

BBI Development S.A.

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową spółki BBI Development S.A. pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji. Z przeprowadzonej analizy płyną następujące wnioski:

- Od końca 2014 r. do 31 marca br. skonsolidowany dług netto spółki spadł o 82 mln zł do 149 mln zł. Istotnie zmniejszyła się także relacja długu netto do kapitałów własnych – z 0,9x do 0,6x. W porównaniu z konkurencją, spółkę charakteryzuje najniższy poziom tego wskaźnika.
- Kluczowa dla dalszego zmniejszania zadłużenia jest sprzedaż kolejnych projektów. Gdyby spółka sprzedała na zakładanych przez nią warunkach dwa projekty, tj. Kwartał Centralny oraz Centrum Marszałkowska, to do końca 2018 r. byłaby w stanie spłacić całość zadłużenia.
- Istotny zastrzyk gotówki powinien wygenerować także projekt Złota 44 w którym spółka sprzedała w lipcu br. 72 apartamenty w pakiecie.
- Mimo optymistycznych założeń co do generowania przepływów pieniężnych do końca 2018 r., spółka prawdopodobnie będzie potrzebowała pozyskać dodatkowe finansowanie, aby spłacić część obligacji. Środki te mogą pochodzić z emisji nowego długu, otrzymania zaliczek ze sprzedaży projektów lub sprzedaży gruntu w Szczecinie, czego konserwatywnie nie zakładam.
- Zmniejszenie zadłużenia spółki oraz spadek rentowności obligacji pozwalają sądzić, że w przypadku pozyskiwania nowego długu, spółka mogłaby liczyć na niższe marże niż w obecnie notowanych seriach.

PROFIL SPÓŁKI:

Deweloper komercyjno-mieszkaniowy, prowadzący obecnie działalność na 2 rynkach:
- Warszawa,
- Szczecin.
Od 1997 r. jest podmiotem notowanym na GPW w Warszawie.

Outstanding obligacji:

Seria BBI0217:
53 000 000 zł (6,25%)

Seria BBI0218:
35 000 000 zł (5,49%)

Seria BBI0219:
22 000 000 zł (6,88%)

Podstawowe skonsolidowane dane finansowe (w tys. zł):

Bilans	31.03.2016	31.12.2015	Sprawozdanie z całkowitych dochodów	1Q16	2015
Aktywa trwałe	255 436	251 353	Przychody	26 244	22 136
- inwestycje - wycena praw wł.	155 397	156 515	Koszt własny sprzedaży	23 597	7 066
- pozostałe aktywa finansowe	59 259	53 295	Zysk brutto na sprzedaży	2 647	15 070
Aktywa obrotowe	194 942	225 357	Koszty sprzedaży	616	1 934
- zapasy	168 955	187 884	Koszty ogólnego zarządu	1 428	10 555
- środki pieniężne i ekwiwalenty	12 018	17 497	Zysk z działalności operacyjnej	620	399
Aktywa razem	450 378	476 710	Przychody finansowe	54	1 967
			Koszty finansowe	829	5 336
Kapitał własny	251 415	252 581	Wynik brutto	-155	-2 970
Zobowiązania długoterminowe	84 720	115 368	Wynik netto	-1 066	-3 390
- finansowe	82 366	113 072			
- pozostałe	2 354	2 296	Rachunek przepływów pieniężnych		
Zobowiązania krótkoterminowe	114 243	108 761	Przepływy z działalności operacyjnej	4 757	17 784
- finansowe	78 821	51 500	Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4 041	-8 438
- rozliczenia międzyokresowe	23 250	42 951	Przepływy z działalności finansowej	-6 195	-4 556
Pasywa razem	450 378	476 710	Zmiana stanu środków pieniężnych	-5 479	4 790

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK BBI Development za 2015 r. oraz 1Q 2016 r., obliczenia własne Michael/Ström DM

Opis spółki

BBI Development S.A. jest deweloperem komercyjno-mieszkaniowym, którego obligacje i akcje notowane są na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Kluczowym elementem strategii spółki jest realizacja projektów komercyjnych i ich sprzedaż. Dotychczas najważniejszym projektem w historii spółki był Plac Unii, który został sprzedany za 226 mln €. Obecnie BBI Development prowadzi kilka projektów komercyjnych w Warszawie oraz inwestycje mieszkaniowe w Warszawie i Szczecinie.

Poniżej przedstawiam udział akcjonariuszy w kapitale zakładowym spółki na dzień 16.05.2016 r. Na uwagę zasługuje fakt, że trzech inwestorów finansowych posiada pakiet powyżej 5%. Dodatkowo, wszyscy członkowie zarządu (lub członkowie ich rodzin*) posiadają akcje spółki.

Akcjonariusz	Udział w kapitale
Fundusze QUERCUS TFI S.A.	11,8%
Maciej Radziwiłł	6,3%
Altus TFI S.A. **	5,8%
N-N OFE	5,3%
Rafał Szczepański	3,0%
Krzysztof Tyszkiewicz	3,0%
Rząd Norwegii**	2,8%
Paweł Turno	2,2%
Michał Skotnicki	1,7%
Akcje własne***	0,4%
Piotr Litwiński*	0,1%
Pozostali	57,8%

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK BBI Development za 1Q 2016 r., obliczenia własne Michael/Ström DM, **wykaz akcjonariuszy na Zwyczajnym Walnym Zgromadzeniu spółki w dniu 28 czerwca 2016 r., ***z uwzględnieniem akcji własnych nabytych do 22 lipca br.

Spółka w 4. kwartale 2015 r. uchwaliła program skupu akcji do 5,8 mln sztuk (5,5% kapitału) lub do kwoty 2,92 mln zł. Do końca marca 2016 r. spółka skupiła 350 tys. akcji za łączną kwotę 299 tys. zł, a do 22.07.2016 r. 423 tys. akcji za łączną kwotę 373 tys. zł. W dniu 28.06.2016 r. podczas Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia spółki podjęto uchwałę ws. przedłużenia okresu trwania programu skupu akcji do 30.06.2017 r. Ponadto, zwiększono maksymalną liczbę akcji, które mogą być nabyte w ramach programu do 8,0 mln sztuk (7,6% kapitału) oraz postanowiono, że łączna cena nabycia wszystkich akcji własnych nabywanych w programie nie może przekroczyć 4 mln zł.

Realizowane projekty

1. Koneser

Na koniec marca 2016 r. łączna wartość aktywów przypisana do Konesera wynosiła 146 mln zł i była najwyższa spośród wszystkich obecnie realizowanych projektów przez BBI Development. Projekt ten składa się z części mieszkaniowej, biurowej oraz handlowej i jest umiejscowiony na warszawskiej Pradze.

Kwartał Centralny

W centralnej części projektu Koneser znajduje się inwestycja biurowo-handlowa, którą BBI Development realizuje wspólnie ze spółką Liebrecht & Wood. L&W od ponad 20 lat prowadzi działalność w sektorze nieruchomości komercyjnych w Polsce, Rumunii oraz Rosji. BBI Development oraz L&W współpracowały ze sobą przy dotychczas najważniejszym projekcie zakończonym przez BBI Development, tj. Placu Unii. Udział BBI Development w projekcie Kwartał Centralny wynosi 49%, a jego wartość bilansowa na koniec 1. kwartału 2016 r. wyniosła 88 mln zł. Oddanie inwestycji do użytkowania planowane jest na 4Q17 – 1Q18.

