

Marvipol Development S.A.

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Marvipol Development S.A. („Spółka, „Emitent”) po wynikach za 4Q18 i po komunikacie dotyczącym sprzedaży i przekazania mieszkań za 1Q19, pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- W 2018 r. Spółka rozpoznała przychody ze sprzedaży w kwocie ok. 260 mln zł z łącznie 755 przekazanych lokali (vs 511 w 2017 r.) z czego 363 lokale dotyczyły inwestycji Central Park Ursynów 3. Zarząd Spółki szacuje, że w 2019 r. zostanie przekazanych również około 750 mieszkań.
- Na koniec 4Q18 910 lokali były sprzedanych i nieprzekazanych, 1607 znajdowało się w ofercie, a 608 (niesprzedanych lokali) w posiadanym banku ziemi. Ponadto blisko 2000 kolejnych lokali może powstać na gruntach warunkowo nabytych. Łączny potencjał sprzedażowy Emitenta to blisko. 2300 lokali, a z gruntami warunkowo nabytymi ponad 4300 lokali.
- W przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań w ofercie i banku ziemi po założonych przez nas cenach Spółka powinna być w stanie wygenerować 793 mln zł gotówki (z uwzględnieniem nakładów, bez uwzględnienia podatku). Zakładając spłatę wszystkich zobowiązań i ponoszenie kosztów operacyjnych rzędu 40 mln zł rocznie w perspektywie 3 lat, Marvipol Development musiałby sprzedać ok. 72% niesprzedanych jeszcze mieszkań (przy założeniu, że ukończone zostałyby wszystkie potencjalne projekty Spółki), aby obsłużyć obligacje.
- Dodatkowo szacujemy, że z projektów magazynowych Marvipol Development wygeneruje w ciągu dwóch lat ok. 208 mln zł (bez uwzględnienia podatku). Po uwzględnieniu potencjału do generowania gotówki części magazynowej, Spółka musiałaby sprzedać ok. 58% niesprzedanych jeszcze mieszkań, aby spłacić swoje wszystkie zobowiązania i pokryć koszty funkcjonowania Spółki w okresie 3 lat.
- Sytuacja zarówno płynnościowa, jak i zadłużeniowa nie wskazują, aby Spółka miała w najbliższym czasie problemy z obsługą swojego zadłużenia. Relacja środków pieniężnych do zobowiązań krótkoterminowych pomniejszonych o przychody przyszłych okresów na koniec 4Q18 wyniosła 1,3x. Z kolei wartość wskaźnika długu netto do kapitałów własnych na koniec 4Q18 wyniosła 0,46x.
- Spółka w 2019 roku zamierza: (i) utrzymać poziom przekazania około 750 mieszkań, (ii) zwiększyć poziom sprzedaży mieszkań (dwucyfrowy wzrost wolumenu w ujęciu procentowym) oraz (iii) powiększyć bank ziemi w stopniu umożliwiającym wzrost skali działalności. Dodatkowo, Emitent zamierza utrzymać ok. 200 mln zł zaangażowania kapitałowego w inwestycje w magazyny (na koniec 4Q18 było to ok. 201 mln zł, a na dzień publikacji raportu ok. 150 mln zł).

PROFIL SPÓŁKI:

Deweloper realizujący projekty mieszkaniowe i apartotelowe w Warszawie, Gdańsku i Kołobrzegu oraz projekty magazynowe.

Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
S (0819)	60	5,38%
T (0821)	80	5,29%
U (1120)	66	5,52%
W (0622)	40	6,23%
Suma	246	

Istotne wydarzenia od ostatniego raportu Michael/Ström DM o Marvipol Development

Zarząd Emitenta podpisał umowę programową emisji obligacji do kwoty 210 mln zł.

Emitent dokonał sprzedaży czterech projektów magazynowych: Grodzisk Mazowiecki, Konotopa II, OBI w Łodzi oraz w okolicach Krakowa.

Spółka podpisała umowę z Panattoni Group ws. realizacji projektu magazynowego Warszawa Konotopa III o GLA 22 tys. m² i w tym celu udzieliła spółce współkontrolowanej realizującej projekt pożyczkę w kwocie 3,9 mln EUR.

Spółka podpisała umowę kupna zabudowanej nieruchomości w Sopotcie za 27,7 mln zł netto. Zgodnie z raportem bieżącym nieruchomość zostanie przeznaczona pod wynajem powierzchni.

Spółka podpisała przedwstępną umowę kupna gruntu w Warszawie w dzielnicy Ursus na kwotę 35 mln zł, gdzie ma powstać 42 tys. m² PUM, oraz przedwstępną umowę kupna gruntu w Warszawie w dzielnicy Mokotów na kwotę 54 mln zł, gdzie ma powstać 22 tys. m² PUM.

Spółka rozwiązała przedwstępną umowę zakupu nieruchomości w Kołobrzegu.

Projekty mieszkaniowe

W 4Q18 roku Spółka sprzedała 239 lokali a łącznie w 2018 roku 843, co w porównaniu z 765 lokalami sprzedanymi w 2017 roku oznacza 10% wzrost. Celem emitenta na 2018 r. był dwucyfrowy wzrost sprzedaży (w ujęciu procentowym) przy zachowaniu ponad 20% marży brutto na sprzedaży – i cel ten udało się osiągnąć. Na 2019 r. Spółka również stawia sobie jako cel dwucyfrowy wzrost sprzedaży w ujęciu procentowym.

Na koniec 4Q18 roku Spółka miała w ofercie 1607 lokali (z czego najwięcej w projekcie Riviera, etapy 1,2,3,4 – 471 sztuk), a potencjał sprzedażowy Emitenta szacujemy na blisko 2300 lokali, biorąc pod uwagę grunty już zakupione, i na ponad 4200 lokali gdyby wziąć pod uwagę grunty warunkowo nabyte.

