Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM INVESTMENTS

HB Reavis

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową grupy HB Reavis, której podmiot dominujący (HB Reavis Holding S.à r.l.) poręcza obligacje wyemitowane przez HB Reavis Finance PL Sp. z o.o. oraz HB Reavis Finance PL 2 Sp. z o.o.

- *HB Reavis jest zarazem największym (2,1 mld EUR aktywów vs. drugi GTC: 1,9 mld EUR) oraz najmniej zadłużonym (dług netto/kapitały własne równe 0,38x vs. drugi Echo Investment: 0,47x) deweloperem komercyjnym na Catalyst.*

- *Zadłużenie grupy może jednak wzrosnąć, ponieważ HB Reavis planuje zwiększenie nakładów na budowę oraz akwizycję nieruchomości do 450-500 mln EUR w każdym z najbliższych 2-3 lat (vs. 321 mln EUR w 2016 r.).*

- *Docelowy poziom zadłużenia netto do łącznej wartości aktywów grupy ma nie przekraczać 35% (na koniec 2016 r. wyniósł 20%). Szacujemy, że aby HB Reavis osiągnęło ten poziom potrzebne byłoby zwiększenie długu i nieruchomości inwestycyjnych o 476 mln EUR. Wówczas dług netto do kapitałów własnych wyniósłby 0,80x.*

- *Od 2012 r. grupa inwestuje więcej środków w rozwój nowych projektów deweloperskich aniżeli uwalnia wolnej gotówki (cena pomniejszona o zobowiązania finansowe) ze sprzedaży istniejących nieruchomości.*

- *Na koniec 2016 r. HB Reavis miało zakwalifikowane do sprzedaży 4 projekty o łącznej wartości aktywów 222 mln EUR i zobowiązań 114 mln EUR. Ze sprzedaży tych projektów grupa może zatem uwolnić ok. 108 mln EUR środków pieniężnych zakładając sprzedaż po wycenie księgowej.*

- *HB Reavis posiada komfortowy harmonogram spłaty długu, ponieważ do 2021 r. w żadnym z lat grupie nie zapadnie więcej niż 165 mln EUR zobowiązań finansowych. Na koniec 2016 r. HB Reavis miało nieprzypisanych do projektów przeznaczonych na sprzedaż: 308 mln EUR w gotówce, 222 mln EUR zobowiązań krótkoterminowych oraz 91 mln EUR krótkoterminowych zobowiązań finansowych.*

- *Największe ryzyko dla grupy widzimy w działalności na londyńskim rynku komercyjnym z uwagi na potencjalny Brexit oraz planach budowy kompleksu Varso (łącznie 145 tys. m^2 GLA) w Warszawie, gdzie HB Reavis dostrzega presję na czynsze. Obecny udział Wielkiej Brytanii w całości aktywów grupy wynosi 17% (352 mln EUR), co w przyszłości powinno ulec znaczącemu zwiększeniu, ponieważ HB Reavis ma w przygotowaniu projekt One Waterloo, którego wycenę po ukończeniu grupa szacuje na 1,6 mld GBP. Warto zaznaczyć, że w Londynie są najniższe stopy kapitalizacji spośród wszystkich lokalizacji, gdzie obecne jest HB Reavis, dlatego potencjalny wzrost stóp kapitalizacji może być najbardziej dotkliwy właśnie dla wycen londyńskich aktywów.*

PROFIL SPÓŁKI:

HB Reavis Finance PL oraz HB Reavis Finance PL 2 pozyskują kapitał na potrzeby działalności grupy HB Reavis, która prowadzi działalność na rynku nieruchomości komercyjnych w Europie.

Outstanding obligacji:

Notowana 1 seria (HBS0421) o wartości nominalnej 100 mln zł

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM INVESTMENTS

Opis grupy HB Reavis

Grupa HB Reavis (dalej: „grupa", „HB Reavis") prowadzi działalność na rynku nieruchomości komercyjnych w Europie. Od momentu powstania HB Reavis w 1993 r., grupa wybudowała ok. 1 mln m^2 powierzchni najmu brutto (GLA) i drugie tyle znajduje się w budowie, przygotowaniu i planach. W latach 2013-2015 HB Reavis oddało do użytku 273 tys. m^2 powierzchni biurowej, co wg PropertyEU pozwoliło grupie zająć trzecie miejsce wśród największych europejskich deweloperów biurowych. HB Reavis prowadzi w pełni zintegrowaną działalność polegającą na planowaniu, budowie oraz zarządzaniu nieruchomościami. Grupa realizuje projekty w celach wynajmu oraz po osiągnięciu określonego poziomu najmu, ich sprzedaży. Podmiotem dominującym w grupie jest HB Reavis Holding S.à r.l. (dalej: „poręczyciel"), którego beneficjentem końcowym jest Ivan Chrenko.

Suma bilansowa HB Reavis na koniec 2016 r. wynosiła 2,1 mld EUR. Aktywa przypisane do słowackiego (macierzystego) oraz polskiego rynku stanowiły po 29% całości sumy bilansowej. Z kolei działalność w Wielkiej Brytanii oraz Czechach stanowiła odpowiednio 17% oraz 12% całości aktywów grupy. HB Reavis prowadzi także działalność na Węgrzech i rozważa wejście na rynek niemiecki lub turecki.

W 2016 r. grupa wygenerowała 69,6 mln EUR przychodów z czynszów nieruchomości inwestycyjnych, z czego 78% pochodziło z segmentu biurowego, a reszta z projektów handlowych oraz logistycznych. Z kolei w podziale na segmenty usług największy udział w przychodach HB Reavis stanowiło zarządzanie aktywami (54%) oraz zarządzanie inwestycjami-funduszami (38%).

HB Reavis emituje obligacje na rynku słowackim, polskim i czeskim za pośrednictwem spółek celowych. W Polsce za pozyskanie finansowania zewnętrznego odpowiadają 2 spółki: HB Reavis Finance PL Sp. z o.o. (dalej: „HBRPL") oraz HB Reavis Finance PL 2 Sp. z o.o. (dalej: „HBRPL2"). Działalność HBRPL oraz HBRPL2 ogranicza się do emitowania obligacji oraz udzielania finansowania (pożyczek) podmiotom z grupy. Obligacje emitowane przez HBRPL oraz HBRPL2 poręczane są przez HB Reavis Holding S.à r.l., dlatego przy inwestycji w obligacje HBRPL oraz HBRPL2 należy wziąć pod uwagę przede wszystkim kondycję finansową HB Reavis.

