



**Sprawozdanie z działalności Grupy Kapitałowej  
za 2017 rok**

Warszawa, maj 2018r.

## WPROWADZENIE

Jednostką dominującą grupy kapitałowej Victoria Dom („Grupa Kapitałowa”) jest spółka Victoria Dom Spółka Akcyjna („Spółka” lub „Podmiot Dominujący”). Spółka wpisana jest do Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem 0000305793, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego. Siedziba Spółki mieści się w Warszawie, ul. Kąty Grodzkie 105, 03-285 Warszawa.

Strukturę Grupy Kapitałowej oraz udział Spółki w kapitale podstawowym podmiotów należących do Grupy Kapitałowej na dzień 31 grudnia 2017 roku prezentuje poniższa tabela.

Lp.	Nazwa (siedziba)	Przedmiot działalności	Udział w kapitale / głosach	Rola w grupie	Metoda konsolidacji
1	Victoria Dom S.A. Warszawa, ul. Kąty Grodzkie 105	Budowa i sprzedaż domów i mieszkań	100%	jednostka dominująca	nie dotyczy
2	L Jet Sp. z o.o. ( dawniej Victoria Dom Sp. z o.o.) Warszawa ul. Kąty Grodzkie 105	Wynajem i dzierżawa środków transportu lotniczego	100%	jednostka zależna	konsolidacja pełna
3	Victoria Wohnungsbau GmbH Berlin	Budowa i sprzedaż domów i mieszkań	100%	jednostka zależna	konsolidacja pełna

### 1. PODSTAWOWE INFORMACJE O PRODUKTACH GRUPY KAPITAŁOWEJ

Podstawowym przedmiotem działalności Grupy Kapitałowej są usługi deweloperskie. Spółka świadczy je od ponad 20 lat poprzez realizację budynków mieszkalnych wielorodzinnych w formie osiedli oraz domów jednorodzinnych w różnych konfiguracjach. Większość dotychczasowych inwestycji była realizowana we wschodniej części Warszawy, głównie w dzielnicy Białołęka, jednak obecny rozwój Grupy Kapitałowej obejmuje teren całej Warszawy. W 2017 roku Spółka uplasowała się na 3 miejscu pod względem sprzedanych mieszkań wśród deweloperów warszawskich.

#### 1.1 CHARAKTERYSTYKA RYNKU NA KTÓRYM DZIAŁA GRUPA KAPITAŁOWA

Przychody Grupy Kapitałowej niemalże w 100% generowane są z działalności deweloperskiej w aglomeracji warszawskiej. Warszawa zajmuje powierzchnię 517 km<sup>2</sup> i zamieszkuje ją około 1,75 mln ludności. Liczba mieszkańców stolicy od ponad dekady systematycznie zwiększa się w tempie kilku tysięcy osób rocznie. Prognozy Głównego Urzędu Statystycznego na najbliższe 10 lat wskazują dalszy wzrost liczby mieszkańców na podobnym poziomie, zgodnie z poniższą tabelą:

**Tabela 1. Liczba mieszkańców Warszawy na koniec roku wg GUS**

ROK	2005	2010	2015	2016	2017	2020*P	2025*P
Ilość mieszkańców							
M. st. Warszawa	1 697,6	1 720,4	1 744,4	1 753,9	1 763,8	1 790,7	1 823,3

\*P – prognoza

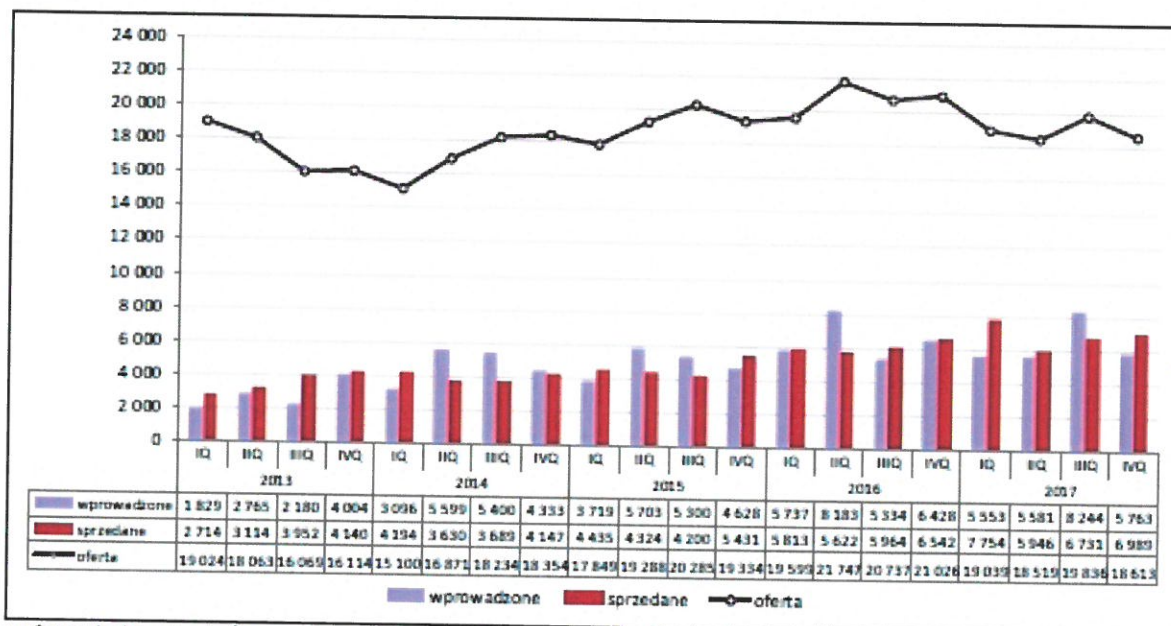
Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w Warszawie na koniec 2017r. wyniosło wg GUS 6 233 złotych i było o 8% wyższe niż przed rokiem. Jednocześnie Warszawa jest ośrodkiem miejskim z jednym z najniższych poziomów bezrobocia, które na koniec 2017r. spadło do 2%, wobec 2,6% w roku poprzednim.

Rosnąca populacja oraz wysoki poziom wynagrodzeń, przy niskim bezrobociu tworzą doskonałe warunki dalszego rozwoju budownictwa mieszkaniowego na rynku warszawskim. Przekłada się to na bogatą ofertę mieszkaniową oraz duży potencjał sprzedażowy.

## Rynek mieszkaniowy w Warszawie w 2017r.

Sprzedż mieszkań na warszawskim rynku pierwotnym, największym w Polsce, była w 2017r. rekordowa i wyniosła 27,4 tys. lokali netto (po odjęciu rezygnacji z zakupionych wcześniej mieszkań), czyli 15% więcej niż rok wcześniej. Podobnie do roku poprzedniego, sprzedaż nowych mieszkań była znacznie wyższa w stosunku do średniej z ostatnich kilku lat i była dotychczas najlepszym rokiem w historii rynku deweloperskiego w Warszawie. Miało to związek z ogólnie dobrą sytuacją w polskiej gospodarce – wzrostem PKB, umiarkowaną inflacją poprawą sytuacji budżetu państwa, jak również niskim bezrobociem i rosnącymi wynagrodzeniami.

Poniższy wykres przedstawia sytuację na rynku mieszkaniowym w Warszawie w okresie ostatnich 5 lat. Ukazuje on zmiany trzech kluczowych parametrów opisujących funkcjonowanie rynku: liczbę jednostek wprowadzonych do sprzedaży w nowych inwestycjach i sprzedanych w ciągu kwartału (sprzedaż netto) oraz liczbę lokali znajdujących się w ofercie na koniec kwartału. Wynika z niego przełamanie w połowie 2016 roku trendu wzrostowego liczby mieszkań w ofercie w wyniku zwiększonego popytu i względnie stałej podaży nowych inwestycji. W efekcie czas potrzebny do wyprzedania bieżącej oferty znacząco skrócił się – z 4 kwartałów na początku 2016r. do 2,7 kwartału na koniec 2017r.



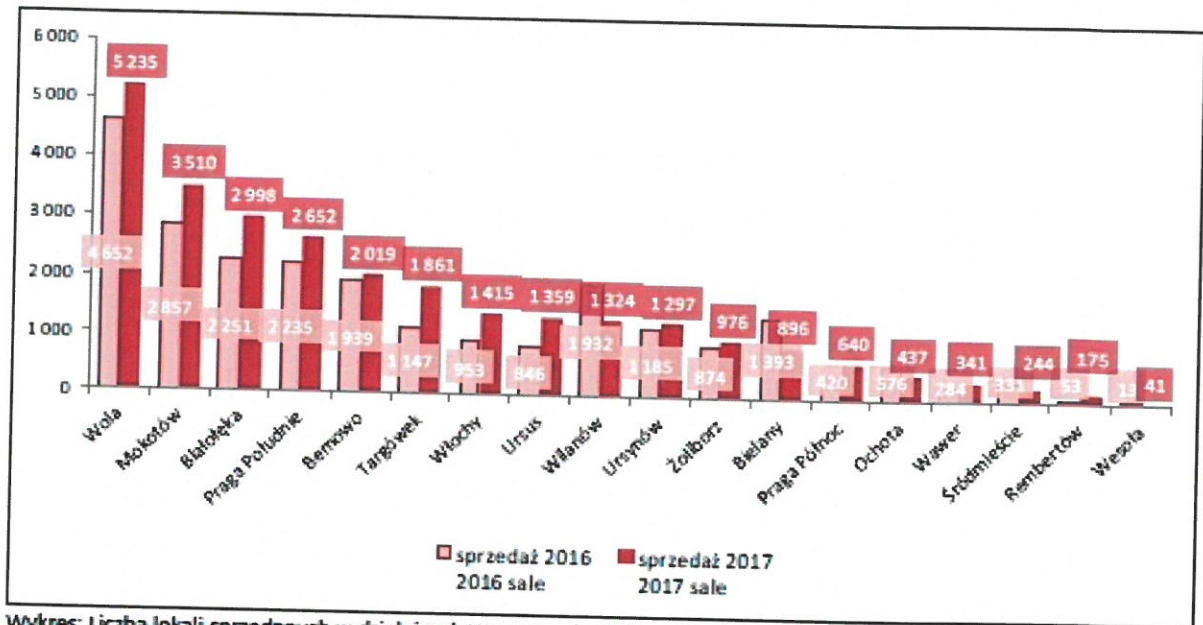
Wykres: Liczba mieszkań wprowadzonych, sprzedanych i oferta w Warszawie w poszczególnych kwartałach; źródło: redNet Property Group, dział Consultingu

Na dobre wyniki sprzedażowe Grupy Kapitałowej w 2017r. miały wpływ różne czynniki:

- Stymulacja oraz pośrednie wsparcie sprzedaży przez program MdM – przyciąganie dzięki niskim cenom do biur sprzedaży także nabywców niekorzystających z dopłat;
- Utrzymujące się niskie stopy procentowe, a także zapowiedzi podwyższenia marży kredytów hipotecznych – spowodowały przyspieszenie decyzji zakupu mieszkania nabywców zainteresowanych skorzystaniem z kredytu hipotecznego na dotychczasowych warunkach;
- Niskie oprocentowanie depozytów oraz prognozy przewidujące utrzymywanie się takiego zjawiska w najbliższych kilkunastu miesiącach sprzyjały wysokiej aktywności nabywców dokonujących zakupu w celu późniejszego odnajęcia lokalu;
- W dalszym ciągu istotna była aktywność klientów „gotówkowych”, poszukujących nieco większych i droższych mieszkań, niż te z segmentu o podstawowym standardzie, przy czym w grupie tej w większości znajdują się osoby, które traktują kredyt jako uzupełnienie przeważających środków gotówkowych, pochodzących z oszczędności.

