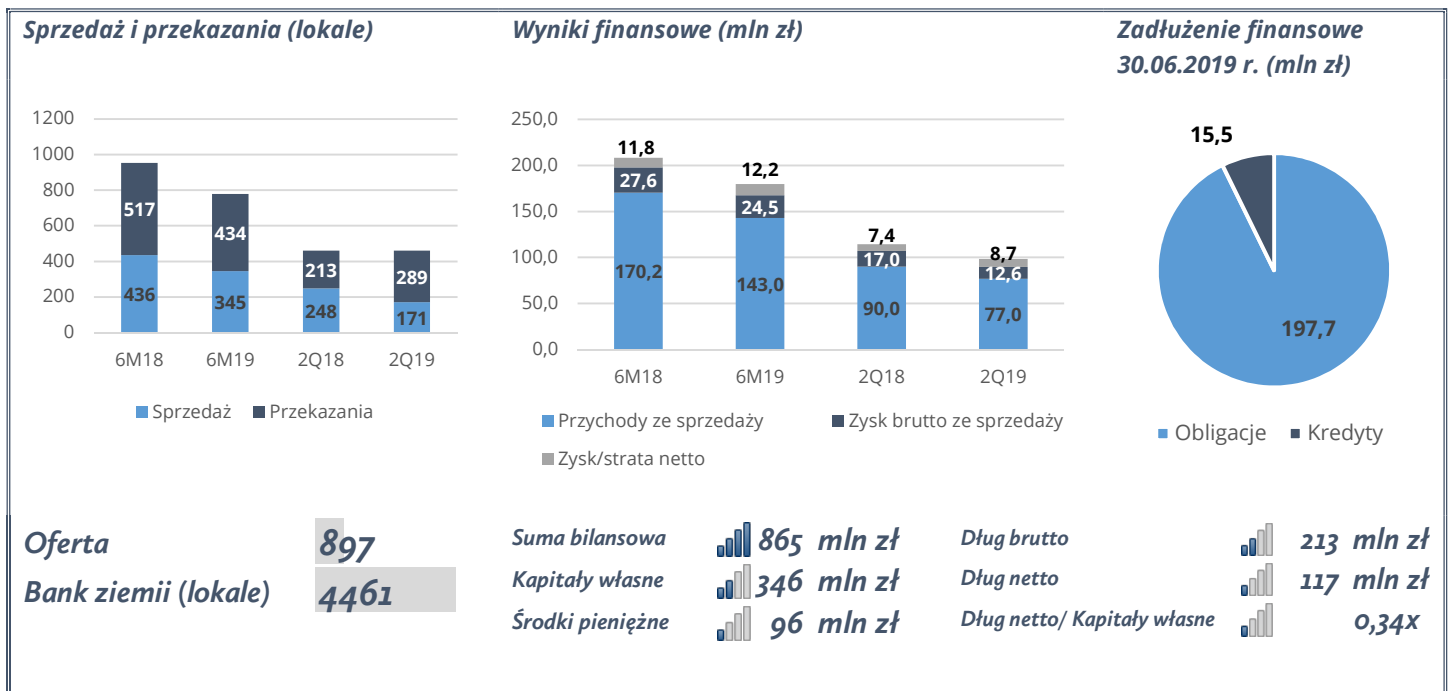


Ronson Development SE

Niniejszy skrócony raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Ronson Development SE (Spółka, Emitent) po publikacji sprawozdania finansowego za 2Q19 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.



Obligacje Spółki

	M	N	P	Q	R	S	T	U**
Nazwa skrócona Catalyst	RON0220	RON0919	RON0820	RON0720	RON0521	n.d.	RON0522	RON0123
Wartość nominalna (mln zł)	10,0	10,0	10,0	15,0	50,0	20,0	50,0	32,3
Wartość nominalna jednej obligacji (zł)	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Data wykupu	25.02.2020	14.09.2019	18.08.2020	29.07.2020	24.05.2021	19.06.2021	09.05.2022	31.01.2023
Stawka referencyjna	6M	6M	-	6M	6M	6M	6M	6M
Marża	3,65%	3,60%	5,25%	3,50%	2,85%	3,40%	3,50%	3,50%
YTM	2,34%	6,39%	4,50%	4,18%	4,27%	n.d.	5,21%	4,81%
Cena	101,50	99,95	100,70	100,98	100,6	n.d.	100,20	101,49
Zabezpieczenie	-	-	-	-	hipoteka	-	-	hipoteka
Kowenant: Dług netto/kapitał własny*	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Kowenant: Dług netto/zapasy	-	-	-	-	-	0,6	-	-