Powierzchnia biurowa projektu szacowana jest na 33,4 tys. m², podczas gdy powierzchnia handlowa ma wynieść 17,8 tys. m². Na dzień 30 kwietnia 2016 r. poziom komercjalizacji w obydwu częściach wynosił odpowiednio 8% i 18%. Spółka zakłada miesięczne stawki czynszu na poziomie 13 € / m² w części biurowej i 18,5 € / m² w części handlowej, co przekłada się na roczny przychód spółki celowej w kwocie 5,2 mln € (biura) i 4,0 mln € (handel). Dodatkowo, wybudowanych zostanie 1025 miejsc parkingowych, co przy zakładanym przez spółkę miesięcznym czynszu 52 € / m² będzie generować 0,6 mln € rocznego przychodu. Uwzględniając 7% stopę kapitalizacji do powyższych czynszów, otrzymuje się następujące wartości poszczególnych części etapu: biura – 74 mln €, handel – 56 mln € oraz parkingi – 9 mln €. Suma wartości Kwartału Centralnego po zakończeniu budowy i komercjalizacji wynosi zatem 140 mln € (616 mln zł).

Plany na 2Q16 – 4Q16 zakładają wniesienie wkładów pieniężnych do spółki celowej przez BBI Development w kwocie 17 mln zł oraz przez Liebrecht & Wood także na poziomie 17 mln zł. Po dokapitalizowaniu spółki celowej suma wniesionych wkładów pieniężnych wyniesie 91 mln zł, a wartość wniesionych kapitałów własnych wyniesie 137 mln zł.

Kolejnym krokiem będzie zwrócenie się spółki celowej do banków o sfinansowanie inwestycji na 70%-75% LTC. Szacuję, że pozyska ona 86 mln € kredytów, co przy sprzedaży projektu po cenie 140 mln € przełożyłoby się na 54 mln € przepływów pieniężnych netto do spółki celowej. Waząc tę kwotę udziałem BBI Development w projekcie, do spółki mogłoby trafić 27 mln € (117 mln zł). W 2013 r. spółka zawarła umowę z Liebrecht & Wood w której uzgodnione zostały wstępne parametry sprzedaży projektu. Sprzedaż Kwartału Centralnego mogłaby diametralnie zmienić postrzeganie spółki. Gdyby do BBI Development trafiło 117 mln zł, z czego zakładałam 80% w 2018 r., a pozostałe 20% w 2019 r., to znacząco pomogłoby zredukować zadłużenie.

Kwartał E2 i E4

Kwartał E2 składa się z 75 mieszkań o PUM 5,3 tys. m². W 1. kwartale 2016 r. spółka przekazała nabywcom 48 mieszkań stanowiących 58% PUM (tj. 3,1 tys. m²) z czego zaksięgowala 25 mln zł przychodów. Średnia cena za m² PUM wyniosła 8,1 tys. zł netto. Na dzień 30 kwietnia 2016 r. 70 mieszkań było sprzedanych (88% PUM). Szacuję, że ze sprzedaży wszystkich mieszkań spółka otrzyma łącznie 43 mln zł, z czego 25 mln zł wpłynęło już do BBI Development z tytułu przekazanych mieszkań, a 8 mln zł w formie zaliczek. Zakładam, że w 2016 r. wpłyną do spółki 4 mln zł z tytułu sprzedanych już mieszkań, które częściowo były zaliczkowane, a pozostałe 6 mln zł wpłynie do spółki po połowie w 2016 i 2017 r.

Na Kwartał E4 składa się 9 mieszkań o PUM 0,9 tys. m² i średniej (szacowanej przez spółkę) cenie 10,3 tys. zł / m². Na dzień 30 kwietnia 2016 r. wszystkie mieszkania były sprzedane. Szacuję, że ze sprzedaży wszystkich mieszkań spółka otrzyma 10 mln zł, z czego 7 mln zł wpłynęło już do BBI Development w formie zaliczek. Zakładam, że w 2016 r. wpłyną do spółki pozostałe 3 mln zł.

Zakładam, że do spółki trafi jeszcze 6 mln zł tytułem sprzedaży części komercyjnej przypisanej do tego etapu.

Kwartał E1 i E3

Projekt ten zakłada sprzedaż 108 mieszkań o łącznej PUM 6,1 tys. m², budowę i sprzedaż 1,1 tys. m² powierzchni biurowej oraz 0,7 tys. m² powierzchni handlowej. Rozpoczęcie budowy zaplanowane jest na 3Q16, a oddanie do użytkowania na 1. połowę 2018 r. Na koniec marca 2016 r. wartość bilansowa tego projektu wynosiła 17 mln zł, z czego 6 mln zł stanowiły koszty finansowania zewnętrznego.

BBI Development zakłada, że średnia cena sprzedaży mieszkań będzie wyższa niż w Kwartale E2 i E4, gdzie średnioważona cena m² wynosi 8,4 tys. zł netto. Przyjmując wspomnianą średnioważoną cenę z Kwartałów E2 i E4 do dalszych obliczeń szacuję, że ze sprzedaży mieszkań (E1 + E3) spółka otrzyma 52 mln zł. Natomiast wartość części komercyjnej szacuję na 21 mln zł (przy założeniu stawek czynszowych i komercjalizacji analogicznych do pozostałych Kwartałów w Centrum Praskie Koneser). Zakładam, że do dotychczas poniesionych 5 mln zł nakładów, spółka poniesie jeszcze 51 mln zł kosztów, z czego 46 mln zł może zostać sfinansowane długiem, a 5 mln zł ze środków spółki. Podsumowując, z tego etapu do końca 2019 r. mogą wpłynąć do spółki 22 mln zł netto.

Kwartał A

Najmniejszy projekt spółki w Koneserze, którego wartość bilansowa na koniec 1. kwartału 2016 r. wyniosła 13 mln zł. Projekt posiada 1,3 tys. m² powierzchni biurowej, która w całości wynajmowana jest firmie Google. 17 czerwca br. spółka poinformowała o podpisaniu przedwstępnej umowy sprzedaży nieruchomości za 3 mln EUR (przy stopie kapitalizacji = 7%). Na koniec marca br. do projektu było przypisanych 7 mln zł kredytów, dlatego zakładam, że do końca 2016 r. z tytułu sprzedaży wpłynie do spółki 6 mln zł netto.

Prognoza przepływów (mln zł)	2Q-4Q'16	2017	2018
Kw. Centralny - wkład pieniężny	-16,8	0,0	0,0
Kw. Centralny - sprzedaż projektu	0,0	0,0	93,4
Kw. E2	6,5	3,0	0,0
Kw. E4	2,8	0,0	0,0
Kw. E2 i E4 - część komercyjna	6,0	0,0	0,0
Kw. E1 i E3	0,4	18,3	2,8
Kw. A	6,3	0,0	0,0
Razem	5,2	21,3	96,2

Źródło: Szacunki własne Michael/Ström DM

2. Małe Błonia

Pod względem wartości bilansowej na koniec marca 2016 r. drugim największym projektem BBI Development są Małe Błonia o całkowitej wartości księgowej 107 mln zł. Inwestycja ta znajduje się w Szczecinie i składa się z części mieszkaniowej oraz niezagospodarowanej działki.

