

Deweloperzy komercyjni

Niniejszy raport kredytowy porównuje bieżącą sytuację następujących spółek: **BBI Development, Capital Park, Echo Investment, Ghelamco, Globe Trade Centre** oraz **HB Reavis**. Z przeprowadzonej analizy płyną poniższe wnioski:

- *Najmniejsze zadłużenie na koniec czerwca br. liczone jako relacja długu netto do kapitałów własnych przypadają na BBI Development (0,55x). Z kolei spółką najbardziej zadłużoną było Globe Trade Centre (1,08x).*
- *Spółką o najmniejszych kapitałach własnych na koniec 1. półrocza 2016 r. było BBI Development (249 mln zł) – jest to jedyna spółka spośród analizowanych, która posiadała kapitały własne mniejsze niż 1 mld zł. Najwyższy poziom kapitałów własnych (ok. 4,6 mld zł) posiadał gwarant obligacji HB Reavis Finance PL, tj. HB Reavis Holding.*
- *Mimo faktu, że BBI Development jest najmniej zadłużoną spółką, to rentowności (YTM) obligacji wyemitowanych przez tę spółkę oscylują wokół średniej.*
- *Największym polskim projektem będącym własnością analizowanych deweloperów jest niewątpliwie Warsaw Spire (Grupa Ghelamco). Posiada on ok. 109 tys. m² powierzchni biurowej, a jego wartość to ok. 2,3 mld zł.*
- *BBI Development wspólnie z partnerami jest w trakcie budowy dwóch projektów biurowo-handlowych: Centrum Praskie Koneser (ok. 51 tys. m²) oraz Centrum Marszałkowska (ok. 16 tys. m²).*
- *Największym projektem spółki Capital Park ma być ArtN (ok. 64 tys. m² powierzchni biurowo-handlowej), którego budowa jeszcze się nie rozpoczęła, a jej zakończenie planowane jest na 1. kwartał 2019 r.*
- *Echo Investment zakończyło budowę biurowca Q22 o pow. wynajmu ok. 53 tys. m² i podpisało przedwstępna umowę sprzedaży tego projektu.*
- *Globe Trade Centre na 2017 r. zaplanowało wybudowanie centrum handlowego Galeria Północ (ok. 64 tys. m²).*
- *HB Reavis w październiku br. oddało do użytkowania I etap biurowca West Station (ok. 30 tys. m²), a II etap ma zostać ukończony w 3. kwartale 2017 r. (ok. 38 tys. m²).*

Outstanding obligacji:

BBI Development
3 notowane serie
110 mln zł

Capital Park
6 notowanych serii
155 mln zł

Echo Investment
7 notowanych serii
806 mln zł

Ghelamco
20 notowanych serii
844 mln zł*

Globe Trade Centre
2 notowane serie
494 mln zł

HB Reavis
1 notowana seria
111 mln zł

*Dla jedynej serii w EUR (GHE0918)
przyjęto kurs EURPLN = 4,3

Dług netto vs. kapitały własne na koniec czerwca br.

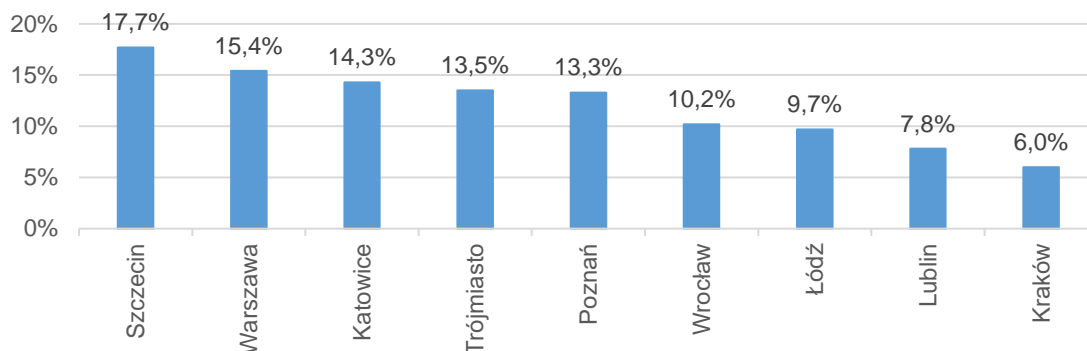
BBI Development	Capital Park	Echo Investment	Globe Trade Centre	Granbero Holdings*	HB Reavis Holding*
0,55x	0,99x	0,70x	1,08x	1,02x	0,76x

Źródło: Sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne Michael/Ström DM, *dane gwaranta obligacji

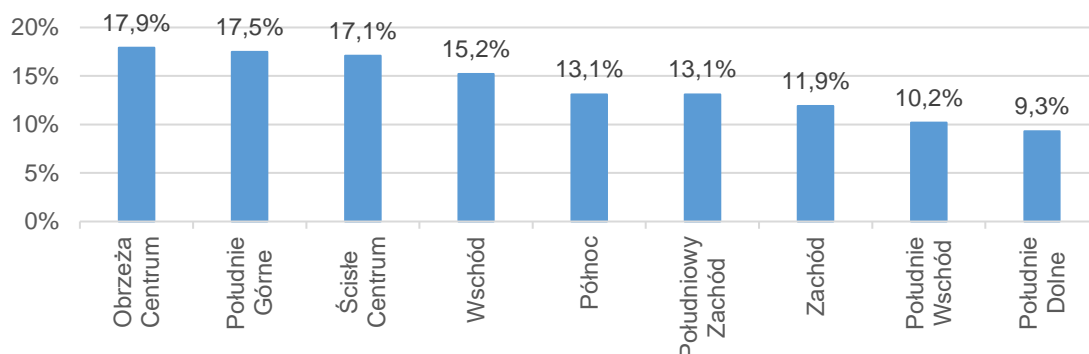
Podsumowanie rynku biurowego w 1. półroczu 2016 r.

Wielkość rynku biurowego w Polsce na koniec czerwca br. szacowana była na 8,7 mln m² powierzchni, z czego ok. 5 mln m² przypadało na Warszawę (57% krajowego rynku). Pozostałe największe rynki to Kraków (10%), Wrocław (9%) oraz Trójmiasto (7%).

Miastem z najniższym współczynnikiem pustostanów był Kraków, a najwyższym – Szczecin. Wykres poniżej przedstawia wartość tego współczynnika na koniec czerwca br. dla głównych polskich miast.

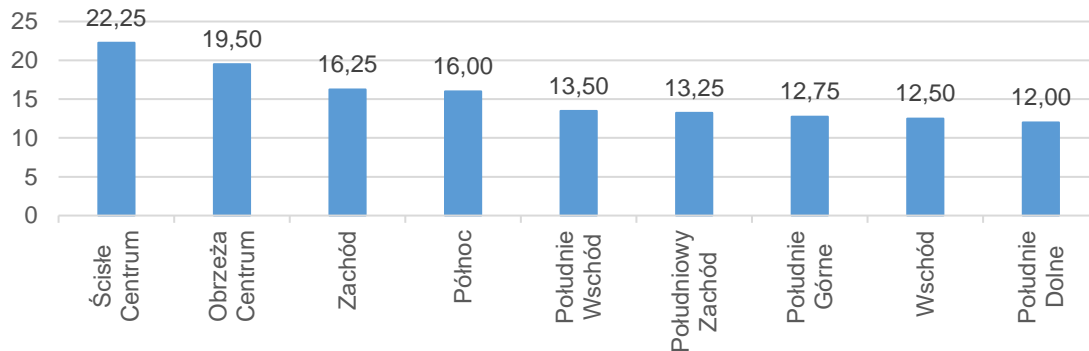


W 1. połowie br. na warszawski rynek trafiło 350 tys. m² powierzchni biurowej, co było wynikiem wyższym niż roczna średnia dla stolicy za ostatnich kilka lat. W samym 2. kwartale br. oddane do użytkowania zostały dwa wieżowce biurowe – Warsaw Spire A (Tower) oferujący 59 tys. m² powierzchni oraz Q22 – 46 tys. m². Przyczyniło się to do zwiększenia stopy pustostanów, która średnio dla Warszawy wyniosła 15,4% (vs. 14,1% na koniec marca 2016 r.). W budowie na koniec czerwca br. znajdowało się ok. 600 tys. m² powierzchni biurowej, z czego ok. 90-100 tys. m² może zostać oddanych jeszcze w tym roku, a ok. 300 tys. m² w 2017 r. Wykres poniżej przedstawia stopy pustostanów w podziale na strefy.