* metodyka wyliczania wskaźnika zadłużenia netto do kapitałów własnych różni się nieznacznie pomiędzy seriami

**W drugą i trzecią rocznicę emisji serii U dług ma być obowiązkowo amortyzowany, każdorazowo po 15 proc. pierwotnego nominalu.

Źródło: Obliczenia własne DM Michael/Ström, GPW Catalyst

Sprzedaż, przekazania i oferta

Plany operacyjne Spółki na 2019 r. są analogiczne do tych na 2018 r. – Spółka planuje sprzedać 800 lokali i przekazać również 800.

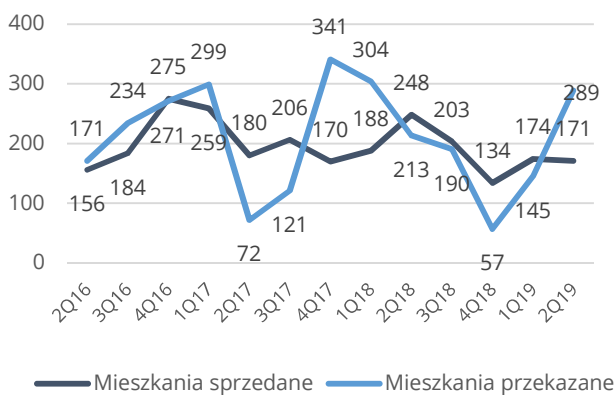
W 2Q19 Emitent sprzedał 171 lokali wobec 248 w 2Q18. Sprzedaż w 2Q19 stanowiła 20% oferty na koniec 1Q19. Wartość podpisanych umów wyniosła 70,2 mln zł. Dodatkowo wg stanu na koniec 2Q19 podpisanych było jeszcze 70 umów rezerwacyjnych w projekcie Ursus Centralny I, których sprzedaż zostanie rozpoznana w 3Q19. Przez 6M19 Emitent sprzedał łącznie 345 lokali wobec 436 w analogicznym okresie poprzedniego roku.

W 2Q19 Ronson przekazał 289 lokali (213 w 2Q18), w tym 130 w ramach projektów Joint Venture City Link I i II, w których Spółka posiada 50% udział. Przekazanie 159 lokali przełożyło się na przychody w wysokości 77,0 mln zł przy marży brutto 16,5% i zysku brutto 12,7 mln zł. Dodatkowo 130 lokali sprzedanych w projektach JV wygenerowało 54,6 mln zł przychodu, przy marży 25% i zysku brutto na sprzedaży 13,7 mln zł (liczby dla 100% wyników JV).

Przez 6M19 Emitent przekazał łącznie 434 lokali (w tym 143 w projektach JV) wobec 517 w analogicznym okresie poprzedniego roku (w tym 64 w projektach JV). Przekazania przez 6M19 przełożyły się na 136,5 mln zł przychodu z projektów własnych przy marży brutto 17,8% i zysku brutto na sprzedaży 24,3 mln zł i dodatkowo 59,9 mln zł przychodu z projektów JV, przy marży brutto 25,1% i zysku brutto na sprzedaży i zysku brutto na sprzedaży 15 mln zł (liczby dla 100% wyników JV).

