

Spis treści

Rating i kluczowe czynniki	1
Profil spółki	2
Analiza finansowa	5
Analiza jakościowa	12
Wrażliwość ratingu na zmiany	17
Historia ratingu	17
Sprawozdania finansowe	18
Skala ratingowa	21
Ujawnienia regulacyjne	22

Wybrane dane finansowe

Murapol S.A.

(dane skonsolidowane)

(mln PLN)	2014	2Q15*
Przychody	233,0	111,7
EBITDA	73,2	17,8
Wynik operacyjny	72,2	17,2
Wynik netto	55,2	12,7
Aktywa	491,4	515,1
Kapitał własny	213,5	222,1
Zobow. długoterm.	47,4	78,5
Zobow. krótkoterm.	230,4	214,5

* dane z RZiS narastająco
za pierwsze dwa kwartały 2015 r.

Kontakty

Główny analityk ratingowy

dr Piotr Dalkowski
p.o. Dyrektora Departamentu
Ratingów Kredytowych
+48 22 349 21 46
piotr.dalkowski@eurorating.com

Przewodniczący

Komitetu Ratingowego

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

Główne czynniki wpływające na nadany rating kredytowy

Kategoria	Poziom
Rating długoterminowy dla emitenta	BB
Perspektywa ratingu	stabilna

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

Dobra dywersyfikacja geograficzna działalności: Murapol w ostatnich latach stale zwiększał liczbę miast, w których realizuje projekty deweloperskie, a także zwiększał liczbę projektów w poszczególnych miastach. Spółka jest obecnie aktywna w kilkunastu największych polskich aglomeracjach, co znacznie zmniejsza jej wrażliwość na wahania popytu na lokalnych rynkach.

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

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

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

Coraz wyższe uzależnienie od finansowania na rynku kapitałowym: Według stanu na koniec listopada 2015 r. Murapol miał wyemitowane cztery serie obligacji o łącznej wartości 91,6 mln zł. Obligacje stanowią obecnie już nieco ponad połowę długu oprocentowanego grupy Murapol oraz ponad 1/4 łącznych zobowiązań. Spółka podatna jest więc w coraz większym stopniu na ewentualne wahania awersji inwestorów do ryzyka.

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

Stabilna perspektywa ratingu

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

Profil spółki

Dane rejestrowe

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

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

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

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

Publiczny obrót papierami wartościowymi:

- obligacje – rynek Catalyst GPW w Warszawie

Zarząd:

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

Historia

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

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

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

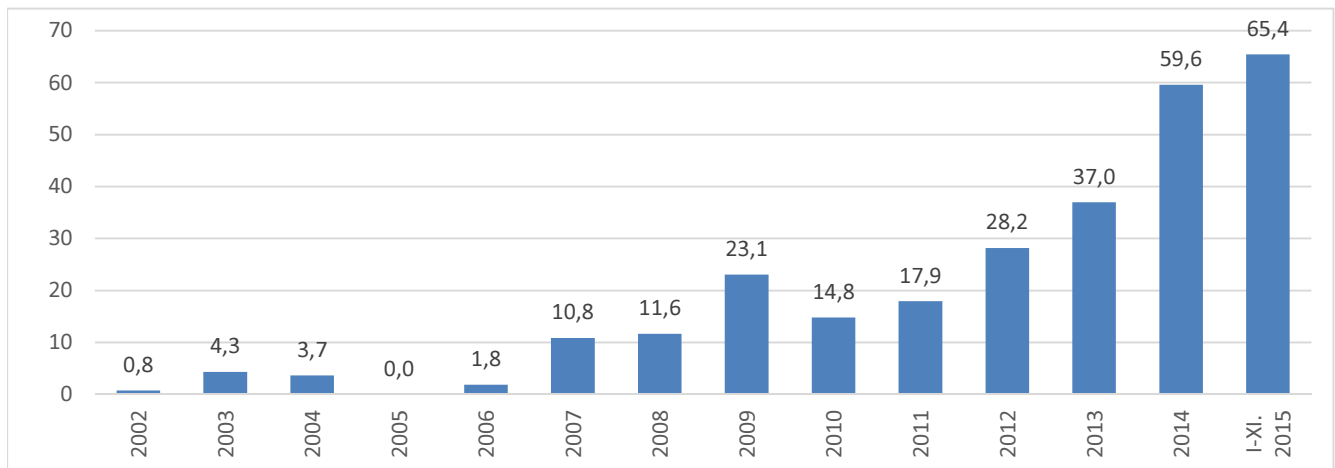
W roku 2009 Murapol, jako jeden z pierwszych deweloperów w Polsce, wprowadził do publicznego obrotu na rynku Catalyst wyemitowane przez spółkę obligacje.

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

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

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

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



Źródło: Murapol S.A.

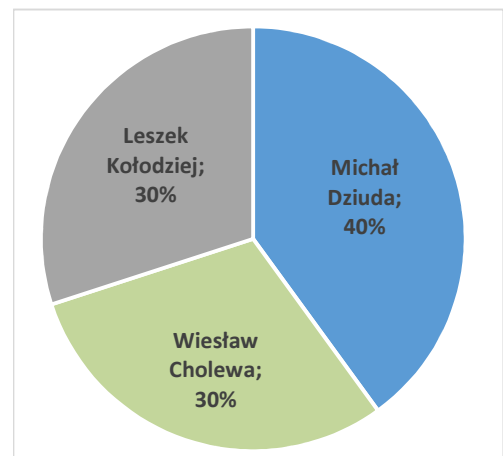
Akcjonariat

Akcjonariuszami Murapol S.A. są trzy osoby fizyczne posiadające bezpośrednio oraz pośrednio (poprzez kontrolowane przez siebie spółki zagraniczne) odpowiednio:

- Michał Dziuda – 16 mln akcji, dających 40% udział w kapitale i głosach na WZA
- Wiesław Cholewa – 12 mln akcji, dających 30% udział w kapitale i głosach na WZA
- Leszek Kołodziej – 12 mln akcji, dających 30% udział w kapitale i głosach na WZA.

Prawdopodobieństwo wsparcia spółki przez właścicieli w sytuacji kryzysowej, ze względu na bardzo dużą już obecnie skalę działalności i brak inwestora strategicznego charakteryzującego się wysoką wiarygodnością finansową oceniamy jako niskie.

Wykres 2. Murapol S.A. – akcjonariat



Źródło: Murapol S.A.

