

## Cavatina Holding S.A.

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

- Zgodnie z przygotowanym modelem potencjalnych przepływów pieniężnych, Spółka przy wskazanych założeniach będzie w stanie wykupić wszystkie aktualnie istniejące obligacje w wymaganym terminie. Założenia dotyczące modelu przedstawione są w odpowiednim rozdziale poniżej.
- Spółka od początku swojej działalności ukończyła budowę 12 budynków, z czego 5 zostało sprzedanych (83,8 tys. m<sup>2</sup> GLA), pozostałe zakończone inwestycje utrzymywane są na bilansie, a Spółka oczekuje na korzystne warunki dla ich sprzedaży, lub dąży do zwiększenia ich poziomu komercjalizacji. W budowie znajduje się aktualnie 11 budynków (224,5 tys. m<sup>2</sup> GLA). Planowane do rozpoczęcia w 2022 i 2023 r. jest kolejne 7 nieruchomości.
- Główną przewagą grupy jest realizowanie wysokich marż (w okolicach 30-45%) na projektach względem konkurencyjnych spółek. Możliwe jest to przede wszystkim dzięki posiadaniu własnego GW.
- Dług netto grupy na koniec 3Q21 wyniósł 854 mln zł i implikował stosunek zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 0,87x.
- Główną formą finansowania działalności Spółki są kredyty, które odpowiadały za 65% zadłużenia finansowego, są to przede wszystkim długoterminowe kredyty budowlane/inwestycyjne, których wymagalność przypada po 2026 roku. W strukturze finansowania coraz większy udział stanowią obligacje, aktualnie odpowiadają one za 7% zadłużenia finansowego, jednak Spółka w kolejnych okresach planuje zwiększać udział obligacji w strukturze finansowania.
- Aktualnie ok. 50% zadłużenia jest denominowane w walucie innej niż PLN. Spółka zakłada, że struktura walutowa zadłużenia będzie coraz bardziej zmieniać się w stronę większego finansowania w EUR. Stopy procentowe w strefie Euro są nadal niskie (EURIBOR 3m -0,55% na 20.01.2022r.) i stabilne, a zacieśnianie polityki pieniężnej najprawdopodobniej nastąpi dużo później niż w Polsce. Ponadto zarówno płatność czynszów jak i sprzedaż budynków następuje w EUR, przez co Spółka nie jest narażona na dodatkowe ryzyko walutowe.

### PROFIL SPÓŁKI:

Deweloper realizujący projekty biurowe na terenie całej Polski.

### Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
C	9,6	x
E	20	8,53
E1	20,5	9,41
F	20,5	x
F1	56,1	x
Suma	126,7	

## Opis Spółki

Grupa Kapitałowa Cavatina Holding S.A. jest ogólnopolskim deweloperem na rynku nieruchomości komercyjnych realizującym projekty biurowe od 2015 roku (z uwzględnieniem działalności Cavatina sp. z o.o., której kluczowe aktywa zostały wniesione aportem do Spółki w latach 2017-2018).

Spółka koncentruje się na realizacji dużych projektów biurowych, których powierzchnia wynosi od ok. 20 tys. m<sup>2</sup> GLA (pojedyncze budynki) do 100 tys. m<sup>2</sup> GLA (kompleksy budynków biurowych tzw. parki biurowe, możliwe do realizacji etapami). Obiekty realizowane przez Grupę to wyłącznie budynki biurowe klasy A.

Model biznesowy spółki zakłada przeprowadzenie komercjalizacji powierzchni biurowych, zarządzanie posiadanymi nieruchomościami w okresie od zakończenia komercjalizacji do sprzedaży tj. w okresie eksploatacji budynku, a ostatecznie sprzedaż skomercjalizowanych obiektów po otrzymaniu korzystnej oferty.

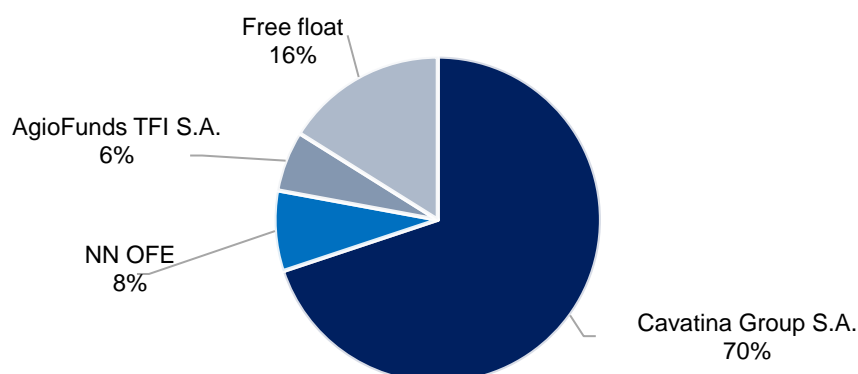
Spółka posiada także własne zasoby umożliwiające pełnienie funkcji generalnego wykonawcy w pełnym wymiarze dla każdego z projektów. Cechą wyróżniającą Grupę jest także samodzielne i kompleksowe projektowanie w zakresie architektury i konstrukcji oraz aranżacji wnętrz planowanych obiektów we własnym biurze projektowo-architektonicznym.

Od 2015 roku do dnia sporządzenia sprawozdania Grupa zakończyła budowę dwunastu nieruchomości biurowych o łącznej powierzchni ponad 190 tys. m<sup>2</sup> GLA, z czego pięć zostało już sprzedanych (ponad 80 tys. GLA o łącznej wartości ponad 900 mln zł). Spółka prowadzi działalność w największych miastach w Polsce (Warszawa, Kraków, Łódź, Wrocław, Katowice, Gdańsk) oraz w Bielsku-Białej. Celem strategicznym Spółki jest dalsza ekspansja na rynku biurowym w Polsce, rozwój portfela budynków biurowych klasy A i osiągnięcie do końca 2025 roku poziomu 1 mln m<sup>2</sup> GLA projektów (rozumianego jako projekty zakończone, znajdujące się w trakcie realizacji oraz zabezpieczone poprzez m. in. posiadanie PSPA w zakresie akwizycji gruntu).

Dnia 23 lipca 2021 r. Spółka zadebiutowała na warszawskiej giełdzie. Oferta obejmowała 7,5 mln akcji których cena emisyjna wyniosła 25 zł, tym samym całkowita wartość oferty wyniosła 187,5 mln zł brutto (do inwestorów instytucjonalnych trafiło ok. 88% oferowanych akcji, pozostała część trafiła do klientów indywidualnych). Obligacje Spółki są notowane na rynku Catalyst od stycznia 2021 roku.

Jednostką dominującą najwyższego szczebla jest Cavatina sp z o.o., jednostką bezpośrednio dominującą jest Cavatina Group S.A., która posiada 69,9% akcji Spółki. Pozostałe 30,1% akcji jest notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych, gdzie poziom 5% zaangażowania przekroczyły NN OFE oraz Value FIZ.

Wykres: Struktura akcjonariatu Cavatina Holding S.A.



