

Ghelamco Invest SA – analiza spółki, 3 grudnia 2014 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.blogspot.com

Podsumowanie

Grupa Ghelamco na polskim rynku działa od 1992 roku, czyli praktycznie od samego początku transformacji ustrojowej. Głównym obszarem działalności jest budowa wysokiej jakości, przyjaznych środowisku nieruchomości biurowych w atrakcyjnych lokalizacjach, głównie w Warszawie. W trakcie budowy i po jej zakończeniu, następuje ich komercjalizacja, a finalnie odsprzedaż inwestorom finansowym (fundusze nieruchomości). Przez 23 lata działalności w Polsce grupa dostarczyła prawie 500 000 m² nowoczesnej powierzchni biurowej oraz magazynowej i sprzedała 20 projektów (w latach 2002-2014) o wartości 1,27mld EUR. Przez ten czas grupa zbudowała wysokie kapitały własne, które na koniec czerwca 2014 r. wynosiły 479 mln EUR.

Obecnie, flagową inwestycją grupy jest kompleks trzech biurowców Warsaw Spire, o łącznej powierzchni wynajmu 108 000 m². Główny budynek będzie miał 220 metrów wysokości, stając się jednym z najwyższych obiektów w Warszawie.

Rozsądne planowanie ilości i kolejności inwestycji sprawia, że zadłużenie Ghelamco i płynność znajdują się na bezpiecznych poziomach. Dobrym wskaźnikiem finansowym sprzyja również fakt pozostawiania wypracowanych zysków w grupie. Wśród atutów warto wymienić również doświadczenie właściciela i zarządu, już od wielu lat związanego z grupą Ghelamco.

Wśród czynników ryzyka, w kontekście ubiegania się o środki finansowe z emisji obligacji, należy wymienić finansowanie netto (w kwocie 160 mln EUR) przez „polską” część grupy Ghelamco pozostałych podmiotów z grupy, których wyniki nie są konsolidowane i brak jest wyczerpującej informacji o celu tego finansowania oraz perspektywach jego spłaty.

Jednak większości czynników ryzyka należy upatrywać w otoczeniu makroekonomicznym: ogólne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce, jak również poza granicami kraju, z reguły szybko przekłada się na spadek popytu na najem powierzchni biurowych, a co za tym idzie na spadek wartości tych nieruchomości. Stawki wynajmu (mające wpływ na ceny nieruchomości) naliczane są w EUR, co powoduje, że kolejnym czynnikiem ryzyka mogą być wahania kursu EUR/PLN. Należy jednak zauważyć, że wielkość kapitałów własnych grupy, w połączeniu z rozsądnym zadłużeniem, daje jej duży margines bezpieczeństwa w przypadku wystąpienia takich zawirowań na rynku.

W kontekście emisji obligacji przez Ghelamco Invest, spółkę specjalnego przeznaczenia, należy wskazać, że gwarant spłaty tych obligacji – Granbero Holdings („matka” polskiej części grupy) – ma siedzibę na Cyprze, co może utrudniać ewentualne dochodzenie roszczeń z tytułu obligacji.

Ghelamco Invest – analiza grupy

Historia grupy

Grupa Ghelamco powstała w Belgii w 1985 roku w celu realizacji projektów przemysłowych, a później również deweloperskich. Założycielem grupy był Paul Gheysens i on do dziś jest prezesem zarządu Ghelamco Group. Początkowym miejscem działania grupy była oczywiście Belgia i Holandia. Na początku lat 90 Paul Gheysens kilkakrotnie odwiedzał Polskę (Wrocław) w celu zakupu tańszych materiałów budowlanych i wtedy to zwrócił uwagę na perspektywy rynku wynajmu powierzchni biurowej w Polsce (brak nowoczesnych obiektów, czynsze za wynajem wyższe niż w Belgii). I tak w 1992 roku grupa Ghelamco rozpoczęła swoją działalność w Polsce, a pierwszym obiektem był „Green House” (600 m²), wybudowany właśnie w 1992 roku w ciągu pięciu miesięcy.