W 1. półroczu br. wynajętej zostało ok. 360 tys. m² powierzchni w warszawskich biurowcach. Zakładając, że w drugiej połowie roku zostałyby wynajętej tyle samo powierzchni co w pierwszej połowie, to mielibyśmy do czynienia z wynikiem nieco gorszym od tego z 2015 r., ale zarazem wyższym niż w każdym z lat 2006-2014. Również poziom absorpcji netto był zadawalający (ok. 130-150 tys. m²), ponieważ w ciągu 6 miesięcy wyniósł on mniej więcej tyle ile wynosiła średnia roczna w latach 2009-2014, czyli o ok. 100% więcej w skali roku.

Poniższa tabela przedstawia szacunkowe średnie stawki czynszu (€ / m²) w zależności od strefy.



Szacowana wartość transakcji inwestycyjnych na warszawskim rynku biurowym wyniosła w 1. półroczu 2016 r. ponad 300 mln €. Średnia wartość rocznych transakcji na stołecznym rynku wyniosła w latach 2007-2015 ok. 800 mln €. Transakcyjne stopy kapitalizacji wyniosły ok. 5,5% w Ścisłym Centrum, a poza nim ok. 6,75%.

Podsumowanie zadłużenia emitentów

W tabeli poniżej przedstawione zostały dane finansowe spółek w przeliczeniu na PLN na koniec czerwca br.

Spółka	Dług netto (mln PLN)	Kapitały własne (mln PLN)	Dług netto / Kapitały własne
BBI Development	136	249	0,55x
Capital Park	1 038	1 044	0,99x
Echo Investment	1 257	1 797	0,70x
Global Trade Centre	3 165	2 928	1,08x
Granbero Holdings	2 993	2 945	1,02x
HB Reavis Holding	3 504	4 583	0,76x

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

Spółką dla której wskaźnik zadłużenia (liczony jako dług netto w relacji do kapitałów własnych) osiągnął najniższą wartość na koniec 1. półrocza 2016 r. było BBI Development (0,55x). Kolejną spółką było Echo Investment (0,70x) dla którego współczynnik zadłużenia uwzględnia płatność dywidendy w lipcu br. Następne w kolejności było HB Reavis Holding, tj. gwarant obligacji HB Reavis Finance PL. Odczyt na poziomie poniżej jedności (0,99x) uzyskało jeszcze Capital Park, a dwie najbardziej zadłużone spółki to Globe Trade Centre (1,08x) oraz Granbero Holdings (1,02x), tj. gwarant obligacji Ghelamco Invest.

Wykres: Dług netto w relacji do kapitałów własnych (oś X), dług netto w mln zł (oś Y), kapitały własne (wielkość bąbelków)



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

Spółką o zdecydowanie największych kapitałach własnych było HB Reavis Holding z poziomem 4,6 mld zł na koniec czerwca br. Kolejnymi spółkami o pokaźnych kapitałach własnych było Granbero Holdings oraz Globe Trade Centre – po 2,9 mld zł. Kapitałami własnymi powyżej 1 mld zł mogły się także pochwalić Echo Investment (1,8 mld zł) oraz Capital Park (1,0 mld zł). Najmniejszą spółką pod względem kapitałów własnych (249 mln zł) było natomiast BBI Development.

Podsumowanie rentowności do wykupu (YTM) dla analizowanych emitentów w podziale na rok wykupu (do 2017, 2018, 2019 oraz 2020 r.)

Seria	YTM	Dług netto / Kapitały własne	Data wykupu	Komentarz
CAP0617	5,95%	0,99	2017-06-13	Spośród obligacji zapadających do końca 2017 r. najwyższą rentowność oferują serie wyemitowane przez Capital Park (zadłużenie drugie z najwyższych w tym zestawieniu). Spółką najmniej zadłużoną jest BBI Development, a mimo to oprocentowanie serii BBI0217 znajduje się w środku tabeli. Z kolei podmiot najbardziej zadłużony w tym zestawieniu, tj. Ghelamco Invest ma obligacje z najniższą rentownością. W przypadku serii zapadającej za 12 dni YTM na poziomie ok. 0% jest zrozumiałe, natomiast zaledwie 4,62% na serii zapadającej za rok wydaje się wynikiem niskim na tle serii wyemitowanych przez mniej zadłużoną konkurencję.
CAP1217	5,75%	0,99	2017-12-23	
ECH0417	5,61%	0,70	2017-04-28	
BBI0217	5,54%	0,55	2017-02-07	
CAP0917	5,48%	0,99	2017-09-23	
HBR1117	5,17%	0,76	2017-11-27	
GHE1117	4,62%	1,02	2017-11-27	
GHE1116	-0,03%	1,02	2016-11-14	

Źródło: GPW Catalystr, obliczenia własne Michael/Ström DM

Seria	YTM	Dług netto / Kapitały własne	Data wykupu	Komentarz
CAP0818	6,99%	0,99	2018-08-14	Dla obligacji zapadających w 2018 r. najwyższe rentowności przypisane są ponownie do Capital Parku oraz tym razem także do Ghelamco Invest (oprócz serii GHE0918, która denominowana jest w euro). Z kolei najniższe rentowności mają serie wyemitowane przez Echo Investment, a następnie przez GTC (najbardziej zadłużona spółka spośród analizowanych). Rentowność serii BBI0218 oscyluje mniej więcej w okolicach średniej, co może sugerować pewnego rodzaju niedoszacowanie.
GHE0718	5,87%	1,02	2018-07-11	
GHE0118	5,83%	1,02	2018-01-29	
CAP0618	5,79%	0,99	2018-06-03	
CAP0318	5,73%	0,99	2018-03-18	
GHJ0718	5,64%	1,02	2018-07-04	
GHC0718	5,63%	1,02	2018-07-16	
GHK0718	5,60%	1,02	2018-07-09	
GHE0418	5,41%	1,02	2018-04-25	
GHI0718	5,33%	1,02	2018-07-09	
BBI0218	5,22%	0,55	2018-02-22	
GTC0418	5,14%	1,08	2018-04-30	
ECH0618	4,68%	0,70	2018-06-19	
ECH0418	4,12%	0,70	2018-04-20	
ECH0318	4,03%	0,70	2018-03-04	
ECN0418	3,97%	0,70	2018-04-23	
GHE0918	3,84%	1,02	2018-09-28	

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia własne Michael/Ström DM

Seria	YTM	Dług netto / Kapitały własne	Data wykupu	Komentarz
BBI0219	6,89%	0,55	2019-02-22	Tym razem najwyższa rentowność przypada na serię BBI0219, co może wynikać z braku płynności na papierach. Warto zwrócić uwagę na serię GHE1119, która mimo tego, że jako jedyna spośród wyemitowanych przez Ghelamco Invest zapada w 2. półroczu 2019 r., to charakteryzuje się rentownością niższą od obligacji spółki zapadających w 1. półroczu 2019 r.
GHC0619	6,00%	1,02	2019-06-16	
GHE0519	5,94%	1,02	2019-05-22	
GHI0619	5,87%	1,02	2019-06-16	
GHE0619	5,26%	1,02	2019-06-16	
ECH0219	5,21%	0,70	2019-02-19	
GTC0319	5,13%	1,08	2019-03-11	
ECH0519	5,13%	0,70	2019-05-15	
GHE1119	4,77%	1,02	2019-11-04	

