

## Marvipol Development S.A.

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy, w której jednostką dominującą jest Marvipol Development S.A. (Spółka), po wynikach za 3Q21 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Z przeprowadzonej analizy wynika, że w przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań po założonych przez nas cenach Spółka powinna być w stanie wygenerować 1 016 mln zł przepływów pieniężnych netto do końca 2025 r. Aby spłacić w terminie zobowiązania, pokryć koszty funkcjonowania i wypłacić dywidendę, Spółka przy naszych założeniach, musiałaby sprzedać ok. 77% niesprzedanych jeszcze mieszkań (przy założeniu że zostaną ukończone wszystkie potencjalne projekty). Obliczenia nie uwzględniają podatków oraz ewentualnych zakupów nowych gruntów.
- Szacujemy ponadto, że Spółka będzie w stanie wygenerować dodatkowo 254 mln zł gotówki na realizowanych projektach magazynowych. Po uwzględnieniu segmentu magazynowego, wystarczyłoby aby Spółka sprzedała ok. 65% mieszkań.
- Na koniec 3Q21 Spółka posiadała w ofercie 270 lokali, natomiast liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych wyniosła 996. Zgodnie z harmonogramem, w 4Q21 rozpoczęto przekazywanie lokali we flagowym projekcie Spółki – Unique Tower (proces przekazania podzielony jest na 4Q21 i 1Q22). Zgodnie z założeniami Spółki w 2022 roku do oferty może trafić 2202 lokali (planowane rozpoczęcie budowy części inwestycji zostało przesunięte o jeden kwartał), z czego ponad 1000 w jego pierwszym kwartale. Spółka posiada bank ziemi, który pozwala na rozpoczęcie budowy blisko 2900 mieszkań w horyzoncie następnych dwóch lat oraz 558 lokali w segmencie pozostałe aktywa nieruchomościowe.
- Dług netto grupy na koniec IIIQ wyniósł 176 mln zł i implikował stosunek zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 0,30x wobec kowenantu na poziomie 1,0x.
- Główną formą finansowania dłużnego działania Spółki są obligacje, które odpowiadają za 83% długu brutto. W listopadzie KNF zatwierdził prospekt emisyjny obligacji o łącznej wartości 70 mln zł. Harmonogram wykupu obligacji w naszej ocenie nie niesie za sobą istotnych ryzyk płynnościowych, jednorazowy istotny wykup (116 mln zł) przypada dopiero na 2H24. Przed zapadalnością obligacji Spółka będzie uwalniać gotówkę z realizacji projektów – do końca 2024 roku Spółka ma zamiar ukończyć projekty mieszkaniowe na łącznie ok. 3000 lokali.
- Spółka, przy współpracy z Panattoni, realizuje aktualnie 6 projektów magazynowych. Docelowe zaangażowanie kapitałowe Marvipolu w segment magazynowy wynosi 200 mln zł (na dzień 25.11.2021 r. było to 183,2 mln zł).
- W 2021 r., do dnia sporządzenia raportu, Spółka wydała na zakup gruntów ok. 205 mln zł. W kolejnych latach Spółka planuje przeznaczać na zakup gruntów ok. 100 mln rocznie.

### PROFIL SPÓŁKI:

Deweloper realizujący projekty mieszkaniowe głównie w Warszawie. Spółka inwestuje również w projekty magazynowe na terenie całej Polski.

### Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
W	13,2	5,21
Y	30	6,02
AA; AB; Z	37	6,40
AC	78	6,95
AD	116	6,89
Suma	274,2	

## Opis Spółki

Marvipol Development S.A. – w następstwie podziału Marvipol S.A. – z dniem 1 grudnia 2017 r. przejęła działalność deweloperską prowadzoną przez Marvipol S.A.

Marvipol S.A. rozpoczął działalność w 1996 r. od świadczenia usług związanych ze wstępnymi pracami deweloperskimi. W 2000 r. Spółka rozszerzyła swoją działalność i zaczęła realizować pełne projekty deweloperskie o charakterze mieszkaniowym. Od 2015 r. Marvipol realizował również projekty magazynowe. Od początku działalności Spółka zrealizowała 52 projekty deweloperskie o łącznej powierzchni użytkowej wynoszącej 1 029 tys m<sup>2</sup>.

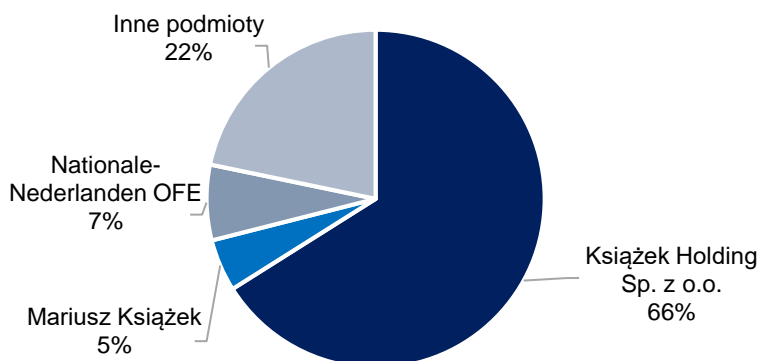
Marvipol Development S.A. jest jednym z wiodących polskich deweloperów, Spółka prowadzi działalność - za pośrednictwem spółek celowych – w dwóch podstawowych segmentach: mieszkaniowym, w ramach którego realizuje projekty budownictwa wielorodzinnego, oraz magazynowym (wspólnie z partnerem JV), inwestując w budowę i komercjalizację, a następnie sprzedając skomercjalizowane projekty.

Podstawowym rynkiem prowadzenia działalności w segmencie mieszkaniowym jest Warszawa, od 2017 r. Spółka jest obecna również w Gdańsku oraz w tym roku planuje rozpoczęcie budowy pierwszego projektu we Wrocławiu. Spółka planuje rozwój w tych trzech miastach, nie rozważa na ten moment inwestycji mieszkaniowych w innych lokalizacjach.

Akcje Spółki pojawiły się w obrocie giełdowym w grudniu 2017 r. (po dokonanych podziale), jednak Spółka Marvipol S.A. była notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie już od 2008 r., a w 2010 r. jej obligacje zadebiutowały na rynku Catalyst.

Głównym akcjonariuszem Spółki jest Mariusz Książek, który posiada ok. 71% akcji Spółki (w tym ok. 66% pośrednio poprzez Spółkę Książek Holding sp. z o.o.)

Wykres: Struktura akcjonariatu Marvipol Development S.A.

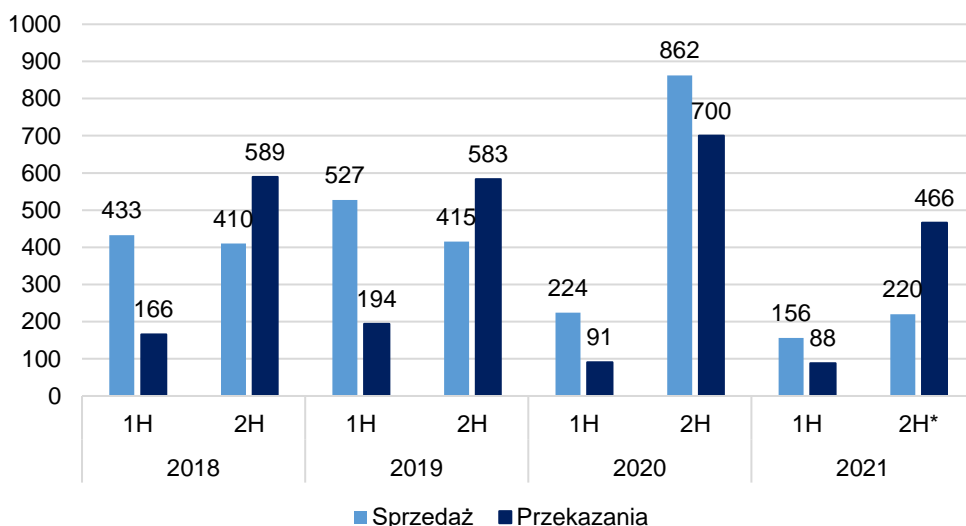


Źródło: Dane Spółki

## Projekty mieszkaniowe

Projekty mieszkaniowe stanowią trzon działalności Marvipolu. Podstawowym rynkiem działalności Spółki w segmencie deweloperskim była i pozostaje Warszawa. Spółka w ostatnich latach rozwija się również geograficznie i prowadzi projekty w Gdańsku oraz zamierza rozpocząć we Wrocławiu. Strategia Spółki w sektorze deweloperskim zakłada stopniowy organiczny wzrost, zarówno poprzez kilkietapowe inwestycje mieszkaniowe oraz inwestycje z segmentu premium. Celem strategicznym Spółki jest utrzymanie rocznej sprzedaży mieszkań na poziomie 1000, jednak biorąc pod uwagę aktualny stan posiadania gruntów i trudności z pozyskiwaniem nowych atrakcyjnych lokalizacji, sprzedaż w kolejnych latach powinna wynieść ok. 600-700 mieszkań rocznie.