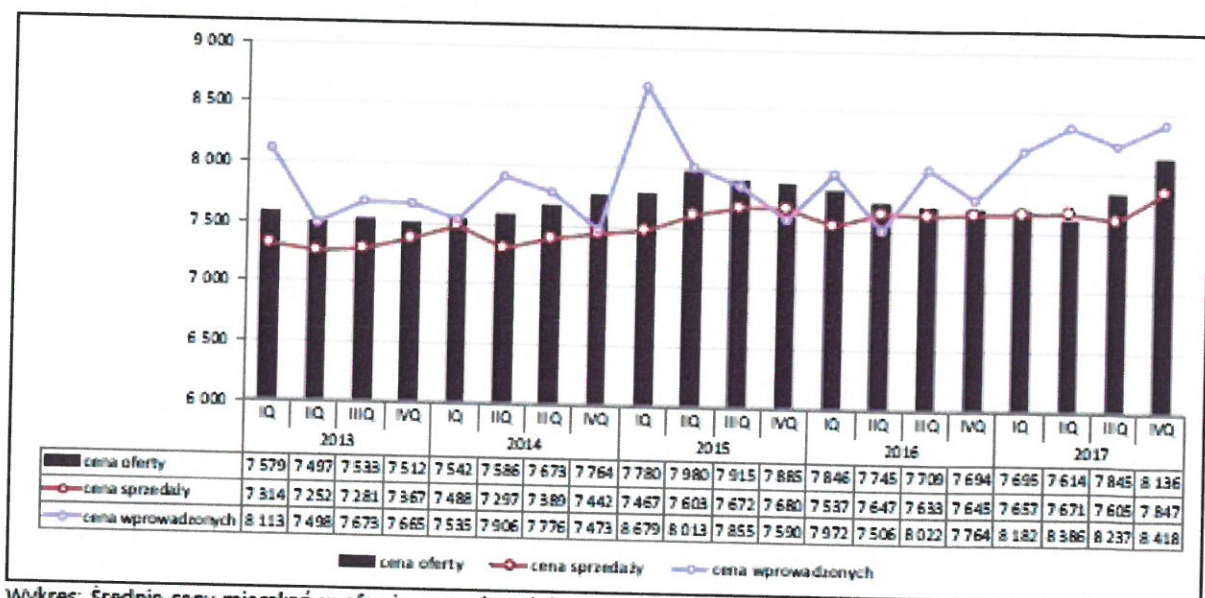
W wyniku rozbudowy infrastruktury drogowej, handlowej i edukacyjnej pewne obszary stają się bardziej niż dotychczas atrakcyjne dla deweloperów zwłaszcza, jeżeli w parze z powyższymi zmianami idzie zwiększona dostępność gruntów pod budownictwo wielorodzinne.

Od wielu lat sprzedaż w stolicy zdominowana jest przez oferty z Woli, Białołęki i Mokotowa. W 2017r. liderem w sprzedaży nadal pozostawała Wola, gdzie upłynniono 19% mieszkań. Na drugim miejscu w rankingu pod względem sprzedaży uplasował się Mokotów (13%), a na trzecim znalazła się Białołęka (11%). Kolejne trzy pozycje zajęły Praga Południe, Bemowo i Targówek, który zastąpił na liście sześciu dzielnic o największym udziale Wilanów. Podział sprzedaży na dzielnice zasadniczo nie zmienił się od kilku lat.



Wykres: Liczba lokali sprzedanych w dzielnicach Warszawy (netto) w 2016 i 2017 roku; źródło: redNet Property Group, dział Consultingu

W IV kwartale 2017r. zaobserwowano znaczny wzrost średniej ceny mkw oferowanych i sprzedanych mieszkań. Cena mieszkań sprzedanych w Warszawie wzrosła o około 2,5% (200 zł/mkw) od średniej z poprzednich dwóch lat do poziomu 7 847 zł/mkw., a średnia cena pozostałej oferty mieszkań była od niej jeszcze wyższa i wynosiła 8 136 zł/mkw. Wzrosty cen ofertowych oraz sprzedaży związane są ze wzrostami cen gruntów budowlanych oraz znacznym wzrostem kosztów generalnych wykonawców na całym rynku w Polsce. Poniżej przedstawiono zmiany średnich cen mieszkań w Warszawie od początku 2013r.



Wykres: Średnie ceny mieszkań w ofercie, sprzedanych i wprowadzonych do sprzedaży w danym kwartale; źródło: redNet Consulting

## 1.2 DZIAŁALNOŚĆ SPÓŁKI NA TLE RYNKU ORAZ ZREALIZOWANE INWESTYCJE

Działalność Grupy Kapitałowej związania jest niemalże w 100% z realizacją projektów deweloperskich i sprzedażą lokali mieszkalnych, usługowych oraz domów jednorodzinnych w aglomeracji warszawskiej. Większość projektów zrealizowana była początkowo w dzielnicy Białołęka. Obecnie Grupa Kapitałowa wykorzystuje wysoki potencjał segmentu budownictwa mieszkaniowego również w innych dzielnicach Warszawy – na Pradze Południe, Targówku, Woli oraz w Ursusie. Przychody ze sprzedaży z ostatnich 5 lat roły w tempie średnio 40% rocznie i kształtowały się następująco:

**Tabela 2. Przychody Grupy Kapitałowej (w wersji kalkulacyjnej)**

Dane w mln zł	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	60,8	81,1	90,8	167,3	232,6

Spółka systematycznie poprawia swoje wyniki sprzedaży oraz zwiększa skalę działalności. W rankingu redNet w ubiegłym roku zajęła 3. miejsce (7. w roku 2016) wśród warszawskich firm deweloperskich podpisując umowy deweloperskie / sprzedaży dla 864 mieszkań.

Lp	Deweloper	Sprzedaż netto w 2017	Udział rynkowy
1	Dom Development	3116	11,4%
2	Robyg	1840	6,7%
3	Victoria Dom	864	3,2%
4	LC Corp	826	3,0%
5	Radius Projekt	809	2,9%
6	Marvipol	805	2,9%
7	Bouygues Immobilier	725	2,6%
8	J.W. Construction	656	2,4%
9	Dantex	907	3,3%
10	Ronson	574	2,1%
11	ATAL	536	2,0%
12	OKAM	528	1,9%
13	Grupo Lar Real Estate	481	1,8%
14	Unidevelopment	475	1,7%
15	Budimex Nieruchomości	429	1,6%
16	Yareal	412	1,5%
17	PB Konstanty Strus	401	1,5%
18	Nexity	391	1,4%
19	Polnord i spółki zależne	382	1,4%
20	Echo Investment	336	1,2%
21	Vantage Development	310	1,1%
22	Matexi	274	1,0%
23	APM Development	215	0,8%

Tabela: Lista deweloperów z najwyższą sprzedażą w ujęciu netto w Warszawie w 2017 roku; źródło: redNet Property Group, dział Consultingu

W okresie ponad 20-letniej działalności Spółka przekazała swoim klientom, w ramach 42 projektów inwestycyjnych, zrealizowanych i zakończonych do końca 2017r.: 665 domów jednorodzinnych (o łącznej powierzchni 100.069 m<sup>2</sup>) oraz 2.419 mieszkań (o łącznej powierzchni 111.364 m<sup>2</sup>). W ubiegłym roku powierzchnia użytkowa zrealizowanych mieszkań wyniosła 33.192 m<sup>2</sup>. Zestawienie zrealizowanych projektów przedstawiano w tabeli poniżej:

**Tabela 3. Zrealizowane inwestycje od początku działalności Spółki**

LOKALIZACJA INWESTYCJI NAZWA OSIEDLA	ROK realizacji	Liczba inwestycji	Liczba			PUM		
			domów	mieszkań	lokali usl.	domów	mieszkań	lokali usl.
ZĄBKI, ul. Miła, MARKI, ul. Zagłoby, Graniczna	przed 2007	3	29			4 350		
BIAŁOLEKA, ul. Milenijna, Berensona, Tymotki, Majorki, Lidzbarska	przed 2007	5	28			4 440		
BIAŁOLEKA, ul. Chudoby/Kroczevska	2007	1	36			5 400		
BIAŁOLEKA, ul. Kąty Grodziskie Osiedle Kąty Grodziskie I – V	do 2008	5	74			11 100		
BIAŁOLEKA, ul. Lewandów Osiedle Lewandów I – V	2006-2009	5	168	218	1	25 200	9 924	
BIAŁOLEKA, ul. Wilkowiecka	2010	1	30			4 500		
BIAŁOLEKA, ul. Igrzyskowa	2012	1		187			9 288	
BIAŁOLEKA, ul. Mehoffera, Talarowa Osiedle Mehoffera I – II	2011, 2013	2		193	2		8 990	200
WŁOCHY, ul. Skoryszewska – Osiedle Kaskada Skorysze	2013	1		99	7		4 258	307
WAWER, Os. Kwiatowa Polana	2013	1	24			3 448		
BIAŁOLEKA, ul. Ceramiczna – Osiedle Ogrody Victorii	2014	1		203			9 363	
TARGÓWEK, ul. Rzepichy – Osiedle Ogrody Targówek	2015	1		111			4 951	
BIAŁOLEKA, Osiedle Olesin	2014-2015	2	118			17 867		
BIAŁOLEKA, ul. Wałuszewska, Zyndrama z Myszkowic, Os. Park Dworski	2010, 2016	2	140	30	8	21 301	1 472	740
TARGÓWEK, ul. Rembelska – Osiedle Przy Parku	2016	1		126	2		5 938	160
BIAŁOLEKA, ul. Białołęcka – Osiedle VIVA GARDEN	2015-2017	4	18	459	2	2 463	20 770	226
WOLA, ul. Jana Kazimierza – Osiedle BRAVO	2017	1		167	4		7 442	228
BIAŁOLEKA, ul. Modlińska, Przasna- Osiedle CLASSIC	2016-2017	4		490			22 224	
PRAGA POŁUDNIE, ul. Nasielska - Osiedle VERBA	2017	1		136	1		6 744	101
<b>RAZEM</b>		<b>42</b>	<b>665</b>	<b>2 419</b>	<b>29</b>	<b>100 069</b>	<b>111 364</b>	<b>1 962</b>
w tym zrealizowane w 2017r.		6	0	704	7	0	33 192	455

Źródło własne Spółki

### 1.3 AKTUALNA OFERTA SPRZEDAŻY SPÓŁKI

W swojej ofercie Spółka posiada 10 inwestycji w 6 lokalizacjach z łączną ilością ponad 1300 mieszkań:

#### Osiedle Viva Garden – ul. Białołęcka, Białołęka



Viva Garden V, VI, VIII to kontynuacja projektu mieszkaniowego zlokalizowanego w atrakcyjnej, zielonej, bliskiej części Białołęki. W ramach zakończonych już czterech etapów tego osiedla oddanych zostało blisko 500 mieszkań. Budownictwo wielorodzinne realizowane jest w zespole 3-4 budynków mieszkalnych, w których powstanie około 100 mieszkań w ramach każdego kolejnego etapu budowy. Etapy V i VI planowane są do oddania na przełomie 2. i 3. kwartału 2018r.

#### Osiedle Classic – ul. Modlińska, Białołęka



Classic V i VI to kontynuacja oddanych w 2017r. wcześniejszych etapów Osiedla Classic, powstającego na bliskim Tarchominie w pobliżu Mostu Północnego. Oferta zwiększy w 3. kwartale ilość mieszkań na osiedlu o kolejne 150, które zaprojektowano z myślą o rodzinach z dziećmi oraz osobach rozpoczynających samodzielne życie. Dostępne metraże zaczynają się od 27 m<sup>2</sup>. Inwestycja zlokalizowana jest pośród licznych terenów zielonych, a w pobliżu znajduje się w pełni rozwinięta infrastruktura

#### Osiedle Przystanek Praga – ul. Boremlowska, Praga Południe



Przystanek Praga to inwestycja oferująca blisko 190 mieszkań, cenowo jednych z najciekawszych, dostępnych w Warszawie. Jego lokalizacja w niedalekiej odległości od stacji SKM Olszynka Grochowska pozwala w kilkanaście minut dostać się bez korków do centrum. Łączy w sobie doskonałe położenie z przyjazną i funkcjonalną architekturą oraz dostępem do bogatej infrastruktury miejskiej. Planowane oddanie do użytkowania – 4. kwartał 2018r.

#### Osiedle Mieszko – ul. Chrzanowskiego, Praga Południe



Osiedle Mieszko zlokalizowane jest w miejscu dawnej fabryki słodczy w centrum Grochowa. Łączy w sobie doskonałe położenie, funkcjonalną architekturę oraz dobry dostęp do bogatej infrastruktury miejskiej. W ramach dwóch etapów inwestycji w ofercie znajduje się ponad 250 mieszkań w szerokim asortymencie metrażu oraz rozkładów. Pierwszy etap zostanie zakończony w 4. kwartale 2018r.

#### Osiedle Ursus Factory – ul. Traktorzystów, Ursus



Osiedle Ursus Factory powstaje przy ulicy Traktorzystów, w pobliżu stacji SKM, do której prowadzi nowoczesne przejście podziemne. Doskonała lokalizacja pozwoli w 15 minut dojechać do centrum miasta, a bliskość tras S2 i S8 pozwala na szybki i wygodny przejazd na drugą stronę Warszawy. W ramach pierwszego etapu zaoferowanych zostało 100 mieszkań, które planowane są do przekazania w 4. kwartale 2018r.

#### Osiedle Nova Ochota – ul. Flisa, Ochota



Osiedle Nova Ochota łączy doskonałe położenie z przyjazną, funkcjonalną architekturą. Inwestycja znajduje się w pobliżu przystanków komunikacji miejskiej oraz 1,5 km od stacji WKD Warszawa Raków, skąd w kilkanaście minut można dojechać do centrum miasta. W ramach inwestycji w dwóch budynkach zaoferowanych zostanie 140 mieszkań, planowanych do oddania w 2019r.

## 1.4 WYBRANE DANE FINANSOWE GRUPY KAPITAŁOWEJ

Poniżej przedstawiono wybrane dane finansowe Grupy Kapitałowej, które odzwierciedlają specyfikę jej działalności.

Tabela 4. Wybrane dane finansowe Grupy Kapitałowej

Dane w mln zł	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody ze sprzedaży	47,9	67,2	96,9	60,8	81,1	90,8	167,3	232,6
EBITDA	11,3	16,4	14,3	7,6	12,6	18,3	36,4	56,1
EBIT	10,4	15,4	13,3	6,6	11,5	17,3	35,1	54,4
Zysk netto	8,4	12,0	10,1	4,3	7,4	11,3	26,5	37,7
Aktywa trwałe	15,2	12,6	12,2	9,2	12,1	16,1	20,0	63,0
Aktywa obrotowe	82,7	96,1	74,9	73,9	90,8	147,1	189,6	257,3
Kapitał własny	23,0	32,0	38,2	39,9	45,1	54,3	77,5	107,2
Zobowiązania i rezerwy w tym	74,8	76,8	49,0	43,3	57,8	109,0	132,1	213,3
Zobowiązania długoterminowe	2,9	4,0	8,4	17,0	22,4	26,1	39,8	97,2
Zobowiązania krótkoterminowe	10,7	21,3	17,6	11,5	11,5	25,1	24,4	42,5
Rozliczenia międzyokresowe	46,8	45,8	16,7	13,2	16,9	47,7	51,2	41,1

Źródło własne Spółki

Wyniki za 2017r. obejmują sprzedaż domów jednorodzinnych zrealizowanych na osiedlach: VIVA Garden III i IV oraz CLASSIC III i IV na Białołęce, BRAVO na Woli, jak również VERBA na Pradze Południe w Warszawie.

Duży wzrost sprzedaży oraz zysku netto w okresie ostatnich dwóch lat jest rezultatem rozszerzenia oferty w kilku dodatkowych dzielnicach i dynamicznej sprzedaży tych projektów. Grupa Kapitałowa planuje dalszy wzrost skali swojej działalności wykorzystując posiadany bank ziemi.

## 2. CZYNNIKI RYZYKA ZWIĄZANE Z OTOCZENIEM W JAKIM GRUPA KAPITAŁOWA PROWADZI DZIAŁALNOŚĆ OPERACYJNĄ

### 2.1 Ryzyko związane z koncentracją działalności Grupy Kapitałowej na rynku warszawskim

Grupa Kapitałowa koncentruje swoją działalność na rynku warszawskim i w najbliższej perspektywie większość przychodów i zysków realizowanych przez Grupę Kapitałową będzie pochodziło z projektów realizowanych na terenie Warszawy. Ewentualne pogorszenie koniunktury na warszawskim rynku budownictwa mieszkaniowego może mieć istotny negatywny wpływ na poziom generowanych przychodów i zysków oraz dalszy rozwój Grupy Kapitałowej.

W celu rozproszenia ryzyka koncentracji działalności na jednym rynku Grupa Kapitałowa rozważa wejście na inne rynki w Polsce. Grupa Kapitałowa stała się również 100% udziałowcem podmiotu, który rozpoczął działalność na rynku niemieckim..

### 2.2 Ryzyko związane ze współpracą z generalnym wykonawcą oraz podwykonawcami

W procesie realizacji projektów deweloperskich Grupa Kapitałowa współpracuje zarówno z generalnymi wykonawcami oraz ze średnimi i małymi firmami budowlanymi, z którymi zawierane są umowy na poszczególne etapy prac budowlanych. Częściowo są to sprawdzone podmioty, z którymi Spółka współpracuje od momentu rozpoczęcia działalności, jednak dynamiczny rozwój



Grupy Kapitałowej powoduje konieczność poszukiwania i weryfikacji nowych firm wykonawczych. Istnieje ryzyko związane z terminowością realizacji prac oraz ich jakością.

Grupa Kapitałowa w umowach z wykonawcami zastrzega zapisy dotyczące odpowiedzialności z tytułu nienależytego wykonywania prac, ich terminowości, jak również odpowiedzialności w okresie gwarancyjnym. W trakcie realizacji inwestycji Grupa Kapitałowa nadzoruje wykonywanie umów z wykonawcami, a w szczególności kontroluje jakość i harmonogram wykonywania robót budowlanych gwarantujących wywiązywanie się Grupy Kapitałowej z terminów zakontraktowanych z klientami. Jednak pomimo tych kontroli Grupa Kapitałowa nie może gwarantować, że wszystkie prace zostaną wykonane prawidłowo i w terminie. Istnieje także ryzyko utraty płynności finansowej wykonawców, bądź wystąpienia innych problemów organizacyjno-finansowych, co może skutkować całkowitym zaprzestaniem wykonywania przez nich prac. W skrajnych przypadkach może zaistnieć konieczność rozwiązania umowy z wykonawcą, co może przełożyć się na opóźnienia w realizacji danego projektu. Może to wpłynąć w sposób negatywny na działalność i wyniki finansowe Grupy Kapitałowej.