Chociaż grupa Ghelamco prowadzi działalność w Europie Zachodniej (Francja, Holandia, Belgia) oraz realizowała projekty logistyczne w Rosji i na Ukrainie, to kluczowym dla niej rynkiem pozostaje Polska, gdzie grupa zdobyła pozycję jednego z liderów rynku obiektów biurowych.

Wśród ciekawszych realizacji grupy w Polsce można wymienić:

- Bema Plaza – sprzedany w 2008 roku za 104 mln EUR,
- Marynarska Business Park – sprzedany w 2008 roku za 157 mln EUR,
- Crown Square – sprzedany w 2011 roku za 63 mln EUR,
- Projekt Senator – wielokrotnie nagradzany biurowiec w dzielnicy Warszawa Śródmieście (25 000 m² powierzchni), sprzedany w 2013 roku za około 116 mln EUR (60 mln EUR gotówki netto – po spłacie kredytów),
- Mokotów Nova – biurowiec (42 000 m² powierzchni), sprzedany w 2013 roku, za około 118,5 mln EUR (60 mln EUR gotówki netto),
- Katowice Business Point (17 000 m²), Marynarska 12/ T-Mobile Office Park (41 000 m²), Łopuszańska Business Park (16 500 m²), obiekty te w **sierpniu 2014** roku zostały sprzedane za 189 mln EUR (80 mln EUR gotówki netto).

O skali działalności grupy świadczy fakt, że przez 23 lata działalności w Polsce firma dostarczyła prawie 500 000 m² nowoczesnej powierzchni biurowej oraz magazynowej i sprzedała 20 projektów (w latach 2002-2014) o wartości 1,27 mld EUR.

Obecnie flagową inwestycją spółki jest wyjątkowy w skali Warszawy obiekt Warsaw Spire, w którym wysokość budynku wieżowego osiągnie 220 m, a łączna powierzchnia wynajmu 108 000 m² (warto zajrzeć: <http://warsawspire.pl>).



Źródło: warsawspire.pl.

Warsaw Spire to jeden z największych kompleksów biurowych powstających obecnie w Europie, a zarazem największa do tej pory inwestycja w Warszawie. W samym centrum miasta powstanie kompleks łączący cele biznesowe, rozrywkowe i wypoczynkowe. Nowa przestrzeń miejska wypełniona będzie zielenią i elementami architektury (np. fontannami). Warsaw Spire powstaje przy konstruowanej obecnie stacji drugiej linii metra na rondzie Daszyńskiego w Warszawie. W skład kompleksu, który dostarczy na rynek blisko 109 000 m² nowoczesnej powierzchni biurowej, wchodzi liczący 48 pięter budynek wieżowy – Tower (220 m wysokości wraz z iglicą) oraz dwa budynki boczne (każdy z nich o wysokości 55 m). Warsaw Spire będzie jednym z najwyższych budynków biurowych w Europie i najwyższym biurowcem w Polsce. Projekt Warsaw Spire to łącznie blisko 109 000 m² powierzchni podlegającej wynajmowi w trzech budynkach. Budynek wieżowy A obejmuje ok. 60 000 m² powierzchni biurowej (48 pięter) z trzema niezależnymi wejściami. Budynki boczne B i C obejmują po ok. 20 000 m² powierzchni biurowej (15 pięter) z recepcją na parterze. Projekt Warsaw Spire zaoferuje ok. 4 300 m² powierzchni handlowych, restauracyjnych oraz ok. 1300 miejsc parkingowych na pięciu podziemnych kondygnacjach.

Warto też wspomnieć o podpisaniu umowy inwestycyjnej z PKP SA. W ramach projektu wybudowany zostanie m.in. nowy dworzec kolejowy Warszawa Gdańska, otoczony budynkami komercyjnymi. Powierzchnia całkowita zabudowy to około 165 000 m². Projekt czeka na akceptację Ministerstwa Infrastruktury i Rozwoju. Potencjalna wartość inwestycji to 1,5 mld zł.