Wg stanu na koniec 4Q18 Spółka miała 910 lokali sprzedanych, ale nieprzekazanych. Zakładając zapowiadany przez Emitenta poziom sprzedaży ok. 1000 lokali w następnych latach Spółka ma zapewniony pipeline inwestycji do końca 2022 r. (uwzględniając grunty warunkowo nabyte). W 2018 r. rozpoczęto budowę i komercjalizację pięciu inwestycji w Warszawie: projektów Topiel No 18 (46 lokali), Dom przy Okrzei (87 lokali), piątego i szóstego etapu Central Park Ursynów (405 lokali), trzeciego i czwartego etapu Riviera Park (239 lokali).

Na początku 2019 r. ruszyła realizacja kolejnych 2 inwestycji: W Apartments w Warszawie (218 lokali) oraz Dwie Motławy w Gdańsku (105 lokali). Łącznie w budowie jest ok. 2300 lokali.

W 4Q18 roku przekazano 251 lokali, a łącznie w 2018 roku 755 lokali, co przełożyło się kolejno 75,2 mln zł przychodów w 4Q18 i 260,3 mln zł w całym 2018 r. Najwięcej lokali w 2018 roku przekazano w CPU 3 - przekazanie 363 lokali wygenerowało 122 mln zł przychodów przy marży brutto ze sprzedaży na poziomie 18%. Niższa marża realizowana na CPU 3 w porównaniu do pierwszych dwóch etapów wynika z faktu, iż od 2018 r. Emitent kapitalizuje koszty finansowe związane z obligacjami w wartości zapasów, co przy wydaniach powoduje obniżenie marży brutto ze sprzedaży. Taka zmiana zasad rachunkowości opóźnia rozpoznanie kosztów, a także obniża osiągnięte marże na sprzedaży (powiązania kosztów odsetkowych prezentowanych wcześniej w kosztach bezpośrednio do konkretnych projektów), ale w długim terminie nie ma żadnego wpływu na osiągnięty wynik netto, a także jest bez wpływu na faktyczne przepływy pieniężne. Osiągnięta łącznie marża brutto na sprzedaży w 2018 r. wyniosła 23%.

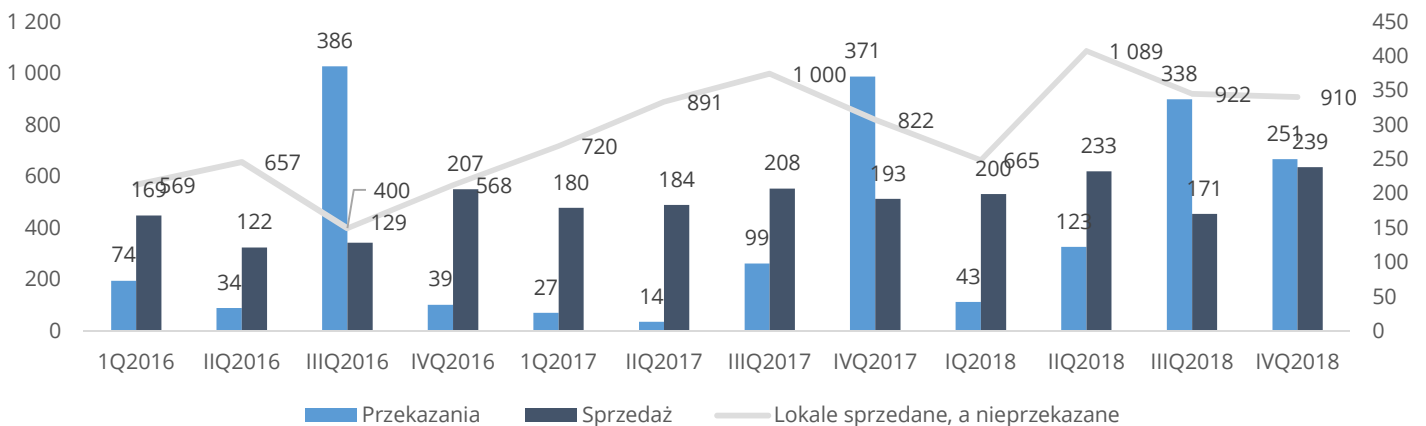
Tabela 1: Przekazania w 2018 r.

Projekt	Liczba	Przychody ze sprzedaży (tys. zł)	Koszt własny sprzedaży (tys. zł)	Zysk na sprzedaży	Marża brutto
CPU 1,2	76	43 789	-30 608	13 181	30%
CPU 3	363	121 886	-99 507	22 379	18%
Bemowo Residence	104	32 708	-24 446	8 262	25%
Riviera Park 1	186	52 733	-37 697	15 036	29%
Riviera Park 2	23	6 345	-4 568	1 777	28%
Pozostałe	3	2 860	-2 722	138	5%
Razem	755	260 321	-199 548	60 773	23%

Źródło: Dane Spółki

Spółka zapowiedziała, że w 2019 r. planuje utrzymać poziom przekazania ok. 750 lokali. Cel ten wydaje się realistyczny do spełnienia. W budynkach, których budowa już jest zakończona lub zgodnie z harmonogramem ma się zakończyć w 2019 r. sprzedano, ale jeszcze nie przekazano 622 lokale a dalsze 288 jest w ofercie. Gdyby Spółka przekazała w 2019 r. wszystkie wspomniane powyżej lokale to przy realizowanych dotychczas cenach sprzedaży i poziomie marży brutto oznaczałoby to wg naszych wyliczeń przychód rzędu ok. 371 mln zł i zysku brutto na sprzedaży ok. 87 mln zł w 2019 r.

