

## Capital Park

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Capital Park („Capital Park”, „Spółka”) po wynikach za 6M19 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Strategią Spółki jest utrzymywanie nieruchomości na bilansie i generowanie przychodów z najmu powierzchni biurowej (funkcjonowanie w formule zbliżonej do REIT), co przekłada się na wyższe wskaźniki zadłużenia niż w przypadku deweloperów budujących nieruchomości z celem ich sprzedaży.
- W maju 2019 r. Madison International Realty LLC sfinalizował transakcję nabycia 66% udziałów Spółki i przejął nad nią kontrolę.
- Dług brutto Emitenta na koniec 2Q19 wyniósł 1 159mln zł, co przy stanie gotówki 115,5 mln zł przekłada się na dług netto wysokości 1 044 mln zł. Dług netto do aktywów na koniec 1H19 wyniósł 0,44x, a więc poniżej kowenantu ustanowionego na obligacjach (0,6x). Poziom długu netto do kapitałów własnych wyniósł 0,99x.
- Gros części kapitałowej kredytów (803 mln zł) przypada na okres po zapadalności obligacji, dlatego uważamy harmonogram spłat kredytów za korzystny dla obligatariuszy.
- Portfel nieruchomości Capital Park konsolidowany metodą pełną ma wartość bilansową 2,16 mld zł i składa się z 10 projektów. Do kluczowych aktywów Emitenta należą ukończone projekty Eurocentrum (906 mln zł) oraz Royal Wilanów (438 mln zł), a także Fabryka Norblina w budowie (obecnie 528 mln zł, docelowo 1,3 mld zł). Dodatkowo trzy projekty o łącznej wartości bilansowej 204 mln zł realizowane są w formule joint venture, które Spółka konsoliduje metodą praw własności.
- Spółka szacuje, że po 1H19 budowa Fabryki Norblina będzie wymagała jeszcze 615 mln zł nakładów i całość tych nakładów będzie finansowana kredytami bankowymi.
- Przez 6M19 Spółka wypracowała 47,4 mln zł zysku operacyjnego netto (NOI) oraz 20,1 mln zł środków z działalności operacyjnej (FFO).
- Spółka zakomunikowała, że toczą się negocjacje odnośnie sprzedaży projektu Eurocentrum, którego łączna powierzchnia najmu (GLA) wynosi 85 tys. m<sup>2</sup>, a obłożenie na koniec 2Q19 wyniosło 96%. Gdyby Spółka sprzedała projekt zgodnie z jego wartością księgową (906 mln zł) i spłaciła przypisane do niego zadłużenie wysokości 500 mln zł, to mogłaby uwolnić ok. 400 mln zł gotówki.

### PROFIL SPÓŁKI:

Inwestor i deweloper na rynku nieruchomości, głównie komercyjnych. Wynajmuje 8 projektów o pow. 149 tys. m<sup>2</sup>, z czego 2 największe w Warszawie mają łączną pow. 122 tys. m<sup>2</sup>. Wartość całego portfela to 2,16 mld zł, z czego 71% to projekty ukończone.

### Outstanding obligacji:

Serial	m EUR	YTM
CAP0320	2	n.d.
CAP0420	21,4	4,10%
CAP1220	15,1	4,53%
CAP0621	7	4,30%
Suma	45,5	

## Opis Spółki

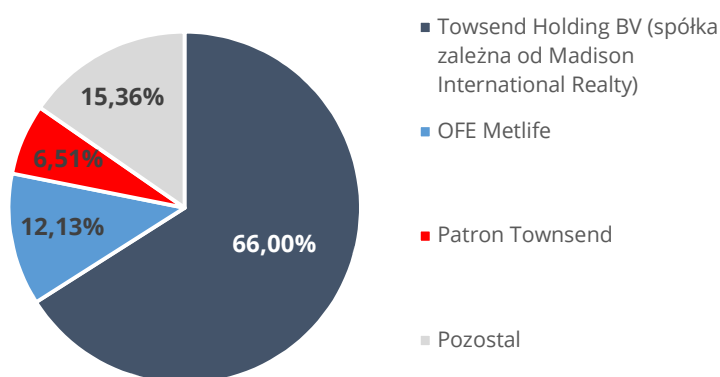
Grupa Kapitałowa Capital Park jest ogólnopolskim inwestorem i deweloperem na rynku nieruchomości, głównie komercyjnych, założonym w 2003 r. Strategia Capital Park koncentruje się przede wszystkim na budowie i wynajmowaniu nieruchomości, z czego w 1H19 spółka wygenerowała 64 mln zł przychodów z najmu. Na koniec 2Q19 Capital Park kontrolował lub współkontrolował portfel 13 nieruchomości o wartości bilansowej 2,4 mld zł i docelowej powierzchni 271 tys. m<sup>2</sup>. Kontrolowane w 100% inwestycje ukończone i wynajmowane (8 projektów) odpowiadały za 71% wartości bilansowej kontrolowanych w 100% nieruchomości inwestycyjnych, a ich powierzchnia wynosiła 149 tys. m<sup>2</sup>. Aż 87% wartości bilansowej portfela nieruchomości skoncentrowane jest w 3 warszawskich projektach: Eurocentrum, Royal Wilanów oraz Fabryka Norblina.

W marcu 2019 r., amerykański inwestor Madison International Realty LLC, podpisał wstępną umowę nabycia pakietu kontrolnego 65,99% udziałów w Capital Park od Patron Capital Partners, a w maju 2019 transakcja została sfinalizowana (przejmującym jest spółka Townsend Holding BC – spółka zależna od Madison International Realty), zaś w lipcu 2019 Madison zwiększył zaangażowanie do 66% poprzez wezwanie.

8 października 2019 r., Townsend Holding BV ogłosił wezwanie na pozostałe 34% akcji po cenie 5,84 zł za sztukę. Wezwanie nie ma bezpośredniego wpływu na sytuację finansową Emitenta, ponieważ nie jest to skup własny przez Spółkę, a transakcja dokonywana przez spółkę matkę.

Madison International Realty jest funduszem inwestującym w nieruchomości, który powstał w 2002 r. w USA. Fundusz działa na rynku amerykańskim ale jest też aktywny w Niemczech, UK, Norwegii, i ostatnio w Polsce (w 2016 roku transakcja nabycia 50% wieży Warsaw Spire od Ghelamco Invest Property Fund, a następnie odsprzedaży do Immofinanz w 2019 r.). Fundusz inwestuje zarówno w nieruchomości komercyjne (biura, centra handlowe) jak i mieszkaniowe. Dokonywane Inwestycje na ogół mieszczą się w przedziale 50-300 mln USD. Fundusz obecnie zarządza aktywami o wartości 3,6 mld USD (AUM), a Gross Asset Value wynosi 17,2 mld USD. Wśród istotnych transakcji funduszu w ostatnich latach można wymienić nabycie portfela 6 500 lokali mieszkalnych w Hiszpanii o wartości 870 mln EUR, transakcję (w formule joint venture z Oxford Properties) nabycia Sony Center w Berlinie za 1,1 mld (112 tys. m<sup>2</sup> GLA), a także sprzedaży w 2016 budynek Statoila w Oslo za 420 mln EUR.

Wykres 1: Akcjonariat Capital Park, stan na dzień 08.10.2019 r.