### **2.3 Ryzyko związane z dostawami materiałów budowlanych**

Na koszty projektu deweloperskiego realizowanego przez Grupę Kapitałową składają się m.in. koszty zakupu gruntu, koszty prac podwykonawców oraz ceny materiałów budowlanych.

Grupa Kapitałowa w przypadku realizacji mniejszych projektów inwestycyjnych, samodzielnie zajmuje się zapewnieniem dostaw niektórych materiałów budowlanych na potrzeby realizowanego projektu. Dostawcami są najczęściej duże hurtownie budowlane i producenci materiałów budowlanych. Grupa Kapitałowa zawiera umowy, gwarantujące odpowiednią jakość, termin dostawy i płatności oraz cenę konkretnych materiałów na potrzeby danego projektu, zgodnie z harmonogramem jego realizacji. Nie można jednak wykluczyć ryzyka zmiany cen u jednego lub wielu dostawców, w szczególności w przypadku gdyby wystąpiły wielomiesięczne opóźnienia w realizacji danego etapu projektu deweloperskiego lub też dla dostawców, u których cena uzależniona jest silnie od kursów walut. Istnieje także ryzyko kumulacji popytu ze strony konkurentów i innych podmiotów na określone materiały budowlane na lokalnym rynku w krótkim czasie. W takim przypadku Grupa Kapitałowa może napotkać problemy z utrzymaniem cen i / lub dostępnością materiałów w planowanym terminie. Wzrost cen materiałów podczas realizacji projektu prawie zawsze negatywnie wpływa na rentowność tego projektu. Zmiany cen materiałów budowlanych są trudne do przewidzenia, zaś ryzyko ewentualnego wzrostu cen nie zawsze można przełożyć, choćby częściowo, na ostatecznych nabywców mieszkań. Ponadto trudności z zaopatrzeniem skutkują ryzykiem opóźnienia realizacji poszczególnych projektów deweloperskich.

Opisane powyżej czynniki mogą mieć istotny negatywny wpływ na perspektywy rozwoju, osiągnięte wyniki i sytuację finansową Grupy Kapitałowej. Grupa Kapitałowa wykorzystuje konkurencję panującą na rynku dostawców materiałów budowlanych, poszerza oraz dywersyfikuje krąg tych dostawców i w ten sposób dąży do zminimalizowania powyższego czynnika ryzyka.

### **2.4 Ryzyko utraty kadry zarządzającej**

Działalność oraz rozwój Grupy Kapitałowej są uzależnione od wiedzy i doświadczenia kadry zarządzającej oraz pracowników Spółki. Istotnym czynnikiem wpływającym na działalność i wyniki Grupy Kapitałowej jest utrzymanie oraz zwiększenie profesjonalnej kadry pracowniczej. Kadra zarządzająca oraz kluczowi pracownicy posiadają szeroką wiedzę i doświadczenie, w tym w zakresie wypracowanego przez Spółkę know-how oraz różnego rodzaju wzorców i standardów działania, przyczyniając się bezpośrednio do osiąganych wyników w zakresie pozyskiwania i realizacji zarówno bieżących, jak i nowych projektów deweloperskich.

W związku z intensywnym rozwojem Grupy Kapitałowej i specyfiką rynku istnieje ryzyko znacznego zwiększenia kosztów związanych z zatrudnieniem pracowników, ryzyko niedoboru wykwalifikowanej kadry pracowniczej na danym rynku, a także ryzyko odejścia kluczowych

pracowników, co może mieć istotny negatywny wpływ na działalność operacyjną i wyniki finansowe lub dalsze perspektywy rozwoju Grupy Kapitałowej.

Zarząd Spółki wychodząc naprzeciw panującym tendencjom prowadzi nabór pracowników o wysokim stopniu przygotowania poprzez nowoczesne sposoby selekcji, organizuje szkolenia podnoszące kwalifikacje obecnie zatrudnionych oraz zwiększa atrakcyjność środowiska pracy minimalizując tym samym zagrożenie zwiększonej fluktuacji kadr.

## **2.5 Ryzyko wad prawnych nieruchomości i ryzyko wywłaszczeniowe**

Bieżąca działalność oraz perspektywy rozwoju Grupy Kapitałowej zależą w dużej mierze od jakości posiadanych obecnie i pozyskiwanych w przyszłości nieruchomości gruntowych, przeznaczonych na realizację projektów deweloperskich. Mimo każdorazowego starannego, sformalizowanego badania przez Spółkę gruntów przed ich zakupem, nie można wykluczyć ryzyka wad prawnych nieruchomości, które mogą ujawnić się dopiero w trakcie realizacji inwestycji.

Dodatkowo istnieje ryzyko wywłaszczenia danej nieruchomości na rzecz Skarbu Państwa lub jednostek samorządu terytorialnego z przeznaczeniem na cele publiczne. Wywłaszczenie nieruchomości może być dokonane, jeśli cele publiczne nie mogą być zrealizowane w inny sposób niż poprzez pozbawienie albo ograniczenie praw do nieruchomości, a prawa te nie mogą być nabyte w drodze umowy. W ostatnich latach wzrasta liczba aktów prawnych, które przewidują szczególne tryby wywłaszczenia, często ułatwiające przejmowanie nieruchomości przez podmioty publiczne, np. ustawa z dnia 10 kwietnia 2003r. o szczególnych zasadach przygotowania i realizacji inwestycji w zakresie dróg publicznych (t.j. Dz.U. z 2015r. poz. 2031, z późn. zm.), ustawa z dnia 12 lutego 2009r. o szczególnych zasadach przygotowania i realizacji inwestycji w zakresie lotnisk użytku publicznego (t.j. Dz.U. z 2015r. poz. 2143, z późn. zm.), ustawa z dnia 8 lipca 2010r. o szczególnych zasadach przygotowania do realizacji inwestycji w zakresie budowli przeciwpowodziowych (t.j. Dz.U. z 2015r. poz. 966, z późn. zm.). W przypadku wywłaszczenia, właścicielowi przysługuje odszkodowanie, które zazwyczaj zrelatywizowane jest do wartości wywłaszczanej nieruchomości i nie uwzględnia zysków, które właściciel mógłby uzyskać, gdyby nieruchomość zagospodarował w określony sposób.

Spółka, jako podmiot realizujący projekty deweloperskie w aglomeracji warszawskiej, w związku z pozyskiwaniem niezbędnych w tym celu nieruchomości, narażona jest na potencjalne roszczenia następców prawnych byłych właścicieli, wynikające z roszczeń w stosunku do nieruchomości położonych na obszarze miasta stołecznego Warszawy, objętych postanowieniami Dekretu o własności i użytkowaniu gruntów na obszarze m.st. Warszawy z 26 października 1945 roku (Dz.U. Nr 50, poz. 279 ze zm.). Skuteczne uzyskanie w ten sposób tytułu prawnego do nieruchomości przez byłych właścicieli nieruchomości może doprowadzić do pozbawienia Spółki możliwości dysponowania nieruchomością objętą takimi roszczeniami.

Wadliwy tytuł prawny do nieruchomości, roszczenia reprivatyzacyjne, wadliwa podstawa nabycia itp. mogą opóźnić lub uniemożliwić realizację opracowanego projektu deweloperskiego, co może w istotny sposób wpłynąć na perspektywy rozwoju, osiągnięte wyniki i sytuację finansową Grupy Kapitałowej, zaś w skrajnym przypadku utratę nieruchomości.

## **2.6 Ryzyko związane z odpowiedzialnością z tytułu ochrony środowiska**

Grupa Kapitałowa posiada zapas nieruchomości gruntowych i systematycznie nabywa kolejne grunty w celu zabezpieczenia ciągłości działalności operacyjnej. Zgodnie z polskim prawem podmioty użytkujące grunty, na których znajdują się substancje niebezpieczne lub inne zanieczyszczenia, mogą zostać zobowiązane do oczyszczenia gruntów lub zapłaty kar z tytułu ich zanieczyszczenia lub zadośćuczynienia roszczeniom odszkodowawczym. Nie można wykluczyć ryzyka, że w przyszłości na jednej lub wielu nieruchomościach użytkowanych przez Spółkę wystąpią nieprzewidziane koszty naprawy szkód, nałożone zostaną na Grupę Kapitałową kary pieniężne lub obowiązek zapłaty odszkodowań w związku z zanieczyszczeniami środowiska naturalnego, co może

mieć negatywny wpływ na działalność, wyniki, sytuację finansową lub perspektywy rozwoju Grupy Kapitałowej.

## **2.7 Ryzyko związane z wadami projektowymi, technologiami, gwarancjami podwykonawczymi oraz odpowiedzialnością wynikającą z tytułu sprzedaży nieruchomości**

Grupa Kapitałowa decyduje o kształcie każdego projektu deweloperskiego i w zależności od potrzeb dobiera zespół podwykonawców, mający zapewnić sprawną, terminową i zgodną z projektem budowlanym realizację.

Zarówno w trakcie, jak i po wykonaniu inwestycji istnieje jednak ryzyko wynikające z wad projektowych oraz zastosowanej technologii budowy. Przyjęcie niewłaściwej technologii może mieć również wpływ na termin realizacji inwestycji lub zwiększyć jej koszty. W okresie rękojmi, a także po jej upływie - zasadach ogólnych, Spółka zobowiązana jest do usuwania wad wynikających z niewłaściwego wykonawstwa lub wad ukrytych, które nie zostały przez Spółkę zidentyfikowane podczas odbioru robót od podwykonawców. Z tego tytułu, w związku z dochodzeniem roszczeń przez właścicieli lokali przed sądami powszechnymi, Spółka może zostać w szczególności zobowiązana do obniżenia ceny przedmiotu sprzedaży, usunięcia stwierdzonych wad, a nawet może ponieść odpowiedzialność odszkodowawczą na zasadach ogólnych. Dodatkowym zagrożeniem w związku z odpowiedzialnością z tytułu rękojmi jest możliwość skorzystania z prawa odstąpienia od umowy przez kupujących (nabywców lokali).

Przedstawione powyżej czynniki mogą mieć istotny negatywny wpływ na perspektywy rozwoju, osiągnięte wyniki i sytuację finansową Grupy Kapitałowej.