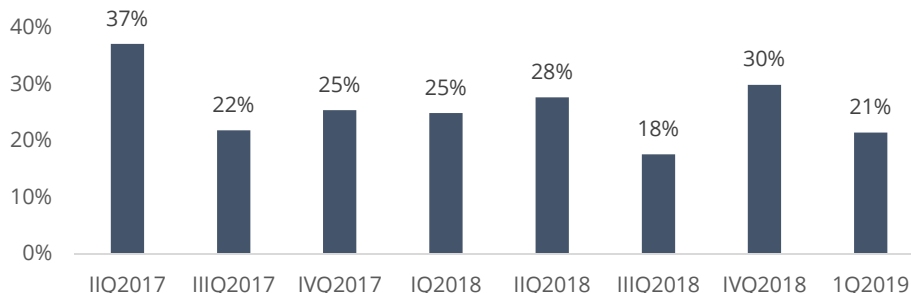
Wykres 1: Historyczna sprzedaż i przekazania



Źródło: Dane Spółki

Zgodnie z raportem bieżącym Spółki z dnia 02.04.2019 r. Spółka sprzedała w 1Q19 302 mieszkania (+291% w porównaniu do 1Q18), oraz przekazała 168 mieszkań co oznacza wzrost o 51% w porównaniu z 1Q18. Wartość sprzedanych w 1Q19 mieszkań wyniosła 155,3 mln zł, a wartość przekazanych 51,7 mln zł.

Wykres 2: Sprzedaż mieszkań jako procent oferty



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Na powyższym wykresie zaprezentowano sprzedaż mieszkań jako procent oferty dewelopera na początek kwartału i widać, że pomimo drobnego spowolnienia w 3Q18 sytuacja jest stabilna. Pomimo opinii, że rynek deweloperski zaczyna się przegrzewać i możliwe jest załamanie sprzedaży to dane większości dużych deweloperów raczej przeczą tej tezie. Z naszych rozmów z deweloperami wynika, że ceny gruntów będą dalej rosły, ale ceny wykonawstwa będą stabilizować się, a popyt na mieszkania pozostanie wysoki. Dodatkowo po okresie wyborów samorządowych lepiej wygląda sytuacja z tempem uzyskiwania zezwoleń na budowę.

Tabela 2: Pipeline projektów wg stanu na 31.12.2018 r.

Projekt	Projekt	Data zakończenia inwestycji	Łącznie lokale	Łącznie PUM	Lokale sprzedane i nieprzekazane	Lokale niesprzedane	m2/lokal
OFERTA	CPU 1, 2, 3	budowa zakończona	1821	76	8	20	42
	CPU 4	3Q19	405	21	348	57	52
	CPU 5,6	2Q20	322	17	123	199	54
	Riviera Park 1, 2	budowa zakończona	403	20	166	28	49
	Riviera Park 3	4Q19	239	12	96	143	52
	Riviera Park 4	2Q20	314	16	14	300	49
	Cascade Residence	3Q19	44	4	4	40	82
	Unique Tower*	2Q21	508	24	102	406	47
	Topiel No 18	2Q20	47	5	16	31	103
	Dom przy Okrzei	2Q20	88	4	19	69	50
	W Apartments	3Q20	218	14	14	204	63
	Gdańsk Dwie Motławy	2Q20	105	5	0	105	48
	Inne gotowe lokale	budowa zakończona	5	1	0	5	160
	RAZEM OFERTA			4519	218	910	1607
PROJEKTY W PRZYGOTOWANIU	Gdańsk Chmielna	2Q20	231	9	0	231	39
	Powisłe II	3Q20	31	3	0	31	103
	Okęcie (17 Stycznia)	3Q20	92	4	0	92	38
	Praga Północ	4Q20	70	4	0	70	50
	Koło Brzeg*	3Q21	237	7	0	237	30
RAZEM BANK ZIEMI			661	26	0	661	40
GRUNTY WARUNKOWO NABYTE	Bielany 1	4Q21	198	10	0	198	50
	Bielany 2	2Q22	105	6	0	105	57
	Ursynów	1Q23	40	2	0	40	50
	Ursus	2027	840	42	0	840	50
	Mokotów	4Q22	440	22	0	440	50
	Gdańsk Grunwaldzka*,**	4Q20	350	12	0	350	34
RAZEM WARUNKOWO NABYTE			1 973	94	0	1 973	48
RAZEM			7 153	338	910	4 241	47

*aparthotele

** grunt warunkowo zakupiony od British Automotive Holding – spółki powiązanej z Emitentem poprzez głównego akcjonariusza Mariusza Książek
Zgodnie z raportem bieżącym Spółki z dnia 02.04.2019 r. Spółka sprzedała w 1Q19 302 mieszkania i przekazała 168

Źródło: Dane Spółki

W czasie prezentacji wyników za 2018 rok Emitent poinformowała, że w 2019 roku planuje rozbudowywać bank ziemi w stopniu umożliwiającym wzrost skali działalności, ale nie podając konkretnych kwot jakie planuje przeznaczyć na nowe grunty. Spółka posiada podpisane 4 umowy przedwstępne zakupów gruntów w Warszawie: dwie na Bielanach, jedną w Ursusie i jedną na Mokotowie. Na Bielanach powstaną projekty na 198 lokali (9,9 tys. m² PUM) i 105 lokali (6 tys. m² PUM), w Ursusie powstanie 3 etapowy projekt na łącznie 42 tys. m² PUM, i na Mokotowie również 3-etapowy projekt na 22 tys. m² PUM. Za grunty Emitent ma docelowo zapłacić 34 mln zł za projekt w Ursusie, 54,3 mln zł za grunt na Mokotowie i 9,2 mln zł za jeden z gruntów na Bielanach (dla drugiego gruntu cena nie została jeszcze ujawniona).

W raporcie bieżącym z 17 maja Spółka poinformowała o zakupie zabudowanej nieruchomości gruntowej w Sopocie za 27,7 mln zł. Zgodnie z komunikatem nieruchomość zostanie przeznaczona pod wynajem powierzchni. Emitent nie ujawnił póki co dalszych szczegółów tej inwestycji.

Aparthotele

Obecnie Spółka realizuje trzy inwestycje aparthotelowe: Unique Tower w Warszawie, Grunwaldzka w Gdańsku i projekt w Kołobrzegu. Póki co w ofercie znajdują się jedynie lokale w ramach projektu Unique Tower.