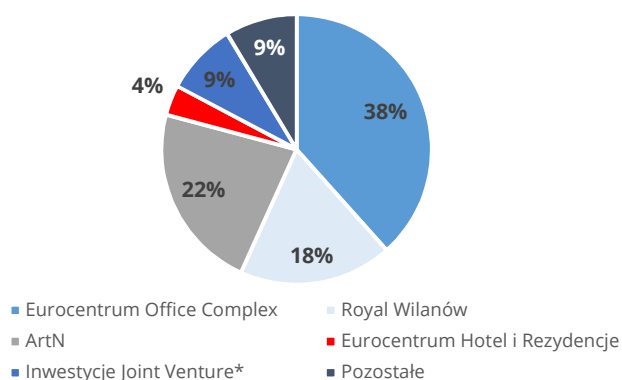
Źródło: Dane spółki

## Nieruchomości

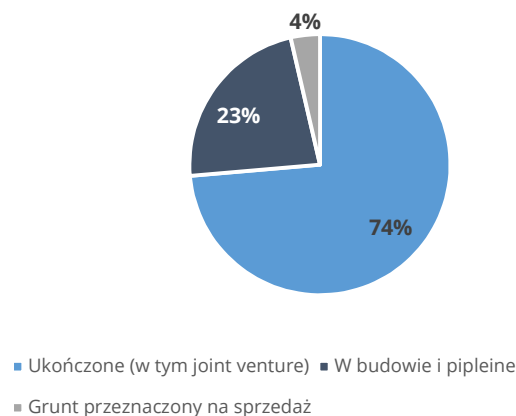
Strategią Spółki jest budowa, a następnie utrzymywanie nieruchomości komercyjnych na bilansie w celu generowania przychodów z najmu oraz ewentualna odsprzedaż projektów, aczkolwiek nie od razu po zakończeniu budowy i komercjalizacji, a w dłuższym horyzoncie czasowym. W związku z tym zadłużenie Spółki jest wyższe od innych deweloperów komercyjnych, ze względu na obsługę kredytów inwestycyjnych.

Łącznie w portfelu Capital Park znajduje się 13 nieruchomości (ukończone, w budowie i planowane, przeznaczone na sprzedaż, joint venture) biurowych, handlowych, mieszkaniowych, hotelowych oraz łączące ww. funkcje. Blisko 86% wartości portfela stanowią nieruchomości w Warszawie.

Wykres 2: Portfel nieruchomości wg wartości bilansowej



Wykres 3: Portfel nieruchomości wg wartości bilansowej



\*Pełna wartość bilansowa inwestycji

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

### Projekty ukończone

Na koniec 2Q19 spółka kontrolowała 8 ukończonych nieruchomości (kompleks Eurocentrum traktujemy jako 1 projekt) o łącznej powierzchni 149 tys. m<sup>2</sup> zlokalizowanych w 4 miastach – Warszawa, Gdańsk, Łódź, Bydgoszcz, z czego w Warszawie znajdowały się 4 projekty o łącznej powierzchni 126 tys. m<sup>2</sup>. Średnioważona długość zawartych umów (WAULT) na ukończonych projektach wyniosła 4,6 roku na koniec 2Q19. Średnioważone obłożenie ukończonych budynków wynosiło 94%, a zysk operacyjny netto (NOI) wypracowany przez 6M19 wyniósł 47 mln zł.

Emitent szacuje, że roczne docelowe NOI ukończonych projektów wynosi ok 104 mln zł. Przez 6M19 Emitent wypracował 47,4 mln zł NOI co oznacza, że obecne NOI jest bliskie docelowemu.

Do najważniejszych ukończonych projektów należą kompleks Eurocentrum oraz Royal Wilanów.

### Eurocentrum

Kompleks Eurocentrum składa się obecnie z 3 połączonych ze sobą budynków: Alfa, Beta&Gamma oraz Delta. Nieruchomość usytuowana jest w Warszawie przy Al. Jerozolimskich w pobliżu Dworca Zachodniego. Budynki mają charakter biurowy z niewielkim udziałem lokali usługowo-handlowych na parterze. Łączna powierzchnia użytkowa kompleksu wynosi obecnie 85 tys. m<sup>2</sup> i stanowi aż 57% powierzchni ukończonych projektów Spółki. Obłożenie projektu osiągnęło poziom 96% wg stanu na koniec 2Q19. Roczne potencjalne NOI generowane przez kompleks Emitent szacuje na 60 mln zł, co przy obecnym obłożeniu i średniej ważonej stopie kapitalizacji 6,44% dla kompleksu Eurocentrum, implikuje wartość bilansową na poziomie 906 mln zł, czyli odpowiednio 59%

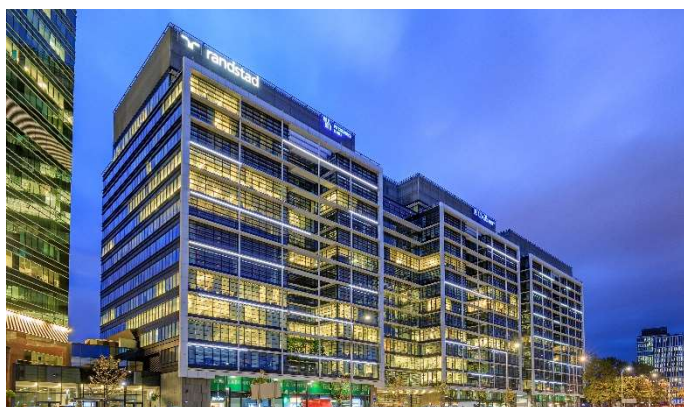
wartości nieruchomości ukończonych, 38% portfela nieruchomości ogółem i 37% sumy bilansowej spółki. Średnioważona długość zawartych umów w Eurocentrum wyniosła 3,9 roku wg stanu na koniec 2Q19.

Emitent wydał komunikat, w którym poinformował o trwających negocjacjach odnośnie sprzedaży projektu, ale nie ujawnił dalszych szczegółów. Spodziewamy się, że kwota sprzedaży powinna oscylować w okolicach obecnej wartości księgowej projektu, czyli ok. 900 mln zł.

Wartość kredytów bankowych przypisanych do projektu wynosi 500 mln zł, co implikuje LTV na poziomie 55% (uwzględniając obecną wycenę księgową kompleksu). W przypadku sprzedaży projektu Spółka mogłaby uwolnić ok. 400 mln zł gotówki.

Bezpośrednio obok kompleksu Eurocentrum Spółka posiada grunt Eurocentrum Hotel i Rezydencje (wcześniej Crowne), którego wycena księgowa wynosi 85,5 mln zł. Spółka miała już podpisaną wstępną umowę sprzedaży gruntu za kwotę 85,5 mln zł, ale nabywca odstąpił od niej. Spodziewamy się, że Emitent będzie dążył do sprzedaży nieruchomości gruntowej.

