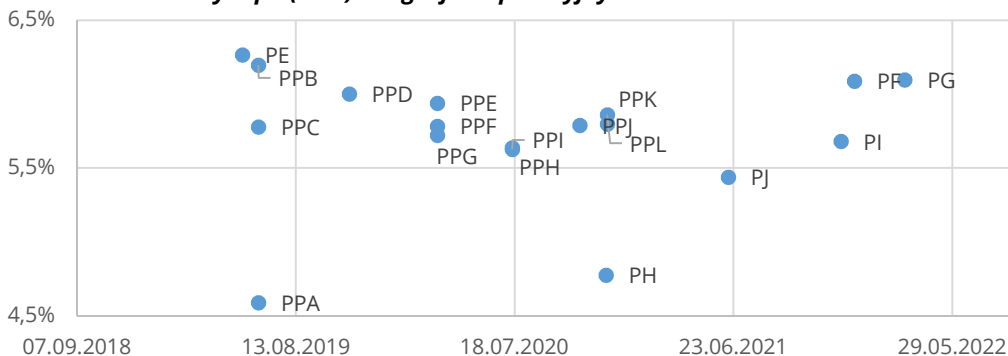


Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Ghelamco Invest Sp. z o.o. (GI) oraz grupy kapitałowej gwaranta obligacji Granbero Holdings Limited (GHL) po wynikach za HY18.

- Model biznesowy GHL zakłada, że nieruchomości komercyjne są początkowo przeznaczane na wynajem, a po osiągnięciu poziomu komercjalizacji zapewniającego maksymalizację zysków ze zbycia takiego projektu, na sprzedaż. Nieruchomości mieszkaniowe GHL są od razu przeznaczane na sprzedaż.
- W 2018 r. Spółka nie przeprowadziła sprzedaży żadnego projektu inwestycyjnego. Sprzedaże 50% udziałów w spółce posiadającej Wieżę/budynek A oraz Budynek C Warsaw Spire przez Ghelamco European Property Fund do podmiotów trzecich nie wygenerowały bezpośrednich przepływów pieniężnych do GHL, ponieważ GHL odsprzedało już w 2017 r. projekt do Ghelamco European Property Fund za 540 mln EUR i transakcja ta została rozliczona w ubiegłym roku.
- Wskaźnik dług netto do kapitałów własnych GHL wzrósł z 0,61x na koniec 2017 r. do 0,63x na koniec 1H18. Po wykupie 210 mln zł obligacji zapadających w 3Q18 współczynnik ten nie uległ zmianie, ponieważ zmniejszyło się zarówno saldo zadłużenia jak i gotówki, więc poziom długu netto pozostał taki sam.
- Zwracamy uwagę, że po wykupie obligacji GI mogło wykazywać znikomy stan gotówki, a możliwe, że musiało lub będzie musiało posiłkować się pożyczkami z Grupy (np. ze środków uzyskanych ze sprzedaży 50% udziałów w spółce posiadającej Wieżę/budynek A czy sprzedaży Budynek C Warsaw Spire przez Ghelamco European Property Fund), o ile nie otrzymało lub nie otrzyma żadnych gotówkowych spłat pożyczek od spółek projektowych.
- 13 czerwca 2018 r. podjęto uchwałę o nowym VII publicznym programie emisji skierowanym do inwestorów profesjonalnych do kwoty 400 mln zł, a 30 lipca 2018 r. została podpisana umowa programowa pomiędzy GI, GHL jako Gwarantem oraz Bankiem Pekao S.A., Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A., Pekao Investment Banking S.A. oraz Trigon Domem Maklerskim S.A.
- 9 sierpnia 2018 r. został zatwierdzony prospekt dla publicznego programu emisji obligacji o wartości 400 mln zł.(VI program emisji obligacji)

Rentowność do wykupu (YTM) obligacji korporacyjnych Ghelamco Invest



Źródło: Obliczenia DM Michael/Ström

PROFIL SPÓŁKI:

Emitent pozyskuje kapitał na potrzeby działalności Grupy Ghelamco, która realizuje projekty nieruchomościowe (przede wszystkim biurowe, ale również i mieszkaniowe).

Outstanding obligacji:

Łącznie notowane 18 serii o wartości nominalnej 813,8 mln zł

2019: 5 serii, 181,7 mln zł
2020: 9 serii, 340 mln zł
2021: 3 serie, 144,3 mln zł
2022: 1 seria, 147,9 mln zł

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

Uchwalenie programu emisji obligacji

9 sierpnia 2018 r. został zatwierdzony przez KNF prospekt dla publicznego programu emisji obligacji o wartości 400 mln zł (VI program emisji), o którym zarząd GI podjął uchwałę jeszcze w grudniu 2017 r.