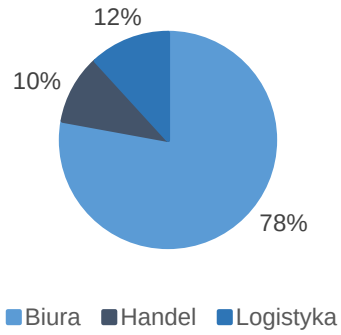
Segmenty działalności HB Reavis

Segmenty grupy można podzielić wg 3 charakterystyk: typu nieruchomości, rodzaju usług oraz lokalizacji. W 2016 r. HB Reavis wygenerowało 69,6 mln EUR przychodów, z czego 78% pochodziło z segmentu biurowego, 12% z segmentu logistycznego, a pozostałe 10% z segmentu handlowego. Z kolei w podziale na segmenty usług największy udział w przychodach grupy stanowiło zarządzanie aktywami (54%) oraz zarządzanie inwestycjami (38%).

Zarządzanie aktywami dotyczy zarządzania nieruchomościami, które mogą, ale nie muszą być własnością HB Reavis i które nie znajdują się w subfunduszach zarządzanych przez grupę. Z kolei zarządzanie inwestycjami polega na zarządzaniu nieruchomościami, które znajdują się w subfunduszach CE REIF oraz Global REIF. HB Reavis posiada ok. 10% udział w CE REIF oraz 100% udział w Global REIF. Mimo mniejszościowego udziału w CE REIF, fundusz ten był konsolidowany metodą pełną na koniec 2016 r., co ma się zmienić wraz ze sprawozdaniem za 1H17. Aktywa tego funduszu na koniec 2016 r. wynosiły 184 mln EUR (117 mln EUR Global REIF), podczas gdy zobowiązania były równe 113 mln EUR, a wpłaty od klientów (przypisane do zobowiązań finansowych) 64 mln EUR. Po zmianie metody konsolidacji tego funduszu należy spodziewać się spadku zadłużenia (o ok. 177 mln EUR), aktywów oraz przychodów grupy.

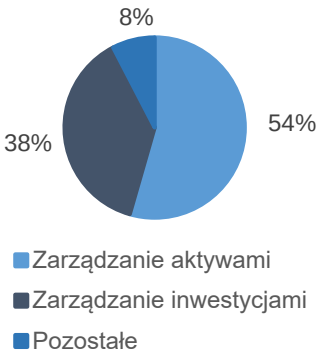
Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

Wykres: Przychody w 2016 r. w podziale na typ nieruchomości



Źródło: Dane spółki

Wykres: Przychody w 2016 r. w podziale na rodzaj usługi



Źródło: Dane spółki

Poniższa tabela przedstawia portfel nieruchomości generujących przychód grupy w podziale na typ budynków.

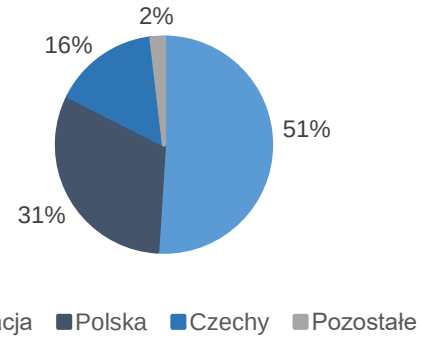
Tabela: Portfel nieruchomości generujących przychód HB Reavis

Segment	Liczba nieruchomości	GLA (tys. m²)	Przychód z najmu w ciągu następnych 12 mies. (mln EUR)*	ERV** (mln EUR)	Komercjalizacja (%)	Średni pozostały okres najmu*** (w latach)	Wartość rynkowa (mln EUR)
Biura	13	304,3	26,2	58,1	87	6,4	763,0
Handel	1	22,7	3,7	4,8	85	5,9	81,1
Logistyka	1	43,5	2,9	2,9	100	8,6	32,0
Razem	**15**	**370,5**	**32,7**	**65,8**	**88**	**6,6**	**876,1**

*Źródło: Dane spółki, *wartość czynszu z podpisanych umów, **maksymalna wartość czynszu przy założeniu pełnego wynajmu, ***obejmuje opcje wypowiedzenia umów najmu (zakładając skorzystanie z opcji przez najemców)*

W podziale przychodów na kraje dominowała Słowacja, która wygenerowała 51% sprzedaży HB Reavis, tj. o 20 pkt. proc. więcej niż Polska.

Wykres: Przychody w 2016 r. w podziale na kraje



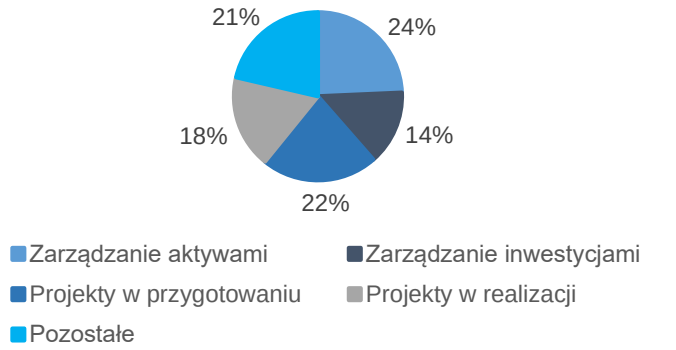
Źródło: Dane spółki

Biorąc pod uwagę aktywa grupy (2,1 mld EUR na koniec 2016 r.), nie można dokonać ich całkowitego podziału wg typu nieruchomości, bowiem nieruchomości biurowe, handlowe i logistyczne stanowią łącznie 57% sumy bilansowej HB Reavis (resztę stanowią aktywa na sprzedaż – 11%, należności – 10% oraz pozostałe – 22%). Natomiast przyglądając się aktywom w podziale na rodzaje usług, widać mniejszą dominację zarządzania aktywami (24%), ponieważ istotnym

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

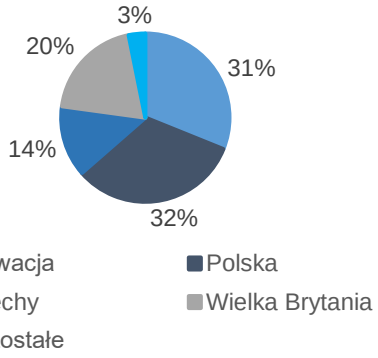
elementem sumy bilansowej są projekty w przygotowaniu oraz w realizacji (odpowiednio 22% oraz 18%). Również mniejszy udział w sumie bilansowej w porównaniu ze strukturą przychodów mają aktywa (bez uwzględniania gotówki oraz nieprzypisanych aktywów) ulokowane na Słowacji (31%) i w Polsce (32%). Grupa stosunkowo niedawno weszła na rynek brytyjski, gdzie póki co nie generuje istotnych przychodów, natomiast jest w trakcie realizacji 3 projektów, których wartość bilansowa na koniec 2016 r. stanowiła 20% aktywów (bez uwzględniania gotówki oraz nieprzypisanych aktywów).

