



19.04.2015

## Podsumowanie wyników za 2015

Grupa HB Reavis zamknęła rok 2015 zyskiem netto na poziomie 244,6 mln EUR (+175% r/r) osiągniętym dzięki przeszacowaniu nieruchomości (263 mln EUR w 2015r. vs. 108,6 mln EUR w 2014r) oraz realizacji transakcji sprzedaży 7 nieruchomości za 63,2 mln EUR w tym m.in. Forum Business Center w Bratysławie za 46,2 mln EUR oraz centrum handlowego Aupark Kosice SC wraz biurowcem Aupark Office.

**Adrianna Kocięda**

Analitik  
adrianna.kocieda@nwai.pl  
tel: 22 201 97 66

- **Przychody w 2015 wyniosły 67,5 mln EUR (-6% r/r) zaś w samym 2H15 32,7 mln EUR (-11% r/r).** Głównym źródłem przychodów był najem powierzchni biurowej 47,2 mln EUR (+8,8%). Przychody z najmu powierzchni handlowej spadły z 17,3 mln EUR w 2014r. do 8,7 mln EUR, zaś z najmu powierzchni magazynowych i logistycznych 11,6 mln EUR vs. 11,4 mln EUR w 2014r.
- W 2015 Spółka wykazała zyski oraz przychody z tytułu współpracy ze spółkami joint venture – chodzi głównie o projekt West Station Investment (faza 2) w którym Grupa posiada 72% udziału. Oprócz West Station Spółka współpracuje na zasadzie joint venture z 4 spółkami zarejestrowanymi w Słowacji i na Cyprze.
- W 2015 różnice kursowe netto wyniosły 5,0 mln EUR przy czym 4,9 mln EUR to różnice kursowe niezrealizowane (niegotówkowe).
- Na koniec 2015r. spółka posiadała zadłużenie finansowe netto na poziomie 620,9 mln EUR, co implikuje wskaźnik dług netto/EBITDA=2,0x oraz wskaźnik zadłużenia netto na poziomie 29,7% (vs. 26,5% w 2014r.)

mln EUR	2H15	2H14	r/r	1H15	1H14	r/r	2015	2014	r/r
<b>Przychody oraz powiązane z nieruchomości inwest.</b>	<b>32,7</b>	<b>36,8</b>	<b>-11%</b>	<b>34,8</b>	<b>35,3</b>	<b>-1%</b>	<b>67,5</b>	<b>72,1</b>	<b>-6%</b>
Koszty bezp, związane z nieruchomościami inwest,	-10,5	-15,3		-12,4	-10,2		-22,9	-25,5	
<b>Przychody operacyjne netto</b>	<b>22,2</b>	<b>21,5</b>		<b>22,4</b>	<b>25,1</b>		<b>44,6</b>	<b>46,6</b>	
Zysk (strata) z aktualizacji wyceny nieruchomości	177,1	70,9	150%	86,1	37,7	128%	263,2	108,6	142%
Zyski joint ventures	10,8	0,8		1,6	0,1		12,4	0,9	
Wynik ze zbycia nieruchomości	1,1	2,0		12,5	3,6		13,6	5,6	
Wynik ze zbycia joint ventures	1,1	0,0					1,1		
Przychody z transportu publicznego	6,2	6,8		7,2	6,9		13,4	13,7	
Pozostałe przychody operacyjne	-1,9	-0,6		5,9	5,3		4,0	4,7	
Przychody z kontraktów ze spółkami joint ventures	25,1	7,0		12,1	0,0		37,2	7,0	
Koszty budowy z tyt, Kontraktów z joint ventures	-23,2	-6,8		-8,6	0,0		-31,8	-6,8	
Wynagrodzenia	-15,3	-11,1		-9,2	-7,8		-24,5	-18,9	
Koszty paliwa	-1,1	-1,4		-1,3	-1,3		-2,4	-2,7	
Amortyzacja	-1,5	-2,0		-1,9	-1,8		-3,4	-3,8	
Pozostałe koszty operacyjne	-4,2	-7,7		-20,7	-14,6		-24,9	-22,3	
<b>EBIT</b>	<b>196,4</b>	<b>79,4</b>	<b>147%</b>	<b>106,1</b>	<b>53,2</b>	<b>99%</b>	<b>302,5</b>	<b>132,6</b>	<b>128%</b>
<b>EBIT bez aktualizacji wyceny nieruchomości</b>	<b>19,3</b>	<b>2,9</b>	<b>566%</b>	<b>20,0</b>	<b>15,5</b>	<b>29%</b>	<b>39,3</b>	<b>18,4</b>	<b>114%</b>
Koszty finansowe netto	-21,0	-22,7		6,0	-9,7		-15,0	-32,4	
Przychody z odsetek	0,6	0,2		0,6	0,9		1,2	1,1	
Koszty odsetkowe	-13,1	-9,4		-10,5	-11,3		-23,6	-20,7	
Różnice kursowe	-10,4	-8,8		15,4	1,0		5,0	-7,8	
Pozostałe przychody finansowe	3,3	-0,4		2,0	0,9		5,3	0,5	
Pozostałe koszty finansowe	-1,4	-4,3		-1,5	-1,2		-2,9	-5,5	
<b>Zysk z działalności gospodarczej</b>	<b>175,4</b>	<b>56,7</b>	<b>209%</b>	<b>112,1</b>	<b>43,5</b>	<b>158%</b>	<b>287,5</b>	<b>100,2</b>	<b>187%</b>
Podatek należny	1,7	2,6		-1,8	-0,5		-0,1	2,1	
Podatek odroczoney	-37,5	-12,8		-10,5	-1,3		-48,0	-14,1	
<b>Zysk netto</b>	<b>144,8</b>	<b>47,4</b>	<b>205%</b>	<b>99,8</b>	<b>41,7</b>	<b>139%</b>	<b>244,6</b>	<b>89,1</b>	<b>175%</b>

Źródło: HB Reavis, NWAI DM

## **Aktywa przeznaczone do sprzedaży - projekty logistyczne, Vaci Corner, Konstruktorska i Gdański Bussines Center**

W sprawozdaniu za 2015 Grupa sklasyfikowała aktywa o wartości (vs. 157,5 mln EUR na koniec 1H15) 430,9 mln EUR jako aktywa przeznaczone do sprzedaży, w związku z czym spodziewamy się w horyzoncie roku transakcji sprzedaży projektów wykazanych w tej pozycji. Zobowiązania przypisane do projektów wynoszą na 254,3 mln EUR, w tym kredyty o wartości 239,8 mln EUR.

Aktywa przeznaczone do sprzedaży obejmują głównie projekty logistyczne w Czechach i Słowacji oraz biurowce Konstruktorska, Gdański Business Center w Warszawie i Vaci Corner w Budapeszcie, którymi Grupa zarządza poprzez 10 spółek zależnych:

- Cargo MOŠNOV s.r.o. ;
- Cargo MOŠNOV s.r.o.;
- Logistické Centrum Rača a.s.;
- Logistické Centrum Svätý Jur a. s.;
- Logistické centrum Malý Šariš a. s.;
- INLOGIS I, spol. s r.o.;
- Váci Corner Offices Kft;
- GBC A Polcom Investment XXI Sp. z o. sp. K;
- GBC B Polcom Investment XXII Sp. z o. sp. k;
- Konstruktorska BC Sp. z o.o.

## **Zdarzenia po dniu bilansowym**

- W marcu 2016 spółka sprzedała udział w projekcie inwestycyjnym w Budapeszcie, wartość nieruchomości opiewała na 47,1 mln EUR.
- W 1Q16 spółka zaciągnęła zobowiązania finansowe o wartości 48,9 mln EUR, w tym niezabezpieczone obligacje wyemitowane w Czechach o wartości 25,8 mln EUR.

