

## Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Ghelamco Invest Sp. z o.o. oraz grupy kapitałowej gwaranta obligacji (Granbero Holdings Limited) po wynikach za 2016 r.

- *Gotówkowe saldo przepływów odsetkowych Ghelamco Invest w 2H16 wyniosło -17 mln zł (-63 mln zł narastająco w okresie 2013-2016).*
- *Dług netto Ghelamco Invest na koniec 2016 r. stanowił 94% należności. Wskaźnik ten systematycznie rośnie (+1 pkt. proc. w 2H16).*
- *Zwiększa się również zadłużenie Granbero Holdings Limited na co wpływ ma m.in. dalszy wzrost finansowania spółek spoza grupy GHL (o 53 mln EUR w 2H16 do 275 mln EUR).*
- *Kapitały własne Granbero zwiększyły się w 2H16 o 14 mln EUR na co największy wpływ miało wniesienie aportem udziałów w Spinnaker Tower, co podniosło kapitały o 33 mln EUR. Wartość księgową tego projektu na koniec 2016 r. jest mniejsza niż wynikałoby to z wyceny transakcyjnej.*
- *Warsaw Spire jest wynajęty w 90% (+10 pkt. proc. w 2H16). Potencjalna sprzedaż projektu po wycenie księgowej pozwoliłaby uwolnić Granbero ok. 227 mln EUR (wartość księgowa projektu pomniejszona o finansowanie bankowe) gotówki, tj. kwotę przewyższającą wartość zobowiązań GI.*

## PROFIL SPÓŁKI:

Emitent pozyskuje kapitał na potrzeby działalności Grupy Ghelamco, która realizuje projekty nieruchomościowe (przede wszystkim komercyjne).

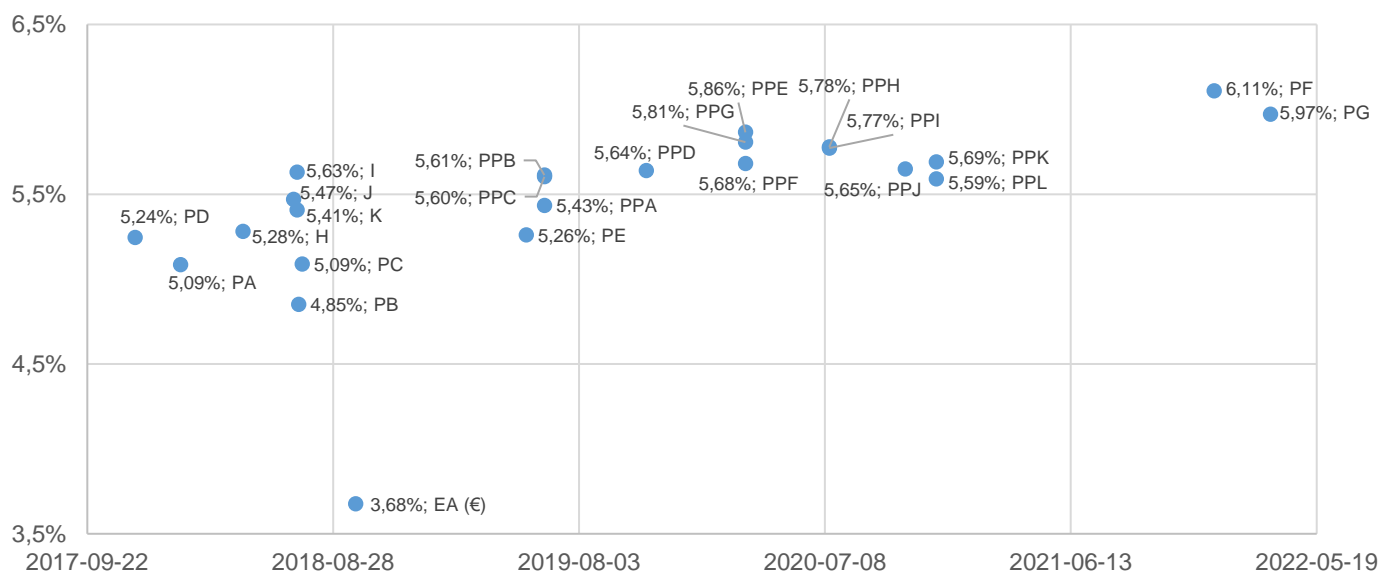
## Outstanding obligacji:

Łącznie notowane 24 serie o wartości nominalnej 1 057 mln zł\*

2017: 1 seria, 33 mln zł  
2018: 8 serii, 277 mln zł\*  
2019: 5 serii, 194 mln zł  
2020: 8 serii, 290 mln zł  
2021: 1 seria, 115 mln zł  
2022: 1 seria, 148 mln zł

\*Dla jedynej serii w EUR (GHE0918) przyjęto kurs EURPLN = 4,3

## Rentowność do wykupu (YTM) obligacji korporacyjnych Ghelamco Invest



Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

## *Istotne wydarzenia od ostatniego raportu Michael/Ström DM o Ghelamco Invest*

W kwietniu 2017 r. spółki należące do Grupy Kapitałowej Granbero Holdings Limited („Granbero”, „GHL”) zawarły przedwstępną umowę sprzedaży 100% udziałów w projekcie Przystanek mBank realizowanym przez spółkę Ghelamco Nowa Formiemia Sp. z o.o. Umowa przyrzeczona ma zostać podpisana do końca października 2018 r. Na koniec 2016 r. wartość projektu w księgach Granbero wynosiła 35,4 mln EUR, podczas gdy zobowiązanie kredytowe projektu było równe 13,0 mln EUR. Dodatkowo, projekt był finansowany środkami z Ghelamco Invest Sp. z o.o. („Ghelamco”, „GI”) na kwotę ok. 6 mln EUR.

W grudniu 2016 r. spółka zależna od GHL realizująca projekt Warsaw Hub (d. Sienna Towers) zawarła umowy o rozwój projektu i roboty budowlane na łączną kwotę 190 mln EUR. Generalny Wykonawca zobowiązał się zakończyć prace w zakresie niezbędnym dla uzyskania pozwolenia na użytkowanie Budynków A, B i Podium – do końca czerwca 2019 r., a w zakresie niezbędnym dla uzyskania pozwolenia na użytkowanie Budynku C i Podziemia – do końca 2019 r. (z zastrzeżeniem możliwości zmiany przez strony w drodze aneksu). Kompleks trzech wieżowców zaoferuje ok. 113 tys. m<sup>2</sup> powierzchni biurowej, konferencyjnej oraz hotelowej i będzie się mieścił przy Rondzie Daszyńskiego, tj. w ścisłym pobliżu Warsaw Spire.

W grudniu 2016 r. ustanowiony został V Program Emisji Obligacji do 400 mln zł. W ramach tego programu zostały już uplasowane dwie emisje obligacji (PF oraz PG) o łącznej wartości nominalnej 263 mln zł.

## *Ghelamco Invest Sp. z o.o.*

Na koniec 2016 r. aktywa GI wynosiły 970 mln zł (+113 mln zł w 2H16), z czego 875 mln zł (+98 mln zł w 2H16) stanowiły udzielone pożyczki oraz nabyte obligacje. W skali półrocza saldo gotówki zwiększyło się o 14 mln zł do 93 mln zł.