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia własne Michael/Ström DM

Seria	YTM	Dług netto / Kapitały własne	Data wykupu	Komentarz
GHE0720	6,19%	1,02	2020-07-14	Spośród notowanych serii wyemitowanych przez analizowanych deweloperów komercyjnych tylko Ghelamco Invest posiada obligacje, które zapadają w 2020 r.
GHJ0320	6,08%	1,02	2020-03-30	
GHE0320	5,91%	1,02	2020-03-30	
GHI0720	5,90%	1,02	2020-07-14	
GHI0320	5,90%	1,02	2020-03-30	

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia własne Michael/Ström DM

Podsumowanie kluczowych projektów dla analizowanych emitentów

Spółka	Projekt	Lokalizacja	Powierzchnia biurowa (tys. m ²)	Poziom komercjalizacji pow. biurowej	Powierzchnia handlowa (tys. m ²)	Poziom komercjalizacji pow. handlowej	Wartość projektu (obecna lub szacowana po ukończeniu) w mln PLN	Data ukończenia
BBI Development	Centrum Praskie Koneser - Kwartal Centralny	Warszawa, Żąbkowska (Wschód)	33,4	44% (październik)	17,8	19% (październik)	602	4Q17-1Q18
BBI Development	Centrum Marszałkowska	Warszawa, Marszałkowska (Ścisłe Centrum)	12,2	0% (czerwiec)	4,1	52% (czerwiec)	353	1Q18
Capital Park	Eurocentrum (3 etapy)	Warszawa, Aleje Jerozolimskie (Południowy Zachód)	84,0	70% (czerwiec)			821	2002 / 2014 / 1Q16
Capital Park	ArtN	Warszawa, Żelazna (Obrzeża Centrum)	40,0	0% (czerwiec)	24,0	0% (czerwiec)	1 165	1Q19
Echo Investment	Q22	Warszawa, Jana Pawła II (Ścisłe Centrum)	53,0	> 70% (czerwiec)			1 157	2Q16
Ghelamco Invest	Warsaw Spire	Warszawa, plac Europejski (Obrzeża Centrum)	109,0	80% (czerwiec)			2 259	2014 / 2015 / 2Q16
Globe Trade Centre	Galeria Jurajska	Częstochowa, Wojska Polskiego 207			49,0	92% (czerwiec)	658	2009
Globe Trade Centre	Galeria Północna	Warszawa, Światowida (Wschód)			64,0	75% (wrzesień)	b.d.	2017
HB Reavis	Gdański Business Center II	Warszawa, Inflancka (Północ)	52,5	53% (kwiecień)			705	2015 / 2Q16
HB Reavis	West Station I + II	Warszawa, Aleje Jerozolimskie (Południowy Zachód)	68,3	I etap: 75% (październik)			743	4Q16 / 3Q17

Źródło: Dane spółek, szacunki Michael/Ström DM

BBI Development (BBI)

Spółka realizuje projekty komercyjne w Warszawie oraz mieszkaniowe w Warszawie i Szczecinie. Dotychczas, największą transakcją BBI Development była sprzedaż Placu Unii za ok. 226 mln €, a obecnie najważniejszym projektem jest Centrum Praskie Koneser (CPK) na warszawskiej Pradze.

Spółka ma 40% udział w części komercyjnej (Kwartal Centralny) CPK. Powierzchnia biurowa ma wynieść 33,4 tys. m², podczas gdy powierzchnia handlowa szacowana jest na 17,8 tys. m². Zakładając 7% stopę kapitalizacji wartość projektu może wynieść 140 mln € (602 mln zł). Po spłacie kredytu i uwzględnieniu udziałów w projekcie, do BBI mogłoby trafić ok. 90 mln zł. Oddanie inwestycji do użytkowania planowane jest na 4Q17 – 1Q18.

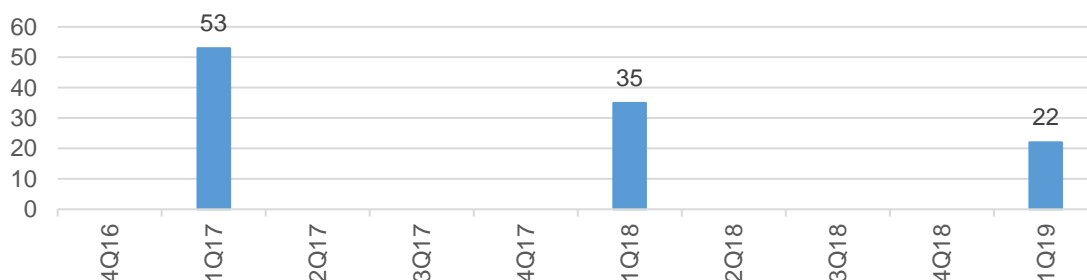
Istotną część aktywów stanowi także niezagospodarowana działka w Szczecinie o wartości księgowej ok. 80 mln zł. Prawdopodobny wydaje się scenariusz w którym spółka zagospodarowałaby część działki we własnym zakresie, a część sprzedała.

Znaczącym dla spółki powinien się także okazać projekt biurowo-handlowy Centrum Marszałkowska. Mieści się on w ścisłym centrum Warszawy przy wejściu do Metra Świętokrzyska, gdzie krzyżują się 2 linie metra. Udział BBI Development w projekcie nie będzie niższy niż 35%, a spółka chciałaby dokupić pozostałe 65% na co przeznaczyła już ok. 10 mln zł w formie zaliczek. Powierzchnia biurowa ma wynieść 12,2 tys. m², podczas gdy powierzchnia handlowa szacowana jest na 4,1 tys. m². Zakładając 6% stopę kapitalizacji wartość projektu może wynieść 82 mln € (351 mln zł). Po spłacie kredytu i uwzględnieniu 35% udziału w projekcie, do BBI mogłoby trafić ok. 74 mln zł (uwzględniając wpłacone zaliczki). Projekt powinien być gotowy w 1Q18. W maju br. spółka podpisała list intencyjny ws. sprzedaży projektu.

Umożliwiający spółce wygenerowanie ponad 40 mln zł gotówki powinien okazać się także projekt Złota 44, gdzie głównym akcjonariuszem jest fundusz Amstar (udział BBI wynosi niespełna 5%). W 3. kwartale spółka celowa zawarła przedwstępną pakietową umowę sprzedaży 72 apartamentów (z 287) o łącznej powierzchni 8,2 tys. m² PUM (23% łącznej powierzchni w budynku) z funduszem nieruchomościowym Catella Wohnen Europa. Na 20 października br. 129 lokali (39% PUM) było sprzedanych.

BBI Development od końca 2014 r. do 30 czerwca br. zmniejszyło dług netto z 231 mln zł do 136 mln zł. Wraz z nominalnym spadkiem zadłużenia netto obniżyła się również relacja długu netto do kapitałów własnych z 0,9x do 0,5x. Tak znacząca poprawa wynika przede wszystkim ze sprzedaży Placu Unii.

Wykres poniżej przedstawia harmonogram spłaty notowanych obligacji BBI Development (mln zł).



