

## HB Reavis

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową grupy HB Reavis („Spółka”, „Emitent”) po wynikach za 2018 rok, której podmiot dominujący (HB Reavis Holding S.A.) poręcza obligacje wyemitowane przez HB Reavis Finance PL 2 Sp. z o.o.

- W 2018 r. Spółka sprzedała 3 inwestycje biurowe: Metronom Business Center (Praga), Cooper & Soutwark, oraz GBC C i D (Warszawa). Zgodnie ze sprawozdaniem finansowym Spółka uzyskała ze sprzedaży tych 3 projektów 385 mln EUR przychodu, rozpoznała 22 mln EUR zysku na sprzedaży i po spłacie zobowiązań uwolniła łącznie 170 mln EUR gotówki z tych transakcji. Ponadto po dacie bilansowej Spółka dokonała sprzedaży budynków Warsaw West Station I i Warsaw West Station II realizowanych w formule joint venture wraz z PKP (udział Spółki w JV wynosi 71%). Spółka nie podała kwoty transakcji (w prasie pojawiają się informacje o kwocie ok 190 mln EUR). Dodatkowo Emitent sprzedał budynek Twin City Tower za ok. 120 mln EUR oraz grunt w Budapeszcie za 13 mln EUR.
- Do sprzedaży są przeznaczone gotowe projekty Twin City B i C, 20 Farringdon Street i trzy niezrealizowane projekty w czeskiej Pradze, gdzie Spółka kończy swoją działalność. Projekty przeznaczone do sprzedaży mogą wg naszych szacunków wygenerować ok. 310 mln EUR przychodu.
- Spółka posiada obecnie 9 nieruchomości generujących przychody z najmu, których szacowana wartość rynkowa wynosi ok 775 mln EUR (z uwzględnieniem One Waterloo przeznaczonego do wyburzenia). Łączne GLA (*gross leasable area* – powierzchnia dostępna do wynajęcia) tych projektów to ok. 190 tys. m<sup>2</sup>, a średnio ważona komercjalizacja wynosi 96%.
- Spółka posiada łącznie ok. 1,2 mln m<sup>2</sup> powierzchni biurowej w budowie i w pipeline o szacowanej przez Spółkę łącznej planowanej wartości rynkowej po zakończeniu budowy (*Gross Development Value – GDV*) 7,2 mld EUR.
- W 2018 r. Spółka przeznaczyła łącznie 127 mln EUR na zakup nieruchomości inwestycyjnych.
- Na koniec 4Q18 Spółka posiadała 173,8 mln EUR gotówki, dług netto na poziomie 719,5 mln EUR oraz wskaźnik dług netto/kapitały własne na poziomie 0,57x.
- Biorąc pod uwagę zdolność Spółki do generowania przepływów pieniężnych poprzez komercjalizację i sprzedaż projektów, oraz wartość rynkową projektów już wybudowanych na poziomie 895 mln EUR (z uwzględnieniem projektów Twin City Tower i One Waterloo), których średni ważony poziom komercjalizacji wyniósł 96% – sytuację płynnościową Spółki uważamy za stabilną.

## PROFIL SPÓŁKI:

HB Reavis Finance PL 2 pozyskuje kapitał na potrzeby działalności grupy HB Reavis, która prowadzi działalność na rynku nieruchomości komercyjnych w Europie.

### Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
HBS0421	100	5,28%
HBS0122	220	5,77%
<b>Suma</b>	<b>320</b>	

## *Istotne wydarzenia od daty ostatniego raportu (12.12.2018 r.)*

Martin Miklas został nowym CFO grupy HB Reavis. Równolegle z Zarządu Spółki odszedł dotychczasowy wiceprezes Radim Rimanek.

W maju 2019 r. Spółka dokonała sprzedaży projektów West Station I i II (Warszawa) realizowanych w formule *joint venture* wraz z PKP. Udział Spółki w projektach wyniósł 71%. Kwota transakcji nie została ujawniona.

W czerwcu 2019 r. Spółka podpisała umowę sprzedaży projektu Twin City Tower (Bratysława) za 120 mln EUR. Transakcja powinna zostać rozliczona jesienią tego roku.

## *Projekty*

### **Sprzedaże projektów**

W 2018 r. Spółka dokonała sprzedaży trzech projektów: Metronom Business Center (Praga), Cooper&Soutwark (Londyn) i Gdański Business Center C&D (Warszawa). Wszystkie transakcje zostały szczegółowo opisane w poprzednim raporcie kredytowym (z 12.12.2018 r.). Zgodnie z rachunkiem przepływów pieniężnych w rocznym sprawozdaniu finansowym Spółka uzyskała przychód ze sprzedaży tych projektów w wysokości łącznie 385,3 mln EUR. Po rozliczeniu należności i zobowiązań ze spółkami zależnymi, oraz spłacie budowlanych kredytów bankowych przypisanych do tych projektów w kwocie 218,7 mln EUR zysk netto na sprzedaży inwestycji wyniósł 21,8 mln EUR, a Spółka uwolniła 169,7 mln EUR gotówki. Trzy powyższe projekty wygenerowały łącznie 6 mln EUR NOI (Net Operating Income – przychód operacyjny netto) w 2018 r.

W maju 2019 r. Spółka dokonała sprzedaży projektu West Station I i II (Warszawa), który realizowany był w formule Joint Venture wraz z PKP z 71% udziałem Spółki. Projekt jest konsolidowany w sprawozdaniu metodą praw własności. Spółka nie poinformowała za ile został sprzedany projekt. W mediach pojawiają się informacje o kwocie 190 mln EUR. Według stanu na koniec 4Q18 aktywa projektów West Station wynosiły 228 mln EUR (w tym aktywa trwałe 199 mln EUR), zobowiązania 154 mln EUR (w tym zobowiązania długoterminowe 138 mln EUR), a aktywa netto 73,7 mln EUR (z czego przypadające na Spółkę 52,1 mln EUR). Konserwatywnie przyjmujemy, że wycena księgowa projektu na koniec 4Q18 odpowiada cenie sprzedaży projektu i dlatego zakładamy, że transakcja ta nie będzie już kontrybuowała do zysku netto w 2019 r.