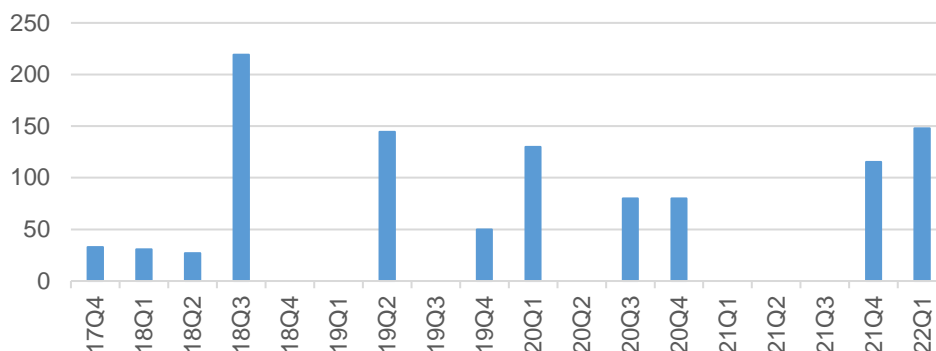
Udzielone pożyczki (702 mln zł) oraz nabyte obligacje (174 mln zł) stanowią należności od spółek zależnych od Granbero. Na koniec 2016 r. najwięcej należności przypadało od spółki realizującej projekt Warsaw Spire (289 mln zł, +56 mln zł w 2H16, 32% całości należności) oraz Warsaw Hub (129 mln zł, +16 mln zł w 2H16, 15% całości należności).

Tak duży wzrost aktywów w skali półrocza był finansowany ze wzrostu zobowiązań o 115 mln zł (przy spadku kapitałów własnych o 3 mln zł). Całość wzrostu zobowiązań wynikała ze zwiększenia zadłużenia obligacyjnego, które na koniec 2016 r. wynosiło 919 mln zł. Zobowiązania razem wynosiły 925 mln zł, a poziom kapitałów własnych na koniec 2016 r. ukształtował się na poziomie 44 mln zł. Dług netto na koniec 2016 r. wyniósł 826 mln zł (+101 mln zł w 2H16), a udział zobowiązań w sumie bilansowej utrzymał się na 95% poziomie. Natomiast relacja środków pieniężnych do krótkoterminowych obligacji kształtowała się na poziomie 1,1x (vs. 1,0x na koniec czerwca 2016 r.), także sytuację płynnościową na koniec 2016 r. można określić jako bezpieczną.

Dług netto na koniec 2016 r. stanowił 94% należności finansowych GI. Teoretycznie oznacza to tyle, że na dzień bilansowy wystarczyłoby, aby Ghelamco odzyskało 94% swoich należności, aby było w stanie spłacić całość zobowiązań finansowych. W przypadku tego wskaźnika występuje negatywna tendencja do zwiększania się, co oznacza, że GI musi odzyskiwać coraz wyższy procent należności, aby było w stanie spłacić obligatariuszy. Na koniec czerwca 2016 r. i grudnia 2015 r. wskaźnik ten wynosił 93%, na koniec 2014 r. – 92%, a rok wcześniej – 89%. Pogorszenie tego wskaźnika może wynikać z faktu, że GI mimo nadwyżki przychodów nad kosztami

finansowymi, w okresie 2013-2016 zapłaciło netto 63 mln zł odsetek (91 mln zł wpłynęło do GI z tego tytułu, a 154 mln zł wypłynęło). Ta narastająca kwota zwiększyła się w przeciągu 2. półrocza 2016 r. o 17 mln zł. Dodatkowo, Ghelamco ponosi koszty emisji długu, co zwiększa poziom długu netto, a nie przyczynia się do wzrostu należności.

