

## Capital Park

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Capital Park („Capital Park”, „spółka”) po wynikach za 1H17 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Strategią spółki jest utrzymywanie nieruchomości na bilansie i funkcjonowanie w formule zbliżonej do REIT, co przekłada się na wyższe wskaźniki zadłużenia niż w przypadku deweloperów budujących nieruchomości z celem ich sprzedaży. Dług netto do aktywów na koniec 1H17 dla Capital Park wyniósł 0,46x, a więc poniżej kowenantu ustanowionego na obligacjach w EUR (0,6x).
- Portfel nieruchomości Capital Park ma wartość bilansową 2 mld zł i składa się z 62 projektów. Do kluczowych aktywów Capital Park należą ukończone projekty Eurocentrum (852 mln zł) oraz Royal Wilanów (420 mln zł), a także ArtN (docelowo 1,2 mld zł). 47 nieruchomości o łącznej wartości 322 mln zł znajduje się w dwóch funduszach REIA, które spółka konsoliduje metodą pełną ze względu na sprawowaną kontrolę, pomimo mniejszościowych udziałów.
- Spółka szacuje, że po 1H17 budowa ArtN będzie wymagała jeszcze 735 mln zł nakładów, z czego 100 mln zł ma być sfinansowane wkładem własnym (m.in. obligacjami), a 635 mln zł kredytem. Dodatkowo, Capital Park spodziewa się poniesienia jeszcze 219 mln zł na budowę Crowne (190 mln zł) oraz Neptun House (29 mln zł), z czego 30 mln zł ma być sfinansowane wkładem własnym.
- W 3Q17 spółka zrefinansowała część obligacji „złotowych” obligacjami w EUR, co pozwoliło jej ograniczyć średnie oprocentowanie obligacji do 4,9% z 6,2% w 1H17. Capital Park planuje kolejne refinansowanie na kwotę 35-40 mln EUR, co powinno pozwolić obniżyć koszt długu obligacyjnego do ok. 4,1%.
- Według naszych szacunków, spółka po planowanej emisji obligacji będzie w stanie zrealizować planowane inwestycje, z których ostatnia ma zostać oddana do użytku w 2020 r. Szacunkowy dług netto do aktywów po ukończeniu projektów wynosił będzie ok. 0,53x. W naszych szacunkach zakładamy spłaty kapitałowe kredytów, ale zakładamy refinansowanie obligacji w EUR i konserwatywnie nie zakładamy zwiększania LTV na ukończonych projektach. Zwracamy uwagę, że potencjalne zrefinansowanie kredytów na wyższe LTV pozwoliłoby spółce uwolnić gotówkę, która mogłaby np. posłużyć na spłatę obligacji.
- Gros części kapitałowej kredytów (758 mln zł) przypada na okres po zapadalności obligacji. Dodatkowo, do zapadalności euroobligacji wygasają jedynie 2 kredyty o łącznym saldzie 135 mln zł na koniec 2Q17. Większy z kredytów o saldzie 104 mln zł przypisany jest do REIA I. Spodziewamy się refinansowania kredytu, jednocześnie zaznaczając, że spółka ma 15% udział w funduszu, a zobowiązania REIA nie są gwarantowane przez Capital Park, dlatego uważamy harmonogram spłat kredytów za korzystny dla obligatariuszy.

## PROFIL SPÓŁKI:

Inwestor i deweloper na rynku nieruchomości, głównie komercyjnych. Wynajmuje 53 projekty o pow. 167 tys. m<sup>2</sup>, z czego 2 największe w Warszawie mają łączną pow. 120 tys. m<sup>2</sup>. Wartość całego portfela to 2,1 mld zł, z czego 82% to projekty ukończone.

## Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
CAP0318	11	4,69%
CAP0618	33	5,15%
CAP0818	2	2,78%
CAP0419	15	5,32%
CAP0320	*9	n.d.
CAP0420	*67	4,10%
CA10420	*24	4,10%
Suma	161	

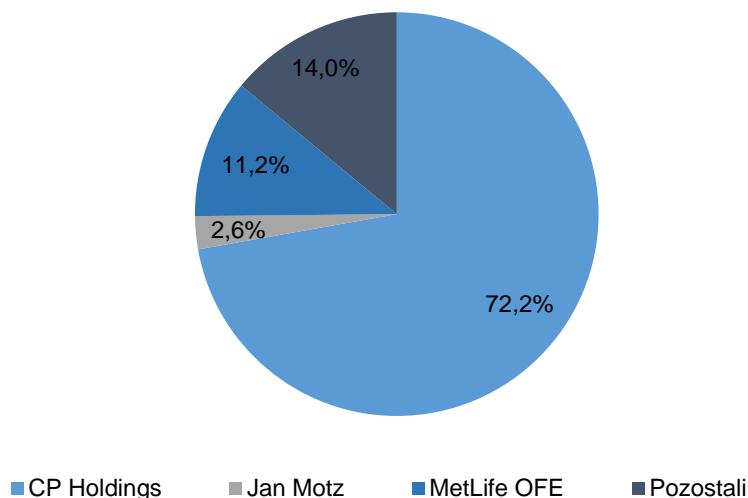
\*Przy kursie EURPLN = 4,25

## Opis spółki

Grupa Kapitałowa Capital Park jest ogólnopolskim investorem 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 1H17 spółka wygenerowała 60 mln zł przychodów. Na koniec 2Q17 Capital Park kontrolował portfel 62 nieruchomości o wartości bilansowej 2,1 mld zł i powierzchni 271 tys. m<sup>2</sup>. Inwestycje ukończone i wynajmowane (53 projekty) odpowiadały za 81% wartości bilansowej nieruchomości inwestycyjnych, a ich powierzchnia wynosiła 167 tys. m<sup>2</sup>. Pomimo rozległego portfela nieruchomości inwestycyjnych, aż 74% jego wartości bilansowej skoncentrowane jest w 3 warszawskich projektach: Eurocentrum, Royal Wilanów oraz ArtN.

Podmiotem dominującym posiadającym 72% akcji w spółce (na 15 września 2017 r.) są fundusze z grupy Patron Capital Partners (poprzez podmiot CP Holdings s.à r.l.), która specjalizuje się m.in. w rynku nieruchomości dysponując kapitałem inwestycyjnym w wysokości 2,5 mld EUR. W komunikacie Capital Park z lutego br. możemy się dowiedzieć, że ww. większościowy udziałowiec rozpoczął przegląd potencjalnych opcji dotyczących posiadanego pakietu akcji i nie wyklucza zmian zaangażowania w spółce. Z kolei założyciel i prezes Capital Park na 15 września 2017 r. posiadał niecałe 3% udziałów oraz ponad 5% głosów na walnym zgromadzeniu spółki.

Wykres: Akcjonariat Capital Park, stan na dzień 15.09.2017 r.