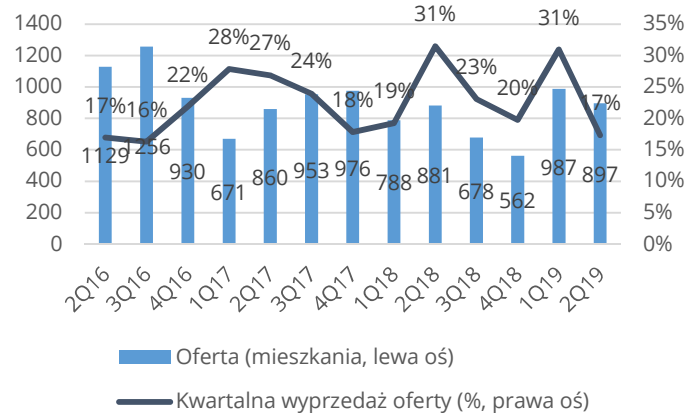
Na koniec 2Q19 Spółka posiadała 878 lokali sprzedanych, ale nie przekazanych o łącznej wartości 365,5 mln zł, z czego 225 lokali o wartości 105,2 mln zł znajdowało się w projektach ukończonych.

Wykres 1: Kwartalna sprzedaż i przekazania



Źródło: Dane Spółki

Wykres 2: Kwartalna wyprzedzająca oferta i oferta na koniec okresu



*Szacunek DM Michael/Ström

Źródło: Dane Spółki

W 2Q19 Ronson uruchomił realizację 1 nowego etapu – Ursus Centralny I obejmującego 138 lokali. W ramach całości projektu ma powstać docelowo 1600 lokali. W 2019 r. Spółka planuje uruchomić łącznie 10 etapów inwestycji (5 już zostały uruchomione w 1H19). Wśród kontynuacji będą to kolejne etapy realizowanych projektów, czyli: Miasto Moje III, Panoramika V oraz Vitalia III (realizacja projektu rozpoczęła się w 1H 2019 r.), Miasto Moje IV oraz 2 etapy projektu Noka Królikarnia. Wśród nowych projektów znajdą się pierwsze etapy Ursus Centralny w Warszawie (138 lokali), oraz Matisse we Wrocławiu (121 lokali) i Chopin (54 lokale) w Szczecinie. Możliwe jest również uruchomienie sprzedaży projektu Ursus Centralny II.

Zarówno oferta, jak i bank ziemi dewelopera skoncentrowane są w Warszawie – odpowiednio 54% i 73%. Pozostałymi rynkami na których Ronson jest aktywny są Poznań, Wrocław i Szczecin. Całkowity potencjał sprzedażowy Emitenta obejmuje 5358 lokali, z czego 105 lokali znajduje się w gotowych projektach, 792 w projektach w budowie, a 4461 w banku ziemi (liczba ta nie obejmuje 12,3 tys. m2 PUM w projekcie Nova Królikarnia objętego dwoma opcjami call). Biorąc pod uwagę średni poziom sprzedaży Spółki

na poziomie ok. 800 mieszkań rocznie – obecna oferta i bank ziemi pozwoliłby Spółce na kontynuowanie działalności na obecną skalę przez ponad 6 lat bez konieczności inwestowania w nowe grunty.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2017	2018	6M18	6M19	2Q18	2Q19
Przychody ze sprzedaży	231,7	294,1	170,2	143,0	90,0	77,0
Przychody ze sprzedaży mieszkań	231,7	294,1	170,2	136,5	90,0	77,0
Przychody ze sprzedaży gruntu	0,0	0,0	0,0	6,5	0,0	0,0
Koszt własny sprzedaży	-193,7	-248,4	-142,6	-118,5	-73,0	-64,3
Koszty sprzedaży mieszkań	0,0	0,0	-142,6	-112,2	-73,0	0,0
Koszty sprzedaży gruntu	0,0	0,0	0,0	-6,3	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	38,1	45,7	27,6	24,5	17,0	12,6
Zysk/(strata) z działalności operacyjnej	20,8	23,4	17,2	17,7	10,2	12,0
Wynik operacji finansowych, netto	-6,9	-4,7	-2,8	-2,2	-1,3	-1,0
Łączny zysk/(strata) przed opodatkowaniem	13,9	18,7	14,4	15,5	8,9	11,0
Zysk/strata netto	11,3	15,1	10,3	12,2	7,4	8,7
Marża brutto na sprzedaży	16,4%	15,5%	16,2%	17,8%	18,9%	16,5%
Marża netto	4,9%	5,1%	6,1%	8,5%	8,2%	11,3%
Przepływy z działalności operacyjnej	27,4	82,2	11,0	43,7	-8,8	9,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	16,3	-66,4	4,3	-5,0	3,0	-1,1
Przepływy z działalności finansowej	-47,9	20,2	7,2	-43,4	16,3	-46,7
Przepływy pieniężne netto	-4,2	36,0	22,4	-4,7	10,5	-38,0