Dodatkowo w lutym 2019 r. Spółka sprzedała udziały w Spółce realizującej projekt Bem Palace w Budapeszcie. Wartość księgowa nieruchomości (niezabudowany grunt) na koniec 2018 r. wynosiła 13,3 mln EUR. Zgodnie z wcześniejszymi założeniami miał tam powstać budynek biurowy o 30 tys. m<sup>2</sup> GLA, ale Spółce nie udało się uzyskać odpowiednich zezwoleń.

### **Projekty przeznaczone do sprzedaży**

Na koniec 4Q18 jako aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży Spółka prezentowała aktywa spółek zależnych realizujących projekty biurowe: Twin City Tower, Twin City B i Twin City C (Bratysława, Słowacja) oraz Bem Palace. Ich łączna wycena księgowa wynosiła 242,4 mln EUR, z czego warty (księgowo) 13,3 mln EUR Bem Palace został sprzedany w lutym 2019 r. Z kolei w czerwcu Spółka poinformowała o podpisaniu umowy sprzedaży Twin City Tower koreańskiemu funduszowi AIP Asset Management za 120 mln EUR (stopa kapitalizacji na transakcji wyniosła 5,75%). Zobowiązania przypisane do projektów przeznaczonych do sprzedaży na koniec 4Q18 r. wynosiły 158,8 mln EUR z czego zgodnie z notą segmentacyjną 144 mln EUR to kredyty bankowe.

Na dzień dzisiejszy Spółka klasyfikuje również jako projekty przeznaczone do sprzedaży 20 Farringdon Street oraz trzy projekty w czeskiej Pradze (Museo, Mercuria, Radlicka). Spółka zapowiedziała, że nie będzie kontynuować działalności w stolicy Czech, gdzie nie udało się jej zabezpieczyć żadnej nieruchomości pod wielkopowierzchniową inwestycję. Spółka planuje sprzedaż wszystkich powyższych projektów możliwie jeszcze w 2019 r. Zgodnie z naszymi szacunkami Spółka może uzyskać jeszcze ok. 140 mln EUR ze sprzedaży Twin City B i C, ok. 140 mln EUR ze sprzedaży 20 Farringdon Street, oraz ok.30 mln EUR ze sprzedaży trzech praskich projektów, co oznacza, że łącznie Spółka może wygenerować przychód z projektów przeznaczonych do sprzedaży rzędu 310 mln EUR.

### **Projekty generujące przychód**

Spółka dysponuje obecnie (po sprzedaży Twin City Tower) dziewięcioma projektami biurowymi generującymi przychód o łącznym GLA 190 tys. m<sup>2</sup> uwzględniając One Waterloo przeznaczone do wyburzenia w 2Q20. (bez One Waterloo 167 tys. m<sup>2</sup>). Wartość księgowa portfela nieruchomości generujących przychód (uwzględniając projekty One Waterloo i Twin City Tower) wynosiła 895,4 mln EUR na koniec 4Q18, a uwzględniając udział w projektach *joint venture* West Station I i II sprzedanych już w 2019 r. – 950 mln EUR, przy średnim ważonym poziomie komercjalizacji 96%. Po dacie bilansowej sprzedano projekt Twin City Tower za 120 mln EUR, a także projekty West Station I i II (kwota transakcji nieujawniona – przyjmujemy wartość aktywów netto na koniec 4Q18) w związku z czym szacowana obecna wartość portfela generującego przychód wynosi ok. 775 mln EUR. Powyższa wartość nieruchomości to wartość nieruchomości teoretycznie gotowych do sprzedaży w przypadku, gdyby Spółka była w potrzebie wygenerowania gotówki, np. na spłatę obligacji.

### **Projekty w budowie i pipeline**

Obecnie Spółka realizuje budowę 9 projektów (11 budynków) o łącznym GLA 487 tys. m<sup>2</sup>, których szacowana wartość po ukończeniu ma wynieść blisko 2,5 mld EUR. Wszystkie inwestycje powinny być zakończone w ciągu 2 lat. Inwestycją, której budowę Spółka rozpoczęła w ostatnim czasie (3Q18) jest projekt Forest w Warszawie, który znajduje się niedaleko sprzedanych już budynków GBC.

Dalsze 9 projektów jest zaplanowanych w pipeline (713 tys. m<sup>2</sup> GLA i szacowane GDV blisko 4,7 mld EUR) a najważniejszym z nich jest budowa kompleksu One Waterloo. Spółka zakupiła budynek w 2017 roku za kwotę 280 mln EUR. Obiekt wciąż funkcjonuje generując przychód, ale trwają prace przygotowawcze do jego wyburzenia co ma nastąpić w 2Q20. Nowy kompleks biurowy o GLA 117 tys. m<sup>2</sup> ma powstać do końca 2025 r. a jego szacunkowa wartość po ukończeniu ma wynosić blisko 2,0 mld EUR.