Lokale w Unique Tower są sprzedawane, a następnie wynajmowane od nabywców, oferując stałą i gwarantowaną 7 proc. roczną stopą zwrotu. Umowa obowiązywać będzie przez 10 lat, z możliwością jej przedłużenia na kolejne 10 lat. W tym czasie spółka gwarantuje inwestorowi wynajem lokalu. Emitent w 2Q18 utworzył spółkę zależną, która podpisuje umowy najmu lokali. Wg stanu na koniec 4Q18 Spółka wprowadziła do oferty ok. 60% mieszkań z całej inwestycji (302/506) – i sprzedała 102 mieszkania za średnią cenę 17,1 tys. zł/ m² netto. Średnia miesięczna sprzedaż w tym projekcie wynosi ok. 10 lokali, i gdyby takie tempo utrzymało się do czasu zakończenia budowy w 2Q21 to do tego czasu sprzedane byłoby ok. 350 lokali czyli ok. 70% inwestycji.

Według naszej analizy – przy dotychczasowym poziomie cen sprzedaży – Spółka może osiągnąć nawet ok. 35% marżę na sprzedaży projektu. Z kolei, aby pokryć przyszłe zobowiązania z tyt. gwarantowanej stopy najmu średnie obłożenie powinno być nie niższe niż 60% zakładając cenę lokalu za noc na poziomie 300 zł.

W maju Spółka poinformowała o podpisaniu umowy franczyzy z Louvre Hotels Group dla projektu Unique Tower.

Budowa projektów Grunwaldzka i w Kołobrzegu ma się rozpocząć w 2019 r.

Ponadto Spółka poinformowała o podpisaniu umowy franczyzowej z Intercontinental Hotels Group, dzięki czemu aparthotel, który powstanie w Gdańsku przy alei Grunwaldzkiej będzie działał w ramach sieci Holiday Inn Express oraz Staybridge Suites.

Projekty magazynowe

Projekty magazynowe księgowo ujmowane są metodą praw własności. Pomimo, że Spółka posiada we wszystkich Spółkach zależnych ponad 50% udziałów to sprawuje nad nimi współkontrolę – projekty są realizowane w formule *Joint Venture* we współpracy z Panattoni Group. Emitent zakłada dwuletni czas realizacji projektów magazynowych.

Jeszcze w 2Q18 r. nastąpiła sprzedaż projektu magazynowego w Grodzisku Mazowieckim, gdzie Emitent sprzedał swoje udziały za 10,1 mln zł osiągając IRR na inwestycji na poziomie 17,1%. Po dacie bilansowej, w 1Q19 nastąpiła sprzedaż kolejnych dwóch projektów magazynowych: w okolicach Krakowa oraz OBI w Łodzi. Rozpoznano na nich kolejno 8,6 i 6,9 mln zł zysku brutto co oznacza IRR: 19% i 18%. Z kolei w 2Q19 został sprzedany projekt magazynowy Warszawa Konotopa II, na którym Emitent rozpoznał 8,7 mln zł zysku (IRR 1%) w niewiele ponad rok.

Zgodnie z prezentacją inwestorską zaangażowanie kapitałowe Emitenta w projekty magazynowe na dzień koniec 1Q19 wynosiło 149 mln PLN (201 mln zł na koniec 4Q18, 196 mln zł na koniec 2Q18 i 124 mln zł na koniec 4Q17). Spadek obecnego zaangażowania wynika ze sprzedaży wspomnianych powyżej projektów. Emitent podkreśla, że docelowym poziomem zaangażowania w segment magazynowy jest kwota ok. 200 mln zł.

Segment magazynowy wygenerował 20 mln zł zysku netto z 47 mln zł łącznego zysku netto osiągniętego przez Spółkę w 2018 r. W czasie konferencji wynikowej Emitent poinformował, że realizowane obecnie projekty magazynowe powinny wygenerować kolejne 33 mln zł zysku netto. Należy pamiętać, że zyski z projektów magazynowych są rozpoznawane wraz z postępowaniem realizacji projektów co oznacza, że osiągnięty zysk netto nie odpowiada faktycznemu przepływowi gotówki – ten następuje dopiero w momencie sprzedaży projektu. Według naszych wyliczeń projekty magazynowe w ciągu najbliższych dwóch lat powinny pozwolić uwolnić ok. 208 mln zł, przy założeniu 2 letniego okresu rotacji magazynów oraz osiąganego IRR na poziomie 18%.

W 2H18 nastąpiły postępy komercjalizacji projektów, a ich poziom został przedstawiony w tabeli poniżej.

Tabela 3: Realizowane projekty magazynowe Spółki wg stanu na datę publikacji raportu

Spółka	Projekt	Status	Udział MVP	Zaangażowanie kapitałowe	GLA (tys. m ²)	data zakończenia budowy	zaawansowanie budowy	zaawansowanie komercjalizacji	Kredyt budowlany
IC37	Konotopa	sprzedany	58%	26	48	2Q16	100%	100%	0
IC60	Grodzisk Mazowiecki	sprzedany	58%	37	69	1Q18	100%	100%	115
IC72	Okolice Krakowa	sprzedany	68%	21	35	4Q17	100%	74%	64
IC80	Okolice Łodzi OBI	sprzedany	58%	24	50	1Q18	100%	100%	74
IC81	Warszawa-Konotopa II	sprzedany	68%	27	42	2Q18	100%	83%	74
IC63	Aglomeracja Śląska	wybudowany	68%	18	35	3Q17	100%	85%	57
IC82	Warszawa I	w budowie	68%	11	11	1Q19	60%	48%	29
IC94	Warsaw South	w budowie	68%	28	38	1Q19	80%	88%	108
IC84	Woj. zachodniopomorskie	w budowie	68%	38	72	1Q19	80%	75%	83
IC59	Warszawa II	w budowie	68%	17	14	2Q19	90%	84%	36
IC92	Pruszków	w budowie	52%	23	25	2Q19	50%	34%	64
IC102	Warszawa Konotopa III	w budowie	68%	16	22	bd	5%	0%	
Razem				149	217				377