Wykres: Historyczna sprzedaż i przekazania lokali Marvipol Development S.A.



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

\*na podstawie raportu bieżącego – wstępna informacja o sprzedaży w IV kwartale 2021 r.

W 8 projektach, które są na różnych etapach realizacji budowane jest 1170 lokali. W tej grupie 80% lokali zostało sprzedane w poprzednich okresach, w tym blisko 700 lokali obecnie będących w budowie - do grupy Heimstaden w ramach pakietowej sprzedaży mieszkań w 2020 roku. Ten 80 procentowy udział sprzedanych lokali w budowanych inwestycjach przełożył się i będzie się jeszcze przez jakiś czas przekładał na mniejszą niż w poprzednich okresach ofertę i co za tym idzie sprzedaż. W skutek tego w 3Q21 Spółka sprzedała 89, a w 4Q21 131 mieszkań i lokali usługowych (raport bieżący na temat sprzedaży w 4Q21). W całym 2020 roku było to 1086 sprzedanych mieszkań (w tym opisana wyżej pakietowa sprzedaż mieszkań). W 2021 r. oczekiwany jest mniejszy wolumen sprzedaży, spowodowany zdecydowanie niższą ofertą mieszkań. Oferta mieszkań na koniec 3Q21 wyniosła 270 lokali. Ograniczona oferta związana jest z wyprzedzeniem mieszkań w dotychczas prowadzonych inwestycjach oraz harmonogramem wprowadzania inwestycji do sprzedaży. W 3Q21 do sprzedaży trafiły mieszkania w inwestycji Apartamenty Zielony Natolin (68 lokali). Oferta na koniec 3Q21 wzrosła względem końca roku (4Q20 - 189 lokali).

Spółka planuje sukcesywnie powiększać ofertę lokali. Względem poprzedniego raportu M/S DM nieznacznie uległy zmianie planowane terminy rozpoczęcia budowy części inwestycji. Zgodnie z aktualnymi założeniami Spółki w 2022 roku do oferty może trafić 2202 lokali, z czego ponad 1000 w jego pierwszym kwartale, w związku z czym oferta mieszkań znacząco się odbuduje, a tym samym sprzedaż w 1H22 powinna istotnie wzrosnąć względem 2021 roku.

Tabela: Projekty mieszkaniowe w realizacji i planowane (stan na dzień 30.09.2021 r.)

	Projekt	Planowane rozpoczęcie budowy	Planowane ukończenie budowy	Liczba lokali w projekcie	PUM lokali w projekcie (tys. m <sup>2</sup> )	Liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych	lokale niesprzedane
OFERTA	Rotunda Dynasy i lokale z ukończonych inwestycji					74	47
	Unique Tower **		4Q21	190	12,1	164	26
	Moko Botanika 1		1Q22	193	9,4	193	0
	Kłopotowskiego No 11		2Q22	75	4,0	70	5
	Moko Botanika 2		3Q22	290	14,8	290	0
	Rotunda Dynasy		4Q22	25	3,1	*	*
	Lazurova Concept		1Q23	235	12,6	92	143
	Studio Okęcie		1Q23	94	3,6	94	0
	Apartamenty Zielony Natolin		2Q23	68	3,1	19	49
<b>RAZEM OFERTA</b>						<b>996</b>	<b>270</b>
BANK ZIEMI	Gdańsk Chmielna	1Q22	1Q24	319	12,1	0	319
	Włochy I etap	1Q22	1Q24	372	17,5	0	372
	Wrocław 1	1Q22	4Q23	134	6,4	0	134
	Gdańsk Olszynka	1Q22	1Q24	72	6,8	0	72
	Białoleka 2 I etap	1Q22	4Q23	160	7,8	0	160
	Białoleka 1	2Q22	1Q24	216	10,0	0	216
	Bielany 2	3Q22	2Q24	93	4,7	0	93
	Bielany 1	3Q22	1Q24	48	9,4	0	48
	Ochota	3Q22	3Q25	503	24,3	0	503
	Włochy II etap	4Q22	4Q24	285	13,5	0	285
	Białoleka 2 II etap	1Q23	4Q24	127	6,2	0	127
	Wrocław 2	1Q23	1Q25	250	13,0	0	250
	Ursynów 2	2Q23	2Q25	61	3,1	0	61
	Białoleka 3	2Q23	1Q25	156	7,0	0	156
	Bielany 3	2Q23	2Q25	75	4,0	0	75
	Praga Południe	1Q26	4Q27	50	3,5	0	50
	<b>RAZEM BANK ZIEMI</b>			<b>2 921</b>	<b>149</b>	<b>0</b>	<b>2 921</b>

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

\* uwzględniono w „Rotunda Dynasy i lokale z ukończonych inwestycji”

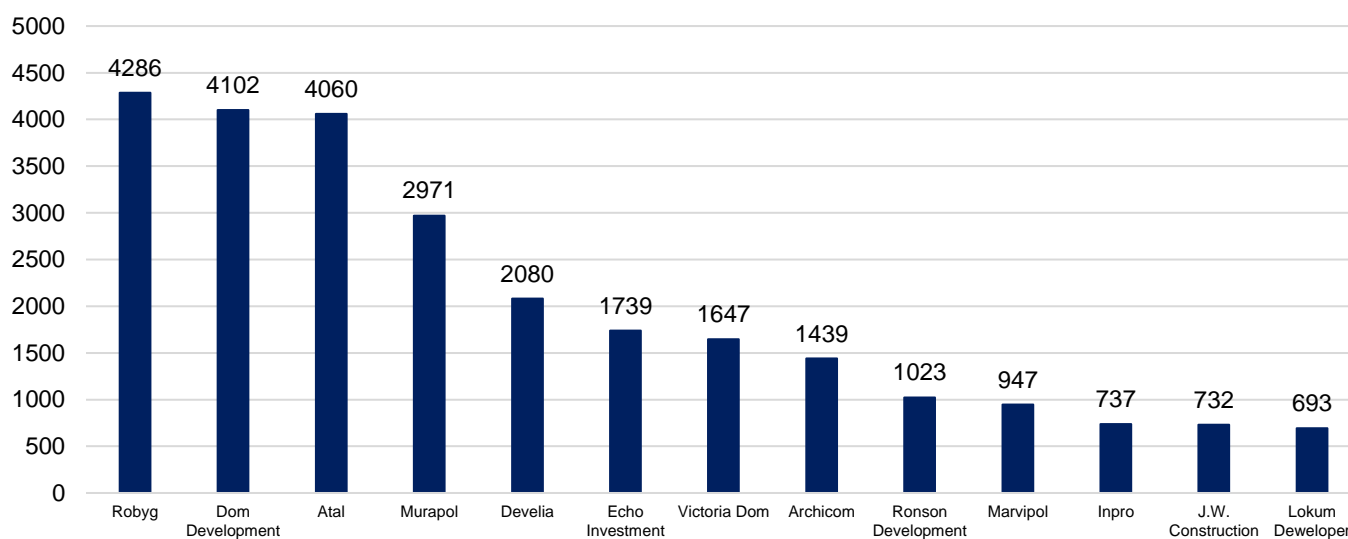
\*\* część mieszkaniowa i usługowa (bez części inwestycyjnej)

Na koniec 3Q21 Spółka posiadała 996 sprzedanych, a nieprzekazanych lokali. Wszystkie sprzedane do tej pory mieszkania planowane są do przekazania w przeciągu niecałych 2 lat.