Wspomniana działka ma wartość księgową 87 mln zł, z czego aż 23 mln zł stanowią koszty finansowania zewnętrznego. Część gruntu jest w trakcie przekształcania z przeznaczenia mieszkaniowego na handlowe. Konserwatywnie zakładam, że do końca 2018 r. działka nie zostanie sprzedana, ani nie powstanie na niej żaden projekt inwestycyjny. Kosztów finansowania zewnętrznego nie uwzględniam w prognozach przepływów tego projektu, tylko w przepływach odsetkowych na poziomie grupy.

Część mieszkaniowa ma wartość księgową 20 mln zł, z czego 1 mln zł przypada na 1. etap inwestycji, a pozostałe 19 mln zł na 2. etap. W pierwszym etapie wybudowane zostały 153 mieszkania o PUM 8,8 tys. m² i średniej cenie 4,5 tys. zł / m². Na dzień 30 kwietnia 2016 r. jedno mieszkanie było niesprzedane, a dwa mieszkania były nieprzekazane. Zakładam, że w 2016 r. spółka przekaże ostatnie mieszkania i otrzyma z tego tytułu 1 mln zł.

Proces przekazania mieszkań w 2. etapie inwestycji powinien rozpocząć się w 3. kwartale 2016 r. Etap ten składa się z 72 mieszkań o PUM 4,2 tys. m² i średniej cenie ok. 5,2 tys. zł / m². Na dzień 30 kwietnia 2016 r. 38 mieszkań było sprzedanych (54% PUM). Szacuję, że ze sprzedaży wszystkich mieszkań spółka otrzyma 22 mln zł, z czego 8 mln zł wpłynęło już do BBI Development w formie zaliczek. Zakładam, że w 2016 r. wpłyną do spółki 3 mln zł z tytułu sprzedanych już mieszkań, które częściowo były zaliczkowane, a pozostałe 10 mln zł wpłynie do spółki po połowie w latach 2016-2017.

Prognoza przepływów (mln zł)	2Q-4Q'16	2017	2018
Niezagospodarowana działka	0,0	0,0	0,0
1. etap mieszkaniowy	0,8	0,0	0,0
2. etap mieszkaniowy	8,5	5,2	0,0
Razem	9,3	5,2	0,0

Źródło: Szacunki własne Michael/Ström DM

3. Plac Unii

Kompleks biurowo-handlowy znajdujący się przy granicy warszawskich dzielnic Mokotów i Śródmieście, który został sprzedany w 2014 r. za 226 mln €. Całkowite rozliczenie projektu ma nastąpić do końca 2017 r. Udział BBI Development w spółce celowej NPU wynosi 40,3%, a jego wartość księgową to 53 mln zł.

Na koniec marca 2016 r. na rachunku escrow spółki celowej zatrzymanych było 20 mln €. Wpływ na ostateczną kwotę, która trafi do spółki celowej będzie miał poziom komercjalizacji projektu. Dodatkowo, NPU może otrzymać ewentualne dopłaty za utrzymanie najemców handlowych i najem krótkoterminowy (łącznie 15 mln € na koniec 2015 r.). Zakładam, że do spółki celowej wpłynie łącznie (z rachunku escrow i dodatkowych dopłat) 20 mln €. Uwzględniając udział BBI Development w projekcie do spółki może wpłynąć do końca 2017 r. 35 mln zł, z czego zakładam, że po 18 mln zł wpłynie w 2016 r. i 2017 r.

Dodatkowo, do końca czerwca 2016 r. do BBI Development powinno wpłynąć ok. 6 mln zł w związku ze skupem akcji własnych dokonany przez spółkę celową.

4. Pasaż Simonsa

Inwestycja ma polegać na zamianie „Kina Wars” na „Pasaż Simonsa” (róg ulic Długiej i Bohaterów Getta). Pierwotnie spółka zakładała budowę, komercjalizację i sprzedaż budynku biurowego o łącznej oczekiwanej powierzchni użytkowej ok. 6,9 tys. m². Z uwagi na fakt, że projekt ten jest we wstępnej fazie przygotowania, spółka nie wyklucza innego przeznaczenia nieruchomości. Proces deweloperski, który miałby być finansowany zewnętrznie, spółka szacuje od 2 do 2,5 roku.

Spółka zaangażowało się już kapitałowo w ten projekt. Na koniec 2015 r. BBI Development miało udzielonych 27 mln zł pożyczek (wraz z odsetkami) do spółki Serenus. Z uwagi na wczesny etap realizacji projektu „Pasaż Simonsa” nie zakładam żadnych przepływów między BBI Development, spółką Serenus oraz miastem Warszawa (obecnym właścicielem „Pasażu Simonsa”) do końca 2018 r.

5. Centrum Marszałkowska

Projekt biurowo-handlowy w ścisłym centrum Warszawy (róg ulic Świętokrzyskiej i Marszałkowskiej), który na koniec marca 2016 r. wyceniany był w księgach BBI Development na 23 mln zł (15 mln zł – inwestycje wyceniane metodą praw własności oraz 8 mln zł – zapasy). Udział BBI Development w spółce celowej wynosi 10,24%, a oddanie budynku do użytkowania zaplanowane jest na 1. kwartał 2018 r. Docelowe zaangażowanie spółki w projekcie ma wynieść 35% (wynagrodzenie płatne w formie udziałów), a dodatkowo spółka chciałaby zakupić pozostałe 65% (nie są znane szczegóły tej transakcji) na co przeznaczyła już ok. 10 mln zł w formie zaliczek.

Powierzchnia biurowa projektu szacowana jest na 12,2 tys. m², podczas gdy powierzchnia handlowa ma wynieść 4,1 tys. m². Na dzień 30 kwietnia 2016 r. poziom komercjalizacji w obydwu częściach wynosił odpowiednio 0% i 56%. Spółka zakłada miesięczne stawki czynszu na poziomie 19 € / m² w części biurowej i 39 € / m² w części handlowej, co przekłada się na roczny przychód spółki celowej w kwocie 2,8 mln € (biura) i 1,9 mln € (handel). Dodatkowo, w projekcie znajduje się 106 miejsc garażowych za które czynsz wynosi 160 € miesięcznie. Suma rocznych przychodów z czynszów to 4,9 mln €, co przy zakładanej stopie kapitalizacji = 6% przekłada się na wartość nieruchomości rzędu 82 mln € (360 mln zł). Dalsza część inwestycji ma być sfinansowana długiem w kwocie 167 mln zł, co przekłada się na wartość aktywów netto w projekcie równą 192 mln zł. Przypisując 35% udział BBI Development w projekcie, do spółki mogłoby trafić 67 mln zł.

BBI Development poinformowało w maju 2016 r. o podpisaniu listu intencyjnego dotyczącego sprzedaży projektu Centrum Marszałkowska. Publiczny komunikat nie zawiera jednak szczegółów. Zakładam, że spółka w tym roku otrzyma zaliczki w wysokości 22 mln zł (1/3 z 67 mln zł), a pozostałe 2/3 otrzyma w 2018 r. Dodatkowo, konserwatywnie zakładam, że spółka nie nabędzie pozostałych 65% udziałów w projekcie i wpłacone zaliczki na ten cel (10 mln zł) otrzyma z powrotem w 2018 r.

