,8	72,2	88,8	148,0	137,0
Przychody (koszty) finansowe netto	2,4	-7,3	37,0	-13,6	-18,6	-6,9	-15,9
Wynik brutto	27,7	33,1	43,8	58,6	70,2	141,1	121,0
Podatek dochodowy	1,7	-2,2	-4,8	3,4	2,7	0,9	-0,6
Wynik netto	26,1	35,2	48,6	55,2	67,4	140,3	120,2

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

** dane za 2016 rok po reklasyfikacji w sprawozdaniu za 2017 rok

Źródło: Murapol S.A.

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

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
AKTYWA TRWAŁE	5,5	97,6	197,8	331,6	289,8	503,5	783,4
Wartości niematerialne i prawne	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6
Rzeczowe aktywa trwałe	2,3	4,3	3,4	3,6	4,3	3,3	4,3
Nieruchomości inwestycyjne	2,2	0,0	0,0	51,3	3,0	10,7	0,3
Aktywa finansowe dostępne do sprzedaży	0,6	82,6	119,1	148,9	46,7	46,3	45,9
Akt. finans. wyceniane w wart. godziwej przez wynik	0,0	0,8	46,6	95,8	200,6	411,5	661,9
Pozostałe aktywa finansowe	0,0	7,0	19,3	24,9	13,6	24,1	61,8
Należności długoterminowe	0,1	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3	0,4
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	0,3	2,4	8,8	6,4	21,0	6,7	8,2
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
AKTYWA OBROTOWE	208,7	228,0	198,6	159,8	240,8	134,1	195,5
Zapasy	169,9	164,5	149,8	10,5	12,2	1,3	1,0
Należności z tytułu dostaw i usług	7,4	6,7	10,3	84,0	107,4	25,6	41,2
Należności z tyt. bieżącego podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Pozostałe należności krótkoterminowe	8,4	9,3	9,3	17,2	0,0	0,0	63,4
Aktywa zaklasyfikowane do działalności zaniechanej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0
Krótkoterm. aktywa finansowe dostępne do obrotu	4,3	4,3	0,0	0,0	21,1	33,9	0,0
Akt. finans. wyceniane w wart. godziwej przez wynik	0,0	0,0	5,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe	0,0	3,0	7,9	33,9	63,5	38,5	38,9
Kontrakty budowlane	0,0	0,0	0,0	0,0	21,7	0,0	0,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	8,4	31,2	8,2	12,6	1,6	24,0	43,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	10,2	8,8	7,7	1,6	13,3	10,7	4,7
AKTYWA RAZEM	214,2	325,6	396,5	491,4	530,6	637,5	978,9

* od 2014 roku sprawozdania finansowe jako jednostka inwestycyjna

Źródło: Murapol S.A.