Grupa kapitałowa

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

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

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

Nazwa funduszu	TFI	Wartość aktywów netto
Polski Deweloperski FIZ	Forum TFI	59 mln zł
Murapol FIZ Mieszaniowy	Altus TFI	34 mln zł
Trigon Profit III FIZ	Trigon TFI	33 mln zł

Źródło: Murapol S.A.

Zgodnie z planem zarządu Murapol S.A. ma wkrótce pełnić jedynie rolę holdingu inwestycyjnego i nie będzie bezpośrednio realizować już żadnych projektów deweloperskich, a przytłaczająca większość grupy kapitałowej ma funkcjonować w strukturach funduszy inwestycyjnych.

Model biznesowy

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

Szybko zwiększająca się skala działalności Murapolu oraz realizacja większości zadań w ramach grupy wiąże się jednak także z dużym wzrostem zatrudnienia (w ramach grupy Murapol zatrudnionych jest obecnie ok. 250 osób), co z jednej strony może skutkować trudnościami w efektywnym zarządzaniu personelem, a z drugiej wiąże się z generowaniem coraz wyższych kosztów stałych, których ewentualna redukcja w okresie dekonunktury może być trudna.

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

- wybór lokalizacji pod inwestycję i warunkowa umowa przedwstępna na zakup gruntu (wpłacany jest jedynie zadek)
- 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 finansują kolejne etapy budowy w ramach otwartego rachunku powierniczego).
- oddanie budynku do użytku (zwykle prawie wszystkie mieszkania są już wówczas sprzedane, a projekt wygenerował już wysokie dodatnie przepływy pieniężne).

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

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

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

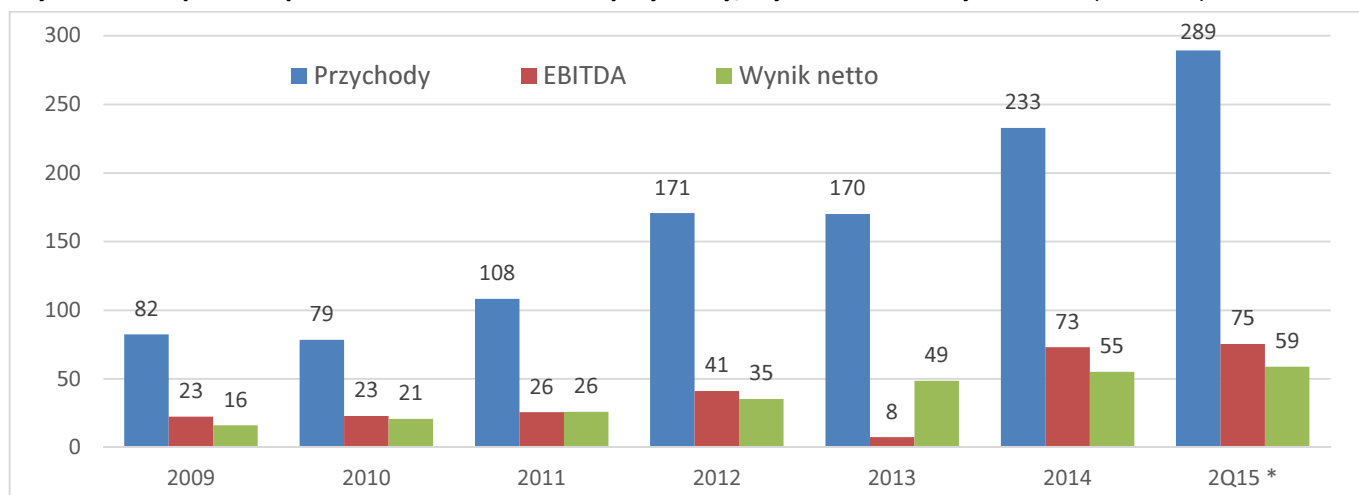
W ostatnich latach Murapol lewaruje natomiast skalę działalności w nieco inny sposób, niż poprzez zwiększanie własnego zadłużenia. Spółka realizuje bowiem część projektów deweloperskich w ramach spółek celowych tworzonych wraz z partnerami zewnętrznymi (którzy np. wnoszą do spółki grunt). Coraz większa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

Analiza finansowa

Skonsolidowane sprawozdania finansowe Grupy Murapol S.A. zawierają tabele nr 7-10 na końcu raportu. W raporcie ratingowym prezentowane są dane ze sprawozdań finansowych spółki do końca I. półrocza 2015 r., z uwagi na fakt, że Murapol nie publikował w sposób ogólnodostępny sprawozdania kwartalnego za III. kwartał 2015 r. (spółka – zgodnie z wymogami informacyjnymi rynku Catalyst – publikowała dotychczas tylko sprawozdania półroczne i roczne). Sprawozdanie za III. kwartał 2015 r. zostało jednak udostępnione agencji ratingowej EuroRating i zostało uwzględnione w procesie analitycznym przy nadawaniu spółce ratingu kredytowego.

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.; *2Q15 – wartości narastająco dla czterech ostatnich kwartałów

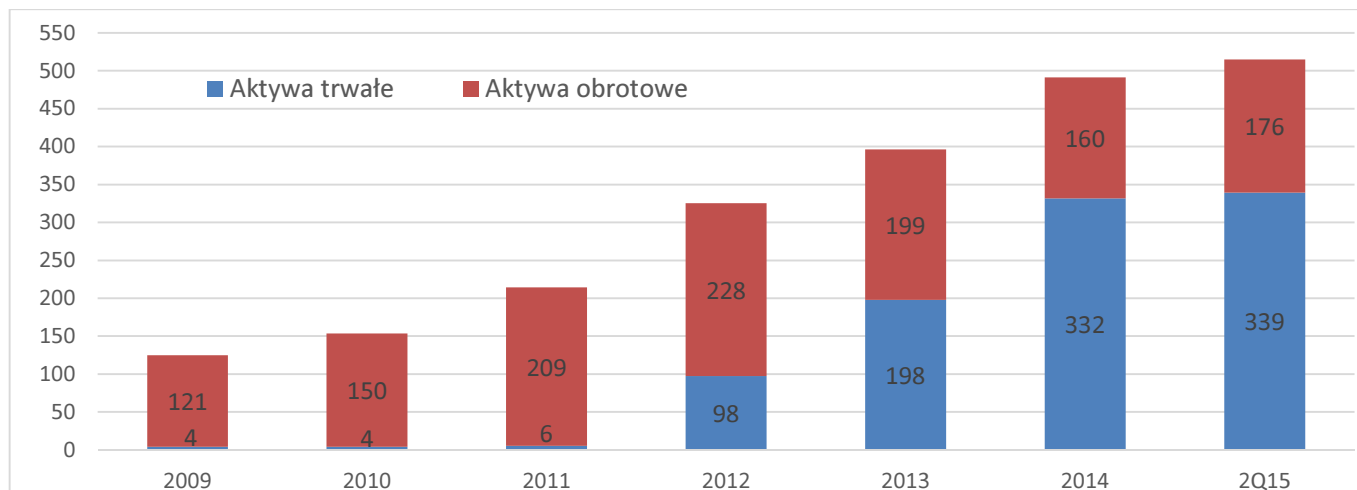
Przychody ze sprzedaży Murapolu charakteryzują się ogólną tendencją wzrostową, odzwierciedlając rosnącą skalę działalności przedsiębiorstwa. Spółka wykazuje także stale dodatnie, oraz ogólnie wysokie wyniki finansowe na poziomie EBITDA oraz netto.