Model biznesowy

W ten sposób płynnie przechodzimy do modelu biznesowego działalności grupy Ghelamco w Polsce. Jak już wspomniano, kluczowym przedmiotem działalności grupy w Polsce jest realizacja nowoczesnych obiektów biurowych, jednakże grupa prowadzi lub prowadziła także inwestycje deweloperskie (mieszkaniowe) oraz logistyczne i handlowe.

Pełen proces inwestycyjny w grupie, to:

- ocena lokalizacji,
- zakup gruntu,
- wykonanie projektu architektonicznego,
- budowa obiektu,
- sprzedaż i marketing
- przekazanie do użytkowania,
- komercjalizacja i wynajem.

Podstawową strategią grupy gwaranta w zakresie komercjalizacji jest znalezienie jednego dużego podmiotu, który będzie pełnił rolę kluczowego najemcy dla danego projektu inwestycyjnego. Wynajem umożliwia utrzymywanie projektów w portfolio w celu realizacji przychodów z najmu przez okres, który pozwoli na sprzedaż w momencie, gdy poziom komercjalizacji zapewnia maksymalny zysk ze sprzedaży. Zatem **ostatnim etapem jest sprzedaż projektu**, najczęściej fundusze inwestujące w nieruchomości komercyjne. Ghelamco zasadniczo nie „trzyma” długoterminowo projektów w celu osiągnięcia przychodów z wynajmu.

Realizowane obecnie przez Ghelamco projekty zostały wymienione przy analizie bilansu grupy.

Właściciele, struktura grupy

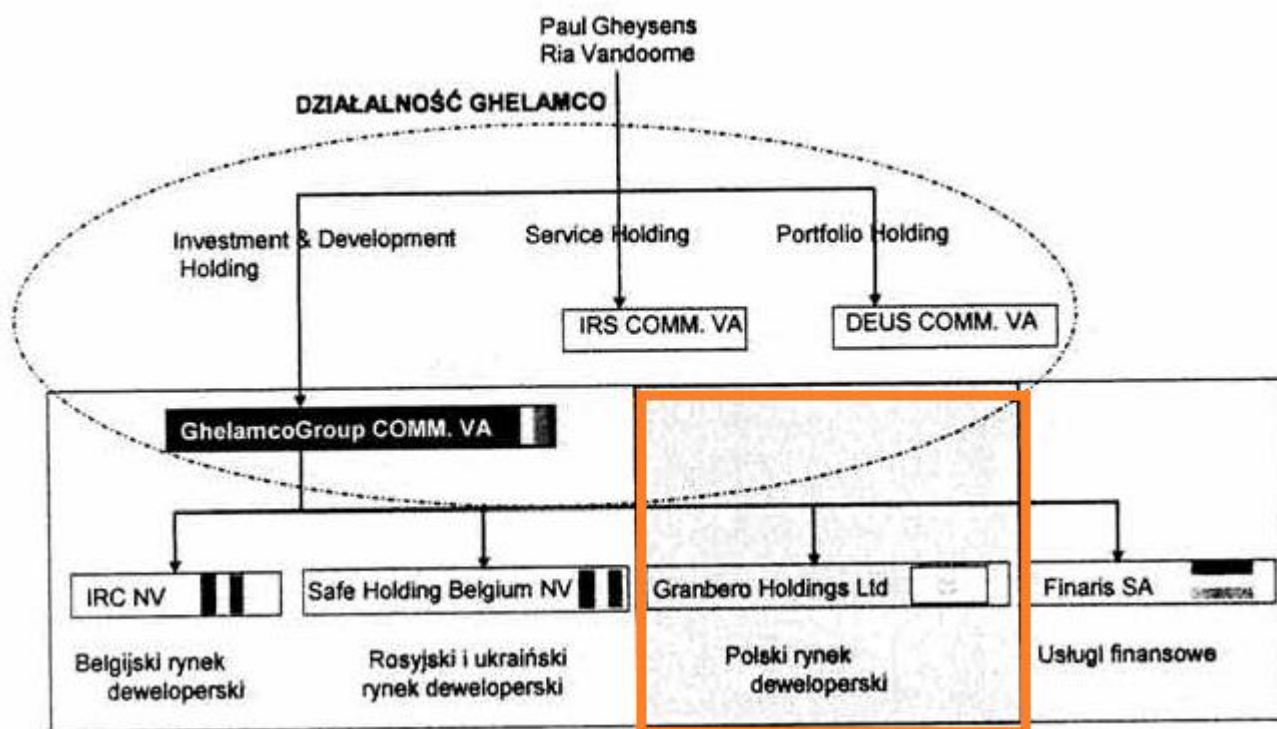
Założycielem i do dzisiaj właścicielem Ghelamco jest Paul Gheysens. Jest również prezesem grupy, a jego dwaj synowie również pracują w grupie, przechodząc pełną ścieżkę rozwoju. Grupa nie jest notowana na giełdach i raczej na to w najbliższej przyszłości się nie zanosi.