Wykres: Aktywa na koniec 2016 r. w podziale na rodzaj usługi



Źródło: Dane spółki

Wykres: Aktywa (bez uwzględniania gotówki oraz nieprzypisanych aktywów) na koniec 2016 r. w podziale na kraje

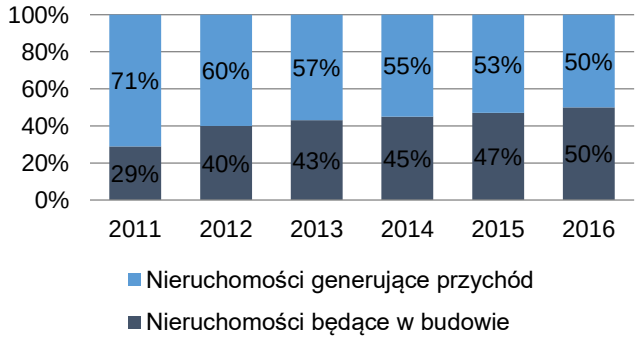


Źródło: Dane spółki

Projekty

Strategią grupy jest utrzymywanie struktury nieruchomości generujących przychód w relacji do nieruchomości będących w budowie na poziomie 50:50. HB Reavis ciągle rozwija nowe projekty, dlatego w celu utrzymania wartości tego wskaźnika, konieczna jest sprzedaż skomercjalizowanych już budynków, co grupa regularnie czyni.

Wykres: Relacja wartości nieruchomości generujących przychód do nieruchomości będących w budowie



Źródło: Dane spółki

W tabeli poniżej przedstawione zostały podstawowe dane obrazujące skalę działalności inwestycyjnej HB Reavis. Tabela pochodzi ze sprawdzania przepływów pieniężnych, które dostępne jest na końcowych stronach raportu.

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM INVESTMENTS

Tabela: Wpływy i wydatki związane z działalnością inwestycyjną

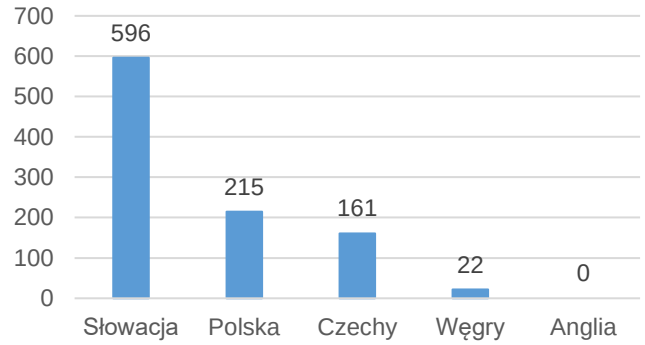
mln EUR	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Akwizycje nieruchomości	0,0	-143,0	-79,2	-56,7	-40,0	-76,0
Nakłady na budowę	-101,7	-86,5	-112,6	-122,6	-215,5	-244,9
Dezinwestycje nieruchomości*	141,8	15,9	76,1	88,0	13,5	162,6
Pozostałe	-16,9	-4,7	-8,2	-10,8	-8,1	-1,4
Razem	**23,2**	**-218,3**	**-123,9**	**-102,1**	**-250,1**	**-159,7**

*Źródło: Dane spółki, *uwzględnia spłatę zobowiązań finansowych przypisanych do sprzedanych aktywów*

Projekty ukończone

Dotychczas w historii grupy, HB Reavis wybudowało 1 mln m^2 GLA, z czego 60% powierzchni było dostarczonej na rynek słowacki. W Polsce grupa wybudowała 215 tys. m^2 GLA, podczas gdy w Czechach było to 161 tys. m^2 GLA. Z kolei na rynku brytyjskim HB Reavis nie ukończyło dotychczas żadnego projektu.

Wykres: Powierzchnia ukończonych nieruchomości (tys. m^2)



Źródło: Dane spółki

W 2016 r. grupa oddała do użytku w Polsce 2 projekty – West Station I (wartość księgowa - BV - 80 mln EUR, 31 tys. m^2 GLA, 93% komercjalizacji wg danych na kwiecień 2017 r.) oraz Gdański Business Centre D (BV 101 mln EUR, 30 tys. m^2 GLA, 88% komercjalizacji). Na Słowacji zakończono budowę 3 projektów: Twin City B (BV 52 mln EUR, 23 tys. m^2 GLA, 98% komercjalizacji) oraz Twin City C (BV 56 mln EUR, 24 tys. m^2 GLA, 100% komercjalizacji), a także Centrum Bottova (BV 10 mln EUR, 6 tys. m^2 GLA, 100% komercjalizacji). Natomiast w Czechach oddano projekt Aupark Hradec Kralove o wartości księgowej 81 mln EUR, 23 tys. m^2 GLA, który wg danych na kwiecień 2017 r. był skomercjalizowany w 88%. Summa summarum, HB Reavis w 2016 r. zakończyło budowę 6 projektów o łącznej powierzchni 137 tys. m^2 GLA i wycenie księgowej 380 mln EUR, co stanowiło 18% aktywów grupy.

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM INVESTMENTS

Tabela: Wycena projektów ukończonych

Segment	Metoda wyceny	Wartość godziwa na 31.12.2016 (mln EUR)	Opis	Przedział 31.12.2016
Słowacja				
Biura	Zdyskontowane przepływy pieniężne	222,5	Średni miesięczny czynsz w euro za m²	11,2 - 16,2
			Roczna stopa dyskontowa	7,7% - 10%
			Stopa kapitalizacji dla wartości rezydualnej	7,2% - 8,5%
Biura	Kapitalizacja bezpośrednia	117,5	Średni miesięczny czynsz w euro za m²	15,0 - 15,6
			Stopa kapitalizacji	6,5% - 8%
Razem		**340,0**		
Czechy				
Biura	Kapitalizacja bezpośrednia	76,9	Średni miesięczny czynsz w euro za m²	13,9
			Stopa kapitalizacji	6,55%
Handel	Zdyskontowane przepływy pieniężne	81,1	Średni miesięczny czynsz w euro za m²	18,5
			Roczna stopa dyskontowa	6,11%
			Stopa kapitalizacji dla wartości rezydualnej	6,3%
Logistyka	Kapitalizacja bezpośrednia	32,3	Średni miesięczny czynsz w euro za m²	4,1
			Stopa kapitalizacji	8,5%
Razem		**190,3**		
Polska				
Biura	Kapitalizacja bezpośrednia	257,5	Średni miesięczny czynsz w euro za m²	16,3 - 19,8
			Stopa kapitalizacji	5,9% - 7,2%
Razem		**257,5**		
Razem dla segmentu		**787,8**		

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström

Projekty w budowie i przygotowaniu

Łączna powierzchnia projektów w budowie (422 tys. m^2) oraz w przygotowaniu (751 tys. m^2) wynosi ponad 1,1 mln m^2. Gros tej powierzchni ma zostać wybudowane na Słowacji (40%), a istotny udział będzie miał także rynek polski (22%). Nieco inaczej kształtuje się podział dla nieruchomości wyłącznie w budowie, bowiem najwięcej powierzchni jest budowanej w Polsce (43%), a na drugim miejscu znajduje się Słowacja (31%). Rynek węgierski odpowiada za 17% powierzchni budowy, a resztę (9%) stanowi Wielka Brytania.