Należy jednak wziąć pod uwagę fakt, 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.

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

Bilans – aktywa

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



Źródło: skonsolidowane sprawozdania finansowe Murapol S.A.

Suma aktywów Grupy Murapol rosła dynamicznie w ciągu ostatnich lat (w latach 2009-2014 był to wzrost niemal trzykrotny), na skutek realizowania przez spółkę coraz większej liczby i coraz większych projektów deweloperskich.

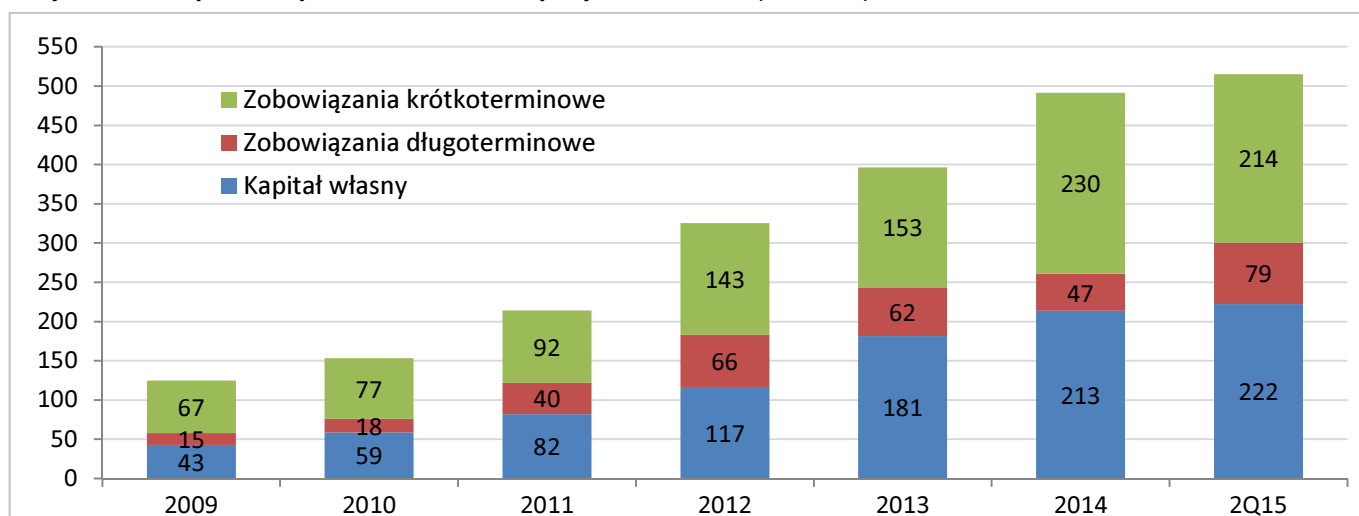
W ciągu ostatnich czterech lat miała przy tym miejsce znacząca zmiana struktury aktywów Murapolu. Do roku 2011 włącznie niemal całość aktywów spółki stanowiły aktywa obrotowe, na które składały się głównie zapasy (w pozycji tej ujmowane były posiadane przez spółkę grunty i projekty deweloperskie w trakcie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

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

Według stanu na koniec I. półrocza 2015 roku aktywa trwałe stanowiły 66% łącznej bilansowej wartości majątku spółki na poziomie skonsolidowanym, natomiast na poziomie sprawozdania jednostkowego było to 74%.

Bilans – pasywa

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



Źródło: skonsolidowane sprawozdania finansowe Murapol S.A.

Wartość kapitału własnego Murapolu rosła w ostatnich latach systematycznie (zarówno na poziomie skonsolidowanym, jak i jednostkowym), na co decydujący wpływ miały wypracowywane przez Spółkę zyski. Udział kapitału własnego w sumie pasywów charakteryzował się przy tym lekką tendencją wzrostową (na poziomie skonsolidowanym wzrost z 34% w roku 2009 do 43% na koniec I. półrocza 2015 r.).

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

Tabela 2. Murapol S.A. – wyemitowane obligacje pozostające do wykupu (stan na 30.11.2015 r.)