Źródło: Dane spółki

## Nieruchomości

W portfelu Capital Park znajdują się 62 nieruchomości (ukończone, w budowie i planowane) biurowe, handlowe, mieszkaniowe, hotelowe oraz łączące ww. funkcje. Projekty te rozlokowane są w 34 polskich miastach. Na koniec 2Q17 spółka kontrolowała 53 ukończone nieruchomości (Eurocentrum Alfa, Beta&Gamma oraz Delta traktujemy jako 1 projekt) o łącznej powierzchni 167 tys. m<sup>2</sup> zlokalizowanych w 30 miastach, z czego w Warszawie znajdowało się 9 projektów o łącznej powierzchni 129 tys. m<sup>2</sup>. Średnioważona długość zawartych umów na ukończonych projektach wyniosła 4,71 roku na koniec 2Q17.

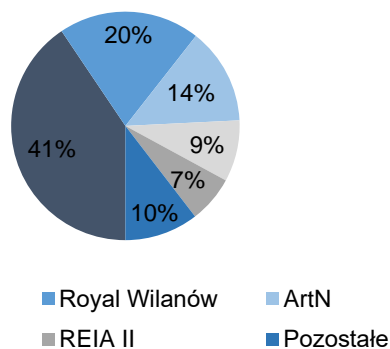
Spośród 53 projektów 47 nieruchomości znajdowało się w dwóch funduszach Real Estate Income Assets FIZ AN. Pomimo mniejszościowych udziałów w REIA I (16%) oraz REIA II (45% na koniec 2Q17, 15% na 27 października 2017 r.) Capital Park konsoliduje je metodą pełną z uwagi na faktyczną kontrolę sprawowaną nad nieruchomościami. Co istotne, w funduszach nie znajdują się kluczowe projekty spółki, bowiem na koniec 2Q17 wspomniane 47 nieruchomości miały wartość księgową 0,32 mld zł (Wartość Aktywów Netto 0,13 mld zł), czyli 15% portfela nieruchomości inwestycyjnych Capital Park, a ich łączna powierzchnia wynosiła ok. 30 tys. m<sup>2</sup> (średnio ok. 600 m<sup>2</sup> / nieruchomość). Średnioważona długość umów zawartych na projektach będących w funduszach REIA wyniosła 3,36 roku na koniec 2Q17.

W 3Q17 spółka sprzedała 7% certyfikatów REIA II za 3,6 mln zł. Natomiast w 4Q17 Capital Park sprzedał 23,5% certyfikatów REIA II za ok. 12,4 mln zł (taką ceną spółka komunikowała rynkowi przed sprzedażą certyfikatów) i tym samym zmniejszył zaangażowanie do 15%. Po osiągnięciu 15% udziału w REIA II, łączna Wartość Aktywów Netto REIA I i REIA II przynależnych do spółki będzie równa ok. 20 mln zł.

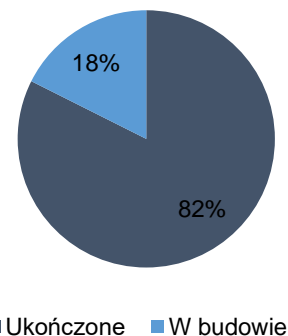
Strategią spółki jest utrzymywanie nieruchomości komercyjnych na bilansie i funkcjonowanie w formule zbliżonej do funduszy REIT. Jednocześnie Capital Park deklaruje chęć zbycia małych nieruchomości w miarę pojawiających się okazji. Wśród nieruchomości wykazywanych w ramach segmentu „pozostałe” znajduje się 6 projektów o łącznej wartości bilansowej 32 mln zł.

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; 24 domy w pierwszym etapie zostały sprzedane), a także Vis à Vis Przyczółkowa we współpracy z Real Management. Łączna wartość udziałów w tych JV w skonsolidowanym bilansie Capital Park wynosi 35 mln zł.

Wykres: Portfel nieruchomości wg wartości bilansowej



Wykres: Portfel nieruchomości wg wartości bilansowej



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

## 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 84 tys. m<sup>2</sup> i stanowi 50% powierzchni ukończonych projektów spółki. Roczne potencjalne NOI generowane przez kompleks Capital Park szacuje na 61 mln zł, co przy stopie kapitalizacji 8% dla budynku Alfa oraz 6,66% dla pozostałych implikuje wartość bilansową kompleksu na poziomie 852 mln zł, czyli odpowiednio 50% nieruchomości ukończonych, 41% portfela nieruchomości ogółem i 36% sumy bilansowej spółki.

Pierwszy etap Eurocentrum, tj. budynek Alfa, został oddany do użytku w 2002 r., natomiast Capital Park nabyło go w 2007 r. Kolejne etapy kompleksu Eurocentrum oddawane były do użytku kolejno: Beta&Gamma w 2Q14 oraz Delta w 1Q16. Na koniec 1H17 średnie obłożenie dla całego kompleksu wyniosło 86%, a w poszczególnych budynkach wyniosło odpowiednio 75% (Alfa), 92% (Beta&Gamma) oraz 82% (Delta). Średnioważona długość zawartych umów na Eurocentrum wyniosła 4,72 roku na koniec 2Q17, a dla poszczególnych budynków wskaźnik ten kształtował się następująco: Alfa (2,75), Beta&Gamma (4,35) oraz Delta (6,76).

Tabela: Główni najemcy Eurocentrum

Budynek	Najemca	Udział w całkowitej powierzchni budynku
Beta&Gamma	RW Polska	13%
Beta&Gamma	Unilever Polska	11%
Beta&Gamma	Coty Polska	7%
Beta&Gamma	Qumak	7%
Delta	PSE	37%
Delta	Centralny Ośrodek Informatyki	20%
Delta	SAGE	14%

Źródło: Dane spółki

W 4Q16 został zrefinansowany kredyt na projekcie, co m.in. wpłynęło na spadek oprocentowania kredytów bankowych spółki z 4,3% w 1H16 do 2,5% w 1H17. Saldo kredytu na Eurocentrum udzielonego przez Bank of China na koniec 2Q17 wyniosło 122,6 mln EUR (LTV 60%). Capital Park zabezpiecza stopę procentową (EURIBOR 3M) na poziomie 0-0,35% dla 70% wartości tego kredytu.

Bezpośrednio obok kompleksu ma powstać projekt Crowne. Jego realizacja ma rozpocząć się w 3Q18. Crowne będzie obiektem hotelowo-mieszkalnym. W ramach inwestycji ma powstać ponad 30 tys. m<sup>2</sup> powierzchni użytkowej, z czego na 9 tys. m<sup>2</sup> powstanie 217 pokoi hotelowych operowanych przez Vision Hotel Management pod marką Holiday INN, pozostałe 21 tys. m<sup>2</sup> stanowić będzie 390 mieszkań na wynajem. Spółka szacuje, że realizacja inwestycji pochłonie 190 mln zł, z czego ok. 30 mln zł ma stanowić wkład własny. Capital Park nie wyklucza finansowania całości bądź części wkładu własnego obligacjami.