W dniu 13 czerwca 2018 r. podjęto uchwałę o nowym VII publicznym programie emisji do kwoty 400 mln zł. W dniu 30 lipca 2018 r. została podpisana stosowna umowa programowa pomiędzy GI, GHL jako Gwarantem oraz Bankiem Pekao S.A., Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A., Pekao Investment Banking S.A. oraz Trigon Domem Maklerskim S.A.

Warsaw Spire

Spółka CA Immo kupiła od Ghelamco European Property Fund budynek C wchodzący w skład kompleksu Warsaw Spire. Wartość transakcji opiewa na kwotę prawie 100 mln euro. Należy mieć jednak na uwadze, że Ghelamco European Property Fund – pomimo, że należy do grupy Ghelamco – nie jest bezpośrednio powiązany z GHL i środki z tej transakcji nie wpłyną ani do GHL, ani do GI i transakcja ta ma neutralny wpływ dla obligatariuszy.

Wcześniej w czerwcu 2017 r. GHL dokonało sprzedaży 100% udziałów w Stareti Holdings Limited, która była właścicielem spółek posiadających budynki kompleksu Warsaw Spire (Budynek A -Wieża, Budynek B, Budynek C), do Ghelamco European Property Fund za 540,2 mln EUR, z czego rozpoznano 9 mln EUR zysku. Warunkiem transakcji była spłata kwoty ok. 82mln EUR z tytułu pożyczek udzielonych przez Emitenta. spółkom posiadającym budynki kompleksu Warsaw Spire. W wyniku transakcji kompleks Warsaw Spire zniknął z bilansu GHL. We wrześniu 2017 r. budynek B został sprzedany za ok. 100 mln EUR do CA Immo. W kwietniu 2018 r. Ghelamco European Property Fund sprzedało 50% udziałów w Wieży do spółki Madison International, wartość budynku wieżowego oszacowano na 350 mln EUR (nie ujawniono kwoty transakcji). W październiku 2018 roku budynek C został sprzedany do CA Immo (nie ujawniono kwoty transakcji). Kwoty transakcji opisane powyżej nie uwzględniają zmniejszenia ceny wynikającego ze spłaty kredytów bankowych i innych zobowiązań.

The Warsaw Hub

GI oczekuje finalizacji The Warsaw Hub (ok.113 tys. m²) w 1Q20. Na dzień przygotowania Raportu Kredytowego powierzchnia na jaką podpisane zostały umowy najmu wynosi ok. 34 tys. m² (poziom wynajęcia powierzchni z uwzględnieniem podpisanych opcji rozszerzenia wynosi około 37,9 tys. m²) i to dotyczy to podpisanej już w październiku 2017 r. umowy na prowadzenie hotelu z InterContinental Hotels Group.

Wronia 31

Obecnie trwają prace wykończeniowe projektu (ok. 16,0 tys. m²). Na dzień przygotowania Raportu kredytowego podpisane umowy najmu stanowią ok. 75% powierzchni budynku (z uwzględnieniem podpisanych opcji rozszerzenia do 89%).

Wołoska 24

Na dzień przygotowania Raportu kredytowego projekt (ok. 23,3 tys. m²) jest wynajęty w 94%.

Spinnaker

Trwają obecnie prace nad budową części podziemnej budynku Spinnaker, projektu biurowego o powierzchni ok. 57 tys. m² przy rondzie Daszyńskiego w Warszawie. GHL informuje, że dalsza realizacja projektu może być uwarunkowana pozyskaniem najemców.

Ze względu na fakt, że w drugiej 2020 roku deweloperzy deklarują oddanie w Warszawie stosunkowo dużo GLA (Warsaw Hub, ew. Varso i ew. Spinnaker), grupa może opóźnić realizację Spinnaker dostosowując termin jego realizacji do popytu na rynku.

Nowe Centrum Łodzi

Projekt będzie kompleksem typu mixed-use tworzącym jedną z dzielnic Nowego Centrum Miasta Łodzi. Działka, na której realizowany jest projekt znajduje się obok dworca kolejowego Łódź Fabryczna. Łączna powierzchnia całkowita, uwzględniając powierzchnię biurową, hotel, powierzchnię handlową oraz powierzchnię mieszkaniową wyniesie ok. 82 tys. m². W 3Q18 rozpoczęto pierwsze prace budowlane, ale nie rozpoczęto jeszcze procesu komercjalizacji. W czerwcu 2018 r. została podpisana umowa kredytowa z Santander Bank Polska S.A. na refinansowanie kosztu nabycia nieruchomości na kwotę 8,1 mln EUR.