*Obraz 1: Eurocentrum Beta, Gamma i Delta*



*Źródło: Dane spółki*

### **Royal Wilanów**

Royal Wilanów jest budynkiem biurowo-handlowym o łącznej powierzchni 37 tys. m<sup>2</sup>, który stanowi 25% łącznej powierzchni użytkowej w portfelu spółki wśród ukończonych inwestycji. Na 29,4 tys. m<sup>2</sup> znajdują się biura, a na parterze o powierzchni użytkowej 7,2 tys. m<sup>2</sup> – sklepy i lokale usługowe. Royal Wilanów zlokalizowany jest w Warszawie, przy skrzyżowaniach Klimczaka, Przyczółkowej i Wilanowskiej w dzielnicy Wilanów. Inwestycja została oddana do użytku w 3Q15, a na koniec 2Q19 jej obłożenie wynosiło 96%. Średnioważona długość zawartych umów na Royal Wilanów wyniosła 4 lata na koniec 2Q19.

Emitent szacuje roczne potencjalne NOI na poziomie 28 mln zł, co przy założonej stopie kapitalizacji 6,5% implikuje wartość księgową inwestycji na poziomie 434 mln zł, czyli odpowiednio 28% nieruchomości ukończonych, 18% portfela nieruchomości ogółem i 18% sumy bilansowej spółki.

Zadłużenie finansowe przypisane do projektu wynosi 248 mln zł wg stanu na koniec 2Q19, co implikuje LTV na poziomie 57%.

Obraz 2: Royal Wilanów



Źródło: Dane spółki

Obraz 3: Fabryka Norblina



Źródło: Dane spółki

## **W budowie**

### **Fabryka Norblina**

Najważniejszym obiektem będącym w budowie jest Fabryka Norblina, który będzie budynkiem wielofunkcyjnym o powierzchni 67 tys. m<sup>2</sup>. Projekt zlokalizowany jest w Warszawie przy ulicy Żelaznej, pomiędzy rondem Daszyńskiego i rondem ONZ. Trwa obecnie budowa budynku, a jej zakończenie zaplanowane jest w 2Q21. Planowana powierzchnia stanowić będzie 25% łącznej powierzchni portfela Spółki projektów ukończonych oraz planowanych.

Na koniec 2Q19 Capital Park ma umowy pre-lease z najemcami implikujące obciążenie na poziomie 37% powierzchni. Wartość bilansowa Fabryki Norblina wynosi aktualnie 528 mln zł. Capital Park oczekuje, że nieruchomość będzie generować NOI na poziomie 65 mln zł rocznie oraz zakłada stopę kapitalizacji na poziomie 5,1%, co implikuje docelową wartość nieruchomości w wysokości blisko 1,3 mld zł. Spółka szacuje, że budowa projektu pochłonie jeszcze blisko 615 mln zł (kwota ta obejmuje również koszty odsetkowe kredytu), z czego całość będzie pokryta z kredytów od Pekao SA i EBI – Spółka nie będzie już ponosić wkładu własnego.

### **Joint Venture**

Spółka prowadzi również 3 inwestycje w ramach struktur Joint Venture: ETC Swarzędz (centrum handlowe) we współpracy z Akron Group oraz drugi etap projektu Rezydencje Pałacowa (24 domy mieszkalne, z czego 19 zostało już sprzedanych), a także Vis à Vis Wilanów we współpracy z Real Management. Łączna wartość zaangażowania (udziały oraz udzielone pożyczki) w tych JV w skonsolidowanym bilansie Capital Park wynosi 58 mln zł.

### **Fundusze REIA**

Dodatkowo w oparciu o posiadane inwestycje Capital Park utworzył nieruchomościowy fundusz dywidendowy REIA FIZAN w 2013r. (obecnie 39 nieruchomości zlokalizowane w 26 miastach Polski) oraz REIA II FIZAN w 2017 r. (obecnie 8 inwestycji w sześciu miastach). W związku ze zmianami w zarządach spółek celowych, na podstawie MSSF10 Spółka postanowiła iż, począwszy od sprawozdania za 1Q19 przestanie konsolidować fundusze oraz wchodzące w ich skład spółki celowe, a wartość certyfikatów ujmowana jest w pozycji „pozostałe aktywa finansowe w wartości godziwej”. Udział Capital Parku w funduszach wynosi kolejno 19% i 15%, a ich łączna wartość księgowa na koniec 2Q19 wynosi 22,3 mln zł. Rocznie fundusze REIA wypłacają do Capital Parku ok. 600 tys. zł dywidendy.



Tabela 1: Portfel nieruchomości

Nieruchomosci	Miasto	GLA (tys. m2)	Obłożenie (30/06/2019)	Wartość księgowa z wyłączeniem MSSF 16 (mln zł)	Wartość docelowa (mln zł)	Yield	WAULT	Zadłużenie finansowe	Docelowe NOI (mln zł)	Nakłady do poniesienia po H1 2019 (mln zł)	Udział w projekcie
<b>INWESTYCJE UKOŃCZONE</b>											
Eurocentrum Office Complex	Warszawa	85	96%	906	929	6,44%	3,9	500	60	13	100%
<i>Beta, Gamma</i>		45	97%	483	493	6,25%			31	4	
<i>Delta</i>		27	99%	310	319	6,25%			20	7	
<i>Alfa</i>		14	90%	112	117	7,75%			9	2	
Royal Wilanów	Warszawa	37	96%	434	438	6,50%	4,0	248	28	2	100%
Galeria Zaspą	Gdańsk	9	93%	64	65	7,75%	4,3	38	5	0	100%
Hampton by Hilton Old Town Gdańsk	Gdańsk	9	100%	63	63	8,50%	16,5	50	5	0	100%
Vis à Vis Łódź	Łódź	6	55%	34	34	8,00%	2,8	25	3	0	100%
Warszawa Belgradzka	Warszawa	4	63%	27	27	7,25%	6,6	18	2	0	100%
Warszawa KEN	Warszawa	<1	100%	5	5	7,25%	3,1	-	<1	0	100%
Bydgoszcz Krasieńskiego	Bydgoszcz	<1	100%	1	1	7,25%	0,2	-	<1	0	100%
<b>Suma</b>		<b>149</b>	<b>94%</b>	<b>1 534</b>	<b>1 562</b>		<b>4,6</b>	<b>880</b>	<b>104</b>	<b>15</b>	
<b>PROJEKTY W BUDOWIE I PIPELINE</b>											
Fabryka Norblina	Warszawa	67	37%	528	1 267	5,10%	n/a	25	65	615	100%
Pozostałe	3 Miasta	1	-	9	9	-	n/a	-	-	0	100%
<b>Suma</b>		<b>68</b>		<b>537</b>	<b>1 276</b>		<b>n/a</b>	<b>25</b>	<b>65</b>	<b>615</b>	
<b>INWESTYCJE PRZEZNACZONE NA SPRZEDAŻ</b>											
Eurocentrum Hotel i Rezydencje	Warszawa	28	33%	85	333	5,80%	n/a	-	7	0	100%
<b>Suma</b>		<b>28</b>		<b>85</b>	<b>333</b>				<b>7</b>	<b>0</b>	
<b>SUMA - inwestycje konsolidowane metodą pełną</b>		<b>245</b>		<b>2156</b>	<b>3171</b>		<b>4,6</b>	<b>905</b>	<b>176</b>	<b>630</b>	
<b>INWESTYCJE JOINT VENTURE</b>											
ETC Swarzędz	Swarzędz	20	88%	150	154	7,25%	4,9	117	11	3	50%
Vis à Vis Wilanów	Warszawa	4	100%	40	40	7,25%	4,9	19	3	0	66%
Rezydencje Pałacowa II	Warszawa	1	79%	14	14	n/a	n/a	-	-	0	66%
<b>Suma</b>		<b>25</b>		<b>204</b>	<b>208</b>		<b>4,9</b>	<b>136</b>	<b>14</b>	<b>3</b>	
<b>ŁĄCZNIE</b>		<b>271</b>	<b>93%</b>	<b>2 360</b>	<b>3 379</b>		<b>4,6</b>	<b>1041</b>	<b>189</b>	<b>633</b>	