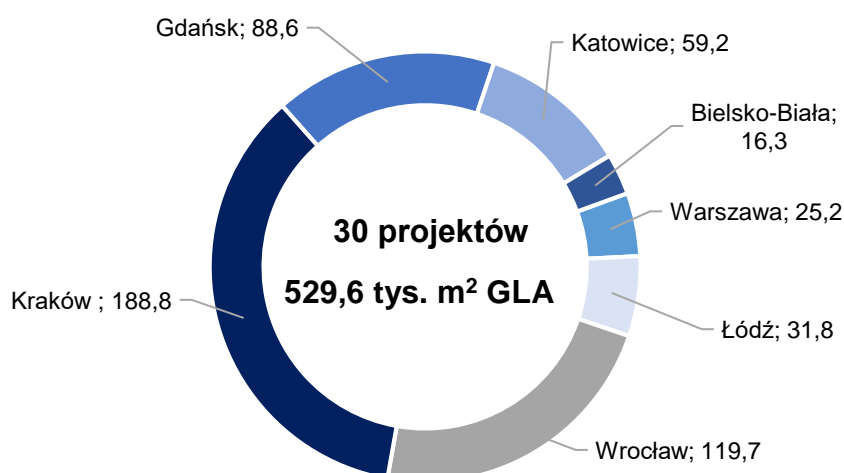
Źródło: Dane Spółki

Cavatina sp z o.o. (poręczyciel notowanych serii obligacji Spółki) jest jednostką dominującą całej grupy Cavatina, w której to można wyodrębnić dwa segmenty działalności. Spółka Cavatina Holding jest jednostką dominującą (holdingową) dla grupy kapitałowej Cavatina Holding S.A. i odpowiada za projekty komercyjne (biurowe), natomiast Resi Capital S.A. jest spółką dominującą (siostrzaną wobec Cavatina Holding S.A.) nowej grupy kapitałowej odpowiedzialnej za projekty mieszkaniowe (najem profesjonalny – Private Rented Sector (PRS)), którą to Cavatina chce dynamicznie rozwijać w najbliższym czasie – zgodnie z planami zarządu w 2022 r. nastąpi całościowe odseparowanie tych grup kapitałowych, a segment najmu będzie niezależny od segmentu biurowego, w tym przede wszystkim będzie posiadał własne GW.

Większościowym udziałowcem kontrolującym Cavatina sp. z o.o. jest Pan Michał Dziuda – założyciel Cavatiny, a także założyciel i były wieloletni prezes Murapolu.

## Projekty komercyjne

Wykres: Projekty inwestycyjne Cavatina Holding S.A. w podziale na lokalizację (zakończone, w budowie, planowane)



Źródło: Dane Spółki

Strategia spółki zakłada przeprowadzenie komercjalizacji powierzchni biurowych, zarządzanie posiadanymi nieruchomościami, a ostatecznie sprzedaż skomercjalizowanych obiektów po otrzymaniu korzystnej oferty. Spółka od początku swojej działalności ukończyła budowę 12 budynków, z czego 5 zostało sprzedanych (83,8 tys. m² GLA), pozostałe zakończone inwestycje utrzymywane są na bilansie, a Spółka oczekuje na korzystne warunki dla ich sprzedaży, lub dąży do zwiększenia poziomu ich komercjalizacji. W budowie znajduje się aktualnie 11 budynków (224,5 tys. m² GLA). A planowane do rozpoczęcia w 2022 i 2023 r. jest kolejne 7 projektów.

Pandemia Covid wpłynęła na działalność Spółki (i całego rynku nieruchomości komercyjnych), w tym przede wszystkim na tempo komercjalizacji, warunki sprzedaży nieruchomości czy też dostępność kredytów. Pomimo pandemii w 2020 r. miały miejsce dwie transakcje sprzedaży nieruchomości (Equal Business Park A-C oraz 65% udziałów w spółce będącej właścicielem budynku Chmielna 89 w Warszawie). Pod koniec 2019 r. sprzedany miał zostać również budynek Tischnera Office w Krakowie, jednak do transakcji ostatecznie nie doszło (ze względu na pandemię). Od tej pory Spółce nie udało się sprzedać któregoś z pozostałych projektów. Spółka nie dąży jednak za wszelką cenę do sprzedaży nieruchomości w czasie pandemii, strategia zakłada refinansowanie poniesionych nakładów i przeczekanie kilku miesięcy w celu uzyskania lepszej ceny. Sprzedaż nieruchomości planowana jest po uzyskaniu co najmniej ok. 85-90% komercjalizacji. Planując kolejne projekty, Spółka chce mocniej zaznaczyć swoją obecność w Warszawie i Katowicach.

*Tabela: Projekty zakończone i sprzedane na dzień 30.09.2021*

Zakończone i sprzedane			
	<i>Diamantum Office</i>	<i>Equal Business Park A-C</i>	<i>Chmielna 89</i>
GLA**	9 300	49 300	25 200
Cena sprzedaży (tys. PLN)	78 265	432 929	426 000*
NOI (tys. EUR)***	1 550	8 650	6 000
Data zakończenia	2Q 2018	4Q 2018	2Q 2020
Data sprzedaży	3Q 2019	2Q 2020	3Q 2020

\* wartość godziwa nieruchomości na dzień utraty kontroli nad spółką zależną (sprzedaż poprzez zbycie udziałów w SPV)

\*\* GLA (Gross Leasable Area) – Powierzchnia najmu brutto

\*\*\* Net Operating Income (NOI) w ujęciu rocznym - W przypadku projektów w budowie i planowanych podano wartości NOI zakładające pełne obłożenie każdego z budynków. W przypadku projektów zakończonych podano wartości NOI zakładające skomercjalizowanie pustej powierzchni na warunkach zbliżonych do dotychczas zawartych umów.

*Tabela: Projekty zakończone i pozostające na bilansie na dzień 30.09.2021*

Zakończone i pozostające na bilansie							
	<i>Tischnera Office</i>	<i>Carbon Tower</i>	<i>Global Office Park C</i>	<i>Equal Business Park D</i>	<i>Palio A</i>	<i>Ocean Office Park A</i>	<i>Cavatina Hall</i>
GLA	33 600	19 100	4 000	11 400	16 500	13 000	11 500
NOI (tys. EUR)	6 050	3 350	650	2 020	2 860	2 250	1 950
Wartość bilansowa (tys. PLN)	315 802	170 886	37 115	83 956	140 224	108 802	109 461
Dług projektowy (tys. PLN)	159 961**	107 102	0**	47 512	58 151	0	59 773
Status pozyskiwania finansowania	kredyt inwestycyjny	kredyt inwestycyjny	kredyt budowlany	kredyt budowlany	kredyt budowlany	decyzja kredytowa	kredyt obrotowy*
Poziom najmu (%)	78%	98%	100%	50%	43%	44%	83%
WAULT***	6,8	5,1	5,1	5,7	5,5	6,7	8,2
Data zakończenia	4Q 2019	2Q 2019	Q4 2020	Q1 2021	Q1 2021	Q3 2021	Q4 2021

\* kredyt zabezpieczony na inwestycji pozyskany w formie finansowania obrotowego na poziomie spółki Cavatina Holding S.A.