Tabela: GLA (tys. m^2)

Kraj	W budowie	W przygotowaniu	Razem
Anglia	36	88	**124**
Polska	183	81	**264**
Słowacja	132	333	**465**
Węgry	71	98	**169**
Czechy	0	151	**151**
Razem	**422**	**751**	**1 173**

Źródło: Dane spółki

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

Grupa szacuje ile będą warte budynki, które obecnie są w budowie. Udział nieruchomości w budowie w podziale na wycenę po ukończeniu znacząco różni się od podziału według budowanej powierzchni. Z uwagi na najwyższe stawki czynszu i zarazem najniższe stopy kapitalizacji w Wielkiej Brytanii, wartościowy udział projektów budowanych w Londynie (z uwzględnieniem sprzedanego projektu „33 Central") stanowi 27% przyszłej wartości nieruchomości HB Reavis będących w budowie, co daje Anglii drugie miejsce.

Tabela: Wycena po ukończeniu (mln EUR)

Kraj	W budowie
Anglia	*603
Polska	817
Słowacja	595
Węgry	202
Czechy	0
Razem	**2 218**

*Źródło: Dane spółki, *w tym 347 mln EUR stanowi sprzedany projekt „33 Central"*

Tabela: Wycena projektów w budowie i przygotowaniu

Segment	Metoda wyceny	Wartość godziwa na 31.12.2016 (mln EUR)	Opis	Przedział 31.12.2016
Słowacja				
Biura, Biura/Handel	Likwidacyjna	107,2	Skapitalizowane przychody netto pomniejszone o koszty ukończenia	197,8
			Stopa kapitalizacji	6.5% - 7,25%
Handel	Likwidacyjna	46,9	Skapitalizowane przychody netto pomniejszone o koszty ukończenia	148
			Stopa kapitalizacji	5,50%
Biura	Według kosztu	2,5	-	-
Razem		**156,6**		
Czechy				
Biura	Likwidacyjna	11,7	Skapitalizowane przychody netto pomniejszone o koszty ukończenia	49,7
			Stopa kapitalizacji	6,7% - 7,25%
Biura	Kapitalizacja bezpośrednia	14,8	Średni miesięczny czynsz w euro za m²	18,5
			Stopa kapitalizacji	6%
Handel	Likwidacyjna	12,2	Skapitalizowane przychody netto pomniejszone o koszty ukończenia	24,4
			Stopa kapitalizacji	7%
Razem		**38,7**		
Polska				
Biura	Likwidacyjna	241	Skapitalizowane przychody netto pomniejszone o koszty ukończenia	235,1
			Stopa kapitalizacji	5,75% - 6,5%
Biura	Według kosztu	3,6	-	-
Razem		**244,6**		

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM INVESTMENTS

Segment	Metoda wyceny	Wartość godziwa na 31.12.2016 (mln EUR)	Opis	Przedział 31.12.2016
Wielka Brytania				
Biura	Likwidacyjna	116	Skapitalizowane przychody netto pomniejszone o koszty ukończenia	70,8
			Stopa kapitalizacji	4,5% - 4,75%
Razem		116		
Węgry				
Biura	Porównawcza	8,2	Cena w euro za m²	211
	Likwidacyjna	40,9	Skapitalizowane przychody netto pomniejszone o koszty ukończenia	136,4
			Stopa kapitalizacji	6,63%
Razem		**49,1**		
Razem dla segmentu		**605**		

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström

Tabela: Wycena projektów w budowie i przygotowaniu c.d.

Segment	Metoda wyceny	Wartość godziwa na 31.12.2016 (mln EUR)
Niezwiązane z podstawową działalnością		
Logistyka	Porównawcza	36,3
Handel	Według kosztu	0,1
Razem dla segmentu		**36,4**

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström

Największym londyńskim projektem grupy będącym aktualnie w budowie jest 33 Central, którego powierzchnia ma wynieść 21 tys. m^2, a jego wycena (przy pełnej komercjalizacji) szacowana jest przez HB Reavis na 347 mln EUR. Grupa sprzedała już ten projekt do Wells Fargo, spodziewany termin jego oddania przypada na koniec 3Q17. HB Reavis przy podpisaniu umowy otrzymało 10% wartości transakcji w gotówce. Pozostałe 90% zostanie otrzymane po ukończeniu budowy. Z racji tego, że transakcja została dokonana przed ukończeniem projektu (mniej ryzyk po stronie HB Reavis, brak konieczności szukania najemców oraz brak oczekiwania na 100% komercjalizację) spodziewamy się, że projekt mógł zostać sprzedany z 10% dyskontem (ok. 312 mln EUR). Przy tej cenie, HB Reavis powinno otrzymać ok. 281 mln EUR po przekazaniu projektu do nowego właściciela.

Tabela: Kwoty należne od odbiorców z tytułu umów budowlanych (mln EUR)

	2016	33 Central	West Station 1-2
Przeniesienia z nieruchomości inwestycyjnych na konto kontraktów budowlanych	216,6	216,6	0,0
Poniesione koszty budowy	89,5	26,1	63,4
Rozpoznane zyski	48,1	25,1	23,0
Faktury	-132,9	-46,5	-86,4
Całkowite kwoty należne od odbiorców z tytułu umów budowlanych	**221,3**	**221,3**	**0,0**

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

Niestandardowym projektem HB Reavis pod kątem księgowania jest także West Station, który księgowany jest w JV (HB Reavis posiada 71% udział w projekcie, ale nie posiada pełnej kontroli nad projektem). Struktura aktywów i pasywów projektów JV została przedstawiona w tabeli poniżej.

Tabela: Projekty JV (mln EUR) na koniec 2016 r.