## **Szacowane przepływy pieniężne w 2016-18P**

### **Nasze szacunki przed publikacją raportu za 2015r.**

W raporcie „Obligacje niskich rentowności – deweloperzy komercyjni”, szacowaliśmy, że wartość projektów na sprzedaż to ok. 240-255 mln EUR, natomiast w sprawozdaniu finansowym za 2015r. wartość aktywów przeznaczonych na sprzedaż wynosi 430,9 mln EUR. Nakłady inwestycyjne w okresie 2016-18P estymowaliśmy na ok. 450 mln EUR (zrewidowaliśmy je do 250-300 mln EUR). Na bazie założenia, że wartość dezinwestycji wyniesie ok. 240-255 mln EUR, a CAPEX będzie się kształtował na poziomie 450 mln EUR szacowaliśmy, iż potencjał do zwiększania zadłużenia kształtuje się na poziomie 195-235 mln EUR.

### **Nasze szacunki po publikacji raportu za 2015r.**

Po publikacji raportu za 2015r. zrewidowaliśmy nasze założenia dotyczące wartości dezinwestycji oraz potencjalnych nakładów inwestycyjnych w okresie 2016-18P.

- W sprawozdaniu za 2015 Grupa sklasyfikowała aktywa o wartości 430,9 mln EUR jako aktywa przeznaczone do sprzedaży, w związku z czym na takim poziomie szacujemy dezinwestycje w latach 2016-18. Biorąc pod uwagę, że aktywa dostępne do sprzedaży obejmują aktywa które mają być sprzedane w horyzoncie 1 roku od dnia bilansowego mówimy tylko o dezinwestycjach w 2016r. Tymczasem istnieje duże prawdopodobieństwo, iż spółka sprzeda więcej obiektów w latach 2017-18P, jednak ze względu na brak informacji wskazujących na konkretne inwestycje, pozostajemy przy założeniu sprzedaży wymienionych wcześniej projektów.

- Poprzednio szacowaliśmy nakłady inwestycyjne na poziomie 450 mln EUR, jednak po weryfikacji poniesionych już nakładów w 2015r., szacujemy, iż w latach 2016-18P nakłady inwestycyjne na projekty będące w trakcie realizacji będą kształtować się na poziomie 250-300 mln EUR. W zależności od uzyskania odpowiednich zgód i pozwoleń oraz decyzji spółki w zakresie rozpoczęcia kolejnych inwestycji będących aktualnie w fazie planowania, CAPEX w analizowanym okresie może być istotnie wyższy (nawet do 1 mld EUR).
- Utrzymujemy szacunek przepływów operacyjnych w latach 2016-18P na poziomie ok. 55-60 mln EUR (w tym przepływy z tytułu najmu). Grupa w sprawozdaniu finansowym wskazuje, że przychody z tytułu najmu nie powinny być niższe niż: (i) 43,1 mln EUR w horyzoncie roku; (ii) 113,8 mln EUR w horyzoncie 1-5 lat oraz (iii) 83, 4 mln EUR po okresie 5 lat.
- Spłaty zapadającego zadłużenia wraz z odsetkami w latach 2016-18P to ok. 130 mln EUR

Przy założeniu, że wartość dezinvestycji w latach 2016-18P wyniesie 430,9 mln EUR zaś CAPEX będzie się kształtował w przedziale 250-300 mln EUR, oczekujemy, iż zapotrzebowanie na zwiększenie zadłużenia w okresie nadchodzących 3 lat to ok. 106-181 mln EUR. W przypadku rozpoczęcia nowych inwestycji będących na razie w fazie projektów, pojawi się konieczność na zwiększenie zadłużenia. Planowany program emisji obligacji w Polsce oraz emisja zrealizowana w Czechach w 1Q16 pokryją zapotrzebowanie na finansowanie w ok. połowie. Plany dewelopera zakładają program emisji obligacji na polskim rynku na łączną kwotę 500 mln PLN.