Źródło: GPW Catalyst

Skonsolidowane dane finansowe BBI Development (tys. zł)

	2014	2015	1H16	*LTM
Przychody operacyjne, w tym:	47 287	22 136	45 060	58 876
Przychody ze sprzedaży wyrobów	5 272	423	39 476	39 482
Przychody ze świadczonych usług	25 291	7 613	6 673	12 795
Koszt własny sprzedaży, w tym:	-20 418	-7 066	-38 072	-43 327
Wartość sprzedanych wyrobów	-5 245	-435	-34 713	-34 723
Koszt sprzedanych usług	-15 173	-6 631	-3 359	-8 604
Wynik brutto na sprzedaży	26 869	15 070	6 988	15 549
Wynik na działalności operacyjnej	2 450	399	373	1 039
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-13 987	-2 970	-2 209	-4 671
Zysk (strata) netto	-13 822	-3 390	-3 282	-5 603

Aktywa trwałe, w tym:	316 341	251 353	223 582	223 582
Inwestycje wyceniane metodą praw własności	170 982	156 515	137 505	137 505
Pozostałe aktywa finansowe	12 480	53 295	44 815	44 815
Aktywa obrotowe, w tym:	231 921	225 357	201 936	201 936
Zapasy	175 693	187 884	158 561	158 561
Pozostałe aktywa finansowe	26 876	4 508	23 085	23 085
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	12 707	17 497	8 780	8 780
AKTYWA RAZEM	548 262	476 710	425 518	425 518
KAPITAŁY WŁASNE	267 213	252 581	249 199	249 199
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	106 893	115 368	76 187	76 187
Kredyty i pożyczki	30 643	24 944	16 732	16 732
Pozostałe zobowiązania finansowe	75 151	88 128	57 074	57 074
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	174 156	108 761	100 132	100 132
Kredyty i pożyczki	99 081	25 972	15 186	15 186
Pozostałe zobowiązania finansowe	38 898	25 528	56 068	56 068
PASYWA RAZEM	548 262	476 710	425 518	425 518

Dług netto	231 066	147 075	136 280	136 280
Dług netto / Kapitały własne	0,9	0,6	0,5	0,5

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-15 994	17 784	9 936	26 740
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-5 028	-8 438	-2 136	-4 036
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	21 709	-4 556	-16 517	-25 529
Przepływy pieniężne netto, razem	687	4 790	-8 717	-2 825

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK BBI Development, obliczenia własne Michael/Ström DM, *dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 2016 r.

Capital Park (CAP)

Capital Park realizuje i zarządza projektami komercyjnymi w 34 polskich miastach. W portfelu spółki znajduje się 69 nieruchomości o łącznej powierzchni 249 tys. m². Wartość nieruchomości inwestycyjnych na koniec czerwca br. wyniosła 2 mld zł, z czego 3 kluczowe projekty zlokalizowane w Warszawie – Eurocentrum, Royal Wilanów, ArtN – były wyceniane w księgach na 1,5 mld zł. Docelowa wartość portfela ma wynieść 3,1 mld zł.

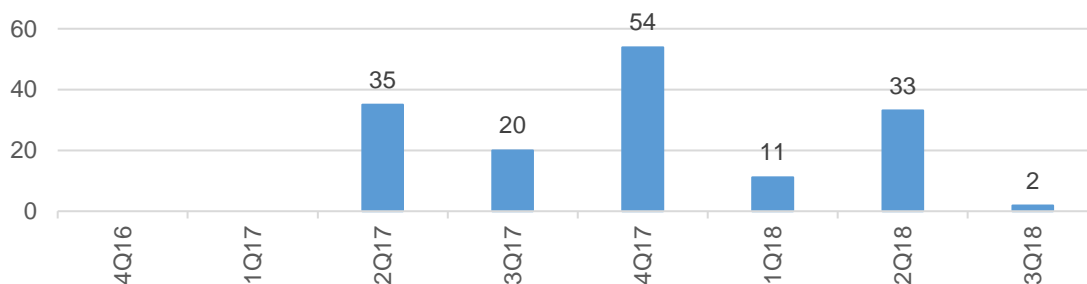
W pierwszym półroczu br. Capital Park wygenerował 54 mln zł przychodów z tytułu najmu. Segment biurowy wygenerował 48% tej kwoty, segment handlowy – 27%, segment wielofunkcyjny – 24%, a pozostałe inwestycje – 1%. Segment biurowy stanowił również największy udział w aktywach – 42%, segment handlowy – 16%, segment wielofunkcyjny – 38%, pozostałe – 4%.

Projektem o największej wartości księgowej na koniec czerwca br. był biurowiec Eurocentrum (segment biurowy). Nieruchomość znajduje się na Alejach Jerozolimskich w pobliżu dworca Warszawa Zachodnia. Inwestycja została podzielona na 3 części. Pierwszy etap – Eurocentrum Alfa – został oddany do użytku w 2002 r. Powierzchnia tej części wynosi 14 tys. m², a jej wartość księgowa na koniec półrocza wyniosła 118 mln zł. Wynajętej było wówczas ok. 85% powierzchni. Następna część, tj. Eurocentrum Office Complex – Beta oraz Gamma – o powierzchni 43 tys. m² została ukończona w 2014 r. Etap ten był wynajęty w ok. 82% na koniec czerwca br., a jego wartość księgowa wynosiła 479 mln zł. Ostatnia faza, tj. Eurocentrum Office Complex – Delta została oddana do użytkowania w lutym br. Poziom wynajęcia na 30 czerwca br. był równy 44% (z 27 tys. m²), a wartość księgowa 224 mln zł. Cały kompleks Eurocentrum ma powierzchnię 84 tys. m², jego wartość w księgach na koniec czerwca br. wynosiła 821 mln zł, a średni poziom komercjalizacji był równy 70%.

Kolejną znaczącą inwestycją spółki jest Royal Wilanów (segment wielofunkcyjny), który został ukończony w sierpniu 2015 r. Jego powierzchnia wynosi 36 tys. m², przy czym niespełna 30 tys. m² stanowi część biurowa, a resztę powierzchnia handlowo-usługowa. Wartość księgowa na koniec czerwca br. wyniosła nieco ponad 416 mln zł, a aktualne obłożenie projektu to 79%.

Z kolei w przyszłości kluczową inwestycją spółki będzie ArtN (segment wielofunkcyjny). Projekt jest zlokalizowany przy ul. Żelaznej nieopodal ścisłego centrum Warszawy. Powierzchnia nieruchomości ma wynieść 64 tys. m², z czego 40 tys. m² mają stanowić biura, a powierzchnia handlowa będzie wynosiła 24 tys. m². Wartość księgowa na koniec czerwca br. wynosiła 294 mln zł. Uwzględniając założenia spółki co do NOI (67 mln zł) oraz stopy kapitalizacji (5,75%) wartość projektu może wynieść prawie 1,2 mld zł.

Wykres poniżej przedstawia harmonogram spłaty notowanych obligacji Capital Park (mln zł).



Źródło: GPW Catalyst

Skonsolidowane dane finansowe Capital Park (tys. zł)

	2014	2015	1H16	*LTM
Przychody z wynajmu podstawowego	50 702	72 373	53 982	93 167
Koszty bezpośrednio związane z nieruchomościami	-9 181	-16 736	-11 780	-20 539
Zysk operacyjny netto	41 521	55 637	42 202	72 628
Zyski (straty) z aktualizacji wyceny nieruchomości	-60 976	58 754	50 254	157 120
Pozostałe przychody (koszty) operacyjne	-20 487	-10 010	-13 362	-18 417
Wynik na działalności operacyjnej	-39 942	104 381	79 094	211 331
Przychody z tytułu odsetek	4 450	2 648	1 162	2 421
Koszty odsetek	-18 906	-37 379	-26 272	-46 034
Straty z wyceny zobowiązań finansowych	-14 755	-13 444	-45 413	-68 020
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-69 153	56 206	8 571	99 698
Zysk (strata) netto	-63 615	56 220	8 299	103 552

Aktywa trwałe, w tym:	1 636 829	1 981 802	2 085 102	2 085 102
Nieruchomości inwestycyjne	1 595 986	1 934 579	2 033 777	2 033 777
Pozostałe aktywa finansowe	19 922	30 709	30 901	30 901
Aktywa obrotowe, w tym:	221 929	170 719	147 834	147 834
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	169 586	113 607	114 643	114 643
Pozostałe aktywa finansowe	5 809	17 123	6 153	6 153
Zapasy	24 452	12 937	196	196
AKTYWA RAZEM	1 858 758	2 152 521	2 232 936	2 232 936
KAPITAŁY WŁASNE	979 791	1 032 204	1 043 765	1 043 765
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	710 196	1 019 360	1 041 376	1 041 376
Kredyty bankowe i inne zobowiązania finansowe	586 878	862 764	898 256	898 256
Zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji	106 344	142 828	125 076	125 076
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	168 771	100 957	147 795	147 795
Kredyty bankowe i inne zobowiązania finansowe	44 739	50 674	86 400	86 400
Zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji	67 398	9 286	42 539	42 539
PASYWA RAZEM	1 858 758	2 152 521	2 232 936	2 232 936

Dług netto	635 773	951 945	1 037 628	1 037 628
Dług netto / Kapitały własne	0,6	0,9	1,0	1,0

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	22 632	31 268	35 764	64 661
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-279 595	-292 167	-59 753	-201 544
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	358 535	204 920	25 025	158 359
Przepływy pieniężne netto, razem	101 572	-55 979	1 036	21 476

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK Capital Park, obliczenia własne Michael/Ström DM, *dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 2016 r.

Echo Investment (ECH)

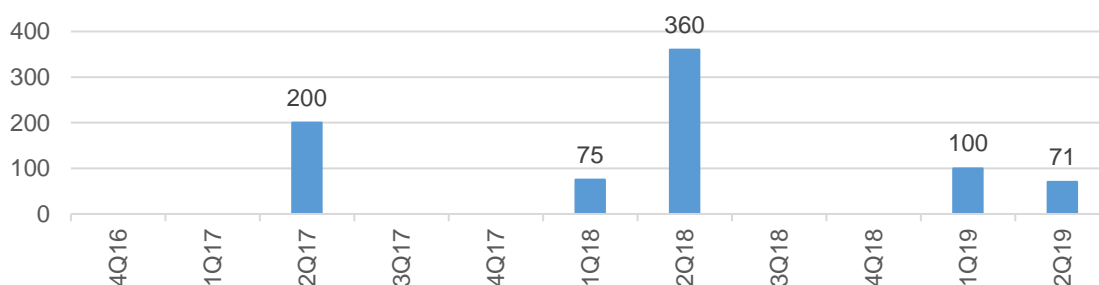
Spółka działa na szeroką skalę w trzech segmentach branży deweloperskiej: biurowym, handlowym oraz mieszkaniowym. Biorąc pod uwagę skonsolidowane wyniki, to centra handlowe i handlowo-rozrywkowe stanowiły największy udział w 1. półroczu 2016 r. – 54% przychodów (71% zysku brutto ze sprzedaży). Drugim segmentem była sprzedaż mieszkań – 28% (14%), a trzecim wynajem powierzchni biurowych – 17% (14%). Sumarycznie, w okresie styczeń-czerwiec '16 Echo Investment wygenerowało 281 mln zł przychodów i 145 mln zł zysku brutto ze sprzedaży. Spółka na koniec czerwca br. dysponowała aktywami rzędu 5,5 mld zł. Największym pojedynczym składnikiem aktywów, oprócz gotówki (2 mld zł) był biurowiec Q22 o powierzchni 53 tys. m² mieszczący się w ścisłym centrum Warszawy, który został oddany do użytkowania w 1. półroczu br. Według danych z raportu półrocznego, budynek był wynajęty w ponad 70%, a przy pełnym wynajmie mógłby generować 14,4 mln EUR dochodu operacyjnego netto (NOI) rocznie. Dzieląc ten dochód przez stopę kapitalizacji 5,35%, otrzymuje się wartość biurowca w wysokości 269 mln EUR, tj. ok. 1,2 mld zł. W październiku br. Echo Investment podpisało przedwstępłą umowę sprzedaży Q22. Cena zostanie ustalona na dzień zawarcia umowy przyrzeczonej (w oparciu o ww. stopę kapitalizacji), tj. najpóźniej do końca czerwca 2017 r.

W Echo Investment na przestrzeni ostatnich dwóch lat doszło do sporych zmian. Po pierwsze, znacząco zmieniła się struktura akcjonariatu, bowiem Michał Sołowow nie jest już właścicielem spółki. Według danych z raportu półrocznego, niespełna 66% akcji Echo Investment jest w rękach spółki Lisala sp. z o.o., która w 100% należy do Echo Partners B.V. Z kolei ten podmiot należy do: Griffin Topco III S.a r.l. (spółka-córka Oaktree) oraz do funduszu zarządzanego przez PIMCO.

Po drugie, zmianie uległa struktura zaangażowania spółki w projekty komercyjne. Utworzona została nowa spółka, której obecna nazwa to Echo Polska Properties N.V. (podmiot obecnie notowany na giełdach w Luksemburgu oraz Johannesburgu). Echo Investment wniosło do EPP 16 nieruchomości komercyjnych (nie dotyczy to projektu Q22) w zamian za 100% udziałów w EPP. Następnie Echo sprzedało część swoich udziałów w EPP do Redefine Properties Limited i po zmianach w strukturze kapitałowej posiada niespełna 22% udziałów (wg raportu bieżącego 28/2016 z dnia 13 września br.). Echo planuje zmniejszenie udziału w EPP do 17,5%.

Dodatkowo, Echo Investment wypłaciło pierwszą w historii spółki dywidendę. W 1. półroczu 2016 r. na poczet dywidendy za rok obrotowy 2015 została wypłacona zaliczka w kwocie 0,6 mld zł. Pozostała część dywidendy, tj. 1,6 mld zł została wypłacona 8 lipca. W tabeli na następnej stronie policzony został wskaźnik zadłużenia netto do kapitałów własnych na koniec czerwca br. (0,7x), który uwzględnia zobowiązanie z tytułu dywidendy.

Wykres poniżej przedstawia harmonogram spłaty notowanych obligacji Echo Investment (mln zł).



Skonsolidowane dane finansowe Echo Investment (tys. zł)

	2014	2015	1H16	*LTM
Przychody	577 364	586 055	280 532	592 835
Koszt własny sprzedaży	-267 537	-300 319	-135 175	-296 822
Zysk brutto ze sprzedaży	309 827	285 736	145 357	296 013
Zysk (strata) z nieruchomości inwestycyjnych	450 343	751 270	385 218	1 177 059
Pozostałe przychody (koszty) operacyjne	-107 267	-125 947	-126 593	-189 312
Wynik na działalności operacyjnej	652 903	911 059	403 982	1 283 760
Zysk przed opodatkowaniem	447 049	677 679	112 665	762 144
Zysk netto	404 307	514 087	298 953	790 305