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

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
KAPITAŁ WŁASNY	81,8	116,6	181,3	213,5	232,5	324,0	437,4
Kapitał własny przypadający akcj. jedn. domin.	81,7	115,3	153,9	206,1	231,7	324,1	437,4
Kapitał podstawowy	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Pozostały kapitał zapasowy	59,6	82,7	114,6	155,7	212,1	265,4	358,6
Kapitały rezerwowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,0	35,7
Wypłacone zaliczkowo dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,3	-25,0	-10,0
Wycena akt. dost. do sprz. do wartości godziwej	0,0	0,0	0,0	0,0	-42,2	-52,4	-52,7
Wynik finansowy roku obrotowego	26,1	34,1	43,5	52,0	66,8	126,7	120,2
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	-6,0	-3,6	-6,2	-3,6	-2,7	-17,6	-16,4
Udziały mniejszości	0,2	1,3	27,4	7,4	0,8	0,0	0,0
ZOBOWIĄZANIA I REZERWY	132,4	209,0	215,1	277,9	298,2	313,5	541,5
Zobowiązania długoterminowe	40,3	66,5	62,3	47,4	59,7	194,5	230,7
Długoterminowe kredyty i pożyczki	13,3	7,2	19,1	4,6	0,0	82,5	105,5
Pozostałe długoterm. zobowiązania finansowe	25,1	57,4	41,3	40,4	52,4	109,5	121,9
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	1,9	1,9	1,9	2,5	7,3	2,6	3,2
Pozostałe rezerwy długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	92,1	142,6	152,9	230,4	238,5	118,9	310,8
Krótkoterminowe kredyty i pożyczki	39,5	30,0	46,7	68,5	54,1	55,3	196,6
Pozostałe krótkoterm. zobowiązania finansowe	0,2	5,3	28,9	37,8	54,6	0,3	51,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	22,4	59,1	38,6	54,2	40,5	15,9	8,1
Zobowiązania z tyt. bieżącego podatku dochod.	0,6	0,0	0,3	0,3	2,6	0,0	0,0
Kaucje budowlane	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	11,7	8,5	21,4	43,3	47,9	44,4	47,0
Krótkoterm.rezerwy na zobow.z tyt.św.pracown.	0,0	0,2	0,4	0,0	0,8	0,0	0,0
Rezerwy krótkoterminowe	0,0	0,3	0,6	1,1	1,4	2,3	2,8
Przychody przyszłych okresów	17,6	39,2	15,9	24,7	29,2	0,8	5,4
PASYWA RAZEM	214,2	325,6	396,5	491,4	530,6	637,5	978,9

* od 2014 roku sprawozdania finansowe jako jednostka inwestycyjna

Źródło: Murapol S.A.

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

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016**	2017
DZIAŁALNOŚĆ OPERACYJNA	-23,8	75,5	10,7	12,1	-2,1	-43,9	-190,2
DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA	-0,7	-91,0	-49,4	5,5	-15,1	-3,7	-49,9
WOLNE PRZEPIŁYWKI PIENIĘŻNE	-24,5	-15,5	-38,8	17,5	-17,2	-47,6	-240,1
DZIAŁALNOŚĆ FINANSOWA	26,9	14,1	37,6	-18,4	28,9	54,5	240,7
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	2,4	-1,4	-1,1	-0,9	11,7	-2,6***	-6,1***

* od 2014 roku sprawozdania finansowe jako jednostka inwestycyjna

** dane za 2016 rok po reklasyfikacji w sprawozdaniu za 2017 rok

***w tym przepływy netto do działalności zaniechanej: w 2016 roku -9,5 mln zł, w 2017 roku -6,7 mln zł

Źródło: Murapol S.A.

Tabela 11. Formuły wskaźników finansowych omawianych w raporcie

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

*w tym krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe

Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating

Rating	Opis ryzyka
AAA	Znikomy poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na najwyższym poziomie. Rating nadawany wyłącznie w przypadku wyjątkowo wysokiej zdolności do obsługi zobowiązań finansowych.
AA+ AA AA-	Bardzo niski poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na bardzo wysokim poziomie. Bardzo wysoka zdolność do obsługi zobowiązań. Niska podatność na niekorzystne warunki gospodarcze.
A+ A A-	Niski poziom ryzyka kredytowego. Wysoka wiarygodność finansowa i zdolność do obsługi zobowiązań. Przeciętna odporność na wpływ niekorzystnych warunków gospodarczych utrzymujących się przez dłuższy czas.
BBB+ BBB BBB-	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.
BB+ BB BB-	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-	Wysokie ryzyko kredytowe. Zdolność do obsługi zobowiązań uwarunkowana w dużym stopniu sprzyjającymi warunkami zewnętrznymi. Średni lub niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
CCC CC C	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.
D	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.

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 dokonanym działaniu ratingowym została przedstawiona ocenianemu podmiotowi z wyprzedzeniem. Poziom ratingu (obniżenie z BB do BB-) pozostał bez zmian wynikających z tego ujawnienia, natomiast (po dostarczeniu przez oceniany podmiot dodatkowych danych i materiałów) perspektywa ratingu została określona jako stabilna (wobec pierwotnej decyzji Komitetu Ratingowego o zmianie perspektywy na negatywną).

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) 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.