Źródło: Dane spółki, szacunki DM Michael/Ström

## *Analiza Finansowa*

### **Dekonsolidacja REIA**

Począwszy od 1Q 2019 Grupa nie konsoliduje funduszy REIA FIZAN i REIA II FIZAN. Uważamy, że jest to poprawne podejście ponieważ, Spółka posiada jedynie proporcjonalny do udziałów kapitałowych (kolejno 19% i 15%) udział w zyskach funduszy oraz nie odpowiada swoim majątkiem za zobowiązania funduszy. Począwszy od 1Q19 udziały w funduszach są wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy, co oznacza, że udziały na bilansie są prezentowane w wartości godziwej, a zmiany tej wartości są ujmowane jako zysk lub strata w rachunku wyników.

Nie nastąpiła zmiana polityki rachunkowości, w związku z tym nie dokonano przekształcenia danych porównawczych a jedynie zmieniono prezentację. Oznacza to, że dane porównawcze na koniec 4Q18 (dla bilansu) i za 6M18 (dla rachunku wyników) zawierają pełne wyniki funduszy REIA, a dane na koniec 2Q19 są z tych wyników oczyszczone.

Wpływ dekonsolidacji na sprawozdanie finansowe Emitenta był następujący:

- Spadek wartości nieruchomości o 312 mln zł
- Spadek udziałów niekontrolujących o 115 mln zł
- Spadek długu finansowego o 186 mln zł
- Wzrost pozostałych aktywów finansowych w wartości godziwej o 22 mln zł.

W 2018 r. całoroczny przychód z najmu z nieruchomości w strukturach FIZ wynosił 28,6 mln zł, więc można spodziewać się analogicznego spadku przychodu z najmu w obecnym roku.

Fundusze REIA wypłacają do Spółki ok. 600 tys. zł dywidend rocznie.

### **MSSF 16**

Od 1 stycznia 2019 r. zgodnie z nowym standardem MSSF 16, który znosi klasyfikację leasingu operacyjnego i finansowego leasingobiorca musi kapitalizować zobowiązania leasingowe na bilansie. Jako leasing traktowane jest użytkowanie wieczyste gruntów. Wdrożenie MSSF 16 spowodowało rozpoznanie w aktywach użytkowania wieczystego, którego dodatni wpływ na wartość nieruchomości po stronie aktywów wyniósł 49,5 mln zł, a po stronie pasywów rozpoznanono przyszłe opłaty z tyt. wieczystego użytkowania jako zobowiązania z tyt. leasingu w kwocie również 49,5 mln zł. Zmiana spowodowała wzrost sumy bilansowej, ale jest bez wpływu na wynik Spółki.

## Bilans

	2017	2018	HY19	zmiana	zmiana%
Nieruchomości inwestycyjne	2 174 397	2 360 158	2 119 181	-240 977	-10%
Inwestycje w jednostki współkontrolowane	42 675	54 176	58 076	3 900	7%
Pozostałe aktywa finansowe w FVPL	2649	695	25 539	24 844	3575%
Pozostałe aktywa finansowe w zamortyzowanym koszcie	0	0	5 000	5 000	
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	26 661	3 344	3 620	276	8%
Pozostałe aktywa trwałe	2 243	1 989	1 720	-269	-14%
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>2 248 625</b>	<b>2 420 362</b>	<b>2 213 136</b>	<b>-207 226</b>	<b>-9%</b>
Zapasy					
Pozostałe należności i pozostałe aktywa obrotowe	14 561	16 628	14 899	-1 729	-10%
Należności handlowe	11 944	16 102	8 315	-7 787	-48%
Pozostałe aktywa finansowe w FVPL	918	0	860	860	
Pozostałe aktywa finansowe w zamortyzowanym koszcie	6 499	6 477	6 177	-300	-5%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	193 326	110 338	115 503	5 165	5%
Aktywa dostępne do sprzedaży		0	85 490	85 490	
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>227 248</b>	<b>149 545</b>	<b>231 244</b>	<b>81 699</b>	<b>55%</b>
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>2 475 873</b>	<b>2 569 907</b>	<b>2 444 380</b>	<b>-125 527</b>	<b>-5%</b>
Kapitał zakładowy	106 484	107 495	107 495	0	0%
Kapitał zapasowy ze sprzedaży akcji powyżej ceny nominalnej	858 320	797 655	778 139	-19 516	-2%
Pozostałe kapitały	6 352	71 256	73 420	2 164	3%
Kapitał rezerwowany z tytułu niezarejestrowanego kapitału zakładowego i zapasowego	45		839	839	
Różnice kursowe z przeliczenia	2 294	5 019	5 029	10	0%
Niepodzielony wynik finansowy	-77 758	-91 888	12 968	104 856	-114%
Wynik finansowy bieżącego okresu	-14 130	85 339	80 546	-4 793	-6%
Udziały niekontrolujące	114 918	114 904	0	-114 904	-100%
<b>Kapitały własne</b>	<b>996 525</b>	<b>1 089 780</b>	<b>1 058 436</b>	<b>-31 344</b>	<b>-3%</b>
<b>Kapitał akcji większościowych</b>	<b>881 607</b>	<b>974 876</b>	<b>1 058 436</b>	<b>83 560</b>	<b>9%</b>
Kredyty bankowe wyceniane w zamortyzowanym koszcie	1 010 575	1 089 419	926 952	-162 467	-15%
Inne zobowiązania finansowe wyceniane w FVPL	4232	5157	13 439	8 282	161%
Zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji	156 231	192 758	92 497	-100 261	-52%
Zobowiązania z tyt. leasingów		0	47 491	47 491	
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	11 357	19 776	17 589	-2 187	-11%
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	132 336	110 026	121 789	11 763	11%
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>1 314 731</b>	<b>1 417 136</b>	<b>1 219 757</b>	<b>-197 379</b>	<b>-14%</b>
Kredyty bankowe wyceniane w zamortyzowanym koszcie	82 992	30 810	24 171	-6 639	-22%
Inne zobowiązania finansowe wyceniane w FVPL	252	162	2 646	2 484	1533%
Zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji	53 603	12 395	99 464	87 069	702%
Zobowiązania z tyt. leasingów		0	2 042	2 042	
Zobowiązania handlowe	16 647	7 631	17 363	9 732	128%
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	11 123	11 993	20 501	8 508	71%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>164 617</b>	<b>62 991</b>	<b>166 187</b>	<b>103 196</b>	<b>164%</b>
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>2 475 873</b>	<b>2 569 907</b>	<b>2 444 380</b>	<b>-125 527</b>	<b>-5%</b>
Dług brutto*	1 307 885	1 330 701	1 159 169	-171 532	-13%
Dług netto	1 114 559	1 220 363	1 043 666	-176 697	-14%
Dług netto / Kapitały własne	1,12	1,12	0,99	-0,13	-12%
Dług netto / Kapitały własne większościowych	1,26	1,25	0,99	-0,27	-21%
Dług netto / Aktywa	0,45	0,47	0,44	-0,04	-8%

Źródło: Dane spółki, szacunki DM Michael/Ström

\*Dług brutto, dług netto i oparte na nich wskaźniki nie uwzględniają zobowiązań leasingowych z tyt. wieczystego użytkowania gruntów wyodrębnionych zgodnie z IFRS 16; w przypadku wskaźnika długu nett/aktywa również po stronie aktywów odejmujemy wartość umów wieczystego użytkowania.



## **Aktywa**

Suma bilansowa Capital Park na koniec 1H19 wyniosła 2,44 mld zł, czyli 5% mniej niż na koniec 2018 r. Aktywa spółki w 87% składały się z nieruchomości inwestycyjnych (2,1 mld zł). Stan gotówki na koniec 2Q19 wynosił 115,5 mln zł (+5% vs 4Q18). Capital Park wykazuje na swoim bilansie inwestycje w jednostki współkontrolowane o wartości 58 mln zł, które obejmują udziały, udział w zysku i stracie oraz udzielone pożyczki w ramach projektów JV – ETC Swarzędz, Rezydencje Pałacowa oraz Vis à Vis Wilanów.

Nieruchomości inwestycyjne zmalały na koniec 2Q19 względem końca 4Q18 o 241 mln zł (-10%) na co wpływ miały następujące czynniki:

- 312 mln zł; dekonsolidacja funduszy REIA
- 22 mln zł; sprzedaż projektów (grunt na Mazurach)
- 22 mln zł; różnice kursowe
- +95 mln zł; aktualizacja wyceny (głównie w związku z postępami w komercjalizacji oraz uzyskaniem prawomocnego pozwolenia na budowę na Eurocentrum Hoteli i Rezydencje oraz uzyskania przedwstępnej umowy nabycia tego projektu)
- +56 mln zł; poniesione nakłady inwestycyjne
- +50 mln zł; wdrożenie MSSF 16 „Leasing” spowodowało rozpoznanie w aktywach użytkowania wieczystego – analogiczna kwota 50 mln zł powstała po stronie zobowiązań.

## **Pasywa**

Kapitał własny Capital Park na koniec 2Q19 wyniósł 1 058 mln zł i wzrósł o 84 mln zł (9%) względem 4Q18 (kapitał akcji większościowych). Począwszy od 1Q19 Spółka nie konsoliduje funduszy REIA w związku z czym w kapitale własnym nie ma udziałów niekontrolujących. Na koniec 4Q18 łącznie kapitały własne Emitenta wynosiły 1 053 mln zł, ale 116 mln zł dotyczyło udziałów niekontrolujących.

Głównym składnikiem zobowiązań Spółki są zobowiązania finansowe. Łączny dług brutto wyniósł 1 159 mln zł wg stanu na koniec 2Q19 i spadł o 171,5 mln zł (-13%) względem 4Q18, przy czym zgodnie z prezentacją inwestorską Emitenta dekonsolidacja funduszy REIA zmniejszyła dług finansowy o 186 mln zł, co oznacza, że faktycznie dług brutto przypisany działalności Emitenta wzrósł o 15 mln zł (+1%).

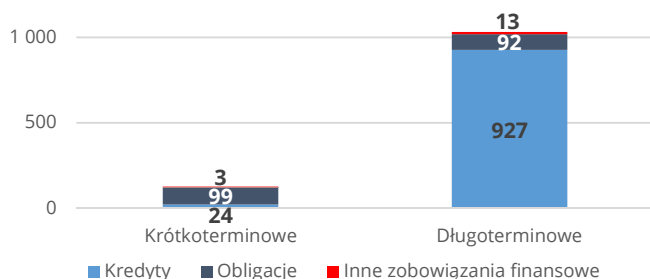
Do istotnych składników zobowiązań należą jeszcze zobowiązania leasingowe z tyt. leasingów wynoszące 49,5 mln zł wg stanu na koniec 2Q19 (skapitalizowana wartość opłat za wieczyste użytkowanie, której nie traktujemy jako zobowiązanie finansowe), oraz rezerwy z tyt. odroczonego podatku dochodowego, które wyniosły 122 mln zł i wzrosły o 11,7 mln zł (11%) względem 4Q18.

## **Zadłużenie**

Tak jak wspomniano powyżej, na koniec 2Q19 zadłużenie brutto Spółki wyniosło 1 159 mln zł, a po uwzględnieniu posiadanej gotówki zadłużenie netto Capital Park wyniosło 1 044 mln zł (spadek o 14% r/r) i implikowało wskaźnik długu netto do kapitałów własnych na poziomie 0,99x wobec 1,12x na koniec 4Q18. Stosunek zadłużenia netto do aktywów Spółki wyniósł na koniec 2Q19 0,44x (0,47x na koniec 4Q18). Gdyby jednak wyłączyć fundusze REIA na koniec 4Q18 to szacowany wskaźnik długu netto do kapitałów własnych w okresie porównawczym wyniósł 1,07x a wskaźnik długu netto do aktywów 0,47x.

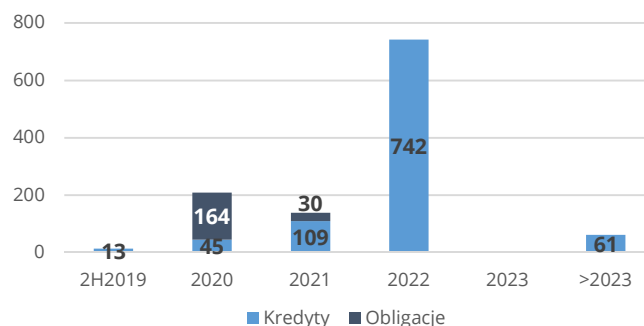
Najważniejszy składnik zobowiązań finansowych stanowią kredyty projektowe (78%), następnie obligacje (17%) i kredyty wielocelowe (5%).

Wykres 4: Struktura zadłużenia bilansowego wg stanu na 30.06.2019 (mln zł)



Źródło: Dane Spółki

Wykres 5: Zapadalność zadłużenia (wartości nominalne) wg stanu na 30.06.2019 (mln zł)



Źródło: Dane Spółki

Na powyższym Wykresie 5 widać, że w 2022 roku następuje spiętrzenie zapadalności zadłużenia finansowego. Jednak z widocznych 742 mln zł, aż 474 mln zł dotyczy raty balonowej kredytu inwestycyjnego dla projektu Eurocentrum, a 228 mln zł dla projektu Royal Wilanów. Obecnie trwają negocjacje odnośnie sprzedaży projektu Eurocentrum i zakładamy, że w przypadku sprzedaży nastąpi spłata całości zadłużenia do niego przypisanego. W przypadku braku sprzedaży spodziewamy się zmiany harmonogramu płatności kredytu przez finansujące banki i przesunięcia spłaty raty balonowej. Analogiczna sytuacja dotyczy projektu Royal Wilanów. W przypadku tego typu finansowania *project finance* jest to standardowy zapis umów kredytowych – jeżeli kredytobiorca spłaca regularnie raty kredytowe, banki w przypadku braku sprzedaży projektu na ogół wydłużają spłatę raty balonowej np. o 5 lat do momentu aż projekt zostanie sprzedany.