Audytorem grupy jest renomowana firma Deloitte. W raportach audytora brak zastrzeżeń do prezentowanych wyników.

Od 2007 działalność Ghelamco podzielona jest na trzy segmenty:

- **Investment Holding** – inwestycje w projekty nieruchomości (Belgia, Francja, **Polska**, Rosja, Ukraina),
- Service Holding – usługi budowlane, inżynierskie i deweloperskie na rzecz Investment Holding,
- Portfolio Holding – pozostałe inwestycje w nieruchomości i inwestycje w nieruchomości pozostające pod kontrolą akcjonariuszy.

Struktura całej grupy jest dość skomplikowana i wygląda następująco:



Obligatariuszy Ghelamco najbardziej interesuje wycinek grupy w pomarańczowej ramce: Granbero Holding Ltd. z siedzibą na Cyprze i jego spółki zależne w Polsce, gdyż **tylko ta część grupy Ghelamco odpowiada za spłatę obligacji** (poręczenie spłaty obligacji przez Granbero Holding Ltd.). Emitentem obligacji jest spółka Ghelamco Invest utworzona wyłącznie do zaciągania zobowiązań poprzez emisję obligacji i finansowania pozyskanymi środkami spółek realizujących inwestycje (spółki projektowe). Przekazywanie środków odbywa się poprzez obejmowanie obligacji spółek projektowych. Z powyższego wynika, że spłata obligacji zależy od kondycji spółek projektowych, czyli analiza możliwości spłaty obligacji powinna mieć miejsce na poziomie skonsolidowanych wyników grupy Granbero Holding Ltd., a nie jednostkowych Ghelamco Invest.

I taka właśnie analiza **na podstawie danych skonsolidowanych Granbero Holding** (a nie całej grupy Ghelamco) ma miejsce poniżej. Wszystkie liczby w analizie odnoszą się do skonsolidowanych wyników Granbero Holding obejmujących inwestycje na rynku polskim.

Brak jest dostępnych informacji o wynikach całej, międzynarodowej grupy Ghelamco, a transakcje między Granbero Holding i jej spółkami zależnymi (spółki projektowe w Polsce) a podmiotami z pozostałej części grupy nie są konsolidowane.

Zarząd

Dyrektorem zarządzającym na Polskę jest Jeroen van der Toolen, pełniący tę funkcję od 2003 roku. Dyrektorem finansowym grupy jest Jarosław Jukiel (również od 2003 roku), który wcześniej przez 10 lat pracował w Ernst & Young Audit. Również pozostali członkowie zarządu: dyrektor działu prawnego Joanna Krawczyk-Nasiłowska, dyrektor ds. inwestycji i akwizycji Damian Woźniak, dyrektor handlowy i rozwoju Jarosław Zagórski, od wielu lat związani są z grupą Ghelamco oraz posiadają bogate wcześniejsze doświadczenie biznesowe.

Wieloletnia praca osób zarządzających dla Ghelamco, przejście obronną ręką przez kryzysy gospodarcze i finansowe oraz poprzednie doświadczenia biznesowe pozwalają pozytywnie ocenić obszar zarządzania grupą.

Analiza finansowa

Wstęp

Przed właściwą analizą warto poświęcić chwilę na zrozumienie specyfiki branży i grupy Ghelamco w szczególności.