	West Station 1-2	Pozostałe JV
Przychody	0,4	0,8
Zysk i całkowite dochody za rok	-0,1	-0,3
Aktywa obrotowe	18,3	0,5
Aktywa trwałe	128,1	8,6
Zobowiązania krótkoterminowe	-42,3	-0,3
Zobowiązania długoterminowe	-42,1	-4,2
Aktywa netto projektu	**62**	**4,6**
Udział pozostałych wspólników	**-17,8**	**-2,3**
Inwestycje w JV	**44,2**	**2,3**

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström

W przygotowaniu grupy jest projekt One Waterloo (Londyn). Na zakupionej w 2Q17 nieruchomości pod ten projekt znajdował się funkcjonujący budynek, który generuje roczny dochód w wysokości 5,6 mln GBP. Jego obecna powierzchnia wynosi 28 tys. m^2 GLA. HB Reavis planuje rozebrać ten budynek do 2020 r. i na jego miejscu wybudować nowy. Nowa nieruchomość ma powstać do 2024 r. i ma oferować 88 tys. m^2 powierzchni biurowej. Grupa szacuje, że cały projekt będzie warty przy ukończeniu ok. 1,6 mld GBP, a oczekiwana wartość najmu wyniesie co najmniej 50 mln GBP.

Aktywa przeznaczone do sprzedaży

Na koniec 2016 r. HB Reavis posiadało aktywa przeznaczone do sprzedaży o wartości 222 mln EUR, z czego 204 mln EUR stanowiły nieruchomości. W skład tych nieruchomości wchodziły 4 projekty: 2 projekty logistyczne w Czechach, których wartość szacujemy (na podstawie sprawozdań grupy) na ok. 40 mln EUR oraz 2 biurowce Gdański Business Centre (C+D) w Warszawie o wartości ok. 160 mln EUR. Z kolei zobowiązania przypisane do aktywów przeznaczonych do sprzedaży wynosiły 114 mln EUR (zobowiązania / aktywa = 51%). Dług netto przypisany do projektów przeznaczonych na sprzedaż wyniósł 82 mln EUR, co przy 108 mln EUR kapitałów własnych przekłada się na poziom zadłużenia 76% (dług netto / kapitały własne).

Tabela: Projekty HB Reavis

	Projekt	Planowane ukończenie	Lokalizacja	Wycena (mln EUR)	Wycena po ukończeniu (mln EUR)	Komercjalizacja (stan na IV '17)	GLA (tys. m^2)	Przewidywana wartość najmu (mln EUR)
Ukończone w 2016 r.	West Station I		Warszawa, Polska	80		93%	31	
	Gdański Business Center D		Warszawa, Polska	101		88%	30	
	Twin City B		Bratysława, Słowacja	52		98%	23	
	Twin City C		Bratysława, Słowacja	56		100%	24	
	Centrum Bottova		Bratysława, Słowacja	10		100%	6	
	Aupark Hradec Kralove		Hradec Kralove, Czechy	81		88%	23	
W budowie	20 Farringdon Street	1Q18	Londyn, Anglia		143		8	
	Cooper & Southwark	4Q17	Londyn, Anglia		114		7	
	33 Central (Sprzedane)	3Q17	Londyn, Anglia		347		21	
	West Station II	3Q17	Warszawa, Polska		100		38	
	Varso 1	2Q19	Warszawa, Polska		139		30	
	Varso 2	4Q19	Warszawa, Polska		213		45	
	Varso Tower	2020	Warszawa, Polska		367		70	
	Twin City Tower	3Q18	Bratysława, Słowacja		97		35	
	Stanica Nivy	2020	Bratysława, Słowacja		406		67	
	Nivy Tower	2020	Bratysława, Słowacja		92		31	
	Agora Hub	4Q18	Budapeszt, Węgry		98		36	
	Agora Tower	4Q18	Budapeszt, Węgry		104		35	
	RAZEM				**2 218**		**422**	**122**
W przygotowaniu	One Waterloo	b.d.	Londyn, Anglia		1,6 mld GBP		88	
	Burakowska 14	b.d.	Warszawa, Polska		b.d.		81	
	Alfa Park	b.d.	Bratysława, Słowacja		b.d.		176	
	Twin City - Strefa B i C	b.d.	Bratysława, Słowacja		b.d.		122	
	Ryba	b.d.	Bratysława, Słowacja		59		19	
	Forum Business Center II	b.d.	Bratysława, Słowacja		b.d.		17	
	Agora II Etap	b.d.	Budapeszt, Węgry		b.d.		67	
	BEM Palace	b.d.	Budapeszt, Węgry		97		31	
	Vinohradska	b.d.	Praga, Czechy		b.d.		23	
	Radlicka	b.d.	Praga, Czechy		66		28	
	Mercuria	b.d.	Praga, Czechy		52		17	
	Aupark Shopping Center	b.d.	Brno, Czechy		b.d.		32	
	Apollo Brno	b.d.	Brno, Czechy		b.d.		52	
	RAZEM						**751**	

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Strōm

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM INVESTMENTS

Analiza finansowa

Strategia

HB Reavis posiada politykę finansową, której główne cele zostały przedstawione poniżej:

1) docelowy poziom zadłużenia netto do łącznej wartości aktywów do 35% (20% na koniec 2016 r.)
2) wypłata dywidendy do 3% wartości aktywów netto (4% w 2016 r.)
3) docelowe rezerwy środków finansowych na poziomie co najmniej 5% sumy bilansowej (15% na koniec 2016 r.)
4) zabezpieczenie ryzyka walutowego dla całej znanej i szacowanej ekspozycji do 12 miesięcy do przodu oraz zabezpieczenie stopy procentowej pokrywające 50-100% zadłużenia
5) planowany poziom nakładów na budowę oraz akwizycję nieruchomości to 450-500 mln EUR w każdym z najbliższych 2-3 lat (321 mln EUR w 2016 r.)

Rachunek zysków i strat

Grupa w 2016 r. wygenerowała 69,6 mln EUR przychodów oraz poniosła 23,5 mln EUR kosztów własnych sprzedaży, co przełożyło się na przychody z najmu netto rzędu 46,1 mln EUR. HB Reavis rozpoznało 174,5 mln EUR zysku z aktualizacji wartości aktywów, co miało wyłącznie charakter księgowy, a nie gotówkowy. Po uwzględnieniu pozostałych przychodów oraz kosztów operacyjnych, EBIT grupy wyniósł 235,3 mln EUR. HB Reavis poniosło 31,2 mln zł kosztów odsetkowych oraz 64,2 mln EUR pozostałych kosztów finansowych netto. Zysk brutto w kwocie 139,9 mln EUR został pomniejszony o 32,4 mln EUR podatków, zatem zysk netto wyniósł 107,5 mln EUR.

Bilans

Aktywa grupy na koniec 2016 r. wyniosły 2,1 mld EUR. Największy w nich udział stanowiły nieruchomości inwestycyjne w budowie (30%) oraz pracujące (27%). Istotny udział stanowiły także środki pieniężne i ich ekwiwalenty (15%) oraz aktywa przeznaczone do sprzedaży (11%). Dwucyfrowy udział (10%) miały jeszcze kwoty należne od odbiorców z tytułu umów budowlanych (projekt „33 Central").