Źródło: Dane Spółki

Z naszych analiz wynika, że pomimo podziału udziału w zyskach pomiędzy Emitentem i Panattoni Group zgodnie z posiadanymi udziałami, czyli 58-68% w zależności od inwestycji, udział zaangażowania kapitałowego Spółki w inwestycjach magazynowych jest wyższy niż udział Panattani Group. Warto zauważyć, że projekty realizowane przez spółki JV nie są finansowane wpłatą kapitału (kapitał zakładowy spółek JV jest minimalny), ale pożyczkami od udziałowców przeznaczonymi głównie na zakup ziemi i kredytami bankowymi przeznaczonymi na budowę magazynu. Zgodnie z raportami bieżącymi Emitenta spółki zależne w celu finansowania budowy projektów magazynowych zaciągają kredyty bankowe, które pokrywają do 75% całkowitych kosztów projektów. Przy takim założeniu oszacowany przez nas udział zaangażowania Marvipolu w porównaniu do zaangażowania Panattoni Group w projekty magazynowe w postaci pożyczek wynosi ponad 90%.

Warto również zauważyć, że kredyty budowlane przyznane spółkom joint venture o łącznej kwocie ok. 377 mln zł nie widnieją w skonsolidowanym sprawozdaniu Emitenta. Jest to jednak finansowanie typu *project finance* zabezpieczone na realizowanej inwestycji magazynowej, co mityguje ryzyko z punktu widzenia obligatariuszy.

Analiza bilansu

Aktywa

Spółka osiągnęła sumę aktywów wynoszącą 953 mln zł wg stanu na koniec 4Q18. Głównym składnikiem aktywów trwałych Emitenta są długoterminowe aktywa finansowe, które w 99% dotyczą pożyczek udzielonych jednostkom współkontrolowanym realizującym projekty magazynowe (kwota należności z tyt. udzielonych pożyczek wynosiła 194 mln zł wg stanu na koniec 4Q18). Aktywa trwałe na koniec 4Q18 uległy zwiększeniu o 49,3 mln zł w porównaniu do 4Q17 ze 179 mln zł do 228,3 mln zł; głównie za sprawą nowych inwestycji magazynowych realizowanych w Joint Venture z Panattoni Group (+65 mln zł), a także nabyciu gruntów inwestycyjnych (+13,4 mln zł). Z kolei wartość udziałów we wspólnych przedsięwzięciach magazynowych przypadających na Spółkę wynosi 5,5 mln zł, co oznacza spadek w porównaniu do YE17 o 26,8 mln zł, co związane jest ze sprzedażą projektu w Grodzisku Mazowieckim oraz przeniesieniem do aktywów przeznaczonych do sprzedaży projektów w okolicach Krakowa, OBI w okolicach Łodzi oraz Warszawa Konotopa II. Prezentowane w sprawozdaniu finansowym wartości udziałów w jednostkach współkontrolowanych stanowią wartość aktywów netto tych jednostek (proporcjonalnie do udziału Emitenta w przedsięwzięciu).

Aktywa obrotowe w 2018 r. wzrosły o 10 mln zł. Największe ruchy dotyczyły wzrostu zapasów (+74,6 mln zł) w całości „opłaconego” przez spadek środków pieniężnych o 75 mln zł. Należności z tyt. dostaw i usług wzrosły w analizowanym okresie o 10,6 mln zł. Wzrost zapasów wynikał bezpośrednio z nabycia gruntów, realizacji nowych inwestycji mieszkaniowych i uzupełnienia oferty, która na koniec roku liczyła 1607 lokali.

Tabela 4: Aktywa Marvipol Development (tys. zł)

	YE2016	YE2017	YE2018	zmiana y/y	zmiana y/y
Wartości niematerialne	445	982	760	-222	-23%
Rzeczowe aktywa trwałe	6 479	5 831	5 310	-521	-9%
Nieruchomości inwestycyjne	2 805	562	13 935	13 373	2380%
Długoterminowe aktywa finansowe	83 741	129 886	194 848	64 962	50%
Udziały w jednostkach ujmowanych metodą praw własności	11 898	34 164	5 546	-28 618	-84%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	9 118	7 570	7 882	312	4%
Aktywa trwałe razem	114 486	178 995	228 281	49 286	28%
Zapasy	344 882	472 665	547 228	74 563	16%
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	40 932	13 397	23 992	10 595	79%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty, w tym:	192 642	228 376	153 360	-75 016	-33%
środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysponowania	21 782	37 203	43 732	6 529	18%
Aktywa obrotowe razem	578 456	714 438	724 580	10 142	1%
Aktywa klasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży	0	0	18 705	18 705	
Aktywa razem	692 942	893 433	971 566	78 133	9%

Źródło: Dane Spółki

Pasywa

Zobowiązania Emitenta wg stanu na koniec 4Q18 wzrosły o 30,8 mln zł (z 527,4 do 558,2 mln zł) w porównaniu do YE17 na co złożyły się głównie wzrost zobowiązań z tyt. obligacji (+36,5 mln zł) oraz przychodów przyszłych okresów o 42 mln zł spowodowany wzrostem liczby mieszkań sprzedanych, ale nieprzekazanych. Równoległe o 26,2 mln zł zmniejszyły się kredyty i pożyczki.

Od daty ostatniego raportu kredytowego nie miała miejsca żadna nowa emisja obligacji, ale Spółka podpisała umowę programową, która przewiduje emisje obligacji do 210 mln zł, z których pierwsza ma mieć miejsca jeszcze w 2Q19.

Na koniec 4Q18 dług brutto wyniósł 341,5 mln zł, co przy saldzie gotówki 153,4 mln zł przekłada się na dług netto w wysokości 188,1 mln zł (+85,3 mln zł w porównaniu do YE17). Wartość wskaźnika dług netto/kapitały własne wyniosła 0,46 (+0,18 w porównaniu do YE17, +0,15 w porównaniu do HY18). Wzrost tego wskaźnika związany jest głównie ze spadkiem stanu gotówki (a nie ze wzrostem zadłużenia), co z kolei spowodowane jest po pierwsze wzrostem zapasów (wydatki na bank ziemi) oraz udzielaniem pożyczek jednostkom realizującym inwestycje magazynowe. Szczegółowa analiza rachunku przepływów pieniężnych znajduje się poniżej w akapicie „Rachunek przepływów pieniężnych”.