Główny biznes grupy polega na budowie dużych biurowców, ich komercjalizacji (pozyskanie najemców, oddanie do użytkowania) i ich sprzedaży funduszom po zakończeniu realizacji inwestycji. Proces inwestycyjny z reguły trwa kilka lat i w tym czasie z danej inwestycji nie pojawiają się ogólnie rozumiane przychody firmy. Aby w momencie sprzedaży projektu nie miały miejsce duże skoki wyników (jednorazowa realizacja zysku z kilkuletniej inwestycji), na każdy dzień bilansowy grupa wycenia nieruchomości do ich wartości godziwej, czyli w uproszczeniu do możliwej do uzyskania na dany dzień ceny sprzedaży – jest to pozycja w rachunku wyników *Zysk z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych*. Jeżeli cały proces przebiegał prawidłowo, to w momencie sprzedaży również nie pojawiają przychody ze sprzedaży, a ewentualna różnica między ceną sprzedaży, a wyceną projektu w księgach pojawia się w *pozostałym przychodzie operacyjnym*.

Przychody ze sprzedaży obejmują natomiast wpływy z tytułu **wynajmu powierzchni biurowej** i z tytułu **sprzedaży mieszkań**. Paradoksalnie, sprzedaż przez Ghelamco trzech działających projektów biurowych w sierpniu 2014 roku za 189 mln EUR wcale nie poprawi przychodów ze sprzedaży, tylko je pogorszy.

Wniosek jest taki, że dla grup typu Ghelamco, pozycja przychody ze sprzedaży nie ma kluczowego znaczenia, istotne za to są wykazywane zyski z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych i ich „potwierdzenie” w momencie sprzedaży projektów.

Pojedyncze transakcje sprzedaży projektów mają również ogromny wpływ na zmiany w bilansie grupy. Wspomniana sprzedaż trzech projektów w sierpniu bieżącego roku za 189 mln EUR przyniosła netto do grupy 80 mln EUR gotówki (proszę zwrócić uwagę na skalę: ok. 330 mln zł gotówki w stosunku do obecnej emisji obligacji na 50 mln zł). Czyli w III kwartale 2014 ma miejsce duży procentowo spadek aktywów, wzrost gotówki na kontach oraz spadek zadłużenia (spłata kredytów zaciągniętych na w/w projekty, z których większość była klasyfikowana jako krótkoterminowe). Zatem kolejny bilans grupy (na 31.12.2014) będzie wyglądał istotnie inaczej (lepiej) od tego na 30.06.2014.

Zmierzam do tego, że w takich przypadkach (duże jednorazowe transakcje) standardowa analiza typu wzrost / spadek przychodów rok do roku, wielkość zadłużenia w czasie, wskaźniki płynności itp. nie zawsze oddaje właściwy obraz grupy.

Moim zdaniem, istotnymi elementami analizy dla obligatariuszy są:

- czy grupa zarabia na sprzedawanych projektach,
- poziom kapitałów w czasie (czyli czy grupa zarabia i czy nie wypłaca dywidendy),
- zarządzanie zadłużeniem w grupie (rozsądny wskaźnik zadłużenia, dający margines bezpieczeństwa w przypadku kryzysu makroekonomicznego),
- zarządzanie płynnością (czyli poduszka bezpieczeństwa w postaci gotówki, dopasowanie wpływów gotówkowych do wydatków),
- wreszcie bardzo istotna dla mnie jest analiza jakościowa (kto jest właścicielem, audytor, jakie jest doświadczenie grupy w realizacji projektów).

Po takim wstępie przechodzimy do analizy bilansu i rachunku wyników. Uwaga: w analizie często pojawia się sformułowanie grupa Ghelamco, gdyż pod taką nazwą grupa działa w Polsce. Natomiast dane finansowe zawsze dotyczą Granbero Holding (części „dużej” grupy Ghelamco) konsolidujące wyniki „polskiej” części grupy.