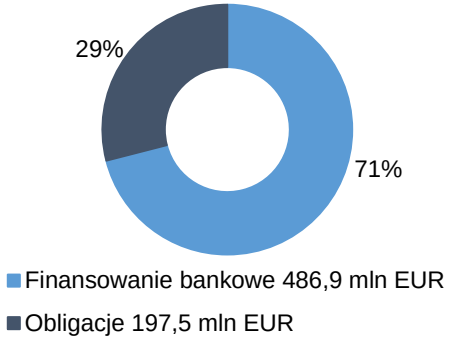
Pasywa HB Reavis dzieliły się w 54% na kapitały własne oraz w 46% na zobowiązania. Największy udział w zobowiązaniach stanowiły zobowiązania finansowe, które odpowiadały za 35% całości pasywów (z uwzględnieniem 4% przypisanych do aktywów przeznaczonych na sprzedaż).

Na koniec 2016 r. relacja zobowiązań do aktywów wyniosła 46%, natomiast dług netto do kapitałów własnych był równy 38%. Z kolei aktywa obrotowe w relacji do zobowiązań krótkoterminowych wyniosły 271%, a stosunek środków pieniężnych do tych zobowiązań był równy 139%. Perspektywa zarówno wypłacalności, jak i płynności grupy na koniec minionego roku wyglądała zatem na bezpieczną.

Wykresy poniżej przedstawiają strukturę zadłużenia (na koniec 2016 r.) oraz profil zapadalności długu. Profil zapadalności zadłużenia uwzględnia pożyczki i kredyty bankowe, które stanowiły zobowiązania HB Reavis na koniec 2016 r. Z kolei obligacje w profilu zapadalności dodatkowo uwzględniają 3 serie obligacji, które zostały wyemitowane w 2017 r. (2 serie „słowackie" na łączną kwotę 32 mln EUR i 1 emisja „polska" o wartości nominalnej 220 mln zł). Zwracamy uwagę, że do 2021 r. w żadnym z lat grupie nie zapadnie więcej niż 165 mln EUR zobowiązań finansowych, co stawia HB Reavis w komfortowej sytuacji.

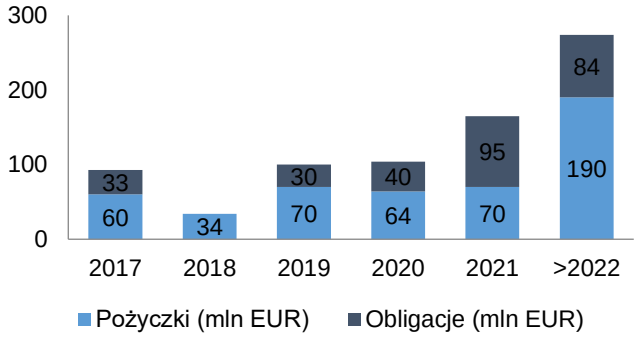
Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

Wykres: Struktura zadłużenia (na dzień 31 grudnia 2016 r.)



Źródło: Dane spółki

Wykres: Profil zapadalności zadłużenia



Źródło: Dane spółki

Porównanie zadłużenia z konkurencją

W tabeli poniżej znajduje się porównanie aktualnego wskaźnika długu netto do kapitałów własnych dla konkurentów HB Reavis emitujących obligacje korporacyjne na polskim rynku. Wartość tego wskaźnika dla HB Reavis jest najniższa w porównaniu z konkurencją. Oczekujemy, że zadłużenie HB Reavis może jednak wzrosnąć w najbliższych latach z uwagi na plany zwiększenia inwestycji w budowę i akwizycję nieruchomości. Docelowy poziom zadłużenia netto do łącznej wartości aktywów HB Reavis ma nie przekraczać 35%. Na koniec 2016 r. wynosił on 20%. Szacujemy, że aby grupa osiągnęła poziom 35% potrzebne byłoby zwiększenie długu i nieruchomości inwestycyjnych o 476 mln EUR. Wówczas dług netto do kapitałów własnych wyniósłby 0,80x.

Tabela: Zadłużenie konkurencji HB Reavis na koniec pierwszego kwartału 2017 r. (o ile nie wskazano inaczej)

	HB Reavis**	Echo Investment	BBI Development	LC Corp	GTC	Capital Park	Granbero*
Dług netto / Kapitały własne	0,38x	0,47x	0,56x	0,58x	0,91x	0,99x	1,19x
Aktywa (mln EUR)	2 112	789	90	440	1 909	538	1 605

*Źródło: Sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne Michael/Ström, *wartość dla poręczyciela Ghelamco Invest na koniec 2016 roku, **dane na koniec 2016 r.*

Warto dodać, że HB Reavis posiadało największą sumę bilansową (2,1 mld EUR) spośród wszystkich spółek wymienionych w tabeli powyżej, co świadczy o znaczącej skali prowadzonej działalności. Na drugim miejscu znajdowało się GTC (1,9 mld EUR), a na trzecim Granbero Holdings Ltd (1,6 mld EUR).

Obligacje

HB Reavis emituje obligacje na rynku słowackim, polskim i czeskim za pośrednictwem spółek celowych. W Polsce za pozyskanie finansowania zewnętrznego odpowiadają 2 spółki: HBRPL oraz HBRPL2. Działalność HBRPL oraz HBRPL2 ogranicza się do emitowania obligacji oraz udzielania finansowania (pożyczek) podmiotom z grupy. Obligacje emitowane przez HBRPL oraz HBRPL2 poręczane są przez HB Reavis Holding S.à r.l.

HBRPL2 ma ustanowiony program emisji obligacji do 0,5 mld zł, z czego 320 mln zł zostało już wykorzystanych. Z kolei HBRPL podjęło decyzję o dokonaniu przedterminowego wykupu obligacji serii A o wartości nominalnej 111 mln zł.

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

Papiery zostały wykupione 1 sierpnia. Pierwotny termin zapadalności przypadał na 27 listopada 2017. Również obligacje serii B (6,6 mln EUR) mają zostać wcześniej (28.08.2017) wykupione mimo pierwotnego terminu wykupu ustalonego na 27 listopada br.

Spółka HBRPL pozyskała do końca 2016 r. z emisji obligacji 111 mln zł oraz 6,6 mln euro. Środki pozyskane przez spółkę w drodze tych emisji trafiły do spółek zajmujących się realizacją kompleksu Varso w Warszawie. Na koniec 2016 r. wyemitowane były również obligacje spółki HBRPL2 o wartości 100 mln zł, z których pozyskane pieniądze pożyczono poręczycielowi.

Tabela: Wyemitowane obligacje na koniec lipca 2017 r.