Źródło: Dane Spółki

Przychody ze sprzedaży mieszkań w 2Q19 wyniosły 77 mln zł (90 mln zł w 2Q18; -15%), a w okresie 6M19 136,5 mln zł (170,2 mln zł w 6M18; -20%). Niższy przychód wynika głównie z mniejszej wielkości PUM przekazanej klientom, jak również z faktu, iż więcej mieszkań przekazano w projektach *joint venture* (City Link I & II 143 lokale o wartości 59,9 mln zł przekazane przez 6M19), w których Spółka posiada 50% udział, i które w rachunku zysków i strat nie kontrybuują do przychodów ze sprzedaży. Ponieważ jednostki *joint venture* są konsolidowane metodą praw własności w rachunku zysków i strat zmiana ich aktywów netto jest pokazywana jako zysk/strata ze wspólnych przedsięwzięć.

Marża brutto na sprzedaży mieszkań wyniosła w 2Q19 16,5% (18,9% w 2Q18), a przez 6M19 17,8% (16,2% przez 6M19), co przełożyło się na zysk brutto na sprzedaży kolejno 12,6 mln zł i 24,5 mln zł. Marża brutto na sprzedaży we wspólnych przedsięwzięciach wyniosła przez 6M19 25,1% co przełożyło się na zysk brutto na sprzedaży wysokości 15 mln zł.

Średnia cena lokali przekazanych przez 6M19 wyniosła 449 tys. zł netto (vs 418 tys. zł netto przez 12M18).

Zysk netto w 2Q19 wyniósł 8,7 mln zł wobec 7,4 mln zł w 2Q18 (+18%). Z kolei przez 6M19 r. zysk netto ukształtował się na poziomie 12,2 mln zł (10,3 mln zł w 6M18.). Projektem, który najmocniej kontrybuował do wyniku przez 6M19 był projekt Miasto Moje, gdzie w ramach I i II etapu przekazano 145 lokali co pozwoliło na wygenerowanie 48,2 mln zł przychodu i 10,7 mln zysku brutto ze sprzedaży przy 22,2% marży.

Bilans (mln zł)	2017	2018	HY19
Aktywa trwałe, w tym:	26,1	71,9	79,0
grunty	0,0	46,2	46,2
Aktywa obrotowe, w tym:	679,7	733,2	786,5
Zapasy	512,1	596,9	648,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	64,9	100,8	96,2
Suma bilansowa	705,8	805,1	865,5
Kapitały własne	342,0	343,5	345,5
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	174,1	191,1	211,6
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu	153,5	153,7	175,7
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych	9,2	30,1	15,4
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	189,7	270,5	308,3
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu	43,8	51,9	22,1
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych	4,8	7,6	0,1
Zaliczki otrzymane	102,2	152,5	178,3
Dług brutto	211,2	243,2	213,2
Dług netto	146,4	142,4	117,1
<i>Dług netto/Kapitały własne</i>	<i>43%</i>	<i>41%</i>	<i>34%</i>
<i>Dług netto/zapasy</i>	<i>36%</i>	<i>32%</i>	<i>25%</i>
<i>Dług netto/EBITDA</i>	<i>3,8</i>	<i>3,1</i>	<i>2,8</i>