Analiza rachunku wyników

Pełen rachunek wyników grupy Ghelamco prezentuje się następująco (uwaga w całej analizie podawane są kwoty w EUR lub tys. EUR):

Rachunek wyników grupy Granbero Holding

w tys. EUR	2012	30.06.2013	2013	30.06.2014
Przychody	21.847	13.182	26.860	10.321
Pozostały przychód operacyjny	1.041	6.295	3.440	912
Koszt zapasów obejmujących proj deweloperskie	-8.164	-7.307	-14.576	-8.230
Koszty świadczeń pracowniczych	-323		-286	
Zysk z aktualizacji wyceny nieruchomości inwest.	24.040	39.960	30.336	23.404
Pozostałe koszty operacyjne	-5.261	-11.741	-14.614	-12.173
Zysk operacyjny - wynik	33.180	40.389	31.160	14.234
Przychody finansowe	21.103	4.266	8.373	4.290
Koszty finansowe	-20.341	-20.915	-25.081	-13.515
Zysk przed opodatkowaniem	33.942	23.740	14.452	5.009
Podatek dochodowy	21.856	-539	-2.760	-752
Zysk netto	55.798	23.201	11.692	4.257
Różnice kursowe z przel. jedn. zagran.	-1.083	31	5.486	-285
Inne	-2	-3	-44	-12
Pozostałe całkowite dochody za okres	-1.085	28	5.442	-297
Całkowite dochody za rok obrotowy razem	54.713	23.229	17.134	3.960

Źródło: raporty finansowe grupy.

Za 2013 rok i II kwartały 2014 większość przychodów grupy stanowi sprzedaż soft loftów w projekcie QBik w Warszawie, odpowiednio: 15 822 tys. EUR i 8185 tys. EUR. Na 30.06.2014 65% mieszkań w tym projekcie zostało sprzedanych, co oznacza, że w/w przychody będą prawdopodobnie miały miejsce również w kolejnych okresach (strona projektu: <http://www.woroniczqgbik.pl>). Pozostałą część przychodów stanowi wynajem powierzchni biurowej w projektach sprzedanych w sierpniu 2014 roku, tu więc na kontynuację nie ma co liczyć.

W kontekście wstępu powyżej warto zwrócić uwagę, że grupa regularnie jest zyskowna, a zyski z przeszacowań nieruchomości (aktualizacja wyceny) **znajdują odzwierciedlenie w przeprowadzanych transakcjach sprzedaży projektów** (przeszacowania nie tworzą „sztucznej” wartości gromadzonej w bilansie).

Analiza bilansu

Aktywa grupy prezentują się następująco:

Tabela 2. Aktywa grupy Ghelamco w tys. EUR,

	2012	2013	30.06.2014
Aktywa trwałe	831.760	752.014	628.069
Nieruchomości inwestycyjne	603.048	480.765	358.893
Rzeczowe aktywa trwałe	0	22	20
Należności i RMK czynne	227.204	268.232	265.379
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	374	73	1.331
Pozostałe aktywa finansowe	429	2.451	2.073
Środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysp.	705	471	373
Aktywa obrotowe	160.390	188.009	382.900
Zapasy (projekty deweloperskie)	77.550	66.547	53.430
Należności z tyt. dostaw i pozostałe	59.999	80.812	90.272
Bieżące aktywa podatkowe	23	0	
Instrumenty pochodne	1.922	1.842	1.445
Aktywa przeznaczone do sprzedaży			185.772
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	20.896	38.808	51.981
Aktywa razem	992.150	940.023	1.010.969

Źródło: raporty finansowe grupy.

Kluczową pozycję aktywów stanowią nieruchomości inwestycyjne, na 30.06.2014, włączając aktywa przeznaczone do sprzedaży (reklasyfikacja projektów sprzedanych w sierpniu 2014) stanowiły prawie 54% sumy bilansowej.

Grupa rozróżnia cztery kategorie nieruchomości inwestycyjnych:

- A. działka o nieokreślonym jeszcze przeznaczeniu (tzw. bank ziemi),
- B. działka ze wstępną akceptacją na projekt deweloperski lub inwestycyjny,
- C. działka + trwająca budowa,
- D. gotowe projekty.