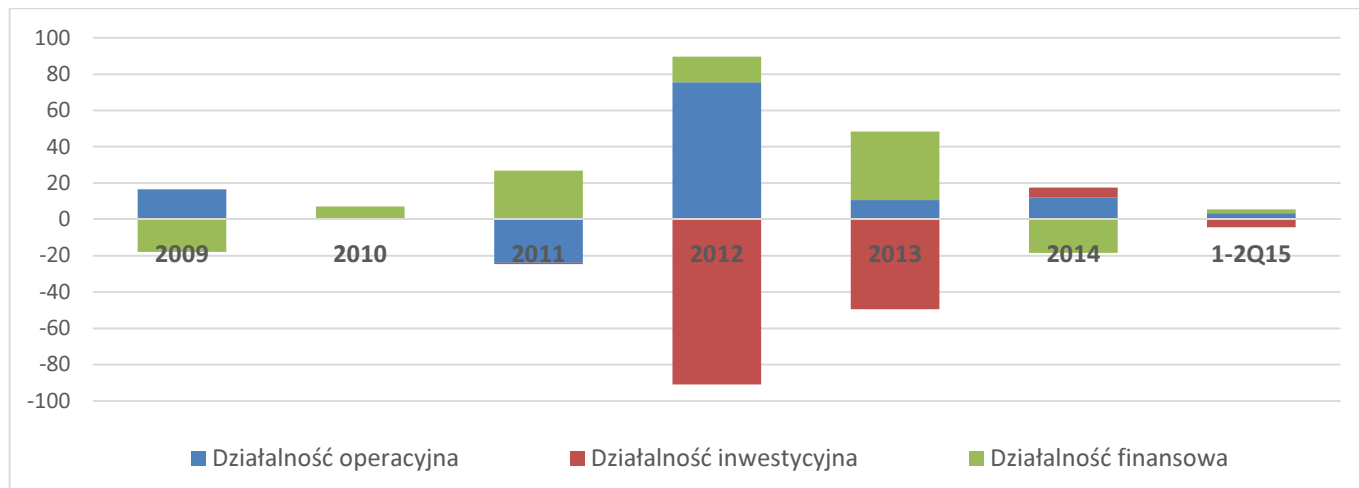
Rodzaj i seria obligacji	Data emisji	Nominał do wykupu	Oprocentowanie	Płatność odsetek	Termin wykupu
kuponowe 3-letnie (seria K)	30.09.2013	5 000 000	WIBOR3M+ 6,00%	kwartalnie	30.09.2016
kuponowe 27-mies. (seria M)	14.08.2014	8 934 800	WIBOR3M+ 5,70%	kwartalnie	14.11.2016
kuponowe 2-letnie (seria N)	14.08.2014	6 650 000	WIBOR3M+ 5,60%	kwartalnie	14.08.2016
kuponowe 26-mies. (seria O)	19.09.2014	18 570 000	WIBOR3M+ 5,65%	kwartalnie	19.11.2016
kuponowe 3-letnie (seria P)	29.04.2015	30 000 000	WIBOR3M+ 4,60%	kwartalnie	29.04.2018
kuponowe 3-letnie (seria R)	19.10.2015	22 485 700	WIBOR3M+ 4,60%	kwartalnie	19.10.2018

Źródło: Murapol S.A.

Według stanu na koniec listopada 2015 r. Murapol miał wyemitowane sześć serii obligacji pozostających do wykupu, o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 91,6 mln zł. Z tego cztery serie (o łącznej wartości 39,1 mln zł) zapadają w 2016 roku (w miesiącach od sierpnia do listopada).

Rachunek przepływów pieniężnych

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



Źródło: skonsolidowane sprawozdania finansowe Murapol S.A.

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

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

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

Analiza wskaźnikowa

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

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

Rentowność sprzedaży	2009	2010	2011	2012	2013	2014	3Q14-2Q15*
Dynamika przychodów ze sprzedaży	160,9%	-4,7%	38,0%	57,7%	-0,5%	37,0%	104,9%
Marża EBITDA	27,4%	29,1%	23,7%	24,0%	4,4%	31,4%	26,0%
Marża operacyjna	26,6%	28,4%	23,4%	23,6%	4,0%	31,0%	25,7%
Marża netto	19,6%	26,6%	24,1%	20,6%	28,6%	23,7%	20,4%

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

Murapol działa w branży podlegającej dość wysokiej cykliczności (popyt na mieszkania uzależniony jest w dużym stopniu od wahań koniunktury gospodarczej oraz od głównych czynników makroekonomicznych wpływających na rynek nieruchomości), co wydaje się znajdować potwierdzenie w dynamice przychodów ze sprzedaży (transmisja parametrów ekonomicznych na koniunkturę na rynku mieszkaniowym odbywa się z opóźnieniem).

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

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

Przy ocenie rentowności Murapolu należy jednak brać pod uwagę fakt, że w ostatnich latach spółka działała w warunkach coraz bardziej korzystnej koniunktury na rynku mieszkaniowym i rosnącego popytu oraz związanego z tym dynamicznego wzrostu przychodów ze sprzedaży. Ewentualne osłabienie koniunktury może mieć negatywne przełożenie na poziom sprzedaży oraz osiągane marże. Wydaje się jednak, że z uwagi na dotychczasowy bardzo wysoki poziom marż Murapol ma w tym zakresie spory margines bezpieczeństwa.

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

Finansowanie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2Q15
Zadłużenie aktywów ogółem	0,66	0,62	0,62	0,64	0,54	0,57	0,57
Finansowanie aktywów kap. własnym	0,34	0,38	0,38	0,36	0,46	0,43	0,43
Pokrycie aktywów trwałych	13,88	19,60	22,06	1,88	1,23	0,79	0,89
Stabilność finansowania	0,46	0,50	0,57	0,56	0,61	0,53	0,58
Zobowiązania razem / Sprzedaż	0,99	1,21	1,22	1,22	1,27	1,19	1,01
Zobowiązania netto / EBITDA	3,6	3,8	4,7	4,9	27,5	3,8	3,9
Dług finansowy netto / EBITDA	1,3	1,6	2,6	2,2	17,0	2,0	2,1
Dług finansowy netto / kapitał własny	0,7	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EBITDA / odsetki zapłacone	6,8	5,7	6,8	5,4	0,8	5,0	4,8

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

Struktura finansowania aktywów Murapolu uległa w ostatnich latach stopniowej poprawie, co odzwierciedla m.in. wskaźnik zadłużenia aktywów ogółem, który zmniejszył się z 66% w roku 2009 do 57% w połowie 2015 roku. Wzrost finansowania aktywów kapitałem własnym (z 34% w roku 2009 do 43% na koniec czerwca 2015 r.) z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego spółki należy ocenić pozytywnie, a obecną strukturę pasywów można już określić jako zadowalającą, choć jeszcze niezastępującą na miano w pełni bezpiecznej.

Bardzo dużej zmianie w ciągu ostatnich lat uległy wartości wskaźnika pokrycia aktywów trwałych. W latach 2009-2011 osiągał on bardzo wysoki poziom – głównie ze względu na fakt, że spółka wykazywała wówczas znikome wartości aktywów trwałych. Od roku 2012 następowało stopniowe przenoszenie większości aktywów wykazywanych dotychczas jako zapasy do poszczególnych pozycji aktywów trwałych. Ponieważ Murapol w niewielkim stopniu korzysta z zadłużenia długoterminowego, wzrost wartości majątku trwałego przełożył się na pogorszenie wskaźnika pokrycia aktywów trwałych kapitałem stałym – do ok. 0,8-0,9 w ostatnich kwartałach. Teoretycznie taką wartość wskaźnika należałoby już uznać za nieco zbyt niską, jednak należy wziąć pod uwagę, że Murapol w aktywach trwałych wykazuje obecnie również składniki majątku charakteryzujące się stosunkowo wysoką płynnością (są to głównie realizowane projekty deweloperskie przez spółki celowe znajdujące się w strukturach podatkowych w formie funduszy inwestycyjnych; aktywa tego typu wykazywane są przez firmy deweloperskie zwykle jako zapasy).

