

## Dekpol

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Dekpol po wynikach za 3Q17 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Dekpol prowadzi działalność w trzech głównych segmentach: generalnego wykonawstwa (55% przychodów LTM), realizacji projektów deweloperskich (29%) oraz produkcji konstrukcji stalowych i osprzętu (10%).
- Spółka opublikowała prognozę wyników na 2017 r., która zakłada realizację 560 mln zł przychodów, 54,5 mln zł wyniku EBITDA oraz 33,5 mln zł zysku netto. Po 9M17 Dekpol miał wygenerowanych 359 mln zł przychodów, 38 mln zł wyniku EBITDA (rentowność 10,5%) oraz 24 mln zł zysku netto (rentowność 6,8%), co implikuje wyniki 4Q17 na poziomie 201 mln zł przychodów, 17 mln zł wyniku EBITDA (rentowność 8,3%) oraz 9 mln zysku netto (rentowność 4,5%).
- Na koniec września 2017 r. Dekpol realizował kontrakty (generalne wykonawstwo) o łącznej wartości umownej ok. 446 mln zł, z czego do realizacji po 3Q17 pozostawały projekty o łącznej wartości ok. 326 mln zł (vs. ok. 150 mln zł na koniec 2016 r. i ok. 41 mln zł na koniec 2015 r.).
- Spodziewamy się mocnego wzrostu przekazania lokali aktami ostatecznymi w 2017 i 2018 r. Spółka informowała, że w kolejnych okresach ma rozpoznać ok. 200 mln zł przychodów z tytułu sprzedaży ok. 600 lokali, co nastąpi głównie w 4Q17. Na koniec 3Q17 Dekpol miał ukończonych i nieprzekazanych ok. 300-400 lokali o koszcie wytworzenia 113 mln zł, w większości sprzedanych do końca 3Q17. Po 3Q17 spółka podpisała umowę przyrzeczoną na zakup gruntu za 21 mln zł netto. Dodatkowo, Dekpol ma podpisane umowy przedwstępne dotyczące nabycia gruntów za kwotę ok. 27 mln zł.
- Zadłużenie netto spółki na koniec 3Q17 wynosiło 120 mln zł implikując wskaźnik zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 0,76x wobec kowenantu na obligacjach 1,3x. Spółka planuje emisję obligacji serii G do 50 mln zł oraz ma aktywny program emisji obligacji (do 80 mln zł, pozostało 63 mln zł) skierowanych do funduszy Pioneer.
- W najbliższych okresach głównym źródłem generowania przepływów pieniężnych netto powinno być generalne wykonawstwo, bowiem aby utrzymać lub zwiększać sprzedaż w działalności mieszkaniowej niezbędne będzie uzupełnienie banku ziemi. Z kolei produkcja osprzętu do maszyn budowlanych, to najbardziej perspektywiczny segment spółki, który jednak wymaga nakładów na obecne i potencjalne przyszłe inwestycje.
- Dekpol jest spółką, której potencjał do generowania przepływów pieniężnych powinien z nawiązką wystarczyć na spłatę wszelkich zobowiązań, natomiast spodziewamy się, że najbliższe lata mogą spowodować tymczasowy wzrost zadłużenia.

## PROFIL SPÓŁKI:

Dekpol działa głównie w województwie pomorskim, gdzie m.in. świadczy usługi generalnego wykonawstwa, realizuje projekty mieszkaniowe czy też produkuje konstrukcje stalowe i łyżki do koparek. Spółka jest właścicielem Hotelu Almond w Gdańsku.

## Outstanding obligacji:

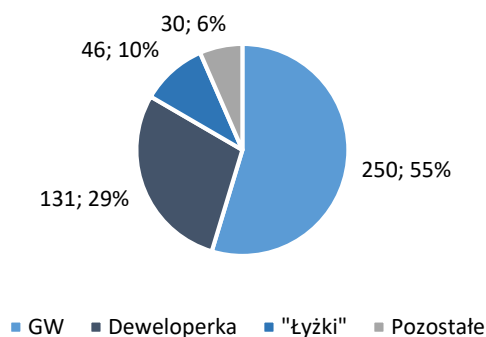
Seria	m zł	YTM
D	35	4,01%
DA	15	n.d.
DB	20	n.d.
F1	17	n.d.
<b>Suma</b>	<b>87</b>	

## Opis spółki

Dekpol został założony przez Mariusza Tuchlina (głównego akcjonariusza Dekpol S.A.) w 1993 r. i realizował inwestycje jako generalny wykonawca. Spółka w 2007 r. rozpoczęła działalność deweloperską. W roku 2012 uruchomiona została działalność w zakresie produkcji osprzętów do maszyn budowlanych. W 2014 r. przedsiębiorstwo zmieniło formę prawną na spółkę akcyjną.

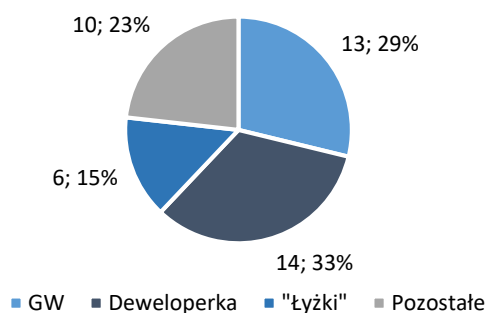
Na dzień dzisiejszy Dekpol posiada trzy główne segmenty: generalne wykonawstwo, działalność deweloperska oraz produkcja konstrukcji stalowych i osprzętu (zwłaszcza łyżek do koparek). Na wykresach poniżej zostały przedstawione przychody oraz wyniki operacyjne ww. segmentów w okresie 12 miesięcy zakończonym 30 września 2017 r.