Emitent	Zabezpie-czone*	Kupon	Waluta	Kwota w walucie emisji	Wielkość emisji (w EUR)	Termin wykupu
HB Reavis Finance PL	Tak	3M Wibor + 3,95%	PLN	111 000 000	26 303 318	01.08.2017
HB Reavis Finance PL	Tak	4,95%	EUR	6 600 000	6 600 000	28.08.2017
HB Reavis Finance PL2	Nie	6M Wibor + 4,4%	PLN	100 000 000	23 255 814	16.04.2021
HB Reavis Finance PL2	Nie	6M Wibor + 4,2%	PLN	220 000 000	52 132 702	03.01.2022
HB Reavis Finance SK	Tak	4,25%	EUR	30 000 000	30 000 000	26.08.2019
HB Reavis Finance SK II	Nie	4,25%	EUR	40 000 000	40 000 000	30.03.2020
HB Reavis Finance SK III (I t.)	Nie	3,50%	EUR	25 000 000	25 000 000	08.12.2021
HB Reavis Finance SK III (II t.)	Nie	3,50%	EUR	12 000 000	12 000 000	21.03.2022
HB Reavis Finance SK III (III t.)	Nie	3,35%	EUR	20 000 000	20 000 000	15.06.2022
HB Reavis Finance CZ	Nie	6M Pribor + 4%	CZK	1 250 000 000	46 239 966	23.03.2021
Razem					**281 531 800**	

*Źródło: Dane spółki; *"wg HB Reavis samo poręczenie nie jest traktowane jako zabezpieczenie – są nim aktywa fizyczne (wszystkie serie są poręczone)*

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM INVESTMENTS

Bilans HB Reavis (mln EUR)

	2014	2015	2016
Aktywa trwałe	**1 608**	**1 940**	**1 510**
Nieruchomości inwestycyjne pracujące	725	570	565
Nieruchomości inwestycyjne w budowie	634	853	640
Inwestycje w JV	15	48	47
Rzeczowe aktywa trwałe	30	11	9
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	171	431	222
- w tym środki pieniężne	4	18	8
Pozostałe aktywa trwałe	33	26	28
Aktywa obrotowe	**199**	**149**	**602**
Zapasy	4	0	0
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	41	48	68
Kwoty należne od odbiorców z tytułu umów budowlanych			221
Pozostałe aktywa	3	3	5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	151	98	308
AKTYWA RAZEM	**1 806**	**2 089**	**2 112**
Kapitały własne	**933**	**1 100**	**1 137**
Zobowiązania długoterminowe	**710**	**841**	**753**
Zobowiązania finansowe	500	486	565
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku dochodowego	44	89	70
Pozostałe zobowiązania	13	12	5
Zobowiązania przypisane do aktywów przeznaczonych do sprzedaży	153	254	114
- zobowiązania finansowe	129	240	90
Zobowiązania krótkoterminowe	**163**	**148**	**222**
Zobowiązania finansowe	44	57	91
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	100	70	116
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	19	21	15
PASYWA RAZEM	**1 806**	**2 089**	**2 112**
Dług brutto	673	783	747
Dług netto	**518**	**668**	**430**
Dług netto / Kapitały własne	**0,55**	**0,61**	**0,38**

Źródło: Skonsolidowane sprawozdanie finansowe HB Reavis, obliczenia własne Michael/Ström

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM INVESTMENTS

Rachunek zysków i strat HB Reavis (mln EUR)

	2014	2015	2016
Przychody	72	68	70
Koszt własny sprzedaży	-26	-23	-24
Przychody z najmu netto	**47**	**45**	**46**
Zysk (strata) z aktualizacji wartości aktywów	109	263	175
Pozostałe przychody operacyjne	32	82	138
Amortyzacja	-4	-3	-2
Pozostałe koszty operacyjne	-51	-84	-122
Wynik na działalności operacyjnej	**133**	**303**	**235**
Przychody finansowe	2	14	1
Koszty finansowe	-34	-29	-96
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	**100**	**288**	**140**
Podatki	-12	-48	-32
Zysk (strata) netto	**88**	**239**	**108**

Źródło: Skonsolidowane sprawozdanie finansowe HB Reavis, obliczenia własne Michael/Ström

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM INVESTMENTS

Rachunek przepływów pieniężnych HB Reavis (mln EUR)

	2014	2015	2016
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	**18**	**-9**	**-12**
Zysk przed opodatkowaniem	100	288	140
Amortyzacja	5	4	2
Zysk z aktualizacji wartości aktywów	-109	-263	-175
Koszty z tytułu odsetek	21	24	31
Pozostałe korekty	1	-39	25
Zmiany w kapitale obrotowym	17	-7	-15
Odsetki zapłacone	-18	-17	-20
Odsetki otrzymane	1	1	1
Zapłacony podatek dochodowy	-1	0	-1
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	**-102**	**-214**	**198**
Nabycie nieruchomości inwestycyjnych	-57	-40	-75
Koszty budowy nieruchomości inwestycyjnych	-110	-194	-199
Wpływy ze sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych	5	1	302
Wpływy netto ze sprzedaży jednostek zależnych, po odjęciu środków pieniężnych	51	63	172
Pozostałe wpływy z działalności inwestycyjnej	33	90	1
Pozostałe wydatki z działalności inwestycyjnej	-24	-134	-4
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	**187**	**186**	**14**
Wpływy z tytułu zaciągnięcia kredytów i pożyczek	275	432	349
Spłata kredytów i pożyczek	-74	-187	-286
Wypłaty na rzecz właścicieli	-14	-59	-49
Przepływy pieniężne netto, razem	**103**	**-38**	**200**

Źródło: Skonsolidowane sprawozdanie finansowe HB Reavis, obliczenia własne Michael/Ström

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM INVESTMENTS

Bilans HBRPL (mln zł)

	2015	2016
Aktywa trwałe	**138,92**	**1,88**
Inwestycje długoterminowe	137,70	0,00
Pozostałe	1,22	1,88
Aktywa obrotowe	**6,87**	**145,23**
Inwestycje krótkoterminowe	6,70	145,07
Pozostałe	0,17	0,17
AKTYWA RAZEM	**145,79**	**147,12**
KAPITAŁ WŁASNY	**0,45**	**3,05**
Rezerwy	1,21	1,45
Zobowiązania długoterminowe	137,89	0,00
Zobowiązania krótkoterminowe	4,65	142,61
Rozliczenia międzyokresowe	1,59	0,01
PASYWA RAZEM	**145,79**	**147,12**

Źródło: Sprawozdanie finansowe HB Reavis Finance PL, obliczenia własne Michael/Ström

Rachunek zysków i strat HBRPL (mln zł)