## **2.8 Ryzyko związane z otoczeniem inwestycyjnym i brakiem infrastruktury**

W trakcie realizacji każdej z inwestycji deweloperskich Spółka może napotykać na protesty mieszkańców, stowarzyszeń lub organizacji. Organy administracyjne oraz przedsiębiorstwa zajmujące się zarządaniem i dostawą mediów (gestorzy) mogą próbować narzucić Grupie Kapitałowej poniesienie kosztów budowy dodatkowej infrastruktury, niezwiązanej bezpośrednio z realizowanym projektem deweloperskim lub alternatywnie wyznaczać odległe terminy w przypadku realizowania budowy infrastruktury jako zadań własnych. Ponadto podczas realizacji infrastruktury przewidzianej w projekcie deweloperskim Spółka może borykać się z trudnościami w uzyskaniu zezwoleń na dysponowanie nieruchomościami koniecznymi dla przeprowadzenia sieci mediów (energia, woda, kanalizacja, ciepło), a nawet z obstrukcją podczas postępowania formalno-prawnego ze strony gestorów mediów. Zdarzenia takie mogą spowodować utrudnienia w trakcie postępowań administracyjnych, realizacji infrastruktury (w tym mediów) i całej inwestycji, co może doprowadzić do opóźnienia lub w skrajnym przypadku wstrzymania inwestycji lub znacznego podwyższenia kosztów danego projektu.

Przedstawione powyżej czynniki mogą mieć istotny negatywny wpływ na perspektywy rozwoju, osiągnięte wyniki i sytuację finansową Grupy Kapitałowej.

## **2.9 Ryzyko utraty płynności finansowej**

Grupa Kapitałowa realizuje projekty inwestycyjne o charakterze długoterminowym (powyżej roku), które cechuje długi cykl rotacji gotówki i długi okres zwrotu. W początkowym okresie realizacji projektów Grupa Kapitałowa może nie generować istotnych wpływów gotówkowych z tytułu przedsprzedaży mieszkań. W przypadku nieterminowego spływu należności od klientów lub – w skrajnym przypadku – braku wpływów pieniężnych w wymaganej wysokości, Grupa Kapitałowa może mieć trudności w utrzymaniu płynności finansowej. Ewentualne problemy z płynnością mogą negatywnie wpłynąć na możliwość wywiązania się przez Grupę Kapitałową z jego zobowiązań, a co za tym idzie spowodować konieczność zapłaty kar lub odszkodowań. Problemy z płynnością

finansową mogą również ograniczyć możliwość pozyskiwania przez Spółkę podwykonawców oraz wpłynąć na wzrost kosztów oferowanych przez nich usług.

Na Spółce, jako deweloperze, ciąży ponadto obowiązek stosowania w relacjach z klientami rachunków powierniczych co powoduje konieczność uzupełnienia brakującego finansowania (przekazywanego przez bank deweloperowi dopiero po zakończeniu określonego etapu inwestycji) ze środków własnych lub poprzez finansowanie dłużne, jak również konieczność ponoszenia opłat za usługi świadczone przez bank. Wiąże się to ze wzrostem kosztów Spółki, co może mieć negatywny wpływ na jej płynność finansową.

Grupę Kapitałową stara się ograniczać powyższe ryzyko, systematycznie monitorując realizowane projekty zarówno pod kątem płynności finansowej, jak również zawierając umowy na dostawy materiałów i usług z odroczonymi terminami płatności. Grupę Kapitałową zarządza ryzykiem utraty płynności finansowej poprzez bieżące monitorowanie spływu należności oraz dokonywanie projekcji przepływów finansowych dla każdego z realizowanych projektów osobno, jak i w skali całej Grupy Kapitałowej. W przeszłości Grupa Kapitałowa nie miała problemów z płynnością finansową, a osiągnięte nadwyżki z tytułu przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej przeznacza na działalność finansową, wspierając rozwój grupy kapitałowej na rynkach europejskich.

## **2.10 Ryzyko wystąpienia niekorzystnych warunków atmosferycznych**

Działalność w branży deweloperskiej charakteryzuje się zauważalną wrażliwością na panujące warunki pogodowe. Grupa Kapitałowa przy opracowywaniu harmonogramu realizacji projektów deweloperskich i budżetowaniu wyników finansowych zakłada typowe warunki atmosferyczne dla danych pór roku. Zazwyczaj najlepsze warunki do prowadzenia prac budowlanych istnieją w miesiącach letnich, natomiast znacznie pogarszają się w miesiącach zimowych, szczególnie podczas zalegania pokrywy śnieżnej i występowania mrozu (często w ramach niektórych etapów prowadzenie prac budowlanych przy projekcie deweloperskim zazwyczaj nie jest możliwe w okresie od grudnia do lutego). Również niestandardowe w danych okresach zjawiska pogodowe, w tym okresy ulewnych deszczy latem lub bardzo niskie temperatury ujemne w miesiącach zimowych zazwyczaj uniemożliwiają prowadzenie prac budowlanych i mogą utrudnić prace wykończeniowe.

Nie można wykluczyć ryzyka, że nietypowe lub skrajnie niekorzystne warunki pogodowe przedłużą proces budowy i opóźnią termin przekazania mieszkań klientom, a w efekcie opóźnią termin księgowania przychodów w rachunku wyników Grupy Kapitałowej (rozliczenie przychodów z danego projektu deweloperskiego następuje częściowo w dacie przekazania mieszkań lub domów do użytkowania oraz częściowo w dacie podpisania aktu notarialnego), co może mieć istotny negatywny wpływ na perspektywy rozwoju, osiągnięte wyniki i sytuację finansową Grupy Kapitałowej.

Spółka przy planowaniu terminów wydania nieruchomości nabywcom, uwzględnia możliwość wystąpienia przestojów spowodowanych warunkami atmosferycznymi, aby uniknąć łamania zapisów umów co do terminu realizacji inwestycji.

## **2.11 Ryzyko związane z wypadkami przy pracy**

Grupa Kapitałowa przestrzega przepisów z zakresu bezpieczeństwa i higieny pracy, w tym nadzoruje zapewnienie właściwego przygotowania, oznakowania i utrzymania terenu, na którym prowadzone są przez jego podwykonawców prace budowlane. Grupa Kapitałowa ponosi odpowiedzialność za bezpieczeństwo zarówno własnych pracowników, jak też osób trzecich przebywających na terenie budowy, na zasadzie ryzyka (jest bowiem, w rozumieniu kc, zakładem wprawianym w ruch za pomocą sił przyrody).

Mimo dołożenia należytej staranności, co do przygotowania i prowadzenia prac budowlanych nie można wykluczyć ryzyka wystąpienia wypadku, w którym zostanie uszkodzone lub zniszczone mienie lub też wystąpi uszczerbek na zdrowiu pracownika lub osoby trzeciej. Nie można wykluczyć

ryzyka, iż taki wypadek spowoduje wystąpienie przeciwko podmiotom Grupy Kapitałowej z roszczeniami o odszkodowanie przez pracowników lub osoby trzecie lub też, że spowoduje wzrost kosztów lub opóźnienie w prowadzeniu prac budowlanych. Opisane powyżej czynniki mogą mieć istotny negatywny wpływ na perspektywy rozwoju, osiągnięte wyniki i sytuację finansową Grupy Kapitałowej.

## **2.12 Ryzyko związane z pozyskiwaniem gruntów pod projekty deweloperskie**

Dalszy dynamiczny rozwój Grupy Kapitałowej zależy w dużej mierze od możliwości odnawiania banku gruntów – regularnego pozyskiwania nieruchomości gruntowych w atrakcyjnych z punktu widzenia klientów lokalizacjach, o parametrach umożliwiających odpowiednio sprawną i zyskową realizację projektów deweloperskich. Grupa Kapitałowa aktywnie penetruje rynek nieruchomości na rynku warszawskim oraz innych lokalnych rynkach, na których może w przyszłości prowadzić projekty deweloperskie i analizuje na bieżąco ofertę rynkową. W przyszłości nie można jednak wykluczyć ryzyka trudności w zaopatrzeniu Grupy Kapitałowej w odpowiednią ilość gruntów w dobrych lokalizacjach, które zagwarantują płynną działalność i stały rozwój. Nie można w szczególności wykluczyć ryzyka koncentracji popytu na najbardziej atrakcyjnych lokalizacjach, niekorzystnych warunków handlowych, a także opóźnień lub trudności w uzyskaniu finansowania konkretnego zakupu. Nabywane przez Grupę Kapitałową grunty (pomimo starannej analizy przed zakupem) mogą być obciążone wadami, w tym m.in.: geologicznymi w postaci np. braku nośności gruntu, odkryciem znalezisk archeologicznych w trakcie realizacji inwestycji czy zanieczyszczeniem gruntu. Istnieje także możliwość sprzeciwu właścicieli sąsiednich nieruchomości w trakcie procedowania warunków zabudowy i pozwolenia na budowę. Proces pozyskiwania gruntów napotyka niekiedy na takie trudności, jak brak miejscowych planów zagospodarowania przestrzennego, czasochłonny proces uzyskiwania pozwoleń administracyjnych, ograniczona dostępność terenów z odpowiednią infrastrukturą i odpowiednim przeznaczeniem w miejscowym planie zagospodarowania przestrzennego lub studium uwarunkowań i kierunków zagospodarowania przestrzennego.

Wymienione czynniki mogą spowolnić lub ograniczyć przyszły rozwój Grupy Kapitałowej, co może w sposób negatywny wpłynąć na skalę działalności, wyniki i sytuację finansową Grupy Kapitałowej.

## **2.13 Ryzyko związane z umowami przedwstępnymi i warunkowymi umowami zakupu gruntów**

Grupa Kapitałowa realizuje inwestycje deweloperskie na nabywanych przez siebie nieruchomościach. Planowanie przyszłych inwestycji wiąże się z zawieraniem szeregu przedwstępnych umów sprzedaży lub warunkowych umów zobowiązujących do sprzedaży, na mocy których Grupa Kapitałowa ma nabyć nieruchomość w przyszłości. Częstym warunkiem zawieszającym, zamieszczanym przez podmioty Grupy Kapitałowej w umowach, jest uzyskanie decyzji o warunkach zabudowy lub niewykonanie przez Agencję Nieruchomości Rolnych lub inne podmioty prawa pierwokupu w ustawowym terminie, ewentualnie uzyskanie decyzji o pozwoleniu na budowę. W przypadku nieziszczenia się ww. lub innego warunku zawieszającego nie dochodzi do finalizacji transakcji, tzn. do zawarcia przyrzeczonej umowy sprzedaży w wykonaniu umowy przedwstępnej lub umowy przenoszącej własność nieruchomości na spółki Grupy Kapitałowej w wykonaniu wcześniejszej warunkowej umowy sprzedaży.