Źródło: Dane Spółki

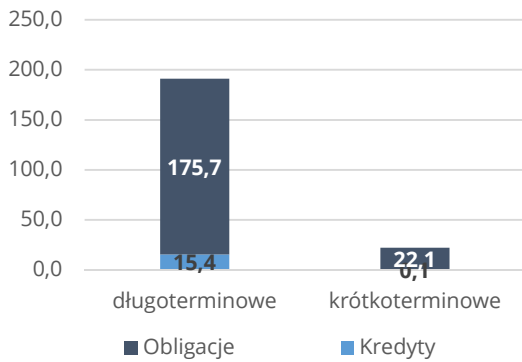
Na koniec 2Q19 suma bilansowa Spółki wyniosła 865,5 mln zł (spadek o 0,2 mln zł względem 1Q19), a kapitały własne wyniosły 345,5 mln zł wobec 346,9 mln zł na koniec poprzedniego kwartału. W 2Q2019 Spółka wypłaciła dywidendę w wysokości 9,8 mln zł.

Na koniec 2Q19 łączny dług brutto wynosił 213,2 mln zł (- 37 mln zł; -15% w porównaniu do 1Q19) z czego 197,7 mln zł stanowiły obligacje, a 15,5 mln zł kredyty bankowe (budowlane). Przy stanie gotówki na poziomie 96,2 mln zł dług netto ukształtował się na poziomie 117,1 mln zł, czyli o 1 mln zł (1%) więcej porównując do końca poprzedniego kwartału.

Na koniec 2Q19 łączne zadłużenie Emitenta z tytułu obligacji wyniosło 197,7 mln zł (z czego 197,3 mln zł to kapitał) w 8 seriach, z czego 7 notowanych na Catalyst. W kwietniu Spółka spłaciła obligacje serii J o wartości nominalnej 15,5 mln zł oraz serii O o wartości 10 mln zł, a w czerwcu obligacji serii K o wartości nominalnej 4,5 mln zł, co obniżyło zadłużenie brutto o 31 mln zł, ale *ceteris paribus* nie miało wpływu na dług netto. W 2Q19 Spółka nie przeprowadziła nowych emisji obligacji. Wcześniej w styczniu 2019 r. Spółka wyemitowała obligacje serii U o wartości nominalnej 32,3 mln zł. Obecnie Spółka posiada stosunkowo równomierną zapadalność obligacji w nadchodzących latach z kumulacją w 2021 roku, kiedy zapadają serie S i R na łączną kwotę 70 mln zł.

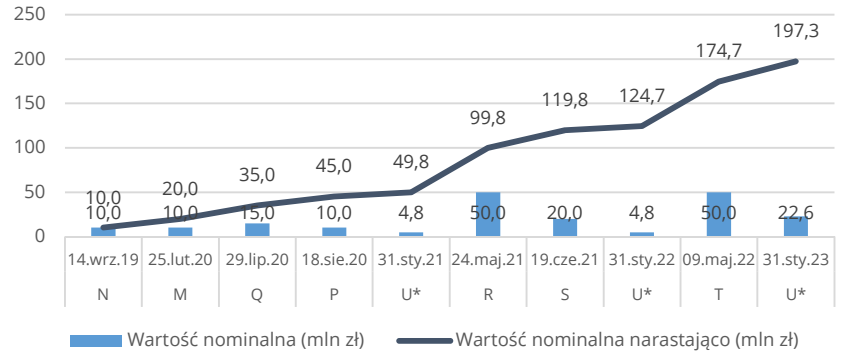
Stosunek długu netto do kapitałów własnych na koniec 2Q19 r. ukształtował się na poziomie 34% wobec 33% na koniec 1Q19 i 80% kowenantu na obligacjach. Z kolei poziom długu netto do zapasów wyniósł 25% wobec 26% na koniec 1Q19 i 60% kowenantu na obligacjach.

Wykres 3: Struktura zadłużenia Spółki wg stanu na 30.06.2019 r. (mln zł)



Źródło: Dane Spółki

Wykres 4: Harmonogram zapadalności obligacji wg stanu na 30.06.2019 r. (mln zł)



*W drugą i trzecią rocznicę emisji serii U dług ma być obowiązkowo amortyzowany, każdorazowo po 15 proc. pierwotnego nominalu.