Wykres: Szacunkowy harmonogram spłat obligacji Ghelamco Invest na dzień sporządzenia Raportu Kredytowego (mln zł)



Źródło: GPW Catalyst, szacunki Michael/Ström DM

Ghelamco regularnie (w okresie 2013-2016) otrzymuje niższe płatności odsetkowe niż wynoszą przychody finansowe. Różnice w poszczególnych okresach prezentuje poniższa tabela.

tys. zł	2013	2014	2015	2016
(+) Otrzymane odsetki	21 164	11 029	15 156	43 567
(-) Przychody finansowe	38 410	46 119	51 103	68 278
<b>Różnica</b>	<b>-17 246</b>	<b>-35 090</b>	<b>-35 947</b>	<b>-24 711</b>

Źródło: Sprawozdania finansowe GI

W okresie 2013-2016 do GI wpłynęło o 113 mln zł mniej gotówki z tytułu finansowania spółek z GHL niż wynikałoby to z rachunku zysków i strat. Ta narastająca kwota zwiększyła się w przeciągu 2. półrocza 2016 r. o 20 mln zł. Przychody finansowe, które w danym okresie nie zostały otrzymane przez Ghelamco zwiększają poziom należności (udzielone pożyczki oraz nabyte obligacje).

## Grupa Kapitałowa Granbero Holdings Limited

Suma bilansowa Granbero wzrosła w 2. półroczu 2016 r. o 146 mln EUR do 1 605 mln EUR. Wzrost aktywów był finansowany głównie ze wzrostu zobowiązań, które w ciągu 6 miesięcy wzrosły o 132 mln EUR do 917 mln EUR. Głównych przyczyn wzrostu zobowiązań można dopatrywać się w zwiększeniu (i) kredytu bankowego w projekcie Warsaw Spire (+50 mln EUR) oraz (ii) zadłużenia obligacyjnego w 2. połowie 2016 r. o kwotę ok. 26 mln EUR. Z kolei kapitały własne wzrosły w 2. półroczu 2016 r. o 14 mln EUR do 688 mln EUR. W 2H16 mimo zysku z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych w wysokości 5 mln EUR, Granbero poniosło stratę. Najistotniejszym czynnikiem odpowiadających za wzrost kapitałów własnych było dokapitalizowanie spółki kwotą 33 mln EUR.

Pod koniec września 2016 r. miało miejsce dokapitalizowanie Granbero przez wniesienie aportem 60% udziałów w Apollo Invest Sp. z o.o. (projekt Spinnaker Tower) przez Elzenwalle NV. Udziały w Granbero (z tytułu wniesionego aportu) Elzenwalle sprzedało następnie do spółki matki GHL, tj. Ghelamco Group Comm. VA („Grupa Ghelamco”). Na koniec czerwca 2016 r. 40% udziałów w spółce Apollo Invest było wyceniane w księgach Granbero na 30,5 mln EUR, co implikowało wartość całego projektu na 76,4 mln EUR. Wniesienie aportem pozostałych 60% udziałów w Apollo Invest spowodowało podwyższenie kapitału własnego Granbero o 33,3 mln EUR (implikowana wartość całego projektu Spinnaker Tower równa 55,5 mln EUR, tj. o 20,9 mln EUR mniej niż implikowana wartość kwartał wcześniej). Co więcej, wartość 100% udziałów w Apollo Invest na koniec 2016 r. została przedstawiona w księgach Granbero jako 49,9 mln EUR, tj. o 5,6 mln EUR mniej niż wynikałoby to z implikowanej wartości z wniesionego aportu.

Dodatkowo, w kapitałach własnych Granbero zaszła zmiana, która nie miała wpływu na ich łączny poziom. Za 2016 r. Granbero formalnie wypłaciła 430 mln EUR dywidendy do Ghelamco Group Comm. VA, po czym Grupa Ghelamco skapitalizowała ją w tej samej wysokości. Transakcje te nie miały wpływu na łączny poziom kapitałów własnych Granbero. Zmianom uległy jedynie składowe kapitału własnego, tj. zyski zatrzymane spadły o 430 mln EUR w 2H16, podczas gdy kapitał zakładowy i agio emisyjne wzrosły łącznie o tę samą kwotę. Co więcej, transakcja odbyła się bez przepływu środków pieniężnych.