Brak możliwości skutecznego nabycia wybranego wcześniej gruntu uniemożliwi lub znacznie odroczy w czasie proces inwestycyjny (i planowane przychody ze sprzedaży), gdyż Grupa Kapitałowa musi poszukiwać innej nieruchomości o korzystnej lokalizacji i od początku przeprowadzić proces oceny, zakupu, projektowania oraz uzyskiwania niezbędnych decyzji administracyjnych. Również w przypadku ziszczenia się warunków zawieszających, bądź nawet w przypadku zawarcia umowy przedwstępnej bezwarunkowej, Grupa Kapitałowa nie ma pewności, czy nabędzie własność nieruchomości. Sprzedający mogą bowiem, z przyczyn niezależnych od Grupy Kapitałowej, odmówić zawarcia przyrzeczonej umowy sprzedaży lub umowy przenoszącej własność, a w takim przypadku Grupa Kapitałowa będzie zmuszona dochodzić zawarcia stosownej

umowy na drodze sądowej, co może znacząco opóźnić rozpoczęcie procesu budowlanego na danej nieruchomości.

Przedstawione powyżej czynniki mogą mieć istotny negatywny wpływ na perspektywy rozwoju, osiągnięte wyniki i sytuację finansową Grupy Kapitałowej.

#### **2.14 Ryzyko wynikające z kontaktów z mediami**

Grupa Kapitałowa, realizując swoje projekty deweloperskie, pozostaje w stałych relacjach z mediami, z którymi współpracuje w zakresie organizowania kampanii reklamowych, promocji artykułów sponsorowanych i odpowiedzi na interwencje klientów. Nie można wykluczyć dokonania przez media pomyłki w prezentacji materiałów przekazywanych przez Podmioty Grupy Kapitałowej. Media mogą przeinaczyć lub w sposób nieobiektywny przedstawić stanowisko Grupy Kapitałowej np. w sprawach sporów z klientami, o których zostały poinformowane. Taka sytuacja może wpłynąć na wizerunek Grupy Kapitałowej, co może mieć istotny negatywny wpływ na jego działalność, sytuację lub wynik finansowy.

#### **2.15 Ryzyko spadku cen mieszkań**

Wyniki finansowe Grupy Kapitałowej będą uzależnione w szczególności od poziomu cen mieszkań w Polsce oraz na innych rynkach, na których Grupa Kapitałowa zamierza prowadzić działalność deweloperską. Wpływ na ceny nieruchomości ma m.in. zmiana popytu na oferowane lokale, zmiana sytuacji makroekonomicznej, dostępność źródeł finansowania dla klientów w tym w szczególności kredytów hipotecznych, podaż lokali na określonym obszarze oraz zmiany w oczekiwaniach nabywców, co do standardu, lokalizacji lub wyposażenia danego lokalu. Na ceny mieszkań wpływ może mieć także dostępność oraz kształt programów rządowych wspierających zakup oraz wynajem mieszkań takich jak „Mieszkanie dla Młodych” lub „Mieszkanie Plus”. Rządowe programy wspierania budownictwa mieszkaniowego wpływają na wielkość i strukturę popytu na lokale mieszkalne, co w konsekwencji przekładać się może na ich ceny. Program „Mieszkanie dla Młodych” który pozytywnie wpływał na rynek deweloperski w poprzednich latach nie będzie kontynuowany po roku 2017, natomiast nowy program „Mieszkanie Plus” jest dopiero w fazie pilotażowej. Brak pewności, co do ostatecznego kształtu tego programu niesie za sobą ryzyko, że jego realizacja może obniżyć ceny mieszkań. W przypadku spadku cen rynkowych Grupa Kapitałowa może nie być w stanie sprzedać oferowanych mieszkań po zaplanowanych cenach w określonym czasie.

Może to mieć istotny negatywny wpływ na działalność, sytuację finansową, wyniki oraz perspektywy rozwoju Grupy Kapitałowej.

#### **2.16. Ryzyko zmniejszenia dostępności kredytów mieszkaniowych**

Kryzys finansowy i spowolnienie gospodarcze mogą negatywnie wpływać na płynność i sytuację finansową nabywców mieszkań, co z kolei może skutkować osłabieniem popytu na mieszkania oferowane przez Grupę Kapitałową. Popyt na rynku mieszkaniowym jest w znacznym stopniu uzależniony także od dostępności kredytów mieszkaniowych i zdolności do ich obsługi. Grupa Kapitałowa współpracuje również z profesjonalnymi firmami zajmującymi się pozyskiwaniem kredytów hipotecznych dla nabywców mieszkań, aby ułatwić proces kredytowania nabywców mieszkań od Spółki. Spadek dostępności tych kredytów mógłby negatywnie wpłynąć na wielkość przychodów Grupy Kapitałowej.

Zdolność kredytowa kredytobiorców może ulec zmianie na skutek wzrostu kursów walutowych w przypadku kredytów denominowanych w walutach obcych lub zmian w polityce regulacyjnej zwłaszcza mającej wpływ na ocenę zdolności kredytowej kredytobiorców przez banki oraz odpowiadającej tej ocenie polityki banków w zakresie udzielania kredytów, w tym denominowanych w walutach obcych. Zdolność kredytowa kredytobiorców może ulec zmianie na skutek zmian w

zakresie minimalnego wkładu własnego określanego przez Komisję Nadzoru Finansowego lub innych instytucji regulacyjnych w zakresie rekomendacji dla banków kredytujących. Mogłoby to spowodować istotne obniżenie popytu na nowe mieszkania i mieć negatywny wpływ na działalność, wyniki, sytuację finansową oraz perspektywy rozwoju Grupy Kapitałowej.

#### **2.17 Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną**

Poziom przychodów Grupy Kapitałowej uzależniony jest od zamożności ludności w krajach, na których Grupa Kapitałowa prowadzi lub zamierza prowadzić działalność deweloperską, która zmienia się w zależności od koniunktury gospodarczej, w tym: dynamiki wzrostu gospodarczego, poziomu bezrobocia, konsumpcji indywidualnej, wskaźników optymizmu konsumentów, poziomu kursu euro wobec złotego oraz polityki fiskalnej państwa. Poziom przychodów Grupy Kapitałowej uzależniony jest także od dostępności kredytów mieszkaniowych dla klientów indywidualnych.

Dobra koniunktura gospodarcza zwiększa siłę nabywczą ludności, chęć poprawy warunków mieszkaniowych oraz skłonność do finansowania zakupu mieszkania kredytem i dostępność takiego finansowania. Przeciwnie, kryzys finansowy na rynkach światowych oraz następujący po nim kryzys długu zmusił banki do zaostrzenia polityki kredytowej (z uwagi na własną ocenę ryzyka oraz zaostrzone wymogi instytucji regulujących i nadzorujących rynek), pociągając za sobą zauważalne ograniczenie popytu na mieszkania, zmianę cen i marż oraz zmianę preferencji klientów na początku obecnej dekady.

Istnieje ryzyko, że w przypadku osłabienia lub ponownego pogorszenia koniunktury gospodarczej nastąpią widoczne wcześniej wahania popytu na nowe mieszkania oferowane przez Grupę Kapitałową, co wpłynie negatywnie na perspektywy rozwoju, osiągnięte wyniki i sytuację finansową Grupy Kapitałowej.

#### **2.18 Ryzyko konkurencji**

Sytuacja na rynku finansowym na przestrzeni kryzysu finansowego w latach 2007-2011 charakteryzowała się ograniczeniem skłonności instytucji finansowych do udzielania zarówno kredytów hipotecznych dla klientów indywidualnych, jak i kredytów dla deweloperów. Ograniczenie popytu na nieruchomości będące skutkiem sytuacji na rynku finansowym oraz trudności deweloperów w pozyskaniu finansowania doprowadziły do wzrostu konkurencji na rynku deweloperów mieszkaniowych. Doprowadziło to do spadków cen mieszkań, co przełożyło się na spadek marż deweloperskich. Utrzymywanie się niskiej skłonności banków do finansowania zakupu nieruchomości w przyszłości może doprowadzić do wzrostu konkurencyjności na rynku związanego z jednoczesną presją na obniżanie cen mieszkań, a w konsekwencji na ograniczanie marż deweloperów.

#### **2.19 Ryzyko związane z ustawą o ochronie praw nabywców mieszkań**

W dniu 29 kwietnia 2012r. weszła w życie ustawa z dnia 16 września 2011 roku o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego, tzw. ustawa deweloperska. Ustawa reguluje stosunki między deweloperami a kupującymi mieszkania osobami fizycznymi. Ustawa wprowadza dla deweloperów szereg obowiązków i ograniczeń o różnym stopniu kosztowności i uciążliwości, w tym, m.in.:

- umowa deweloperska zawierana z nabywcą wymaga formy aktu notarialnego, a roszczenie nabywcy o wybudowanie budynku, wyodrębnienie lokalu mieszkalnego i przeniesienie prawa własności tego lokalu oraz praw niezbędnych do korzystania z lokalu na nabywcę wymaga uwzględnienia w księdze wieczystej,
- wpłaty klientów mogą być objęte przez dewelopera gwarancją bankową lub ubezpieczeniową, umożliwiającą zwrot wpłaconych środków w przypadku ogłoszenia upadłości dewelopera, albo odstąpienia przez nabywcę od umowy deweloperskiej,

- deweloper zobowiązany jest do przygotowania prospektu informacyjnego o inwestycji oraz udostępnić informacje o swojej sytuacji prawno-finansowej
- środki od klientów muszą być obowiązkowo wpłacane na rachunki powiernicze.

Klient dewelopera wpłaca kolejne raty na specjalny rachunek, a bank przekazuje pieniądze deweloperowi po ukończeniu poszczególnych etapów budowy lub dopiero na zakończenie inwestycji. Ustawa przewiduje cztery formy przechowywania środki od klientów:

- na zamkniętym rachunku powierniczym,
- na otwartym rachunku powierniczym z gwarancją ubezpieczeniową,
- na otwartym rachunku powierniczym z gwarancją bankową,
- na otwartym rachunku powierniczym.