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

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

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

Płynność	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2Q15
Płynność bieżąca	1,80	1,94	2,27	1,60	1,30	0,69	0,82
Płynność szybka	0,05	0,28	0,33	0,23	0,27	0,59	0,68
Płynność szybka bez zaliczek	0,11	0,45	0,41	0,31	0,30	0,66	0,72
Płynność natychmiastowa	0,01	0,10	0,11	0,06	0,05	0,01	0,01
Aktywa obrot. / krótkoterm. zobow. fin.	7,21	5,56	5,26	6,46	2,63	1,50	1,99
Gotówka / krótkoterm. zobow. fin.	0,04	0,29	0,26	0,25	0,10	0,02	0,03

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

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

w funduszach inwestycyjnych oraz przejście Murapolu od końca roku 2014 na sprawozdawczość jednostki inwestycyjnej). Zgodnie z teorią obecna wartość płynności bieżącej należałoby już określić jako zbyt niską.

Bardzo niska w poprzednich latach była płynność szybka (uwzględniająca aktywa bieżące z wyłączeniem zapasów), która (poza wyjątkowo niekorzystnym pod tym względem rokiem 2009) oscylowała na poziomie zaledwie ok. 0,25-0,30. Od 2014 roku wskaźnik ten uległ znacznej poprawie (głównie na skutek spadku zapasów i wzrostu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych krótkoterminowych aktywów finansowych), jednak nadal jest to poziom niższy niż zalecany.

Nieco lepiej sytuacja wyglądała po wyłączeniu ze zobowiązań przychodów przyszłych okresów (na które składały się głównie zaliczki od klientów oraz zaliczki na usługi od spółek-córek). Nadal jednak wskaźnik płynności na tym poziomie kształtował się na zbyt niskich poziomach.

Bardzo niskie wartości w przypadku Murapolu przyjmował stale także wskaźnik płynności gotówkowej, przy czym sytuacja pod tym względem uległa dalszemu pogorszeniu w ciągu ostatnich kwartałów.

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

W przypadku Murapolu część płynnych aktywów należących do grupy kapitałowej „ukryta” jest w spółkach celowych (w tym nieobjętych konsolidacją, a także włączonych do zamkniętych funduszy inwestycyjnych). Jakkolwiek spółka-matka grupy wykazuje te aktywa w całości jako majątek trwały, to w praktyce korzysta ona z płynności dostępnej w spółkach w ramach grupy kapitałowej. Dotyczy to także dysponowania gotówką, która w miarę potrzeb przesuwana jest (m.in. poprzez pożyczki) pomiędzy spółkami w grupie oraz spółką-matką (tzw. *cash-pooling*, zwiększający efektywność gospodarowania gotówką w ramach grupy). Różnicę w płynności ujawnianej w sprawozdaniu finansowym Murapolu obrazuje fakt, iż na koniec września 2015 r. spółka wykazywała w skonsolidowanym sprawozdaniu środki pieniężne na poziomie zaledwie nieco ponad 4 mln zł, natomiast w spółkach należących do holdingu nieuwzględnionych w konsolidacji znajdowała się oprócz tego gotówka w kwocie ok. 33 mln zł, z której grupa Murapol mogła korzystać w ramach *cash pooling*). Faktyczny wskaźnik płynności natychmiastowej kształtował się więc na poziomie kilkunastu procent, a nie jednego procenta – jak wynikałoby to z analizy skonsolidowanego sprawozdania finansowego.

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

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

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

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

Efektywność	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2Q15*
Obrotowość aktywów	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6
Cykl zapasów (dni)	519	568	501	357	337	126	119
Cykl należności handlowych (dni)	6	10	17	15	18	74	75
Cykl zobowiązań handlowych (dni)	45	54	60	87	105	73	61
Cykl konwersji gotówki (dni)	480	524	458	285	251	127	133
Zwrot na aktywach (ROA)	12,9%	15,0%	14,2%	13,1%	13,5%	12,4%	11,7%
Zwrot na kapitale własnym (ROE)	37,5%	41,1%	37,1%	34,7%	32,4%	28,9%	29,0%

* wskaźniki oparte na wartości przychodów i zysków liczone dla przychodów i zysków za ostatnie cztery kwartały

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

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

W ciągu ostatnich kilku lat znacznemu skróceniu uległ cykl konwersji gotówki – głównie na skutek dużego spadku bilansowej wartości zapasów (cykl zapasów spadł z ponad 500 dni do ok. 120). Ponieważ jednak wynikało to głównie ze zmian organizacyjno-rachunkowych w spółce, a nie ze zmian w działalności operacyjnej, trudno jest ocenić czy faktycznie nastąpiła tu poprawa. Przeniesienie dużej części działalności operacyjnej grupy Murapol do struktur funduszy inwestycyjnych skutkuje obecnie zaburzeniem obrazu w zakresie oceny płynności i sprawia, że analiza cyklu gotówki niesie ze sobą niewielką wartość informacyjną.

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

Analiza jakościowa

Rynek / branża

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

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

W ciągu ostatnich 3-4 lat większość czynników makroekonomicznych sprzyjała koniunkturze na rynku mieszkaniowym. Po wcześniejszym spadku (urealnieniu) cen mieszkań, nastąpił jednoczesny wzrost realnych płac oraz znaczący spadek stóp procentowych, co przyczyniło się do zwiększenia siły nabywczej (w relacji do średniej ceny metra kwadratowego mieszkania) oraz zdolności kredytowej konsumentów. Ponadto spadek oprocentowania lokat bankowych zniechęcił także część osób do utrzymywania oszczędności w bankach i przyczynił się z jednej strony do wzrostu popytu na mieszkania kupowane na własne potrzeby, a z drugiej strony także do nabywania mieszkań na wynajem jako korzystniejszej alternatywy dla depozytów bankowych.