	2015	2016
Przychody	0,00	0,00
Koszty działalności operacyjnej	-2,28	-2,35
Zysk (strata) ze sprzedaży	**-2,28**	**-2,35**
Pozostałe przychody operacyjne	0,00	0,00
Pozostałe koszty operacyjne	0,00	0,00
EBIT	**-2,28**	**-2,35**
Przychody finansowe, w tym:	13,06	11,33
- odsetki	*10,31*	*10,42*
Koszty finansowe, w tym:	-8,03	-11,22
- odsetki	*-7,71*	*-8,02*
Zysk (strata) przed podatkiem	**2,76**	**-2,24**
Podatek	-0,53	0,43
Zysk (strata) netto	**2,23**	**-1,81**

Źródło: Sprawozdanie finansowe HB Reavis Finance PL, obliczenia własne Michael/Ström

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM INVESTMENTS

Rachunek przepływów pieniężnych HBRPL (mln zł)

	2015	2016
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	**-1,65**	**-8,41**
Zysk (strata) netto	**2,23**	**-1,81**
Korekty razem	**-3,88**	**-6,60**
Amortyzacja	0,00	0,00
Zyski(strata) z tytułu różnic kursowych	0,00	0,01
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	-2,60	-2,41
Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej	0,00	0,00
Zmiana stanu rezerw	-0,01	0,24
Zmiana stanu zapasów	0,00	0,00
Zmiana stanu należności	-0,16	0,00
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem pożyczek i kredytów	1,09	0,81
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	0,23	-2,24
Inne korekty	-2,43	-3,02
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	**10,03**	**10,10**
Wpływy:	**10,03**	**10,10**
- z aktywów finansowych w jednostkach powiązanych	10,03	10,10
Wydatki:	**0,00**	**0,00**
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	**-6,69**	**-2,64**
Wpływy:	**6,37**	**120,66**
Emisja dłużnych papierów wartościowych	0,00	0,00
Pozostałe wpływy z działalności finansowej	6,37	120,66
Wydatki:	**-13,06**	**-123,29**
Odsetki	-7,80	-7,73
Pozostałe wydatki z działalności finansowej	-5,26	-115,57
Przepływy pieniężne netto razem	**1,70**	**-0,95**

Źródło: Sprawozdanie finansowe HB Reavis Finance PL, obliczenia własne Michael/Ström

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM INVESTMENTS

Bilans HBRPL2 (mln zł)

	2016
Aktywa trwałe	**103,87**
Inwestycje długoterminowe	102,88
Pozostałe	0,99
Aktywa obrotowe	**1,41**
Inwestycje krótkoterminowe	1,41
Pozostałe	0,00
AKTYWA RAZEM	**105,28**
KAPITAŁ WŁASNY	**0,31**
Rezerwy	1,06
Zobowiązania długoterminowe	99,90
Zobowiązania krótkoterminowe	3,93
Rozliczenia międzyokresowe	0,08
PASYWA RAZEM	**105,28**

Źródło: Sprawozdanie finansowe HB Reavis Finance PL 2, obliczenia własne Michael/Ström

Rachunek zysków i strat HBRPL2 (mln zł)

	2016
Przychody	0,00
Koszty działalności operacyjnej	-0,66
Zysk (strata) ze sprzedaży	**-0,66**
Pozostałe przychody operacyjne	0,00
Pozostałe koszty operacyjne	0,00
EBIT	**-0,66**
Przychody finansowe, w tym:	4,23
- odsetki	*1,35*
Koszty finansowe, w tym:	-3,19
- odsetki	*-1,29*
Zysk (strata) przed podatkiem	**0,38**
Podatek	-0,07
Zysk (strata) netto	**0,30**

Źródło: Sprawozdanie finansowe HB Reavis Finance PL 2, obliczenia własne Michael/Ström

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM
INVESTMENTS

Rachunek przepływów pieniężnych HBR PL 2 (mln zł)

	2016
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	**-1,25**
Zysk (strata) netto	**0,30**
Korekty razem	**-1,55**
Amortyzacja	0,00
Zyski(strata) z tytułu różnic kursowych	-2,36
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	-0,05
Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej	0,00
Zmiana stanu rezerw	1,06
Zmiana stanu zapasów	0,00
Zmiana stanu należności	0,00
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem pożyczek i kredytów	0,77
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-0,91
Inne korekty	-0,07
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	**-100,52**
Wpływy:	**-100,52**
- z aktywów finansowych w jednostkach powiązanych	-100,52
Wydatki:	**0**
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	**101,84**
Wpływy:	**101,84**
Emisja dłużnych papierów wartościowych	100,00
Pozostałe wpływy z działalności finansowej	1,84
Wydatki:	**0,00**
Przepływy pieniężne netto razem	**0,07**

Źródło: Sprawozdanie finansowe HB Reavis Finance PL 2, obliczenia własne Michael/Ström

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM
INVESTMENTS

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 02.08.2017 r.

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**"), adres: Al. Jerozolimskie 134, 02-305 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS 0000347507, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o wpłaconym kapitale zakładowym w wysokości 815 591,49 PLN, adres e-mail: kontakt@michaelstrom.pl.

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

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

Przed opublikowaniem raport został przekazany do Emitenta.

Raport:

- skierowany jest tak do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl 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. 2013 r. Poz. 1422 z późn. zm.) i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
  - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t.j.: Dz.U. z 2016 r. poz. 380),
  - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 2016 poz. 1715),
  - porady inwestycyjnej,
  - usługi doradztwa inwestycyjnego.

Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoby przygotowujące raport nie są zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoby przygotowujące raport i osoba blisko z nimi związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2015 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 poz. 94), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski nie pełnił funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisje inwestycyjne i usługowe.
- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora emitenta dla Emitenta.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu nie obowiązywała umowa między Domem Maklerskim lub podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.

Piotr Ludwiczak
Head of Research
Doradca inwestycyjny
p.ludwiczak@michaelstrom.pl

MICHAEL/STRÖM
INVESTMENTS

- Dom Maklerski nie otrzymuje obecnie wynagrodzenia od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- 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.
- Nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań, występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązanym a Emitentem.
- Na dzień sporządzenia raportu Domu Maklerskiego i Emitenta nie łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- Autorzy raportu ani Dom Maklerski nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów lub pracownicy Domu Maklerskiego lub osoby z nimi powiązane posiadają takie instrumenty finansowe lub zamierzają je nabyć lub zamierzają je zbyć.

Dom Maklerski dąży do unikania konfliktów interesów ze swoimi Klientami oraz pomiędzy nimi, w szczególności poprzez regulacje wewnętrzne w tym „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Michael/Ström Dom Maklerski sp. z o.o.", który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. www.michaelstrom.pl.

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

Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany lub w jakikolwiek sposób konsultowany z Komisją Nadzoru Finansowego.

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