6. Złota 44

Projekt mieszkaniowo-komercyjny w który BBI Development zainwestowało 2 mln €, a łączny udział w kapitale własnym wynosi 3 mln € (dodatkowy 1 mln € pochodzi z tytułu przyznanego wynagrodzenia za usługi), tj. 4,5%. BBI Development jest odpowiedzialne za zarządzanie projektem, w tym wybór i nadzór nad generalnym wykonawcą, sprzedaż i komercjalizację powierzchni. W latach 2016-2018 spodziewam się przepływów z tytułu prowizji ze sprzedanych mieszkań oraz części komercyjnej – 10 mln zł, wynagrodzenia za zarządzanie projektem – 7 mln zł, zwrotu z tytułu wniesionych wkładów własnych – 13 mln zł, 13 mln zł z tytułu sprzedaży mieszkań powyżej kosztów wytworzenia oraz 1 mln zł pochodzących ze sprzedaży części komercyjnej. Podsumowując, do spółki w tym okresie może spłynąć 45 mln zł.

5 lipca 2016 r. spółka celowa zawarła przedwstępną pakietową umowę sprzedaży 72 apartamentów (z 287) o łącznej powierzchni 8,2 tys. m² PUM (23% łącznej powierzchni w budynku). Nabywcą jest spółka celowa funduszu nieruchomościowego Catella Wohnen Europa z siedzibą w Niemczech.

7. Roma Tower

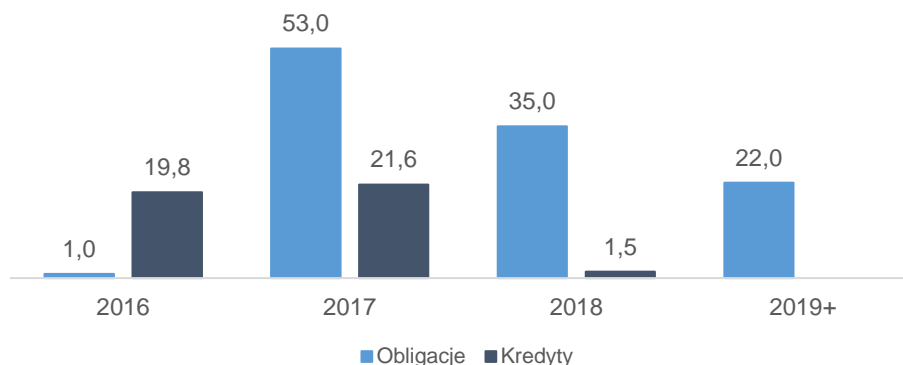
Projekt komercyjny w ścisłym centrum Warszawy przy rogu ulic Emilii Plater i Nowogrodzkiej realizowany wspólnie z Archidiecezją Warszawską i Parafią św. Barbary. Udział BBI Development w projekcie wynosi 44,99%. Dotychczas BBI Development wniosło do spółki celowej 11 mln zł. Kościół przeniósł własność oraz prawo użytkowania wieczystego nieruchomości do spółki celowej. Wycena księgowa nieruchomości wynosi 35 mln zł, co przy zakładanej minimalnej wielkości powierzchni użytkowej projektu 50 tys. m² przekłada się na średnią cenę 0,7 tys. zł / m². Szacuję, że wycena rynkowa może być kilkukrotnie wyższa, a więc możliwe jest

rozpoznanie zysku przez BBI Development z przeszacowania wartości nieruchomości, ale ewentualne przepływy gotówkowe z tego zysku mogą być widoczne po sprzedaży projektu (zakładam, że po 2018 r.).

Przepływy gotówkowe

Na koniec marca 2016 r. suma zobowiązań finansowych BBI Development wynosiła 161 mln zł (w porównaniu z 165 mln zł na koniec 2015 r. oraz 244 mln zł na koniec 2014 r.), a dług netto stanowił 149 mln zł (vs. 147 mln zł na koniec 2015 r. oraz 231 mln zł na koniec 2014 r.).

Wykres: Harmonogram spłaty zadłużenia na 31 marca 2016 r. - bez uwzględniania kredytu przypisanego do sprzedanego w 2. kwartale 2016 r. Kwartału A

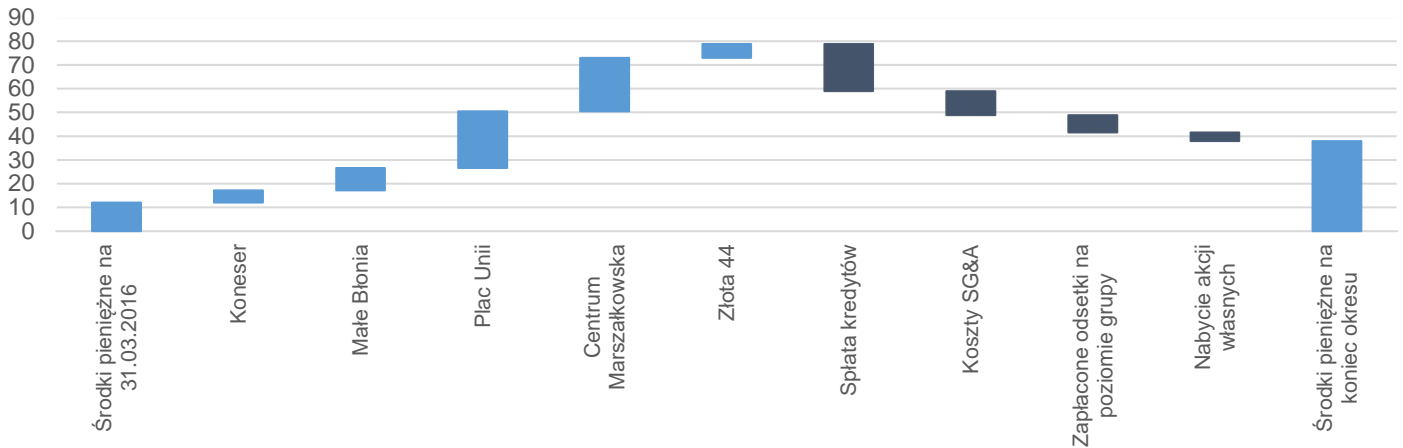


Źródło: Prezentacja inwestorska GK BBI Development za 1Q 2016 r.

Uwzględniając środki pieniężne na koniec marca 2016 r. (12 mln zł), prognozowane przepływy z projektów (+67 mln zł), spłatę kredytów (-20 mln zł), koszty SG&A oraz zapłacone odsetki (-17 mln zł), a także kwotę niewykorzystaną jeszcze w skupie akcji (-4 mln zł), spółka na koniec 2016 r. może posiadać 38 mln zł w gotówce.

W lutym 2017 r. zapadają obligacje serii BBI0217 o wartości emisyjnej 53 mln zł. Uważam, że od początku 2017 r. do terminu wykupu tej serii, spółka może nie wygenerować środków pieniężnych wystarczających do wykupu całej serii BBI0217. Zakładam, że na początku 2017 r. spółka pozyska 30 mln zł w formie dodatkowego finansowania zewnętrznego. Jest to konserwatywne podejście, bowiem do wykupu obligacji wystarczyłoby prawdopodobnie pozyskać ok. 15 mln zł, ale mogłoby to spowodować, że stan środków pieniężnych po wykupie obligacji byłby bliski 0 zł. Bezpiecznie zakładam, że spółka pozyska większą kwotę (30 mln zł), aby nie mieć problemów z płynnością (co w konsekwencji przekłada się na wyższe koszty odsetkowe).