Spółka posiada bank ziemi, który pozwala na rozpoczęcie budowy 2871 lokali w horyzoncie następnych dwóch lat. Marvipol Development planuje powiększać bank ziemi i wydawać rocznie ok. 100 mln zł na zakupy nowych gruntów. W 2020 r. Spółka przeznaczyła na ten cel ok. 133 mln zł, natomiast w 2021 r. jest to już 205 mln zł.

W przekazywanych danych widoczny jest istotny wzrost cen lokalizacji pod projekty mieszkaniowe i ich ograniczona dostępność. Udział kosztu gruntu w największej inwestycji w bank ziemi w bieżącym roku (Ochota), gdzie mają powstać budynki o łącznej powierzchni użytkowej 24,3 tys. m<sup>2</sup>, wynosi 3,8 tys. zł/m<sup>2</sup> PU. Średnia cena płacona za m<sup>2</sup> PU w roku 2021 wyniosła 2,7 tys. zł. Koszt aktualnie nabywanych gruntów jest wyższy od średniej z lat poprzednich, należy jednak mieć na uwadze aktualne uwarunkowania rynkowe i coraz większe trudności deweloperów z pozyskiwaniem gruntów. Do tego dochodzi presja cenowa ze strony generalnych wykonawców. Z drugiej strony zwiększające koszty działalności stanowią podstawę wzrostu cen sprzedaży lokali, co zdaniem Spółki powinno wpływać stabilizująco na poziom marż deweloperów mieszkaniowych.

Wykres: Sprzedaż deweloperów w ostatnich 12 miesiącach (4Q20-3Q21)\*



Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe, raporty spółek, obliczenia własne DM Michael/Ström  
\*dla J.W. Construction za okres 2H20-1H21

Pod względem liczby sprzedanych mieszkań w ciągu ostatnich 12 miesięcy Marvipol plasuje się w pierwszej dziesiątce deweloperów w Polsce. Należy jednak zauważyć, że Spółka, co odróżnia ją od konkurencji, w tym okresie dokonała sprzedaży całego pakietu mieszkań, który obejmował inwestycje Moko Botanika, Studio Okęcie, oraz część Unique Tower. Łącznie transakcja obejmowała prawie 700 mieszkań, a kupującym był potentat z rynku najmu instytucjonalnego (PRS) – Heimstaden Boastad. Spółka nie wyklucza dalszych transakcji z podmiotami z rynku PRS w przypadku jeżeli warunki transakcji będą satysfakcjonujące. Zdaniem Spółki rynek najmu instytucjonalnego w Polsce będzie się dynamicznie rozwijał w kolejnych latach i przyciągał coraz większą liczbę inwestorów, przede wszystkim z krajów o mocno rozwiniętym segmencie najmu (np. Niemcy).

## Pozostałe aktywa nieruchomościowe

Spółka począwszy od sprawozdania za 2020 r. postanowiła wyodrębnić segment pozostałych aktywów nieruchomościowych. Do segmentu przypisane zostały aktywa zaliczane do tej pory do segmentu deweloperskiego, o odmiennym przeznaczeniu niż klasyczne budownictwo mieszkaniowe.

Tabela: Projekty zaliczone do segmentu „Pozostałe aktywa nieruchomościowe”

Projekt	PUM/PUU (tys. m2)	Liczba lokali	Opis
Unique Tower, część inwestycyjna	11,7	318	Projekt w budowie, komercjalizowany w ramach konceptu Unique Apartments
Gdańsk Grunwaldzka	9,9	-	Rozważana realizacja projektu condohotelowego, hotelowego lub sprzedaż nieruchomości
Kołobrzeg	10,8	-	Rozważana realizacja projektu condohotelowego lub sprzedaż nieruchomości
<b>Razem</b>	<b>32,4</b>		

Źródło: Dane Spółki

Jedynym aktualnie realizowanym projektem w tym segmencie jest część inwestycyjna Unique Tower pod nazwą Unique Apartments (Grupa ma prawo również korzystać z marki Royal Tulip Warsaw Apartments). Wydzielona część inwestycji obejmuje 318 lokali, dla których wraz ze sprzedażą zawierane są umowy najmu lub dzierżawy na okres 10 lat. Następnie działalność obejmuje podnajem mieszkań przede wszystkim w systemie krótkoterminowym. Wydania lokali w projekcie Unique Tower rozpoczęły w 4Q21, proces przekazania jest podzielony na 4Q21 i 1Q22. Rozpoczęcie działalności Royal Tulip planowane jest na pierwszą połowę przyszłego roku (2Q). W okresie dzierżawy Spółka oferuje inwestorom czynsz najmu wynoszący rocznie 7% wartości netto lokalu w stanie deweloperskim. Przy założeniu, sprzedaży wszystkich mieszkań, roczny koszt Spółki z tytułu powyższych zobowiązań wyniesie ok. 11-13 mln zł. Na dzień bilansowy Spółka sprzedała 266 lokali (średnia cena za m2 wyniosła ok. 20 tys. zł brutto), a 46 lokali było jeszcze niesprzedanych (1,4 tys. m2 PUM). Zgodnie z przyjętymi zasadami rachunkowości, w momencie wydania lokalu Spółka rozpozna operację jako sprzedaż i leasing zwrotny.

Dla gruntów w Gdańsku oraz Kołobrzegu Spółka rozważa potencjalny sposób ich wykorzystania, gdzie najbardziej prawdopodobnym jest realizacja lokali użytkowych na 23% VAT. Spółka szacuje, że we wskazanych projektach może powstać łącznie ok. 500 lokali.

W związku z zamiarem sprzedaży w przeciągu najbliższych 12 miesięcy gruntu zlokalizowanego w Mikołajkach o wartości 10,093 mln zł, Grupa dokonała reklasyfikacji gruntu do pozycji „Aktywa klasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży”. Spółka po dniu bilansowym, 22 grudnia 2021 r., poinformowała o zawarciu umowy sprzedaży gruntu w Mikołajkach. Wartość transakcji wyniosła 12,75 mln zł netto, co oznacza, że grunt został sprzedany za kwotę wyższą niż bilansowa, co będzie miało pozytywny wpływ na rachunek wyników.

## Projekty magazynowe

Segment jest rozwijany w ramach Grupy Kapitałowej od 2015 r. Projekty magazynowe są realizowane w formie przedsięwzięć wspólnych (JV – joint ventures) wraz z Panattoni Europe – deweloperem będącym liderem rynku powierzchni magazynowych w Polsce. Marvipol w projektach jest inwestorem finansowym (przede wszystkim udziela pożyczek do JV, które finansują zakup gruntów oraz początkowe prace budowlane). Budowa magazynu finansowana jest następnie poprzez kredyty bankowe udzielane spółce celowej. Panattoni natomiast jest deweloperem odpowiedzialnym za budowę, organizację i koordynację działań oraz komercjalizację nieruchomości. Docelowo Marvipol obejmuje 68% udziałów w spółce (zysk dzielony jest proporcjonalnie do udziałów).

Dotychczas magazyny budowane były w większości w okolicach Warszawy, jednak Grupa prowadzi projekty w tym segmencie również w innych lokalizacjach na terenie całego kraju.

Tabela: Projekty magazynowe realizowane przez JV Marvipol-Panattoni (stan na dzień 25.11.2021 r.)

Projekt	Status	Udział Marvipolu	Udzielone pożyczki	GLA (tys. m2)	Data zakończenia budowy	Budowa	Komercjalizacja	Kredyt budowlany*
Warszawa - Konotopa IV (IC 130)****	Przedwstępnie sprzedany	41%	26,8	58	2021 r.	100%	88%	70%
Warszawa IV (IC 112)	Przedwstępnie sprzedany	68%	16,4	9	2021 r.	100%	55%	65%
Warszawa III (IC 135)	W budowie	50%	26,3	41	III kw. 2022 r.	5%	0%	65%
Wrocław II (IC 149)	W budowie	68%	19,1	19	II kw. 2022 r.	60%	24%	70%
Katowice (Zynwalin)	W budowie	100%**	48,8	39	III kw. 2022 r.	0%	0%	0%
Poznań (IC 195)	W budowie	100%***	30,8	67	I kw. 2023 r.	0%	0%	0%
Łódź (IC 187)	W budowie	68%	15	20	I kw. 2023 r.	0%	0%	0%

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

\* procentowy udział kredytów bankowych w finansowaniu inwestycji

\*\* docelowo 68%

\*\*\* docelowo 44,95%

\*\*\*\* 23 grudnia 2021 r. zawarto przyrzeczoną umowę sprzedaży nieruchomości. Cena sprzedaży Nieruchomości wynosi 50.434.835,98 EUR netto, powiększona o należny podatek od towarów i usług.

Według stanu na 25.11.2021 r. Spółka realizowała 7 projektów magazynowych, z czego 2 były przedwstępnie sprzedane, a pozostałe były w fazie budowy. Łączna wartość zaangażowanych środków wyniosła 183,2 mln zł.

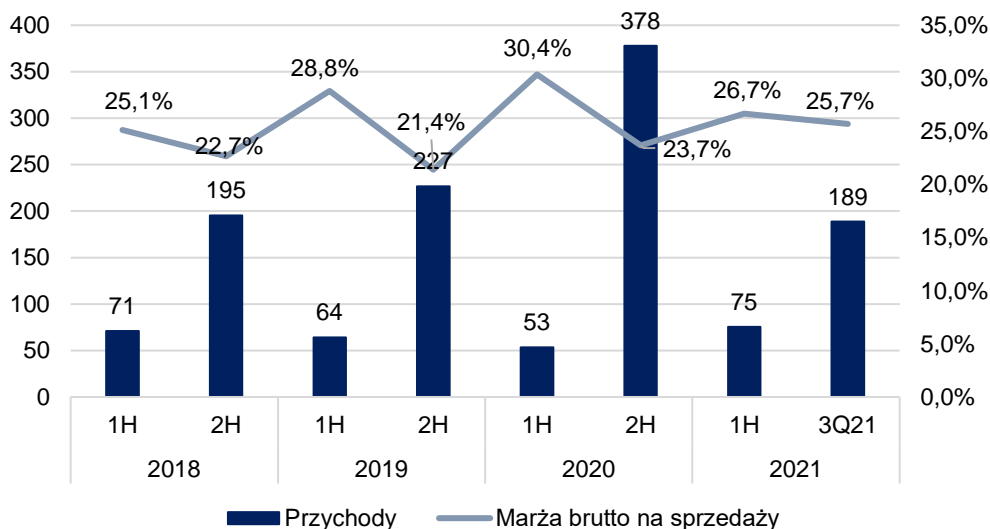
We wrześniu Spółka poinformowała o zawarciu przyrzeczonej umowy sprzedaży magazynu we Wrocławiu za łączną kwotę 18,29 mln EUR netto oraz o rozpoczęciu kolejnego projektu magazynowego, tym razem w okolicach Łodzi – w ramach tego projektu Marvipol Development udzieli początkowej pożyczki do JV w wysokości niespełna 5 mln EUR.

23 grudnia 2021 r. Spółka zawarła przyrzeczoną umowę sprzedaży nieruchomości Warszawa – Konotopa IV (IC 130). Cena sprzedaży Nieruchomości wyniosła 50 mln EUR netto.

Średni historyczny czas trwania inwestycji wynosi ok. 2-2,5 roku (od momentu zaangażowania środków do ostatecznej sprzedaży projektu), strategia Spółki zakłada dalszą koncentrację na projektach, których cykl inwestycji będzie nie dłuższy niż 2 lata. Spółka docelowo planuje utrzymywać zaangażowanie finansowe w portfel projektów magazynowych na poziomie ok. 200 mln zł.

## Realizowane marże

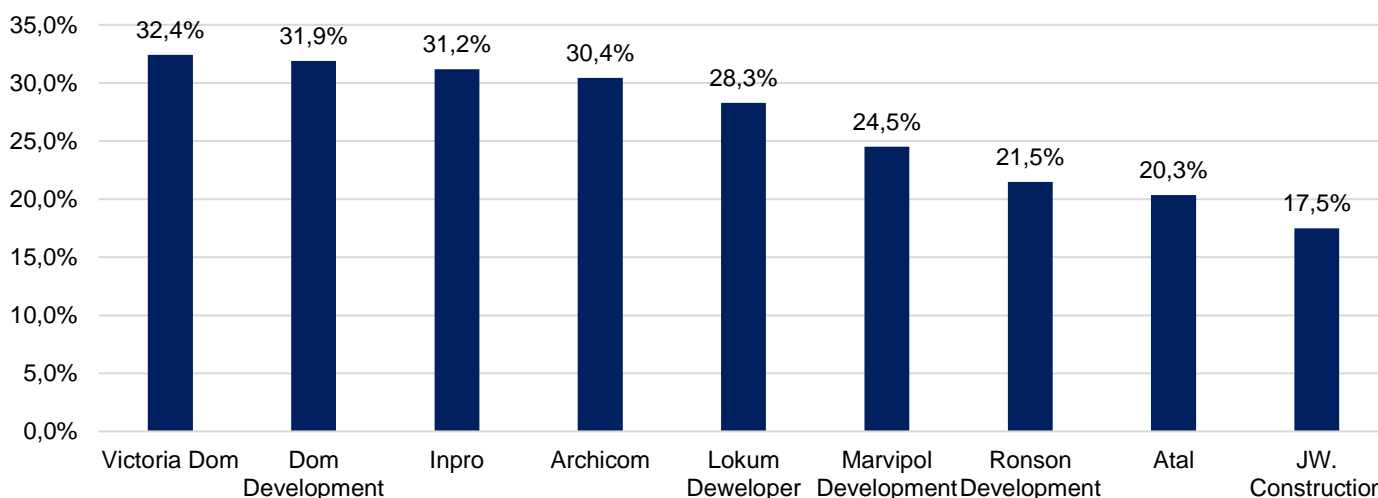
Wykres: Przychody (mln zł) i realizowana marża brutto na sprzedaży Marvipol Development S.A.



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Przychody ze sprzedaży w 3Q 2021 wyniosły 189 mln zł (przekazano 265 lokali). Spółka historycznie dokonywała przekazania zakończonych inwestycji w 2. połowie roku (przychody ujmowane są po przekazaniu mieszkania), przez co wyniki finansowe w 2H były istotnie wyższe niż te uzyskane do końca 1H. W 4Q21 rozpoczęto przekazywanie lokali we flagowej inwestycji Spółki – Unique Tower (proces przekazania jest podzielony na 4Q21 i 1Q22) co będzie miało istotny wpływ na wyniki finansowe jeszcze w 2021 roku. Zgodnie z raportem bieżącym na temat sprzedaży w IV kwartale 2021 Marvipol przekazał 201 lokali, co daje narastająco od stycznia 2021 r. 554 lokale, co jest zgodne ze wcześniejszymi założeniami Spółki. Aktualnie trwają wydania w inwestycjach: W Apartments, Dwie Motławy, Unique Tower. W 3Q21 marża brutto na sprzedaży wyniosła 25,7%, Spółka wykazała wysoki wynik EBIT, który wyniósł 40,6 mln zł. Zysk netto Grupy w 3Q21 wyniósł 35 mln zł.

Wykres: Marża brutto na sprzedaży wśród deweloperów w 2020 r.



Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne DM Michael/Ström



Działalność deweloperska cechuje się wysoką rentownością sprzedaży. W ostatnich trzech latach Spółka osiągała marżę brutto na sprzedaży na podobnym poziomie ok. 24%, co w 2020 r. było wynikiem w pobliżu średniej dla spółek porównywalnych.

Koszty SG&A w 3Q21 wyniosły 9,7 mln zł, a w całym 2020 r. 47 mln zł (udział kosztów SG&A w przychodach wyniósł 10,9%)

W 2020 r. Spółka przyjęła politykę dywidendową obejmującą lata 2020-2023, w ramach której zarząd ma rekomendować WZA systematyczną wypłatę dywidendy, przy czym dywidenda za rok 2020 miała obejmować 20% skonsolidowanego zysku i w każdym roku ma rosnąć o kolejne 10%, by za rok 2023 osiągnąć kwotę stanowiącą 50% skonsolidowanego zysku. WZA w czerwcu 2021 jednorazowo odstąpiło od stosowania postanowień polityki dywidendowej i z zysku za 2020 r., który wyniósł 80,4 mln, Spółka wypłaciła akcjonariuszom 39,57 mln zł dywidendy, co stanowiło 49,1% skonsolidowanego zysku Grupy za 2020 r.

## Potencjał do generowania gotówki

### Segment mieszkaniowy

Tabela poniżej przedstawia analizę wrażliwości oczekiwanych przepływów pieniężnych na:

- (i) ceny mieszkań realizowane przez Spółkę w przyszłości (scenariusz bazowy stanowią średnie ceny mieszkań na realizowanych dotychczasowo inwestycjach i nasze założenia dla inwestycji, dla których nie rozpoczęto jeszcze sprzedaży) dla wszystkich lokali, które na koniec 3Q21 nie były sprzedane,
- (ii) liczbę sprzedanych w przeszłości lokali

Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 3Q21 zostaną w 100% przekazane klientom po zakładanych przez nas cenach. W kalkulacji uwzględniamy wszystkie projekty w realizacji oraz projekty planowane do zakończenia do końca 2025 r., dla których dostępne są parametry pozwalające na określenie potencjalnych przepływów. W modelu uwzględniono cały projekt Unique Tower (część mieszkaniowa i inwestycyjna), lecz nie uwzględniono projektów w Gdańsku i Kołobrzegu, dla których nie został jeszcze określony sposób ich wykorzystania.

Wykres: Wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto z projektów w realizacji i planowanych na zmianę założeń M/S

mln zł	Odchylenie zakładanych cen sprzedaży				
	90%	95%	100%	105%	110%
100%	812	914	1016	1118	1219
95%	721	817	914	1011	1107
90%	629	721	812	904	995
85%	537	624	710	797	884
80%	446	527	609	690	772
75%	354	430	507	583	660
70%	263	334	405	476	548
65%	171	237	303	369	436
60%	79	140	201	263	324
55%	-12	44	100	156	212
50%	-104	-53	-2	49	100

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne 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 ok. 1 015 mln zł gotówki. Kwota ta uwzględnia szacowane przychody ze sprzedaży lokali oraz oczekiwane nakłady na ich budowę, lecz nie uwzględnia podatków. Zakładamy konserwatywne

podejście do realizowanych marż na projektach mieszkaniowych spowodowane presją cenową ze strony generalnych wykonawców, która nie będzie w pełni kompensowana wzrostami cen mieszkań.

Na koniec 3Q21 dług finansowy Spółki wynosił 329 mln zł, a zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe wyniosły 49 mln zł.

Zakładamy, że Spółka będzie ponosić ok. 45 mln zł kosztów SG&A rocznie, co w perspektywie 4,25 roku daje łącznie ok. 198 mln zł. Zakładamy, że Spółka będzie realizowała politykę dywidendową zgodnie z przyjętą uchwałą – dywidenda rośnie do 50% wypracowanego zysku za 2023 r. i następnie utrzyma się na tym poziomie w kolejnym roku. Dla celów analizy przyjmujemy, że zysk netto utrzyma się na poziomie zysku wypracowanego w 2020 r., w związku z czym do końca 2025 r. Spółka przeznaczy na wypłatę dywidendy ok. 136 mln zł.

Zgodnie z powyższym przybliżone wydatki do poniesienia do końca 2025 r. wyniosą ok. 712 mln zł (bez uwzględnienia zakupów nowych gruntów).

Spółka na dzień bilansowy posiadała 153 mln zł środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Po uwzględnieniu tej wartości segment mieszkaniowy musiałby w perspektywie 4,25 roku wygenerować ok. 559 mln zł dodatkowych środków pieniężnych, aby spłacić zobowiązania, pokryć koszty funkcjonowania i wypłacić dywidendę. Oznacza to, że Spółka przy naszych założeniach w scenariuszu bazowym, musiałaby przekazać wszystkie lokale sprzedane i nieprzekazane oraz sprzedać ok. 77% pozostałych lokali w realizowanych i planowanych projektach. Należy jednak zaznaczyć, że inwestycje Spółki są bardzo zróżnicowane pod względem lokalizacji i docelowej grupy klientów (segment premium/osiedla mieszkaniowe), w związku z czym ceny lokali i tempo wyprzedaży oferty mogą się znacząco różnić na poszczególnych projektach.

### **Segment magazynowy**

Według szacunków Marvipolu wewnętrzna stopa zwrotu z inwestycji (IRR) w projektach przedwstępnie sprzedanych wyniesie 20%. Dodatkowo, Spółka jest w trakcie realizacji 5 kolejnych projektów magazynowych, dla których zakładamy IRR na poziomie 17% (założenie ostrożnościowe ze względu na postępującą presję kosztową). Zakładamy ponadto dwuletni czas trwania inwestycji (na podstawie historycznych projektów oraz strategii Spółki).

Potencjalny przepływ gotówki ze sprzedaży realizowanych projektów, przy uwzględnieniu powyższych założeń wynosi 254 mln zł (bez uwzględnienia podatków).

Z uwzględnieniem szacowanych przepływów z segmentu magazynowego, wystarczyłoby, aby Spółka sprzedała ok. 65% z potencjału sprzedażowego (segment mieszkaniowy), aby spłacić wszystkie zobowiązania i pokryć koszty.

### **Analiza bilansu**

Na koniec 3Q 2021 r. suma bilansowa wyniosła 1 491 mln zł, wobec 1 314 mln zł na koniec 2020 r. i 1 275 mln zł na koniec 2019 r. Na wzrost sumy aktywów największy wpływ ma rosnąca pozycja zapasów (zakup gruntów pod nowe projekty oraz postęp prac w ramach realizowanych inwestycji), co pokazuje stopniowy wzrost skali działalności w zakresie projektów deweloperskich w ostatnich latach.

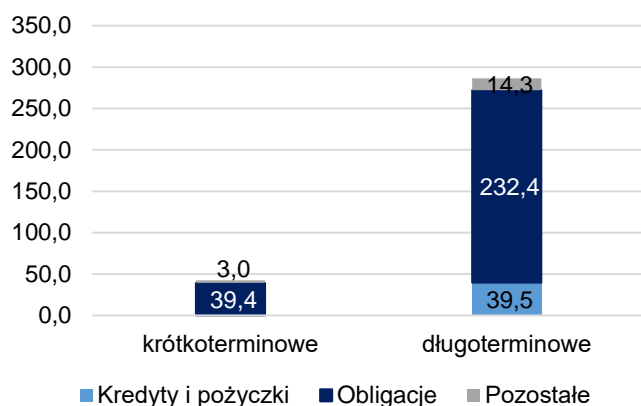
Głównym składnikiem aktywów są zapasy, które na koniec 3Q 2021 r. wyniosły 973 mln zł i stanowiły 65% sumy bilansowej. W wartości zapasów ujmowana jest przede wszystkim produkcja niezakończona (aktualnie realizowane inwestycje wraz z gruntami), w której najistotniejszy udział ma inwestycja Unique Tower. Spółka wykazuje również wysokie saldo środków pieniężnych, które na koniec 3Q21 wyniosło 153 mln zł (z uwzględnieniem środków na MRP). Istotną pozycją aktywów są także długoterminowe aktywa finansowe (122 mln zł), które to związane są z drugim z segmentów działalności Spółki – segmentem magazynowym. W tej pozycji odzwierciedlane są udzielone pożyczki do spółek celowych (jednostek współkontrolowanych), które pozwalają na realizację danego projektu magazynowego.

Pasywa Spółki na koniec 3Q21 składały się w 39% z kapitałów własnych (581 mln zł), oraz w 61% z zobowiązań (910 mln zł). Kapitał własny wzrósł względem końca 2020 r. o ok. 25 mln zł (głównie za sprawą osiągniętych dobrych wyników finansowych). Zobowiązania długoterminowe na dzień 30.09.2021 r. wyniosły 318 mln zł, w tym obligacje stanowiły 232 mln zł, 40 mln zł kredyty i pożyczki oraz 14 mln zł leasing. 9 mln zł stanowiły pozostałe zobowiązania długoterminowe, które obejmują zobowiązania z tytułu kaucji zatrzymanych od generalnych wykonawców. Wartość zobowiązań

krótkoterminowych wyniosła 592 mln zł, z czego zadłużenie finansowe to tylko 42 mln zł. Zobowiązania z tytułu dostaw i usług wynosiły 41 mln zł. Główną pozycją zobowiązań krótkoterminowych są przychody przyszłych okresów, które odzwierciedlają wpłacone zaliczki od kontrahentów z tytułu zakupu mieszkań i lokali usługowych, wynoszące na koniec 3Q21 472 mln zł. Można zauważyć, że bieżące wpłaty od klientów stanowią istotne źródło finansowania realizowanych inwestycji. Przychody przyszłych okresów wzrosły względem początku roku o 176 mln zł, co związane jest z terminem realizacji największych inwestycji dewelopera oraz wpłaconą zaliczką od Heimstaden Bostad (129 mln zł).

## Zadłużenie

Wykres: Struktura rodzajowa i terminowa zadłużenia finansowego Marvipol Development S.A. na dzień 30.09.2021 r.



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Tabela: Charakterystyka kredytów Marvipol Development (stan na dzień 30.09.2021 r.)

Kredytodawca	Data zawarcia	Przyznana kwota kredytu	Kwota zadłużenia kredytu	Termin spłaty
mBank S.A.	17.07.2006	7 500	-	30.12.2021
Bank Millennium S.A.	08.11.2010	10 000	-	29.06.2022
mBank S.A.	05.11.2018	55 000	-	30.12.2022
Bank Ochrony Środowiska S.A.	26.03.2021	50 000	-	31.07.2022
Bank Millennium S.A.	07.07.2021	35 000	424	26.07.2023
PKO BP S.A.	19.07.2021	74 000	3 539	31.03.2024
PKO BP S.A.	19.07.2021	3 000	246	31.03.2024
Alior Bank S.A.	31.05.2021	122 378	-	31.05.2024
Alior Bank S.A.	31.05.2021	30 000	28 589	31.05.2024
Alior Bank S.A.	31.05.2021	4 000	-	31.05.2024
<b>Razem</b>		<b>390 878</b>	<b>32 798</b>	

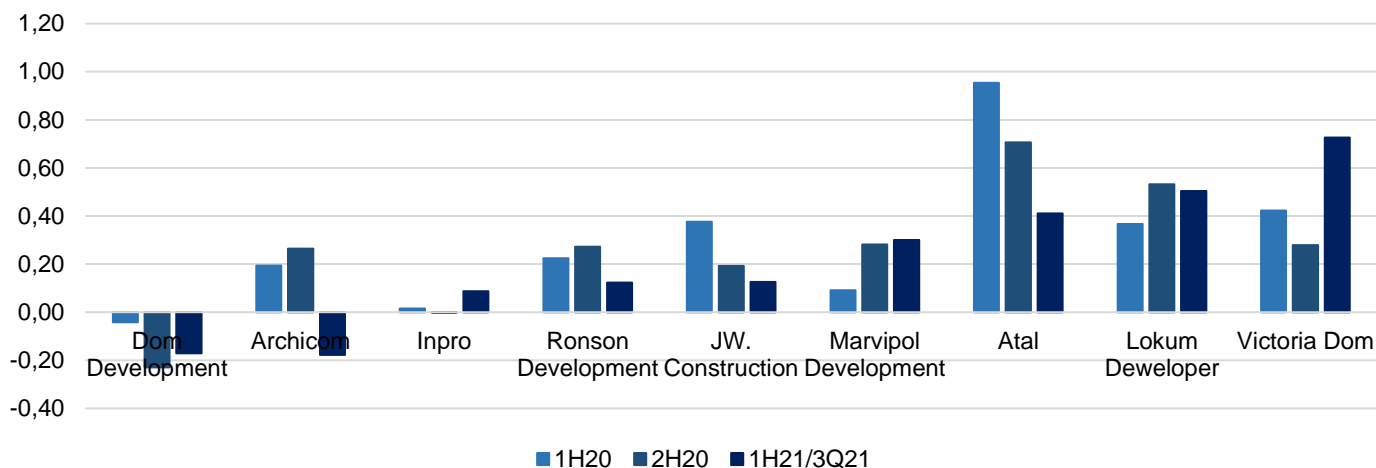
Źródło: Dane Spółki

Zadłużenie finansowe na koniec czerwca wyniosło 329 mln zł i było o 20 mln zł niższe względem końca 2020 r. Spółka w znacznym stopniu zmniejszyła saldo kredytów i pożyczek (-68 mln zł), ponadto pozyskała z emisji obligacji 110 mln zł netto, oraz dokonała wykupu obligacji o wartości 66 mln zł. Główną formą finansowania działalności Spółki są obligacje, które odpowiadały za 83% długu brutto (272 mln zł). Kredyty i pożyczki na 30.09.2021 r. wynosiły 40 mln zł, a zobowiązania leasingowe (związane głównie z zawartymi umowami najmu biura) 16 mln zł.

Spółka planuje utrzymać podobną strukturę finansowania w kolejnych latach. W czerwcu Spółka ustaliła pierwszy publiczny program emisji niezabezpieczonych obligacji o łącznej wartości do 70 mln zł. W listopadzie prospekt emisyjny został zatwierdzony przez KNF, w związku z czym w niedługim czasie powinno dojść do publicznej emisji obligacji. Nowo wyemitowane obligacje mają zostać wykorzystane przede wszystkim na refinansowanie obecnego długu, a ewentualna nadwyżka ma zostać przeznaczona na działalność operacyjną. Celem strategicznym jest utrzymanie wskaźnika DN/KW na poziomie niższym niż 0,8x.