Wykres: Przychody segmentów LTM (dane w mln zł)



Źródło: Dane spółki

Wykres: Wyniki operacyjne segmentów LTM (dane w mln zł)

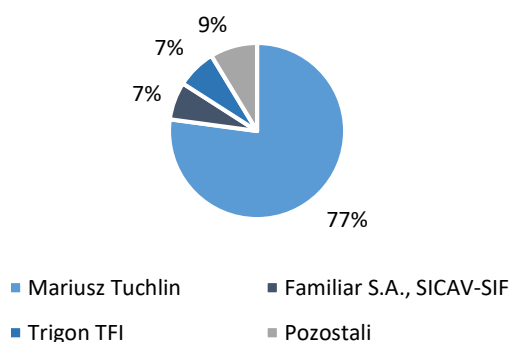


Źródło: Dane spółki

Dekpol jest spółką giełdową, której akcje zadebiutowały na GPW w 2015 r., a pierwsze notowanie obligacji korporacyjnych na Catalist miało miejsce w 2012 r.

Głównym akcjonariuszem spółki Dekpol jest jej założyciel Mariusz Tuchlin, który na dzień 20 listopada 2017 r. kontrolował 77,1% udziałów i głosów w spółce. Akcjonariuszami posiadającymi powyżej 5% udziałów i głosów byli także Familiar S.A. SICAV-SIF (6,9%) oraz Trigon TFI S.A. (7,3% na dzień 21 listopada 2017 r.).

Wykres: Struktura akcjonariatu Dekpol



Źródło: Dane spółki

## Generalne wykonawstwo

W ramach tego segmentu spółka świadczy usługi zarówno do spółek z grupy kapitałowej Dekpol, jak i do zewnętrznych odbiorców. Dekpol jest generalnym wykonawcą dla zdecydowanej większości własnych projektów mieszkaniowych. Jedynym projektem, który jest realizowany przez zewnętrznego generalnego wykonawcę jest „Na Fali” w Gdyni.

Wszystkie projekty do zewnętrznych odbiorców są realizowane na zlecenie inwestorów prywatnych. Projekty te z reguły mają krótko lub średnioterminowy charakter, co pozwala na dokładniejsze dostosowanie oferowanych cen ofertowych do bieżących kosztów wykonawstwa. Zmniejsza to ryzyko generowania marży niższej od planowanej, w przeciwieństwie do kontraktów długoterminowych. Średnia wielkość projektów ma wartość ok. 20-30 mln zł, co przekłada się na duże rozdrobnienie projektów. Spółka realizuje zlecenia głównie w województwie pomorskim (ok. 60% projektów), natomiast w 3Q17 podpisała pierwszy kontrakt zagraniczny na Litwie. Dekpol zazwyczaj podejmuje się realizacji kontraktów kubaturowych (m.in. obiekty przemysłowe, mieszkaniowe) wraz z infrastrukturą lokalną (m.in. drogi, parkingi). Spółka nie angażuje się w publiczne projekty infrastrukturalne.

Na koniec września 2017 r. Dekpol realizował kontrakty o łącznej wartości umownej ok. 446 mln zł, z czego do realizacji po okresie sprawozdawczym pozostawały projekty o łącznej wartości ok. 326 mln zł (vs. ok. 150 mln zł na koniec 2016 r. i ok. 41 mln zł na koniec 2015 r.). Na podstawie raportów bieżących spółki kontrakty podpisywane w ostatnim okresie mają przeciętną wartość ok. 30 mln zł (ok. 10-80 mln zł każdy).

Tabela: Przykładowe projekty zewnętrzne realizowane na koniec 3Q17 przez Dekpol

Klient	Przewidywany termin ukończenia projektu
Atrium Poland 1 Sp. z o.o. Targówek 2 Sp. k.	2019 Q3
"Litwa"	2018 Q2
7R Logistic S.A.	2018 Q1
Arkony Sopot Sp. z o.o.	2017 Q4
ISLAND Sp. z o.o.	2018 Q3
HE 7R Gdańsk 1 Sp. z o.o.	2018 Q2
GLOBAL Sp. z o.o.	2018 Q3
Słoneczne Wzgórza Sp. z o.o.	2018 Q3
OPUS INVESTMENT Sp. z o.o Sp. k.	2019 Q1
AGRII Polska Sp. z o.o.	2018 Q1
DELTA Mariusz Hejnowicz	2017 Q4

Zródło: Dane spółki, szacunki Michael/Ström DM

Generalne Wykonawstwo historycznie stanowiło kluczowy segment spółki, który do 2016 r. generował najwięcej zysków dla Dekpol. Zwracamy uwagę, że w 2016 r. spółka zanotowała spadek marży EBIT z 13% w 2015 r. do 5% (Dekpol uzyskiwał tę marżę w każdym z ostatnich czterech kwartałów). Spadek rentowności zarząd spółki tłumaczy zwiększeniem się konkurencji na rynku, co było związane z pojawieniem się ryzyka politycznego i ograniczeniem inwestycji przez przedsiębiorstwa. Dodatkowo, zdaniem spółki na rynku zaczęli pojawiać się gracze, którzy wcześniej skupiali się na projektach publicznych, a których w 2016 r. była ograniczona liczba. Na podstawie zawartych kontraktów zarząd Dekpol spodziewa się poprawy rentowności w tym segmencie. Wydaje się, że najbardziej rentowny może być projekt na Litwie, bowiem nie zakładamy, że spółka zdecydowałaby się na jego realizację, gdyby oferował on marżę porównywalną do kontraktów w Polsce przy zwiększonym ryzyku operacyjnym. Projekt ten jest pierwszą inwestycją spółki prowadzoną na Litwie (i w ogóle poza Polską). Zarząd Dekpol tłumaczy, że w podjęciu decyzji o realizacji litewskiego projektu pomógł

fakt, że jest on realizowany na zlecenie wieloletniego klienta Dekpol dla którego spółka zrealizowała już kontrakty o wartości kilkuset mln zł.