W 1Q19 r. Spółka spłaciła serię R obligacji o łącznej wartości nominalnej 36 mln zł co *ceteris paribus* nie miało wpływu na poziom długu netto.

Tabela 5: Zadłużenie Spółki z tytułu kredytów i pożyczek oraz obligacji wg stanu na 31.12.2018 r. (mln zł)

Seria	Wartość (mln zł)	Stopa bazowa	Marża	Wykup	Kredyty	Kwota przyznana	kwota zadłużenia	Zapadalność
R*	12	WIBOR 3M	b.d.	16.01.2019	mBank	8	0	31.12.2019
R*	24	WIBOR 3M	b.d.	16.01.2020	Millennium	10	0	30.06.2019
S	60	WIBOR 6M	3,60%	03.08.2019	BOŚ	58	10	31.05.2020
T**	12	WIBOR 6M	3,50%	04.08.2020	BOŚ	47	41	31.07.2021
T**	12	WIBOR 6M	3,50%	04.02.2021	mBank	15	0	28.02.2020
T**	56	WIBOR 6M	3,50%	04.08.2021	BOŚ	15	0	31.05.2020
U	66	WIBOR 6M	3,30%	13.11.2020	mBank	13	5	31.12.2020
W***	12	WIBOR 6M	3,90%	27.06.2020	mBank	75	1	30.09.2021
W***	12	WIBOR 6M	3,90%	27.06.2021	BOŚ	50	0	31.07.2021
W***	16	WIBOR 6M	3,90%	27.06.2022				
RAZEM	282					291	57	

* ** *** - serie o łącznych wartościach odpowiednio 40, 80,08 i 40 mln zł; amortyzowane

Źródło: Dane Spółki

Sytuację płynnościową Spółki w ciągu najbliższych 12 miesięcy oceniamy jako bezpieczną, pomimo iż relacja środków pieniężnych do zobowiązań krótkoterminowych pomniejszonych o przychody przyszłych okresów na koniec 4Q18 spadła do 1,3x z 3,1x na koniec YE2017 i 3,31x na koniec 2Q18. Spadek wskaźnika wynika z zapadalności serii S obligacji o wartości nominalnej 60 mln zł w sierpniu 2019 r. Spodziewamy się rolowania tego zadłużenia.

Tabela 6: Pasywa Marvipol Development (tys. zł)

	YE2016	YE2017	YE2018	zmiana y/y	zmiana y/y
Kapitał własny razem	309 012	366 029	413 338	47 309	13%
Rezerwy długoterminowe	0	1 809	1 809	0	0%
Rezerwa z tytułu podatku odroczonego	29 223	10 971	12 771	1 800	16%
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	31 877	48 966	56 530	7 564	15%
Zobowiązania z tytułu obligacji	113 018	239 986	209 302	-30 684	-13%
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	383	451	581	130	29%
Pozostałe zobowiązania	278	309	1 048	739	239%
Zobowiązania długoterminowe razem	174 779	302 492	282 041	-20 451	-7%
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	0	33 787	0	-33 787	-100%
Zobowiązania z tytułu obligacji	28 365	7 755	74 911	67 156	866%
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	197	250	161	-89	-36%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	2 653	32	172	140	438%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	71 287	31 397	46 076	14 679	47%
Przychody przyszłych okresów	68 461	151 691	154 867	3 176	2%
Rezerwy	0	0	0	0	
Zobowiązania krótkoterminowe razem	170 963	224 912	276 187	51 275	23%
Pasywa razem	654 754	893 433	971 566	78 133	9%
Dług brutto	173 840	331 195	341 485	10 290	3%
Dług netto	-18 802	102 819	188 125	85 306	83%
Dług netto / Kapitały własne	-0,06	0,28	0,46	0,17	62%

Źródło: Dane Spółki

Kowenanty

Na wszystkich notowanych seriach obligacji ustanowione są kowenanty uprawniające obligatariuszy do żądania przedterminowego wykupu. Serie U i W ograniczone są na poziomie stosunku zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 1,0x a pozostałe serie na poziomie 1,3x. Ponadto Emitent nie może wypłacić dywidendy w wysokości przekraczającej 50% skonsolidowanego zysku netto. Biorąc pod uwagę wartość kapitałów własnych oraz zadłużenia netto na koniec 4Q18 Marvipol posiada przestrzeń do zaciągnięcia 225 mln zł dodatkowego długu zanim naruszy kowenant dług netto/kapitały na seriach U i W.

Rachunek zysków i strat

Tabela 7: Rachunek zysków i strat

	2016	2017	2018	zmiana r/r	zmiana %
Przychody ze sprzedaży	219 401	185 724	266 129	80 405	43%
Koszt własny sprzedaży	-183 669	-147 593	-204 077	-56 484	38%
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	35 732	38 131	62 052	23 921	63%
Amortyzacja	-1 631	-1 339	-1 255	84	-6%
Zużycie materiałów i energii	-1 337	-1 333	-930	403	-30%
Usługi obce	-20 745	-22 276	-20 061	2 215	-10%
Podatki i opłaty	-2 819	-2 342	-1 939	403	-17%
Wynagrodzenia	-3 021	-3 199	-10 599	-7 400	231%
Ub. Społ. I inne świadczenia	-774	-656	-697	-41	6%
Pozostałe koszty rodzajowe	-1 942	-1 219	-467	752	-62%
Koszty według rodzaju	-32 269	-32 364	-35 948	-3 584	11%
Udziały w zyskach wspólnych przedsięwzięć	8 438	22 250	16 266	-5 984	-27%
Pozostałe przychody operacyjne	39 076	13 382	6 831	-6 551	-49%
Pozostałe koszty operacyjne	-7 387	-4 980	-4 156	824	-17%
Zysk na działalności operacyjnej	43 590	36 419	45 045	8 626	24%
Przychody finansowe	3 750	3 970	12 756	8 786	221%
Koszty finansowe	-10 181	-18 488	-1 894	16 594	-90%
Zysk przed opodatkowaniem	37 159	21 901	55 907	34 006	155%
Podatek dochodowy	2 938	16 309	-8 598	-24 907	-153%
Zysk netto z działalności kontynuowanej za rok obrotowy	40 097	38 210	47 309	9 099	24%
Marża brutto na sprzedaży	16,3%	20,5%	23,3%	2,8%	14%
EBITDA	45 221	37 758	46 300	8 542	23%
Marża EBITDA	20,6%	20,3%	17,4%	-2,9%	-14%
Marża netto	18,3%	20,6%	17,8%	-2,8%	-14%