Obraz: Eurocentrum Beta, Gamma i Delta



Źródło: Dane spółki

Obraz: Wizualizacja Crowne oraz Alfa



Źródło: Dane spółki

### Royal Wilanów

Royal Wilanów jest budynkiem biurowo-handlowym o łącznej powierzchni 36 tys. m<sup>2</sup>, który stanowi 20% łącznej powierzchni użytkowej w portfelu spółki wśród ukończonych inwestycji. Na 29 tys. m<sup>2</sup> znajdują się biura, a na parterze o powierzchni użytkowej 7 tys. m<sup>2</sup> – sklepy i lokale usługowe. Royal Wilanów zlokalizowany jest w Warszawie, przy skrzyżowaniach Klimczaka, Przczołkowej i Wilanowskiej w dzielnicy Wilanów. Inwestycja została oddana do użytku w 3Q15, a na koniec 2Q17 jej obłożenie wynosiło 92%. Średnioważona długość zawartych umów na Royal Wilanów wyniosła 5,31 roku na koniec 2Q17

Tabela: Główni najemcy Royal Wilanów

Najemca	Udział w całkowitej powierzchni budynku
Sygnity	15%
Erbud	7%
Piotr i Paweł	6%

Źródło: Dane spółki

Roczne potencjalne NOI Capital Park szacuje na 30 mln zł, co przy założonej stopie kapitalizacji 7,0% implikuje wartość księgową inwestycji na poziomie 420 mln zł, czyli odpowiednio 25% nieruchomości ukończonych, 20% portfela nieruchomości ogółem i 18% sumy bilansowej spółki.

Na koniec 2Q17 projekt był finansowany kredytem udzielonym przez PKO BP (LTV 56%) w kwocie 56 mln EUR. Natomiast w dniu 13 lipca 2017 r. uruchomiony został kredyt z BGŻ BNP Paribas/ING Bank Śląski w kwocie 63 mln EUR refinansujący ww. kredyt, co pozwoliło uwolnić ok. 30 mln zł. Capital Park zawarł z konsorcjum banków umowy na instrument zabezpieczający stopę procentową (IRS) na poziomie 0,48%, które łącznie zabezpieczają 70% kwoty kredytu.

Obraz: Royal Wilanów



Źródło: Dane spółki

Obraz: Wizualizacja ArtN



Źródło: Dane spółki

### ArtN

Budynek ArtN będzie budynkiem wielofunkcyjnym o powierzchni 65 tys. m<sup>2</sup>. Projekt zlokalizowany jest w Warszawie przy ulicy Żelaznej, w niewielkiej odległości od ronda ONZ. Budowa budynku ma się rozpocząć w 4Q17, a jego zakończenie zaplanowane jest w 4Q20. Planowana powierzchnia stanowić będzie 24% łącznej powierzchni portfela spółki projektów ukończonych oraz planowanych. Na koniec półrocza 2017 r. Capital Park ma umowy z najemcami implikujące obciążenie na poziomie 40% powierzchni handlowo-usługowej. Wartość bilansowa ArtN wynosi aktualnie 286 mln zł i stanowi 14% portfela nieruchomości ogółem i 12% sumy bilansowej spółki. Capital Park oczekuje, że nieruchomość będzie generować NOI na poziomie 65 mln zł rocznie oraz zakłada stopę kapitalizacji na poziomie 5,6%, co implikuje docelową wartość nieruchomości w wysokości blisko 1,2 mld zł, tj. 36% więcej niż wartość obecnej skali kompleksu Eurocentrum. Spółka szacuje, że budowa projektu pochłonie jeszcze blisko 735 mln zł z czego ok. 100 mln zł stanowić będzie wkład własny Capital Park. Tak jak w przypadku projektu Crowne spółka nie wyklucza współfinansowania wkładu własnego poprzez emisję obligacji.

Tabela: Portfel nieruchomości Capital Park z wyłączeniem inwestycji w ramach JV

Projekt	Miasto	Powierzchnia (tys. m <sup>2</sup> )	Potencjalne NOI (w tys. zł)	Stopa kapitalizacji	Wartość księgowa (w tys. zł)	LTV**
<b>Projekty ukończone</b>						
Eurocentrum	Warszawa	84,0	61 131	7,18%	851 945	60%
Beta, Gamma	Warszawa	43,0	32 117	6,66%	473 717	
Delta	Warszawa	27,0	19 648	6,66%	263 690	
Alfa	Warszawa	14,0	9 366	8,00%	114 538	
Royal Wilanów	Warszawa	36,0	29 970	7,00%	420 211	56%
Galeria Zaspą	Gdańsk	8,7	4 762	7,50%	62 130	63%
Vis à Vis Łódź	Łódź	6,0	2 921	8,00%	36 513	75%
KEN	Warszawa	0,4	362	7,75%	4 662	
Pozostałe					32 760	
Razem					1 408 221	
<b>Projekty w budowie</b>						
Crowne	Warszawa	30,0	19 538	5,82%	43 823	
Warszawa Żelazna (ArtN)	Warszawa	65,0	64 825	5,60%	286 372	10%
Neptun House	Gdańsk	7,0	5 313	7,25%	39 361	52%
Razem					369 556	
<b>Projekty własne razem</b>					<b>1 777 777</b>	<b>49%</b>
<b>Projekty w strukturach FIZ</b>						
REIA I (39 nieruchomości) 16% udział CPG	39 nieruchomości w 26 miejscowościach				182 595	57%
REIA II (8 nieruchomości) 45% udział CPG*					139 500	63%
Raławicka Point	Warszawa	2,0	2 267	7,35%	30 840	
Sobieskiego 104	Warszawa	4,0	2 500	7,87%	31 766	
Vis à Vis Radom	Radom	4,0	2 432	8,14%	29 874	
Topos	Kraków	1,0	658	7,10%	9 260	
Warszawa, Pileckiego	Warszawa	1,0	803	7,61%	10 549	
Vis à Vis Toruń	Toruń	3,0	1 452	8,14%	17 836	
Piłsudskiego	Olsztyn	0,3	445	7,61%	5 838	
Pozostałe					3 537	
Razem					322 095	60%
<b>Razem</b>					<b>2 099 872</b>	<b>51%</b>
Wartość nieruchomości proporcjonalnie do udziału w strukturach FIZ					<b>1 869 767</b>	

Źródło: Dane spółki, szacunki DM Michael/Ström

\*Po dacie bilansowej udział zmniejszono do 15%

\*\*Nie uwzględnia zadłużenia z obligacji

### Inwestycje w budowie

W ramach prowadzonych inwestycji w budowie Capital Park posiada obecnie 3 nieruchomości, z których 2 znajdują się w Warszawie (ArtN, Crowne), a jedna w Gdańsku (Neptun House). Łączna wartość bilansowa prowadzonych inwestycji wynosiła na koniec 2Q17 370 mln zł, co stanowiło 18% wartości nieruchomości spółki. O inwestycjach ArtN oraz Crowne pisaliśmy w poprzednim dziale. Inwestycja w Gdańsku realizowana jest we współpracy z Vision Hotel Management, dzierżawcą powierzchni i operatorem hotelu, pod marką Hampton by Hilton. Inwestycja będzie składała się z 6,4 tys. m<sup>2</sup> powierzchni hotelowej, podzielonej na 174 pokoje oraz 650 m<sup>2</sup> powierzchni handlowej.