\*\* kredyt pozyskany po dniu bilansowym (refinansowanie poniesionych nakładów) – szczegóły w rozdziale: Zadłużenie

\*\*\* WAULT (Weighted Average Unexpired Lease Term) – średni ważony okres najmu

**Tabela: Projekty w budowie na dzień 30.09.2021**

W budowie											
	Global Office Park A1	Global Office Park A2	Cavatina Hall B	Palio Office Park B	Palio Office Park C	Ocean Office Park B	Quorum D	Quorum A	Quorum B	WiMa A	WiMa D
GLA	27 300	27 900	4 800	7 700	12 800	26 500	16 300	18 200	51 200	29 900	1 900
Docelowy NOI (tys. EUR)	4 830	4 830	820	1 320	2 230	4 720	2 960	3 330	9 370	5 110	320
Wartość bilansowa (tys. PLN)	188 766	185 634	1 350	23 431	6 699	59 569	72 529	26 617	71 789	33 893	3 287
Dług projektowy (tys. PLN)	-	-	-	-	-	24 240	25 980***	-	-	-	-
Budżet inwestycyjny (tys. PLN)*	266 728	269 565	38 450	64 431	107 086	244 838	162 277	175 064	556 486	258 581	17 586
Status pozyskiwania finansowania	kredyt budowlany***	kredyt budowlany***	w toku	kredyt budowlany	w toku	pożyczka refinansująca zakup gruntu	pożyczka budowlana***	w toku	w toku	w toku	w toku
Zaawansowanie budowy (%)	92%	94%	3%	83%	2%	18%	43%	1%	1%	5%	31%
Poziom najmu / przednajmu (%)	40%	60%**	61%	21%	0%	34%	26%	0%	0%	0%	100%
Planowana data zakończenia	2Q 2022	2Q 2022	4Q 2022	1Q 2022	1Q 2023	1Q 2023	3Q 2022	4Q 2023	4Q 2024	4Q 2023	4Q 2022

\* na poziomie SPV (z uwzględnieniem marży GW)

\*\* umowa najmu z kluczowym najemcą przewiduje opcję ekspansji, która w razie realizacji zapewni 78% najmu

\*\*\* kredyty/pożyczki zawarte po dniu bilansowym w grudniu 2021 r.

**Tabela: Projekty planowane na dzień 30.09.2021**

Planowane							
	Palio Office Park D	Palio Office Park E	Palio Office Park F	Palio Office Park G+H	Ocean Office Park D	Quorum E	Kraków Office Park
GLA	23 400	7 900	8 700	11 600	5 000	5 600	50 000
Docelowy NOI (tys. EUR)	4 250	1 430	1 550	2 050	890	1 020	9 000
Budżet inwestycyjny (tys. PLN)*	195 749	66 108	76 305	100 006	48 250	51 460	453 500
Planowana data rozpoczęcia	1Q 2022	2Q 2022	3Q 2022	1Q 2023	4Q 2022	3Q 2022	2Q 2022
Planowana data zakończenia	1Q 2024	3Q 2023	4Q 2023	2Q 2024	4Q 2023	4Q 2023	2Q 2025

\* na poziomie SPV (z uwzględnieniem marży GW)

Źródło: Dane Spółki

## Potencjał do generowania gotówki

Tabela: Rachunek zysków i strat (w tys. zł)

	30.09.2021	30.09.2020	31.12.2020	31.12.2019
Zysk/(strata) brutto	147 525	67 758	199 777	198 257
Korekty	-248 450	-184 874	-342 281	-202 479
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-100 925	-117 116	-142 504	-4 222
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-375 689	294 668	196 839	-166 007
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	525 602	-109 909	-82 704	192 760
Łączny przepływ środków pieniężnych	48 988	67 643	-28 369	22 531

Źródło: Dane Spółki

Główną przewagą Grupy jest realizowanie wysokich marż na projektach w porównaniu do konkurencyjnych spółek. Możliwe jest to przede wszystkim dzięki posiadaniu własnego GW. Prace realizowane przez Cavatina GW ważą średnio 85% wskazanego w sprawozdaniach budżetu inwestycyjnego (Shell&core, Fit-out, projekt i pozwolenia), pozostałe 15% to grunt oraz koszty finansowe. Zgodnie ze sprawozdaniem Cavatina GW za lata 2019-2020 odnotowała marże brutto na poziomie ok. 32%. W związku z powyższym efektywne budżety inwestycyjne z perspektywy Grupy są niższe niż podawane w raportach (marża GW pozostaje w Grupie – nie jest to przepływ gotówkowy). Spółka dąży, aby 65% budżetu inwestycyjnego (niepomniejszonego o marżę GW) każdego projektu było finansowane zewnętrznie. Do czasu pozyskania kredytu (zależy to od: uwarunkowań rynkowych, postępów budowy, komercjalizacji) budynki wznoszone są za środki własne Spółki, które następnie są refinansowane (w zależności od terminu uzyskania finansowania).

Poniżej przedstawiam podsumowanie modelu potencjalnych przepływów pieniężnych w 3,25-letnim horyzoncie inwestycyjnym (do czasu spłaty ostatnich wymaganych obligacji – seria E1)

Tabela: Podsumowanie modelu potencjalnych przepływów pieniężnych (w tys. zł)

	3Q2021	2022	2023	2024	2025
Nakłady inwestycyjne		- 985 469	- 564 230	- 223 949	- 60 784
Kredyty budowlane		1 140 702	627 988	320 918	114 364
Przepływ finansowy		- 38 707	- 21 661	- 137 304	- 8 829
SG&A		- 40 000	- 30 000	- 30 000	- 30 000
Sprzedaż		113 282		50 000	
Przepływ pieniężny		189 808	12 097	- 20 335	14 752
Skumulowany	62 437	252 245	264 342	244 007	258 758

Źródło: obliczenia własne DM Michael/Ström na podstawie danych Spółki

### Założenia do modelu:

**Grunt:** Spółka nie kupuje nowych gruntów (poza ok. 40 mln zł, które pozostało do poniesienia na grunt z projektów planowanych).

**Podatki:** Kwestie podatkowe zostały pominięte.

### Sprzedaż:

- Sprzedaż projektu Carbon Tower w drugiej połowie 2022 roku po obecnej wycenie bilansowej (daje to yield efektywny ok. 9%, po wszystkich ew. potrąceniach z potencjalnej ceny sprzedaży) - przepływ ok. 64 mln zł,



- Sprzedaż zapasów do Resi Capital po ich wycenie księgowej na 30.09.2021 r. do końca 2022 roku (przepływ ok. 49 mln zł). Pozostałe do poniesienia po dniu bilansowym nakłady na Resi wynikające z zawartych i nieukończonych umów zostaną odsprzedane wg kosztów poniesionych (neutralny cashflow z perspektywy Spółki).
- Sprzedaż 35% udziałów w spółce Cavatina Office sp. z o.o. (Chmielna 89 Warszawa) – łączny dodatni przepływ ok. 50 mln zł.

#### **Obligacje, pożyczki:**

- Kredyty obrotowe są rolowane.
- Pożyczki, obligacje są spłacane w terminach wymagalności.
- WIBOR = 4%
- Spełnienie warunków zawieszających i pełne uruchomienie w 2022 r. 15,5 mln EUR kredytu na działalność inwestycyjną Grupy (kredyt związany z refinansowaniem projektu Tischnera pozyskany w styczniu 2022 r.) – spłata kredytu następuje poza horyzontem czasowym modelu.

#### **Projekty:**

- Realizacja wszystkich projektów zgodnie z harmonogramem Spółki,
- Finansowanie budowy kredytami obrotowymi pozyskiwanymi przez GW oraz zobowiązaniami handlowymi do momentu pozyskania finansowania bankowego (odpowiedni pre-lease),
- Finansowanie budowy kredytem w wysokości 65% budżetu inwestycyjnego po osiągnięciu odpowiedniego poziomu pre-lease (dla projektów bez przyznanego do tej pory finansowania),
- Konwersja kredytów budowlanych w kredyty inwestycyjne,
- Poziom najmu zapewniający przepływ równoważący ratę kredytu na dany projekt (brak nadwyżek z najmu),
- Marża GW = 25% budżetu inwestycyjnego.