<u>Aktywa trwałe, w tym:</u>	<u>5 412 327</u>	<u>1 572 522</u>	<u>1 313 407</u>	<u>1 313 407</u>
Nieruchomości inwestycyjne	4 065 211	63 342	64 632	64 632
Nieruchomości inwestycyjne w budowie	1 207 214	1 398 628	594 566	594 566
Udziały w jednostkach ujmowanych metodą praw własności	13 557	0	574 101	574 101
<u>Aktywa obrotowe, w tym:</u>	<u>1 136 325</u>	<u>1 623 464</u>	<u>2 839 846</u>	<u>2 839 846</u>
Zapasy	592 947	595 460	625 192	625 192
Środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysponowania	54 482	89 447	56 824	56 824
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	362 718	821 305	2 056 603	2 056 603
<u>Aktywa przeznaczone do sprzedaży</u>	<u>0</u>	<u>5 192 965</u>	<u>1 396 604</u>	<u>1 396 604</u>
AKTYWA RAZEM	6 548 652	8 388 951	5 549 857	5 549 857
KAPITAŁY WŁASNE	3 152 545	3 663 503	1 797 487	1 797 487
<u>Rezerwy</u>	<u>79 053</u>	<u>260 324</u>	<u>123 417</u>	<u>123 417</u>
<u>Zobowiązania długoterminowe, w tym:</u>	<u>2 875 668</u>	<u>3 775 442</u>	<u>1 119 733</u>	<u>1 119 733</u>
Kredyty i pożyczki	2 824 793	3 707 943	1 107 202	1 107 202
<u>Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:</u>	<u>441 386</u>	<u>689 682</u>	<u>2 200 520</u>	<u>2 200 520</u>
Kredyty i pożyczki	245 886	331 822	369 965	369 965
Zobowiązanie z tytułu dywidendy	0	0	1 584 732	1 584 732
<u>Zobowiązania dotyczące aktywów przeznaczonych do sprzedaży</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>308 700</u>	<u>308 700</u>
PASYWA RAZEM	6 548 652	8 388 951	5 549 857	5 549 857

Dług netto	2 653 479	3 129 013	1 257 172	1 257 172
Dług netto / Kapitały własne	0,8	0,9	0,7	0,7

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	98 186	164 862	6 954	97 187
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-365 589	-578 888	1 491 753	1 145 615
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	287 948	875 743	-263 124	481 524
Przepływy pieniężne netto, razem	20 545	461 717	1 235 583	1 724 326

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK Echo Investment, obliczenia własne Michael/Ström DM, *dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 2016 r.

Ghelamco Invest (GI)

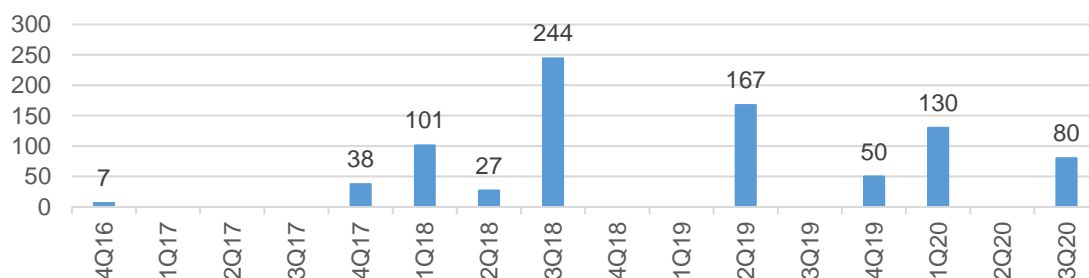
Spółka Ghelamco Invest („GI”) jest spółką celową w 100% kontrolowaną przez Granbero Holdings Limited („GHL”). Działalność GI sprowadza się do pozyskiwania kapitału na rynku polskim poprzez emisje obligacji na potrzeby działalności GHL, tj. gwaranta obligacji wyemitowanych przez GI. Zatem kluczowa z punktu widzenia obligatariuszy GI jest ściągalność należności od spółek z grupy Ghelamco. Z tego powodu w dalszej części raportu skupiłem się na działalności całej grupy Ghelamco.

Dotychczas w Polsce grupa zakończyła budowę ponad 500 tys. m² powierzchni biurowej oraz magazynowej. Najważniejszym projektem grupy Ghelamco jest niewątpliwie Warsaw Spire (109 tys. m² powierzchni biurowej, obecny poziom komercjalizacji wynosi ok. 80% oraz zaawansowane negocjacje z potencjalnymi najemcami dotyczą kolejnych 10% powierzchni pod wynajem), który stanowi 36% aktywów GHL. Na podstawie danych rynkowych i wyceny na 30 czerwca 2016 r. szacuję, że średnia stawka czynszu w kompleksie Warsaw Spire może wynosić ok. 22 € / m² miesięcznie, co przy pełnej komercjalizacji i wartości księgowej 525 mln € przekłada się na stopę kapitalizacji ok. 5,5%. Szacuje się, że stopy kapitalizacji dla najlepszych budynków biurowych w Warszawie wynoszą ok. 5,25%-5,75% dlatego zakładam, że wartość księgowa odpowiada wartości rynkowej. Przy wycenie 525 mln € sprzedaż WS pozwoliłaby uwolnić ok. 275 mln € (wartość księgowa pomniejszona o finansowanie bankowe), czyli kwotę przewyższającą wartość aktywów (i oczywiście zobowiązań) GI. Niewiadomą pozostaje kwestia czy grupa Ghelamco sprzedałaby wszystkie budynki WS w komplecie czy część z nich, ale nawet sprzedaż pojedynczego budynku pozwoliłaby uwolnić znaczącą kwotę. Prawdopodobna wydaje się zatem sytuacja, że po sprzedaży WS GI będzie chciało wykupić część obligacji własnych.

Na chwilę obecną mało prawdopodobna wydaje się sprzedaż któregoś z pozostałych projektów grupy Ghelamco. Projekt Wołoska 24 (gdzie budowę zakończono w 2016 r.) jest wynajęty w nieco ponad 50% (z 21 tys. m²). W celu komercjalizacji biurowca Wronia 31 (15 tys. m² w budowie) prowadzone są rozmowy z potencjalnymi najemcami (projekt Wronia ma zostać ukończony na przełomie 2Q-3Q 2017). Projekt Przystanek mBank (projekt biurowy w budowie) jest w 95% (z 26 tys. m²) wynajęty i jego zakończenie jest przewidywane w 3Q 2017, a zakończenie Sienna Towers (projekt biurowy w budowie o powierzchni 113 tys. m²) planowane jest na 1Q 2020. Inne projekty są na wcześniejszych etapach realizacji.

Warto zwrócić uwagę, że gros projektów realizowanych przez grupę Ghelamco znajduje się w okolicach Ronda Daszyńskiego, gdzie inni deweloperzy także dynamicznie zwiększają podaż powierzchni biurowej, co w przypadku rozbieżności ze stroną popytową może spowodować przesunięcie realizacji projektów.

Wykres poniżej przedstawia harmonogram spłaty notowanych obligacji Ghelamco Invest (mln zł).



Źródło: GPW Catalyst

Skonsolidowane dane finansowe Granbero Holdings Limited (tys. €)

	2014	2015	1H16	*LTM
Przychody	16 455	16 850	6 768	14 859
Zyski z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych	24 120	97 547	125 588	173 043
Pozostałe przychody (koszty) operacyjne	-26 047	-18 792	-7 270	-15 848
Wynik na działalności operacyjnej	14 528	95 605	125 086	172 054
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	7 183	96 450	98 250	148 450
Zysk (strata) netto	5 262	78 254	114 229	155 726
Aktywa trwałe, w tym:	656 680	926 869	1 217 227	1 217 227
Nieruchomości inwestycyjne	417 553	660 290	828 760	828 760
Należności i rozliczenia międzyokresowe czynne	234 996	263 266	383 811	383 811
Aktywa obrotowe, w tym:	226 930	238 045	241 969	241 969
Zapasy obejmujące projekty deweloperskie	50 183	53 666	41 071	41 071
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	129 702	141 696	144 526	144 526
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	46 755	42 683	56 286	56 286
AKTYWA RAZEM	883 610	1 164 914	1 459 196	1 459 196
KAPITAŁY WŁASNE	479 641	555 884	673 408	673 408
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	336 115	508 271	708 911	708 911
Oprocentowane kredyty i pożyczki	329 154	484 894	701 273	701 273
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	67 854	100 759	76 877	76 877
Oprocentowane kredyty i pożyczki	36 400	48 806	39 530	39 530
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz inne zobowiązania	31 020	51 060	36 267	36 267
PASYWA RAZEM	883 610	1 164 914	1 459 196	1 459 196
Dług netto	318 799	491 017	684 517	684 517
Dług netto / Kapitały własne	0,7	0,9	1,0	1,0
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-89 617	-25 111	-33 455	-48 967
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	135 530	-143 637	-175 245	-263 387
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-40 516	168 146	207 103	302 576
Przepływy pieniężne netto, razem	5 397	-602	-1 597	-9 778

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK Granbero Holdings Limited, obliczenia własne Michael/Ström DM, *dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 2016 r.