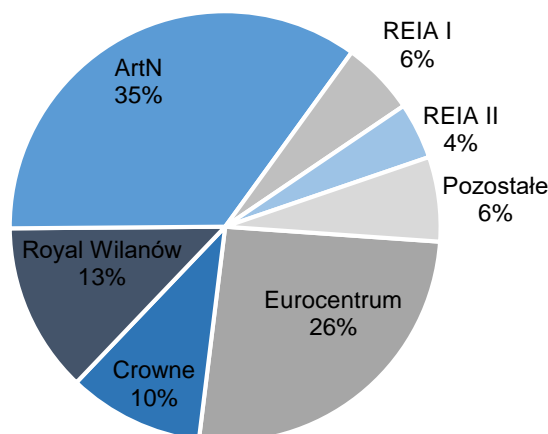
Tabela: Inwestycje w budowie Capital Park konsolidowane metodą pełną (w tys. zł o ile nie wskazano inaczej)

Projekt	Planowana data ukończenia	Miasto	tys. m <sup>2</sup>	NOI	Yield	Wartość księgowa 30.06.17	Nakłady do poniesienia	Wkład własny do poniesienia	Docelowa wartość księgowa	Zysk na rewaluacji do rozpoznania
Crowne	3Q20	Warszawa	30	19 538	5,8%	43 823	190 000	30 000	335 545	101 722
ArtN	2H20	Warszawa	65	64 825	5,6%	286 372	735 474	100 000	1 157 589	135 743
Neptun	1Q18	Gdańsk	7	5 313	7,3%	39 361	29 423	0	73 283	4 499
<b>Razem</b>			<b>102</b>	<b>89 676</b>		<b>369 556</b>	<b>954 897</b>	<b>130 000</b>	<b>1 556 417</b>	<b>241 964</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki DM Michael/Ström

Zakładając realizację powyższych projektów oraz utrzymanie wartości księgowej obecnie funkcjonujących obiektów, wartość księgowa nieruchomości inwestycyjnych Capital Park wynosiła będzie 3,3 mld zł. Najbardziej wartościowym projektem w portfelu spółki zostanie ArtN z wartością bilansową ok. 1,2 mld zł. Obecna wartość kompleksu Eurocentrum stanowi 26% docelowej wartości portfela nieruchomości (zakładając utrzymanie poziomów stóp kapitalizacji).

Wykres: Szacunkowy podział wartości portfela nieruchomości po ukończeniu obecnych inwestycji w budowie



Źródło: Dane spółki, szacunki DM Michael/Ström



## Analiza Finansowa

Uważamy, że istotnym dla zrozumienia sytuacji finansowej Capital Park jest relacja spółki z konsolidowanymi funduszami REIA I oraz REIA II, których aktywa stanowią 14% bilansu Capital Park. Pomimo konsolidacji pełnej ww. funduszy spółka posiada jedynie proporcjonalny do udziałów kapitałowych udział w zyskach funduszy oraz nie odpowiada swoim majątkiem za zobowiązania funduszy. W naszym przekonaniu, bardziej wiarygodnym miernikiem sytuacji finansowej w Capital Park jest wyłączenie funduszy z konsolidacji na potrzeby kalkulacji wskaźników finansowych i uwzględnienie jedynie proporcjonalnego udziału w zyskach (jak w metodzie praw własności). Poniżej przedstawiamy analizę finansową spółki zarówno zgodnie z prezentowanymi danymi skonsolidowanymi oraz uwzględniając nasze szacunki „czystych” wskaźników należnych spółce. Zwracamy ponadto uwagę, że Capital Park w 3Q17 i 4Q17 sprzedał łącznie 30% certyfikatów w REIA II i na 27 października 2017 r. był w posiadaniu 15% certyfikatów tego funduszu. Mimo sprzedaży certyfikatów nie zakładamy, że spółka zmieni sposób konsolidacji funduszy, dlatego przy obliczaniu wskaźników na których ustanowione są kowenanty należy posługiwać się danymi skonsolidowanymi.

### Bilans

#### **Aktywa**

Suma bilansowa Capital Park na koniec 1H17 wyniosła 2,4 mld zł, czyli 6% więcej niż na koniec analogicznego okresu roku poprzedniego. Aktywa spółki w 88% składały się z nieruchomości inwestycyjnych (2,1 mld zł), a ich udział w sumie bilansowej spadł o 3 punkty proc. z 91% na koniec 1H16 pomimo nominalnego wzrostu o 3% r/r. Stan gotówki na koniec 2Q17 wyniósł 175 mln zł (7% sumy bilansowej, wzrost o 52% r/r). Capital Park wykazuje na swoim bilansie inwestycje w jednostki współkontrolowane o wartości 35 mln zł, które obejmują udziały i udzielone pożyczki w ramach projektów JV – ETC Swarzędz, Rezydencje Pałacowa oraz Vis à Vis Przyczółkowa.

Wyłączenia funduszy REIA: Wyłączając nieruchomości inwestycyjne w posiadaniu funduszy oraz szacunkowy stan gotówki w funduszach (5% aktywów) z bilansu spółki i uwzględniając wartość posiadanych przez Capital Park certyfikatów suma bilansowa ulega zmniejszeniu o 301 mln zł, czyli o 13% do wartości 2,1 mld zł. Nieruchomości inwestycyjne miałyby wartość 1,8 mld zł i stanowiłyby 86% skorygowanej sumy bilansowej. Wartość Aktywów Netto REIA I i REIA II w posiadaniu spółki na koniec 1H17 szacujemy na 36 mln zł.

#### **Pasywa**

Kapitał własny Capital Park na koniec półrocza 2017 r. wyniósł 1,1 mld zł, z czego 101 mln zł stanowiły kapitały mniejszości wynikające z udziałowców funduszy REIA. Kapitał należny akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł 966 mln zł. Łącznie kapitały własne stanowiły 45% pasywów spółki na koniec 1H17. Zadłużenie brutto wyniosło 1,3 mld zł i było wyższe o 10% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, stanowiło jednocześnie 53% sumy bilansowej spółki.

Wyłączenia funduszy REIA: Zadłużenie finansowe funduszy REIA na koniec 1H17 wyniosło łącznie 192 mln zł. Biorąc za punkt odniesienia wartość aktywów netto implikowaną przez sprzedaż certyfikatów, szacujemy pozostałe zobowiązania funduszy REIA na poziomie 9 mln zł. Dokonując dekonsolidacji funduszy z bilansu Capital Park uzyskujemy wartość kapitałów własnych na poziomie 966 mln zł (47% sumy bilansowej). Wyłączając natomiast całość zadłużenia REIA I i II z bilansu, implikowany dług brutto wynosi 1,1 mld zł i stanowi 52% sumy bilansowej.

## Zadłużenie

Na koniec 1H17 zadłużenie brutto spółki wyniosło 1,3 mld zł i było wyższe o 10% w ujęciu r/r. Zadłużenie netto Capital Park wyniosło 1,1 mld zł (wzrost o 6% r/r) i implikowało wskaźnik długu netto do kapitałów własnych na poziomie 1,03x wobec 0,99x na koniec 1H16. Stosunek zadłużenia netto do aktywów spółki wyniósł na koniec 1H17 0,46x – czyli bez zmian w ujęciu r/r.