Źródło: Dane spółki

Przychody ze sprzedaży Spółki w 2018 r. wzrosły w porównaniu z zeszłym rokiem o 80 mln zł (43%) na co wpływ miały wyższy poziom przekazania mieszkań (755 vs 511). Również marża brutto na sprzedaży wzrosła z 20,5% do 23,3% co pozwoliło wygenerować zysk brutto na sprzedaży w wysokości 62 mln zł, czyli o 23,9 mln zł (63%) więcej niż rok temu. Znacząco wzrosły koszty wynagrodzeń (+7,4 mln zł; 231%) co związane jest ze zmianą formy zatrudnienia Zarządu, która spowodowała zmianę prezentacji z kosztów usług doradczych na koszty wynagrodzeń.

Udziały w zyskach wspólnych przedsięwzięć dotyczą projektów magazynowych realizowanych wraz z Panattoni. Jak pisaliśmy wcześniej projekty magazynowe księgowo ujmowane są metodą praw własności, co oznacza, że jako wynik w skonsolidowanym rachunku zysków i strat Emitenta rozpoznawany jest zysk/strata netto jednostek współzależnych odpowiadający udziałowi Emitenta. Przy czym na poziomie jednostek współzależnych zysk na projektach magazynowych jest rozpoznawany wraz z postępowaniem realizacji inwestycji, a nie w momencie sprzedaży projektu i faktycznego przepływu pieniężnego.

Wzrost przychodów finansowych o 8,8 mln zł wynika po pierwsze z dodatnich różnic kursowych (6,6 mln zł) oraz ze wzrostu przychodów odsetkowych od jednostek zależnych (5,2 mln zł w 2018 r. vs 2,9 mln zł w 2017 r.), co związane jest ze zwiększaniem skali działalności sektora magazynowego i udzielaniu nowych pożyczek spółkom realizującym te projekty.

Z kolei spadek kosztów finansowych o 16,6 mln zł (-90%) wynika: po pierwsze z braku ujemnych różnic kursowych (7,6 mln zł w 2017 r.), i po drugie z rozpoczęcia w 2018 r. kapitalizowania przez Emitenta odsetek od obligacji w wartości zapasu. Podejście jest obowiązkowe ze względu na treść standardu rachunkowości. Kapitalizowany koszt zostaje ujawniony w rachunku wyników w momencie wydania lokali i rozpoznania przychodów ze sprzedaży. W 2017 r. odsetki od kredytów i obligacji w rachunku wyników wyniosły 10 mln zł, a w 2018 r. tylko 0,6 mln zł. Jednak jeśli spojrzeć na rachunek przepływów pieniężnych odsetki zapłacone w 2018 r. wyniosły 17,5 mln zł, a rok wcześniej 8,5 mln zł. Tak jak pisaliśmy wcześniej, taka zmiana zasad rachunkowości opóźnia

rozpoznanie kosztów, ale w długim terminie nie ma żadnego wpływu na osiągnięty wynik netto, a także jest bez wpływu na faktyczne przepływy pieniężne.

Emitent osiągnął wynik netto na poziomie 47,3 mln zł co implikuje marżę netto na poziomie 17,8%.

Rachunek przepływów pieniężnych

Tabela 8: Rachunek przepływów pieniężnych

	2016	2017	2018
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	52 836	-53 236	-24 912
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	60 036	-37 864	-55 922
Środki pieniężne netto z działalności finansowej	-64 966	126 834	5 818
Przepływy pieniężne netto, razem	47 906	35 734	-75 016

Źródło: Dane Spółki

W 2018 r. Spółka zanotowała ujemne przepływy pieniężne netto i w rezultacie saldo gotówki spadło o 75 mln zł, z 228,4 mln zł do 153,4 mln zł. Na poziomie działalności operacyjnej wygenerowane przepływy wyniosły blisko -25 mln zł, jednakże ujemny wynik spowodowany jest zmianą kapitału obrotowego – głównie zwiększaniem zapasów. Patrząc na wskaźnik FFO (Funds From Operations, liczonego jako środki pieniężne z działalności operacyjnej – zmiana kapitału obrotowego), ten jest dodatni i wyniósł 47,6 mln zł, tak jak EBITDA, która wyniosła 46,3 mln zł.

Środki pieniężne z działalności inwestycyjnej również były ujemne i wyniosły -55,9 mln zł. Na wynik wpłynęły głównie pożyczki udzielone spółkom realizującym projekty magazynowe 104,8 mln zł. W tym samym czasie spłaty udzielonych pożyczek wyniosły 49,3 mln zł.

Środki pieniężne z działalności finansowej wyniosły 5,8 mln zł. W 2018 r. Spółka spłaciła 105,9 mln zł kredytów zaciągając 95,3 mln zł nowych. Wykupiono obligacje o kwocie 4 mln zł emitując 39,3 mln zł nowych obligacji. Zapłacone odsetki wyniosły 17,6 mln zł.

Potencjał do generowania gotówki

Tabela poniżej przedstawia analizę wrażliwości oczekiwanych przepływów pieniężnych na:

(i) ceny mieszkań realizowane przez Spółkę w przyszłości (scenariusz bazowy stanowią ceny realizowane dotychczasowo na inwestycjach i nasze założenia dla inwestycji, dla których nie było jeszcze sprzedaży) na wszystkich lokalach, które na koniec 4Q18 nie były sprzedane,

(ii) liczbę sprzedanych w przyszłości lokali (vs. oferta + pipeline inwestycji).

Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 4Q18 zostaną w 100% przekazane klientom po zakładanych przez nas cenach. W kalkulacji uwzględniamy projekty w budowie, projekty w przygotowaniu i projekt Grunwaldzka, który pomimo, że jest klasyfikowany jako „grunt warunkowo nabyty” to uważamy, że istnieje wysokie prawdopodobieństwo jego realizacji, ponieważ stroną sprzedającą grunt jest British Automotive Holding, czyli spółka powiązana z Emitentem poprzez osobę głównego akcjonariusza Mariusza Książek; oraz ze względu na fakt, że podpisano już umowę licencyjną z operatorem apartotelu co naszym zdaniem wskazuje na zaawansowanie inwestycji. Nie bierzemy pod uwagę pozostałych projektów, dla których zostały podpisane jedynie umowy przedwstępne zakupu gruntów (Bielany I, Bielany II, Ursus, Mokotów).

Tabela 9: Analiza wrażliwości oczekiwanych przepływów pieniężnych z tyt. działalności mieszkaniowej (mln zł)

		Realizowane ceny vs. założenia				
Mln zł		90%	95%	100%	105%	110%
Sprzedaż lokali vs potencjał	100%	645	719	793	867	942
	95%	578	649	719	790	860
	90%	511	578	645	712	778
	85%	445	508	571	634	697
	80%	378	437	497	556	615
	75%	311	367	422	478	534
	70%	244	296	348	400	452
	65%	178	226	274	322	371
	60%	111	155	200	244	289
	55%	44	85	126	167	207
	50%	-23	14	52	89	126

Źródło: Dane Spółki, szacunki DM Michael/Ström

Z przeprowadzonej analizy wynika, że w przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań po założonych przez nas cenach część mieszkaniowa powinna być w stanie wygenerować 793 mln zł gotówki (po uwzględnieniu nakładów, bez uwzględniania podatku) Poziom długu netto na koniec 4Q18 wynosił 188 mln zł, a zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe kształtują się na poziomie 46 mln zł. Zakładając, że co roku Spółka będzie ponosiła 40 mln zł kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu oraz nie będzie wypłacała dywidendy (aczkolwiek w czasie prezentacji wyników Spółka poinformowała, że zastanowi się nad możliwością wypłaty dywidendy), to w perspektywie 3 lat przybliżone roczne wydatki Spółki (bez uwzględniania zakupów nowych gruntów) wyniosą 120 mln zł, co z ww. długiem netto oraz zobowiązaniami sumuje się do 354 mln zł. Dodatkowo Spółka w maju 2019 r. dokonała zakupu gruntu w Sopocie za ok. 28 mln zł, czyli łączna suma kosztów i zobowiązań do pokrycia wynosi 382 mln zł. Przy założeniu, że Spółka wybudowałaby wszystkie mieszkania, to w perspektywie 3 lat w przypadku sprzedaży ok. 72% niesprzedanych jeszcze mieszkań, powinna być w stanie wygenerować środki pieniężne wystarczające do spłaty swoich zobowiązań i opłacenia kosztów.

Zakładając, że projekty magazynowe będą sprzedawane z zyskiem 18% IRR oraz dwuletnim terminem inwestycji, to z projektów, wobec których Spółka posiada obecnie zaangażowanie o wartości 149 mln zł powinna uzyskać przepływ gotówkowy (bez uwzględniania podatków) rzędu 208 mln zł w okresie dwóch lat. Z uwzględnieniem powyższych przepływów, wystarczyłoby, aby Spółka sprzedała ok. 58% z potencjału sprzedażowego, aby spłacić wszystkie zobowiązania i pokryć koszty.

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 20.05.2019

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski S.A.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**”), adres: Al. Jerozolimskie 134, 02-305 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS 0000712428, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o kapitale zakładowym w wysokości 925.691,49 PLN w całości opłacony, adres e-mail: kontakt@michaelstrom.pl.

Raport nie stanowi sugestii jakiegokolwiek zachowania inwestycyjnego i nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej. Raport sporządzony został tylko i wyłącznie na podstawie publicznie dostępnych danych i nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie koniecznych do oceny jego sytuacji finansowej ani do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

W ocenie Domu Maklerskiego raport sporządzony został z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w raporcie.

Przed opublikowaniem raport został przekazany do Emitenta.

Raport:

- skierowany jest zarówno do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t. j. Dz. U. z 2019 r. poz. 123 ze zm.) i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
 - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t. j. Dz.U. z 2018 r. poz.1025 ze zm.),
 - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów
 - porady inwestycyjnej,
 - usługi doradztwa inwestycyjnego.

Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoba przygotowująca raport i osoby, z którymi łączy ją więzy pokrewieństwa wskazane w art. 2 pkt 3a Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy z dnia 25 kwietnia 2016 r. (Dz. Urz. UE. L 2017 nr 87, str. 1), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.
- Dom Maklerski wykonał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.

- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora dla Emitenta.
- Dom Maklerski w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu nie pełnił funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski otrzymuje obecnie wynagrodzenie od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitenta posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem.
- Dom Maklerski nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązonym a Emitentem.
- Autor raportu ani Dom Maklerski nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów, pracownicy Domu Maklerskiego lub osoby z nimi powiązane posiadają takie instrumenty finansowe lub zamierzają je nabyć.

Dom Maklerski dąży do unikania konfliktów interesów ze swoimi Klientami oraz pomiędzy nimi, w szczególności poprzez regulacje wewnętrzne w tym „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Michael/Ström Dom Maklerski S.A.”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. www.michaelstrom.pl.

Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski S. A.

Michael / Ström Dom Maklerski S. A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego lub w jakikolwiek sposób konsultowany z Komisją Nadzoru Finansowego.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl