

OT Logistics

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową grupy OT Logistics („OTS”, „Grupa”, „Emitent”) po wynikach za 1Q18 r., której podmiot dominujący OT Logistics S.A. jest emitentem obligacji.

- Grupa prowadzi kompleksową działalność logistyczną w myśl zasady door-to-door oferując usługi spedycyjne w tym transport morski, kolejowy, drogowy, lotniczy i żegluga śródlądowej, usługi portowe (składowanie) i przeładunkowe. Grupa prowadzi transport zarówno towarów konwencjonalnych jak i niebezpiecznych, a także produktów rolnych oraz surowców: drewna, ropy, węgla, koksu i rud.
- W ostatnich latach Grupa w dużej mierze rosła poprzez przejęcia – doszło do akwizycji STK, Koleje Bałtyckie, Sealand Logistics (wszystkie w 2016 r.), oraz nabycia kolejnego pakietu udziałów portu Luka Rijeka (2017 r.). Przejęcia wymagały zaangażowania znacznych środków pieniężnych i spowodowały wzrost długu netto Grupy, a także podwyższone koszty związane z konsolidacją operacyjną. OTS zapowiada, że nie planuje kolejnych przejęć w najbliższym okresie i skupi się na reorganizacji operacyjnej Grupy.
- Od września 2017 r. Grupa przejęła kontrolę operacyjną nad spółką Luka Rijeka (konsolidowanej metodą pełną w sprawozdaniu finansowym Grupy) na podstawie umowy wspólników z chorwackimi funduszami Allianz i ERSTE ZB. Obecnie OTS posiada bezpośrednio 26,51% udziałów, a razem wspólnicy mają 50,56% udziałów. Umowa wspólników wiąże się z opcją put wykupu udziałów przez OTS od funduszy, która jest wyceniona na 116,5 mln zł. Dodatkowo, poza porozumieniem, 8,75% udziałów należących wcześniej do OTS objął PFR, który również posiada opcję put wycenianą na 57,9 mln zł i równoległe opcję call wycenianą na 2,9 mln zł.
- Port Luka Rijeka charakteryzuje się niską marżą EBITDA co jest spowodowane m.in. wysokim zatrudnieniem i związanymi z tym kosztami pracy. Zapowiadana przez Grupę poprawa efektywności może być utrudniona przez silne związki zawodowe w chorwackim porcie.
- W drugiej połowie 2018 r. Grupie zapadają obligacje na łączną kwotę 131,5 mln zł, które mają być refinansowane z ustanowionego pod koniec maja programu emisji obligacji, w ramach którego Grupa planuje pozyskać do 200 mln zł.
- Rolowanie obligacji jest kluczowym czynnikiem ryzyka dla działalności Grupy. Wg naszych szacunków przy niepowodzeniu nowej emisji OTS ma lukę płynności w 2018 r. na poziomie ok. 115 mln zł.

PROFIL GRUPY:

Świadczenie usług w branży TSL:

- transport
 - spedycja
 - logistyka
- zarówno w kraju, jak i zagranicą

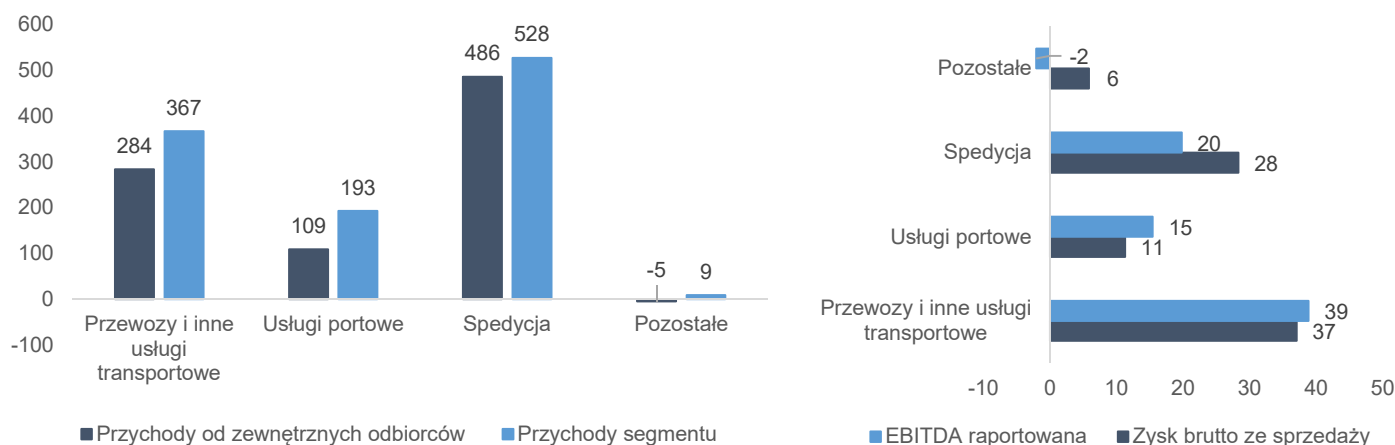
Outstanding obligacji:

Seria	mln zł	YTM
D (1118)	100	53,27%
E (0818)	10	39,27%
F (0220)	25	7,44%
G (0918)	21,5	n/a
Suma	156,5	

Segmenty działalności

Grupa rozróżnia pięć segmentów swojej działalności: przewozy i usługi transportowe, spedycja, usługi portowe, pozostałe oraz od 1Q18 wydzieliła również segment transportu kolejowego. Na potrzeby naszej analizy, żeby zachować porównywalność danych, segment kolejowy pokazujemy w ramach segmentu przewozy i usługi transportowe (tak jak Grupa prezentowała w sprawozdaniu finansowym za 2017 rok).

Wykres: Przychody, zysk brutto na sprzedaży i EBITDA Grupy za ostatnie 12 miesięcy w podziale na segmenty działalności (mln zł)



*przychody segmentu pozostałe są ujemne ze względu na zmiany prezentacyjne jakich dokonała Grupa i wyłączenie konsolidacyjne. Segment ten jest nieistotny z punktu widzenia działalności całej grupy

**EBITDA skorygowana – pomniejszona o pozostałe przychody/koszty operacyjne

Źródło: Dane Grupy, szacunki DM Michael/Ström

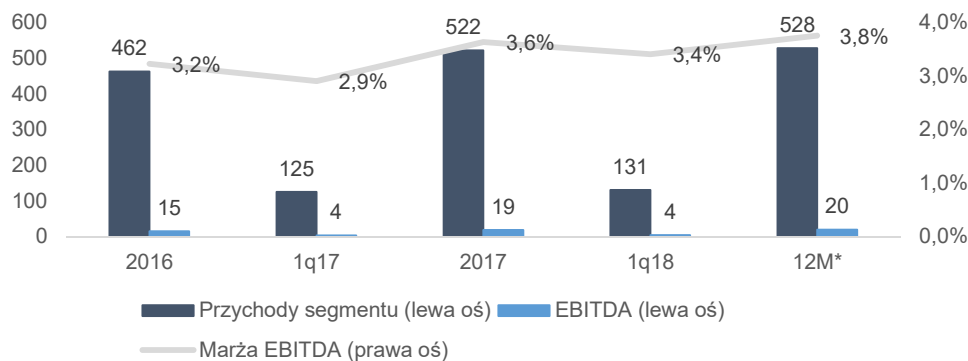
Spedycja

Spedycja jest największym pod kątem przychodów segmentem działalności OTS ponieważ za ostatnie 12 miesięcy wygenerowała 48% przychodów Grupy od odbiorców zewnętrznych. Około 60% przychodów segmentu stanowi spedycja morska, a główne kierunki obsługiwane przez OTS to import z Chin, Indii i Korei oraz eksport do USA, Meksyku, Kanady i Chin. Pozostałe 20% to transport lądowy, a pozostałą część przychodów segmentu stanowią transport lotniczy, multimodalny i drobnicowy.

Wzrost przychodów segmentu był spowodowany ogólną poprawą sektora przemysłowego (co ma wpływ też na przychody pozostałych segmentów). Wzrostowi przychodów towarzyszył spadek marży brutto na sprzedaży (z 6,6% do 5,4%) i wzrost marży EBITDA (z 3,2% do 3,8%) oraz spadek marży netto (z 2,4% do 2,1%). Spadek marży netto wynika głównie z wyższej amortyzacji spowodowanej nabyciem wraz ze spółką Sealand Logistics bazy klientów o wartości bilansowej 19,5 mln zł, której amortyzacja wyniosła 6,4 mln zł w 2017 r. OTS nabył 100% udziałów Sealand Logistics w lipcu 2016 r. (płatne 30 mln zł pierwszej części (opłacone) i po 7 mln zł rocznie w latach 2017-2019, z których OTS zapłacił do tej pory jedynie 3,5 mln zł w 1q18), którą połączył operacyjnie z C. Hartwig Gdynia (koszty połączenia nie były znaczące i obejmowały głównie czynności prawne).

Grupa nie posiada własnej floty statków morskich i prowadzi działalność *stricto* spedycyjną. Największymi klientami OTS w segmencie portowo-spedycyjnym są: ArcelorMittal, JSW, PGC EC; Glencore, ADM, Węglokoks S.A., US Steel Corporation udział żadnego z nich nie przekracza 20% w przychodach segmentu.

Wykres: Wyniki sektora spedycyjnego (mln zł)

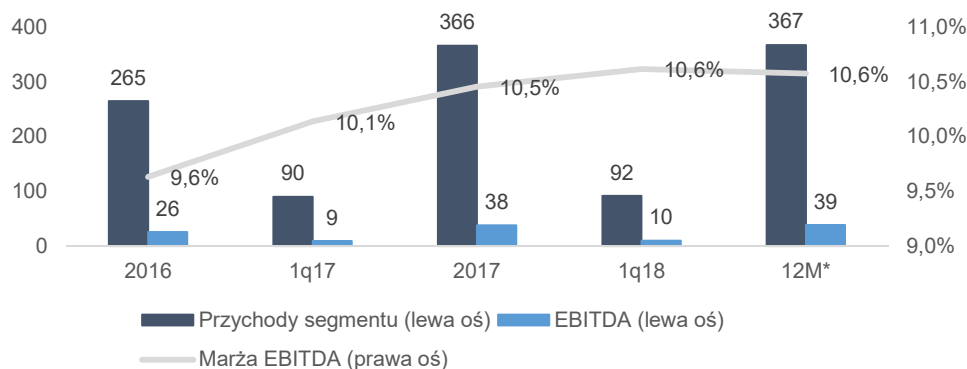


*12 miesięcy od 2q17 do 1q18
Źródło: Dane Grupy

Przewozy i usługi transportowe

Drugim największym pod kątem przychodów segmentem są przewozy i usługi transportowe, które generują 32% przychodów Grupy za ostatnie 12 miesięcy. W ramach tego segmentu w naszej analizie znajduje się również transport kolejowy, który Grupa wydzieliła od 1q18. W 1q18 transport kolejowy wygenerował 25% przychodów segmentu poza Grupę i 38% przychodów ogółem oraz 78% EBITDA i odnotował zysk netto 0,9 mln zł przy stracie netto segmentu -1,3 mln zł, co pokazuje dużo wyższą marżowość niż w przypadku żeglugi śródlądowej. Zgodnie ze strategią Grupy tabor kolejowy w większym stopniu ma być wykorzystywany do wspierania spedycji, dlatego widać zmianę w strukturze przychodów za 1q18 (spadek przychodów od zewnętrznych odbiorców i wzrost wewnątrz Grupy).

Wykres: Wyniki sektora przewozów i usług transportowych (mln zł)



*12 miesięcy od 2q17 do 1q18
Źródło: Dane Grupy

Jako przyczynę poprawy sytuacji w segmencie kolejowym Grupa wskazuje konsolidację operacyjną STK oraz Kolei Bałtyckich przejętych w 2016 r. (w 2015 r. przed przejęciem spółki te wypracowały razem ok. 6 mln zł EBITDA). Dodatkowo w czerwcu 2018 r. OTS podpisał umowę z Kolejami Rosyjskimi RDŻ, która zezwoli na obsługę kolejową pomiędzy Polską, a obwodem Kaliningradzkim. Gorsze wyniki sektora żeglugi śródlądowej Grupa uzasadnia dłuższym okresem zimowym na początku 2018 r.

Tabela: Wybrane dane finansowe segmentu kolejowego i żegluga śródlądowej i innych

(mln zł)	Segment kolejowy		Żegluga śródlądowa i inne	
	1q2017	1q2018	1q2017	1q2018
Przychody łącznie	35,2	34,4	54,9	57,1
Przychody poza OTS	31,3	17,7	47,1	54,4
Przychody wew. Grupy	3,9	16,7	7,8	2,7
Zysk na sprzedaży	3,7	6,5	7,0	3,5
EBIT	1,3	4,1	2,3	-2,3
EBIDTA	2,2	7,6	6,9	2,1
Zysk netto	0,3	0,9	2,5	-2,2
Marża				
Brutto ze sprzedaży	10,6%	19,0%	12,8%	6,1%
EBIT	3,7%	11,8%	4,3%	-4,1%
EBITDA	6,2%	22,1%	12,7%	3,7%
Netto	0,8%	2,7%	4,5%	-3,9%
Aktywa łącznie	92,0	125,5	120,6	773,1
Kapitały własne	10,9	13,6	57,8	291,3
Zobowiązania	81,1	111,9	62,8	479,9

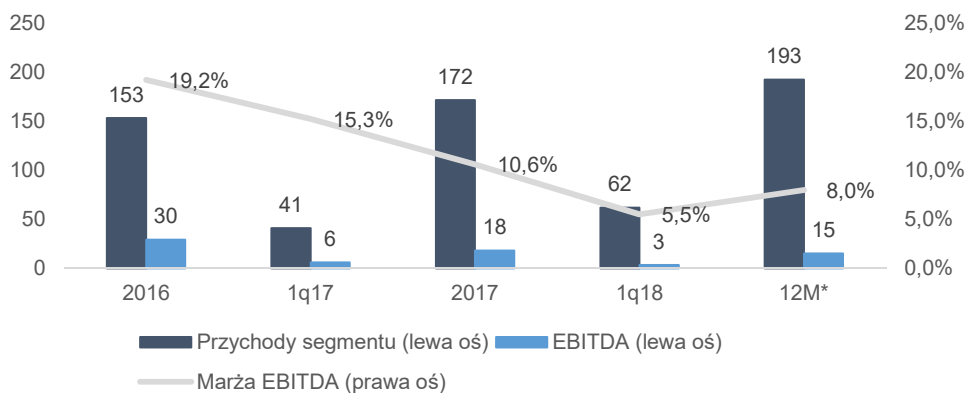
*12 miesięcy od 2q17 do 1q18

Źródło: Dane Grupy

Usługi portowe

W tym segmencie OTS świadczy kompleksowe usługi portowe dotyczące przeładunku, magazynowania oraz konfekcjonowania. Wzrost przychodów tego sektora to z jednej strony wpływ konsolidacji Luka Rijeka (od 3q17), który szacujemy na ok. 23 mln zł w 2017 r. (dokładniejszy opis transakcji patrz. poniżej), a z drugiej ożywienie w przeładunku rudy i węgla. Grupa wskazuje, że powodem gorszej marży EBITDA jest spiętrzenie liczby obsługiwanych statków w polskich portach co zwiększyło koszty wynagrodzeń, a także problemy polskich przewoźników kolejowych co spowolniło rotację towarów w portach. OTS nie zaobserwował póki co efektu wprowadzenia ceł na stal od czerwca 2018 r., a wręcz zwiększenie przeładunków rud od początku roku co można tłumaczyć zwiększaniem zapasów przez klientów przed niekorzystnymi zmianami.

Wykres: Wyniki sektora usług portowych (mln zł)



*12 miesięcy od 2q17 do 1q18

Źródło: Dane Grupy

Port Świnoujście

Port Świnoujście jest największym portem Grupy o potencjale przeładunkowym 8 mln ton rocznie. W 2017 r. dokonano 3,9 mln ton przeładunków w porównaniu do 3,7 mln ton w 2016 r. i 4,0 mln ton w 2015 r. Port ma charakter uniwersalny i obsługuje przeładunki węgla, rud, towarów agro, biomasy, produktów leśnych i rolnych a także towarów drobnicowych. W czerwcu 2018 r. zakończono rozbudowę elewatora zbożowego, którego pojemność wynosi obecnie 85 tys. ton zbóż. Koszt inwestycji wyniósł 47 mln zł z czego ok. 20 mln zł rozpoznano w 2018 r.

Port Gdynia

Port w Gdyni to uniwersalny port przeładunkowy o rocznym potencjale przeładunkowym 4 mln ton i jedyny w Polsce port z terminalem ro-ro (przystosowanym do ładunków tocznych i pojazdów). W 2017 r. dokonano 2,8 mln ton przeładunków w porównaniu do 3,3 mln ton w 2016 r. i 2,5 mln ton w 2015 r.

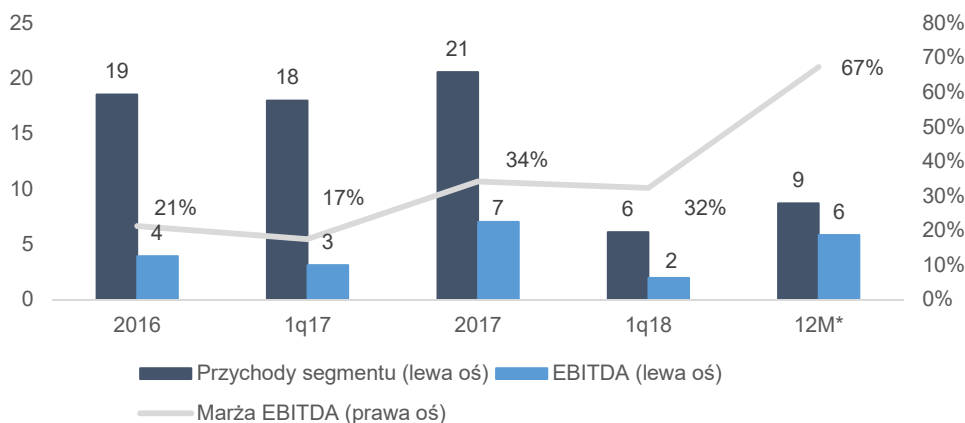
Port Gdańsk

We wrześniu 2015 r. OTS zawarło z Zarządem Morskiego Portu Gdańsk S.A. 30-letnią umowę dzierżawy nieruchomości o powierzchni ok. 26 ha wraz z częścią Pirsu Rudowego. Wartość stała opłaty czynszowej w całym okresie funkcjonowania umowy wyniesie ok. 152 mln zł. Dodatkowo, płatny będzie także czynsz zmienny związany z ilością przeładowanego w terminalu ładunku oraz inne opłaty związane z nieruchomością. Na nieruchomości powstaje jedyny w Polsce terminal wyspecjalizowany w przeładunkach ładunków agro – budowa rozpoczęła się na początku 2018 r. i ma potrwać dwa lata. OTS oczekuje osiągnięcia zdolności przeładunkowych na poziomie 4 mln ton rocznie. Nakłady na inwestycję wyniosą łącznie ok. 200 mln zł.

Pozostałe

Segment ten odpowiada za inne usługi, które nie są przypisane do ww. segmentów. Segment charakteryzuje się wysoką marżą EBITDA, ale przychody nie mają stałego charakteru.

Wykres: Wyniki sektora pozostałe (mln zł)



*12 miesięcy od 2q17 do 1q18
Źródło: Dane Grupy

Luka Rijeka

Transakcja nabycia udziałów

W 2017 r. OTS uzyskał operacyjną kontrolę nad spółką Luka Rijeka d.d. zarządzającą chorwackim portem Luka Rijeka, która od 30 września jest konsolidowana metodą pełną. OTS nabył już w lipcu 2015 r. 20,81% udziałów w spółce, a we wrześniu 2017 r. dokonał zakupu kolejnych akcji zwiększając udział do 32,56%. Zgodnie z prawem chorwackim Emitent zobowiązany był do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji Luka Rijeka d.d – które okazało się nieudane. W dniu 15 września 2017 roku Grupa zawarła umowę wspólników z chorwackimi funduszami Allianz ZB d.o.o. i ERSTE d.o.o. w ramach której określono warunki, na jakich strony umowy współpracowały w zakresie przeprowadzenia wezwania na sprzedaż akcji Luka Rijeka d.d. oraz współpracują w zakresie zarządzania spółką. W związku z uprawnieniami zawartymi w umowie wspólników OTS uzyskało kontrolę operacyjno-finansową nad Luka Rijeka d.d. Łączny udział funduszy emerytalnych i OTS w kapitale zakładowym Luka Rijeka d.d. wynosił 56,56% kapitału zakładowego.

W dniu 8 listopada 2017 roku Grupa otrzymała zgodę Chorwackiej Agencji ds. Nadzoru Usług Finansowych na ogłoszenie wezwania na 5.849.365 akcji Luka Rijeka d.d., co stanowiło 43,39% jej kapitału zakładowego, po cenie 50,00 HRK za jedną akcję. W ramach ogłoszonego wezwania złożono zapisy na sprzedaż 364.115 akcji Luka Rijeka d.d., co stanowiło 2,70% kapitału zakładowego spółki. Rozliczenie transakcji nastąpiło 15 grudnia 2017 roku. Łączna wartość transakcji wyniosła 18,2 mln HRK (tj. 10,7 mln PLN) i została sfinansowana środkami pochodzącymi z umowy kredytu zawartej z BGK.

W dniu 27 grudnia 2017 roku Emitent zawarł z Funduszem Ekspansji Zagranicznej zarządzanym przez PFR umowę sprzedaży akcji 1.179.355 akcji Luka Rijeka d.d. stanowiących 8,75% kapitału zakładowego tej spółki za cenę 50 HRK za jedną akcję, tj. łącznie 59,0 mln HRK (ok. 32,8 mln zł wg kursu PLN/HRK na dzień 27 grudnia 2017 roku). W wyniku realizacji transakcji OTS posiada bezpośrednio 26,51% akcji Luka Rijeka, a łącznie z Allianz ZB i ERSTE 50,56% kapitału zakładowego.

Opcje call/put

Umowa wspólników z Allianz i ERSTE zawiera zapis dotyczący opcji put, w ramach której po roku i 90 dniach obowiązywania umowy przez okres kolejnych 4 lat OTS na żądanie AZ i/lub ERSTE zobowiązany jest do nabycia akcji posiadanych przez fundusze emerytalne we wskazanej przez nie ilości i po cenie ustalonej w umowie (nieupublicznionej).

Dodatkowo umowa o współpracy z PFR przewiduje ograniczenie w zbywaniu oraz obciążaniu akcji przez strony umowy w okresie 7 lat i opcje put i call, których realizacja może nastąpić po upływie 7 lat od nabycia akcji i przez okres 50 lat od zawarcia Umowy o współpracy. OTS jest jednocześnie nabywcą opcji kupna call oraz wystawcą opcji sprzedaży put, a zatem ma zarówno prawo do zakupu akcji od jak i zobowiązanie do zakupu akcji.

Wyceny opcji do wartości godziwej wynoszą kolejno 116,5 mln dla opcji put z Allianz i ERSTE (14% udziałów), 57,9 mln zł dla opcji put z PFR (8,75% udziałów) oraz 2,9 mln zł dla opcji call.

Wyniki Luka Rijeka

Wyniki spółki Luka Rijeka są konsolidowane od 30 września 2017 r. Przychody spółki Luka Rijeka wyniosły ok. 96 mln zł za 2017 rok oraz 20 mln zł za 1Q2018 r oraz wynik EBITDA kolejno 0,3 mln zł 0,1 mln zł, co pokazuje, że Luka Rijeka działa na bardzo niskiej marży (marża EBIT jest wręcz ujemna). Powodem niskiej rentowności Luki Rijeki są wysokie koszty zatrudnienia, które na koniec 2017 r. wynosiło prawie 1/3 zatrudnienia w całej Grupie przy udziale przychodów jedynie około 10%, co jest spowodowane brakiem m.in. outsourcingu operacji na szerszą skalę tak jak w polskich portach. W zasadzie od momentu ogłoszenia zamiaru prywatyzacji portu w 2014 przez rząd chorwacki do objęcia kontroli operacyjnej przez OTS w 3Q17 oczekiwanie na wyłonienie nowego właściciela przełożyło się na przeciętne wyniki finansowe, a dodatkowo w 2016 r. nastąpił gwałtowny spadek wolumenu przeładunków spowodowany załamaniem rynku stali co skutkowało spadkiem przeładunku rud.

OTS widzi potencjał do obniżenia kosztów operacyjnych Luki Rijeki o 10 mln HRK (ok. 5,8 mln zł przy obecnym kursie) w 2018 r. i wytworzenie synergii z C. Hartwig Adria – spółką spedycyjną Grupy działającą w rejonie Morza Śródziemnego, co zwiększyłoby EBITDA Luki Rijeka do ok 6 mln zł rocznie. Wyzwaniem przy obniżaniu kosztów będą silne związki zawodowe w chorwackim porcie.

Tabela: Wybrane pozycje finansowe Luka Rijeka

(mln zł)	2016	1q17	2017	1q18	12M*
Przychody operacyjne	98,4	24,1	95,6	20,3	91,8
w tym przychody ze sprzedaży usług	84,7	22,3	88,9	18,7	85,2
Koszty operacyjne	99,8	23,4	101,5	21,7	99,8
EBIT	-1,4	0,7	-5,9	-1,4	-8,0
EBITDA	6,5	2,3	0,3	0,1	-1,9
Całkowity przychód	105,2	25,8	106,0	23,0	103,2
Całkowite koszty	101,4	23,6	106,6	22,4	105,4
Zysk brutto	3,8	2,2	-0,7	0,7	-2,1
Zysk netto	3,5	2,2	-0,7	0,7	-2,2
Marża EBIT	-0,82%	1,75%	-3,52%	-3,86%	-4,96%
Marża EBITDA	3,85%	5,56%	0,18%	0,30%	-1,19%
Marża netto	2,11%	5,19%	-0,44%	1,91%	-1,38%
Suma bilansowa	477,7	467,9	457,2	456,5	
Aktywa trwałe	343,8	343,6	398,8	401,2	
Kapitały własne	404,0	399,2	389,4	393,5	

*12 miesięcy od 2q17 do 1q18

Źródło: Dane Grupy

Port Luka Rijeka w 2017 r. obsłużył 2,55 mln ton towarów co oznacza wzrost o 17% z 2,2 mln ton w 2016 r. (2,9 mln ton w 2015 r. – załamanie spowodowane opisanym powyżej załamaniem rynku stali). Możliwość portu to 4,0 mln ton rocznie (2,5 mln ton towarów masowych i 1,5 mln ton drobnicowych) co odpowiada potencjałowi portu w Gdyni. Warto zaznaczyć położenie portu na ważnym szlaku transportowym Bałtyk-Adriatyk, a rozwój infrastruktury na tym szlaku jest aktywnie wspierany przez UE i rząd Chorwacji. Jednak port w Rijece rozwijał się na przestrzeni ostatnich lat dużo wolniej niż największy rywal – port w Koprze, który w 2017 r. dokonał przeładunków aż 23 mln ton towarów, a marża EBITDA wyniosła 31% przy 211 mln EUR przychodów.

Luka Rijeka posiada również 49% udziałów w spółce stowarzyszonej Jadranska Vrata obsługującej terminal kontenerowy o zdolnościach przeładunkowych 600 tys. TEU (*twenty-foot equivalent unit*).

Otoczenie makroekonomiczne i regulacyjne

Grupa jest w dużym stopniu uzależniona od ogólnej koniunktury gospodarczej, a głównie od rynku węgla, stali i zbóż. Ostatnie dwa lata to okres bardzo dobrej koniunktury na polskim rynku węgla spowodowany wysokimi cenami tego surowca, ale niewykluczone jest, że jeśli ceny spadną do poziomu z 2015 r. to producenci węgla znów znajdą się w poważnych kłopotach finansowych co odbije się na przychodach OTS. Dodatkowo od czerwca funkcjonują nałożone przez USA cła na stal co może zahamować międzynarodową wymianę tego surowca. OTS prowadzi zdywersyfikowaną działalność i nie ogranicza się do przewozu surowców, ale widmo wojny handlowej może spowodować globalne ograniczenie wymiany towarów i uderzy nie tylko w OTS, ale całą branżę transportową.

Dodatkowo OTS w pewnym stopniu jest uzależniona od inwestycji infrastrukturalnych – trwające inwestycje w infrastrukturę kolejową powodują utrudnienia w transporcie, ale na dłuższą metę rozbudowa sieci autostrad, torów, czy dróg wodnych będzie miała pozytywny wpływ na działalność Grupy.

Rosnące ceny ropy oraz wzrost kosztów pracy mogą negatywnie wpłynąć na rentowność grupy. Dodatkowo Parlament Europejski proceduje dyrektywę o pracownikach delegowanych, która może znacząco zwiększyć koszty wynagrodzeń, głównie w transporcie drogowym. Póki co trudno oszacować ewentualny wpływ dyrektywy na wyniki Grupy.

Rachunek Zysków i Strat

(mln zł)	2016	1q17	2017	1q18	12M*
Przychody ze sprzedaży	712,1	219,5	867,0	226,7	874,1
Koszt własny sprzedaży	-625,4	-191,0	-793,7	-198,3	-801,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	86,7	28,6	73,3	28,4	73,1
Koszty sprzedaży	-12,3	-4,3	-19,1	-7,6	-22,5
Koszty ogólnego zarządu	-67,2	-17,5	-73,5	-20,0	-76,0
Pozostałe przychody operacyjne	30,4	3,7	55,7	3,0	55,0
Pozostałe koszty operacyjne	-3,1	-1,2	-7,5	-0,6	-6,9
Zysk (strata) na działalności operacyjnej (EBIT)	34,5	9,3	28,9	3,2	22,8
Przychody finansowe	0,6	0,1	5,5	0,1	5,5
Koszty finansowe	-16,8	-4,8	-27,4	-9,9	-32,4
Udział w wyniku finansowym jednostek stowarzyszonych	-0,3	0,1	1,7	2,2	3,9
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	18,0	4,6	8,7	-4,3	-0,3
Podatek dochodowy	-9,5	-1,2	33,9	0,3	35,4
Zysk (strata) netto z działalności kontynuowanej	8,5	3,4	42,6	-4,1	35,2
<i>EBITDA raportowana</i>	<i>72,3</i>	<i>18,9</i>	<i>93,6</i>	<i>18,2</i>	<i>92,8</i>
<i>EBITDA skorygowana o pozostałe przychody i koszty operacyjne</i>	<i>45,0</i>	<i>16,4</i>	<i>45,3</i>	<i>15,8</i>	<i>44,7</i>
Marże					
<i>Brutto ze sprzedaży</i>	<i>12,2%</i>	<i>13,0%</i>	<i>8,5%</i>	<i>12,5%</i>	<i>8,4%</i>
<i>EBIT</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,2%</i>	<i>3,3%</i>	<i>1,4%</i>	<i>2,6%</i>
<i>EBITDA raportowana</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,6%</i>	<i>10,8%</i>	<i>8,0%</i>	<i>10,6%</i>
<i>EBITDA skorygowana**</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,5%</i>	<i>5,2%</i>	<i>7,0%</i>	<i>5,1%</i>
<i>Netto</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,5%</i>	<i>4,9%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>4,0%</i>

*12 miesięcy od 2q17 do 1q18

**Skorygowana o pozostałe przychody i koszty operacyjne

Źródło: Dane Grupy, szacunki DM Michael/Ström

Grupa przez ostatnie 12 miesięcy zanotowała znaczący wzrost sprzedaży w porównaniu do 2016 r. na co wpływ miały w pewnym stopniu organiczny wzrost sektora spedycji spowodowany poprawą sytuacji na rynku, ale głównie przejęcie Luka Rijeka i widoczny wpływ konsolidacji Sealand Logistics (spedycja morska), STK i Kolei Bałtyckich (obie spółki – przewozy kolejowe) przejętych w połowie 2016 r. i w pełni widoczny w 2017 r. Szacowany przez nas wpływ konsolidacji Luka Rijeka to wzrost przychodów o około 23 mln zł r/r w 2017 r.

Pomimo wzrostu raportowanej EBITDA z 72,3 mln zł w 2016 r. do blisko 93 mln zł za ostatnie 12 miesięcy, skorygowana EBITDA (pomniejszona o pozostałe przychody/koszty operacyjne) utrzymuje się na niezmiennym poziomie ok. 45 mln zł rocznie, co przy rosnących przychodach implikuje spadającą marżę – Grupa nie przekłada wzrostu wynikającego z przejęć na zwiększone generowanie gotówki, ponieważ koszty operacyjne związane z przejęciami niwelują zyski. Jeśli Grupa zrealizowałaby swoje plany odnośnie redukcji kosztów w Luka Rijeka, można się spodziewać z tego tytułu wzrostu EBITDA o 5-6 mln zł w ciągu roku.

W 2017 r. pozostałe przychody operacyjne wzrosły do poziomu 55,7 mln zł co jest spowodowane rozpoznaniem pozycji niepieniężnych: zysku z okazynego przejęcia Luka Rijeka w wysokości 19,4 mln zł, oraz reklasyfikowania 11,6 mln zł przychodów z innych dochodów całkowitych (zyski z przeszacowania wartości akcji Luka Rijeka – zanim Grupa sprawowała kontrolę nad spółką zyski i straty z przeszacowania wartości godziwej tych udziałów ujmowane były w innych

dochodach całkowitych – w momencie przejęcia kontroli skumulowane zyski zostały reklasyfikowane do rachunku wyników).

Przez ostatnie 12 miesięcy koszty finansowe wyniosły 32,3 mln zł z czego koszty obsługi zadłużenia wyniosły 28,4 mln zł.

Bilans

(mln zł)	2016	2017	1q18
Aktywa trwale	643,9	1 065,6	1 069,7
Rzeczowe aktywa trwale	319,6	645,3	653,4
Nieruchomości inwestycyjne	175,1	170,6	170,7
Wartość firmy	60,7	60,7	60,7
Pozostałe wartości niematerialne	75,3	112,4	111,5
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	1,5	57,5	53,8
Udziały i akcje	1,9	1,9	1,9
Pozostałe aktywa finansowe	0,9	3,4	3,4
Należności handlowe i pozostałe	0,9	4,1	4,9
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	8,1	9,7	9,5
Aktywa obrotowe	288,2	299,8	261,3
Zapasy	3,9	4,6	5,1
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	142,4	174,2	190,9
Pozostałe aktywa finansowe	87,8	47,4	39,9
Bieżące aktywa podatkowe	1,1	1,3	1,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	48,5	63,4	24,1
Aktywa zaklasyfikowane jako dostępne do sprzedaży	4,5	8,9	0,0
SUMA AKTYWÓW	932,1	1 365,4	1 331,0
Kapitał własny	303,5	462,5	461,4
Kapitały przypadające akcjonariuszom jednostki dominującej	280,1	130,7	131,8
Kapitały przypadające udziałom niekontrolującym	23,4	331,8	329,6
Zobowiązania długoterminowe	272,6	367,3	329,6
Długoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	6,1	53,2	17,6
Dłużne papiery wartościowe	108,7	25,0	25,0
Pozostałe zobowiązania finansowe	69,8	54,3	49,6
Rezerwa na świadczenia pracownicze	7,3	8,5	8,5
Rezerwa na podatek odroczonego	63,4	30,7	29,9
Rezerwy długoterminowe	0,1	3,6	3,6
Zobowiązania z tytułu nabycia udziałów	14,0	7,0	7,0
Zobowiązania do odkupu akcji od udziałowców niekontrolujących	0,0	172,0	174,4
Pozostałe zobowiązania	3,2	13,1	14,0
Zobowiązania krótkoterminowe	356,0	535,6	540,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	148,5	173,8	178,3
Krótkoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	102,8	181,9	182,0
Dłużne papiery wartościowe	49,9	131,0	132,6
Pozostałe zobowiązania finansowe	20,4	20,5	20,5
Bieżące zobowiązania podatkowe	0,5	1,9	1,2
Rezerwy krótkoterminowe	6,7	3,7	4,1
Rezerwa na świadczenia pracownicze	7,5	7,4	8,1
Zobowiązania z tytułu nabycia udziałów	8,3	15,3	13,1
Pozostałe zobowiązania	11,4	0,1	0,1
Zobowiązania razem	628,6	902,9	869,6

Źródło: Dane Grupy

Rzeczowe aktywa trwałe Grupy wzrosły ponad dwukrotnie w porównaniu do 2016 r. co jest spowodowane przejęciem i objęciem konsolidacją Luki Rijeki (wpływ rozszerzenia Grupy Kapitałowej na wielkość rzeczowych aktywów trwałych to 314 mln zł). Dodatkowo Grupa ponosi nakłady inwestycyjne na przeglądy klasowe, remonty roczne, które są kapitalizowane i poziom takich nakładów jest stały w przedziale 15-20 mln zł rocznie.

Grupa posiada szereg nieruchomości inwestycyjnych, których wartość bilansowa wynosi 171 mln zł. W 2017 r. Grupa reklasyfikowała nieruchomość w Opolu o wartości 8,8 mln zł do aktywów przeznaczonych do sprzedaży i dokonała jej sprzedaży w marcu 2018 r., bez wpływu na wynik. Również pozostałe nieruchomości inwestycyjne mają być sprzedane, a OTS szuka potencjalnych nabywców. W poprzednich latach Grupa dokonywała aktualizacji wartości godziwej sześciu nieruchomości inwestycyjnych (dwie we Wrocławiu, dwie w Trójmieście, jedna w Szczecinie i jedna w Pęklewie) o łącznej obecnej wartości księgowej 167 mln zł co skutkowało kolejno rozpoznaniem: 18,7 mln pozostałych przychodów operacyjnych w 2016 r., 14,6 mln w 2015 r., 13,2 mln w 2014 r., 20,3 mln zł w 2013. W tym okresie nie były prowadzone żadne inwestycje związane z tymi nieruchomościami.

Wartość firmy 60,7 mln zł stanowią nadwyżka ceny zakupu nad wartością godziwą aktywów netto przejętych spółek – największe wartości dotyczą: 21,9 mln zł – Sealand Logistics, 16,1 mln zł – STK S.A i Koleje Bałtyckie, 12 mln zł – OT Port Gdynia.

Wzrost pozostałych wartości niematerialnych i prawnych o 37 mln zł w porównaniu do 2016 r. spowodowany jest dokonanymi przejęciami – Grupa przejęła prawo do korzystania z infrastruktury portowej (28,3 mln zł) wraz z Luką Rijeką i bazą klientów o wartości 12,5 mln zł, a także znaki towarowe o wartości 5,4 mln zł. Przejęcia spowodowały również wzrost amortyzacji WNiP.

Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych wzrosły w 2017 r. z 1,5 do 57,5 mln zł co w całości jest związane z przejęciem wraz z Luką Rijeką 49% udziałów spółki stowarzyszonej Jadranska Vrata.

Należności handlowe Grupy wzrosły ze 142,4 mln zł w 2016 r. do 174,4 mln zł na koniec 4q17 i do 190,9 mln zł na koniec 1q18 co koresponduje w pewnym stopniu ze wzrostem przychodów, ale wskaźnik rotacji należności mierzony w dniach wyniósł w tych okresach kolejno 73, 73 i 79 dni.

Pozostałe aktywa finansowe stanowią depozyty Luki Rijeki na 39 mln zł (środki celowe pozyskane z emisji akcji przeznaczone na budowę terminalu – środki o ograniczonej możliwości dysponowania) oraz certyfikaty inwestycyjne na 7,6 mln zł (również o ograniczonej możliwości dysponowania).

W zobowiązaniach długoterminowych Grupa prezentuje 174,4 mln zł zobowiązań z tytułu opcji wykupu udziałów Luka Rijeka oraz 17,5 mln zł zobowiązań z tytułu płatności za udziały Sealand Logistics (opisanych wcześniej). Zobowiązania handlowe wzrosły analogicznie do należności i wzrostu skali działalności Grupy.

Zadłużenie

W 2017 r. Grupa znacząco zwiększyła zadłużenie brutto o 108 mln zł w porównaniu do 2016 r. Z kolei w 1q18 nastąpiła redukcja zobowiązań finansowych przy równoległym zmniejszeniu środków pieniężnych, co spowodowało spadek długu brutto i niezmienny dług netto na poziomie ok. 403 mln zł. Wzrost zadłużenia spowodowany jest ekspansją Grupy poprzez przejęcia.

OTS na koniec 1q18 posiadał 4 serie obligacji, z których trzy były notowane na rynku Catalyst na dzień sporządzenia raportu. Nienotowana na Catalyst seria G wyemitowana w grudniu 2017 r. o wartości nominalnej 21,5 mln zł została w całości objęta przez Open Finance. Grupa wykorzystwała środki z emisji serii G na budowę elewatora zbożowego w porcie w Świnoujściu. Termin wykupu tych obligacji to wrzesień 2018 r. Dodatkowo w sierpniu 2018 r. zapadają notowane obligacje warte 10 mln zł, a w listopadzie obligacje warte 100 mln zł. Grupa planuje rolować zadłużenie i w tym celu podpisała umowę programu emisji obligacji do 200 mln z Pekao S.A. i mBankiem. Emisje będą miały zapadalności od 1 roku do 7 lat, przy czym pierwsza emisja w ramach programu miała odbyć się jeszcze w czerwcu 2018 r. z zapadalnością

4,5 roku. Obligacje zostaną wyemitowane jako niezabezpieczone, a w późniejszym terminie obligatariusze będą mieli prawo do przystąpienia do umowy intercreditor, na bazie której ustanowiony zostanie wspólny pakiet zabezpieczeń na rzecz obligatariuszy i kredytodawców.

Tabela: Wyemitowane obligacje

	Seria D	Seria E	Seria F	Seria G*
Wartość nominalna	1 000 zł	1 000 zł	1 000 zł	1000
Wartość nominalna emisji	100 mln zł	10 mln zł	25,445 mln zł	21,500 mln zł
Data spłaty	20.11.2018	18.08.2018	23.02.2022	28.09.2018
Oprocentowanie	3,9%+WIBOR6M	5,40% (stałe)	5%+WIBOR6M	b.d
Cena czysta	849,00	961,00	980,00	n/a
Narosłe odsetki	7,16	7,1	24,81	b/d
Cena brudna	856,16	968,10	1 004,81	n/a
YTM	53,27%	39,27%	7,44%	b.d
Zabezpieczenie	brak	brak	brak	brak
Prawo OTS do wcześniejszego wykupu	tak	tak	tak	tak

*seria nienotowana na Catalyst

Źródło: Dane Grupy, obliczenia własne Michael/Ström DM, GPW Catalyst

Dodatkowo Grupie w 2018 r. zapada 172 mln zł kredytów bankowych (wartość bilansowa) z czego dużą część stanowią limity w rachunku bieżącym i kredyty odnawialne, które prawdopodobnie będą rolowane i częściowo refinansowane emisją obligacji. W komunikacie z 29.06.2018 r. Grupa poinformowała o prolongowaniu o 1 miesiąc kredytu inwestycyjnego na kwotę 50 mln zł zapadającego 29.06.2018 r. oraz o 6 miesięcy limitu wierzytelności do kwoty 45,9 mln zł zapadającego 30.06.2018 r.

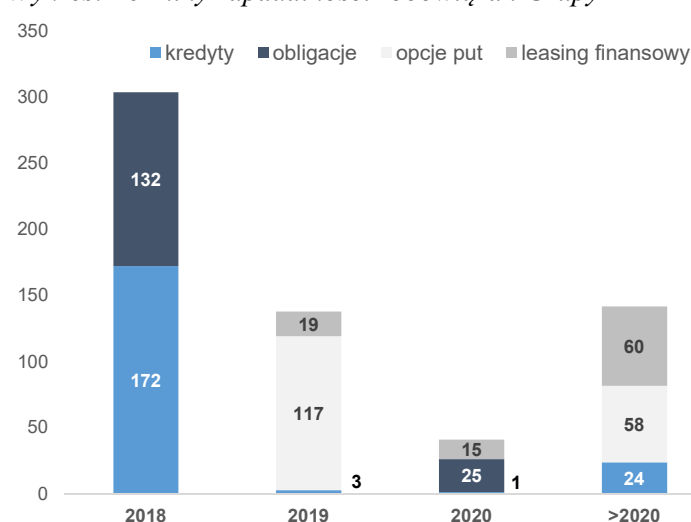
Zgodnie ze sprawozdaniem z przepływów pieniężnych w 1q18 Grupa spłaciła 47,7 mln zł kredytów i zaciągnęła 12 mln zł co widać w spadku zadłużenia finansowego o blisko 36 mln zł i dlatego też znacząco spadł poziom środków pieniężnych na rachunkach Grupy (o 39 mln zł). Dodatkowo OTS posiada zobowiązania z tyt. leasingu finansowego, których wartość nominalna na koniec 1q18 wyniosła 93,3 mln zł, a ponadto zgodnie z umową współników chorwackie fundusze mogą już w 2019 r. skorzystać z opcji put dotyczącej wykupu przez OTS udziałów w Luce Rijece (wycenianej na 116,5 mln zł).

Tabela: Wybrane wskaźniki zadłużenia Grupy OTS

	2016	2017	1Q18
Dług brutto (mln zł)	357,6	465,9	427,3
kredyty	108,9	235,1	199,6
obligacje	158,6	156,0	157,6
leasing finansowy	90,2	74,8	70,1
Środki pieniężne	48,5	63,4	24,1
Dług netto (mln zł)	309,2	402,5	403,3
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,67	0,66	0,65
Dług netto / EBITDA raportowana	4,3	4,3	4,3
Dług netto / EBITDA skorygowana	6,9	8,9	9,0
EBITDA raportowana / odsetki	5,0	3,6	3,3
EBITDA skorygowana / odsetki	3,1	1,8	1,6
Dług netto / Kapitały własne	1,0	0,9	0,9
Środki pieniężne / Zobowiązania krótkoterminowe	0,1	0,1	0,0
Aktywa obrotowe / Zobowiązania krótkoterminowe	0,8	0,6	0,5

Źródło: Dane Grupy, szacunki DM Michael/Ström

Wykres: Terminy zapadalności zobowiązań Grupy



Kowenanty

Dla dwóch serii obligacji: OTS1118 i OTS0220 są ustanowione kowenanty, które w przypadku OTS1118 są liczone na skonsolidowanych i audytowanych danych rocznych, a w przypadku OTS0220 na raportach skonsolidowanych półrocznych i rocznych. W przypadku niespełnienia kowenantów obligatariusze mają prawo żądać przedwczesnego wykupu obligacji. Przy obliczaniu kowenantu dług netto/EBITDA Grupa nie uwzględnia leasingu finansowego. Od 30 czerwca 2018 r. skonsolidowana wartość EBITDA pro-forma zostanie skorygowana o wynik na sprzedaży lub na przeszacowaniu wartości nieruchomości, rzeczowych aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych.

Tabela: Kowenanty

Seria	Kowenant	Wartość kowenantu	Raportowany*
OTS1118	wskaźnik ogólnego zadłużenia	<0,75x	0,66x
	wskaźnik rentowności EBITDA	>5%	11%
	wskaźnik dług netto/EBITDA	<4,0x	3,50x
OTS0220	wskaźnik ogólnego zadłużenia	<0,75x	0,66x
	wskaźnik rentowności EBITDA	>5%	11%
	wskaźnik dług netto/EBITDA pro-forma**	<4,0x	3,50x
	wskaźnik dług netto/EBITDA pro-forma skorygowana**	<4,0x	3,96x

*Wg stanu na 31.12.2017 r.

**Jak wspomniano powyżej od 30.06.2018 r. EBITDA pro-forma zostanie skorygowana o wynik na sprzedaży lub na przeszacowaniu wartości nieruchomości, rzeczowych aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych. W tabeli pokazano wartości wskaźnika w obu wariantach na danych wg stanu na 31.12.2017 r.

Przepływy pieniężne

Tabela: Sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2016	1q17	2017	1q18	12M*
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej					
Zysk/(strata) brutto	18,0	4,6	8,7	-4,3	-0,3
Amortyzacja aktywów trwałych	37,8	9,6	64,7	15,0	70,0
Zysk/strata z tytułu różnic kursowych	0,6	-0,6	-2,2	-0,1	-1,7
Odsetki i dywidendy netto	13,4	3,6	24,4	6,3	27,2
(Zysk)/strata na działalności inwestycyjnej	-24,1	-0,7	-48,0	1,7	-45,6
(Zwiększenie)/ zmniejszenie stanu należności	41,8	-35,7	-15,0	-14,2	6,5
(Zwiększenie)/ zmniejszenie stanu zapasów oraz aktywów przeznaczonych do sprzedaży	-0,3	-0,7	4,2	-0,6	4,4
Zwiększenie/ (zmniejszenie) stanu zobowiązań	-24,8	24,1	-16,7	9,4	-31,4
Zmiana stanu rezerw	-1,8	0,9	-2,2	-0,6	-3,7
Podatek dochodowy zapłacony	-3,1	-1,3	-2,6	-0,9	-2,1
Pozostałe	0,3	-0,1	1,0	-1,6	-0,4
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej	57,7	3,7	16,5	10,1	22,9
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej					
Sprzedaż rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	1,1	0,5	4,4	9,4	13,2
Splata udzielonych pożyczek	1,1	0,2	0,8	0,1	0,8
Sprzedaż/nabycie aktywów finansowych	-3,0	0,0	-1,0	0,0	-1,0
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	-37,5	-13,1	-79,2	-19,1	-85,2
Nabycie udziałów w spółkach zależnych	-16,0	0,0	-54,7	0,0	-54,8
Splata zobowiązania z tytułu nabycia udziałów	0,0	0,0	0,0	-3,5	-3,5
Udzielenie pożyczek	-5,0	0,0	-0,2	-1,1	-1,3
Wpływy z depozytów bankowych	0,0	0,0	27,6	8,2	35,8
Pozostałe	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-59,2	-12,5	-102,3	-6,0	-95,8

Przepływy pieniężne z działalności finansowej

Zmiana udziałów w jednostce zależnej nie wpływająca na utratę kontroli	0,0	0,0	32,7	-0,4	32,3
Wpływy z tytułu zaciągnięcia pożyczek/kredytów	65,6	56,0	151,4	13,0	108,3
Splata zobowiązań z tytułu leasingu finansowego	-12,1	-3,8	-18,6	-4,0	-18,8
Splata pożyczek/kredytów	-8,1	-20,3	-37,1	-47,7	-64,5
Dywidendy wypłacone	-10,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki zapłacone	-12,5	-3,1	-24,3	-4,7	-25,9
Wpływ z tytułu emisji obligacji	0,0	25,0	44,7	0,0	19,7
Wykup obligacji	0,0	-47,2	-47,2	0,0	0,0
Pozostałe	-4,0	0,1	0,0	0,2	0,1
Środki pieniężne netto wykorzystane w działalności finansowej	18,8	6,8	101,7	-43,6	51,3
Przepływy pieniężne netto razem	17,3	-2,0	15,8	-39,4	-21,6

*12 miesięcy od 2q17 do 1q18

Źródło: Dane Grupy

OTS w okresie 12 miesięcy zakończonych 31 marca 2018 r. wygenerował 22,9 mln zł środków pieniężnych z działalności operacyjnej, a dodając do tego podatek zapłacony i różnice kursowe 26,7 mln zł. W tym czasie koszty z tytułu odsetek wyniosły 25,9 mln zł. W 2017 r. OTS nie wypłacił dywidendy. Grupa jest w stanie generować środki pieniężne, które wystarczałyby na obsługę kosztów finansowych jednak poniosła istotne odpływy na działalności inwestycyjnej związane z przejściem 13,45% udziałów Luka Rijeka (z których potem 8,75% odsprzedano do PFR), opłaceniem raty nabycia Sealand Logistics (3,5 mln zł), oraz znajdującymi się w tej kategorii kosztami remontów i przeglądów klasowych, które są kapitalizowane (ok. 20 mln zł).

Analiza luki finansowania

Rolowanie 100 mln zł obligacji zapadających w listopadzie 2018 r. jest kluczowe dla dalszego funkcjonowania Grupy, która ma bardzo wyraźną lukę finansowania w 2018 r. (tj. różnicę pomiędzy sumą kosztów do poniesienia i zapadających w tym roku zobowiązań, a posiadanymi i możliwymi do wygenerowania środkami pieniężnymi), którą szacujemy na ok. 115 mln zł (biorąc pod uwagę jedynie zapadalność obligacji i przy założeniu prolongowania kredytów przez banki). W przypadku problemów z przeprowadzaniem nowej emisji, w najczarniejszym scenariuszu banki nie prolongują kredytów, a nawet mogą wygasić wciąż funkcjonujące limity, jeśli dojdzie do złamania kowenantów.

Grupa na koniec 1q18 r. posiadała 24,5 mln zł środków pieniężnych na rachunkach (wskazujemy na brak możliwości skorzystania z depozytów Luki Rijeki, które są środkami celowymi przeznaczonymi na realizację inwestycji). Szacowana przez nas możliwa do wypracowania EBITDA do listopada 2018 r. to ok. 33 mln zł. Ciężko przewidzieć jaka jest możliwość dysponowania środkami pieniężnymi generowanymi przez Luka Rijeka, gdzie mandat do sprawowania kontroli jest ograniczony umowami z PFR i chorwackimi funduszami – w konserwatywnym scenariuszu, jeżeli Grupa nie będzie mogła tych środków przeznaczyć na spłatę zobowiązań obligacji, EBITDA wyniesie wg naszych szacunków ok. 30 mln zł. Dodatkowo OTS wciąż musi zapłacić 17,5 mln zł z tytułu rozliczenia zakupu Sealand Logistics, a nie opłacono jeszcze raty za 2017 r, a jedynie 3,5 mln zł w 1q18 – jeśli OTS miałby zapłacić zaległą ratę za 2017 r. i pozostałą część za 2018 r. musiałyby przeznaczyć na to 10,5 mln zł (kwota uwzględniona w naszej analizie luki). Spadek zadłużenia zaobserwowany w 1q18 obniżył koszty finansowe Grupy, które wg naszych szacunków w okresie do listopada 2018 r. wyniosą ok. 17 mln zł. Dodatkowo szacujemy, że w tym okresie Grupa przeznaczy ok. 13 mln zł na nakłady inwestycyjne związane z remontami i przeglądami klasowymi. Jeśli Grupie udałoby się opóźnić te wydatki, luka spadłaby do 102 mln zł.

Wg naszej analizy Grupa powinna dążyć do dostosowania harmonogramu zapadalności długu do możliwości generowania przepływów pieniężnych biorąc również pod uwagę zbliżające się terminy możliwości wykorzystania opcji put przez chorwackie fundusze (i w dalszej perspektywie przez PFR), co mogłoby spowodować koszt w wysokości 116,5 mln zł już w 2019 r. Wydaje się mało prawdopodobne, aby Grupa była w stanie wypracować do tego czasu środki pieniężne wystarczające na dokonanie wykupu akcji, więc potrzebne byłoby przedłużenie umowy współników lub znalezienie innego

inwestora, bo Grupa może mieć problemy ze zwiększeniem zadłużenia w tym celu. Z drugiej strony mało prawdopodobne wydaje się, aby chorwackie fundusze już w 2019 r. zrealizowały opcję put, zwłaszcza że dopiero przyznały OTS mandat do sprawowania kontroli operacyjnej nad portem Luka Rijeka co pokazuje ich motywację, aby OTS dokonał zmian organizacyjnych w celu podniesienia rentowności portu.

W naszej opinii Grupa powinna skupić się na organicznym wzroście i poprawie marż poprzez wewnętrzną reorganizację i uzyskiwanie efektów synergii z akwizycji dokonanych w latach 2016-2017. Przykładem jest segment kolejowy, którego wyniki wyraźnie się poprawiły po przejściu STK i Kolei Bałtyckich i ich operacyjnej konsolidacji.

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 04.07.2018

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski S.A.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**”), adres: Al. Jerozolimskie 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 0000712428, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o kapitale zakładowym w wysokości 815 591,49 PLN w całości opłacony, 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 raportu został przekazany do Emitenta.

Raport:

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

Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoby przygotowujące raport nie są zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoby przygotowujące raport i osoby blisko z nimi związane, o których mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 t. j. z późn. zm.), nie pełnią funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmują stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.
- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora dla Emitenta.

- Dom Maklerski nie otrzymuje obecnie wynagrodzenia od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta nie łączą umowy o świadczenie usług 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 powiązany a Emitentem.
- Autorzy raportu ani Dom Maklerski nie posiadają 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.

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 S. A.

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

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