Tabela: Przychody, koszty i marża segmentu Generalne Wykonawstwo (dane w tys. zł)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	9M16	9M17
Przychody	161 683	136 841	141 264	205 559	305 984	203 845	133 945	180 365
Koszty operacyjne	b.d.	b.d.	b.d.	-178 595	-267 260	-193 316	-126 753	-171 195
<b>EBIT</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>26 964</b>	<b>38 724</b>	<b>10 529</b>	<b>7 192</b>	<b>9 170</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>

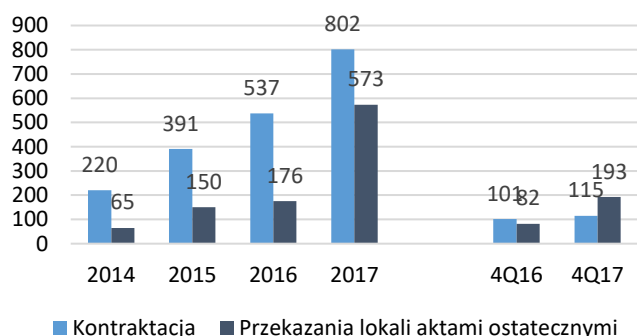
Źródło: Dane spółki

Zwracamy uwagę, że po zakończeniu 3Q17 miał miejsce wypadek w budynku pod przyszłą siedzibę Polskiej Izby Inżynierów Budownictwa na ul. Kujawskiej w Warszawie remontowanym przez Dekpol. Podczas prac budowlanych zawałała się ściana, cztery stropy i klatka schodowa. W wyniku zdarzenia nikt nie odniósł obrażeń. Spodziewamy się, że ww. zdarzenie może mieć wpływ na wyniki spółki w 4Q17. Projekt nie jest jednym z kluczowych projektów realizowanych przez spółkę.

## Działalność deweloperska

Dekpol rozpoczął realizację projektów mieszkaniowych na własny rachunek w 2007 r. Głównym obszarem na którym dotychczas spółka realizowała projekty było województwo pomorskie. Z uwagi na stosunkowo niedawne rozpoczęcie działalności w tym segmencie i jego dynamiczny rozwój, widoczna jest znaczna dysproporcja w dotychczasowej liczbie sprzedawanych i przekazywanych lokali, która jest niwelowana w ostatnich kwartałach, co widać na wykresie poniżej. Zwracamy uwagę, że Dekpol rozpoznaje przychód w momencie podpisania aktów ostatecznych, co sprawia, że od momentu przekazania lokalu (a więc momentu w którym gros deweloperów rozpoznaje przychód) do rozpoznania przychodów przez spółkę mija kilka miesięcy. Segment deweloperski jest istotnym elementem całej grupy kapitałowej i w najbliższych okresach może stanowić główne źródło wyników Dekpol, jak miało to miejsce w 3Q17.

Wykres: Liczba sprzedanych i przekazanych lokali



Źródło: Dane spółki

O ile np. w latach 2011-2016 był widoczny wzrost sprzedawanych mieszkań, to przychody segmentu wzrosły zaledwie do 36 mln zł w 2016 r.. Istotna zmiana w wynikach miała miejsce w 3Q17, gdy Dekpol przekazał mieszkania o wartości 101 mln zł (116 mln zł za 9M17). W 3Q17 nastąpiło przekazanie 297 lokali aktami notarialnymi. Spółka poinformowała już w komunikacie bieżącym, że w 4Q17 ich liczba wyniosła 193 lokale.

Tabela: Przychody, koszty i marża segmentu Działalność deweloperska (dane w tys. zł)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	9M16	9M17
Przychody	8 510	6 489	25 070	19 226	30 309	35 608	19 751	115 597
Koszty operacyjne	b.d.	b.d.	b.d.	-17 828	-26 665	-32 113	-17 312	-102 204
<b>EBIT</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>1 398</b>	<b>3 644</b>	<b>3 495</b>	<b>2 439</b>	<b>13 393</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>7%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>

Źródło: Dane spółki

Zwracamy uwagę, że spółka rozpoznaje w zapasach wartość ukończonych lokali na poziomie 113 mln zł, podczas gdy wartość lokali w trakcie budowy wynosi 111 mln zł. Zakładając (naszym zdaniem konserwatywnie) marżę brutto ze sprzedaży na ukończonych lokalach w zapasach rzędu 18%, to można się spodziewać, że z tytułu przekazania tych lokali (szacujemy ich liczbę na ok. 300-400) spółka wygeneruje ok. 138 mln zł. W sprawozdaniu za 3Q17 spółka informowała, że do czynników mających wpływ na wyniki spółki w kolejnych okresach należeć będzie m.in. rozpoznanie ok. 200 mln zł przychodów z tytułu sprzedaży ok. 600 lokali, co nastąpi głównie w 4Q17.

Ze sprawozdań finansowych spółki wnioskujemy, że w ofercie Dekpol na koniec 3Q17 znajdowały się w znaczącej mierze projekty, które nie zostały jeszcze ukończone. W tabeli poniżej przedstawiamy szacowaną przez nas ofertę spółki wraz z bankiem ziemi, który był w zapasach spółki na koniec 3Q17. Ponadto, Dekpol posiada umowy przedwstępne oraz grunty zakupione po zakończeniu 3Q17 o których piszemy w dalszej części Raportu kredytowego.

Tabela: Potencjał do sprzedaży mieszkań

Miasto	Projekt	Data ukończenia	Liczba lokali	PUM (m <sup>2</sup> )	Wartość projektu (mln zł)	Cena sprzedaży netto / m <sup>2</sup>	Oferta na koniec 3Q17	Lokale sprzedane do końca 3Q17
<b>Projekty ukończone</b>								
Gdańsk Jagłana	Nowa Motława	2016 Q4	268	b.d.	b.d.	9 000	11	257
<b>Projekty w trakcie realizacji</b>								
Gdańsk Świętokrzyska	Jaworowe Wzgórza	2018 Q1	27	1 400	6	4 429	2	25 (93%)
Gdańsk Dolne Migowo	Młoda Morena Park	2018 Q2	8	1 193	8	7 041	4	4 (50%)
Gdańsk Potęgowska	Os. Zielone	2018 Q3	207	9 482	41	4 324	25	182 (88%)
Gdynia Pogórze	Na Fali	2018 Q3	220	10 300	49	4 738	7	213 (97%)
Tczew	Nowe Rokitki	2018 Q4	68	3 982	14	3 516	28	40 (59%)
Gdańsk Dolne Migowo	Młoda Morena	2019 Q2	161	9 043	55	6 126	85	76 (47%)
Gdańsk Pszenna	Grano Residence	2020 Q2	286	11 500	157	13 652	219	67 (23%)
<b>Oferta</b>							<b>381</b>	
<b>Projekty niewprowadzone do oferty</b>								
Hel	b.d.	2018 Q4	18	650	6	8 462	18	0
Jurata	Verano Residence	2018 Q1	11	524	12	22 901	11	0
		Bank ziemi	200	10 000	60	6 000	200	0
<b>Pełny potencjał przekazania</b>			<b>1 206</b>	<b>58 074</b>	<b>408</b>		<b>610</b>	<b>607</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki Michael/Ström DM