Wylączenia funduszy REIA: Po dokonaniu wyżej opisanej dekonsolidacji dług brutto Capital Park ulega zmniejszeniu o 192 mln zł, dług netto natomiast o 177 mln zł. Szacowany przez nas dług brutto przynależny spółce wynosi 1,1 mld zł, dług netto natomiast 0,9 mld zł – odpowiednio 15% i 16% mniej niż wykazywany w sprawozdaniu finansowym. Stosunek długu netto do kapitałów własnych wynosi 0,95x wobec 1,03x na poziomie skonsolidowanym; dług netto do aktywów wynosi natomiast 0,44x wobec 0,46x na poziomie skonsolidowanym.

Tabela: Bilans Capital Park przed i po dekonsolidacji funduszy REIA

	1H17	1H17 skorygowane	% skorygowanej sumy bilansowej	różnica
Nieruchomości inwestycyjne	2 099 872	1 777 777	86%	-15%
Inwestycje w jednostki spółkontrolowane	34 720	34 720	2%	0%
Pozostałe	28 991	28 991	1%	0%
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>2 163 583</b>	<b>1 841 488</b>	<b>89%</b>	<b>-15%</b>
Należności handlowe	12 626	12 626	1%	0%
Wartość posiadanych certyfikatów	0	35 775	2%	n.d.
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	174 531	159 631	8%	-9%
Pozostałe	23 852	23 852	1%	0%
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>211 009</b>	<b>231 884</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>2 374 592</b>	<b>2 073 372</b>	<b>100%</b>	<b>-13%</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>1 066 527</b>	<b>965 891</b>	<b>47%</b>	<b>-9%</b>
Dług	1 269 384	1 077 667	52%	-15%
Pozostałe zobowiązania	38 681	29 814	1%	-23%
<b>Zobowiązania razem</b>	<b>1 308 065</b>	<b>1 107 481</b>	<b>53%</b>	<b>-15%</b>
<b>PASYWA</b>	<b>2 374 592</b>	<b>2 073 372</b>	<b>100%</b>	<b>-13%</b>
Dług brutto	1 269 384	1 077 667	52%	-15%
Dług netto	1 094 853	918 036	44%	-16%
Dług netto / Kapitały własne	1,03	0,95		
Dług netto / Aktywa	0,46	0,44		

Źródło: Dane spółki, szacunki DM Michael/Ström

## **Rachunek Zysków i Strat**

### **Przychody**

Capital Park uzyskuje przychody z tytułu wynajmu nieruchomości komercyjnych oraz z tytułu zarządzania projektami JV. Łączne przychody w 1H17 wyniosły 60,7 mln zł, z czego 0,6 mln zł stanowiły przychody z tytułu zarządzania. Przychody z wynajmu w EUR były wyższe o 15% w stosunku do 1H16 (+11% w PLN), co wynikało ze zwiększania obłożenia w wynajmowanych nieruchomościach oraz oddania do użytku Eurocentrum Delta.

Wyłączenia funduszy REIA: Przychody generowane przez nieruchomości będące w portfelu funduszy REIA I i II w 1H17 wyniosły 15 mln zł. Wyłączając przychody generowane przez te nieruchomości, przychody spółki wyniosły 46 mln zł. Przychody generowane przez nieruchomości w portfelu funduszy stanowiły więc 25% przychodów ogółem wygenerowanych przez nieruchomości zarządzane bezpośrednio przez Capital Park. Wyniki finansowe funduszy REIA „przynależne” Capital Park uwzględniamy w zysku jednostek wycenianych metodą praw własności.

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

Zysk operacyjny netto w 1H17 wyniósł 44,2 mln zł i był wyższy o 5% od zaraportowanego w 1H16. Koszty bezpośrednio związane z nieruchomościami wynosiły 15,8 mln zł i stanowiły 26% przychodów z tytułu wynajmu w porównaniu do 22% w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Wyłączenia funduszy REIA: Wyłączając fundusze z rachunku wyników zysk operacyjny netto w 1H17 wyniósł 31,9 mln zł, a więc wynik nieruchomości w portfelu funduszy stanowił 28% wyniku skonsolidowanego. Koszty nieruchomości REIA wyniosły 3,0 mln zł i stanowiły 20% ich przychodów wobec 13,1 mln zł kosztów wygenerowanych przez nieruchomości należące bezpośrednio do spółki, które stanowiły 29% przychodów z nich uzyskanych.

### **Zysk netto, FFO**

W 1H17 Capital Park rozpoznał stratę z aktualizacji wyceny nieruchomości na poziomie 91 mln zł, co było głównym czynnikiem determinującym stratę netto na poziomie 32,4 mln zł. W analogicznym okresie roku poprzedniego spółka rozpoznała zysk z aktualizacji wyceny na poziomie 50 mln zł, co przełożyło się na zysk netto na poziomie 8,3 mln zł. Za bardziej wiarygodny miernik zyskowności w przypadku deweloperów komercyjnych uważany jest FFO (Funds From Operations), który eliminuje wpływ wahań wyceny nieruchomości. Wygenerowane w 1H17 FFO wyniosło 17,3 mln zł, co oznaczało wzrost o 54% w ujęciu r/r. Marża FFO wyniosła 29% wobec 21% zaraportowanej w 1H16.

Wyłączenia funduszy REIA: Kalkulujemy FFO funduszy REIA na poziomie 7,0 mln zł w 1H17 czyli 41% wartości FFO na poziomie skonsolidowanym. W naszych obliczeniach zakładamy, że koszt długu na nieruchomościach REIA jest równoważny średniemu kosztowi dla całego Capital Park. Po wykluczeniu REIA portfel nieruchomości w posiadaniu spółki wygenerował FFO na poziomie 10,3 mln zł, przy marży 22%. Uwzględniając proporcjonalny udział w FFO funduszy REIA do posiadanych przez Capital Park certyfikatów szacujemy FFO wygenerowane przez spółkę w 1H17 w wysokości 12,6 mln zł.

Tabela: Rachunek wyników Capital Park przed i po dekonsolidacji funduszy REIA

	1H17	1H17 skorygowane	różnica
Przychody z wynajmu podstawowego	60 044	45 062	-25%
Koszty bezpośrednio związane z nieruchomościami	-15 818	-13 121	-17%
<b>Zysk operacyjny netto</b>	<b>44 226</b>	<b>31 941</b>	<b>-28%</b>
Przychody z tytułu usług zarządzania	620	1 370	121%
Koszty funkcjonowania spółek celowych	-3 257	-3 257	0%
Koszty ogólnego zarządu	-5 818	-4 268	-27%
Koszty remontów i napraw nieruchomości	-265	-265	0%
Koszty wyceny programu motywacyjnego	-1 448	-1 448	0%
Zyski/straty z aktualizacji wyceny nieruchomości	-91 421	-75 983	-17%
Odpisy aktualizujące	-2 340	-2 340	0%
Udział w zysku/stracie jednostek wycenianych metodą praw własności	2 202	4 503	104%
<b>Zysk/Strata z działalności operacyjnej</b>	<b>-57 501</b>	<b>-49 747</b>	<b>-13%</b>
Przychody z tytułu odsetek	1 507	1 507	0%
Koszty odsetek	-19 752	-16 769	-15%
<b>FFO</b>	<b>17 261</b>	<b>12 560</b>	<b>-27%</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki DM Michael/Ström

## Hedging

Capital Park w istotny sposób ogranicza ryzyko walutowe stosując hedging naturalny. Gros przychodów czynszowych i kosztów finansowych uzależniona jest od kursu EURPLN. Z kolei instrumentem pochodnym zabezpieczającym pozycje bilansowe przed zmianami kursu EURPLN jest jedynie forward zabezpieczający kwotę konwersji kredytu budowlanego na kredyt inwestycyjny, który pokrywa 100% salda kredytu na Neptun House.