**SG&A:** 30 mln zł rocznie, w 4Q21 10 mln zł.

**Dywidenda:** Brak wypłat dywidend.

**Okres:** do końca 2024 roku (spłata obligacji serii E1).

**Powyższe podsumowanie pokazuje, że Spółka przy wskazanych założeniach będzie w stanie wykupić wszystkie aktualnie istniejące obligacje w wymaganym terminie.**

Należy pamiętać, że model jest prognozą, która nie uwzględnia potencjalnych istotnych zdarzeń, które mogą mieć wpływ na rzeczywiste przepływy pieniężne w kolejnych latach jak np.:

- Przesunięcia terminu realizacji inwestycji,
- Istotny spadek popytu na najem powierzchni biurowej,
- Wzrost kosztów budowy, spadek marży,
- Zwiększanie wymagań banków, a tym samym późniejsze niż założone pozyskiwanie i uruchamianie kredytów.

Pozytywnie wpływ na przepływy finansowe mogą mieć natomiast:

- Pozyskanie nowego finansowania obligacyjnego,
- Sprzedaż dobrze skomercjalizowanych budynków, przede wszystkim dużego projektu Tischnera Office - Postpandemiczne odzicie rynku najmu, potencjalna luka podażowa w latach 2022-2023,
- Wolniejsze niż zakładane tempo komercjalizacji budynków może mieć pozytywny wpływ na przepływy względem modelu ze względu na mniejsze koszty fit-out (które stanowią ok. 25% budżetu).

Model nie uwzględnia potencjalnych wydatków i przepływów związanych z nowymi projektami Spółki z kolejnych faz inwestycyjnych (zakupy kolejnych gruntów, nakłady, finansowanie etc.).

## RZIS

Tabela: Rachunek przepływów pieniężnych (w tys. zł)

	30.09.2021	30.09.2020	31.12.2020	31.12.2019
<b>Przychody z najmu i aranżacji</b>	<b>28 223</b>	<b>39 606</b>	<b>59 021</b>	<b>35 116</b>
Koszty związane z najmem i aranżacjami	-17 253	-15 679	-26 070	-18 838
<b>Wynik z najmu i aranżacji</b>	<b>10 970</b>	<b>23 927</b>	<b>32 951</b>	<b>16 278</b>
<b>Zysk/strata z wyceny i sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych</b>	<b>177 552</b>	<b>93 161</b>	<b>233 801</b>	<b>217 998</b>
<b>Zysk/strata z nieruchomości inwestycyjnych</b>	<b>188 522</b>	<b>117 088</b>	<b>266 752</b>	<b>234 276</b>
Koszty ogólnego zarządu	-28 668	-13 936	-21 819	-24 359
Pozostałe przychody operacyjne	8 486	6 591	9 116	3 350
Pozostałe koszty operacyjne	-2 565	-6 057	-7 545	-2 512
<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	<b>165 775</b>	<b>103 686</b>	<b>246 504</b>	<b>210 755</b>
Przychody finansowe	1 826	1 923	3 976	8 269
Koszty finansowe	-29 682	-39 182	-49 909	-20 767
Udział w zyskach jednostek współkontrolowanych wycenianych metodą praw własności	9 606	1 331	-794	-
<b>Zysk brutto</b>	<b>147 525</b>	<b>67 758</b>	<b>199 777</b>	<b>198 257</b>
Podatek dochodowy	-29 171	-28 759	-54 064	-38 889
<b>Zysk netto z działalności kontynuowanej</b>	<b>118 354</b>	<b>38 999</b>	<b>145 713</b>	<b>159 368</b>

Źródło: Dane Spółki

Do 3Q21 Spółka wykazała w 2021 r. 28,2 mln zł przychodów z tytułu najmu i aranżacji (w samym 3Q było to 9,7 mln zł), co w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego oznacza spadek o 29%. Gorszy wynik wynika przede wszystkim z mniejszej ilości wynajmowanej powierzchni biurowej (w 2020 r. Grupa dokonała sprzedaży kompleksu biurowego Equal Business Park A-C o powierzchni 49 tys. m<sup>2</sup> GLA). Pomimo wystąpienia pandemii Covid-19 Spółka nie odnotowała istotnych opóźnień w płatnościach czynszów.

Na wynik finansowy Spółki w największym stopniu wpływa wycena nieruchomości inwestycyjnych znajdujących się aktualnie w portfelu Spółki. Wynik z wyceny rozpoznawany jest zgodnie z postępem prac budowlanych oraz podpisywaniem kolejnych umów najmu. Łączny zysk z wyceny nieruchomości inwestycyjnych od początku roku do dnia bilansowego wyniósł 177,6 mln zł (w samym 3Q było to 69 mln zł).



*Tabela: Rozpoznane marże na projektach inwestycyjnych (30.09.2021)*

Projekt	Marża*
Diamantum Office, Wrocław	18%**
Equal Business Park A, B, C, Kraków	16%**
Chmielna 89, Warszawa	49%
Carbon Tower, Wrocław	44%
Tischnera Office, Kraków	43%
Global Office Park C, Kraków	32%
Equal Business Park D, Kraków	39%
Palio Office Park A, Gdańsk	42%
Ocean Office Park A, Kraków	28%***
Cavatina Hall, Bielsko-Biała	n/a****

\*Marża dotychczas rozpoznana w wynikach

\*\*nieruchomości Diamantum Office oraz Equal Business Park A i Equal Business Park B były wnoszone do Grupy przez Cavatina Sp. z o.o. zgodnie z regulacjami Kodeksu Spółek Handlowych, podlegały one wycenieniu do wartości godziwej na dzień dokonania aportu. W konsekwencji, część marży została rozpoznana w wynikach finansowych jednostki dokonującej aportu, co oznacza, że marże osiągnięte na tych inwestycjach nie w pełni obrazują zdolność Grupy do generowania zysku na działalności deweloperskiej.

\*\*\* Obecnie projekt znajduje się w początkowej fazie komercjalizacji i w miarę jej postępu oraz wykonywania prac wykończeniowych Grupa oczekuje dalszego rozpoznawania marży

\*\*\*\* projekt jeszcze nie został wyceniony do wartości godziwej na 30.09, ma w dużej części niekomercyjny charakter

Źródło: Dane Spółki

Spółka osiąga wysokie marże na realizowanych projektach. Spośród dotychczas sprzedanych nieruchomości (Diamantum Office; EBP A, B, C; Chmielna 89) na uwagę zasługuje zrealizowana wysoka marża na projekcie Chmielna 89, która wyniosła 49%, należy zaznaczyć, że był to jedyny sprzedany projekt, którego marża została w pełni rozpoznana w wynikach Grupy. Spółka rozpoznała również wysokie marże w okolicach 30-40% na zakończonych lecz jeszcze nie sprzedanych inwestycjach. Tak wysokie marże są możliwe do realizowania ze względu na posiadanie własnego GW, przez co marża GW pozostaje w Grupie jednocześnie znacząco zwiększając rentowność inwestycji. Sama marża GW jest również wysoka w porównaniu do konkurencji, ze względu na bezpośrednią współpracę z wykonawcami prac, co zapewnia niższe koszty budowy. Ostateczna marża rozpoznawana jest wraz ze wzrostem stopnia komercjalizacji, np. dla Ocean Office Park A dotychczas rozpoznano marże w wysokości 28%, gdzie wraz z postępowaniem komercjalizacji marża ma wynieść ok. 40% (aktualna komercjalizacja to 44%).