Tabela 2: Zestawienie obligacji emitenta

	J* (CAP0320)	K, L (CAP0420)	M (CAP1220)	N (CAP0621)
Wartość emisji (mln EUR)	2 EUR	21,4 EUR	15,1 EUR	7 EUR
Wartość nominalna (EUR)	100 EUR	100 EUR	100	100 EUR
Dzień wykupu	17.03.2020	27.04.2020	21.12.2020	18.06.2021
Stopa referencyjna	stałe	stałe	stałe	stałe
Marża	3,75%	4,1%	4,1%	4,3%
Cena zamknięcia	n.d.	100	99,5	100
Rentowność do wykupu (YTM) brutto	n.d.	4,10%	4,53%	4,30%
Zabezpieczenie	nie	nie	nie	nie
Kowenant dług netto/aktywa		0,6	0,6	0,6
Prawo spółki do przedterminowego wykupu	tak	tak	tak	tak

\*Obligacje nienotowane na Catalyst

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

**Rachunek zysków i strat i rachunek przepływów pieniężnych**

	2017	2018	HY18	HY19	zmiana	zmiana%
Przychody z wynajmu podstawowego	125 758	145 836	70 298	64 060	-6 238	-9%
Koszty bezpośrednio związane z nieruchomościami	-32 689	-37 256	-18 482	-16 612	1 870	-10%
<b>Zysk operacyjny netto</b>	<b>93 069</b>	<b>108 580</b>	<b>51 816</b>	<b>47 448</b>	<b>-4 368</b>	<b>-8%</b>
Pozostałe przychody, w tym z tytułu usług zarządzania	1 529	2 610	1 286	1 817	531	41%
Zysk/Strata ze sprzedaży nieruchomości	221				0	
Koszty funkcjonowania spółek celowych	-6 296	-6 057	-2 553	-2 581	-28	1%
Koszty ogólnego zarządu	-11 370	-8 362	-3 791	-12 241	-8 450	223%
Koszty remontów i napraw nieruchomości	-802	-733	-192	-34	158	-82%
Koszty wyceny programu motywacyjnego	-1 718	-5 609	-1 334	-2 228	-894	67%
Zyski/straty z aktualizacji wyceny nieruchomości	-84 723	79 198	104 873	72 998	-31 875	-30%
Pozostałe koszty	-3 558	-652	-1 016	-214	802	-79%
Udział w zysku/stracie jednostek wycenianych metodą praw własności	8 678	2 977	524	2 265	1 741	332%
Zyski/straty ze sprzedaży jednostek zależnych				3 960	3 960	
Zyski/straty z utraty kontroli nad jednostkami zależnymi				4 442	4 442	
<b>Zysk/Strata z działalności operacyjnej</b>	<b>-4 970</b>	<b>171 952</b>	<b>149 613</b>	<b>115 632</b>	<b>-33 981</b>	<b>-23%</b>
Przychody z tytułu dywidend				249	249	
Przychody z tytułu odsetek	2 183	2 645	1 258	2 015	757	60%
Koszty odsetek	-40 093	-40 954	-19 143	-18 298	845	-4%
Pozostałe przychody i koszty finansowe	46 727	-37 099	-51 927	1 154	53 081	-102%
<b>Zysk/Strata przed opodatkowaniem</b>	<b>3 847</b>	<b>96 544</b>	<b>79 801</b>	<b>100 752</b>	<b>20 951</b>	<b>26%</b>
Podatek dochodowy	-25 754	-5 466	-20 651	-20 206	445	-2%
<b>Zysk/Strata netto</b>	<b>-21 907</b>	<b>91 078</b>	<b>59 150</b>	<b>80 546</b>	<b>21 396</b>	<b>36%</b>
Różnice kursowe z wyceny jednostek działających za granicą	7 712	2 725	-269	10	279	-104%
Suma dochodów całkowitych	<b>-14 195</b>	<b>93 803</b>	<b>58 881</b>	<b>80 556</b>	<b>21 675</b>	<b>37%</b>
Zysk/Strata netto przypadający na akcjonariuszy spółki dominującej	<b>-14 130</b>	<b>85 339</b>	<b>54 099</b>	<b>80 546</b>	<b>26 447</b>	<b>49%</b>
Zysk/Strata netto przypadający na udziałowców niesprawujących kontroli	<b>-7 777</b>	<b>5 739</b>	<b>5 051</b>	<b>0</b>	<b>-5 051</b>	<b>-100%</b>
<b>FFO</b>	<b>38 220</b>	<b>57 077</b>	<b>27 666</b>	<b>20 143</b>	<b>-7 523</b>	<b>-27%</b>
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	86 099	106 249	47 549	48 468	1 093	2%
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-89 048	-115 089	-55 153	-44 538	10 441	-19%
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	39 725	-74 148	-52 995	1 235	54 230	-102%
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>36 776</b>	<b>-82 988</b>	<b>-60 599</b>	<b>5 165</b>	<b>65 764</b>	<b>-109%</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki DM Michael/Ström

## **Przychody**

Capital Park uzyskuje przychody z tytułu wynajmu nieruchomości komercyjnych, a łączne przychody przez 6M19 wyniosły 64 mln zł i były wyższe od analogicznego okresu zeszłego roku o 6,2 mln zł (-9%), ale gdyby zdekonsolidować fundusze REIA w okresie porównawczym to przychody wzrosły o 8,1 mln zł (14%). Należy pamiętać, że praktycznie całość przychodów Spółki jest otrzymywana w EUR, ale raportowana w polskich złotych przez co prezentowane wyniki Spółki są podatne na zmiany kursów walutowych. Z drugiej strony główny składnik pasywów, czyli kredyty oraz obligacje są również zaciągnięte w EUR, więc działalność Spółki nie jest narażona operacyjnie na ryzyko walutowe (naturalny hedging), a jedynie prezentacja wyników jest podatna na zmiany kursu. Przychody wyrażone w EUR spadły z 16,6 mln EUR do 14,9 mln EUR (-10%). Prezentowany w sprawozdaniu spadek przychodów jest spowodowany dekonsolidacją funduszy REIA, które przez 6M19 wygenerowały 14 mln zł przychodu i 28 mln zł w całym 2018 r. Z drugiej strony nastąpiły postępy w komercjalizacji budynków i wzrost czynszów, który zmitygował wpływ dekonsolidacji.

## **Zysk operacyjny netto z wynajmu nieruchomości**

Zysk operacyjny netto (NOI) w 1H19 wyniósł 47,4 mln zł i był niższy o 8% od zaraportowanego w 1H18, co jest spadkiem analogicznym do spadku przychodów i jest związane głównie z dekonsolidacją funduszy REIA. Porównując dane zdekonsolidowane, NOI wzrosło o 7,6 mln zł. Koszty bezpośrednio związane z nieruchomościami wynosiły 16,6 mln zł i stanowiły 26% przychodów (również 26% w analogicznym okresie roku poprzedniego, a w przypadku danych nie uwzględniających funduszy REIA 29%).

## **Zysk netto, FFO**

W 1H19 Capital Park wykazał zysk netto na poziomie 80,5 mln zł, który był wyższy aż o 26,4 mln zł (49%) w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego jednak różnica wynika głównie z ujemnych różnic kursowych wykazanych przez 6M18 (-51,8 mln zł). Przez 6M19 Spółka wykazała dodatnie różnice kursowe w kwocie 12,6 mln zł).