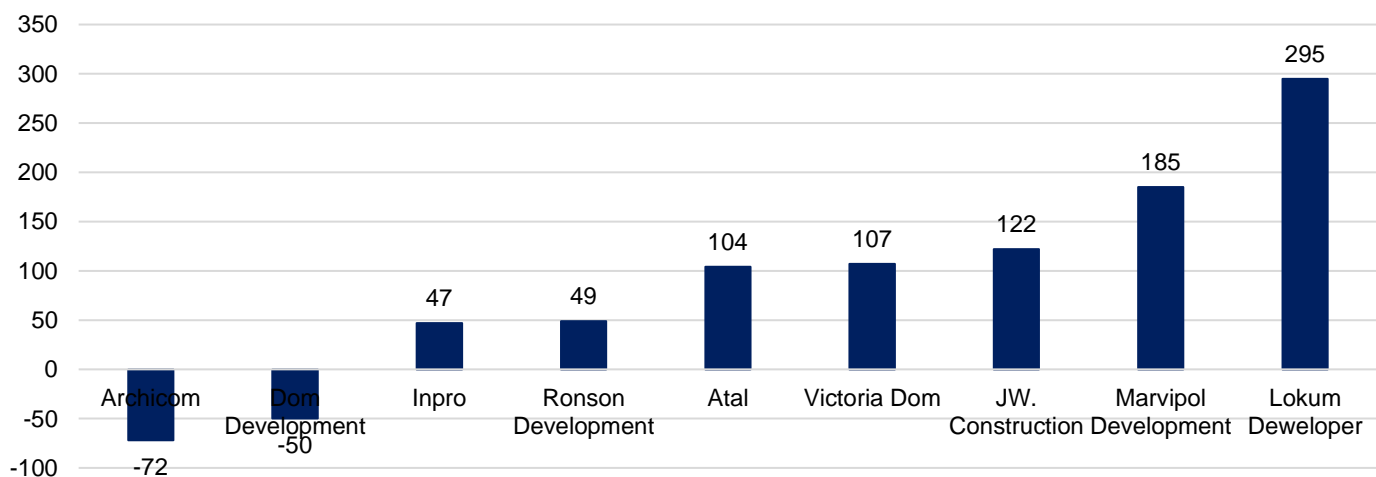
Sytuację płynnościową Spółki w ciągu najbliższych 12 miesięcy oceniamy jako relatywnie bezpieczną. Wskaźnik pokrycia zadłużenia krótkoterminowego (z wyłączeniem przychodów przyszłych okresów) gotówką wyniósł 1,27x, co sugeruje niskie ryzyko wystąpienia problemów płynnościowych w perspektywie najbliższego roku. Spółka posiada bufor gotówkowy, który może zostać wykorzystany również na zakup gruntów.

Wykres: Wskaźnik dług netto/kapitały własne wśród deweloperów\*



Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne DM Michael/Ström  
\*dla Victoria Dom, J.W. Construction dane na koniec 1H21, pozostali deweloperzy na koniec 3Q21

Wykres: Wskaźnik dług netto\*/sprzedaż mieszkań\*\* wśród deweloperów



Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne DM Michael/Ström

\*Dług netto = zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek, obligacji, leasingów (bez wliczania opłat z tytułu użytkowania wieczystego) – środki pieniężne i ich ekwiwalenty (w tym środki zgromadzone na mieszkaniowych rachunkach powierniczych) – stan na dzień 30.09.2021 r. (dla Victoria Dom, J.W. Construction na 30.06.2021 r.)

\*\* sprzedaż mieszkań za okres 4Q20-3Q21, dla J.W. Construction za okres 3Q20-2Q21

Zadłużenie finansowe Marvipolu na koniec czerwca wyniosło 329 mln zł, co przy saldzie środków pieniężnych w wysokości 153 mln zł (z uwzględnieniem środków na rachunkach powierniczych) przekłada się na dług netto w wysokości 176 mln zł. Stosunek długu netto do kapitałów własnych wyniósł 0,30x. Wskaźnik DN/KW Marvipolu na koniec 3Q21 wzrósł względem końca półrocza, gdzie wynosił 0,12x, jednak nadal pozostaje na bezpiecznym poziomie, biorąc pod uwagę kowenanty obligacji. Wzrost wskaźnika można wiązać między innymi z dużymi wydatkami na grunty w mijającym kwartale.

## Obligacje

Spółka jest emitentem obligacji notowanych na ASO Catalyst, które to instrumenty są głównym źródłem jej finansowania zewnętrznego. Charakterystyka obligacji Spółki została przedstawiona poniżej.

Tabela: Charakterystyka obligacji Marvipol Development S.A. (stan na dzień 23.12.2021 r.)

seria	W	Y	AA; AB; Z	AC	AD
nazwa skrócona	MVP0622	MVP1222	MVP0223	MVP0524	MVP1024
wartość emisji (mln zł)	13 190 000	30 000 000	37 008 000	78 000 000	116 000 000
nominał	10 000	10 000	1 000	1 000	1 000
oprocentowanie	zmiennie (WIBOR6M)	zmiennie (WIBOR6M)	zmiennie (WIBOR6M)	zmiennie (WIBOR6M)	zmiennie (WIBOR6M)
marża	3,90%	4,25%	4,40%	4,50%	4,50%
data wykupu	27.06.2022	12.12.2022	11.02.2023	10.05.2024	21.10.2024
sposób emisji	prywatna	prywatna	prywatna	prywatna	prywatna
YTM brutto	5,21%	6,02%	6,40%	6,95%	6,89%
zabezpieczenie	niezabezpieczone	niezabezpieczone	niezabezpieczone	niezabezpieczone	niezabezpieczone
opcja wcześniejszego wykupu	tak	tak	tak	tak	tak
okresowa amortyzacja	tak	tak	tak	tak	brak

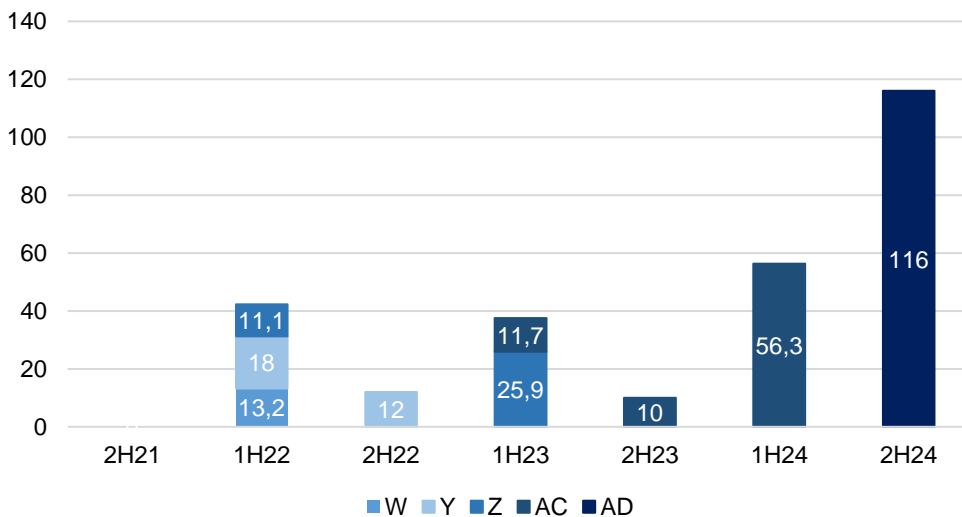
Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM, GPW Catalyst, dane Spółki

Spółka emituje obligacje o zmiennym oprocentowaniu, przez co bierze na siebie ryzyko stóp procentowych. Marża wszystkich serii obligacji mieści się w przedziale 3,9%-4,5% ponad WIBOR 6M. Łączna wartość nominalna obligacji pozostających do wykupu na dzień tworzenia raportu to 274 mln zł. Obligacje są niezabezpieczone oraz posiadają opcję wcześniejszego wykupu na żądanie Emitenta.

Kowenanty wyemitowanych obligacji określają przede wszystkim maksymalny poziom Wskaźnika Dźwigni Finansowej (stosunek Zadłużenia Finansowego Netto do skonsolidowanych kapitałów własnych Emitenta) obliczanego na bazie danych finansowych z ostatniego skonsolidowanego sprawozdania finansowego, który wynosi dla wszystkich serii obligacji 1,0. Ponadto w zależności od kształtowania się wartości wskaźnika obligatariusze mogą liczyć na wynagrodzenie dodatkowe. Jeśli  $0,8 < \text{DN/KW} < 0,9$  wówczas wartość wynagrodzenia dodatkowego wyniesie 0,25 pkt. proc. Jeśli  $0,9 < \text{DN/KW} < 1,0$  wartość wynagrodzenia dodatkowego wyniesie 0,50 pkt. proc. W przypadku, gdy wskaźnik wyniesie ponad 1,0, jest to traktowane jako przypadek naruszenia, uprawniający do żądania wcześniejszego wykupu.