Koszty ogólnego zarządu do 3Q21 wyniosły 29 mln zł, a w całym 2020 r. było to 22 mln zł. W samym 3Q21 Spółka poniosła 15,5 mln zł SG&A, co jest związane w dużym stopniu z rozpoznaniem kosztów programu motywacyjnego – ok. 7 mln zł (przyznanie akcji związane z udanym przeprowadzeniem oferty publicznej akcji – był to koszt niegotówkowy). Spółka prognozuje, że w 4Q21 SG&A będą także podwyższone ze względu na wypłatę premii dla kluczowych pracowników w związku z przeprowadzoną ofertą publiczną akcji. Nominalny wzrost kosztów ogólnego zarządu można wiązać również z postępującym wzrostem skali działalności. Spółka szacuje, że w kolejnych latach SG&A kształtować się będą w okolicach 25 mln zł rocznie (na zdecydowanie wyższy poziom w 2021 r. mają wpływ przede wszystkim one-offy związane z ofertą publiczną).

Zysk netto do 3Q21 wyniósł 118 mln zł, w całym 2020 r. było to 145,7 mln zł, jednak z zysku za ten rok spółka nie wypłaciła dywidendy tym samym w znaczącym stopniu podnosząc wartość kapitałów własnych. Zysk pozostał w Spółce i finansuje zwiększający się portfel projektów inwestycyjnych. Spółka uzależnia wypłatę dywidendy od posiadania zdolności dywidendowej tj. od osiągniętego zysku, sytuacji finansowej oraz płynnościowej i potrzeb kapitałowych. Aktualnie priorytetem dla Spółki jest dalsze zwiększanie portfela, aby na lata 2022-2023 posiadać jak największy portfel projektów, kiedy zdaniem zarządu Spółki może wystąpić luka podażowa i odżycie rynku najmu, w związku z czym wypłata dywidendy stawiana jest na dalszym miejscu.

## Analiza bilansu

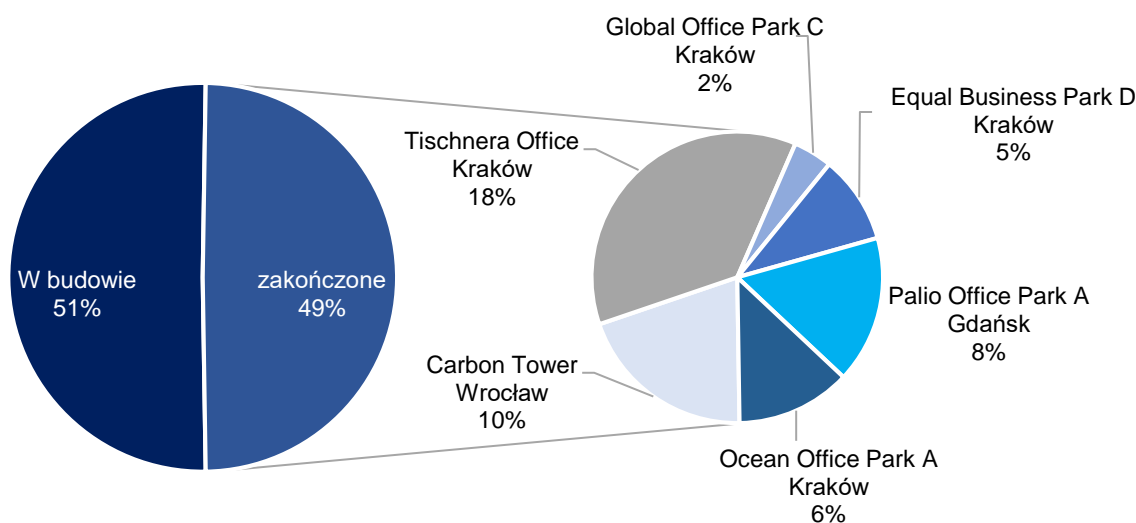
Tabela: Bilans

	30.09.2021	31.12.2020	31.12.2019	%sumy bilansowej 3Q21
<b>Aktywa trwałe razem</b>	<b>1 900 327</b>	<b>1 292 025</b>	<b>1 410 678</b>	<b>89%</b>
Aktywa niematerialne	87	151	351	0%
Wartość firmy	82 425	82 425	82 425	4%
Rzeczowe aktywa trwałe	6 102	7 555	2 460	0%
<b>Nieruchomości inwestycyjne</b>	<b>1 735 463</b>	<b>1 118 426</b>	<b>1 309 426</b>	<b>81%</b>
Inwestycje w jednostkach współkontrolowanych wycenianych metodą praw własności	40 244	29 013	-	2%
Pozostałe aktywa finansowe	29 941	50 016	11 593	1%
Pozostałe aktywa niefinansowe	3 457	3 442	2 911	0%
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	2 608	997	1 512	0%
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>234 750</b>	<b>112 864</b>	<b>120 453</b>	<b>11%</b>
Zapasy	49 498	32 954	11 746	2%
Należności z tytułu najmu oraz pozostałe należności	43 173	29 268	14 507	2%
Należności z tytułu podatku dochodowego	17	78	185	0%
Pozostałe aktywa finansowe	30 570	11 825	33 850	1%
Pozostałe aktywa niefinansowe	49 055	25 290	18 347	2%
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty</b>	<b>62 437</b>	<b>13 449</b>	<b>41 818</b>	<b>3%</b>
<b>SUMA AKTYWÓW</b>	<b>2 135 077</b>	<b>1 404 889</b>	<b>1 531 131</b>	<b>100%</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>981 923</b>	<b>669 521</b>	<b>529 570</b>	<b>46%</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>784 347</b>	<b>534 674</b>	<b>669 547</b>	<b>37%</b>
Kredyty i pożyczki	649 985	451 639	573 258	30%
Obligacje	59 428	28 449	29 268	3%
Zobowiązania inwestycyjne	16 183	11 309	5 890	1%
Zobowiązania z tytułu leasingu	12 425	10 861	16 179	1%
Pozostałe zobowiązania finansowe	-	1 217	4 932	0%
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	46 326	31 199	39 750	2%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>368 807</b>	<b>200 694</b>	<b>332 014</b>	<b>17%</b>
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	11 413	9 790	16 431	1%
Kredyty i pożyczki	152 231	66 984	87 364	7%
Obligacje	10 163	-	68 938	0%
Zobowiązania inwestycyjne	136 326	102 328	82 680	6%
Zobowiązania z tytułu leasingu	2 407	1 143	598	0%
Pozostałe zobowiązania finansowe	44 670	6 487	-	2%
Pozostałe zobowiązania niefinansowe	7 365	6 654	68 155	0%
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	2 226	3 156	2 618	0%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	2 006	4 152	5 230	0%
<b>Zobowiązania ogółem</b>	<b>1 153 154</b>	<b>735 368</b>	<b>1 001 561</b>	<b>54%</b>
<b>SUMA PASYWÓW</b>	<b>2 135 077</b>	<b>1 404 889</b>	<b>1 531 131</b>	<b>100%</b>

Źródło: Dane Spółki

Na koniec 3Q 2021 r. suma bilansowa wyniosła 2 135 mln zł, wobec 1 405 mln zł na koniec 2020 r., co czyni Spółkę jednym z największych deweloperów powierzchni biurowych w kraju. Na wzrost sumy aktywów największy wpływ ma rosnący portfel nieruchomości inwestycyjnych. Najistotniejsza pozycja bilansowa od początku roku wzrosła o 617 mln zł, do 1 735 mln zł, co stanowi 81% sumy bilansowej. Na pozycję tę składają się nieruchomości inwestycyjne zakończone, w budowie, oraz grunty. 51% wartości nieruchomości inwestycyjnych stanowią nieruchomości w budowie, 49% to nieruchomości już ukończone, w których największy udział ma projekt Tischnera Office o wartości bilansowej 316 mln zł oraz Carbon Tower o wartości 172 mln zł.