Zwracamy uwagę, że Dekpol realizuje inwestycje dopasowane do różnego typu klientów. W ofercie znajdują się zarówno inwestycje, które zaspakajają popyt naturalny (np. Os. Zielone, Na Fali, Młoda Morena), jak i popyt inwestycyjny (np. Grano Residence). Dodatkowo, Dekpol cechuje się wysoką kontrakcją lokali na wczesnym etapie budowy projektów.

Szacujemy, że koszt realizacji wszystkich mieszkań znajdujących się w potencjale sprzedażowym wynosi 309 mln zł, podczas gdy do końca 3Q17 poniesionych zostało 111 mln zł wydatków na realizację tych projektów. Z tytułu sprzedaży projektów w potencjale sprzedażowych spodziewamy się przychodów rzędu 408 mln zł, co implikuje marżę brutto ze sprzedaży 24%.

Dodatkowo, po 3Q17 Dekpol nabył 62% udziałów w Smartex Sp. z o.o. za 4,8 mln zł. Smartex jest właścicielem gruntu o powierzchni 0,6 ha położonego we Wrocławiu przy ul. Braniborskiej. Ponadto, Dekpol zawarł z osobą fizyczną będącą właścicielem 37,7% udziałów w Smartex Sp. z o.o. umowę inwestycyjną, w ramach której strony zamierzają zrealizować projekt mieszkaniowo-usługowy o docelowej powierzchni użytkowej kilkunastu tysięcy m<sup>2</sup>. Do 30 września 2023 r. Dekpol ma nabyć 37,7% udziałów za ok. 11 mln zł. Generalnym wykonawcą inwestycji będzie Dekpol.

Również w 4Q17 Dekpol podpisał umowę przyrzeczoną na zakup nieruchomości w Gdańsku. Na gruncie o powierzchni 13 ha spółka zamierza zrealizować projekt deweloperski o łącznej powierzchni ponad 60 tys. m<sup>2</sup> PUM (ok. 1 200 lokali przy średniej powierzchni lokalu 50 m<sup>2</sup>). Cena sprzedaży netto nieruchomości wynosi ok. 21 mln zł.

Co więcej, Dekpol ma podpisane umowy przedwstępne dotyczące nabycia gruntów za kwotę ok. 27 mln zł. W tabeli poniżej zostały przedstawione podstawowe parametry gruntów, których dotyczą ww. umowy przedwstępne.

Tabela: Umowy przedwstępne dotyczące nabycia gruntów

Lokalizacja	Data do której ma zostać podpisana umowa przyrzeczona	Cena zakupu (mln zł)	Liczba lokali	Powierzchnia (ha)	PUM (m <sup>2</sup> )	zł / PUM
Gdańsk Myśliwska	2018-03-31	11	150	1,5	*7 500	1 429
Warszawa Prądzyńskiego	2018-02-28	16	300	0,6	*15 000	1 072

Źródło: Dane spółki, szacunki Michael/Ström DM, \*zakładając średnio 50 m<sup>2</sup> / lokal

## Produkcja konstrukcji stalowych i osprzętu

W ramach tego segmentu spółka oferuje m.in. łyżki oraz elementy konstrukcyjne do maszyn budowlanych (np. koparek, ładowarek). Dekpol w roku 2012 rozpoczął produkcję łyżek do koparek. Spółka ukierunkowuje swoje moce produkcyjne na realizację zamówień OEM (Original Equipment Manufacturer, produkty Dekpol znajdują się w oryginalnych maszynach takich producentów jak np. Caterpillar, Doosan, Volvo) i Aftermarket (rynek wtórny). Dekpol systematycznie zwiększa sprzedaż w tym segmencie, co doprowadziło do podjęcia decyzji o rozbudowie hali produkcyjnej. Pierwszy etap rozbudowy jest w trakcie realizacji i powinien zwiększyć moce produkcyjne segmentu. Docelowo spółka zamierza zwiększyć zarówno moce produkcyjne, jak i przychody generowane przez segment kilkukrotnie. Na przełomie lat 2015/16 widoczne było pogorszenie się rentowności tego segmentu, co spółka tłumaczy chęcią pozyskania nowych klientów. Dekpol spodziewa się wzrostu marżowości po zakończeniu procesu inwestycyjnego.

Tabela: Przychody, koszty i marża segmentu Produkcja konstrukcji stalowych i osprzętu (dane w tys. zł)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	9M16	9M17
Przychody	n.d.	1 754	11 161	12 793	15 131	27 386	18 797	37 543
Koszty operacyjne	n.d.	b.d.	b.d.	-11 775	-11 658	-24 001	-16 939	-32 685
<b>EBIT</b>	<b>n.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>1 018</b>	<b>3 473</b>	<b>3 385</b>	<b>1 858</b>	<b>4 858</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>n.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>8%</b>	<b>23%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>

Źródło: Dane spółki

W sprawozdaniu zarządu za 2016 r. została przedstawiona struktura przychodów w rozbiciu na kraje. Poniższa tabela prezentuje przychody tego segmentu w podziale geograficznym przy założeniu, że jedynie sprzedaż produkcji konstrukcji stalowych i sprzętu miała charakter międzynarodowy.