Za bardziej wiarygodny miernik rentowności w przypadku deweloperów komercyjnych powszechnie uważany jest FFO (Funds From Operations), który eliminuje wpływ „nie-cashowych” elementów rachunku wyników, takich jak aktualizacja wyceny nieruchomości, czy różnice kursowe. Wygenerowane w 1H19 FFO wyniosło 20,1 mln zł co oznacza spadek o 8 mln zł (28%) w porównaniu z 1H18, a w porównaniu do danych z wyłączeniem funduszy REIA o 0,6 mln zł (3%). FFO bez funduszy REIA za cały 2018 r. wyniosło 44,7 mln zł.

Powodem gorszego wyniku FFO jest fakt, iż przez 6M19 Spółka poniosła istotne koszty ogólnego zarządu (12,2 mln zł vs 3,8 mln zł przez 6M18 i 8,4 mln zł w całym 2018 r.) co wynika z kosztów związanych z pozyskaniem nowego inwestora (koszty due dilligence, koszty prawne). Uważamy, że koszty te miały charakter jednorazowy i FFO w kolejnych kwartałach powinno być wyższe – na poziomie ok. 13-14 mln zł, a nie 10 mln zł jak to było w 1Q19 i 2Q19.

Z drugiej strony Spółka planuje sprzedaż projektu Eurocentrum, który odpowiada (wg naszych kalkulacji) za ok. 60% NOI generowanego przez Spółkę. Zakładając spadek NOI o 60%, spadek kosztów odsetkowych (w związku ze spłatą zadłużenia przypisanego do Eurocentrum) o ok. 2,5 mln zł kwartalnie i poziom kosztów ogólnego zarządu na poziomie ok. 2-3 mln zł kwartalnie, kwartalne FFO może osiągnąć wartości ok 2-3 mln zł. Dodatkowo należy pamiętać, że będzie rosło wykorzystanie kredytu budowlanego dla projektu Fabryka Norblina, jednak koszty odsetkowe tego kredytu będą kapitalizowane.

Zakładamy, że w przypadku sprzedaży projektu Eurocentrum, do momentu zakończenia budowy projektu Fabryka Norblina w 2Q21, FFO będzie na poziomie 2-3 mln zł kwartalnie (chyba, że Spółka zdecydowałaby się na kupno gotowego projektu za gotówkę uwolnioną ze sprzedaży Eurocentrum, ale póki co Spółka raczej nie dokonywała takich transakcji). Według naszej oceny Fabryka Norblina przy pełnym wynajęciu projektu powinien generować podobne NOI do projektu Eurocentrum (ok. 65 mln rocznie), więc można zakładać, że od 2022 r. *ceteris paribus* poziom FFO powinien wrócić do poziomu ok. 12-14 mln zł kwartalnie.

## *Potencjał do generowania gotówki i oczekiwane przepływy pieniężne*

Ponieważ poziom komercjalizacji projektów Spółki na dzień 30.06.2018 r. wynosił 94%, uważamy, że Spółka osiągnęła poziom przychodów bliski maksymalnemu dla obecnego portfela nieruchomości. Według naszych kalkulacji kwartalne przychody powinny kształtować się na poziomie ok. 32 mln zł, NOI na poziomie ok. 24 mln zł, a FFO na poziomie ok. 13 mln zł.

Na koniec 2Q19 wartość księgowa ukończonych projektów kontrolowanych przez Spółkę (bez joint venture i bez uwzględnienia IFRS 16) wynosiła 1 534 mln zł, a zadłużenie finansowe netto wynosiło łącznie 1 044 mln zł, co implikuje wartość LTV, liczonego jako wartość długu netto do wartości księgowej ukończonych projektów, wyniosła 68%. Gdyby dodatkowo uwzględnić obecną wartość księgową projektu Fabryka Norblina (528 mln zł) oraz gruntu Eurocentrum Hotel i Rezydencje (85 mln zł) to poziom LTV wyniósłby zaledwie 49%, co oznacza, że w hipotetycznym scenariuszu przy sprzedaży wszystkich tych projektów po obecnej wycenie, środki ze sprzedaży dwukrotnie przewyższyłyby dług finansowy.

Zgodnie ze stanem na dzień publikacji raportu, Spółka negocjuje sprzedaż kompleksu Eurocentrum (wartość księgowa 908 mln zł, przypisany dług finansowy 500 mln zł) oraz dąży do sprzedaży sąsiadującego gruntu Eurocentrum Hotel i Rezydencje (85 mln zł), jednak umowa przedwstępna sprzedaży z potencjalnym nabywcą została zerwana.

W poniższej tabeli przeprowadziliśmy uproszczoną symulację przepływów pieniężnych oraz możliwej luki/nadwyżki pieniężnej do 2023 r.

W scenariuszach A zakładamy całkowitą spłatę wymagalnych kredytów i obligacji zgodnie z obecnym harmonogramem. Scenariusz 1 zakłada brak sprzedaży Eurocentrum, scenariusz 2 zakłada jego sprzedaż na koniec 2019 r. za 900 mln zł i spłatę przypisanego do niego zadłużenia w wysokości 500 mln zł.

W scenariuszach B zakładamy jedynie spłatę obligacji w terminie zapadalności i rolowanie zadłużenia kredytowego (ustalenie nowego harmonogramu rat i przesunięcie spłaty raty balonowej) – co uważamy za prawdopodobne w formule finansowania project finance.

W przypadku obu scenariuszy zakładamy obecne roczne NOI na poziomie 100 mln zł, z czego 60 mln zł generowane jest przez projekt Eurocentrum, poziom rocznych kosztów finansowych na poziomie 3% zadłużenia finansowego, oraz 15 mln zł stałych rocznych kosztów zarządu. Dodatkowo zakładamy, że od 2022 r. również projekt Fabryka Norblina będzie generował 60 mln zł rocznego NOI, aczkolwiek jest to już po dacie zapadalności wszystkich serii obligacji Spółki. Budowa Fabryki Norblina teoretycznie powinna zakończyć się w połowie 2021 r., jednak ze względu na wakacje czynszowe i inne możliwe do poniesienia koszty fit-outów zakładamy dodatkowo NOI z tego projektu dopiero od 2022 r.

We wszystkich scenariuszach zakładamy wykorzystanie 615 mln zł kredytu na projekt Fabryka Norblina, przy czym założyliśmy, że zadłużenie zwiększy się o 200 mln zł w 2H19, kolejne 200 mln zł w 1H20, 200 mln zł w 2H20, i 15 mln zł w 1H21. W kwocie 615 mln zł zawarte są już odsetki od kredytu, które będą kapitalizowane. Żeby nie dublować kosztu odsetkowego od tego kredytu, ogólne koszty odsetkowe Spółki liczymy dla zadłużenia finansowego pomniejszonego o zadłużenie Fabryki Norblina.

Póki co nie zakładamy sprzedaży gruntu Eurocentrum Hotel i Rezydencje, pomimo iż jest to aktywum klasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży.