*Wykres: Struktura nieruchomości inwestycyjnych wg wartości bilansowej (30.09.2021)*



Źródło: Dane Spółki

Pozycja bilansowa: Inwestycje w jednostkach spółkontrolowanych dotyczy udziałów w spółce Cavatina Office sp. z o.o., w której Grupa posiada 35% udziałów. Wartość bilansowa udziałów na koniec 3Q21 wynosiła 40,2 mln zł. Dodatkowo Cavatina Holding S.A. udzieliła spółce spółkontrolowanej pożyczki o wartości bilansowej 28 mln zł (wykazana w pozycji Pozostałe aktywa finansowe).

Aktywa obrotowe w 3Q21 stanowiły 11% wartości aktywów i wynosiły 235 mln zł, z czego 62 mln zł to środki pieniężne i ich ekwiwalenty (+34 mln zł q/q). Pozostałe aktywa niefinansowe to głównie należności od US z tytułu zwrotu VAT, z kolei na pozostałe aktywa finansowe składają się depozyty ustanowione w celu zabezpieczenia spłaty zadłużenia oraz środki pieniężne odpowiadające kaucjom wpłaconym przez najemców. Zapasy na koniec 3Q21 wyniosły 49 mln zł (+10 mln zł q/q), w skład tej pozycji bilansowej wchodzi przede wszystkim nakłady związane z drugim segmentem działalności grupy (PRS) i spółką Resi Capital S.A., w tym grunty pod działalność mieszkaniową w ramach nowej grupy kapitałowej. Spółka nie prezentuje nakładów w nieruchomościach inwestycyjnych, ponieważ nie są one związane z główną działalnością spółki (nieruchomości komercyjne) i są przeznaczone do sprzedaży. Do poniesienia w ramach GK Cavatina Holding zostały jeszcze nakłady wynikające z zawartych w przeszłości przez Cavatina GW umów z podwykonawcami na prace związane z projektami PRS, które pozostały do ukończenia i finalnego rozliczenia, obecnie nowe prace kontraktowane są już przez Resi GW – spółkę generalnego wykonawstwa nowej grupy kapitałowej. Zapasy wyceniane są według kosztów poniesionych przez Grupę, Spółka zakłada, że w 2022 nakłady zostaną odsprzedane do Resi GW po wartościach rynkowych, a tym samym nastąpi całościowe odseparowanie wspomnianych dwóch segmentów działalności i grupa Resi Capital S.A. stanie się w pełni niezależna.

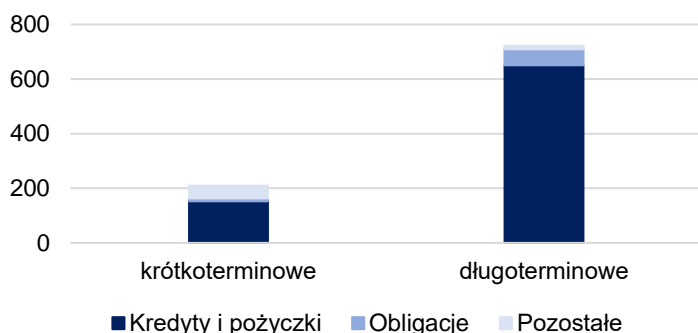
Pasywa spółki na koniec 3Q21 składały się w 46% z kapitałów własnych (982 mln zł), oraz w 54% z zobowiązań (1 153 mln zł). Kapitał własny wzrósł względem końca 2020 r. o 312 mln zł, co wynika z osiągniętego zysku netto oraz przede

wszystkim z publicznej emisji akcji, której całkowita wartość wyniosła 187,5 mln zł (oferta dotyczyła 7,5 mln akcji których cena emisyjna wyniosła 25 zł). Spółka nie wypłaciła dywidendy z zysku za rok 2020.

Zobowiązania długoterminowe na dzień 30.09.2021 r. wynosiły 784 mln zł, z czego obligacje stanowiły 59 mln zł, a kredyty i pożyczki 650 mln zł. Zobowiązania krótkoterminowe wyniosły 369 mln zł. Na tę pozycję składało się m. in. 152 mln zł kredytów i pożyczek, 10 mln zł obligacji, 136 mln zł zobowiązań inwestycyjnych (zobowiązania z tytułu prac wykonanych przez podwykonawców usług budowlanych oraz dostawców materiałów budowlanych). Na wartość 45 mln zł pozostałych zobowiązań finansowych składają się natomiast pochodne instrumenty finansowe (zabezpieczające ryzyko kursowe i ryzyko stopy procentowej) oraz faktoring odwrotny, którego wartość na koniec okresu sprawozdawczego wyniosła 38 mln zł (+ 18 mln zł q/q). Z faktoringu odwrotnego od 2021 roku korzysta spółka generalnego wykonawstwa - Cavatina GW, spółka splanca faktury dostawców jednocześnie stając się wierzycielem wobec instytucji finansujących. Grupa traktuje faktoring odwrotny jako formę finansowania krótkoterminowego, która pozwala Grupie na elastyczne zarządzanie terminami płatności za zobowiązania inwestycyjne.

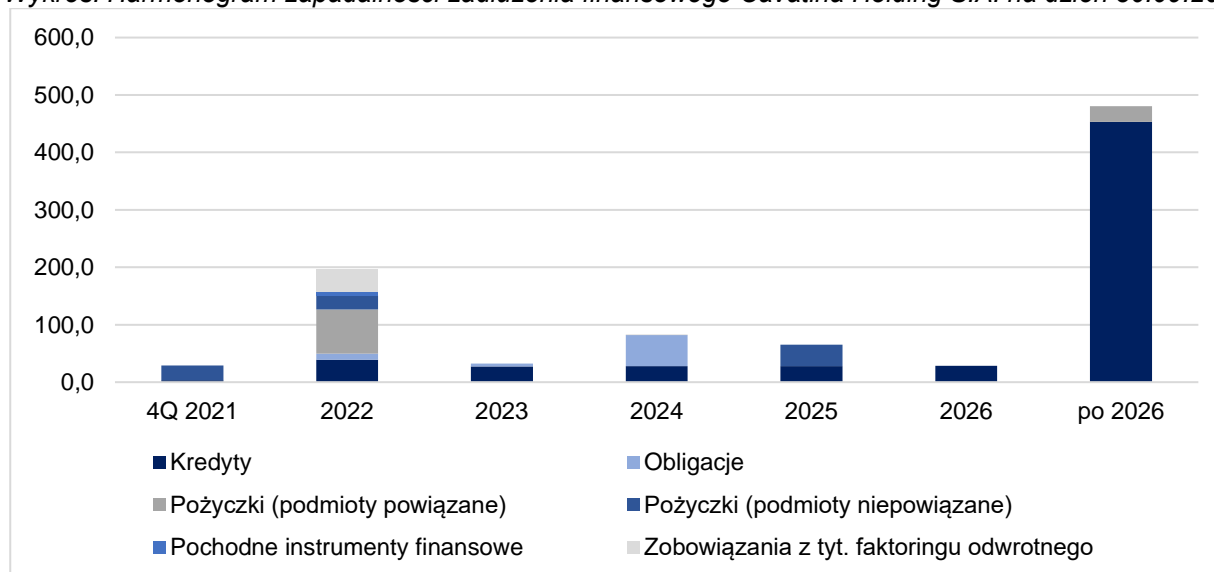
## Zadłużenie

Wykres: Struktura rodzajowa i terminowa zadłużenia finansowego Cavatina Holding S.A. na dzień 30.09.2021 r.