Wykres: Prognoza przepływów pieniężnych na 2Q – 4Q 2016 r. (mln zł)

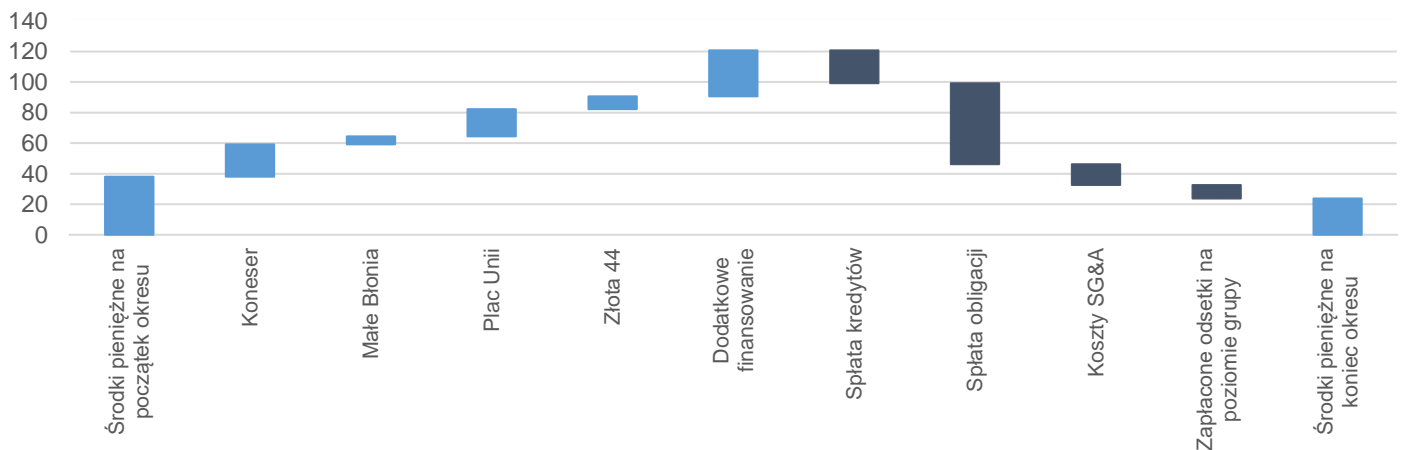


Źródło: Szacunki własne Michael/Ström DM

Zakładając kwotę 38 mln zł jako poziom środków pieniężnych na początek 2017 r. i prognozowane przepływy na 2017 r., spółka powinna mieć na koniec 2017 r. 24 mln zł środków pieniężnych. Na początku 2018 r. zapada kolejna seria obligacji – BBI0218 o wartości emisyjnej 35 mln zł. Uważam, że w przypadku braku sprzedaży kolejnych projektów, spółka może pozyskać na początku 2018 r. dodatkowe finansowanie w kwocie 20 mln zł (mimo, że do spłaty obligacji wystarczyłoby teoretycznie ok. 10 mln zł). Konserwatywnie zakładam, że przepływy pieniężne, które mają wpłynąć do spółki w 2018 r. z projektów: Koneser, Centrum Marszałkowska oraz Złota 44, będą miały miejsce po wykupie obligacji. Gdyby rozkładały się one równomiernie w ciągu roku, to pozyskanie dodatkowego finansowania mogłoby się okazać zbędne. Finansowanie to mogłoby mieć charakter krótkoterminowy, ponieważ do końca 2018 r. spółka powinna wygenerować środki pieniężne, które z nawiązką powinny wystarczyć na spłatę zadłużenia.

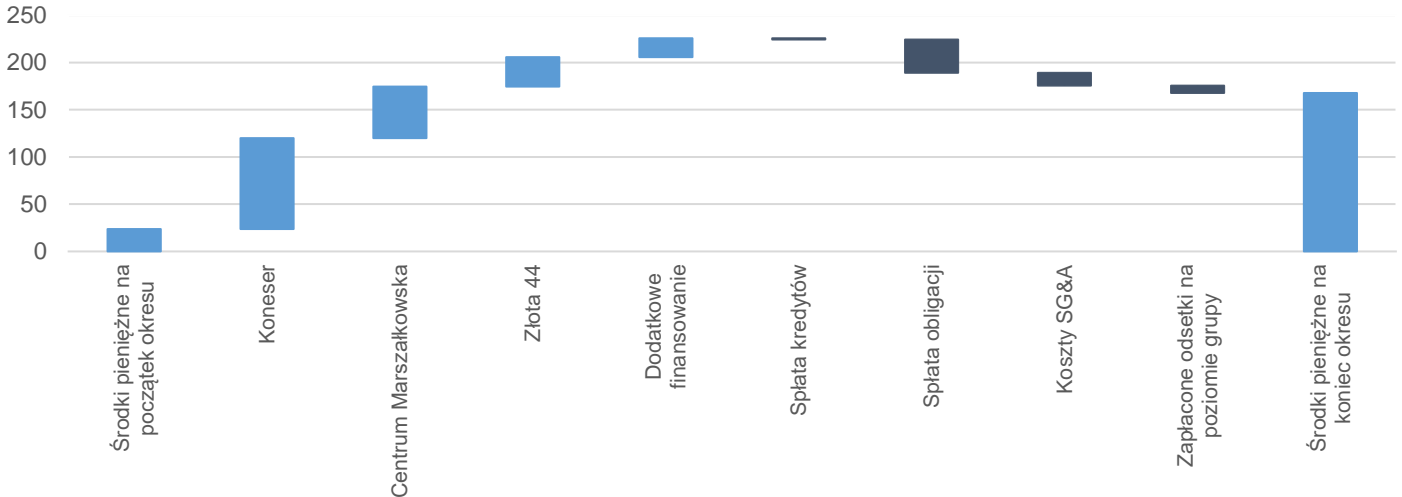
Przyjmując scenariusz, że spółka wykupiłaby obligacje serii BBI0217 oraz BBI0218 i jednocześnie pozyskałaby dodatkowych 50 mln zł, to stan środków pieniężnych na koniec 2018 r. wyniósłby 168 mln zł. Z tych środków spółka powinna bez problemów wykupić serię BBI0219 o wartości emisyjnej 22 mln zł.

Wykres: Prognoza przepływów pieniężnych na 2017 r. (mln zł)



Źródło: Szacunki własne Michael/Ström DM

Wykres: Prognoza przepływów pieniężnych na 2018 r. (mln zł)



Źródło: Szacunki własne Michael/Ström DM

Według moich założeń do końca 2018 r. dług netto może osiągnąć ujemną wartość. Największy wpływ na tak znaczącą poprawę sytuacji spółki miałyby sprzedaż części komercyjnych w Centrum Praskie Koneser oraz projektu Centrum Marszałkowska. Z drugiej strony nie zakładam sprzedaży nieruchomości w Szczecinie.