Tabela: Struktura geograficzna przychodów (dane w tys. zł)

	2015	udział	2016	udział
Polska	4 414	29%	5 616	21%
Unia Europejska	9 511	63%	20 002	73%
Pozostałe kraje	1 206	8%	1 768	6%
<b>Razem</b>	<b>15 131</b>		<b>27 386</b>	

Zródło: Dane spółki

## Pozostałe

W skład tego segmentu wchodzi m.in. dzierżawa czterogwiazdkowego Hotelu Almond w Gdańsku przy ul. Toruńskiej 12, który został wydzierżawiony na okres od 30 czerwca 2016 r. do końca 2032 r. Umowa dzierżawy zakłada stałe wynagrodzenie do 31 stycznia 2020 r. (ok. 300 tys. zł miesięcznie), które od 1 lutego 2020 r. ma być powiększone o premię uzależnioną od obrotu hotelu. Zwracamy uwagę, że sam hotel został wyceniony przez rzeczoznawcę na 72 mln zł przy stopie kapitalizacji 8,25%, natomiast otrzymywane stałe wynagrodzenie implikuje 5% yield do wartości księgowej hotelu na koniec 3Q17. Budowa hotelu zakończyła się w czerwcu 2016 r. i z tytułu jej ukończenia spółka rozpoznała 16 mln zł zysku.

Dodatkowo, w ramach tego segmentu Dekpol dokonuje m.in. sprzedaży materiałów budowlanych i paliwa czy też wynajmu sprzętu.

## Analiza finansowa

### Rachunek zysków i strat

Dekpol skokowo powinien zwiększyć sprzedaż w 2017 r., co w głównej mierze będzie zasługą działalności deweloperskiej. Segment ten odnotował rekordową sprzedaż w 9M17, a perspektywy na 4Q17 pozostają optymistyczne. Spółka poinformowała w sprawozdaniu za 3Q17, że czynnikami wewnętrznymi mającymi wpływ na wyniki spółki w kolejnych okresach należeć będzie m.in. rozpoznanie ok. 200 mln zł przychodów z tytułu sprzedaży ok. 600 lokali, co nastąpi głównie w 4Q17. Na koniec 3Q17 Dekpol miał ukończonych ok. 300-400 lokali o koszcie wytworzenia 113 mln zł, które zaledwie w kilku procentach nie zostały sprzedane do końca 3Q17. Dekpol rozpoznaje przychody w momencie podpisania końcowego aktu notarialnego, co sprawia, że przychody rozpoznawane są relatywnie późno w porównaniu z deweloperami rozpoznającymi przychody w momencie przekazania kluczy. Dodatkowo, spółka opublikowała prognozę wyników na 2017 r., która zakłada realizację 560 mln zł przychodów, 54,5 mln zł wyniku EBITDA oraz 33,5 mln zł zysku netto. Po 9M17 Dekpol miał wygenerowanych 359 mln zł przychodów, 38 mln zł wyniku EBITDA (rentowność 10,5%) oraz 24 mln zł zysku netto (rentowność 6,8%), co implikuje wyniki 4Q17 na poziomie 201 mln zł przychodów, 17 mln zł wyniku EBITDA (rentowność 8,3%) oraz 9 mln zysku netto (rentowność 4,5%). Na podstawie prognoz można zatem spodziewać się spadku rentowności, co naszym zdaniem może być spowodowane głównie większym udziałem generalnego wykonawstwa w przychodach.

Dodatkowo, spodziewamy się wzrostu sprzedaży w produkcji osprzętu do maszyn budowlanych w kolejnych okresach w wyniku zwiększania mocy produkcyjnych.

Tabela: Uproszczony skonsolidowany rachunek zysków i strat Dekpol (dane w tys. zł)

	2015	2016	9M16	9M17
<b>Przychody</b>	<b>310 440</b>	<b>258 713</b>	<b>159 587</b>	<b>358 654</b>
- GW	305 984	203 845	133 945	180 365
- Deweloperka	30 309	35 608	19 751	115 597
- "Łyżki"	15 131	27 386	18 797	37 543
- Pozostałe + Wyłączenia	-40 984	-8 126	-12 906	25 149
<b>EBIT</b>	<b>18 993</b>	<b>30 759</b>	<b>21 556</b>	<b>34 225</b>
- GW	38 724	10 529	7 192	9 170
- Deweloperka	3 644	3 495	2 439	13 393
- "Łyżki"	3 473	3 385	1 858	4 858
- Pozostałe + Wyłączenia	-26 848	13 350	10 067	6 804
<b>Marża EBIT</b>	<b>6%</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>10%</b>
- GW	13%	5%	5%	5%
- Deweloperka	12%	10%	12%	12%
- "Łyżki"	23%	12%	10%	13%
- Pozostałe + Wyłączenia	n.d.	n.d.	n.d.	27%
Przychody finansowe	175	112	88	205
Koszty finansowe	-3 763	-5 544	-3 439	-3 485
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>15 405</b>	<b>25 327</b>	<b>18 205</b>	<b>30 945</b>
Podatek dochodowy	-2 999	-2 423	-3 484	-6 448
<b>Zysk netto</b>	<b>12 406</b>	<b>22 904</b>	<b>14 721</b>	<b>24 497</b>
<b>Marża netto</b>	<b>4%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>

Źródło: Dane spółki

## Bilans

Aktywa Dekpol na koniec 3Q17 wyniosły 516 mln zł, z czego 131 mln zł stanowiły aktywa trwałe, a 386 mln zł aktywa obrotowe.

Kluczowy aktywem trwałym jest Hotel Almond, który na koniec 3Q17 miał wartość bilansową 72 mln zł i stanowi zabezpieczenie obligacji serii D, DA i DB o łącznej wartości nominalnej 70 mln zł. Hotel został oddany do użytku w 2Q16 i z tego tytułu spółka rozpoznała wówczas 16 mln zł zysku. W skład rzeczowych aktywów trwałych wchodziły głównie maszyny i urządzenia oraz nieruchomości operacyjne.