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Wykres: Harmonogram zapadalności zadłużenia finansowego Cavatina Holding S.A. na dzień 30.09.2021 r.\*



Źródło: Dane Spółki

\* zakładamy rolowanie istniejących kredytów obrotowych (ok. 155 mln zł na 30.09.2021 r.) – termin zapadalności po 2026 r.

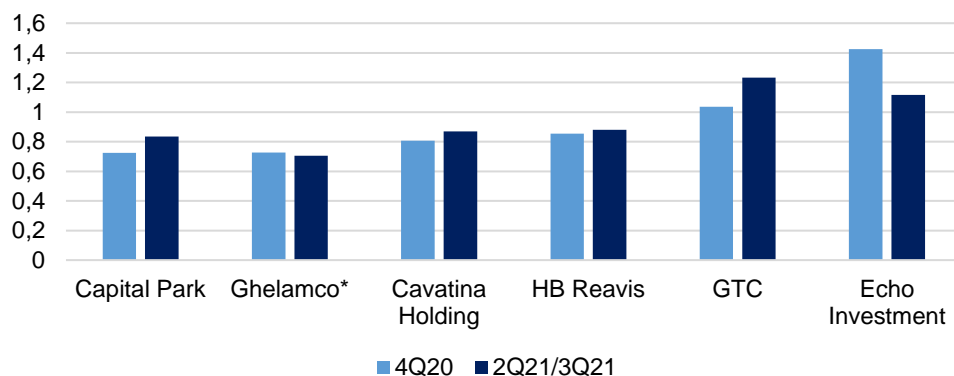
Zadłużenie finansowe na koniec września 2021 wyniosło 931 mln zł i było wyższe o 124 mln zł względem poprzedniego kwartału, a o 365 mln zł względem końca 2020 r. W 2021 r. Grupa w znacznym stopniu zwiększyła saldo kredytów (+248 mln zł), obligacji (+41 mln zł) oraz zaciągniętych pożyczek (+35 mln zł – od jednostek niepowiązanych) oraz faktoringu odwrotnego (+38 mln zł). Nominalny wzrost zadłużenia wynika przede wszystkim ze wzrostu skali działalności, spółka realizuje wiele projektów, na które sukcesywnie pozyskuje finansowanie bankowe.

Główną formą finansowania działalności Spółki są kredyty, które odpowiadały za 65% zadłużenia finansowego, są to przede wszystkim długoterminowe kredyty budowlane/inwestycyjne, których wymagalność przypada po 2026 roku. W strukturze finansowania coraz większy udział stanowią obligacje, aktualnie odpowiadają one za 7% zadłużenia finansowego, jednak Spółka w kolejnych okresach planuje zwiększać udział obligacji w strukturze finansowania. Docelowo udział obligacji wzrośnie, jednak w dalszym ciągu zdecydowaną większość zadłużenia finansowego będzie stanowił finansowanie bankowe pod poszczególne projekty.

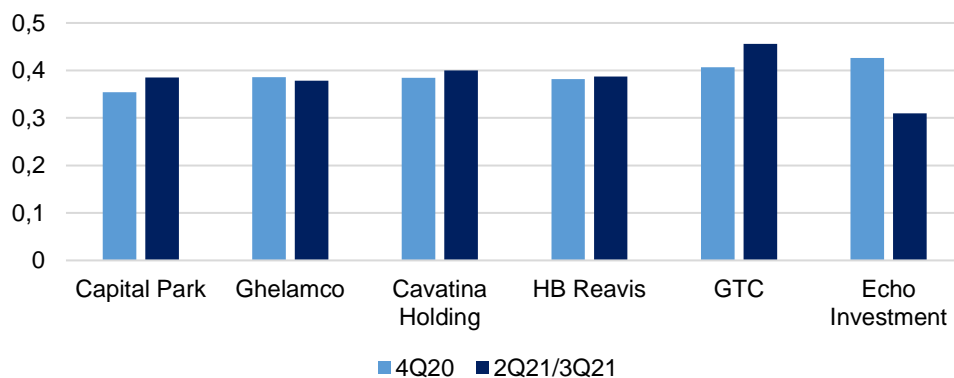
Zadłużenie długoterminowe na koniec września odpowiadało za 78% długu brutto. Zadłużenie wymagalne w terminie do 12 miesięcy wynosiło 209 mln zł. Na koniec okresu sprawozdawczego Spółka posiadała 62 mln zł środków pieniężnych co implikuje wartość długu netto na poziomie 854 mln zł (+91 mln zł q/q). Stosunek długu netto do kapitałów własnych na koniec 3Q21 wyniósł 0,87x (vs. 1,01x na koniec 2Q21; 0,81x na koniec 2020 r.). Wskaźnik ten dla Cavatiny kształtuje się na porównywalnych poziomach do największych konkurentów.

Wykres: Wskaźniki dług netto/kapitał własny oraz dług netto/aktywa wśród wybranych deweloperów

Dług netto / Kapitał własny



Dług netto / Aktywa



\*dane finansowe gwaranta obligacji – Granabero Holding Ltd

Dług netto = zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek, obligacji, leasingów (bez wliczania opłat z tytułu użytkowania wieczystego), faktoringu – środki pieniężne i ich ekwiwalenty – stan na dzień 30.09.2021 r. (dla Ghelamco, HB Reavis na 30.06.2021 r.)

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

Szacujemy, że ze względu na emisję obligacji i pozyskanie kredytów po dniu bilansowym wskaźnik w kolejnym okresie będzie wyższy. Spółka po dniu bilansowym wyemitowała zabezpieczone hipotecznie obligacje o wartości 56,12 mln zł, oprocentowane 8 p.p. ponad WIBOR 3M z ceną emisyjną 98% nominału, kwota ta została przeznaczona na refinansowanie zakupu gruntów. W grudniu Spółka zawarła trzyletnią umowę pożyczki z PZU FIZAN BIS 1 do kwoty 116,8 mln zł, której celem jest finansowanie projektu Quorum, oraz pozyskała kredyt do 82 mln EUR (oprocentowany EURIBOR 1M plus 2,9 p.p. marży) na realizację katowickiego projektu Global Office Park (GOP A i C). Ponadto w styczniu 2022 r. Spółka zawarła umowę kredytu inwestycyjnego na refinansowanie zadłużenia oraz poniesionych nakładów budowlanych w krakowskim projekcie Tischnera Office. Niemiecki NORD/LB pożyczy spółce zależnej 50 mln euro, z czego ok. 34,25 mln EUR trafi na spłatę zadłużenia wobec Alior Banku, a około 15,5 mln EUR zostanie przeznaczone na bieżącą działalność inwestycyjną grupy. Kredyt oprocentowany jest na EURIBOR 3M plus 1,3 p.p. marży oraz 0,23% p.p. kosztów płynnościowych, a jego spłata przypada w terminie 5 lat od jego uruchomienia.

Uważamy, że nominalna wartość zadłużenia finansowego w kolejnych okresach będzie dość szybko rosła ze względu na uruchamianie kolejnych transz pozyskanych już kredytów oraz pozyskiwanie nowego finansowania dla rozpoczętych w ostatnim czasie inwestycji (spółka rozpoczyna budowę z własnego kapitału, kredyty pozyskiwane i uruchamiane są przy odpowiednim poziomie komercjalizacji, przeważnie ok. 35-40%) – nie oznacza to jednak proporcjonalnego wzrostu wskaźnika DN/KW ze względu na prognozowany wzrost kapitałów własnych. Spadek zadłużenia nastąpi w przypadku sprzedaży któregoś z gotowych projektów biurowych.