Z kolei ryzyko zmian stóp procentowych jest w znacznej mierze ograniczane przez stosowanie takich instrumentów jak IRS czy CAP. Instrumenty te stosowane są na wszystkich najistotniejszych kredytach (964 z 1 055 mln zł kredytów na koniec 2Q17) i zabezpieczają ich salda w wysokości 70-100%.

Tabela: Instrumenty finansowe zabezpieczające kredyty przed zmianami stóp procentowymi

Projekt	Saldo na 30.06.17		Zabezpieczone	
	(tys. zł)	Rodzaj	Stawka	saldo
Eurocentrum	511 673	CAP	0,35%	70%
Royal Wilanów	235 486	IRS	0,48%	70%
REIA I	103 637	IRS	0,59%	100%
REIA II	86 079	IRS	0,50%	100%
Galeria Zaspas	27 265	IRS	0,03%	75%

Źródło: Dane spółki, szacunki DM Michael/Ström

## Potencjał do generowania gotówki i oczekiwane przepływy pieniężne

Zgodnie ze strategią spółki Capital Park ma osiągnąć NOI na poziomie 30 mln EUR w 2018 r. i ponad 52 mln EUR w roku 2021, co przy obecnym kursie EURPLN przekłada się na odpowiednio 128 mln zł i 222 mln zł. Te wyniki zgodnie ze strategią powinny przełożyć się na FFO na poziomie odpowiednio 15 mln EUR i blisko 30 mln EUR (64 mln zł i 126 mln zł przy obecnym kursie).

Wychodząc z dostępnego portfela nieruchomości i wskazywanego przez spółkę potencjalnego NOI w tych projektach kalkulujemy NOI na rok 2018 oraz potencjalne po ukończeniu wszystkich projektów. Oszacowane w ten sposób NOI wynosi 124 mln zł w 2018 r. i 213 mln zł przy docelowym portfelu nieruchomości. W przypadku FFO zakładamy 5% inflację kosztów niezwiązanych z nieruchomościami i spadek kosztu długu wynikający z refinansowania obligacji. Nasze szacunki implikują FFO na poziomie 61 mln zł w 2018 r. oraz 137 mln zł przy pełnym portfelu nieruchomości. Biorąc pod uwagę harmonogram budów, wskazywany poziom uważamy za bardziej prawdopodobny w 2022 r.

Tabela: Cele Strategiczne Capital Park i szacunki DM Michael/Ström (mln zł)

		Strategia	M/S
2018	NOI	128	124
	FFO	64	61
2021*	NOI	222	213
	FFO	126	137

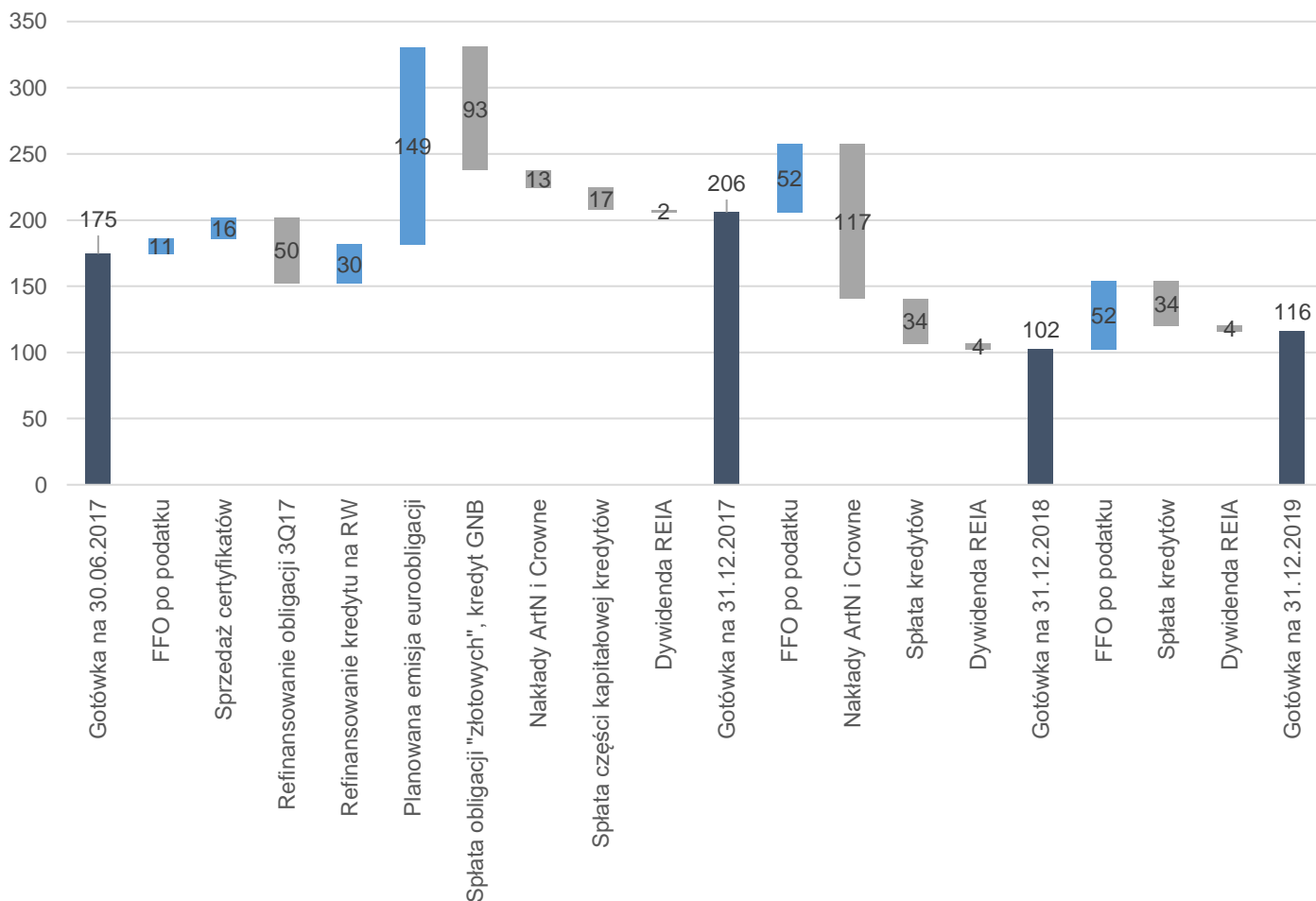
\*W przypadku szacunków M/S dotyczy docelowego portfela nieruchomości (po 2021 r.)  
Źródło: Dane spółki, szacunki DM Michael/Ström

Jak widać nasze szacunki nie odbiegają znacząco od strategii zaprezentowanej przez spółkę, co pozwala nam sądzić że plany rozwoju Capital Park są wiarygodne. Przy konstrukcji oczekiwanych przepływów pieniężnych posługujemy się danymi zawartymi w strategii. Zwracamy uwagę, że w naszych szacunkach wykorzystujemy portfel nieruchomości po ukończeniu wszystkich nieruchomości będących obecnie w budowie.