Tabela 3: Analiza luki/nadwyżki płynności

Scenariusz 1A (brak sprzedaży Eurocentrum)	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	2022	2023
Zadłużenie finansowe (kredyty+obligacje)	1 143,1	1 343,1	1 530,1	1 630,1	1 536,1	1 433,1	655,1
Zadłużenie finansowe (bez Fabryki Norblina)	1 143,1	1 143,1	1 130,1	1 030,1	921,1	818,1	40,1
Koszty finansowe (3% zadłużenia finansowego bez Fabryki Norblina)	17,1	17,1	17,0	15,5	13,8	24,5	23,5
FFO (NOI-koszty zarządu-koszty finansowe)	25,4	25,4	25,5	27,0	28,7	120,5	121,5
Spłata kredytów	-13,0	0,0	-45,0	-73,0	-36,0	-742,0	0,0
Spłata obligacji	0,0	-100,0	-64,0	-30,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gotówka</b>	<b>115,5</b>	<b>127,9</b>	<b>53,2</b>	<b>-30,2</b>	<b>-106,2</b>	<b>-113,5</b>	<b>-613,5</b>
Scenariusz 2A (sprzedaż Eurocentrum)	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	2022	2023
Zadłużenie (kredyty+obligacje)	1 143,1	1 343,1	1 030,1	1 130,1	1 036,1	933,1	655,1
Zadłużenie finansowe (bez Fabryki Norblina)	1 143,1	1 143,1	630,1	530,1	421,1	318,1	40,1
Koszty finansowe (3% zadłużenia finansowego bez Fabryki Norblina)	17,1	17,1	9,5	8,0	6,3	9,5	8,5
FFO (NOI-koszty zarządu-koszty finansowe)	33,9	-4,6	3,0	4,5	6,2	75,5	76,5
Spłata kredytów	-13,0	0,0	-45,0	-73,0	-36,0	-242,0	0,0
Spłata obligacji	0,0	-100,0	-64,0	-30,0	0,0	0,0	0,0
Sprzedaż Eurocentrum	900,0						
Spłata zadłużenia Eurocentrum	-500,0						
<b>Gotówka</b>	<b>115,5</b>	<b>536,4</b>	<b>431,8</b>	<b>325,8</b>	<b>227,4</b>	<b>197,6</b>	<b>137,4</b>
Scenariusz 1B (brak sprzedaży Eurocentrum)	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	2022	2023
Zadłużenie (kredyty+obligacje)	1 143,1	1 343,1	1 556,1	1 656,1	1 607,1	1 577,1	1 577,1
Zadłużenie finansowe (bez Fabryki Norblina)	1 143,1	1 143,1	1 143,1	1 043,1	979,1	949,1	949,1
Koszty finansowe (3% zadłużenia finansowego bez Fabryki Norblina)	17,1	17,1	17,1	15,6	14,7	28,5	28,5
FFO (NOI-koszty zarządu-koszty finansowe)	25,4	25,4	25,4	26,9	27,8	116,5	116,5
Spłata obligacji	0,0	-100,0	-64,0	-30,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gotówka</b>	<b>115,5</b>	<b>140,9</b>	<b>66,2</b>	<b>27,6</b>	<b>24,4</b>	<b>52,2</b>	<b>257,5</b>
Scenariusz 2B (sprzedaż Eurocentrum)	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	2022	2023
Zadłużenie (kredyty+obligacje)	1 143,1	1 343,1	1 043,1	1 143,1	1 094,1	1 064,1	1 064,1
Zadłużenie finansowe (bez Fabryki Norblina)	1 143,1	1 143,1	643,1	543,1	479,1	449,1	449,1
Koszty finansowe (3% zadłużenia finansowego bez Fabryki Norblina)	17,1	17,1	9,6	8,1	7,2	13,5	13,5
FFO (NOI-koszty zarządu-koszty finansowe)	33,9	-4,6	2,9	4,4	5,3	71,5	71,5
Spłata obligacji	0,0	-100,0	-64,0	-30,0	0,0	0,0	0,0
Sprzedaż Eurocentrum	900,0						
Spłata zadłużenia Eurocentrum	-500,0						
<b>Gotówka</b>	<b>115,5</b>	<b>549,4</b>	<b>444,8</b>	<b>383,6</b>	<b>358,0</b>	<b>429,5</b>	<b>501,0</b>

Z powyższej analizy wynika, że jedynie w najbardziej konserwatywnym scenariuszu, w którym Spółka nie sprzedaje projektu Eurocentrum i musi spłacić wszystkie raty balonowe kredytów powstaje istotna luka płynności do spłacenia obligacji. Uważamy jednak ten scenariusz za skrajnie nierealistyczny, ponieważ projekty Spółki są skomercjalizowane w blisko 100%, co pozwoli albo je sprzedać, albo zmienić termin spłat rat balonowych kredytów bankowych.

W każdym innym scenariuszu Spółka powinna być w stanie wygenerować środki pieniężne pozwalające na spłatę obligacji.

Gdyby Spółka rolowała zadłużenie kredytowe i nie dokonała sprzedaży żadnego projektu (Scenariusz 1B) to z wygenerowanych przepływów pieniężnych powinna być w stanie spłacić zadłużenie całe zadłużenie obligacyjne.

W przypadku sprzedaży kompleksu Eurocentrum Spółka jest w stanie spłacić wszystkie swoje zobowiązania finansowe zapadające do końca 2021 r.



## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

**Data pierwszego udostępnienia raportu: 08.10.2019 r.**

**Aktualizacja raportu:** raport nie będzie aktualizowany.

**Podmiotem odpowiedzialnym** za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**”), adres: Al. Jerozolimskie 134, 02-305 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS 0000347507, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o wpłaconym kapitale zakładowym w wysokości 815 591,49 PLN, adres e-mail: [kontakt@michaelstrom.pl](mailto:kontakt@michaelstrom.pl).

Dom Maklerski posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności maklerskiej (decyzja z dn. 4 czerwca 2013 r.)

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

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

Przed opublikowaniem raport został przekazany do Emitenta.

### Raport:

- skierowany jest tak do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl) oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t.j.: Dz. U. z 2017 r. poz. 1219) oraz publikację handlową dla celów dyrektywy MiFID II i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
  - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t. j. : Dz.U. z 2017 r. poz. 459 ),
  - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów
  - porady inwestycyjnej,
  - usługi doradztwa inwestycyjnego.

### Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoby przygotowujące raport nie są zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoby przygotowujące raport i osoba blisko z nimi związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2015 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t. j. : Dz.U. z 2016 poz.1636), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmują stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.

- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski nie pełnił funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o 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 maklerskich świadczonych na jego rzecz.
- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta łączą umowy o świadczenie usług maklerskich na rzecz Emitenta.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitenta posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem.
- Dom Maklerski nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań, występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim 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 lub zamierzają je zbyć.

**Dom Maklerski dąży do unikania konfliktów interesów ze swoimi Klientami oraz pomiędzy nimi, w szczególności poprzez regulacje wewnętrzne w tym „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Michael/Ström Dom Maklerski sp. z o.o. ”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego.**  
[https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Regulamin\\_zarzadzania\\_konfliktami\\_interesow\\_wersja\\_zatwierdzona\\_22maja2019.docx.pdf](https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Regulamin_zarzadzania_konfliktami_interesow_wersja_zatwierdzona_22maja2019.docx.pdf)

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

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

**Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego**  
[https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Opis\\_istoty\\_instrumentow\\_f finansowych.pdf](https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Opis_istoty_instrumentow_f finansowych.pdf)