Sumarycznie, dług netto Granbero wzrósł o 132 mln EUR do 816 mln EUR, a relacja długu netto do kapitałów własnych zwiększyła się z 1,02x na koniec czerwca 2016 r. do 1,19x na koniec 2016 r. Gdyby GHL nie zostało dokapitalizowane przez wniesienie udziałów w Apollo Invest, to relacja długu netto do kapitałów własnych na koniec 2016 r. wyniosłaby 1,25x.

Dla projektów, które stanowiły największy udział w należnościach GI, w tabeli poniżej przedstawione zostały podstawowe parametry.

Nazwa projektu	Wartość księgowa (tys. €)	Finansowanie bankowe (tys. €)	Finansowanie obligacjami GI (tys. €)	Finansowanie dłużne razem (tys. €)	LTV
Warsaw Spire	526 780	300 000	65 241	365 241	69%
Warsaw Hub	74 897	7 707	29 214	36 921	49%
Wołoska 24	44 950	29 429	14 837	44 266	98%
Wronia 31	30 491	12 383	12 596	24 979	82%
Grzybowska 77	25 480	4 282	11 391	15 673	62%
Sobieski Towers	29 595	3 062	9 168	12 230	41%
Foksal 13/15 (*)	13 189	4 000	7 818	11 818	90%
Synergia Business Park	21 898	5 850	7 762	13 612	62%
Postępu Business Park	8 110	0	6 673	6 673	82%
Przystanek/mBank	35 413	12 999	5 989	18 988	54%

(\*) nie podlega przeszacowaniu (projekt mieszkalny) wykazywany jako zapasy.

Źródło: Sprawozdania finansowe GI oraz GHL, obliczenia własne Michael/Ström DM

Najważniejszym projektem GHL jest Warsaw Spire, którego poziom komercjalizacji wynosi ok. 90%. Wartość księgowa tego projektu stanowi ok. 1/3 aktywów Granbero oraz 58% nieruchomości inwestycyjnych. Zadłużenie Warsaw Spire na koniec 2016 r. wyniosło 365 mln EUR (+61 mln EUR w 2H16), a wskaźnik LTV tego projektu był równy 69%. Potencjalna sprzedaż Warsaw Spire po wycenie księgowej pozwoliłaby uwolnić ok. 227 mln

EUR (wartość księgowa projektu pomniejszona o finansowanie bankowe), tj. kwotę przewyższającą wartość całości zobowiązań GI.

Istotnym aktywem GHL były również należności. Granbero finansuje spółki z Grupy Ghelamco (które nie są konsolidowane przez Granbero) kwotą netto 275 mln EUR, tj. o 53 mln EUR więcej niż na koniec czerwca 2016 r.

W tabeli poniżej przedstawiamy saldo finansowania Grupy Ghelamco przez GHL, tzw. „leakage”.

mln €	2013	2014	2015	2016
Pożyczki długoterminowe udzielone podmiotom powiązanym	246	223	250	388
Należności z tytułu odsetek od podmiotów powiązanych	46	40	49	55
Należności krótkoterminowe od podmiotów powiązanych	14	76	74	117
Zobowiązania wobec podmiotów powiązanych z tytułu pożyczek długoterminowych	-109	-117	-133	-260
Zobowiązania wobec podmiotów powiązanych z tytułu odsetek	-28	-13	-18	-21
Zobowiązania krótkoterminowe wobec podmiotów powiązanych	0	-5	-5	-4
<b>Saldo</b>	<b>169</b>	<b>205</b>	<b>217</b>	<b>275</b>

Źródło: Sprawozdania finansowe GHL

Wzrost salda „leakage” ma wpływ na dług netto Granbero, bowiem oznacza to, że Granbero pożycza gotówkę do spółek poza GHL (gotówka „wychodzi” z Grupy Kapitałowej Granbero Holdings Limited, a więc podwyższa dług netto) i w zamian na bilansie pojawia się należność (należności nie wpływają na dług netto). Podsumowując, Granbero finansuje spółki z Grupy Ghelamco, a więc końcowym pożyczkobiorcą GI nie musi wcale być Granbero, tylko równie dobrze może być nim spółka z Grupy Ghelamco.