Na dzień bilansowy ok. 30% zadłużenia było oparte o stałą stopę procentową. Docelowo Spółka chce utrzymać taką strukturę rodzajową oprocentowania. Aktualnie ok. 50% zadłużenia jest denominowane w walucie innej niż PLN. Spółka zakłada, że struktura walutowa zadłużenia będzie coraz bardziej zmieniać się w stronę większego finansowania w EUR. Zdaniem Zarządu Spółki zagraniczne instytucje otwierają się na finansowanie projektów biurowych, Spółka prowadzi aktualnie rozmowy na temat zagranicznego finansowania inwestycji. Stopy procentowe w strefie Euro są nadal niskie (EURIBOR 3m -0,55% na 20.01.2022 r.) i stabilne, a zacieśnianie polityki pieniężnej najprawdopodobniej nastąpi dużo później niż w Polsce. W związku z powyższym finansowanie w EUR wydaje się korzystniejsze niż w PLN i dużo stabilniejsze, biorąc pod uwagę, że 70% finansowania stanowią kredyty o zmiennej stopie. Ponadto zarówno płatność czynszów jak i sprzedaż budynków następuje w EUR, przez co Spółka nie jest narażona na dodatkowe ryzyko walutowe (kredyt będzie spłacany bezpośrednio w EUR, nie będzie różnic kursowych).

Marże kredytów budowlanych znajdują się w przedziale 2-3%, marże na obligacjach są zdecydowanie wyższe, jednak stanowią one aktualnie mały udział. Na dzień 30.06.2021 r. średni poziom kosztu odsetkowego w Grupie wynosił ok. 4,43% (przy uwzględnieniu ówczesnych poziomów stóp bazowych i marż). Należy się spodziewać, że aktualnie poziom ten jest wyższy ze względu na wzrost WIBORu, jednak biorąc pod uwagę zmianę struktury walutowej, można zakładać, że potencjalny wzrost stóp procentowych w Polsce będzie miał coraz mniejszy wpływ na wzrost średniego kosztu odsetkowego.



## Obligacje

Spółka jest emitentem obligacji notowanych na ASO Catalyst. Charakterystyka obligacji Spółki została przedstawiona poniżej.

Tabela: Charakterystyka obligacji Cavatina Holding S.A. (stan na dzień 28.01.2022 r.)

seria	E	E1	C	F	F1**
nazwa skrócona	CVH0624	CVH1224	nienotowana	nienotowana	nienotowana
wartość emisji (mln zł)	20 000 000	20 500 000	9 641 000*	20 496 000*	56 120 000
nominał	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
oprocentowanie	zmienne (WIBOR6M)	zmienne (WIBOR6M)	zmienne (WIBOR)	stałe 9%	zmienne (WIBOR 3M)
marża	6,50%	6,50%	x	x	8,00%
data wykupu	21.06.2024	22.12.2024	30.06.2022	31.03.2024	19.11.2024
YTM brutto (10.02)	8,53%	9,41%	x	x	x
Zabezpieczenie***	Poręczenie, oświadczenie art. 777	Poręczenie, oświadczenie art. 777	hipoteka	hipoteka	hipoteka, poręczenie, przelew wierzytelności
opcja wcześniejszego wykupu	tak	tak	x	x	x

\*pozostała wartość nominalna po częściowych wykupach

\*\*emisja po dniu bilansowym, cena emisyjna jednej obligacji wyniosła 980, możliwość podniesienia marży do 10 p.p.

\*\*\* - hipoteka do kwoty 150% wartości obligacji - każda seria obligacji zabezpieczonych hipotecznie przewiduje wcześniejsze zwolnienie zabezpieczenia hipotecznego w sytuacji pozyskania finansowania projektowego na realizację inwestycji na gruncie będącym przedmiotem zabezpieczenia

- poręczenie udzielone przez Cavatina sp. z o.o. do kwoty 150% wartości obligacji,

- oświadczenie poręczyciela o poddaniu się egzekucji do kwoty 150% wartości obligacji w formie aktu notarialnego w trybie art. 777 Kodeksu Cywilnego

- przelew wierzytelności z pożyczek na rzecz podmiotów zależnych

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

Notowane serie obligacji oparte są o zmienne oprocentowanie z marżą 6,5% ponad WIBOR6M oraz są zabezpieczone poręczeniem Cavatina sp. z o.o. do kwoty równej 150% wartości nominalnej Obligacji, ponadto posiadają opcję wcześniejszego wykupu na żądanie Emitenta (w zależności kiedy nastąpi wcześniejszy wykup, emitent zobowiązany jest do wypłaty dodatkowej premii).

Kowenanty wyemitowanych obligacji określają przede wszystkim maksymalny poziom Wskaźnika Zadłużenia Netto (stosunek Zadłużenia Finansowego Netto do Aktywów Netto) obliczanego na bazie danych finansowych grupy poręczyciela (Cavatina sp. z o.o.) z ostatniego skonsolidowanego sprawozdania finansowego. Dla serii notowanych maksymalny poziom wskaźnika wynosi 0,6x. Na dzień 30.06.2021 r. wartość wskaźnika wyniosła 0,41x.

Dodatkowo kowenanty obligacji ograniczają poręczyciela w rozporządzaniu wypracowanym zyskiem. Zgodnie z WEO serii E, przed spłatą zobowiązań z tytułu tej serii poręczyciel nie może wypłacić dywidendy przekraczającej 20 mln zł (w okresie kolejnych 12 miesięcy kalendarzowych), analogicznie dla serii E1 jest to 30 mln zł.



## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

**Data pierwszego udostępnienia raportu: 10.02.2022 r.**

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

**Podmiotem odpowiedzialnym** za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski S.A.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**”), adres: Al. Jerozolimskie 100, 00-807 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS 0000712428, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o kapitale zakładowym w wysokości 1.201.470,57 PLN w całości opłacony, adres e-mail: [kontakt@michaelstrom.pl](mailto:kontakt@michaelstrom.pl).

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

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

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

### Raport:

- skierowany jest zarówno do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów detalicznych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl) oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t. j. Dz. U. z 2019 r. poz. 123 ze zm.) oraz publikację handlową dla celów dyrektywy MiFID II i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
  - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t. j. Dz.U. z 2019 r. poz.1145 ze zm.),
  - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów
  - porady inwestycyjnej,
  - usługi doradztwa inwestycyjnego.

### Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoba przygotowująca raport i osoby, z którymi łączy ją więzy pokrewieństwa wskazane w art. 2 pkt 3a Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy z dnia 25 kwietnia 2016 r. (Dz. Urz. UE. L 2017 nr 87, str. 1), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.
- Dom Maklerski wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora dla Emitenta.
- Dom Maklerski w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu nie pełnił funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski otrzymuje obecnie wynagrodzenie od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.

- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta łączy umowa o świadczenie usługi oferowania instrumentów finansowych na rzecz Emitenta (umowa o organizację emisji obligacji).
- Poza ww. nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitenta posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem;
- Dom Maklerski nie posiada wiedzy na temat istnienia innych poza ww. istotnych powiązań występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązanym a Emitentem.
- Raport został ujawniony Emitentowi w wyniku czego dokonano zmian po jego przekazaniu w zakresie udostępnienia części informacji niezawartych bezpośrednio w sprawozdaniach finansowych grupy.

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

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

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

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

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

[https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Opis\\_istoty\\_instrumentow\\_f finansowych.pdf](https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Opis_istoty_instrumentow_f finansowych.pdf)