Sprzyjające otoczenie makroekonomiczne przyczyniło się w ostatnim czasie do dużej poprawy koniunktury w branży deweloperskiej, co obrazują m.in. rekordy ilości mieszkań sprzedawanych przez poszczególne firmy, jak również gwałtownie rosnąca liczba rozpoczynanych budów mieszkań (w ciągu ostatnich 12 miesięcy licząc do końca listopada b.r. było to 83,7 tys. lokali, tj. wzrost o 24 proc. r/r) oraz wydawanych pozwoleń na budowę (w okresie XII.2014-XI.2015 było to 94,8 tys. – również wzrost o ok. 24 proc. r/r). Są to wartości zbliżone lub nawet przewyższające te osiągnięte w szczycie poprzedniego cyklu koniunktury z 2007 roku. Rok 2015 może być także najlepszy od lat pod względem liczby i wartości transakcji zakupu gruntów przez deweloperów, co oznacza, że wielu z nich oczekuje utrzymania się dobrej koniunktury przed dłuższy czas.

Należy jednak wziąć pod uwagę fakt, że rosnąca podaż mieszkań może napotkać w niedługim czasie barierę popytową. Realna dynamika płac powinna wprawdzie utrzymać się na poziomie kilku procent, jednak nie można już oczekiwać dalszego istotnego obniżenia stóp procentowych. Co więcej – w perspektywie średnioterminowej bardziej prawdopodobne wydają się nawet już stopniowe podwyżki stóp procentowych. Ponadto wprowadzany od 2016 roku podatek bankowy spowodował już istotne podwyższenie marż kredytów hipotecznych (większość banków stawkę tego podatku w wysokości 0,4 proc. przerzuca bezpośrednio na klientów). W 2016 roku mogą także skończyć się środki w rządowym programie wsparcia Mieszkanie dla Młodych (co jest tym bardziej prawdopodobne, że program ten został ostatnio rozszerzony również na rynek wtórny). Czynnikiem negatywnym jest także wzrost wymogów regulacyjnych w stosunku do kredytów hipotecznych (podwyższenie w 2016 i 2017 roku wymaganego wkładu własnego z obecnych 10 do odpowiednio 15 i 20 procent).

Powyższe oznacza, że obecne bardzo optymistyczne podejście wielu deweloperów do perspektyw rynku mieszkaniowego może ponownie zostać negatywnie zweryfikowane przez rzeczywistość. Nawet jednak jeżeli koniunktura ulegnie w perspektywie średnioterminowej znacznemu osłabieniu, to nie należy spodziewać się tym razem równie silnego załamania, jak w latach 2008-2009. Obecna koniunktura na rynku mieszkaniowym ma bowiem znacznie zdrowsze podstawy niż poprzednio: ceny mieszkań nie wzrosły istotnie, 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 uciepieć na nim powinny raczej mniejsze firmy deweloperskie, nieposiadające znaczących środków finansowych oraz zdywersyfikowanego portfolio projektów inwestycyjnych.

Planowane działania / strategia

Murapol S.A. realizuje w ostatnich latach strategię dywersyfikacji geograficznej (wchodzenie na rynki kolejnych dużych miast w Polsce) oraz dywersyfikacji portfeli w poszczególnych miastach (realizacja po kilka projektów inwestycyjnych w różnych lokalizacjach i cenach mieszkań). Murapol celuje głównie w segment mieszkań popularnych o podwyższonym standardzie, jednak realizuje także projekty nieco tańsze oraz nieco droższe od średnich. Spółka nie zamierza rozszerzać zakresu swojej działalności o mieszkania z segmentu apartamentowego, ani o nieruchomości komercyjne.

Murapol od dłuższego już czasu działa na skalę ogólnopolską. Spółka obecna jest ze swoją ofertą w takich miastach jak: Bielsko Biała, Kraków, Wrocław, Warszawa, Katowice, Gdańsk, Poznań, Toruń i Łódź. Planowana jest realizacja projektów inwestycyjnych także w mniejszych ośrodkach, takich jak: Bydgoszcz, Lublin, Gliwice, Gdynia czy Olsztyn. Portfel projektów grupy Murapol należy więc określić jako bardzo 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.

Spółka rozważa już także realizację pojedynczych projektów zagranicznych: w latach 2016-2017 planowane jest rozpoczęcie realizacji projektów mieszkaniowych w Belinie (Niemcy) i Edynburgu (Szkocja), ze względu na relatywnie wysokie ceny mieszkań na tych rynkach.

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

Strategia finansowa Murapolu zakłada kontynuację finansowania rozwoju skali prowadzonej działalności głównie za pomocą środków własnych. Służyć temu ma realizowana przez spółkę polityka dywidendowa, zakładająca wypłatę dla akcjonariuszy jedynie 10% rocznego zysku. Zgodnie z informacjami uzyskanymi od władz spółki, polityka taka ma być kontynuowana w najbliższych latach. Utrzymywana ma być także zbliżona do obecnej struktura finansowania aktywów.

Istotnym źródłem kapitału zewnętrznego mają być dla spółki nadal obligacje. Murapol obecny jest na publicznym rynku papierów dłużnych Catalyst już od 2009 roku. Obecnie spółka ma otwarty program emisji obligacji na 100 mln zł. Władze spółki nie wykluczają jednak także w perspektywie kolejnych dwóch lat przeprowadzanie oferty publicznej akcji i debiutu giełdowego.

Uzależnienie od kluczowych odbiorców i dostawców

Klientami grupy Murapol są w przytłaczającej 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 budowlane spółka realizuje poprzez własną spółkę Partner S.A., pełniącą rolę generalnego wykonawcy. Podwykonawcy robót oraz dostawcy materiałów budowlanych są liczni i nie występuje istotne uzależnienie od żadnego z nich.

Istotne czynniki ryzyka

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

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

Ryzyko zmian prawnych: Na sytuację na rynku mieszkaniowym mogą istotnie wpływać także zmiany regulacyjne i podatkowe – w tym w szczególności dotyczące sektora bankowego. W najbliższym czasie takimi czynnikami będą: wzrost wymaganego wkładu własnego przy kredytach hipotecznych do 15 proc. w roku 2016 i 20 proc. w roku 2017; wprowadzenie podatku od aktywów banków, który spowoduje automatyczny wzrost marż dla kredytów hipotecznych o ok. 0,4 pkt proc.; wzrost od 2016 roku wymogów kapitałowych dla banków narzuconych przez nadzór finansowy; a także ewentualne przymusowe dla banków przewalutowanie walutowych kredytów hipotecznych, które obciążyłoby banki większością związanych z tym kosztów i drastycznie osłabiłoby ich zdolność do zwiększania akcji kredytowej.