### Notowane obligacje Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Ghelamco Invest na dzień sporządzenia Raportu Kredytowego miało wyemitowane 24 serie obligacji, które były zabezpieczone poręczeniem Granbero Holdings Limited. Wszystkie z nich są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W tabeli poniżej znajdują się podstawowe informacje dotyczące każdej z notowanych serii. Obliczenia rentowności były przeprowadzane na dzień 9 maja 2017 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 8 maja 2017 r. Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

Seria	Outstanding (mln)	Nominal	Wykup	Stopa bazowa	Marża	Cena zamknięcia	Rentowność do wykupu (YTM) brutto	Prawo GI do przedterminowego wykupu
GHE0418 / H	27,1 PLN	1 000	2018-04-25	WIBOR 6M	4,50%	100,95	5,28%	nie
GHJ0718 / J	26,5 PLN	1 000	2018-07-04	WIBOR 6M	4,50%	100,92	5,47%	nie
GHI0718 / I	30,0 PLN	10 000	2018-07-09	WIBOR 6M	4,50%	100,75	5,63%	nie
GHK0718 / K	10,9 PLN	10 000	2018-07-09	WIBOR 6M	4,50%	101,00	5,41%	nie
GHE0118 / PA	30,6 PLN	10 000	2018-01-29	WIBOR 6M	5,00%	101,20	5,09%	nie
GHE0718 / PB	104,2 PLN	10 000	2018-07-11	WIBOR 6M	5,00%	102,20	4,85%	nie
GHE0619 / PPA	37,5 PLN	100	2019-06-16	WIBOR 6M	3,50%	99,75	5,43%	nie
GHI0619 / PPB	50,0 PLN	100	2019-06-16	WIBOR 6M	4,00%	100,38	5,61%	nie
GHC0619 / PPC	30,0 PLN	100	2019-06-16	WIBOR 6M	4,00%	100,40	5,60%	nie
GHE1119 / PPD	50,0 PLN	100	2019-11-04	WIBOR 6M	4,00%	100,39	5,64%	nie
GHC0718 / PC	20,3 PLN	100 000	2018-07-16	WIBOR 6M	5,00%	101,95	5,09%	nie
GHE1117 / PD	32,8 PLN	10 000	2017-11-27	WIBOR 6M	4,75%	100,70	5,24%	nie
GHE0918 / EA	27,2 EUR	1 000	2018-09-28	EURIBOR 6M	4,30%	100,50	3,68%	nie
GHE0519 / PE	27,0 PLN	10 000	2019-05-22	WIBOR 6M	4,50%	102,00	5,26%	nie
GHE0320 / PPE	50,0 PLN	100	2020-03-20	WIBOR 6M	4,00%	99,85	5,86%	tak
GHI0320 / PPF	30,0 PLN	100	2020-03-20	WIBOR 6M	4,00%	100,33	5,68%	tak
GHJ0320 / PPG	50,0 PLN	100	2020-03-20	WIBOR 6M	4,00%	100,00	5,81%	tak
GHE0720 / PPH	30,0 PLN	100	2020-07-14	WIBOR 6M	4,00%	100,08	5,78%	tak
GHI0720 / PPI	50,0 PLN	100	2020-07-14	WIBOR 6M	4,00%	100,10	5,77%	tak
GHE1020 / PPJ	20,0 PLN	100	2020-10-27	WIBOR 6M	4,00%	100,50	5,65%	tak
GHE1220 / PPK	25,0 PLN	100	2020-12-09	WIBOR 6M	4,00%	100,38	5,69%	tak
GHI1220 / PPL	35,0 PLN	100	2020-12-09	WIBOR 6M	4,00%	100,70	5,59%	tak
GHE1221 / PF	115,2 PLN	1 000	2021-12-28	WIBOR 6M	4,30%	100,00	6,11%	tak
GHE0322 / PG	147,9 PLN	1 000	2022-03-16	WIBOR 6M	4,30%	100,57	5,97%	tak