Dodatkowo kowenanty obligacji ograniczają Spółkę w rozporządzaniu wypracowanym zyskiem. Spółka może dokonać płatności na rzecz akcjonariuszy do wysokości 50% skonsolidowanego zysku za lata 2020, 2021, 2022, oraz do 80% skonsolidowanego zysku za rok 2023.

Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji na dzień 30.09.2021 r. (mln zł)



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Harmonogram zapadalności obligacji jest w naszej ocenie rozłożony w czasie w sposób ograniczający ryzyko braku spłaty obligacji, pozwalający na bieżącą obsługę zobowiązań obligacyjnych. Istotny wykup obligacji przypada na 2H24 - 116 mln zł (obligacje wyemitowane w 1H21). Należy zauważyć, że cztery spośród wszystkich pięciu serii obligacji (oprócz serii AD) posiada okresową amortyzację, dzięki czemu struktura zapadalności jest bardziej wygładzona.

## Skonsolidowane dane finansowe

Tabela: Bilans (w tys. zł)

	2019	3Q 2020	2020	3Q 2021	% sumy bilansowej
<b>Aktywa</b>					
Wartości niematerialne	821	753	137	114	0%
Rzeczowe aktywa trwałe	31 933	30 779	30 624	30 159	2%
Prawa do użytkowania rzeczowych aktywów trwałych z tytułu leasingu	18 213	15 686	15 420	14 503	1%
Nieruchomości inwestycyjne	51 060	13 630	14 296	74 059	5%
Długoterminowe aktywa finansowe	145 618	101 146	119 536	121 851	8%
Udziały w jednostkach ujmowanych metodą praw własności	-	17 765	17 409	17 769	1%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	14 798	18 901	18 481	24 342	2%
<b>Aktywa trwałe razem</b>	<b>262 443</b>	<b>198 660</b>	<b>215 903</b>	<b>282 797</b>	<b>19%</b>
Zapasy	724 242	883 773	853 775	972 672	65%
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	46 118	40 603	53 099	62 571	4%
Należności z tytułu podatku dochodowego	2 776	-	369	745	0%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty, w tym:	175 956	333 844	190 745	152 741	10%
Środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysponowania	48 737	79 445	48 236	58 550	4%
<b>Aktywa obrotowe razem</b>	<b>949 092</b>	<b>1 258 220</b>	<b>1 097 988</b>	<b>1 188 729</b>	<b>80%</b>
Aktywa klasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży	63 374	-	-	19 570	1%
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 274 909</b>	<b>1 456 880</b>	<b>1 313 891</b>	<b>1 491 096</b>	<b>100%</b>

<b>Pasywa</b>					
<b>Kapitał własny</b>	<b>483 225</b>	<b>519 255</b>	<b>556 589</b>	<b>581 247</b>	<b>39%</b>
Rezerwa z tytułu podatku odroczonego	25 438	17 838	19 339	21 583	1%
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	148 857	58 076	44 725	39 536	3%
Zobowiązania z tytułu obligacji	127 920	94 021	172 497	232 440	16%
Zobowiązania z tytułu leasingu	17 406	15 901	15 948	14 336	1%
Zobowiązania leasingowe z tytułu opłat za użytkowanie wieczyste	-	-	-	556	0%
Pozostałe zobowiązania	6 704	9 682	6 787	9 270	1%
<b>Zobowiązania długoterminowe oraz rezerwy razem</b>	<b>326 325</b>	<b>195 518</b>	<b>259 296</b>	<b>317 721</b>	<b>21%</b>
Rezerwy	14 553	750	1 650	3 631	0%
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek	27 975	81 546	63 260	-	0%
Zobowiązania z tytułu obligacji	83 695	129 055	49 385	39 369	3%
Zobowiązania z tytułu leasingu	1 368	1 526	1 549	1 795	0%
Zobowiązania leasingowe z tytułu opłat za użytkowanie wieczyste	33 521	26 451	28 403	24 075	2%
Zobowiązania z tytułu pochodnych instrumentów finansowych	-	-	-	1 212	0%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	1 136	8 136	4 793	928	0%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	51 485	71 165	53 334	49 108	3%
Przychody przyszłych okresów	251 626	423 478	295 632	472 010	32%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe razem</b>	<b>465 359</b>	<b>742 107</b>	<b>498 006</b>	<b>592 128</b>	<b>40%</b>
<b>Zobowiązania razem</b>	<b>791 684</b>	<b>937 625</b>	<b>757 302</b>	<b>909 849</b>	<b>61%</b>
<b>Kapitał własny, zobowiązania i rezerwy razem</b>	<b>1 274 909</b>	<b>1 456 880</b>	<b>1 313 891</b>	<b>1 491 096</b>	<b>100%</b>

Tabela: Rachunek zysków i strat

	2019	3Q 2020*	2020	3Q 2021*
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>290 784</b>	<b>168 505</b>	<b>431 385</b>	<b>263 915</b>
Koszt własny sprzedaży	-223 801	-121 320	-325 635	-195 339
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>66 983</b>	<b>47 185</b>	<b>105 750</b>	<b>68 576</b>
<b>Koszty sprzedaży</b>	<b>-8 382</b>	<b>-4 668</b>	<b>-6 295</b>	<b>-4 318</b>
<b>Koszty ogólnego zarządu</b>	<b>-34 630</b>	<b>-26 797</b>	<b>-40 822</b>	<b>-22 508</b>
Udział w zyskach wspólnych przedsięwzięć	64 058	23 588	29 821	32 641
Pozostałe przychody operacyjne	10 318	6 549	9 109	6 719
Pozostałe koszty operacyjne	-7 823	-3 936	-7 991	-5 743
<b>Zysk (strata) na działalności operacyjnej</b>	<b>90 524</b>	<b>41 921</b>	<b>89 572</b>	<b>75 367</b>
Przychody finansowe	5 634	12 003	15 388	3 113
Koszty finansowe	-6 506	-2 545	-5 197	-4 293
<b>Zysk (strata) przed opodatkowaniem</b>	<b>89 652</b>	<b>51 379</b>	<b>99 763</b>	<b>74 187</b>
Podatek dochodowy	-19 765	-8 268	-19 318	-9 959
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>69 887</b>	<b>43 111</b>	<b>80 445</b>	<b>64 228</b>

\*narastająco od początku roku

Tabela: Rachunek przepływów pieniężnych

	2019	3Q 2020	2020	3Q 2021
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-26 922	48 791	-48 753	66 314
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	44 977	130 796	123 662	-43 680
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	4 541	-21 699	-60 120	-60 638
<b>Przepływy pieniężne netto razem</b>	<b>22 596</b>	<b>157 888</b>	<b>14 789</b>	<b>-38 004</b>

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström



## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 11.01.2022 r.

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 100, 00-807 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 1.201.470,57 PLN w całości opłacony, adres e-mail: [kontakt@michaelstrom.pl](mailto:kontakt@michaelstrom.pl).

Dom Maklerski posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności maklerskiej (decyzja z dn. 4 czerwca 2013 r.)

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.

### 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](http://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.) oraz publikację handlową dla celów dyrektywy MiFID II 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 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 nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących 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 łączy umowa o świadczenie usługi oferowania instrumentów finansowych na rzecz Emitenta (umowa o organizację emisji obligacji).
- Poza ww. 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 poza ww. istotnych powiązań występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązanym a Emitentem.
- Raport został ujawniony Emitentowi w wyniku czego dokonano zmian po jego przekazaniu w zakresie udostępnienia części informacji niezawartych bezpośrednio w sprawozdaniach finansowych grupy.

**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:**

[https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Regulamin\\_zarzadzania\\_konfliktami\\_interesow\\_15\\_06\\_2020.pdf](https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Regulamin_zarzadzania_konfliktami_interesow_15_06_2020.pdf)

**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:**

[https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Opis\\_istoty\\_instrumentow\\_finansowych.pdf](https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Opis_istoty_instrumentow_finansowych.pdf)