Z kolei w aktywach obrotowych największy udział stanowiły zapasy, których wartość bilansowa na koniec 3Q17 wynosiła 257 mln zł. Zwracamy uwagę, że według stanu na koniec 3Q17 spółka charakteryzowała się relatywnie małym bankiem ziemi o czym świadczy fakt, że wartość lokali w trakcie budowy wynosiła 111 mln zł, a dla porównania wartość lokali ukończonych była wyższa o 2 mln zł. Lokale ukończone przedstawione w zapasach w ponad 90% były sprzedane na koniec 3Q17, co oznacza, że w najbliższych miesiącach możliwy jest znaczący spadek zapasów, jeśli spółka nie nabędzie kolejnych gruntów. Istotnym aktywem obrotowym były także należności handlowe oraz pozostałe należności (119 mln zł).



Tabela: Uproszczone skonsolidowane aktywa Dekpol (dane w tys. zł)

	2015	2016	9M16	9M17
Rzeczowe aktywa trwałe	80 144	36 145	37 571	49 090
Nieruchomości inwestycyjne	8	73 710	80 220	72 200
Pozostałe	4 457	6 273	5 462	9 234
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>84 609</b>	<b>116 128</b>	<b>123 253</b>	<b>130 524</b>
Zapasy	115 975	212 865	186 603	257 415
- lokale ukończone	4 542	14 939	18 830	113 152
- lokale w trakcie budowy	100 144	181 668	151 005	111 303
- pozostałe	11 289	16 258	16 768	32 960
Należności z tytułu umów o usługę budowlaną	6 511	10 460	23 659	2 590
Należności handlowe oraz pozostałe należności	108 442	85 839	63 940	119 230
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	11 857	38 198	4 593	5 053
Pozostałe	503	3 306	2 171	1 486
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>243 288</b>	<b>350 668</b>	<b>280 966</b>	<b>385 774</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>327 897</b>	<b>466 796</b>	<b>404 219</b>	<b>516 298</b>

Źródło: Dane spółki

Pasywa spółki składały się w 159 mln zł z kapitałów własnych, a w 357 mln zł z zobowiązań. Zobowiązania w znacznej mierze miały charakter krótkoterminowy (253 mln zł), aniżeli długoterminowy (105 mln zł).

Tabela: Uproszczone skonsolidowane pasywa Dekpol (dane w tys. zł)

	2015	2016	9M16	9M17
<b>Kapitał własny</b>	<b>116 013</b>	<b>138 914</b>	<b>130 732</b>	<b>158 978</b>
Kredyty, pożyczki i instrumenty dłużne długoterminowe	107 596	112 749	108 211	86 792
Pozostałe zobowiązania finansowe długoterminowe	369	1 712	279	7 144
Pozostałe	6 485	8 153	11 479	10 744
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>114 450</b>	<b>122 614</b>	<b>119 969</b>	<b>104 680</b>
Kredyty, pożyczki i instrumenty dłużne krótkoterminowe	11 801	26 322	32 511	26 871
Pozostałe zobowiązania finansowe krótkoterminowe	385	1 043	225	4 588
Zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania	77 406	168 523	111 656	207 149
- przedpłaty i zaliczki otrzymane na dostawy	10 863	94 258	65 944	126 214
- handlowe	57 964	66 435	39 069	67 666
- pozostałe	8 579	7 830	6 643	13 269
Przychody przyszłych okresów	7 330	7 719	8 604	7 330
Pozostałe	512	1 658	521	6 703
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>97 434</b>	<b>205 265</b>	<b>153 517</b>	<b>252 641</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>327 897</b>	<b>466 793</b>	<b>404 218</b>	<b>516 299</b>

Źródło: Dane spółki

Kluczowymi zobowiązaniami krótkoterminowymi były zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania (207 mln zł). Największy udział w nich stanowiły przedpłaty i zaliczki otrzymane na dostawy (lokale mieszkalno-usługowe) – 126 mln zł. Istotny udział stanowiły także zobowiązania handlowe (68 mln zł), a udział kredytów, pożyczek i instrumentów dłużnych stanowił 27 mln zł w zobowiązaniach krótkoterminowych.

W skład zobowiązań długoterminowych (105 mln zł) wchodziły przede wszystkim kredyty, pożyczki i instrumenty dłużne (87 mln zł).

### Zadłużenie

Dług brutto na koniec 3Q17 wyniósł 126 mln zł, co przy posiadanych 5 mln zł w gotówce implikuje dług netto na poziomie 121 mln zł i determinuje wartość wskaźnika dług netto/kapitał własny na poziomie 0,76x. Gdyby wyłączyć z długu netto pożyczkę od głównego akcjonariusza Dekpol w wysokości 6,5 mln zł, wskaźnik zadłużenia spadłby do poziomu 0,72x. Niemniej jednak, w dalszych rozważaniach konserwatywnie wliczamy do długu netto pożyczkę od założyciela spółki.

Tabela: Wskaźniki zadłużenia Dekpol (dane w tys. zł)

	2015	2016	9M16	9M17
Dług brutto	120 151	141 826	141 226	125 395
Dług netto	108 294	103 628	136 633	120 342
<b>Dług netto / Kapitały własne</b>	<b>0,93</b>	<b>0,75</b>	<b>1,05</b>	<b>0,76</b>