W przypadku zastosowania rachunku zamkniętego wypłata zdeponowanych środków następuje jednorazowo, po przeniesieniu praw do lokali na nabywców. Z rachunku otwartego deweloper otrzymuje środki zgodnie z postępowaniem robót budowlanych. Deweloper ma prawo dysponować środkami wypłacanymi z otwartego mieszkaniowego rachunku powierniczego, wyłącznie w celu realizacji przedsięwzięcia deweloperskiego, dla którego prowadzony jest ten rachunek. Dodatkowa gwarancja ma natomiast zabezpieczyć nabywcę na wypadek upadłości firmy. Grupa Kapitałowa do rozliczania prowadzonej działalności prowadzi rachunki powiernicze otwarte w PKO Banku Polskim oraz Banku Spółdzielczym w Ostrowi Mazowieckiej.

Obowiązek stosowania rachunków powierniczych dla deweloperów powoduje konieczność uzupełnienia brakującego finansowania ze środków własnych lub poprzez finansowanie dłużne oraz konieczność ponoszenia opłat za usługi świadczone przez bank. Wiąże się to ze wzrostem kosztów Grupy Kapitałowej, co może negatywnie przełożyć się na jej wyniki finansowe.

Dodatkowo w Ustawie przewidziano obowiązek uprzedniego uzyskania decyzji o pozwoleniu na użytkowanie przed dokonaniem odbioru takiego lokalu oraz przed zawarciem umowy przenoszącej własność lokalu, co wydłuża okres obiegu gotówki i ma wpływ na bieżącą sytuację płynności Grupy Kapitałowej.

## 2.20 Ryzyko postawienia zarzutu stosowania niedozwolonych klauzul umownych

Ryzyko wiąże się z przepisami ustawy z dnia 16 lutego 2007 roku o ochronie konkurencji i konsumentów. Prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK) może nałożyć na przedsiębiorcę karę w wysokości nie większej niż 10% obrotu osiągniętego w roku rozliczeniowym poprzedzającym rok nałożenia kary, jeżeli przedsiębiorca ten, chociażby nieумыślnie, dopuścił się praktyki naruszającej zbiorowe interesy konsumentów. Przez praktykę naruszającą zbiorowe interesy konsumentów rozumie się godzące w nie sprzeczne z prawem lub dobrymi obyczajami zachowanie przedsiębiorcy.

Ryzyko nałożenia na Grupę Kapitałową kary wskazanej powyżej wynika z dwóch czynników. Po pierwsze, katalog zachowań będących praktykami naruszającymi zbiorowe interesy konsumentów nie jest zamknięty, ustawa wylicza takie praktyki tylko przykładowo. Oznacza to, że UOKiK może uznać określone zachowanie rynkowe podmiotów Grupy Kapitałowej i za praktyki naruszające zbiorowe interesy konsumentów, mimo że nie jest ono wyraźnie wskazane w ustawie i nałożyć karę na podmioty Grupy Kapitałowej, chociażby podmioty te stosowały taką praktykę nieумыślnie. Po drugie, ryzyko polega na możliwości uznania klauzul umownych zawartych we wzorcach umów, stosowanych przez podmioty Grupy Kapitałowej za klauzule niedozwolone. Zdecydowana większość umów zawieranych przez podmioty Grupy Kapitałowej to umowy z konsumentami. Postanowienia umieszczone w rejestrze postanowień niedozwolonych interpretowane są rozszerzająco i za niedozwolone uznaje się nie tylko postanowienia o brzmieniu pokrywającym się z postanowieniem figurującym w tym rejestrze, lecz także postanowienia podobne. Zakres podobieństwa postanowienia umownego stosowanego przez przedsiębiorcę do postanowienia wpisanego do rejestru może decydować o uznaniu danego postanowienia za niedozwolone. Nawet



jeśli w ocenie Spółki postanowienia umowne stosowane przez jej podmioty w umowach z konsumentami nie są podobne do postanowień wpisanych do rejestru, istnieje ryzyko, iż UOKiK zakwalifikuje określone postanowienie za niedozwolone i na tej podstawie nałożyć na podmioty Grupy Kapitałowej karę, co w konsekwencji może negatywnie na wyniki finansowe Grupy Kapitałowej.

## **2.21 Ryzyko związane z postępowaniem administracyjnym w zakresie prawa zagospodarowania nieruchomości oraz prawa budowlanego**

Działalność Grupy Kapitałowej w zakresie inwestycji budowlanych wiąże się z koniecznością uzyskania stosownych decyzji i zezwoleń administracyjnych. Grupa Kapitałowa musi uzyskiwać decyzje dotyczące chociażby ustalenia sposobu przeznaczenia nieruchomości, na której ma zostać zrealizowany określony projekt inwestycyjny, określenia środowiskowych warunków realizacji przedsięwzięcia, zatwierdzenia projektu budowlanego przedłożonego przez inwestora i udzielenia zgody na realizację inwestycji na jego podstawie, w tym decyzji o warunkach zabudowy dla nieruchomości nieobjętych miejscowym planem zagospodarowania przestrzennego oraz pozwolenia na budowę. Proces inwestycyjny może wiązać się z koniecznością dokonania dodatkowych uzgodnień, uzyskania opinii, czy zgody właścicieli lub posiadaczy sąsiednich nieruchomości. Może to utrudnić realizację projektu deweloperskiego. Co więcej, na działalność Grupy Kapitałowej prowadzoną za granicą istotny wpływ mogą mieć przepisy obowiązujące w miejscach realizacji inwestycji.

Dodatkowo zasady zagospodarowywania nieruchomości mogą podlegać okresowym zmianom. Stąd nie można wykluczyć, iż po nabyciu określonej nieruchomości przez podmioty Grupy Kapitałowej sposób jej dopuszczalnego zagospodarowania zostanie zmieniony lub ograniczony. Wystąpienie takiej okoliczności może być wynikiem m.in. zmiany miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego, zmian otoczenia nieruchomości (np. poprzez lokalizację na sąsiednich nieruchomościach inwestycji ograniczających, choćby w sposób faktyczny, sposób korzystania z nabytej nieruchomości), zmianami przepisów prawa dotyczących zagospodarowania nieruchomości, czy też obciążeniem nabytej nieruchomości służebnościami na rzecz sąsiednich nieruchomości (zwłaszcza w postaci służebności drogi koniecznej). Może to utrudnić, opóźnić lub nawet uniemożliwić realizację planowanej inwestycji.

Dodatkowo w toku prowadzenia inwestycji istnieje ryzyko wstrzymania jej prowadzenia przez właściwe organy, np. wskutek protestów właścicieli lub posiadaczy sąsiednich nieruchomości.

Po zakończeniu procesu budowlanego konieczne jest uzyskanie pozwolenia na użytkowanie. Dodatkowo w trakcie procesu inwestycyjnego w niektórych przypadkach koniecznym jest uzyskanie decyzji o podziale nieruchomości, zaś w każdym przypadku dla obrotu wybudowanymi lokalami niezbędne jest uzyskanie zaświadczeń o samodzielności lokali.

Nie można wykluczyć, że w związku z realizacją procesu inwestycyjnego uzyskanie powyższych decyzji administracyjnych np. w postaci decyzji o warunkach zabudowy, decyzji środowiskowej, decyzji o pozwoleniu na budowę lub decyzji o pozwoleniu na użytkowanie nie będzie możliwe w zakładanym terminie lub też nie będzie możliwe w ogóle wskutek np. niespełnienia przez podmioty Grupy Kapitałowej wymagań niezbędnych do uzyskania powyższych decyzji. Uzyskiwanie stosownych aktów administracyjnych wiąże się z często długotrwałymi postępowaniami administracyjnymi, co powoduje powstanie ryzyka braku możliwości zakończenia poszczególnych faz inwestycji w zakładanych przez Grupę Kapitałową terminach. W szczególności opóźnienie w wydaniu decyzji o pozwolenie na użytkowanie przez uprawniony organ może przesunąć datę podpisywania protokołów przekazania lokali mieszkalnych i niemieszkalnych czy miejsc parkingowych, która stanowi równocześnie datę księgowania przychodów ze sprzedaży mieszkań i lokali. Niekorzystnie na proces inwestycyjny realizowany przez Grupę Kapitałową mogą wpływać również trudności w dostosowaniu podmiotów Grupy Kapitałowej do odmiennych niż obowiązujące na rynku polskim wymogów prawnych właściwych dla lokalizacji zagranicznych inwestycji Grupy Kapitałowej.

Powyższe czynniki mogą mieć negatywny wpływ na rozwój Grupy Kapitałowej i osiągnięte przez niego wyniki finansowe.

## **2.22 Ryzyko związane z interpretacją, stosowaniem i zmianami przepisów prawa, w tym prawa podatkowego**

Obowiązujące w Rzeczypospolitej Polskiej przepisy prawa, w tym przepisy prawa podatkowego, charakteryzują się relatywnie dużą zmiennością. Istotnym ryzykiem jest również znaczna rozbieżność w zakresie interpretacji przepisów, w tym przepisów podatkowych. W zakresie prawa podatkowego ryzyko wystąpienia negatywnych konsekwencji jest spowodowane możliwością m.in. wzrostu stawek podatków, którym podlega Grupa Kapitałowa. Dotyczy to w szczególności stawek podatku dochodowego od osób prawnych, podatku od nieruchomości oraz podatku od towarów i usług. Znaczące ryzyko dla działalności Grupy Kapitałowej stanowią również zmiany prawa administracyjnego, w szczególności w zakresie prawa budowlanego, które mogą zwiększać koszty realizacji poszczególnych inwestycji lub wręcz uniemożliwiać ich realizację. W przypadku nowych przepisów prawa budzących wątpliwości interpretacyjne, może pojawić się stan niepewności co do obowiązującego stanu prawnego i wynikających z tego skutków, co z kolei może pociągnąć za sobą czasowe wstrzymanie działalności Spółki lub realizacji jej inwestycji w obawie przed niekorzystnymi skutkami stosowania niejasnych regulacji.