Prognoza przepływów (mln zł)	2Q-4Q'16	2017	2018
Koneser	5,2	21,3	96,2
Małe Błonia	9,3	5,2	0,0
Plac Unii	24,0	17,7	0,0
Centrum Marszałkowska	22,4	0,0	54,7
Złota 44	5,9	8,5	31,1
Dodatkowe finansowanie	0,0	30,0	20,0
Splata kredytów	-19,8	-21,6	-1,5
Splata obligacji	0,0	-53,0	-35,0
Koszty SG&A	-10,1	-13,5	-13,5
Zapłacone odsetki od skonso. długu brutto	-7,3	-8,9	-8,1
Nabycie akcji własnych	-3,7	0,0	0,0
Przepływy netto	25,9	-14,2	143,9
Środki pieniężne na początek okresu	12,0	37,9	23,7
Środki pieniężne na koniec okresu	37,9	23,7	167,6

Źródło: Szacunki własne Michael/Ström DM

Analiza bilansu

Poniższa tabela przedstawia pozycje bilansowe na dzień 31 marca 2016 r. o wartości powyżej 10 mln zł z wyłączeniem wartości firmy (mln zł).

	Wartość bilansowa	Wartość skorygowana	Komentarz
Aktywa	412,2	362,3	
Koneser Kwartał A	13,3	13,3	
Inwestycje wyceniane metodą praw wł.:	155,4	144,4	
- Koneser Kwartał Centralny	87,7	87,7	
- Plac Unii	52,6	41,7	20 mln € przepływów do spółki celowej + środki ze skupu akcji własnych spółki celowej
- Centrum Marszałkowska	14,7	14,7	
- Pozostałe	0,3	0,3	
Pozostałe aktywa finansowe	62,5	62,5	
Zapasy	169,0	130,0	Bez kosztów finansowania zewnętrznego
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	12,0	12,0	
Zobowiązania	184,4	184,4	
Kredyty i pożyczki – długoterminowe	25,3	25,3	
Pozostałe zobowiązania finansowe – długo.	57,1	57,1	
Kredyty i pożyczki – krótkoterminowe	24,7	24,7	
Pozostałe zobowiązania finansowe – krótko.	54,1	54,1	
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	23,3	23,3	
NAV	227,8	177,9	

Źródło: Szacunki własne Michael/Ström DM, Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK BBI Development za 1Q 2016 r.

Uwzględniając istotne pozycje bilansowe (o wartość powyżej 10 mln zł) na koniec 1. kwartału 2016 r. i wyłączając wartość firmy, wartość aktywów netto (NAV) wynosi 228 mln zł. Korygując tę wartość o projekt Plac Unii oraz zapasy, otrzymałem skorygowany NAV 178 mln zł (362 mln zł aktywów, 184 mln zł zobowiązań). Dług netto na koniec marca 2016 r. wyniósł 149 mln zł, co przekłada się na dług netto / skorygowany NAV 0,8x. Obliczając wartość zobowiązań do skorygowanych aktywów (LTV) otrzymuję wynik 0,5x.

Porównanie z konkurencją

Poniższa tabela przedstawia porównanie zadłużenia na 31.03.2016 r. z konkurencją.

	BBI Development	Capital Park	Echo Investment	Ghelamco Invest*	GTC	HB Reavis Finance PL*	LC Corp
Dług netto / Kapitały własne	0,6x	1,0x	1,1x	0,9x	1,0x	0,6x	0,6x

Źródło: Sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne Michael/Ström DM, * dane gwaranta na 31.12.2015 r.

Spośród spółek notowanych na Catalyst, które prowadzą podobną działalność do BBI Development, wspomniana spółka charakteryzuje się najniższym skonsolidowanym zadłużeniem liczonym jako relacja długu netto do kapitałów własnych. Dla BBI Development współczynnik ten wyniósł 0,6x, czyli tyle ile dla LC Corp oraz HB Reavis Holding (gwaranta HB Reavis Finance PL). Z kolei najbardziej zadłużoną spółką było Echo Investment (1,1x). Współczynnik ten oscylował wokół jedności w przypadku GTC oraz Capital Park, a dla Granbero Holdings (gwaranta Ghelamco Invest) wyniósł 0,9x.

Wyemitowane obligacje

BBI Development ma obecnie wyemitowane 3 serie obligacji i wszystkie z nich notowane są na rynku Catalyst. W tabeli poniżej znajdują się podstawowe informacje dotyczące każdej serii. Obliczenia były przeprowadzane na dzień 26.07.2016 r. (z tego dnia pochodziły też ceny zamknięcia oraz stawka WIBOR6M). Wartość kolejnych kuponów odsetkowych była obliczana na podstawie sumy marży i stawki WIBOR6M (1,79%). Przy obliczeniach nie uwzględniłem kosztów transakcyjnych oraz podatków.

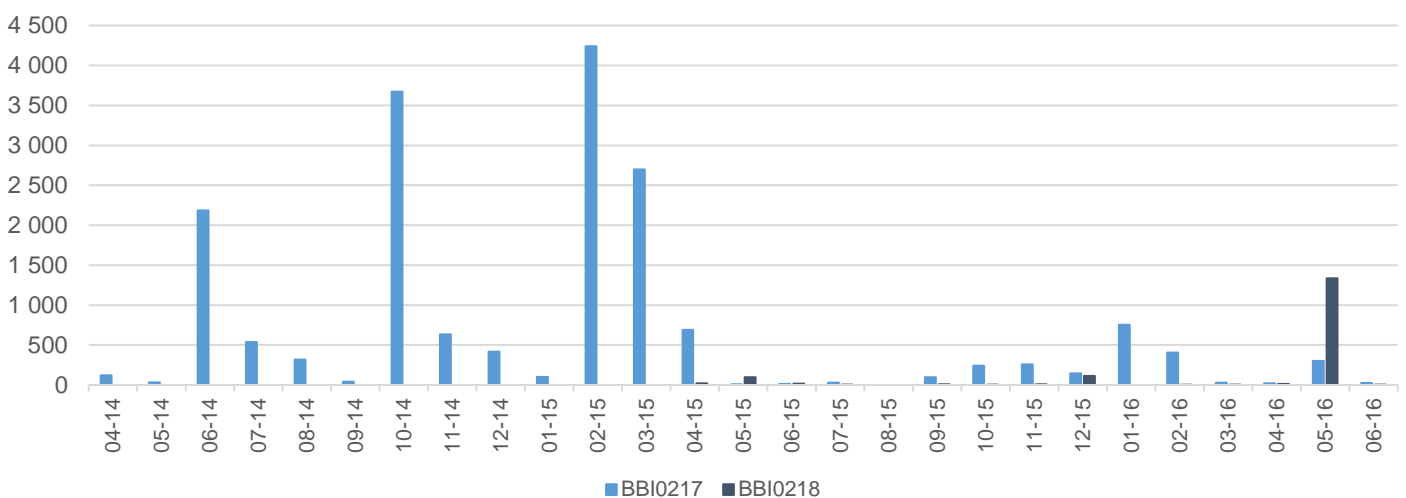
	BBI0217	BBI0218	BBI0219
Wielkość emisji (mln zł)	53	35	22
Wartość nominalna (zł)	1000	1000	1000
Dzień wykupu	2017-02-07	2018-02-22	2019-02-22
Stopa referencyjna	WIBOR6M	WIBOR6M	WIBOR6M
Marża	6,00%	5,00%	5,00%
Bieżące oprocentowanie	7,75%	6,74%	6,74%
Oprocentowanie kolejnych okresów	7,79%	6,79%	6,79%
Rentowność (YTM)	6,25%	5,49%	6,88%
Cena zamknięcia	100,80	102,00	100,00
Narosłe odsetki (zł)	36,31	28,99	29,55
Cena brudna	104,431	104,899	102,955
Zabezpieczenie	brak	brak	brak
Prawo BBI do przedterminowego wykupu	brak	brak	brak
Prawo obligatariuszy do przedterminowego wykupu	brak	brak	brak

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM, GPW Catalyst

Najwyższą rentowność ma seria BBI0219 (6,88%), której cena zamknięcia wynosiła 100,00. Seria ta została objęta przez 9 inwestorów, co daje średnio 2,4 mln zł wartości nominalnej na jednego inwestora. Można zatem przypuszczać, że emisja ta została w pełni objęta przez inwestorów finansowych i nie należy się spodziewać częstych transakcji.