W 2018 r. Spółka przeznaczyła łącznie 127 mln EUR na zakup nieruchomości inwestycyjnych. W 1Q18 Spółka dokonała zakupu gruntu w Łodzi – działki sąsiadującej do wcześniej zakupionej. Na dwóch nieruchomościach ma powstać projekt Enkew o GLA 41 tys. m<sup>2</sup> i szacowanym GDV 93 mln EUR. Ponadto w 2Q18 Spółka dokonała zakupu dwóch gruntów w Niemczech – w Berlinie (project DSTRCT) i Dreźnie powstaną budynki biurowe o GLA kolejno 48 tys. m<sup>2</sup> i 40 tys. m<sup>2</sup> i GDV 313 mln EUR i 141 mln EUR. W 3Q18, po dacie sprawozdania finansowego, Spółka zakupiła nieruchomość Bloom Clerkenwell w Londynie, gdzie powstanie biurowiec o GLA 13 tys. m<sup>2</sup> i GDV 255 mln EUR.

Tabela: Projekty realizowane przez HB Reavis

Status	Inwestycja	Data ukończenia	GLA (tys. m <sup>2</sup> )	Kraj	Miasto	MV/GDV (mIn EUR)
Generujące przychód	Apollo Business Center II	ukończony	49	Słowacja	Bratysława	
	Twin City B*	ukończony	23	Słowacja	Bratysława	
	Twin City C*	ukończony	24	Słowacja	Bratysława	
	Twin City Tower**	ukończony	35	Słowacja	Bratysława	
	Centrum Bottova	ukończony	6	Słowacja	Bratysława	
	H business	ukończony	8	Słowacja	Bratysława	
	Kesmark	ukończony	15	Węgry	Budapeszt	
	Postępu 14	ukończony	34	Polska	Warszawa	
	20 Farringdon Street*	ukończony	8	Anglia	Londyn	
<b>Razem generujące przychód</b>			<b>202</b>			<b>680***</b>
W budowie	Varso 1	4Q19	30	Polska	Warszawa	
	Varso 2	1Q20	44	Polska	Warszawa	
	Varso Tower	1Q21	70	Polska	Warszawa	
	Nivy Station	4Q20	105	Słowacja	Bratysława	
	Nivy Tower	4Q20	31	Słowacja	Bratysława	
	DSTRCT Berlin	2Q21	46	Niemcy	Berlin	
	Bloom Clerkenwell	4Q20	13	Anglia	Londyn	
	Forest I	4Q21	56	Polska	Warszawa	
	Forest II	4Q20	22	Polska	Warszawa	
	Agora Tower	4Q19	36	Węgry	Budapeszt	
	Agora Hub	3Q20	35	Węgry	Budapeszt	
<b>Razem w budowie</b>			<b>487</b>			<b>2500</b>
Pipeline*****	One Waterloo****	2025	117	Anglia	Londyn	
	Budapester Strasse	bd	41	Niemcy	Dresden	
	Enkew	bd	40	Polska	Łódź	
	Apollo Business Center	2027	99	Czechy	Brno	
	Alfa Park	bd	176	Słowacja	Bratysława	
	Mlynskie Nivy -Kosicka	2023-2026	117	Słowacja	Bratysława	
	Forum Business Center II	bd	17	Słowacja	Bratysława	
	Nivy Port	bd	35	Słowacja	Bratysława	
	Agora C	2023	70	Węgry	Budapeszt	
<b>Razem pipeline</b>			<b>713</b>			<b>4700</b>
<b>Razem</b>			<b>1402</b>			<b>7730</b>
Projekty praskie	Mercuria*	n/a		Czechy	Praga	
	Museo*	n/a		Czechy	Praga	
	Radlicka*	n/a		Czechy	Praga	
	<b>Razem</b>					<b>30***</b>

\*Projekty przeznaczone do sprzedaży

\*\* Podpisano już umowę sprzedaży projektu za 120 mln EUR. Transakcja ma się rozliczyć jesienią br.

\*\*\* Szacunki DM Michael/Ström

\*\*\*\* Budynki wciąż generujące przychód, które mają zostać wyburzone, a na ich miejscu powstanie nowa inwestycja. Podane wartości dotyczą planowanej inwestycji, a nie stanu obecnego

\*\*\*\*\*Projekty znajdujące się na różnym etapie planowania i ich parametry ulegają zmianom w zależności od koncepcji Spółki

Źródło: Dane Spółki, szacunki DM Michael/Ström

## Analiza finansowa

### Strategia

Spółka zakłada następujące cele odnośnie strategii finansowej:

1. wskaźnik długu netto do aktywów: optymalny 35%, maksymalny 40%, obecny 24%;
2. wskaźnik długu brutto do aktywów: optymalny 40%, maksymalny 45%, obecny 32%;
3. zapadalność finansowania dłużnego zgodna z cyklem realizacji inwestycji;
4. wypłata dywidendy do 3% wartości aktywów netto (3% w 2018 r.);
5. docelowe rezerwy środków finansowych na poziomie co najmniej 5% sumy bilansowej (7% na koniec 4Q18) i dodatkowa rezerwa na pokrycie spłaty rat od zadłużenia;
6. zabezpieczenie ryzyka walutowego dla całej znanej i szacowanej ekspozycji do 12 miesięcy do przodu oraz zabezpieczenie stopy procentowej pokrywające 50-100% zadłużenia.

### Rachunek zysków i strat (mln EUR)

	2016	2017	2018	zmiana	zmiana%
Przychody	69,6	60,6	62,1	1,5	2%
Koszt własny sprzedaży	-23,5	-21,9	-24,1	-2,2	10%
<b>Przychody z najmu netto</b>	<b>46,1</b>	<b>38,7</b>	<b>38,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2%</b>
Zysk (strata) z aktualizacji wartości aktywów	174,5	95,2	194,8	99,6	105%
Udział w zysku/stracie w ramach JV	-0,3	7,1	10,0	2,9	41%
Zysk ze sprzedaży jednostek zależnych	16,9	25,8	21,8	-4,0	-16%
Pozostałe przychody operacyjne	6,4	9,1	7,2	-1,9	-21%
Przychody z tytułu umów budowlanych	114,9	85,5	21,9	-63,6	-74%
Usługi budowlane	-73,0	-78,7	-22,3	56,4	-72%
Świadczenia pracownicze	-17,3	-27,8	-25,7	2,1	-8%
Amortyzacja	-1,5	-1,8	-2,5	-0,7	39%
Pozostałe koszty operacyjne	-31,1	-54,8	-45,3	9,5	-17%
<b>Wynik na działalności operacyjnej</b>	<b>235,3</b>	<b>98,1</b>	<b>197,9</b>	<b>99,8</b>	<b>102%</b>
Przychody z tytułu odsetek	0,6	0,0	1,2	1,2	
Koszty z tytułu odsetek	-31,2	-24,4	-33,2	-8,8	36%
Zysk (strata) netto z tytułu różnic kursowych	-41,2	14,6	-8,5	-23,1	-158%
Zyski pomniejszone o straty z pochodnych instrumentów finansowych	-18,0	8,3	-3,7	-12,0	-145%
Pozostałe przychody finansowe	0,0	0,0	0,3	0,3	
Pozostałe koszty finansowe	-5,6	-2,8	-2,4	0,4	-14%
<b>Zysk (strata) przed opodatkowaniem</b>	<b>139,9</b>	<b>93,8</b>	<b>151,6</b>	<b>57,8</b>	<b>62%</b>
Podatki	-32,4	-10,6	-31,5	-20,9	197%
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>107,5</b>	<b>83,2</b>	<b>120,1</b>	<b>36,9</b>	<b>44%</b>
Dywidendy wypłacone w ciągu roku	-49,0	-29,8	-38,1	-8,3	28%

Źródło: Dane Spółki

Przychody netto z najmu wyniosły 38 mln EUR i nieznacznie spadły r/r o 0,7 mln EUR. Z jednej strony wzrost przychodów nastąpił ze względu na postępującą komercjalizację budynków, a także ze względu na zakończenie okresów wakacji czynszowych, oraz uwzględnienie czynszu z budynku One Waterloo (zakupiony w 2H17, obecnie przeznaczony do wyburzenia, które nastąpi w 2Q20).

Wynajęto w 100% budynek Postępu, który jeszcze na koniec 2017 roku miał tylko 56% komercjalizacji. Z drugiej strony wzrosty te zostały zmitygowane sprzedażą w 2Q18 projektu Metronom Business Center oraz projektów GBD C i D w 3Q18. Projekty sprzedane w 2018 r. generowały NOI na poziomie ok. 6 mln EUR rocznie.

W 2019 r. spodziewamy się spadku przychodów z najmu netto; po pierwsze ze względu na sprzedaż projektów w II połowie 2018 r., które już nie będą kontrybuowały do NOI, po drugie ze względu na fakt, iż komercjalizacja budynków obecnie generujących przychód sięga 96%, więc trudno spodziewać się istotnego zwiększenia poziomów najmu, po trzecie ze względu na sprzedaż Twin City Tower, i po czwarte, ponieważ żaden nowy projekt będący obecnie w budowie raczej nie będzie istotnie kontrybuował do przychodów z najmu w 2019 r. (budowa Varso 1 i Agora Tower ma się zakończyć dopiero pod koniec roku). Potencjał do wzrostu przychodów z najmu widzimy w ewentualnym zakończeniu okresów wakacji czynszowych, ale Spółka nie publikuje informacji, które mogłyby pozwolić oszacować wpływ tego czynnika.

Na zysk z aktualizacji wyceny aktywów (194,6 mln EUR w 2018 r. vs. 95,2 mln EUR w 2017 r.) składały się kolejno:

1. 50 mln EUR ze względu na postęp w budowie i komercjalizację projektu Varso;
2. 25 mln EUR ze względu na zakończenie budowy i komercjalizację budynku Cooper & Southwark (projekt sprzedany w 2018 r.);
3. 33 mln EUR ze względu na zakończenie budowy i komercjalizację budynku 20 Farringdon Street;
4. 43 mln EUR ze względu na postępy w budowie i komercjalizacji projektów słowackich: zakończenie budowy Twin City Tower (30 mln EUR) oraz postępy w budowie Nivy Mall i Nivy Tower (13 mln EUR).
5. 18 mln EUR ze względu na postępy w budowie projektu Agora Budapest
6. 20 mln EUR ze względu na uzyskanie zezwolenia na budowę projektu Forest w Warszawie

Pozostałą część przychodów stanowią zysk z kontraktów budowlanych 21,9 mln EUR, zysk ze sprzedaży jednostek zależnych 21,8 mln EUR, udział w zyskach JV 10 mln EUR, oraz 7,2 mln EUR innych. Zwłaszcza przychody z kontraktów budowlanych są istotnie niższe niż w 2017 r. (85,5 mln EUR), a wynika to z faktu, iż projekt 33 Central, który został sprzedany w 2017 r. był przeklasyfikowany na kontrakt budowlany i postępy w jego budowie były widoczne właśnie w przychodach z kontraktów budowlanych, a nie w aktualizacji wyceny aktywów.

Główną część kosztów operacyjnych stanowiły pozostałe koszty operacyjne w kwocie 45 mln EUR (spadek z 55 mln EUR w 2017 r.), na co składały się głównie koszty usług w kwocie 31,5 mln EUR (spadek z 38,5 mln EUR 2017 r.).

Koszty pracownicze wyniosły 25,7 mln EUR w 2018 r. wobec 27,8 mln EUR w 2017 r.

Trzecią największą kategorię stanowią koszty budowlane w kwocie 22 mln EUR (spadek z 86 mln EUR w 2017 r.). Spadek kosztów budowlanych prezentowanych w rachunku zysków i strat wynika z realizacji w 2017 r. projektu 33 Central, który został przeklasyfikowany na kontrakt budowlany w związku z czym koszty związane z inwestycją, które normalnie byłyby kapitalizowane i zwiększały wartość aktywów, zostały rozliczone przez wynik.

Koszty budowy nieruchomości inwestycyjnych, które zostały skapitalizowane wyniosły 223,4 mln EUR (137,1 mln EUR w 2017 r.). Wzrost wynika po pierwsze ze zwiększenia skali działalności, a po drugie ze względu na wspomniany powyżej projekt 33 Central, którego koszty były bezpośrednio rozliczane przez rachunek zysków i strat, a nie kapitalizowane.

**Bilans (mln EUR)**

	2016	2017	2018	zmiana	zmiana%
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 288,1</b>	<b>1 498,1</b>	<b>1 813,3</b>	<b>315</b>	<b>21%</b>
Nieruchomości inwestycyjne pracujące	565,1	545,6	622,8	77	14%
Nieruchomości inwestycyjne w budowie	639,5	861,8	1 043,6	182	21%
Inwestycje w JV	46,5	56,2	54,5	-2	-3%
Rzeczowe aktywa trwałe	9,0	9,5	9,3	0	-2%
Pozostałe	28,0	25,0	83,1	58	232%
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>824,2</b>	<b>779,8</b>	<b>536,6</b>	<b>-243</b>	<b>-31%</b>
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	221,8	386,5	271,2	-115	-30%
- w tym środki pieniężne	8,4	17,7	1,5	-16	-92%
Zapasy	0,4	0,6	0,4	0	-33%
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	67,5	117,1	72,4	-45	-38%
Kwoty należne od odbiorców z tytułu umów budowlanych	221,3	0,0	0,0	0	
Pozostałe aktywa	5,2	14,2	20,3	6	43%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	308,0	261,4	172,3	-89	-34%
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>2 112,3</b>	<b>2 277,9</b>	<b>2 349,9</b>	<b>72</b>	<b>3%</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>1 136,7</b>	<b>1 195,7</b>	<b>1 258,1</b>	<b>62</b>	<b>5%</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>753,4</b>	<b>918,1</b>	<b>867,7</b>	<b>-50</b>	<b>-5%</b>
Zobowiązania finansowe	564,9	598,9	614,4	16	3%
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku dochodowego	69,9	69,9	79,3	9	13%
Pozostałe zobowiązania	4,8	10,3	15,2	5	48%
Zobowiązania przypisane do aktywów przeznaczonych do sprzedaży	113,8	239,0	158,8	-80	-34%
- zobowiązania finansowe	90,3	212,0	143,9	-68	-32%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>222,2</b>	<b>181,0</b>	<b>224,1</b>	<b>43</b>	<b>24%</b>
Zobowiązania finansowe	91,3	82,1	133,2	51	62%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	115,9	91,1	85,9	-5	-6%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	15,0	7,8	5,0	-3	-36%
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>2 112,3</b>	<b>2 294,8</b>	<b>2 349,9</b>	<b>55</b>	<b>2%</b>
<b>Dług brutto</b>	<b>746,5</b>	<b>893,0</b>	<b>891,5</b>	<b>-2</b>	<b>0%</b>
<b>Dług netto</b>	<b>430,1</b>	<b>613,9</b>	<b>719,5</b>	<b>104</b>	<b>17%</b>
<b>Dług netto / Kapitały własne</b>	<b>38%</b>	<b>51%</b>	<b>57%</b>	<b>6%</b>	<b>11%</b>
<b>Dług netto / aktywa</b>	<b>20%</b>	<b>27%</b>	<b>31%</b>	<b>4%</b>	<b>13%</b>
<b>Dług brutto / aktywa</b>	<b>35%</b>	<b>39%</b>	<b>38%</b>	<b>-1%</b>	<b>-3%</b>
<b>Środki finansowe / suma bilansowa</b>	<b>15%</b>	<b>11%</b>	<b>7%</b>	<b>-4%</b>	<b>-36%</b>
<b>Dywidenda / aktywa netto</b>	<b>4,3%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>22%</b>

Źródło: Dane Spółki

Główny składnik aktywów tj. nieruchomości inwestycyjne w budowie (zaliczane są do nich zarówno nieruchomości w budowie jak i pipeline) wzrósł o 182 mln EUR (21%) r/r i wynosi obecnie 1 044 mln EUR. Wzrost jest spowodowany postępami w budowie i komercjalizacji (opisanymi powyżej przy okazji analizy zysków z aktualizacji wyceny).

Również nieruchomości inwestycyjne pracujące wzrosły o 77 mln EUR (14%) względem YE17, co wynikało z zakończenia budowy i oddania do użytkowania projektów 20 Farringdon Street i Twin City Tower oraz postępującej komercjalizacji budynków (obecnie na poziomie ok. 96%).

Znacząco, o 115 mln EUR (30%), spadły aktywa trwale przeznaczone do sprzedaży co spowodowane było sprzedażą projektów Metronom Business Center, GBC C i GBC D. Na koniec 4Q18 do aktywów przeznaczonych do sprzedaży klasyfikowane były projekty Twin City Tower, Twin City B i C, oraz Bem Palace. Zobowiązania przypisane do aktywów trwałych przeznaczonych do sprzedaży wynosiły 158,8 mln EUR na koniec 4Q18. Po dacie bilansowej dokonano sprzedaży Bem Palace o wartości księgowej 13 mln EUR i Twin City Tower za ok. 120 mln EUR. Obecnie wśród projektów przeznaczonych do sprzedaży znajdują się: Twin City B i C, 20 Farringdon Street, a także trzy praskie projekty (Museo, Radlicka, Mercuria).

Strategia Spółki zakłada, aby docelowo i długoterminowo portfel inwestycji składał się w 50% z inwestycji generujących przychód i w 50% z inwestycji w budowie – na koniec 4Q18 udział inwestycji generujących przychód wyniósł 49%.

Inwestycje w JV dotyczą głównie projektu West Station (52,1 mln EUR z 54,5 mln EUR), który już został sprzedany i nie będzie widoczny w sprawozdaniu finansowym za następny okres.

Istotnie wzrosła pozycja aktywów finansowych wycenianych przez rachunek zysków i strat (z 1,1 mln EUR na koniec 4Q17 do 51,8 mln EUR na koniec 2Q18). Wzrost ten wynika z zakupu udziałów w Cambridge Innovation Center – wartość tych udziałów na koniec 4Q18 wyniosła 51,6 mln EUR.

Główny składnik zobowiązań stanowią zobowiązania finansowe z tyt. kredytów i emisji obligacji w łącznej kwocie 747 mln EUR oraz zobowiązania przypisane do aktywów przeznaczonych do sprzedaży 158,8 mln EUR (w tym 143,9 mln EUR zobowiązań finansowych).

Spółka podaje, że zobowiązania kontraktowe (pozabilansowe) do zakupu, budowy lub rozwoju inwestycji wyniosły łącznie 169,8 mln EUR wg stanu na koniec 4Q18, na które posiada linie kredytowe w wysokości 338,6 mln EUR.

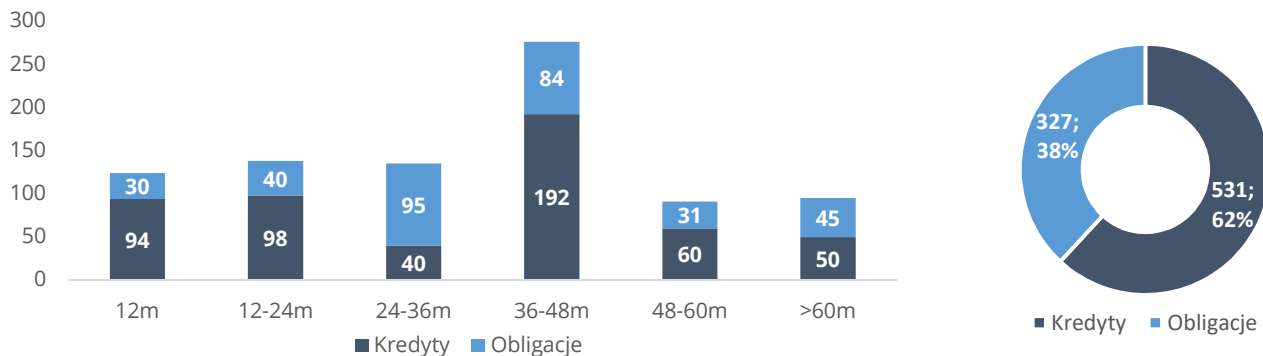
### Zadłużenie

Na koniec 4Q18 dług netto wyniósł 719,5 mln EUR, co przy kapitałach własnych 1 258 mln EUR oraz łącznych aktywach 2 350 mln EUR przekłada się odpowiednio na wskaźniki dług netto/kapitały własne oraz dług netto/aktywa rzędu 0,57x oraz 0,31x. Na koniec 4Q17 wskaźniki te kształtowały się odpowiednio na poziomach 0,51x oraz 0,27x.

Spadek długu netto wynika głównie ze spadku zadłużenia finansowego. Dług brutto zmniejszył się o 145 mln EUR – z 893 mln EUR na koniec 4Q17 do 748 mln EUR na koniec 4Q18, co wynika głównie ze spłaty kredytów na realizację projektów sprzedanych w 2018 r.: Metronom, GBC C i D ok. i Cooper&Southwark. Po dacie bilansowej, w marcu 2019 r., Spółka uzyskała kredyt na budowę Varso w wysokości 350 mln EUR, więc wraz z jego wykorzystaniem można spodziewać się wzrostu zadłużenia brutto. Z kolei w czerwcu Spółka sprzedała projekt Twin City Tower za 120 mln EUR i z tych środków zapewne spłaci kredyt na tą inwestycję w momencie rozliczenia transakcji jesienią br.



Wykres: Zapadalność\* i struktura zadłużenia bilansowego HB Reavis wg stanu na 31.12.2018 r. (mln EUR)



\* zapadalność wg wartości nominalnych.  
Źródło: Dane Spółki

Jak widać na powyższym wykresie, w każdym okresie poza 2022 r. (36-48m) Spółka ma stosunkowo wyrównaną strukturę zapadalności zobowiązań finansowych. Nie uważamy jednak, aby napiętrzenie spłat w 2022 r. stanowiło zagrożenie dla sytuacji płynnościowej Spółki, a to ze względu na harmonogram budów i zdolność Spółki do dezinvestycji projektów.

Od momentu publikacji ostatniego raportu Spółka wyemitowała na rynku słowackim jedną serię obligacji o wartości nominalnej 15 mln EUR. Miało to miejsce już po dacie bilansowej w lutym 2019 r. Poza emisjami obligacji Spółka posiada kredyty bankowe, których ekspozycja wynosiła 531 mln EUR wg stanu na koniec 4Q18.

Tabela: Zobowiązania HB Reavis z tyt. emisji obligacji

Emitent	Zabezpieczenia	Waluta	Nominał (mln EUR)	Oprocentowanie	Data emisji	Data wykupu
HB Reavis Finance SK	Zabezpieczone	EUR	30,0	4,25%	sie 14	sie 19
HB Reavis Finance SK II	Niezabezpieczone	EUR	40,0	4,25%	mar 15	mar 20
HB Reavis Finance CZ	Niezabezpieczone	CZK	46,2	6MPRIBOR+4%	mar 16	mar 21
HB Reavis Finance PL2	Niezabezpieczone	PLN	23,3	6MWIBOR+4,4%	paź 16	kwi 21
HB Reavis Finance PL2 - II transza	Niezabezpieczone	PLN	52,0	6MWIBOR+4,2%	lip 17	lip 22
HB Reavis Finance SK III - I transza	Niezabezpieczone	EUR	25,0	3,50%	gru 16	gru 21
HB Reavis Finance SK III - II transza	Niezabezpieczone	EUR	12,0	3,50%	mar 17	mar 22
HB Reavis Finance SK III - III transza	Niezabezpieczone	EUR	20,0	3,35%	cze 17	cze 22
HB Reavis Finance SK III - IV transza	Niezabezpieczone	EUR	31,0	3,25%	lis 17	lis 23
HB Reavis Finance SK IV	Zabezpieczone	EUR	45,0	4,50%	wrz 17	wrz 27
HB Reavis Finance SK V	Niezabezpieczone	EUR	15,0	3,25%	lut 19	lut 22

339,4

Źródło: Dane Spółki

Zgodnie z informacją od Spółki w 1Q19 zostało już spłacone 14 mln EUR zaangażowania z tyt. pożyczki od jednostki zależnej. Kolejne 30 mln EUR kredytu zapadającego w ciągu 12 miesięcy ma zostać spłacone z własnych środków, a 50 mln EUR kredytów obrotowych ma zostać zrolowane na późniejsze okresy. Emisja obligacji na 30 mln EUR zapadająca w sierpniu ma zostać zrefinansowana – trwają rozmowy z brokerami.

## Analiza przepływów pieniężnych (mln EUR)

	2016	2017	2019
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>139,9</b>	<b>93,8</b>	<b>151,6</b>
Korekty			
Amortyzacja	1,5	1,8	2,5
Zysk z aktualizacji wartości aktywów	-174,5	-95,2	-194,8
Zyski/straty ze sprzedaży jednostek zależnych	-16,9	-25,8	-21,8
Zysk ze sprzedaży JV	0,0	0,0	0,0
Udział w zysku/stracie w ramach JV	0,3	-7,1	-10,0
Zyski pomniejszone o straty z inwestycji finansowych przeznaczonych do obrotu	0,0	0,0	0,0
Przychody z tytułu odsetek	-0,6	0,0	-1,2
Koszty z tytułu odsetek	31,2	24,4	33,2
Niezrealizowany zysk (strata) z tytułu różnic kursowych	35,9	-16,5	8,3
Niezrealizowany zysk (strata) z pochodnych instrumentów finansowych	6,5	-2,6	5,9
<b>Zmiany w kapitale obrotowym</b>	<b>-15,2</b>	<b>175,4</b>	<b>15,6</b>
Odsetki zapłacone	-20,4	-16,9	-31,9
Odsetki otrzymane	0,6	0,0	0,0
Zapłacony podatek dochodowy	-0,7	-0,7	-1,8
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>	<b>-12,4</b>	<b>130,6</b>	<b>-44,4</b>
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych	-1,4	-2,8	-3,3
Nabycie nieruchomości inwestycyjnych	-75,0	-300,4	-127,1
Zaliczki i przedpłaty zapłacone	-1,0	0,0	0,0
Inwestycje w JV	0,0	-2,6	0,0
Spląty pożyczek przez jednostki JV			23,3
Pożyczki udzielone jednostkom powiązanym	1,0	-36,3	0,0
Koszty budowy nieruchomości inwestycyjnych	-198,6	-137,1	-223,4
Wpływy ze sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych	302,2	0,0	0,0
Wpływy netto ze sprzedaży jednostek zależnych, po odjęciu środków pieniężnych	171,8	23,4	169,7
Wpływy ze sprzedaży lokali własnych i wyposażenia	0,0	0,0	1,2
Wypływy pieniężne netto z tytułu utraty kontroli nad jednostkami powiązanymi	0,0	-27,0	0,0
Nabycie instrumentów finansowych	0,0	0,0	-49,8
Nabycie instrumentów finansowych	0,0	0,0	10,1
Wpływy z tyt. sprzedaży inwestycji finansowych	0,0	17,4	0,0
Środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysponowania	-1,3	1,0	-0,6
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>197,7</b>	<b>-464,4</b>	<b>-199,9</b>
Wpływy z tytułu zaciągnięcia kredytów i pożyczek	348,9	541,2	294,4
Splata kredytów i pożyczek	-285,5	-213,9	-109,1
Splata pożyczek wobec jednostek powiązanych	0,0	0,0	0,0
Wypłaty na rzecz właścicieli	-49,0	-29,8	-46,9
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej</b>	<b>14,4</b>	<b>297,5</b>	<b>138,4</b>
<b>Zwiększenie (zmniejszenie) netto środków pieniężnych i ich ekwiwalentów</b>	<b>199,7</b>	<b>-36,3</b>	<b>-105,9</b>
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek roku	113,5	313,2	276,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu	313,2	276,9	171,1
Uzgodnienie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów			
- Środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysponowania	3,2	2,2	2,8
- Środki pieniężne w aktywach trwałych przeznaczonych do sprzedaży	-8,4	-17,7	-1,5
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty ujęte w sprawozdaniu na koniec okresu</b>	<b>308,0</b>	<b>261,4</b>	<b>172,4</b>

Źródło: Dane Spółki

W ciągu 2018 r. Spółka wygenerowała 38 mln EUR przychodu netto z tytułu najmu, a także 22 mln EUR z tyt. kontraktów budowlanych. Dodatkowo ze sprzedaży jednostek zależnych (sprzedaż projektu Metronom Business Center oraz Cooper&Soutwark) Emitent uwolnił 170 mln EUR gotówki. W tym samym czasie Spółka poniosła około 93 mln EUR kosztów operacyjnych (usługi budowlane, świadczenia pracownicze, usługi obce i inne) oraz 223 mln EUR kosztów związanych z kosztami budowy nieruchomości inwestycyjnych (koszty kapitalizowane przez co nie widniejące w rachunku wyników, ale będące odpływem gotówki). Dodatkowo Spółka otrzymała 10 mln zł dywidendy od jednostek JV, a także spłatę pożyczek od tych jednostek w kwocie 23 mln EUR. Skorygowany wynik operacyjny (nie uwzględniający niepieniężnych zmian jak aktualizacja wyceny i uwzględniający kapitalizowane koszty) wyniósł ok. -53 mln EUR. Po uwzględnieniu zakupu nieruchomości inwestycyjnej za 127 mln EUR kwota ta zmniejsza się do ok. -180 mln EUR.

W ciągu 2018 r. Spółka spłaciła 109 mln EUR kredytów i pożyczek i zaciągnęła 294 mln EUR nowych, a zapłacone koszty odsetkowe wyniosły 32 mln EUR. Dodatkowo Spółka dokonała zakupu udziałów w Cambridge Innovation Center za ok. 50 mln EUR, oraz dokonała wypłat dywidend do udziałowców w kwocie 47 mln EUR. Wszystkie powyższe transakcje (oraz nieopisane mniej istotne ruchy) sprawiły, że saldo gotówki spadło o około 106 mln EUR z 277 mln EUR na koniec 2017 r. do 171 mln EUR na koniec 4Q18 (z uwzględnieniem środków pieniężnych przypisanych do aktywów przeznaczonych do sprzedaży). Przy takim poziomie gotówki zadłużenie netto wyniosło 719,5 mln EUR, a wskaźnik dług netto/kapitały własne 0,57x.

W 2019 r. spodziewamy się istotnych przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej związanych z dezinwestycjami. Już dokonano sprzedaży projektu Twin City Tower (za kwotę 120 mln EUR) oraz Bem Palace (wartość księgowa 13 mln EUR), a do końca roku mogą jeszcze zostać sprzedane Twin City B i C, 20 Farringdon Street oraz trzy praskie projekty (które wg naszych szacunków mogą być łącznie sprzedane za ok. 310 mln EUR).

Biorąc pod uwagę zdolność Spółki do generowania przepływów pieniężnych oraz fakt, że wartość księgowa projektów generujących przychód wynosi obecnie ok. 895 mln EUR (bez uwzględnienia West Station I i II, którego zadłużenie nie jest prezentowane w bilansie Emitenta, ale z uwzględnieniem One Waterloo przeznaczonym do wyburzenia, jednak generującym obecnie przychód, oraz Twin City Tower, które co prawda zostało sprzedane w czerwcu, ale zadłużenie wg stanu na koniec 2018 r. wciąż obejmowało kredyt na ten projekt) uważamy, że sytuacja płynnościowa Spółki jest stosunkowo stabilna. Nawet w przypadku wymuszonej sprzedaży projektów (stosując *haircut*, czyli ostrożnościowy wskaźnik redukcji wartości, na poziomie 40%) Spółka powinna być w stanie sprzedać projekty generujące przychód za ok. 585 mln EUR (w kwocie tej uwzględniamy 120 mln EUR ze sprzedaży Twin City Tower) co powinno pozwolić na spłatę zobowiązań finansowych zapadających w przeciągu 3 lat (łącznie 397 mln EUR).

### *Inwestycje w start-upy*

W 1Q18 Spółka dokonała zakupu udziałów w spółce Cambridge Innovation Center (CIC) za kwotę ok. 50 mln EUR i równolegle podpisała z CIC umowę najmu 14 tys. m<sup>2</sup> powierzchni w biurowcu Varso 2, którą CIC będzie podnajmowało start-upom. Działalność CIC polega na tworzeniu społeczności start-upów, wynajmowanie im powierzchni i inkubowanie (pomoc w rozwoju, wsparcie w pozyskiwaniu kapitału).

Wcześniej, na przełomie 2016 i 2017 r. Spółka stworzyła dwa własne start-upy – HubHub i Origameo. Pierwszy skupia się na tworzeniu przestrzeni co-workingowej, co oznacza tworzenie przestrzeni biurowej oraz platformy spotkań dla przedsiębiorców. 8 oddziałów HubHub funkcjonuje w Warszawie, Bratysławie, Pradze, Budapeszcie i Londynie dysponując łącznie 21 tys. m<sup>2</sup> GLA.

Nie uważamy, aby start-upy były w stanie generować istotne zyski operacyjne kontrybuujące do skonsolidowanego wyniku. Emitent liczy raczej na efekty synergii, a mianowicie kontraktowanie pożądanego mixu najemców, których działalność będzie

przyciągała kolejne firmy i w efekcie zwiększała wycenę nieruchomości. Na ten moment, konserwatywnie nie przyjmujemy dodatnich efektów tej działalności.

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

**Data pierwszego udostępnienia raportu: 18.07.2019**

**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](mailto:kontakt@michaelstrom.pl).

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

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

Przed opublikowaniem raport został przekazany do Emitenta.

### Raport:

- skierowany jest 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](http://www.michaelstrom.pl) oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t. j. Dz. U. 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 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 powiązanym 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](http://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](http://www.michaelstrom.pl)**