Big Kraków

Projekt biurowy w Krakowie, którego budowa została zakończona w 3Q18, o powierzchni około 9 tys.m² w całości wynajęty do State Street (umowa najmu na 10 lat).

Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Na koniec 2Q18 aktywa GI wynosiły 1 120 mln zł (+9 mln zł względem YE17.), z czego 910 mln zł (+20 mln zł względem YE17) stanowiły udzielone pożyczki oraz nabyte obligacje, które stanowią należności od spółek zależnych od GHL realizujących projekty inwestycyjne. Projektem stanowiącym największy udział w należnościach GI był The Warsaw Hub (244 mln zł; +11 mln zł względem YE17).

Spółka udziela pożyczek spółkom projektowym, od których naliczane są odsetki widoczne jako przychody finansowe, ale są one na ogół spłacane dopiero przy sprzedaży projektu lub wcześniej w przypadku jego refinansowania. Od 2018 r. GI wycenia należności z tyt. pożyczek i obligacji do wartości godziwej przez rachunek zysków i strat, a niezamortyzowanym kosztem. Zmiana wynika z wejścia w życie MSSF 9. Spółka skorzystała z możliwości nie zmieniania danych porównawczych, ale wpływ zastosowania MSSF 9 na bilans otwarcia wyniósłby 13 mln zł – wzrost ten widoczny jest już we wzroście przychodów finansowych w sprawozdaniu za 1H18 – efekt wyceny do wartości godziwej rozpoznany w przychodach finansowych w 1H18 wynosi 15,7 mln zł.

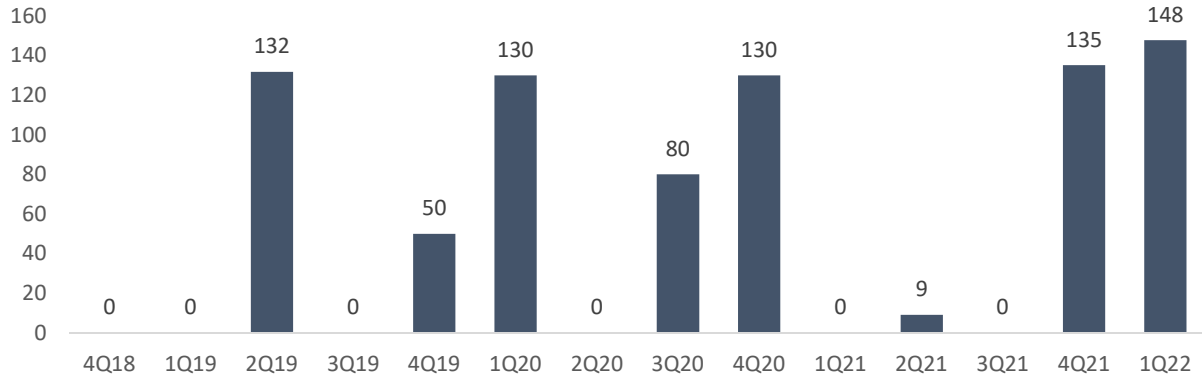
W 2018 roku saldo gotówki zmniejszyło się z 241 mln zł na koniec 4Q17 do 210 mln zł na koniec 1H18. Spadek wynika głównie z wykupu dwóch emisji obligacji serii PA i H o łącznej wartości nominalnej blisko 40 mln zł. Równolegle GI wyemitowało obligacje serii PJ o wartości nominalnej 9,1 mln zł. Dodatkowo w 1H18 Spółka zapłaciła 31 mln zł odsetek od obligacji i otrzymała 32 mln zł odsetek od spółek projektowych.

Dodatkowo w 2H18 Spółka wykupiła obligacje w kwocie ok. 210 mln zł (uwzględniając serię obligacji w walucie EUR, kurs fx 4,3616 na dzień 29.06.2018) i nie przeprowadziła póki co żadnej emisji obligacji, co implikowałoby, że Spółka hipotetycznie mogłaby obecnie posiadać ujemne saldo gotówki w wysokości ok. -10 mln zł, przy szacunkach że Spółka poniosła od końca 2Q18 ok. 7 mln zł kosztów finansowych z tyt. płatności odsetek. Konserwatywnie nie bierzemy pod uwagę przychodów finansowych Spółki, ponieważ w 2H18 nie doszło do sprzedaży żadnego z projektów.

Chwilowa luka płynności mogła zostać pokryta pożyczką od spółki z grupy GHL (i/lub spłatą pożyczek od spółek projektowych, ale z uwagi na fakt, że jak wspomnieliśmy powyżej, nie doszło do sprzedaży żadnego z projektów, więc nie zakładamy przepływów z tego źródła). Zgodnie z informacjami z prospektu emisyjnego większość spółek projektowych nie miała jeszcze uruchomionych w istotnym stopniu kredytów bankowych. Wraz z ich uruchamianiem będą one spożytkowane na finansowanie budowy i możliwe, że w pewnym stopniu na spłatę zobowiązań wobec Emitenta.

W lipcu 2018 r. GI uchwaliło program emisji obligacji do kwoty 400 mln zł, ale jeszcze nie doszło do żadnej emisji obligacji w ramach tego programu.

Wykres: Harmonogram spłat obligacji GI (mln zł)



Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DM Michael/Ström

W 1H18 udzielone pożyczki i objęte obligacje wzrosły o 41 mln zł, co związane jest w głównej mierze ze zmianą metody wyceny (+26 mln zł). Zwiększono saldo pożyczek spółkom realizującym projektu Warsaw Hub (+11 mln zł), Spinnaker (+16 mln zł), Kraków Kapelanka (+9 mln zł), Wilanów Retail (+8 mln zł). Równolegle spłaciły się pożyczki od spółek realizujących projekty Wronia 31 (-17 mln zł) i Stixx (-16 mln zł).

Wzrost salda należności nie był finansowany nowymi emisjami obligacji, a środkami własnymi Spółki.

Dług netto na koniec 1H18 wyniósł 816 mln zł (+5mln zł w 1H18), a udział zobowiązań w sumie bilansowej spadł o 2 pkt. proc. do 93%. Dług netto na koniec 1H17 stanowił 90% należności finansowych GI. Teoretycznie oznacza to tyle, że na dzień bilansowy GI musiałyby odzyskać 90% swoich należności (które służą finansowaniu budynków), aby było w stanie spłacić całość zobowiązań finansowych.

Minione półrocze było kolejnym, które charakteryzowało się niższymi otrzymanymi odsetkami niż sugerowałyby to przychody finansowe, jednak różnica ta jest duża mniejsza niż w latach poprzednich. Przychody finansowe GI nie są w całości gotówkowe, ponieważ obejmują również naliczone i niezapłacone odsetki, a nie tylko odsetki faktycznie otrzymane. W 1H18 r. GI otrzymało faktycznie 32 mln zł spłaty odsetek (w porównaniu do 4 mln zł w 1H17 i 42,6 w całym 2017). Tak jak wspomniano wcześniej, na ogół spłata odsetek i kapitału następuje w momencie sprzedaży projektu i wtedy też następują faktyczne przepływy gotówki.

Tabela: Otrzymane odsetki vs. przychody finansowe GI

tys. zł	2013	2014	2015	2016	2017	1H17	1H18
(+) Otrzymane odsetki	21 164	11 029	15 156	43 567	42 616	4 738	32 039
(-) Przychody finansowe z tyt. odsetek od pożyczek i obligacji	38 410	46 119	51 103	68 278	84 640	36 844	38 243
Różnica	-17 246	-35 090	-35 947	-24 711	-42 024	-32 106	-6 204

Źródło: Dane spółki

Ponadto w przychodach finansowych Spółka rozpoznaje efekt wyceny aktywów finansowych do wartości godziwej, który wyniósł w 1H18 15,7 mln zł. Spółka stosuje zmodyfikowane terminy zapadalności niektórych aktywów (zmienione z kontraktowych na oczekiwane, które są krótsze ergo krótszy jest okres dyskonta przyszłych przepływów pieniężnych, co zwiększa ich wycenę). Spółka argumentuje, że kontraktowe daty wynikają z wymogów związanych z finansowaniem bankowym udzielonym na rzecz spółek projektowych, podporządkowanych spłacie kredytu, i są późniejsze niż przewidywane daty realizacji zysków z projektów i spłaty zobowiązań na rzecz Spółki.

Grupa Kapitałowa Granbero Holdings Limited

Suma bilansowa GHL wzrosła w 1H18 o 28 mln EUR do 1 294 mln EUR. Wzrost aktywów wynikał przede wszystkim z przeszacowań wartości nieruchomości inwestycyjnych. Wartość portfela nieruchomości inwestycyjnych (w budowie) wzrosła z poziomu 436 mln EUR na koniec 2017 r. do 498 mln EUR na koniec czerwca 2018 r. Na wzrost ten złożyły się następujące elementy: nakłady poniesione w bieżącym okresie (41,5 mln EUR), korekty wartości godziwej (31 mln EUR) oraz różnice kursowe (-11 mln EUR). Największy wzrost dotyczy Warsaw Hub, którego wycena do wartości godziwej wzrosła o 38 mln EUR. Równolegle spadła wartość środków na rachunkach o 33 mln EUR.

Poziom zapasów pozostał niezmienny w porównaniu do YE17 na poziomie ok. 70 mln EUR. Na zapasy obejmujące projekty deweloperskie składają się głównie działki utrzymywane w celu budowy obiektów mieszkalnych oraz budynki mieszkalne — zarówno ukończone, jak i znajdujące się w trakcie budowy.

Po stronie zobowiązań nie nastąpiły istotne zmiany względem YE17, co przy spadku salda gotówki o 33 mln zł przełożyło się na wzrost wskaźnika długu netto do kapitałów własnych z 0,61x na koniec 2017 r. do 0,63x na koniec czerwca 2018 r. Dług netto GHL na koniec 1H18 wyniósł 454 mln EUR.

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

Tabela: Dane kluczowych projektów inwestycyjny GHL

Typ	Projekt	GLA/PUM	Pożyczki (mln EUR)*	Udział w pożyczkach GI	Wycena (mln EUR)	Udział we wszystkich projektach GHL	Kategoria****	Komercjalizacja	Ekspozycja kredytowa (mln EUR)
Biuroowy	The Hub	113 000	56,8	28%	139,9	28%	C	30%	20,3
Komercyjne	Chopin + Stixx	1800**	14,7	7%	41,6	8%	B/D	100%	0,0
Apartamenty	Grzybowska 73	bd	14,6	7%	24,4	5%	D/A	n/a	4,2
Biuroowy	Wronia 31	15 931	9,8	5%	60,8	12%	D	75%***	34,8
Biuroowy	Wołoska 24	23 258	11,7	6%	57,5	12%	D	94%	31,7
Komercyjne	Nowe Centrum Łodzi	82 000	8,5	4%	0,0	0%	n/a	0%	8,1
Biurowy/komercyjny	Projekt Warszawa Gdańska	165 000	0,0	0%	0,0	0%	n/a	0%	0,0
Biuroowy	Sobieski Tower	35 000	12,2	6%	32,5	7%	B	0%	1,5
Biuroowy	Synergy Business Park	67 181	9,4	5%	24,6	5%	B	0%	5,9
Biuroowy	Spinnaker Tower	57 225	12,4	6%	62,0	12%	C	0%	0,0
Komercyjne	Wilanów Retail (Plac Vogla)	5 200	9,5	5%	16,1	3%	D/A	87%	2,0
Biuroowy	Postępu Business Park	29 159	5,8	3%	7,1	1%	B	0%	3,3
Grunt	Powisłe	bd	4,9	2%	6,0	1%	A	n/a	0,0
Biuroowy	.big (Kraków)	10 216	6,1	3%	18,7	4%	C	88%	0,0
Biurowy/komercyjny	Plac Grzybowski	42 638	3,2	2%	0,0	0%	n/a	0%	0,0
Biuroowy	Katowice Ściegiennego	25 000	1,5	1%	3,8	1%	A	0%	0,0
Magazyn	Mszczonów Logistics	bd	0,0	0%	2,8	1%	A	0%	0,0
		670 808	205,0	100%	497,8	100%			111,7

*Przy kursie EURPLN = 4,3

** Budowa restauracji Stixx została ukończona, budowa wieży Chopin jest w planach

***Z opcją rozszerzenia do 89%

A. Grunt bez wstępnej akceptacji, utrzymywany ze względu na możliwość wzrostu wartości lub o nieokreślonym przeznaczeniu (wartość godziwa według metody porównawczej);

B. Grunt z wstępną akceptacją, przeznaczony pod działalność deweloperską i inwestycyjną (wartość godziwa według możliwości budowy nadającego się do wynajęcia m²);

C. Grunt z pozwoleniem na budowę + trwająca budowa (wartość godziwa według metody rezydualnej);

D. Gotowe projekty utrzymywane dla celów inwestycyjnych.

Źródło: Dane spółki

Wartość ukończonych projektów utrzymywanych w celach inwestycyjnych (Wronia 31, Wołoska 24) w bilansie GHL na koniec 1H18 wynosiła 118,3 mln EUR, podczas gdy zobowiązania spółek realizujących te projekty wobec GI były równe 21,6 mln EUR (ok. 92,7 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. Póki co, poza projektem .big Kraków nie zakładamy aby doszło do sprzedaży projektów Stixx czy Plac Vogla ponieważ planowane są tam dalsze inwestycje. Ze sprzedaży trzech powyższych projektów (Wronia 31, Wołoska 24, .big Kraków) GNB mogłoby uzyskać 137 mln EUR środków ze sprzedaży (zgodnie z wyceną na 30.06.2018 r.), a po spłacie kredytów bankowych udzielonych spółkom (zgodnie z prospektem emisyjnym ekspozycja kredytowa wynosiła kolejno: Wronia 31 - 34,8 mln EUR, Wołoska 24 - 31,7 mln EUR, big Kraków - 0,0 mln EUR – kredyt nieuruchomiony) mogłoby uwolnić 70,5 mln EUR gotówki z przeznaczeniem na spłatę pożyczek, których łączna wartość przypisana do tych projektów wynosi 27,7 mln EUR.

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 1H18 należności związane z finansowaniem tych spółek wyniosły 648 mln EUR (wzrost o 9 mln w porównaniu z YE17). Z racji tego, że GHL również pożycza środki ze spółek z Grupy Ghelamco (156 mln EUR na koniec 1H18), istotne jest również saldo należności netto, które na koniec 1H18 wyniosło 481 mln EUR, tj. + 17 mln EUR w 1H17.

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

Tabela: Saldo należności netto GHL

mln EUR	2015	2016	2017	1H18
Pożyczki długoterminowe udzielone podmiotom powiązanym	250	388	456	476
Należności z tytułu odsetek od podmiotów powiązanych	49	55	70	59
Należności krótkoterminowe od podmiotów powiązanych	74	117	113	113
Zobowiązania wobec podmiotów powiązanych z tytułu pożyczek długoterminowych	-133	-260	-163	-156
Zobowiązania wobec podmiotów powiązanych z tytułu odsetek	-18	-21	-8	-7
Zobowiązania krótkoterminowe wobec podmiotów powiązanych	-5	-4	-4	-4
Saldo	217	275	464	481

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). Istotne zwiększenie w 2017 roku wynika z dekonsolidacji i zniknięcia projektu Warsaw Spire z bilansu GHL. Podsumowując, można uznać że GHL częściowo finansuje z zysków na sprzedaży swoich projektów spółki z Grupy Ghelamco

Niezależnie od poziomu należności należy zwrócić uwagę, że LTV liczone jako zadłużenie zewnętrzne w postaci kredytów i obligacji obniżonych o saldo środków pieniężnych w stosunku do wartości projektów (nieruchomości inwestycyjne+zapasy) wynosi 51% czyli w przypadku sprzedaży wszystkich projektów GHL byłoby w stanie spłacić wszelkie zobowiązania w stosunku do banków i obligatariuszy GI (nadwyżka dla 1H18 wynosi 178,8mln EUR).

Poza działalnością inwestycyjną i wynikiem z aktualizacji wyceny inwestycji GHL wykazał w 1H18 r. 7,9 mln zł przychodów operacyjnych (spadek z o 48% z 15,2 mln zł za 1H17), z czego 1,7 mln EUR wynikało z dalszej komercjalizacji projektu mieszkaniowego Woronicza Qbik, (który na koniec 1H18 jest skomercjalizowany w 98%, więc nie oczekujemy dalszych istotnych przychodów z tego tytułu), sprzedaży działki przy ul. Marynarskiej 12 w Warszawie (1,1 mln EUR) oraz przychodów z najmu powierzchni biurowej w projektach Wołoska 24, Wronia 31 oraz Plac Vogla. Spadek w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego wynika ze sprzedaży projektu Warsaw Spire, który w 1H17 wygenerował 9,8 mln EUR przychodu.

Notowane obligacje Ghelamco Invest Sp. z o.o.

GI na dzień sporządzenia Raportu kredytowego miało wyemitowane 18 serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 813,8 mln zł, 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 8 listopada 2018 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 7 listopada 2018 r. Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

Tabela: Notowane obligacje GI

Seria	Outstanding (mln zł)	Nominał	Wykup	Stopa bazowa	Marża	Cena zamknięcia	Rentowność do wykupu (YTM) brutto	Prawo GI do przedterminowego wykupu
GHE0519 / PE	14,3	10 000	22.05.2019	WIBOR 6M	4,50%	100,01	6,27%	nie
GHE0619 / PPA	37,5	100	16.06.2019	WIBOR 6M	3,50%	100,40	4,59%	nie
GHI0619 / PPB	50,0	100	16.06.2019	WIBOR 6M	4,00%	99,76	6,20%	nie
GHC0619 / PPC	30,0	100	16.06.2019	WIBOR 6M	4,00%	100,00	5,78%	nie
GHE1119 / PPD	50,0	100	04.11.2019	WIBOR 6M	4,00%	99,80	6,00%	nie
GHE0320 / PPE	50,0	100	20.03.2020	WIBOR 6M	4,00%	99,80	5,94%	nie
GHI0320 / PPF	30,0	100	20.03.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,00	5,78%	nie
GHI0320 / PPG	50,0	100	20.03.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,08	5,72%	nie
GHE0720 / PPH	30,0	100	14.07.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,23	5,64%	nie
GHI0720 / PPI	50,0	100	14.07.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,25	5,63%	nie
GHE1020 / PPJ	20,0	100	27.10.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,00	5,79%	nie
GHE1220 / PPK	25,0	100	09.12.2020	WIBOR 6M	4,00%	99,98	5,80%	nie
GHI1220 / PPL	35,0	100	09.12.2020	WIBOR 6M	4,00%	99,86	5,86%	nie
GHI1221 / PI	20,0	1 000	07.12.2021	WIBOR 6M	3,60%	99,19	5,68%	nie
GHE1221 / PF	115,2	1 000	28.12.2021	WIBOR 6M	4,30%	100,00	6,09%	tak
GHE0322 / PG	147,9	1 000	16.03.2022	WIBOR 6M	4,30%	99,97	6,10%	tak
GHC1220 / PH	50,0	1 000	07.12.2020	WIBOR 6M	3,50%	101,00	4,77%	tak
GHE0621 / PJ	9,1	1 000	15.06.2021	WIBOR 6M	3,65%	100,00	5,44%	tak

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DM Michael/Ström

Skonsolidowane dane finansowe Granbero Holdings Limited

Rachunek zysków i strat (tys. EUR)

	2015	2016	2017	1H17	1H18
Przychody	16 850	20 703	21 701	15 184	7 915
Inne przychody operacyjne	2 999	6 505	13 980	12 720	4 791
Koszt zapasów obejmujących projekty deweloperskie	-9 413	-7 060	-5 191	-2 808	-1 545
Koszty świadczeń pracowniczych	-289	-306	-307	0	-139
Amortyzacja i odpisy z tytułu utraty wartości	0	-30	-26	-10	-10
Zyski z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych	97 547	131 050	30 427	11 498	31 221
Pozostałe koszty operacyjne	-12 089	-22 237	-23 407	-11 805	-9 204
Zysk operacyjny	95 605	128 625	37 177	24 779	33 029
Przychody finansowe	11 423	13 114	25 015	15 074	8 541
Koszty finansowe	-10 578	-51 020	-30 178	-16 287	-14 222
Zysk przed opodatkowaniem	96 450	90 719	32 014	23 566	27 348
Podatek dochodowy	-18 196	1 597	-7 689	-2 328	-7 391
Zysk netto	78 254	92 316	24 325	21 238	19 957

Źródło: Dane spółki

Rachunek przepływów pieniężnych (tys. EUR)