Źródło: Dane spółki

W długi spółki, największy udział mają kredyty, które z wartością 64 mln zł stanowią 51% całego zadłużenia finansowego. Z kolei wyemitowane obligacje (50 mln zł wartości nominalnej) na koniec 3Q17 odpowiadały za 40% długu. Po zakończeniu 3Q17 spółka wyemitowała w ofercie prywatnej obligacje serii DB warte 20 mln zł, które zostały w pełni objęte przez SGB Bank. Tym samym wypełniony został program emisji obligacji obejmujący serie DA i DB o łącznej wartości nominalnej równej 35 mln zł, które trafiły do ww. banku. Emisja przypuszczalnie posłużyła refinansowaniu kredytu z SGB Banku, którego część kapitałowa wynosiła 20 mln zł, w związku z czym nowe papiery nie przyczyniły się do wzrostu długu brutto i netto spółki, zmianie uległa za to jego struktura. Dodatkowo, w 1Q18 Dekpol wyemitował czteroletnie obligacje serii F1 o wartości nominalnej 17 mln zł, które w całości zostały objęte przez fundusze Pioneer. Przyczyną, która może mieć wpływ na wzrost zadłużenia jest plan wyemitowania obligacji serii G o wartości nominalnej równej 50 mln zł o czym spółka informowała w raporcie bieżącym z dnia 24 października 2017 r. Papiery miały zostać wyemitowane w trybie oferty prywatnej i z czasem trafić na Catalyst, natomiast do dnia publikacji niniejszego Raportu kredytowego Dekpol nie poinformował o zakończeniu tej emisji. Dodatkowo, zadłużenie może wzrosnąć w związku przyjęciem programu emisji obligacji serii F o czym spółka komunikowała w raportach z dnia 23 grudnia 2016 r. i 20 grudnia 2017 r. Program przewiduje emisje 7 serii obligacji (z terminem wykupu w 1Q22) o łącznej wartości do 80 mln zł (pierwotnie program zakładał emisje 6 serii do 70 mln zł), które będą skierowane do funduszy Pioneer, z czego pierwsza emisja miała już miejsce o czym pisaliśmy wyżej. Emisje mają być dokonywane w związku z planami realizacji inwestycji „Grano Residence”. Spodziewamy się jednak szybkiej kontrakcji i przedpłat w tym projekcie, które pozwolą częściowo sfinansować budowę inwestycji, dlatego wzrost zadłużenia netto z tytułu realizacji tej inwestycji może być wolniejszy niż przyrost długu brutto. Poniższa tabela przedstawia informacje nt. poszczególnych serii obligacji.

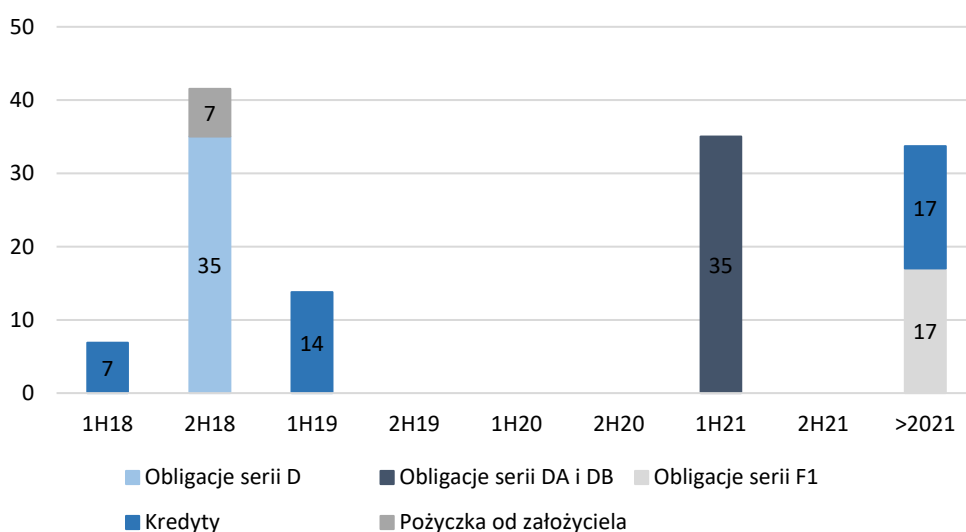
Tabela: Zestawienie obligacji Dekpol

	D (DEK1018)	DA	DB	F1
Wartość emisji (mln zł)	35	15	20	17
Marża	4%	b.d.	b.d.	b.d.
Stawka referencyjna	WIBOR 3M	WIBOR 6M	WIBOR 6M	WIBOR 6M
Dzień wykupu	16.10.2018	30.04.2021	30.04.2021	4.01.2022
Zabezpieczenie	*tak	*tak	*tak	tak
Prawo spółki do przedterminowego wykupu	tak	tak	tak	tak

Źródło: Dane spółki, \*na Hotelu Almond

Na dzień publikacji Raportu kredytowego spółka miała wyemitowane cztery serie obligacji, z czego jedna była notowana na Catalyst. Seria D (DEK1018) – bo o niej mowa – jest wyceniana na 101,25% nominału, co implikuje jej rentowność na poziomie 4,01%. Spółka ma możliwość dokonania przedterminowego wykupu obligacji, za co przewidziana jest premia w wysokości: 0,375%; 0,25% lub 0,125% wartości nominalnej w odpowiednio – styczniu, kwietniu i lipcu 2018. Kowenant na ww. serii w postaci wskaźnika zadłużenia netto (z wyłączeniem pożyczki od głównego akcjonariusza)/kapitał własny na poziomie 1,3 daje spółce przestrzeń na zwiększenie zadłużenia o dodatkowe 93 mln zł (względem stanu na koniec 3Q17) bez naruszenia warunków emisji.

Wykres: Harmonogram zapadalności zadłużenia (mln zł)



Źródło: Dane spółki, harmonogram uwzględnia spłatę kredytu o wartości 20 mln zł w październiku 2017 r. oraz emisję obligacji serii DB i F1, wartości kredytów i pożyczek w całości są ujęte w okresie zapadalności zobowiązań

## Potencjał do generowania przepływów pieniężnych

Zważywszy na rekordowy poziom portfela zamówień w generalnym wykonawstwie na koniec 3Q17 uważamy, że segment jest w stanie osiągać przychody zbliżone do tych z 2015 r. Zakładając utrzymanie się marży na poziomie z ostatnich czterech kwartałów, implikowany EBIT wyniósłby ok. 15 mln zł rocznie.