Na koniec 1H17 spółka posiadała 45% udział w funduszu REIA II. Po dacie bilansowej spółka zbyła kolejne 30% certyfikatów za ok. 16,0 mln zł.

Po dacie bilansowej Capital Park zrefinansował kredyt na Royal Wilanów i dokonał częściowego refinansowania obligacji oraz zapowiedział kolejne tego typu transakcje. Co więcej, uruchomione mają zostać budowy ArtN i Crowne, które w latach 2017-2018 pochłoną wkład własny w wysokości ok. 130 mln zł, który częściowo będzie współfinansowany obligacjami. Na wykresie poniżej przedstawiliśmy szacunki pokazujące jak mogą kształtować się kluczowe przepływy pieniężne dla spółki w okresie 2H17-2019. Dodatkowo, zakładamy spłaty części kapitałowej kredytów (3,3% rocznie), które do 2019 r. mogą wynieść 84 mln zł. Zakładamy refinansowanie kredytów (innych niż w Getin Noble Bank, którego zakładamy całkowitą spłatę) zapadających przed końcem 2021 r. (tj. REIA I – saldo na koniec 2Q17 104 mln zł, REIA II – 86 mln zł oraz Galeria Zaspas – 39 mln zł) w wysokości równej części kapitałowej przypadającej na dzień spłaty kredytu, a więc konserwatywnie nie zakładamy uwolnienia gotówki. Obliczenia uwzględniają podatek CIT i są wykonywane na danych skonsolidowanych. Szacunki uwzględniają wypłaty dywidend do właścicieli certyfikatów funduszu.

Wykres: Oczekiwane przepływy pieniężne 2H17-2019 (mln zł)



Źródło: Dane spółki, szacunki DM Michael/Ström

Z powyższych szacunków widać, że Capital Park na bieżąco powinien być w stanie regulować swoje zobowiązania i redukować saldo kredytów poprzez spłatę części kapitałowej. Zwracamy uwagę, że wraz ze spadkiem sald kredytów spółka będzie miała możliwość refinansowania zadłużenia kredytów na wyższe LTV, co umożliwi uwolnienie dodatkowej gotówki (zakładając stały poziom stóp kapitalizacji), czego konserwatywnie nie zakładamy. Spodziewamy się, że przy obecnie realizowanych projektach i zakładanym braku wypłaty dywidend wskaźnik długu netto do aktywów na koniec 2021 r. może oscylować wokół 0,53x (kovenant obligacji w EUR na poziomie 0,6x).

## Zadłużenie

Skonsolidowany dług finansowy Capital Park na koniec 2Q17 wyniósł 1,3 mld zł, podczas gdy dług netto wyniósł 1,1 mld zł. Wartości te implikują wskaźniki dług netto/kapitały własne i dług netto/aktywa na poziomie odpowiednio 1,03x oraz 0,46x. Wyłączając dług związany z funduszami REIA I i II w części, który nie był przynależny Capital Park na koniec 2Q17, ww. wskaźniki kształtują się na następujących poziomach: 0,95x oraz 0,44x.

Z uwagi na specyfikę działalności Capital Park, która zakłada trzymanie gotowych nieruchomości na bilansie i ich wynajem, trudno o reprezentatywną grupę porównawczą spółek publikujących sprawozdania finansowe. Naszym zdaniem najbardziej porównywalną spółką emitującą obligacje korporacyjne, które notowane są na Catalist jest Globe Trade Centre. Zadłużenie GTC liczone jako dług netto/kapitały własne oraz dług netto/aktywa na koniec 2Q17 wyniosło odpowiednio 0,88x oraz 0,38x, tj. niewiele niżej niż w przypadku skorygowanych wskaźników Capital Park. Uważamy, że porównanie Capital Park do np. BBI Development, Echo Investment, Ghelamco Invest czy też HB Reavis, a więc do spółek, których strategia zakłada przede wszystkim sprzedaż budowanych nieruchomości, zniekształciłoby obraz.

Tabela: Zadłużenie Capital Park na koniec 2Q17 w porównaniu do GTC

	Capital Park (skorygowane)	Capital Park	GTC
Dług netto / Kapitały własne	0,95	1,03	0,88
Dług netto / Aktywa	0,44	0,46	0,38

Źródło: Sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne DM Michael/Ström

Zobowiązania finansowe Capital Park w znacznej większości zostały zaciągnięte w EUR (88% salda długu na koniec 2Q17). Spółka dalej zamierza zwiększać ten udział m.in. poprzez refinansowanie obligacji „złotowych”, co powinno przyczynić się do spadku kosztu finansowania obligacyjnego, który w 1H17 wyniósł 6,2%, po refinansowaniu obligacji w 3Q17 wynosi 4,9%, a po kolejnym planowanym refinansowaniu powinien się obniżyć do ok. 4,1%. Dodatkowo, na spadek kosztu długu wpływ miało refinansowanie kredytu na Eurocentrum. Capital Park obniżył koszt długu z 4,5% w 1H16 do 3,1% w 1H17, podczas gdy koszt długu bankowego wyniósł w 1H17 2,5% (vs. 4,3% w 1H16) i nie spodziewamy się jego istotnego spadku przy obecnym poziomie stóp procentowych (EURIBOR 3M -0,329%).

Zdecydowanie większe znaczenie dla zadłużenia spółki mają kredyty (1,1 mld zł na koniec 2Q17) aniżeli obligacje (0,2 mld zł). Największy udział w kredytach (jak i całym zadłużeniu) ma umowa kredytowa na 124,4 mln EUR (512 mln zł na koniec 1H17) zawarta z Bank of China na finansowanie Eurocentrum. Do istotnych czynników, które mogą wpłynąć na wzrost kredytów (jak i zadłużenia Capital Park) w kolejnych okresach możemy zaliczyć realizację inwestycji ArtN (ok. 735 mln zł nakładów do poniesienia po 2Q17, z czego ok. 635 mln zł ma zostać sfinansowanych kredytem) oraz Crowne (ok. 190 mln zł nakładów do poniesienia, z czego ok. 160 mln zł ma zostać sfinansowanych kredytem).

Łączna wartość zadłużenia obligacyjnego na dzień sporządzenia Raportu kredytowego wynosiła 161 mln zł. Na ten dzień spółka miała wyemitowanych 7 serii obligacji, podczas gdy na koniec 2Q17 było ich 8, a w międzyczasie wykupione zostały serie CAP0917 (20 mln zł) oraz CAP1217 (54 mln zł) i wyemitowane zostały obligacje serii CA10420 o wartości nominalnej 6 mln EUR.