Globe Trade Centre (GTC)

Od momentu powstania grupy GTC w 1994 r. spółka wybudowała 64 nieruchomości komercyjne o powierzchni wynajmu ponad 1,1 mln m². Na koniec czerwca br. GTC posiadało 28 nieruchomości generujących przychód o łącznej powierzchni 556 tys. m². Projektów biurowych było 24, a ich powierzchnia wyniosła 413 tys. m². Ich wartość księgowa to 835 mln €. Z kolei projektów handlowych było 4 o powierzchni 143 tys. m². Na koniec czerwca br. były one wyceniane w księgach na 311 mln €. Inne projekty (np. w budowie, planie itp.) miały wartość 309 mln €, co sumarycznie przekłada się na wycenę nieruchomości inwestycyjnych rzędu 1,5 mld €.

Spośród wyłącznie nieruchomości pracujących (o łącznej wartości księgowej 1,15 mld €) 41% wartości było zlokalizowanych w Polsce. Wartość projektów warszawskich wyniosła 51 mln €, a w pozostałej Polsce 425 mln €. Największym projektem spółki jest Galeria Jurajska zlokalizowana w Częstochowie. Jest to projekt handlowy o powierzchni najmu 49 tys. m² wyceniany w księgach GTC na 153 mln €. Na koniec czerwca br. był on wynajęty w 92%. W pozostałych polskich miastach (m.in. Kraków, Łódź, Poznań) spółka posiadała nieruchomości, których wartość wynosiła 272 mln €.

Kolejnym miastem w którym GTC ma zlokalizowane nieruchomości o znaczącej wartości (209 mln €) jest Budapeszt z projektem biurowym Center Point I&II na czele (79 mln €). Jego powierzchnia najmu wynosi 37 tys. m², a poziom komercjalizacji 98%.

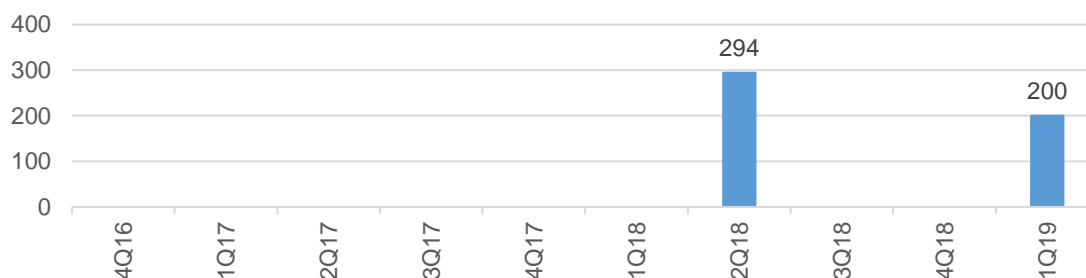
Istotnym miastem z punktu widzenia GTC jest także Bukareszt (180 mln €). Największym projektem GTC w tym mieście, a zarazem drugim z największych w spółce jest biurowiec City Gate. Jego powierzchnia wynosi 48 tys. m² i wyceniany jest przez spółkę na 147 mln €. Na koniec czerwca br. był wynajęty w 95%.

Nieruchomości GTC zlokalizowane są także w Belgradzie (124 mln €), Zagrzebiu (102 mln €) oraz innych miastach poza Polską (55 mln €).

Spółka jest w trakcie realizacji projektu Galeria Północna zlokalizowanym w północnej części Warszawy po prawej stronie Wisły. Będzie to centrum handlowo-rozrywkowe, które zaoferuje 64 tys. m² powierzchni (tj. o 15 tys. m² więcej od największej obecnie Galerii Jurajskiej). Zakończenie budowy planowane jest na 2017 r.

Istotnym projektem w planach jest Galeria Wilanów. GTC chciałoby wybudować na południu Warszawy centrum handlowe o powierzchni 61 tys. m².

Wykres poniżej przedstawia harmonogram spłaty notowanych obligacji Globe Trade Centre (mln zł).



Skonsolidowane dane finansowe Globe Trade Centre (tys. zł)

	2014	2015	1H16	*LTM
Przychody	520 153	491 035	256 864	499 251
Koszt własny sprzedaży	-180 612	-156 198	-70 851	-144 718
Zysk brutto na sprzedaży	339 541	334 837	186 013	354 533
Koszty sprzedaży i administracyjne	-48 820	-57 595	-27 919	-59 962
Zysk (strata) z aktualizacji wartości aktywów	-677 643	117 706	105 340	224 917
Utrata wartości projektów mieszkaniowych	-144 099	-5 989	0	-201
Pozostałe przychody (koszty) operacyjne	2 578	-3 284	-3 576	-7 987
Wynik na działalności operacyjnej	-528 443	385 675	259 858	511 300
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-822 236	234 532	201 377	389 446
Zysk (strata) netto	-876 628	184 158	153 983	313 076

<u>Aktywa trwałe, w tym:</u>	<u>5 810 253</u>	<u>5 712 421</u>	<u>6 472 502</u>	<u>6 472 502</u>
Nieruchomości inwestycyjne	5 205 628	5 491 066	6 264 185	6 264 185
Grunty przeznaczone pod zabudowę mieszkaniową	176 647	114 093	107 469	107 469
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych i współzależnych	409 377	98 300	78 650	78 650
<u>Aktywa przeznaczone do sprzedaży</u>	<u>28 361</u>	<u>25 356</u>	<u>51 818</u>	<u>51 818</u>
<u>Aktywa obrotowe, w tym:</u>	<u>627 569</u>	<u>908 247</u>	<u>835 455</u>	<u>835 455</u>
Rachunek escrow na zakup aktywów	0	0	310 259	310 259
Depozyty krótkoterminowe	135 136	113 829	110 629	110 629
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	345 515	722 205	327 009	327 009
AKTYWA RAZEM	6 466 183	6 646 024	7 359 775	7 359 775
KAPITAŁY WŁASNE	1 820 767	2 647 256	2 927 943	2 927 943
<u>Zobowiązania długoterminowe, w tym:</u>	<u>4 026 509</u>	<u>3 438 897</u>	<u>3 788 975</u>	<u>3 788 975</u>
Długoterminowa część kredytów i pożyczek oraz obligacji	3 421 054	2 807 238	3 092 247	3 092 247
<u>Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:</u>	<u>618 907</u>	<u>559 871</u>	<u>642 857</u>	<u>642 857</u>
Krótkoterminowa część kredytów i pożyczek oraz obligacji	509 601	342 488	510 406	510 406
PASYWA RAZEM	6 466 183	6 646 024	7 359 775	7 359 775

Dług netto	3 450 004	2 313 692	3 165 015	3 165 015
Dług netto / Kapitały własne	1,89	0,87	1,08	1,08

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	306 591	305 882	158 993	319 239
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-58 220	-95 702	-896 124	-1 191 175
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-140 318	165 863	325 702	838 876
Różnice kursowe z przeliczenia	3 398	647	16 233	19 530
Przepływy pieniężne netto, razem	111 451	376 690	-395 196	-13 530

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK GTC, obliczenia własne Michael/Ström DM, *dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 2016 r.