Ryzyko regulacyjne dotyczyć może także bezpośrednio sektora deweloperskiego. Przykładem zaostrzenia przepisów prawnych dla firm z tego sektora jest wdrożona niedawno tzw. ustawa deweloperska, wprowadzająca obowiązek prowadzenia dla projektów mieszkaniowych rachunków powierniczych. Pojawiają się już jednak żądania (m.in. ze strony UOKiK) zaostrzenia tej regulacji i likwidacji możliwości prowadzenia otwartych rachunków powierniczych, z których wpłaty dokonywane przez klientów wypłacane są przez banki deweloperom wraz z postępami realizacji inwestycji. Ewentualne ograniczenie rachunków powierniczych tylko do formy rachunku zamkniętego (w przypadku której deweloper otrzymuje całość środków dopiero po zakończeniu inwestycji i przeniesieniu własności mieszkania na klienta) oznaczałoby konieczność finansowania całości inwestycji ze środków własnych deweloperów, co znacznie podniosłoby koszty finansowania oraz znacznie pogorszyłoby kondycję finansową wielu firm z sektora. Ucierpiałby na tym znacznie również Murapol, z uwagi na fakt, że niemal wszystkie projekty deweloperskie spółki realizowane są w modelu finansowania przez otwarte rachunki powiernicze.

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 lat od momentu zakupu gruntu do momentu zakończenia projektu). Zwiększa to ryzyko rozminięcia się z rzeczywistością w przyszłości bieżących założeń odnośnie koniunktury na rynku i rentowności danego projektu inwestycyjnego.

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

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

Według stanu na koniec listopada 2015 r. Murapol miał wyemitowane cztery serie obligacji o łącznej wartości 91,6 mln zł, z czego 39,1 mln zł przypadało do spłaty w 2016 roku, a 52,5 mln zł w 2018 roku. Obligacje stanowiły przy tym ok. 55% długu oprocentowanego grupy Murapol oraz ponad 1/4 łącznych zobowiązań.

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

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

Relatywnie niskie prawdopodobieństwo wsparcia ze strony akcjonariuszy: Akcjonariuszami Murapolu są obecnie trzy osoby fizyczne. Jakkolwiek można założyć, że byłyby one w stanie wesprzeć spółkę finansowo w pewnym niewielkim (w stosunku do obecnej skali działalności przedsiębiorstwa) zakresie, to prawdopodobieństwo istotnego wsparcia z ich strony w przypadku wystąpienia konieczności dużego dokapitalizowania i/lub zasilenia płynnościowego spółki należy ocenić jako niskie.

Wrażliwość nadanego ratingu na zmiany

Czynniki pozytywne

Pozytywny wpływ na nadany spółce rating kredytowy mogłyby mieć w perspektywie średnioterminowej: korzystne kształtowanie się sytuacji makroekonomicznej (w tym w szczególności czynników wpływających na koniunkturę na rynku mieszkaniowym); zwiększenie udziału kapitałów własnych w pasywach; wydłużenie terminów zapadalności zobowiązań finansowych oraz poprawa wskaźników płynności.

Czynniki negatywne

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

Murapol S.A. – historia ratingu kredytowego

Rating długoterminowy dla emitenta (skala międzynarodowa)

Poziom ratingu	Perspektywa	Data nadania / weryfikacji
BB	stabilna	25.01.2016

Murapol S.A. – skrócone skonsolidowane sprawozdania finansowe

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

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1-2Q15
Przychody netto ze sprzedaży	82,4	78,5	108,4	170,9	170,0	233,0	111,7
Koszt własny sprzedaży	50,8	46,1	70,1	105,6	121,3		
Wynik brutto ze sprzedaży	31,5	32,5	38,2	65,2	48,7		
Koszty sprzedaży	0,8	1,8	5,4	9,9	18,6		
Koszty ogólnego zarządu	8,8	8,9	9,1	14,4	11,3		
Pozostałe przychody operacyjne	0,7	2,7	3,5	2,8	2,1		
Pozostałe koszty operacyjne	0,8	2,1	2,0	3,4	14,1		
EBITDA	22,6	22,9	25,7	41,0	7,6	73,2	17,8
Wynik z działalności operacyjnej	21,9	22,3	25,3	40,4	6,8	72,2	17,2
Przychody (koszty) finansowe	-1,9	-1,8	2,4	-7,3	37,0	-13,6	-4,4
Wynik brutto	20,0	20,5	27,7	33,1	43,8	58,6	12,8
Podatek dochodowy	3,9	-0,4	1,7	-2,2	-4,8	3,4	0,1
Wynik netto	16,1	20,9	26,1	35,2	48,6	55,2	12,7

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

Źródło: Murapol S.A.

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

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2Q2015
AKTYWA TRWAŁE	4,2	3,9	5,5	97,6	197,8	331,6	339,2
Wartości niematerialne i prawne	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
Rzeczowe aktywa trwałe	1,5	1,2	2,3	4,3	3,4	3,6	4,3
Nieruchomości inwestycyjne	2,2	2,2	2,2	0,0	0,0	51,3	54,3
Aktywa finansowe dostępne do sprzedaży	0,2	0,0	0,6	82,6	119,1	148,9	162,2
Akt. finans. wyceniane w wart. godziwej przez wynik	0,0	0,0	0,0	0,8	46,6	95,8	106,4
Pozostałe aktywa finansowe	0,0	0,0	0,0	7,0	19,3	24,9	3,9
Należności długoterminowe	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,2
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	0,2	0,4	0,3	2,4	8,8	6,4	7,6
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
AKTYWA OBROTOWE	120,8	149,6	208,7	228,0	198,6	159,8	175,9
Zapasy	117,2	127,4	169,9	164,5	149,8	10,5	13,7
Należności z tytułu dostaw i usług	1,3	2,8	7,4	6,7	10,3	84,0	90,7
Należności z tyt. bieżącego podatku dochodowego	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe należności krótkoterminowe	1,4	7,9	8,4	9,3	9,3	17,2	10,8
Krótkoterm. aktywa finansowe dostępne do obrotu	0,0	0,0	4,3	4,3	0,0	0,0	0,0
Akt. finans. wyceniane w wart. godziwej przez wynik	0,0	0,0	0,0	0,0	5,4	0,0	0,0
Pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe	0,0	0,0	0,0	3,0	7,9	33,9	42,1
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,9	8,4	31,2	8,2	12,6	15,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,7	7,8	10,2	8,8	7,7	1,6	2,9
AKTYWA RAZEM	124,9	153,5	214,2	325,6	396,5	491,4	515,1

Źródło: Murapol S.A.

