

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 1H17.

- W 1H17 sprzedany został Warsaw Spire za kwotę 540 mln EUR, z czego rozpoznano 9 mln EUR zysku. Nabywca kompleksu należy w 100% do tych samych beneficjentów końcowych, co GHL, ale między sprzedającym, a kupującym nie ma powiązań kapitałowych. Kompleks był zadłużony na 300 mln EUR, a pozostałe 240 mln EUR zwiększyło należności GHL, z czego 81 mln EUR zostało uregulowane w 3Q17.
- Sprzedaż WS przyczyniła się do spadku wskaźnika dług netto do kapitałów własnych GHL z 1,19x na koniec 2016 r. do 0,67x na koniec 1H17. Gdyby przyjąć, że ww. 81 mln EUR wpłynęło do GHL z końcem czerwca 2017 r., to wskaźnik ten wyniósłby 0,56x.
- Sprzedaż WS miała również istotny wpływ na wzrost należności netto GHL, które w okresie I-VI 2017 r. wzrosły o 250 mln EUR do 525 mln EUR.
- Zwracamy uwagę, że po spłacie 81 mln EUR należności w 3Q17, w kasie GI mogło znajdować się ok. 400 mln zł, co teoretycznie wystarczyłoby na spłatę obligacji zapadających do maja 2019 r.

PROFIL SPÓŁKI:

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

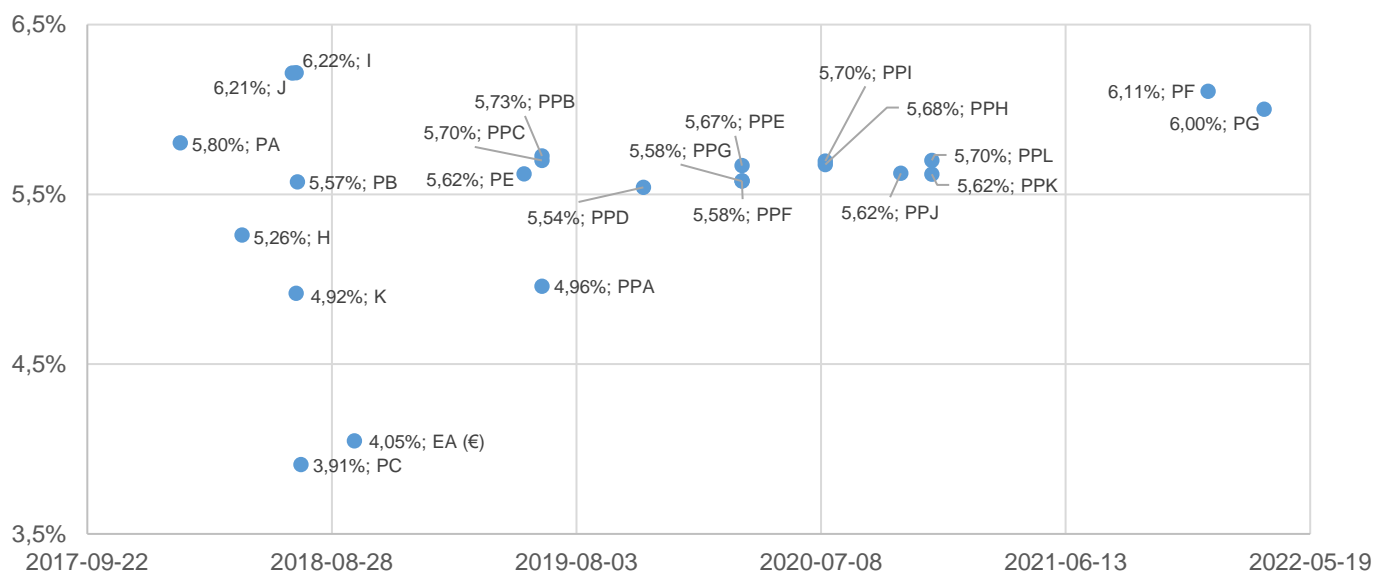
Outstanding obligacji:

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 DM Michael/Ström

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

Warsaw Spire

W dniu 29 czerwca 2017 r. sprzedany został kompleks Warsaw Spire („WS”) na rzecz Ghelamco European Property Fund („GEPF”) za kwotę 540 mln EUR. Nabywca, tak jak i sprzedający (Granbero Holdings Limited – „GHL”, „Poręczyciel”) należą w 100% do tych samych beneficjentów końcowych, ale między GEPF oraz GHL nie ma powiązań kapitałowych, dlatego z punktu widzenia obligatariuszy Ghelamco Invest („GI”) sprzedaż WS miała miejsce poza grupę Poręczyciela.