Dodatkowo, negatywne konsekwencje mogą także wynikać ze zmian zachodzących w prawie pracy i prawie ubezpieczeń społecznych, regulacjach dotyczących wynagrodzenia notariusza (tzw. taksa notarialna) oraz prawie ochrony środowiska, które mogą wiązać się z koniecznością ponoszenia przez Spółkę dodatkowych kosztów.

Zmiany w zakresie interpretacji, stosowania prawa, jak i same zmiany przepisów prawa, w tym prawa podatkowego, mogą mieć istotny, negatywny wpływ na działalność, sytuację finansową, wyniki lub perspektywy Grupy Kapitałowej.

## **2.23 Ryzyko związane z dokonywaniem transakcji ze spółkami powiązаныmi**

Grupa Kapitałowa zawiera i będzie w przyszłości zawierać transakcje z podmiotami powiązаныmi. Zawierając i realizując transakcje z podmiotami powiązаныmi, Grupa Kapitałowa dba w szczególności o zapewnienie, aby transakcje te przeprowadzane były na warunkach rynkowych, były zgodne z obowiązującymi przepisami dotyczącymi cen transferowych oraz żeby przestrzegane były wszelkie wymogi dokumentacyjne odnoszące się do takich transakcji. Niemniej jednak, ze względu na szczególny charakter transakcji z podmiotami powiązаныmi, złożoność przepisów prawnych regulujących metody badania stosowanych cen oraz ciążące na podatnikach obowiązki dokumentacyjne, jak też mogące istnieć trudności w zidentyfikowaniu porównywalnych transakcji do celów odniesień, nie można wykluczyć, że Grupa Kapitałowa zostanie poddana analizie przez organy podatkowe, w tym organy kontroli skarbowej.

Ewentualne zakwestionowanie metod określenia warunków rynkowych w zakresie powyższych transakcji oraz zgodności z przepisami prawa prowadzonej dokumentacji cen transferowych może spowodować powstanie po stronie Grupy Kapitałowej dodatkowych zobowiązań podatkowych. Jeśli niekorzystne decyzje organów podatkowych dotyczyłyby znacznej części transakcji Spółki, mogłoby to mieć istotny negatywny wpływ na działalność, sytuację finansową i wyniki Grupy Kapitałowej.

## **2.24 Ryzyko związane z konfliktem interesów pomiędzy obowiązkami członków organów spółek Grupy Kapitałowej, a ich prywatnymi interesami lub innymi obowiązkami**

Istnieją powiązania rodzinne pomiędzy członkami Zarządu i Rady Nadzorczej Spółki. Przewodniczący Rady Nadzorczej Pan Józef Jasiński oraz Członek Rady Nadzorczej Pani Krystyna

Jasińska są rodzicami Prezesa Zarządu Spółki Pana Michała Jasińskiego. Jednocześnie, wszystkie ze wskazanych powyżej osób są współnikami spółki Victoria Dom Holding sp. z o.o. (dawniej JKM sp. z o.o.) z siedzibą w Warszawie, która jest jedynym akcjonariuszem Spółki i sprawuje bezpośrednią kontrolę nad Spółką. Dodatkowo, Prezes Zarządu Spółki pełni jednocześnie funkcję prezesa zarządu spółki Victoria Dom Holding sp. z o.o. Ponadto, Pani Monika Jasińska – współnik spółki Victoria Dom Holding sp. z o.o., pełniąc funkcję członka jej zarządu, jest córką członków Rady Nadzorczej Spółki - Pani Krystyny Jasińskiej i Pana Józefa Jasińskiego oraz siostrą Prezesa Zarządu Spółki – Pana Michała Jasińskiego.

W związku z powyższym istnieje potencjalne ryzyko wystąpienia konfliktu interesów, który mógłby polegać na kolizji pomiędzy obowiązkiem działania przez członków organów spółek Grupy Kapitałowej w interesie poszczególnych Spółek lub zachowywania niezależności, a obowiązkiem działania w interesie innego podmiotu, zobowiązaniami rodzinnymi lub interesami osobistymi. Interesy tych osób lub podmiotów nie muszą być tożsame z interesami wszystkich spółek Grupy Kapitałowej. Istnieje zatem hipotetyczne ryzyko, że w sytuacji wystąpienia konfliktu interesów, konflikt ten zostanie rozstrzygnięty na niekorzyść Grupy Kapitałowej.

### **3. PRZEWIDYWANY DALSZY ROZWÓJ GRUPY KAPITAŁOWEJ**

Grupa Kapitałowa zakłada kontynuowanie działalności związanej z budową domów jednorodzinnych i budynków wielorodzinnych na terenie całej aglomeracji warszawskiej oraz wyjście na inne rynki nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych.

Nabywcami nieruchomości oferowanych przez Spółkę są klienci indywidualni, poszukujący mieszkań o wysokim standardzie, w zacisznej lokalizacji. Liczba potencjalnych nabywców zależy od wielkości danej inwestycji może wynosić od kilkudziesięciu do kilkuset nabywców. Aktualna oferta skierowana jest na rynek lokalny (warszawski), jednak w przyszłości Grupa Kapitałowa nie wyklucza dalszej ekspansji poza granice aglomeracji warszawskiej.

### **4. WAŻNIEJSZE OSIĄGNIĘCIA W DZIEDZINIE BADAŃ I ROZWOJU**

Grupa Kapitałowa nie prowadziła w 2017 roku działalności w zakresie badań i rozwoju, a koncentrowała się na działalności operacyjnej w zakresie budowy osiedli mieszkaniowych.

### **5. UDZIAŁY WŁASNE**

W trakcie 2017 roku Spółka nie nabywała i nie zbywała akcji własnych.

### **6. AKTUALNA I PRZEWIDYWANA SYTUACJA FINANSOWA**

Grupa Kapitałowa prowadzi rentowną działalność osiągając ponadprzeciętne w branży zwroty z kapitału oraz ponadprzeciętną rentowność na poziomie netto. Zobowiązania długoterminowe Grupy Kapitałowej na dzień 31 grudnia 2017r. wyniosły 97,2 mln zł, w tym: zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych 81,1 mln zł. Pozostałe zobowiązania długoterminowe stanowią głównie zatrzymane umowne kaucje gwarancyjne oraz leasing środków transportu.

Zobowiązania krótkoterminowe na dzień 31 grudnia 2017r. wyniosły 42,5 mln zł i składały się na nie w głównej mierze zobowiązania z tytułu dostaw i usług (stanowiły 44% zobowiązań krótkoterminowych) oraz emisji dłużnych papierów wartościowych (38%), podlegających spłacie w czerwcu 2018r. Pozostała kwota dotyczyła zobowiązań z tytułu umownych kaucji gwarancyjnych, podatków i leasingu (stanowiły one odpowiednio 8%, 7% i 3% zobowiązań krótkoterminowych). Rozliczenia międzyokresowe wynikają z prowadzącej działalności deweloperskiej i otrzymywanych zaliczek na poczet realizowanych inwestycji, które wyniosły na koniec grudnia 2017r. – 41,1 mln zł, w tym długoterminowe 26,8 mln zł, a krótkoterminowe 14,3 mln.

Na dzień sporządzenia sprawozdania nie występuje zagrożenie utraty zdolności wywiązywania się z zaciągniętych zobowiązań. Grupa Kapitałowa posiada pokrycie finansowe na spłaty zadłużenia zgodnie z harmonogramami.

W skład przedsiębiorstwa nie wchodzi wewnętrzne jednostki organizacyjne sporządzające samodzielne sprawozdania finansowe.

## 7. INSTRUMENTY FINANSOWE

Na dzień 31.12.2017r. Spółka korzystała z następujących form finansowania:

- Niezabezpieczone obligacje serii C w wysokości 15,0 mln złotych z terminem spłaty w czerwcu 2018r.
- Zabezpieczone obligacje serii D w wysokości 20,0 mln złotych z terminem spłaty w czerwcu 2020r.
- Niezabezpieczone obligacje serii E w wysokości 6,06 mln złotych z terminem spłaty w lutym 2021r.
- Zabezpieczone obligacje serii F w wysokości 20,0 mln złotych z terminem spłaty w marcu 2021r.
- Niezabezpieczone obligacje serii G w wysokości 10,0 mln złotych z terminem spłaty w czerwcu 2021r.
- Niezabezpieczone obligacje serii H w wysokości 5,0 mln złotych z terminem spłaty w czerwcu 2021r.
- Zabezpieczone obligacje serii I w wysokości 20,0 mln złotych z terminem spłaty w październiku 2021r.

Spółka była emitentem w/w instrumentów finansowych. Wartość oprocentowania w/w instrumentów finansowych oparta jest o zmienną stawkę WIBOR oraz stałą marżę. Grupa Kapitałowa nie dokonywała zabezpieczenia zmiennej stopy WIBOR w trakcie 2017r. oraz nie stosowała rachunkowości zabezpieczeń.

## 8. WSPÓŁCZYNNIKI FINANSOWE PREZENTOWANE W ZWIĄZKU Z OBOWIĄZKAMI WYNIKAJĄCYMI Z WARUNKÓW EMISJI OBLIGACJI

Poniżej prezentowane są współczynniki finansowe długu netto wyliczone w oparciu o dane skonsolidowane Grupy Kapitałowej na dzień 31 grudnia 2017r., w związku z obowiązkami wynikającymi z warunków emisji obligacji serii C, D, E, F, G, H i I:

- Dług Netto / EBITDA 12M 0,96 (dopuszczalna wartość <4)
- Dług Netto / Aktywa Operacyjne 0,39 (dopuszczalna wartość < 0,6)

Jednocześnie działając w imieniu emitenta Victoria Dom SA z siedzibą w Warszawie i powołując się na Warunki Emisji Obligacji serii F wyemitowanych w dniu 15 marca 2017r. w punkcie 24 – Sprawozdania Finansowe, jak również Warunki Emisji Obligacji serii I wyemitowanych w dniu 13 października 2017r. w punkcie 23 – Sprawozdania Finansowe, Zarząd Victoria Dom S.A. oświadcza iż nie wystąpiły zdarzenia wymienione w pkt. 15.3 wyżej powołanych Warunków Emisji Obligacji.

Prezes Zarządu

Michał Jasinski

.....

Wiceprezes Zarządu

Waldemar Wasiluk

.....

Członek Zarządu

Anna Mamcarz

.....

Warszawa, dnia 10 maja 2018 roku