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

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2Q2015
KAPITAŁ WŁASNY	43,0	58,7	81,8	116,6	181,3	213,5	222,1
Kapitał własny przypadający akcj. jedn. domin.	43,0	58,7	81,7	115,3	153,9	206,1	215,2
Kapitał podstawowy	1,0	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Pozostały kapitał zapasowy	25,9	42,0	59,6	82,7	114,6	155,7	199,8
Wynik finansowy roku obrotowego	16,1	20,9	26,1	34,1	43,5	52,0	12,7
Niepodzielony wynik finansowy	0,0	-5,2	-6,0	-3,6	-6,2	-3,6	0,7
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,2	1,3	27,4	7,4	7,0
ZOBOWIĄZANIA I REZERWY	81,9	94,8	132,4	209,0	215,1	277,9	293,0
Zobowiązania długoterminowe	14,9	17,5	40,3	66,5	62,3	47,4	78,5
Długoterminowe kredyty i pożyczki	12,4	15,9	13,3	7,2	19,1	4,6	5,1
Pozostałe długoterm. zobowiązania finansowe	0,6	0,7	25,1	57,4	41,3	40,4	70,3
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	1,8	1,0	1,9	1,9	1,9	2,5	3,1
Pozostałe rezerwy długoterminowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	67,1	77,3	92,1	142,6	152,9	230,4	214,5
Krótkoterminowe kredyty i pożyczki	11,1	18,3	39,5	30,0	46,7	68,5	72,4
Pozostałe krótkoterm. zobowiązania finansowe	5,6	8,6	0,2	5,3	28,9	37,8	16,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	10,2	13,1	22,4	59,1	38,6	54,2	53,8
Zobowiązania z tyt. bieżącego podatku dochod.	2,3	0,0	0,6	0,0	0,3	0,3	0,6
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	1,3	7,3	11,7	8,5	21,4	43,3	59,5
Krótkoterm.rezerwy na zobow.z tyt.św.pracown.	0,0	0,1	0,0	0,2	0,4	0,0	0,4
Rezerwy krótkoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	1,1	1,5
Przychody przyszłych okresów	36,5	29,8	17,6	39,2	15,9	24,7	10,4
PASYWA RAZEM	124,9	153,5	214,2	325,6	396,5	491,4	515,1

Źródło: Murapol S.A.

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

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1-2Q15
DZIAŁALNOŚĆ OPERACYJNA	16,4	0,7	-23,8	75,5	10,7	12,1	3,5
DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA	0,2	-0,1	-0,7	-91,0	-49,4	5,5	-4,3
WOLNE PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE	16,6	0,6	-24,5	-15,5	-38,8	17,5	-0,8
DZIAŁALNOŚĆ FINANSOWA	-17,9	6,5	26,9	14,1	37,6	-18,4	2,0
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	-1,3	7,1	2,4	-1,4	-1,1	-0,9	1,2

Źródło: Murapol S.A.

Tabela 11. Formuły wskaźników finansowych omawianych w raporcie

Rentowność sprzedaży	Formuła wskaźnika
Marża EBITDA	$(\text{Wynik operacyjny 12M} + \text{Amortyzacja 12M}) / \text{Przychody ze sprzedaży 12M}$
Marża operacyjna	$\text{Wynik operacyjny 12M} / \text{Przychody ze sprzedaży 12M}$
Marża netto	$\text{Wynik netto 12M} / \text{Przychody ze sprzedaży 12M}$
Cash flow operacyjny / Przychody	$\text{Przepływy z działalności operacyjnej 12M} / \text{Przychody ze sprzedaży 12M}$
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	$\text{Zobowiązania i rezerwy} / \text{Przychody ze sprzedaży 12M}$
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	$(\text{Zobowiązania oprocent.} - \text{Śr. pieniężne}) / (\text{Wynik operac. 12M} + \text{Amortyz. 12M})$
EBITDA / odsetki zapłacone	$(\text{Wynik operacyjny 12M} + \text{Amortyzacja 12M}) / \text{Odsetki zapłacone 12M}$
Płynność	Formuła wskaźnika
Płynność bieżąca	$\text{Aktywa obrotowe} / \text{Zobowiązania krótkoterminowe (w tym krótk.rozl.międzyokr)}$
Płynność szybka	$(\text{Aktywa obrotowe} - \text{Zapasy} - \text{Rozlicz.międzyokr.}) / \text{Zobowiązania krótkoterm.}$
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	$\text{Przychody ze sprzedaży 12M} / \text{Średni stan aktywów ogółem w roku}$
Cykl zapasów (dni)	$(\text{Średni stan zapasów} / \text{Przychody 12M}) \times 365$
Cykl należności handlowych (dni)	$(\text{Średni stan należności z tyt. dostaw i usług} / \text{Przychody 12M}) \times 365$
Cykl zobowiązań handlowych (dni)	$(\text{Średni stan krótkoterm. zobowiązań z tyt. dostaw i usług} / \text{Przychody 12M}) \times 365$
Cykl konwersji gotówki (dni)	$\text{Cykl zapasów} + \text{Cykl należności handlowych} - \text{Cykl zobowiązań handlowych}$
Zwrot na aktywach (ROA)	$\text{Wynik netto 12M} / \text{Średni stan aktywów ogółem}$
Zwrot na kapitale własnym (ROE)	$\text{Wynik netto jedn. domin. 12M} / \text{Średni stan kapitału własnego jedn. domin.}$

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

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 całej UE i są równe ratingom wystawionym przez inne agencje uznane przez ESMA, bez terytorialnych lub innych ograniczeń.

Opis metodologii ratingowej stosowanej przez EuroRating prezentowany jest w serwisie internetowym agencji (www.EurRating.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 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.

Ratingi kredytowy nadany spółce Murapol S.A. jest ratingiem zamówionym przez oceniany podmiot. EuroRating otrzymał wynagrodzenie za przyznanie oraz ewentualny 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.

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

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

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

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.

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