Szacujemy, że na moment ww. sprzedaży WS był finansowany kredytem w wysokości ok. 300 mln EUR oraz należnościami GI w kwocie ok. 81 mln EUR (wraz z należnymi odsetkami). Kredyt na WS „zszedł” z bilansu GHL po sprzedaży kompleksu, natomiast należności GI zostały spłacone 31 sierpnia 2017 r. Naszym zdaniem, pozostała część ceny sprzedaży, tj. 159 mln EUR, zwiększyła należności GHL. Zwracamy uwagę, że w 1H17 poziom należności GHL wzrósł o 250 mln EUR, z czego naszym zdaniem 240 mln EUR wynikało ze sprzedaży WS.

We wrześniu 2017 r. GEPF sprzedał budynek Warsaw Spire B (1 z 3 budynków kompleksu, który stanowi ok. 18% łącznej powierzchni) za kwotę ok. 100 mln EUR do CA Immo. Budynek ten był finansowany kredytem bankowym w kwocie ok. 65 mln EUR. Przy sprzedaży budynku przez GEPF spłacono ww. kredyt oraz dodatkowo ok. 9 mln EUR kredytu finansującego wieżę Warsaw Spire.

The Warsaw Hub

W 1H17 rozpoczęły się roboty budowlane w ramach projektu The Warsaw Hub (113 tys. m²), których finalizacji GI oczekuje w 1Q20. W październiku 2017 r. spółka realizująca ten projekt podpisała umowę kredytową z konsorcjum banków na budowę budynku. Kredyt budowlany sfinansuje projekt do wysokości nieprzekraczającej najniższej z następujących wartości: (i) 221 mln EUR, (ii) 70% całkowitych kosztów projektów albo (iii) 65% wartości rynkowej nieruchomości. Dodatkowo, udzielony został kredyt odnawialny na sfinansowanie podatku VAT do kwoty niższej z: (i) 45 mln zł albo (ii) wartości podatku VAT należnego od kredytobiorcy i naliczonego od całkowitych kosztów projektu.

Przystanek mBank

W 1H17 zakończyła się budowa łódzkiego projektu Przystanek mBank (25,6 tys. m²), który został wynajęty w 95%. GI spodziewa się zamknięcia transakcji sprzedaży tego projektu w 4Q17 (przedwstępna umowa sprzedaży została zawarta w 2Q17). Na koniec czerwca 2017 r. wycena tego projektu w księgach GHL wyniosła 46 mln EUR, podczas gdy na koniec 2016 r. było to 35 mln EUR. GHL nie podaje zadłużenia bankowego po projektach w sprawozdaniach półrocznych, ale gdyby przyjąć, że na tym projekcie wzrosło ono w ciągu 6 miesięcy o kwotę odpowiadającą wzrostowi nominalnej wyceny księgowej projektu, to saldo kredytu byłoby równe ok. 24 mln EUR. Dodatkowo, na koniec czerwca 2017 r. Przystanek mBank finansowany był także środkami GI na kwotę ok. 7 mln EUR.

Wronia 31

W sierpniu 2017 r. uzyskano pozwolenie na użytkowanie biurowca (16,0 tys. m²). Na dzień przygotowania Raportu kredytowego podpisane umowy najmu stanowią ok. 70% powierzchni budynku.

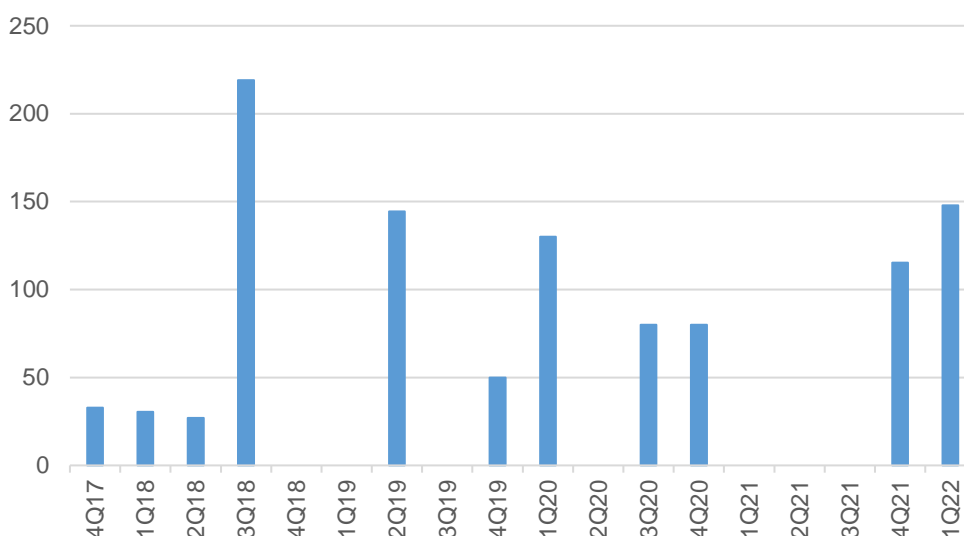
Wołoska 24

Na dzień przygotowania Raportu kredytowego projekt (21,3 tys. m²) jest wynajęty w blisko 90%.

Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Na koniec 1H17 aktywa GI wynosiły 1 104 mln zł (+135 mln zł w 1H17, tj. względem 31 grudnia 2016 r.), z czego 1 032 mln zł (+157 mln zł w 1H17) stanowiły udzielone pożyczki oraz nabyte obligacje. W skali półrocza saldo gotówki zmniejszyło się o 22 mln zł do 71 mln zł. Zwracamy uwagę, że 31 sierpnia 2017 r. należności GI w kwocie 81 mln EUR (ok. 342 mln zł) zostały spłacone z tytułu częściowego rozliczenia sprzedaży WS. Oznacza to, że w GI mogło się znajdować ponad 400 mln zł gotówki, co teoretycznie wystarczyłoby na spłatę obligacji zapadających do maja 2019 r., a więc sytuację płynnościową GI można uznać za bezpieczną.

Wykres: Harmonogram spłat obligacji GI (mln zł)



Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DM Michael/Ström

Udzielone pożyczki oraz nabyte obligacje stanowią należności od spółek zależnych od GHL. Wyłączając wspomniane 342 mln zł należności, które zostały spłacone w sierpniu 2017 r., projektem stanowiącym największy udział w należnościach GI (24% po wyłączeniu należności WS na koniec czerwca 2017 r.) był The Warsaw Hub (171 mln zł; +41 mln zł w 1H17). Kolejne projekty, które odpowiadały po 8% należności to Wronia 31 (56 mln zł; +1 mln zł w 1H17) oraz Wołoska 24 (54 mln zł; -11 mln zł w 1H17).

Tak duży wzrost aktywów w skali półrocza był finansowany ze wzrostu zobowiązań o 134 mln zł (przy wzroście kapitałów własnych o 1 mln zł). Całość wzrostu zobowiązań wynikała ze zwiększenia zadłużenia obligacyjnego, które na koniec 1H17 wynosiło 1 053 mln zł. Zobowiązania razem wynosiły 1 059 mln zł, a poziom kapitałów własnych na koniec 1H17 ukształtował się na poziomie 45 mln zł. Dług netto na koniec 1H17 wyniósł 982 mln zł (+156 mln zł w 1H17), a udział zobowiązań w sumie bilansowej wzrósł o 1 pkt. proc. do 96%.

Dług netto na koniec 1H17 stanowił 95% należności finansowych GI. Teoretycznie oznacza to tyle, że na dzień bilansowy GI musiałyby odzyskać 95% swoich należności (które służą finansowaniu budynków), aby było w stanie spłacić całość zobowiązań finansowych. Zwracamy uwagę, że poziom ten wyniósłby 93% na koniec 1H17, gdyby należności dotyczące WS (342 mln zł) potraktować jako gotówkę.

Minione półrocze było kolejnym, które charakteryzowało się niższymi otrzymanymi odsetkami niż sugerowałyby to przychody finansowe. Naszym zdaniem w 2H17 sytuacja ta może ulec zmianie z uwagi na spłatę należności dotyczących WS.

Tabela: Otrzymane odsetki vs. przychody finansowe GI

tys. zł	2013	2014	2015	2016	1H17
(+) Otrzymane odsetki	21 164	11 029	15 156	43 567	4 738
(-) Przychody finansowe	38 410	46 119	51 103	68 278	36 844
Różnica	-17 246	-35 090	-35 947	-24 711	-32 106

Źródło: Dane spółki

Grupa Kapitałowa Granbero Holdings Limited

Suma bilansowa GHL spadła w 1H17 o 357 mln EUR do 1 248 mln EUR. Spadek aktywów wynikał przede wszystkim ze sprzedaży WS, która miała miejsce w 2Q17. Warsaw Spire został sprzedany za 540 mln EUR, podczas gdy wycena księgowa kompleksu w księgach GHL na koniec 2016 r. była równa 527 mln EUR. Z kolei po stronie pasywów największy spadek w 1H17 odnotował dług brutto (-358 mln EUR), co przy wzroście kapitałów własnych o 10 mln zł i spadku salda gotówki o 11 mln zł przełożyło się na spadek wskaźnika długu netto do kapitałów własnych z 1,19x na koniec 2016 r. do 0,67x na koniec czerwca 2017 r. Dług netto GHL na koniec 1H17 wyniósł 469 mln EUR. Zwracamy uwagę, że w sierpniu 2017 r. uregulowane zostały należności stanowiące część ceny sprzedaży WS. Gdyby teoretycznie założyć, że na koniec 1H17 GHL miało 81 mln EUR mniej należności i 81 mln EUR więcej gotówki, to dług netto wyniósłby 388 mln EUR, a wskaźnik długu netto do kapitałów własnych równałby się 0,56x.

W tabeli poniżej przedstawiamy podstawowe parametry kluczowych projektów realizowanych przez spółki zależne GHL, które stanowiły istotny udział w należnościach GI.

Tabela: Dane kluczowych projektów GHL

Nazwa projektu	Wartość księgowa (tys. EUR)	Udział w projektach GHL	Udział w aktywach GHL	Finansowanie obligacjami GI (tys. EUR)**	Udział w należnościach GI	Udział w należnościach GI po wyłączeniu WS
Warsaw Spire*	0	0%	0%	80 884	33%	0%
The Warsaw Hub	87 712	20%	7%	40 375	16%	24%
Spinnaker Tower	52 154	12%	4%	1 139	0%	1%
Wronia 31	50 330	11%	4%	13 347	5%	8%
Wołoska 24	46 170	11%	4%	12 843	5%	8%
Przystanek mBank	45 630	10%	4%	6 921	3%	4%
Chopin + Stixx	39 435	9%	3%	8 446	3%	5%
Sobieski Tower	30 364	7%	2%	9 985	4%	6%
Grzybowska	25 480	6%	2%	12 415	5%	7%
Synergy Business Park	23 232	5%	2%	8 537	3%	5%

*Spłacone w dniu 31 sierpnia 2017 r. do GI; na dzień sprawozdania finansowego ze względu na sprzedaż projektu do GEPI nie wykazano aktywów

**Przy kursie EURPLN = 4,23

Źródło: Dane spółki

Wartość ukończonych projektów (Wronia 31, Wołoska 24, Przystanek mBank) w bilansie GHL na koniec 1H17 wynosiła 142 mln EUR, podczas gdy zobowiązania spółek realizujących te projekty wobec GI były równe 33 mln EUR (ok. 140 mln zł). Strategią GHL jest sprzedaż spółek zależnych realizujących projekty po ich komercjalizacji, dlatego spodziewamy się, że GHL będzie chciało sprzedać te projekty, co pozwoliłoby na uwolnienie gotówki.

Mimo sprzedaży WS uważamy, że pośrednio ten kompleks dalej stanowi największy udział w projektach GHL. Szacujemy, że do GHL powinno jeszcze (po sierpniu 2017 r.) spłynąć ok. 159 mln EUR z tytułu całkowitego rozliczenia ceny sprzedaży WS. Póki co, kwota ta znajduje się w należnościach GHL. Pomijając WS, projektem o największej wartości bilansowej na koniec 1H17 był The Warsaw Hub o którym pisaliśmy już wcześniej.

Najważniejszym aktywem GHL są należności, które służą do finansowania spółek z Grupy Ghelamco (które mają tego samego beneficjenta końcowego co GHL, ale nie są z GHL powiązane kapitałowo). Na koniec 1H17 należności związane z finansowaniem tych spółek wyniosły 688 mln EUR, z czego naszym zdaniem 240 mln EUR można przypisać do WS. Zwracamy uwagę, że 81 mln EUR zostało uregulowane w sierpniu 2017 r. Z racji tego, że GHL pożycza środki ze spółek z Grupy Ghelamco (163 mln EUR na koniec 1H17), istotne jest również saldo należności netto, które na koniec 1H17 wyniosło 525 mln EUR, tj. + 250 mln EUR w 1H17.

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

Tabela: Saldo należności netto GHL

mln EUR	2013	2014	2015	2016	1H17
Pożyczki długoterminowe udzielone podmiotom powiązanym	246	223	250	388	470
Należności z tytułu odsetek od podmiotów powiązanych	46	40	49	55	69
Należności krótkoterminowe od podmiotów powiązanych	14	76	74	117	149
Zobowiązania wobec podmiotów powiązanych z tytułu pożyczek długoterminowych	-109	-117	-133	-260	-140
Zobowiązania wobec podmiotów powiązanych z tytułu odsetek	-28	-13	-18	-21	-18
Zobowiązania krótkoterminowe wobec podmiotów powiązanych	0	-5	-5	-4	-4
Saldo	169	205	217	275	525

Źródło: Dane spółki

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

Notowane obligacje Ghelamco Invest Sp. z o.o.

GI na dzień sporządzenia Raportu kredytowego miało wyemitowane 24 serie obligacji, które były zabezpieczone poręczeniem GHL. 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 3 listopada 2017 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 2 listopada 2017 r. Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

Tabela: Notowane obligacje GI

Seria	Outstanding (mln)	Nominał	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%	100,47	5,26%	nie
GHJ0718 / J	26,5 PLN	1 000	2018-07-04	WIBOR 6M	4,50%	100,05	6,21%	nie
GHI0718 / I	30,0 PLN	10 000	2018-07-09	WIBOR 6M	4,50%	100,05	6,22%	nie
GHK0718 / K	10,9 PLN	10 000	2018-07-09	WIBOR 6M	4,50%	100,90	4,92%	nie
GHE0118 / PA	30,6 PLN	10 000	2018-01-29	WIBOR 6M	5,00%	100,20	5,80%	nie
GHE0718 / PB	104,2 PLN	10 000	2018-07-11	WIBOR 6M	5,00%	100,80	5,57%	nie
GHE0619 / PPA	37,5 PLN	100	2019-06-16	WIBOR 6M	3,50%	100,53	4,96%	nie
GHI0619 / PPB	50,0 PLN	100	2019-06-16	WIBOR 6M	4,00%	100,12	5,73%	nie
GHC0619 / PPC	30,0 PLN	100	2019-06-16	WIBOR 6M	4,00%	100,16	5,70%	nie
GHE1119 / PPD	50,0 PLN	100	2019-11-04	WIBOR 6M	4,00%	100,50	5,54%	nie
GHC0718 / PC	20,3 PLN	100 000	2018-07-16	WIBOR 6M	5,00%	101,95	3,91%	nie
GHE1117 / PD	32,8 PLN	10 000	2017-11-27	WIBOR 6M	4,75%	100,51	-2,73%	nie
GHE0918 / EA	6,3 EUR	1 000	2018-09-28	EURIBOR 6M	4,30%	100,00	4,05%	nie
GHE0519 / PE	27,0 PLN	10 000	2019-05-22	WIBOR 6M	4,50%	101,00	5,62%	nie
GHE0320 / PPE	50,0 PLN	100	2020-03-20	WIBOR 6M	4,00%	100,30	5,67%	tak
GHI0320 / PPF	30,0 PLN	100	2020-03-20	WIBOR 6M	4,00%	100,50	5,58%	tak
GHJ0320 / PPG	50,0 PLN	100	2020-03-20	WIBOR 6M	4,00%	100,50	5,58%	tak
GHE0720 / PPH	30,0 PLN	100	2020-07-14	WIBOR 6M	4,00%	100,32	5,68%	tak
GHI0720 / PPI	50,0 PLN	100	2020-07-14	WIBOR 6M	4,00%	100,27	5,70%	tak
GHE1020 / PPJ	20,0 PLN	100	2020-10-27	WIBOR 6M	4,00%	100,50	5,62%	tak
GHE1220 / PPK	25,0 PLN	100	2020-12-09	WIBOR 6M	4,00%	100,53	5,62%	tak
GHI1220 / PPL	35,0 PLN	100	2020-12-09	WIBOR 6M	4,00%	100,30	5,70%	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%	100,40	6,00%	tak

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DM Michael/Ström

Skonsolidowane dane finansowe Granbero Holdings Limited

Rachunek zysków i strat (tys. EUR)

	2014	2015	2016	1H16	1H17
Przychody	16 455	16 850	20 703	6 768	15 184
Inne przychody operacyjne	9 610	2 999	6 505	4 601	12 720
Koszt zapasów obejmujących projekty deweloperskie	-16 676	-9 413	-7 060	-3 685	-2 808
Koszty świadczeń pracowniczych	-277	-289	-306	0	0
Amortyzacja i odpisy z tytułu utraty wartości	0	0	-30	0	-10
Zyski z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych	24 120	97 547	131 050	125 588	11 498
Pozostałe koszty operacyjne	-18 704	-12 089	-22 237	-8 186	-11 805
Zysk operacyjny	14 528	95 605	128 625	125 086	24 779
Przychody finansowe	11 454	11 423	13 114	6 125	15 074
Koszty finansowe	-18 799	-10 578	-51 020	-32 961	-16 287
Zysk przed opodatkowaniem	7 183	96 450	90 719	98 250	23 566
Podatek dochodowy	-1 921	-18 196	1 597	15 979	-2 328
Zysk netto	5 262	78 254	92 316	114 229	21 238

Źródło: Dane spółki

Rachunek przepływów pieniężnych (tys. EUR)

	2014	2015	2016	1H16	1H17
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-89 617	-25 111	-121 855	-33 455	-31 442
Zysk/(strata) przed opodatkowaniem	7 183	96 450	90 720	98 250	23 566
Zmiana wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych	-24 120	-97 547	-131 050	-125 588	-11 498
Wynik ze zbycia nieruchomości inwestycyjnych	-9 857	0	0	0	-8 976
Koszty z tytułu odsetek netto	5 236	-1 825	17 414	8 995	8 209
Amortyzacja i odpisy z tytułu utraty wartości	0	0	0	0	10
Zmiana zapasów	14 849	-5 071	-24 676	3 113	-5 108
Zmiana należności	-48 890	-11 994	-47 849	-2 830	-9 523
Zmiana zobowiązań	-5 998	356	-922	-1 459	-9 871
Zmiana wartości godziwej instrumentów pochodnych	1552	290	0	0	0
Inne pozycje bezgotówkowe	-133	107	1897	267	77
Zapłacony podatek dochodowy	-348	-1418	-721	-641	-642
Zapłacone odsetki	-29 091	-4 459	-26 668	-13 562	-17 686
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	135 530	-143 637	-221 031	-175 245	403 057
Otrzymane odsetki	9 461	10 172	13 114	6 125	7 156
Zakup rzeczowych aktywów trwałych	0	0	-238	0	-475
Zakup nieruchomości inwestycyjnych	-87 260	-109 954	-91 044	-56 645	-26 347
Skapitalizowane odsetki w nieruchomościach inwestycyjnych	-10 635	-16 500	-8 600	-3 800	-4 375
Wpływy ze zbycia nieruchomości inwestycyjnych	189 084	0	0	0	540 000
Wydatki netto z tytułu pozostałych aktywów finansowych długoterminowych	34 665	-27 611	-134 263	-120 925	-112 902
Zmiana stanu środków pieniężnych o ograniczonej możliwości dysponowania	215	256	0	0	0
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-40 516	168 146	320 016	207 103	-358 314
Wpływy z pożyczek	151 605	187 184	366 007	223 076	68 639
Splata pożyczek	-192 121	-19 038	-45 991	-15 973	-426 953
Przepływy pieniężne netto, razem	5 397	-602	-22 870	-1 597	13 301

Źródło: Dane spółki

Bilans (tys. EUR)

	2014	2015	2016	1H16	1H17
Aktywa trwałe	656 680	926 869	1 308 695	1 217 227	953 706
Nieruchomości inwestycyjne	417 553	660 290	907 171	828 760	438 282
Rzeczowe aktywa trwałe	32	32	240	13	705
Należności i rozliczenia międzyokresowe czynne	234 996	263 266	397 784	383 811	510 635
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2 821	2 918	3 391	3 900	3 925
Pozostałe aktywa finansowe	1 022	363	109	743	159
Środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysponowania	256	0	0	0	0
Aktywa obrotowe	226 930	238 045	296 174	241 883	294 045
Zapasy obejmujące projekty deweloperskie	50 183	53 666	41 071	41 071	68 358
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	129 702	141 696	144 526	144 526	199 068
Aktywa z tytułu bieżącego podatku dochodowego	0	0	86	86	4
Instrumenty pochodne	290	0	0	0	0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	46 755	42 683	56 286	56 286	26 615
AKTYWA RAZEM	883 610	1 164 914	1 604 869	1 459 196	1 247 751
Kapitały własne	479 641	555 884	687 534	673 408	697 272
Zobowiązania długoterminowe	336 115	508 271	820 795	708 911	441 113
Oprocentowane kredyty i pożyczki	329 154	484 894	797 680	701 273	429 966
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	6 961	23 377	21 199	7 638	10 758
Pozostałe	0	0	1 916	0	389
Zobowiązania krótkoterminowe	67 854	100 759	96 539	76 877	109 367
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz inne zobowiązania	31 020	51 060	39 073	36 267	42 535
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	434	893	1 430	1 080	1 396
Oprocentowane kredyty i pożyczki	36 400	48 806	56 036	39 530	65 436
PASYWA RAZEM	883 610	1 164 914	1 604 868	1 459 196	1 247 752
Dług brutto	365 554	533 700	853 716	740 803	495 402
Dług netto	318 799	491 017	816 152	684 517	468 787
Dług netto / Kapitały własne	0,66	0,88	1,19	1,02	0,67

Źródło: Dane spółki

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 03.11.2017 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. z 2017 r. poz. 1219) 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 2017 r. poz. 459),
 - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów
 - porady inwestycyjnej,
 - usługi doradztwa inwestycyjnego.

Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoba przygotowująca raport i 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 (t. j. : Dz.U. z 2016 poz.1636), 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.
- 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 dla Emitenta.
- Dom Maklerski nie otrzymuje obecnie wynagrodzenie od Emitenta z tytułu usług maklerskich świadczonych na jego rzecz.
- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta nie łączą umowy o świadczenie usług maklerskich na rzecz Emitenta.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitenta posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem.
- Dom Maklerski nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań, występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązaniem a Emitentem.
- Autor raportu ani Dom Maklerski nie posiada instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów, 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