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2 015	2016	2017	1H17	1H18
Zysk/(strata) przed opodatkowaniem	96 450	90 720	32 014	23 566	27 348
Korekty:					
Zmiana wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych	-97 547	-131 050	-30 427	-11 498	-31 221
Amortyzacja i odpisy z tytułu utraty wartości			26	10	10
Wynik ze zbycia nieruchomości inwestycyjnych	0	0	-8 047	-8 976	
Koszty z tytułu odsetek netto	-1 825	17 414	6 812	8 209	-884
Zmiany w kapitale obrotowym:					
Zmiana stanu zapasów	-5 071	-24 676	-7 140	-5 108	-315
Zmiana w zakresie należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności	-11 994	-47 849	-14 182	-9 523	20 315
Zmiana w zakresie zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych zobowiązań	356	-922	1 175	-8 344	-3 090
Zmiana wartości godziwej (MTM) instrumentów pochodnych	290	0			
Zmiana stanu pozostałych zobowiązań długoterminowych			333	-1 527	4 084
Inne pozycje bezgotówkowe	107	1 897		77	398
Zapłacony podatek dochodowy	-1 418	-721	-1 345	-642	-416
Zapłacone odsetki	-4 459	-26 668	-39 503	-17 686	-8 446
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej	-25 111	-121 855	-60 284	-31 442	7 783
Otrzymane odsetki	10 172	13 114	20 331	7 156	8 181
Zakup rzeczowych aktywów trwałych	0	-238	-178	-475	17
Zakup nieruchomości inwestycyjnych	-109 954	-91 044	-52 540	-26 347	-32 659
Skapitalizowane odsetki w nieruchomościach inwestycyjnych	-16 500	-8 600	-8 490	-4 375	-5 350
Wpływy ze zbycia nieruchomości inwestycyjnych	0	0	598 205	540 000	
Wydatki netto z tytułu pozostałych aktywów finansowych długoterminowych	-27 611	-134 263	-63 708	-112 902	-21 016
Zmiana stanu środków pieniężnych o ograniczonej możliwości dysponowania	256	0		0	
Przepływy pieniężne netto wykorzystane w działalności inwestycyjnej	-143 637	-221 031	493 620	403 057	-50 827
Wpływy z pożyczek	187 184	366 007	92 591	68 639	31 525
Spłata pożyczek	-19 038	-45 991	-436 284	-426 953	-22 262
Przepływy pieniężne netto z/(wykorzystane w) działalności finansowej	168 146	320 016	-343 693	-358 314	9 263
Przepływy pieniężne netto razem	-602	-22 870	89 643	13 301	-33 781

Źródło: Dane spółki

Bilans (tys. EUR)

	2015	2016	2017	1H17	1H18
Aktywa trwałe	926 869	1 308 695	903 933	953 706	984 720
Nieruchomości inwestycyjne	660 290	907 171	436 339	438 282	497 838
Rzeczowe aktywa trwałe	32	240	392	705	365
Należności i rozliczenia międzyokresowe czynne	263 266	397 784	461 407	510 635	482 392
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2 918	3 391	5 602	3 925	3 901
Pozostałe aktywa finansowe	363	109	193	159	224
Aktywa obrotowe	238 045	296 174	362 493	294 045	309 330
Zapasy obejmujące projekty deweloperskie	53 666	41 071	70 390	68 358	70 705
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	141 696	144 526	203 727	199 068	183 412
Aktywa z tytułu bieżącego podatku dochodowego	0	86	148	4	28
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	42 683	56 286	88 228	26 615	55 185
AKTYWA RAZEM	1 164 914	1 604 869	1 266 426	1 247 751	1 294 050
Kapitały własne	555 884	687 534	696 673	697 272	721 555
Zobowiązania długoterminowe	508 271	820 795	449 230	441 113	438 342
Oprocentowane kredyty i pożyczki	484 894	797 680	431 155	429 966	411 074
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	23 377	21 199	15 826	10 758	20 935
Pozostałe	0	1 916	2 249	389	6 333
Zobowiązania krótkoterminowe	100 759	96 539	120 522	109 367	134 153
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz inne zobowiązania	51 060	39 073	40 272	42 535	34 376
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	893	1 430	1 382	1 396	1 427
Oprocentowane kredyty i pożyczki	48 806	56 036	78 868	65 436	98 350
Zobowiązania razem	609 030	917 334	569 752	550 480	572 495
PASYWA RAZEM	1 164 914	1 604 868	1 266 425	1 247 752	1 294 050
Dług brutto	533 700	853 716	510 023	495 402	509 424
Dług netto	491 017	816 152	421 795	468 787	454 239
Dług netto / Kapitały własne	0,88	1,19	0,61	0,67	0,63

Źródło: Dane spółki

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 08.11.2018

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 881 591,49 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 raport 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 (t. j. Dz. U. z 2017 r. poz. 1219 ze 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 2018 r. poz.1025 ze 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, z którymi łączą ich więzy pokrewieństwa wskazane w art. 2 pkt 3a Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy z dnia 25 kwietnia 2016 r. (Dz. Urz. UE. L 2017 nr 87, str. 1), nie pełnią funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmują stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.
- Dom Maklerski 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 otrzymuje obecnie wynagrodzenie od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta 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 powiązaniem 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 S.A.”, 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