#### Prognoza przepływów pieniężnych na lata 2016-18P (mln EUR)

<b>Szacunki przepływów 2016-18P (mln EUR)</b>	<b>po aktualizacji</b>	<b>przed aktualizacją</b>
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (+)	155-180	155-180
Desinvestycje (+)	430,9	240-255
Nakłady inwestycyjne (-)	250-300	450
Spłata zadłużenia (-)	130	130
Dywidenda (-)	50	50
<b>Potencjał do zwiększenia zadłużenia</b>	<b>106-181</b>	<b>195-235</b>

Źródło: HB Reavis, NWAI DM

## Nota prawna

### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej analizy

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Zgodnie z wiedzą Analitików, przedstawiciele NWAI Dom Maklerski S.A. (dalej: NWAI) nie zasiadają w zarządzie, radzie nadzorczej spółkach będących przedmiotem niniejszego raportu. Inwestorzy powinni zakładać, że NWAI ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółkom, której dotyczy niniejszy raport.

NWAI Dom Maklerski S.A. nie pełni funkcji animatora rynku dla instrumentów finansowych opisywanych w niniejszym raporcie. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAI nie świadczył na rzecz Spółek usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności w zakresie oferowania instrumentów finansowych i nie otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenia. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAI nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Spółki. NWAI nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Spółkę na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. NWAI nie posiada akcji Spółek, w łącznej wielkości stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Pomiędzy analitykiem i jego osobami bliskimi a spółkami, których raport dotyczy, nie występują jakiegokolwiek powiązania. NWAI jego akcjonariusze i pracownicy, w zakresie nieujawnionym w niniejszym raporcie i dopuszczalnym przez prawo, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych wyemitowanych przez emitenta.

### Pozostałe klauzule

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAI wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAI jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAI a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAI w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego. Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Szczegółowe warunki sporządzania Rekomendacji określa Regulamin sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak NWAI nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raporty były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Analitycy sporządzając niniejszy raport działali z należytą starannością. Analiza Spółki i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie Analitików.

Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez NWAI bez uzgodnienia ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Informacji dotyczących wyceny/prognoz wyników finansowych zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzanych przez Spółkę. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami NWAI. NWAI nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. NWAI zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym raporcie, a także do aktualizacji tych informacji w dowolnym czasie i bez powiadomienia.

Niniejszy raport został w zamierzeniu przygotowany i przeznaczony do udostępnienia klientom profesjonalnym w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz. U z 2014 r, poz. 94, z późn. zm.), może być także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa. NWAI nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.

### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV - wartość ekonomiczna)

BOOK VALUE - wartość księgowa

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

- Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)} + \sum_{j=2}^n Z_{\delta}(T_j) \Delta_j(L + q) + 100Z_{\delta}(T_n)$$

gdzie,

$$Z_{\delta}(T_j) = \frac{Z_{\delta}(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W + \delta)}; Z_{\delta}(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)}$$

$\delta$  - Discount Margin, P - cena brudna obligacji, q - marża,  $W_{FIX}$  - znany WIBOR dla obecnego okresu odsetkowego,  $W_{Stub}$  - Stopa WIBOR pomiędzy dniem wyceny a kolejnym kuponem, W - obecny poziom WIBOR w zależności od częstotliwości wypłat kuponu (np. 3m, 6m),  $\Delta_1, \dots, \Delta_n$  - wartości kuponów uwzględniające długość okresu odsetkowego (w ujęciu ACT365) oraz  $T_1, \dots, T_n$  daty wypłaty kuponów.

Kalkulacja Discount Margin zakłada, że wszystkie przyszłe wypłaty kuponów będą odbywać się według obecnej stopy procentowej. Discount Margin nie uwzględnia kształtu terminowej krzywej stóp procentowych.

- Zero Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)} + \sum_{j=2}^n Z_{\gamma}(T_j) \Delta_j(L(T_{j-1}, T_j) + q) + 100Z_{\gamma}(T_n)$$

gdzie,

$$Z_{\gamma}(T_j) = \frac{Z_{\gamma}(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W(T_{j-1}, T_j) + \gamma)}; Z_{\gamma}(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)}$$

$W(T_{j-1}, T_j)$  - oznacza terminową stopę WIBOR pomiędzy dwoma terminami  $T_{j-1}$  a  $T_j$ ,  $\gamma$  - Zero Discount Margin.

Zero Discount Margin uwzględnia kształt krzywej stóp procentowych zarówno w czynniku dyskontowym jak i ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).