Źródło: Dane Spółki, Obliczenia własne DM Michael/Ström

Na koniec 2Q19 wartość zaliczek otrzymanych wyniosła 178,3 mln zł co stanowiło 49% wartości mieszkań sprzedanych i nieprzekazanych (365,5 mln zł). Wartość ta była wyższa od zaraportowanej na koniec 1Q19 o 10 p.p. gdy zaliczki stanowiły 39% wartości mieszkań sprzedanych i nieprzekazanych.

Potencjał do generowania gotówki

Według naszych szacunków, gdyby Spółka zrealizowała wszystkie możliwe projekty (wraz z bankiem ziemi, bez opcji kupna kolejnych etapów Nova Królikarnia) Ronson jest w stanie wygenerować 669 mln zł przepływów pieniężnych netto. Kwota ta uwzględnia szacowane przychody ze sprzedaży lokali oraz oczekiwane nakłady na budowę lokali. Dodatkowo, wartość ta bierze pod uwagę otrzymane przedpłaty, zobowiązania wobec GW, a także należności od klientów.

W ramach projektów gotowych oraz w trakcie realizacji, Ronson jest w stanie wygenerować według naszych szacunków 312 mln zł. Ostatni z tych projektów ma zostać ukończony w 1Q21. Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości tych szacunków na nasze założenia ceny sprzedaży mkw (oś pozioma) w poszczególnych projektach, oraz % sprzedanych mieszkań (oś pionowa). W naszej symulacji zakładamy, że niezależnie od poziomu sprzedaży wszystkie projekty zostają zrealizowane.

Biorąc pod uwagę, że na koniec 2Q19 zadłużenie brutto wynosi 213,2 mln zł, a stan gotówki 96,1 mln zł; roczne koszty działalności operacyjnej ok. 25 mln zł; a Spółka wypłacałaby 10 mln zł dywidendy rocznie – to wystarczyłoby, aby Spółka sprzedała ok. 66% lokali będących obecnie w ofercie i w budowie, aby spłacić całość zadłużenia finansowego.

Tabela 1: Wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto z projektów obecnie znajdujących się w ofercie Spółki na zmianę założeń M/S (mln zł)

		Odchylenie zakładanych cen sprzedaży				
		80%	90%	100%	110%	120%
Sprzedaż mieszkań	100%	240	276	312	348	384
	95%	226	260	294	328	363
	90%	211	244	276	309	341
	85%	197	227	258	289	319
	80%	182	211	240	269	298
	75%	168	195	222	249	276
	70%	154	179	204	229	254
	65%	139	163	186	209	233
	60%	125	146	168	190	211
	55%	110	130	150	170	190
50%	96	114	132	150	168	

Źródło: DM Michael/Ström

Tabela 2: Wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto z wszystkich projektów posiadanych przez Spółkę na zmianę założeń M/S (mln zł)

		Odchylenie zakładanych cen sprzedaży				
		80%	90%	100%	110%	120%
Sprzedaż mieszkań	100%	227	448	669	889	1110
	95%	139	349	558	768	978
	90%	51	249	448	646	845
	85%	-38	150	337	525	713
	80%	-126	51	227	404	580
	75%	-214	-49	117	282	448
	70%	-303	-148	6	161	315
	65%	-391	-247	-104	40	183
	60%	-479	-347	-214	-82	51
	55%	-567	-446	-325	-203	-82
50%	-656	-545	-435	-325	-214	

Źródło: DM Michael/Ström

Zwracamy uwagę, że Spółka posiada duży bank ziemi i nasze szacunki przepływów zakładają realizację wszystkich projektów w banku ziemi, co przy obecnym tempie zajęłoby ponad 6 lat, a warunki rynkowe w tym czasie mogą ulec zmianie. Uważamy, że w obliczu faktu, iż Spółka nie będzie realizowała wszystkich projektów jednocześnie, najgorsze scenariusze przedstawione w analizie wrażliwości są mało prawdopodobne do spełnienia.

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 27.08.2019

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 detalicznych 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 2019 r. poz.1145 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 więź 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 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 powiązany 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