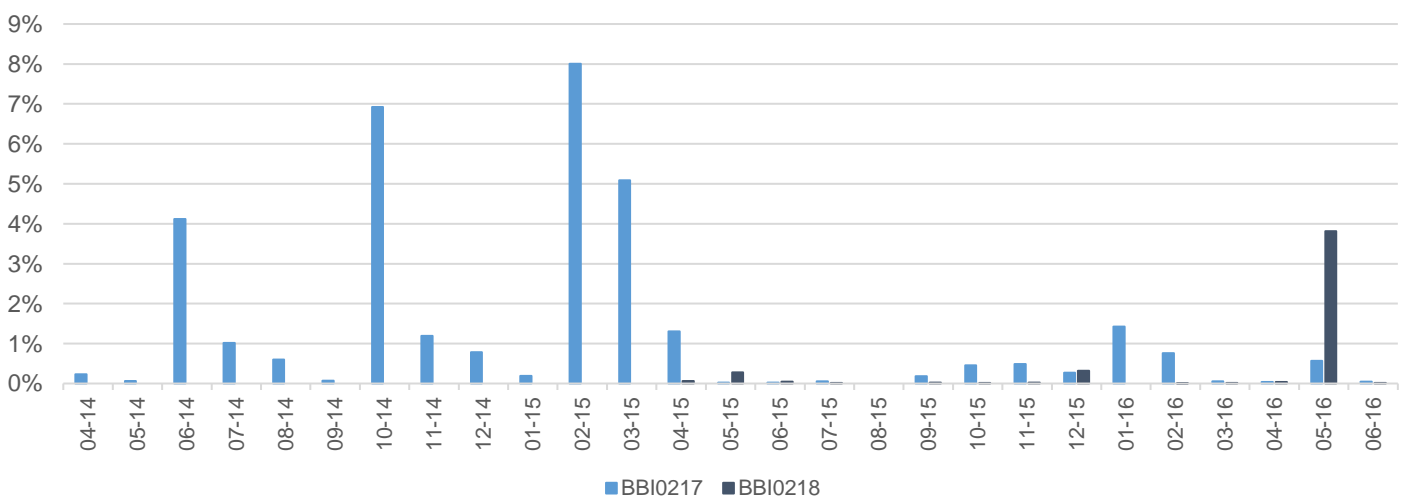
Druga pod kątem najwyższej rentowności jest seria BBI0217 (6,25%) o najkrótszym terminie wykupu. Seria ta charakteryzuje się najwyższym miesięcznym obrotem zarówno w wartościach nominalnych, jak i w relacji do wartości emisji, co jest widoczne na dwóch wykresach poniżej. Seria BBI0219 została wprowadzona do obrotu w marcu br., dlatego nie uwzględniłem jej w zestawieniu (brak obrotów w miesiącach marzec-czerwiec).

Wykres: Miesięczny obrót serii BBI0217 oraz BBI0218 na rynku Catalyst (tys. zł)



Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

Wykres: Miesięczny obrót serii BBI0217 oraz BBI0218 na rynku Catalyst w relacji do wartości emisji



Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

BBI0217

Inwestor zainteresowany nabyciem tej serii powinien mieć świadomość, że minął już dzień ustalenia prawa do kuponu za 5. okres odsetkowy (T+2).

Daty związane z okresami odsetkowymi obligacji serii BBI0217.

Nr	1. dzień	Ostatni dzień / Dzień płatności odsetek	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ilość dni między płatnościami
1	2014-02-06	2014-08-07	2014-07-30	182
2	2014-08-07	2015-02-05	2015-01-28	182
3	2015-02-05	2015-08-06	2015-07-29	182
4	2015-08-06	2016-02-08	2016-01-29	186
5	2016-02-08	2016-08-08	2016-07-29	182
6	2016-08-08	2017-02-07	2017-01-30	183

Źródło: Nota informacyjna obligacji serii BBI0217

Analiza wrażliwości rentowności obligacji w zależności od ceny czystej i stawki WIBOR6M.

		cena czysta				
		100,30	100,55	100,80	101,05	101,30
WIBOR6M	1,54%	6,99%	6,50%	6,01%	5,52%	5,04%
	1,79%	7,24%	6,75%	6,25%	5,77%	5,28%
	2,04%	7,47%	6,97%	6,48%	5,99%	5,50%

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

BBI0218

Uwagę inwestorów nieposiadających korzystnych podatkowo form inwestycji powinien zwrócić fakt, że dzień ustalenia prawa do kuponu za 3. okres odsetkowy przypada za 2 tygodnie.

Daty związane z okresami odsetkowymi obligacji serii BBI0218.

Nr	1. dzień	Ostatni dzień / Dzień płatności odsetek	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ilość dni między płatnościami
1	2015-02-20	2015-08-20	2015-08-12	181
2	2015-08-20	2016-02-22	2016-02-12	186
3	2016-02-22	2016-08-22	2016-08-11	182
4	2016-08-22	2017-02-22	2017-02-14	184
5	2017-02-22	2017-08-22	2017-08-11	181
6	2017-08-22	2018-02-22	2018-02-14	184

Źródło: Nota informacyjna obligacji serii BBI0218

Analiza wrażliwości rentowności obligacji w zależności od ceny czystej i stawki WIBOR6M.

		cena czysta				
		101,50	101,75	102,00	102,25	102,50
	1,54%	5,59%	5,42%	5,25%	5,08%	4,92%
WIBOR6M	1,79%	5,83%	5,66%	5,49%	5,32%	5,15%
	2,04%	6,08%	5,90%	5,73%	5,56%	5,40%

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

BBI0219

Uwagę inwestorów nieposiadających korzystnych podatkowo form inwestycji powinien zwrócić fakt, że dzień ustalenia prawa do kuponu za 1. okres odsetkowy przypada za 2 tygodnie.

Daty związane z okresami odsetkowymi obligacji serii BBI0219.