HB Reavis Finance PL (HBF)

Spółka HB Reavis Finance PL („HBF”) jest spółką celową w 100% kontrolowaną przez HB Reavis Holding S.à r.l. („HBH”). Działalność HBF sprowadza się do pozyskiwania kapitału na rynku polskim poprzez emisje obligacji na potrzeby działalności HBH, tj. gwaranta obligacji wyemitowanych przez HBF. Zatem kluczowa z punktu widzenia obligatariuszy HBF jest ściągalność należności od spółek z grupy HB Reavis. Z tego powodu w dalszej części raportu skupiłem się na działalności całej grupy HB Reavis. Dotychczas grupa zakończyła budowę 29 projektów o łącznej powierzchni najmu brutto 917,5 tys. m².

W ciągu 1. połowy br. grupa HB Reavis wygenerowała 36,4 mln € przychodów z nieruchomości inwestycyjnych. Największą część (76%) wygenerowała część biurowa, nieruchomości przemysłowe stanowiły 15%, a działalność handlowa – 9%. Natomiast w sumie nieruchomości inwestycyjnych pracujących oraz w budowie (1,4 mld € na koniec czerwca br.) 89% udział stanowiły biurowce, 7% obiekty handlowe, a 4% – centra przemysłowe.

Krajem w którym HBH wygenerowało najwięcej przychodów w 1. połowie 2016 r. była Słowacja (51%). Drugim była Polska (32%), a trzecim były Czechy (14%). Węgry i Wielka Brytania wygenerowały odpowiednio 2% oraz 1% przychodów. Z kolei udział państw w sumie nieruchomości inwestycyjnych pracujących oraz w budowie był następujący: Słowacja (32%), Polska (29%), Wielka Brytania (22%), Czechy (14%) oraz Węgry (3%).

We wrześniu br. HBH poinformowało o sprzedaży trzech warszawskich budynków. Dwa z nich stanowiły I etap projektu Gdański Business Center o łącznej powierzchni 48 tys. m². Umowa z nabywcą, tj. Savills Investment Management opiewała na 186 mln €. W sąsiedztwie GBC I znajduje się drugi etap projektu, który składa się z budynków C i D. W raporcie za 2015 r. HBH wyceniało budynek C na 60 mln € i szacowało wartość budynku D po ukończeniu (2Q 2016) na 104 mln €. Łącznie można przyjąć wartość księgową GBC II na 164 mln € za 52,5 tys. m². Oznacza to, że chociaż GBC II oferuje większą powierzchnię najmu niż GBC I, to jego wartość księgową mogła być niższa od ceny sprzedaży GBC I. HBH sprzedało również biurowiec Konstruktorska Business Center (49,5 tys. m²) do Golden Star Estate, ale w tym przypadku nie ujawniono ceny transakcyjnej.

Największym obecnie posiadanym przez grupę HBH ukończonym projektem w Warszawie jest ww. Gdański Business Center II, który wg danych z kwietnia br. był wynajęty w ponad 50%. Z kolei największym polskim projektem w budowie jest West Station o łącznej powierzchni 68,3 tys. m². I etap o powierzchni 30,4 tys. m² został ukończony w październiku br., a zakończenie II etapu (37,9 tys. m²) planowane jest na 3Q 2017.

Wykres poniżej przedstawia harmonogram spłaty notowanych obligacji HB Reavis Finance PL (mln zł).



Źródło: GPW Catalyst

Skonsolidowane dane finansowe HB Reavis Holding (mln €)

	2014	2015	1H16	*LTM
Przychody	72,1	67,5	36,4	69,1
Koszt własny sprzedaży	-25,5	-22,9	-11,2	-21,7
Zysk brutto na sprzedaży	46,6	44,6	25,2	47,4
Zysk (strata) z aktualizacji wartości aktywów	108,6	263,2	63,5	240,6
Pozostałe przychody (koszty) operacyjne	-22,6	-5,3	-7,8	-10,7
Wynik na działalności operacyjnej	132,6	302,5	80,9	277,3
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	100,2	287,5	12,5	187,9
Zysk (strata) netto	88,2	239,4	2,2	141,8
Aktywa trwałe, w tym:	1 607,5	1 940,2	2 009,1	2 009,1
Nieruchomości inwestycyjne pracujące	725,0	570,3	593,2	593,2
Nieruchomości inwestycyjne w budowie	634,3	853,4	849,8	849,8
Aktywa przeznaczone do sprzedaży, w tym:	171,1	430,9	476,2	476,2
- środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4,3	17,6	18,8	18,8
Inwestycje w przedsiębiorstwach wspólnych (JV)	14,8	48,4	49,8	49,8
Aktywa obrotowe, w tym:	198,6	149,1	174,2	174,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	151,0	97,8	92,1	92,1
AKTYWA RAZEM	1 806,1	2 089,3	2 183,3	2 183,3
KAPITAŁY WŁASNE	933,4	1 100,3	1 048,0	1 048,0
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	710,2	840,6	963,6	963,6
Zobowiązania finansowe	499,7	486,0	583,6	583,6
Zobowiązania aktywów przeznaczonych do sprzedaży, w tym:	153,4	254,3	277,4	277,4
- zobowiązania finansowe	129,0	239,8	261,3	261,3
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	162,5	148,4	171,7	171,7
Zobowiązania finansowe	44,4	57,2	67,4	67,4
PASYWA RAZEM	1 806,1	2 089,3	2 183,3	2 183,3
Dług netto	517,8	667,6	801,4	801,4
Dług netto / Kapitały własne	0,6	0,6	0,8	0,8
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	18,0	-9,4	-24,9	-10,9
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-102,1	-214,0	-141,0	-249,4
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	186,9	185,9	155,8	257,9
Przepływy pieniężne netto, razem	102,8	-37,5	-10,1	-2,4

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK HB Reavis Holding, obliczenia własne Michael/Ström DM, *dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 2016 r.

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 02.11.2016 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 734 846,81 PLN, adres e-mail: kontakt@michaelstrom.pl.

Raport nie stanowi sugestii jakiegokolwiek zachowania inwestycyjnego i nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej. Raport sporządzony został tylko i wyłącznie na podstawie publicznie dostępnych danych i nie zawiera wszystkich informacji o Emitentach koniecznych do oceny ich 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 nie został przekazany do Emitentów.

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 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. 2013 r. Poz. 1422) 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 2016 r. poz. 380),
 - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 2016 poz. 1715),
 - porady inwestycyjnej,
 - usługi doradztwa inwestycyjnego.

Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitentów w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitenci nie posiadają udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitentów. Osoba przygotowująca raport i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2015 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 poz. 94), nie pełni funkcji w organach Emitentów instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tych podmiotach.
- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitentów w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitentów.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitentów 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 emitenta dla Emitentów.

- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu nie obowiązywała umowa między Domem Maklerskim lub podmiotami z nim powiązanymi a Emitentami w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, z wyjątkiem Capital Park, z którym Dom Maklerski łączyła umowa o oferowanie instrumentów finansowych.
- Dom Maklerski nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitentów z tytułu usług świadczonych na jego rzecz, z wyjątkiem Capital Park.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitentów posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentami.
- Nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań, występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązonym a Emitentami.
- Na dzień sporządzenia raportu Domu Maklerskiego i Emitentów nie łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitentów, z wyjątkiem Capital Park, z którym Dom Maklerski łączy umowa o oferowanie instrumentów finansowych.
- Dom Maklerski nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitentów lub spółki z nimi powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów lub 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.

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