Źródło: GPW Catalyzt, obliczenia własne Michael/Ström DM

## Skonsolidowane dane finansowe Granbero Holdings Limited

### Rachunek zysków i strat (tys. EUR)

	2014	2015	1H16	2H16	2016	2016 r/r
Przychody	16 455	16 850	6 768	13 935	20 703	23%
Inne przychody operacyjne	9 610	2 999	4 601	1 904	6 505	117%
Koszt zapasów obejmujących projekty deweloperskie	-16 676	-9 413	-3 685	-3 375	-7 060	-25%
Koszty świadczeń pracowniczych	-277	-289	0	-306	-306	6%
Amortyzacja i odpisy z tytułu utraty wartości	0	0	0	-30	-30	n.m.
Zyski z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych	24 120	97 547	125 588	5 462	131 050	34%
Pozostałe koszty operacyjne	-18 704	-12 089	-8 186	-14 051	-22 237	84%
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>14 528</b>	<b>95 605</b>	<b>125 086</b>	<b>3 539</b>	<b>128 625</b>	<b>35%</b>
Przychody finansowe	11 454	11 423	6 125	6 989	13 114	15%
Koszty finansowe	-18 799	-10 578	-32 961	-18 059	-51 020	382%
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>7 183</b>	<b>96 450</b>	<b>98 250</b>	<b>-7 531</b>	<b>90 719</b>	<b>-6%</b>
Podatek dochodowy	-1 921	-18 196	15 979	-14 382	1 597	n.m.
<b>Zysk netto</b>	<b>5 262</b>	<b>78 254</b>	<b>114 229</b>	<b>-21 913</b>	<b>92 316</b>	<b>18%</b>

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

Rachunek przepływów pieniężnych (tys. EUR)

	2014	2015	1H16	2H16	2016
<b>Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej</b>	<b>-89 617</b>	<b>-25 111</b>	<b>-33 455</b>	<b>-88 400</b>	<b>-121 855</b>
Zysk/(strata) przed opodatkowaniem	7 183	96 450	98 250	-7 530	90 720
Zmiana wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych	-24 120	-97 547	-125 588	-5 462	-131 050
Wynik ze zbycia nieruchomości inwestycyjnych	-9 857	0	0	0	0
Koszty z tytułu odsetek netto	5 236	-1 825	8 995	8 419	17 414
Zmiana zapasów	14 849	-5 071	3 113	-27 789	-24 676
Zmiana należności	-48 890	-11 994	-2 830	-45 019	-47 849
Zmiana zobowiązań	-5 998	356	-1 459	537	-922
Zmiana wartości godziwej instrumentów pochodnych	1 552	290	0	0	0
Inne pozycje bezgotówkowe	-133	107	267	1 630	1 897
Zapłacony podatek dochodowy	-348	-1 418	-641	-80	-721
Zapłacone odsetki	-29 091	-4 459	-13 562	-13 106	-26 668
<b>Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej</b>	<b>135 530</b>	<b>-143 637</b>	<b>-175 245</b>	<b>-45 786</b>	<b>-221 031</b>
Otrzymane odsetki	9 461	10 172	6 125	6 989	13 114
Zakup rzeczowych aktywów trwałych	0	0	0	-238	-238
Zakup nieruchomości inwestycyjnych	-87 260	-109 954	-56 645	-34 399	-91 044
Skapitalizowane odsetki w nieruchomościach inwestycyjnych	-10 635	-16 500	-3 800	-4 800	-8 600
Wpływy ze zbycia nieruchomości inwestycyjnych	189 084	0	0	0	0
Wydatki netto z tytułu pozostałych aktywów finansowych długoterminowych	34 665	-27 611	-120 925	-13 338	-134 263
Zmiana stanu środków pieniężnych o ograniczonej możliwości dysponowania	215	256	0	0	0
<b>Przepływy pieniężne z działalności finansowej</b>	<b>-40 516</b>	<b>168 146</b>	<b>207 103</b>	<b>112 913</b>	<b>320 016</b>
Wpływy z pożyczek	151 605	187 184	223 076	142 931	366 007
Splata pożyczek	-192 121	-19 038	-15 973	-30 018	-45 991
<b>Przepływy pieniężne netto, razem</b>	<b>5 397</b>	<b>-602</b>	<b>-1 597</b>	<b>-21 273</b>	<b>-22 870</b>