W przypadku działalności deweloperskiej spodziewamy się, że rozpoznanie ukończonych mieszkań w przychodach wygeneruje ok. 138 mln zł (przy założeniu marży brutto ze sprzedaży 18%). Z kolei potencjał sprzedażowy lokali w

budowie szacujemy na 408 mln zł, a koszt ich realizacji może wynieść ok. 309 mln zł (implikowana marża brutto ze sprzedaży 24%), z czego 111 mln zł zostało już poniesionych. Podsumowując, z zapasów przypisanych do działalności deweloperskiej spodziewamy się, że spółka może wygenerować 546 mln zł, a koszty które Dekpol musi jeszcze ponieść na realizację projektów szacujemy na 198 mln zł netto. Potencjał do wygenerowania gotówki wynosi zatem 348 mln zł. Zwracamy jednak uwagę, że Dekpol otrzymał 126 mln zł w przedpłatach, co implikuje potencjał do wygenerowania gotówki netto z działalności mieszkaniowej na poziomie 222 mln zł do realizacji w perspektywie ok. 3 lat. Kwota ta przewyższa dług brutto spółki (125 mln zł) o 97 mln zł.

Produkcja osprzętu do maszyn budowlanych stosunkowo szybko zwiększa generowane wyniki, jednak na chwilę obecną nie są one znaczące z perspektywy całej spółki. Spółka dostrzega potencjał tego segmentu i inwestuje w rozbudowę mocy produkcyjnych. Zakładamy, że wynik operacyjny tego segmentu może być w najbliższych latach reinwestowany w rozwój tego segmentu, dlatego z punktu widzenia obligatariuszy postrzegamy ten segment jako najbardziej ryzykowny i nie przynoszący znaczących przepływów gotówkowych netto w terminie do zapadalności dotychczas wyemitowanych obligacji.

Nie spodziewamy się znaczącej kontrybucji segmentu pozostałe do przepływów generowanych przez Dekpol w toku bieżących działań operacyjnych, natomiast należy pamiętać, że spółka jest właścicielem Hotelu Almond wycenianego w księgach na 72 mln zł, który w przeszłości może zostać sprzedany.

Przepływy pieniężne ze wszystkich segmentów działalności po spłacie długu pokrywają koszty sprzedaży, które wyniosły 29 mln zł w przeciągu ostatnich 12 miesięcy, po istotnym wzroście z 18 mln zł w 2016 r. i 9 mln zł w 2015 r., oraz koszty ogólnego zarządu, które obecnie wynoszą ok. 7 mln zł rocznie. Przy założeniu utrzymania rocznych kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu na obecnym poziomie wyniosą one w perspektywie 3 lat łącznie ok. 108 mln zł.

Spółka w 2017 r. wypłaciła pierwszą dywidendę, której wysokość wyniosła 4,5 mln zł (20% skonsolidowanego zysku netto za 2016 r.). Dekpol nie ma sprecyzowanej polityki dywidendowej.

Podsumowując, Dekpol posiada trzy główne segmenty, z czego w najbliższych okresach głównym źródłem generowania przepływów pieniężnych netto powinno być generalne wykonawstwo. Działalność deweloperska mocno rozwijała się w ostatnich latach, ale aby utrzymać lub zwiększać sprzedaż w kolejnych latach niezbędne będzie uzupełnienie banku ziemi, czego chęć spółka komunikowała w raportach bieżących. Zwracamy uwagę, że spółka charakteryzuje się szybką kontrakcją mieszkań, jej projekty są zdywersyfikowane pod kątem docelowej grupy klientów, a gros z projektów realizowanych jest na dynamicznie rosnącym rynku trójmiejskim. Z kolei produkcja osprzętu do maszyn budowlanych to najbardziej perspektywiczny segment spółki, który jednak wymaga inwestycji, dlatego zakładamy, że z punktu widzenia obecnych obligatariuszy nie powinien on być traktowany jak ten, który będzie generował znaczące przepływy gotówkowe netto. Dodatkowo, spółka wypłaciła dywidendę za 2016 r., ale nie ma jasno sprecyzowanej polityki na kolejne lata. Zwracamy uwagę, że Dekpol posiada Hotel Almond, którego wartość księgowa wynosi 72 mln zł, a spółka nie wyklucza jego sprzedaży. Zakładając, że Dekpol uzyskałby ze sprzedaży hotelu w okolicach 70 mln zł, to spółka byłaby w stanie spłacić obligacje serii D, DA i DB o łącznej wartości nominalnej 70 mln zł, które są zabezpieczone na ww. hotelu. Co więcej, spółka na koniec 3Q17 posiadała w zapasach materiały o cenie nabycia 30 mln zł, posiadała 119 mln zł należności (przy 81 mln zł zobowiązań handlowych i pozostałych, wyłączając przedpłaty) oraz 5 mln zł w gotówce. Pozostałe zobowiązania na koniec 3Q17 wyniosły 25 mln zł, podczas gdy pozostałe aktywa 62 mln zł, z czego 49 mln zł stanowiły rzeczowe aktywa trwałe.

Dekpol jest spółką, której potencjał do generowania przepływów pieniężnych powinien z nawiązką wystarczyć na spłatę wszelkich zobowiązań, natomiast spodziewamy się, że najbliższe lata mogą spowodować tymczasowy wzrost zadłużenia.

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

**Data pierwszego udostępnienia raportu: 17.01.2018**

**Aktualizacja raportu:** raport nie będzie aktualizowany.

**Podmiotem odpowiedzialnym** za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski sp. z o.o.** 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 0000347507, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o wpłaconym kapitale zakładowym w wysokości 815 591,49 PLN, adres e-mail: [kontakt@michaelstrom.pl](mailto: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 raportu został przekazany do Emitenta.

### Raport:

- skierowany jest tak do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych 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 (tekst jednolity.: Dz. U. z 2017 r. poz. 1219 z późn. 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 (tekst jednolity : Dz.U. z 2017 r. poz. 459 z późn. 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.
- Osoby przygotowujące raport nie są zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoby przygotowujące raport i osoba blisko z nimi związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca

2015 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t. j. : Dz.U. z 2016 poz.1636 z późn. zm.), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.

- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski nie pełnił funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- 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 nie 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.
- Autorzy 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 lub zamierzają je zbyć.

**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 sp. z o.o.”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl).**

**Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski sp. z o.o.**

**Michael / Ström Dom Maklerski sp. z o.o. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany 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](http://www.michaelstrom.pl)**