Tabela: Zestawienie obligacji emitenta

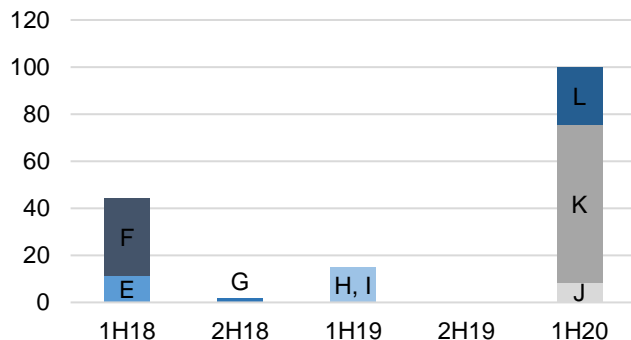
	E (CAP0318)	F (CAP0618)	G (CAP0818)	H/I* (CAP0419)	J (CAP0320)	K (CAP0420)	L (CA10420)
Wartość emisji (mln zł)	11	33	2	15	2 EUR	16 EUR	6 EUR
Wartość nominalna (zł)	100	100	100	100	100 EUR	100 EUR	100 EUR
Dzień wykupu	18.03.2018	03.06.2018	14.08.2018	15.04.2019	17.03.2020	27.04.2020	27.04.2020
Stopa referencyjna	WIBOR3M	WIBOR3M	WIBOR3M	WIBOR3M	stałe	stałe	stałe
Marża	4,3%	4,3%	4,3%	4,8%	3,8%	4,1%	4,1%
Cena zamknięcia	100,49	100,50	102,50	101,67	n.d.	100,00	100,00
Rentowność do wykupu (YTM) brutto	4,69%	5,15%	2,78%	5,32%	n.d.	4,10%	4,10%
Zabezpieczenie	nie	nie	nie	nie	nie	nie	nie
Prawo spółki do przedterminowego wykupu	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak

\*Obligacje asymilowane

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

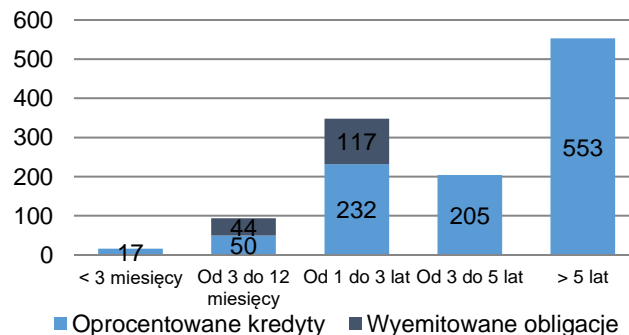
Capital Park zakomunikował, że zamierza wyemitować obligacje, które posłużą na wykup obligacji złotych (61 mln zł), spłatę kredytu w Getin Noble Bank (7,5 mln EUR) oraz na część wkładu własnego ArtN (ok. 60 mln zł), dlatego szacujemy, że spółka będzie chciała wyemitować obligacje o wartości nominalnej 35-40 mln EUR. W przypadku powodzenia emisji i realizacji ww. celów, można się spodziewać, że na bilansie Capital Park pozostaną jedynie obligacje wyemitowane w EUR, które w całości zapadają w 1H20 oraz obligacje, które spółka zamierza wyemitować. Zwracamy uwagę, że spośród „złotowych” serii, jedynie w przypadku CAP0419 przewidziana jest premia (0,5%) za przedterminowy wykup i to w momencie, gdyby do niego doszło w styczniu lub kwietniu 2018 r. (w dniach płatności za VII i VIII okres odsetkowy).

Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji (mln zł) na dzień publikacji Raportu kredytowego



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Wykres: Zapadalność części kapitałowej kredytów bankowych na koniec 2Q17 oraz obligacji na dzień publikacji Raportu kredytowego (mln zł)



Źródło: Dane spółki

Zwracamy uwagę, że gros części kapitałowej kredytów (758 mln zł) przypada w okresie od 3 lat (liczonym od końca czerwca 2017 r.) i później, a więc po zapadalności obligacji. Dodatkowo, spośród 299 mln zł przypadających w ciągu 3 lat (do końca 1H20) wygasają jedynie 2 kredyty o łącznym saldzie 135 mln zł na koniec 2Q17. Pierwszym z nich jest kredyt w Getin Noble Bank o saldzie 31 mln zł, który ma zostać spłacony z zapowiedzianej emisji obligacji. Z kolei drugi kredyt o saldzie 104 mln zł przypisany jest do REIA I. Spodziewamy się, że kredyt ten w całości zostanie zrefinansowany. Warto zwrócić uwagę, że Capital Park ma znikomy udział w REIA I, a zobowiązania z tego funduszu nie są w żaden sposób gwarantowane przez spółkę, a mimo to Capital Park konsoliduje całość tego kredytu. Uważamy harmonogram spłat kredytów za korzystny dla obligatariuszy. Zwracamy uwagę, że harmonogram ten powinien jeszcze korzystniej kształtować się po refinansowaniu kredytu na Royal Wilanów, ponieważ zdaniem spółki „nowy” kredyt refinansujący przewiduje dłuższy okres amortyzacji części kapitałowej niż miało to miejsce przed refinansowaniem.



W Warunkach Emisji Obligacji poszczególnych serii ustanowione są kowenanty. Na „złotowych” obligacjach ustanowiony jest zapis o nieprzekraczaniu skonsolidowanego długu netto do kapitałów własnych powyżej 1,2x. Z uwagi na fakt, że obligacje te prawdopodobnie zostaną przedterminowo wykupione w przypadku dojścia do skutku ww. emisji w EUR, skupiamy swoją uwagę na kowenantach euroobligacji. Dla obligacji w EUR ustanowiony jest kowenant na skonsolidowanym długu netto w relacji do aktywów, którego poziom nie może przekraczać 0,6x. Wskaźnik ten na koniec 2Q17 wyniósł 0,46x.

W harmonogramie projektów w budowie są 3 projekty (ArtN, Crowne oraz Neptun House), które wymagają zdaniem spółki jeszcze nakładów rzędu 955 mln zł łącznie. Zakładając kontynuację bieżącej strategii Capital Park (tj. m.in. trzymanie nieruchomości na bilansie spółki, brak wypłaty dywidendy, realizację zapowiadanych projektów, generowanie wyników zgodnych z prognozami Capital Park) oraz stabilność otoczenia rynkowego (brak zmian w stopach kapitalizacji, utrzymanie się stawek najmu), a także refinansowanie obligacji w PLN oraz EUR i zmniejszanie LTV kredytów na projektach ukończonych, spodziewamy się, że na koniec 2021 r., wskaźnik dług netto/aktywa osiągnie wartość ok. 53%, a więc poniżej kowenantu. Uważamy, że wzrost skali działalności poprzez uruchomienie nowych projektów wymagałby pozyskania dodatkowego kapitału lub uwolnienia gotówki poprzez sprzedaż aktywów.

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 31.10.2017 r.

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

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

**Dom Maklerski dąży do unikania konfliktów interesów ze swoimi Klientami oraz pomiędzy nimi, w szczególności poprzez regulacje wewnętrzne w tym „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Michael/Ström Dom Maklerski sp. z o.o.”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl).**

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

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

**Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl)**