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



Bilans (tys. EUR)

	2014	2015	1H16	2016	2016 r/r
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>656 680</b>	<b>926 869</b>	<b>1 217 227</b>	<b>1 308 695</b>	<b>41%</b>
Nieruchomości inwestycyjne	417 553	660 290	828 760	907 171	37%
Rzeczowe aktywa trwałe	32	32	13	240	650%
Należności i rozliczenia międzyokresowe czynne	234 996	263 266	383 811	397 784	51%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2 821	2 918	3 900	3 391	16%
Pozostałe aktywa finansowe	1 022	363	743	109	-70%
Środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysponowania	256	0	0	0	n.m.
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>226 930</b>	<b>238 045</b>	<b>241 883</b>	<b>296 174</b>	<b>24%</b>
Zapasy obejmujące projekty deweloperskie	50 183	53 666	41 071	41 071	-23%
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	129 702	141 696	144 526	144 526	2%
Aktywa z tytułu bieżącego podatku dochodowego	0	0	86	86	n.m.
Instrumenty pochodne	290	0	0	0	n.m.
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	46 755	42 683	56 286	56 286	32%
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>883 610</b>	<b>1 164 914</b>	<b>1 459 196</b>	<b>1 604 869</b>	<b>38%</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>479 641</b>	<b>555 884</b>	<b>673 408</b>	<b>687 534</b>	<b>24%</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>336 115</b>	<b>508 271</b>	<b>708 911</b>	<b>820 795</b>	<b>61%</b>
Oprocentowane kredyty i pożyczki	329 154	484 894	701 273	797 680	65%
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	6 961	23 377	7 638	21 199	-9%
Pozostałe	0	0	0	1 916	n.m.
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>67 854</b>	<b>100 759</b>	<b>76 877</b>	<b>96 539</b>	<b>-4%</b>
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz inne zobowiązania	31 020	51 060	36 267	39 073	-23%
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	434	893	1 080	1 430	60%
Oprocentowane kredyty i pożyczki	36 400	48 806	39 530	56 036	15%
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>883 610</b>	<b>1 164 914</b>	<b>1 459 196</b>	<b>1 604 868</b>	<b>38%</b>
Dług brutto	365 554	533 700	740 803	853 716	60%
<b>Dług netto</b>	<b>318 799</b>	<b>491 017</b>	<b>684 517</b>	<b>816 152</b>	<b>66%</b>
<b>Dług netto / Kapitały własne</b>	<b>0,66</b>	<b>0,88</b>	<b>1,02</b>	<b>1,19</b>	<b>35%</b>

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

## **ZASTRZEŻENIE PRAWNE**

**Data pierwszego udostępnienia raportu: 11.05.2017 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 734 846,81 PLN, adres e-mail: [kontakt@michaelstrom.pl](mailto:kontakt@michaelstrom.pl).

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

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

Przed opublikowaniem 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](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. 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 zaangażowana 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 wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski pełnił funkcję 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 obowiązywała umowa między Domem Maklerskim lub podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- 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 powiązonym 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](http://www.michaelstrom.pl).**

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

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

**Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl)**