Nr	1. dzień	Ostatni dzień / Dzień płatności odsetek	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ilość dni między płatnościami
1	2016-02-19	2016-08-22	2016-08-11	185
2	2016-08-22	2017-02-22	2017-02-14	184
3	2017-02-22	2017-08-22	2017-08-11	181
4	2017-08-22	2018-02-22	2018-02-14	184
5	2018-02-22	2018-08-22	2018-08-13	181
6	2018-08-22	2019-02-22	2019-02-14	184

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

Analiza wrażliwości rentowności obligacji w zależności od ceny czystej i stawki WIBOR6M.

		cena czysta				
		99,50	99,75	100,00	100,25	100,50
	1,54%	6,86%	6,75%	6,64%	6,53%	6,42%
WIBOR6M	1,79%	7,11%	7,00%	6,88%	6,77%	6,66%
	2,04%	7,36%	7,25%	7,14%	7,02%	6,91%

Źródło: Nota informacyjna obligacji serii BBI0219

Skonsolidowane dane finansowe

Rachunek zysków i strat (tys. zł)

	2014	2015	1Q15	1Q16	*LTM
Przychody operacyjne, w tym:	47 287	22 136	644	26 244	47 736
Przychody z tytułu odsetek od pożyczek	1 169	800	194	202	808
Przychody z tytułu wyceny wierzytelności	570	380	94	95	381
Udział w wyniku jednostek współkontrolowanych	-14 302	9 853	-663	-992	9 524
Przychody z wyceny nieruchomości inwestycyjnych	29 287	3 067	0	36	3 103
Przychody ze sprzedaży wyrobów	5 272	423	416	24 861	24 868
Przychody ze świadczonych usług	25 291	7 613	603	2 042	9 052
Koszt własny sprzedaży, w tym:	-20 418	-7 066	-1 204	-23 597	-29 459
Wartość sprzedanych wyrobów	-5 245	-435	-416	-22 023	-22 042
Koszt sprzedanych usług	-15 173	-6 631	-788	-1 574	-7 417
Wynik brutto na sprzedaży	26 869	15 070	-560	2 647	18 277
Koszty sprzedaży	-2 742	-1 934	-459	-616	-2 091
Koszty ogólnego zarządu	-12 984	-10 555	-2 941	-1 428	-9 042
Pozostałe przychody operacyjne	73	151	4	27	174
Pozostałe koszty operacyjne	-8 766	-2 333	-9	-10	-2 334
Wynik na działalności operacyjnej	2 450	399	-3 965	620	4 984
Przychody finansowe	215	1 967	2 054	54	-33
Koszty finansowe	-16 652	-5 336	-1 307	-829	-4 858
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-13 987	-2 970	-3 218	-155	93
Podatek dochodowy	165	-420	-558	-911	-773
Zysk (strata) netto	-13 822	-3 390	-3 776	-1 066	-680

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK BBI Development za 2015 r. oraz 1Q 2016 r., obliczenia własne Michael/Ström DM, *dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 marca 2016 r.

Rachunek przepływów pieniężnych (tys. zł)

	2014	2015	1Q15	1Q16	*LTM
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-15 994	17 784	4 164	4 757	18 377
Nakłady na projekty deweloperskie	-27 114	-31 315	-4 088	-2 876	-30 103
Płatności na rzecz kontrahentów konsorcjum	-8 470	-209	-16	0	-193
Udzielone pożyczki	-768	-4 185	-425	-745	-4 505
Odsetki otrzymane od pożyczek	490	0	0	0	0
Przepływy związane z VAT	2 779	-15 823	-15 901	-3 919	-3 841
Otrzymane należności, w tym wpływy ze sprzedaży mieszkań	35 240	84 367	31 204	16 408	69 571
Otrzymane dywidendy	663	553	250	0	303
Zwrot kaucji i wadium	215	-1 936	-523	0	-1 413
Wynagrodzenia i narzuty na wynagrodzenia	-7 839	-8 048	-2 071	-1 635	-7 612
Wynajem powierzchni biurowej	-881	-820	0	0	-820
Pozostałe przepływy związane z działalnością operacyjną	-10 690	-4 517	-4 037	-2 397	-2 877
Podatek dochodowy (zapłacony) / zwrócony	381	-283	-229	-79	-133
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-5 028	-8 438	-5 628	-4 041	-6 851
Zbycie aktywów finansowych	0	6 470	6 470	0	0
Nabycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-535	-421	-107	-391	-705
Wydatki na aktywa finansowe	-4 493	-13 687	-11 191	-3 650	-6 146
Inne wydatki inwestycyjne - zmiana metody konsolidacji	0	-800	-800	0	0
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	21 709	-4 556	773	-6 195	-11 524
<u>Wpływy</u>					
Kredyty i pożyczki	28 711	70 441	44 903	50	25 588
Emisja dłużnych papierów wartościowych	53 000	35 000	35 000	22 000	22 000
<u>Wydatki</u>					
Nabycie udziałów (akcji) własnych	0	-200	0	-100	-300
Dywidendy i inne wpłaty na rzecz właścicieli	-100	0	0	0	0
Inne, niż wpłaty na rzecz właścicieli, wydatki z tytułu podziału zysku	0	-11 000	-11 000	-100	-100
Spłaty kredytów i pożyczek	-13 077	-50 950	-27 168	-1 179	-24 961
Wykup dłużnych papierów wartościowych	-31 500	-35 000	-35 000	-22 000	-22 000
Odsetki	-14 596	-12 320	-5 962	-4 729	-11 087
Inne wydatki finansowe	-729	-527	0	-137	-664
Przepływy pieniężne netto, razem	687	4 790	-691	-5 479	2

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK BBI Development za 2015 r. oraz 1Q 2016 r., obliczenia własne Michael/Ström DM, *dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 marca 2016 r.

Bilans (tys. zł)

	2014	2015	1Q16
Aktywa trwałe	316 341	251 353	255 436
Wartość firmy	23 975	23 975	23 975
Nieruchomości inwestycyjne	95 703	12 957	13 284
Inwestycje wyceniane metodą praw własności	170 982	156 515	155 397
Pozostałe aktywa finansowe	12 480	53 295	59 259
Pozostałe	13 201	4 611	3 521
Aktywa obrotowe	231 921	225 357	194 942
Zapasy	175 693	187 884	168 955
Pozostałe należności	15 466	7 974	8 163
Pozostałe aktywa finansowe	26 876	4 508	3 289
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	12 707	17 497	12 018
Pozostałe	1 179	7 494	2 517
AKTYWA RAZEM	548 262	476 710	450 378
Kapitały własne	267 213	252 581	251 415
Zobowiązania długoterminowe	106 893	115 368	84 720
Kredyty i pożyczki	30 643	24 944	25 280
Pozostałe zobowiązania finansowe	75 151	88 128	57 086
Pozostałe	1 099	2 296	2 354
Zobowiązania krótkoterminowe	174 156	108 761	114 243
Kredyty i pożyczki	99 081	25 972	24 698
Pozostałe zobowiązania finansowe	38 898	25 528	54 123
Zobowiązania handlowe	3 441	5 356	6 574
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego	320	79	97
Pozostałe zobowiązania	18 455	6 817	3 443
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	11 664	42 951	23 250
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	2 297	2 058	2 058
PASYWA RAZEM	548 262	476 710	450 378
Dług brutto	243 773	164 572	161 187
Dług netto	231 066	147 075	149 169
Dług netto / Kapitały własne	0,9x	0,6x	0,6x

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK BBI Development za 2015 r. oraz 1Q 2016 r., obliczenia własne Michael/Ström DM

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 29.07.2016 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 734 846,81 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 przekazany został 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) 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.
- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoba przygotowująca raport i osoba blisko z nią 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 i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora 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.
- Dom Maklerski nie otrzymuje 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 powiązonym a Emitentem.
- Na dzień sporządzenia raportu Domu Maklerskiego i Emitenta nie łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- Autor 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