Na 30.06.2014 portfel nieruchomości inwestycyjnych Ghelamco prezentował się następująco (źródło: raporty finansowe grupy Ghelamco):

Projekt / wartość w tys. EUR	Kat.	31.12.2013	30.06.2014
Potępu Business Park	A	10.516	10.790
Mszczonów Logistics	A	2.910	2.910
Grzybowska 77	A	10.570	10.510
Wronia / Logistyka	A	16.555	16.640
Wilanów Retail	A	7.883	8.631
Powiśle	A	0	5.960
Spinnaker Tower	B	15.728	15.931
Sienna Towers	B	45.607	51.511
Sobieski Tower	B	14.360	15.635
Synergy Business Park	B	19.339	19.857
Spire and Chopin Tower	C	160.555	200.518
Katowice Business Point	D	36.599	
Marynarska 12/ T-Mobile	D	105.308	
Łopuszańska Bus. Park	D	34.835	
Razem:		480.765	358.893

Po sprzedaży w sierpniu 2014 roku projektów kategorii „D”, jedynym projektem w trakcie zaawansowanej realizacji jest Warsaw Spire (wartość w księgach: 200 mln EUR). Stwarza to pewnego rodzaju ryzyko jednego projektu – uzależnienia przyszłych wyników grupy od sukcesu jego realizacji. Warto jednak dodać, że łączna powierzchnia tego projektu to 108 000 m² i składa się on z trzech budynków, z tego jeden z niższych jest już oddany

do użytkowania (posiada głównego najemcę – Frontex – Europejską Agencję Zarządzania Współpracą Operacyjną na Zewnętrznych Granicach państw członkowskich Unii Europejskiej – 14 600 m² wynajętej powierzchni), a drugi będzie oddany do użytkowania w I kwartale 2015 roku.

Dodatkowo widać, że grupa posiada kilka kolejnych projektów gotowych do uruchomienia (B), jak również dysponuje bankiem ziemi (A).

Na wartość zapasów (53 mln EUR na 30.06.2014) w głównej mierze ma wpływ zrealizowany projekt QBik (soft lofty w Warszawie), gdzie 35% mieszkań jest jeszcze nie sprzedane.

Analizując aktywa grupy, wśród potencjalnych czynników ryzyka warto zwrócić uwagę na pożyczki udzielane podmiotom powiązanym (pozycja należności). Jak już wspomniano polska część biznesu konsolidowana jest w grupie Granbero, natomiast cała grupa Ghelamco jest większa i wyników jej jako całości nie znamy. Wg raportu na 30.06.2014 grupa Granbero udzieliła pożyczek do podmiotów powiązanych na łączną kwotę 301,6 mln EUR, jednocześnie korzystając z pożyczek od jednostek powiązanych na kwotę 138 mln EUR. Sprawia to, że „polska” część grupy w ujęciu netto finansuje pozostałą część grupy Ghelamco w kwocie 160 mln EUR. Nie znając kondycji całej grupy i szerszego kontekstu tych pożyczek, należy potraktować je jako potencjalny czynnik ryzyka.

Pasywa grupy

Pasywa grupy wyglądają następująco:

Pasywa grupy Ghelamco

w tys. EUR	2012	2013	30.06.2014
Kapitały własne	457.763	474.897	478.857
Zobowiązania długoterminowe	404.109	321.151	311.786
Kredyty i pożyczki	403.095	318.412	306.994
Zobow. Z tytułu odroczonego podatku doch.	1.014	2.739	4.792
Zobowiązania krótkoterminowe	130.278	143.975	220.326
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	72.328	55.982	42.154
Krótkoterminowe zobow. Podatkowe	758	335	57
Kredyty i pożyczki	57.192	87.658	178.115
Rezerwy krótkoterminowe	0	0	0
Zobowiązania razem	534.387	465.126	532.112
Pasywa razem	992.150	940.023	1.010.969

Źródło: raporty finansowe grupy.

Bazując na bilansie, spójrzmy na podstawowe wskaźniki płynności grupy (obliczenia własne na podstawie bilansu):

Wskaźnik	2012	2013	30.06.2014
Płynność I stopnia (aktywa bież / zobow. bież)	1,23	1,31	1,74
Wskaźnik zadłużenia (kapitały / suma bilansowa)	0,54	0,49	0,53

Spółka utrzymuje poprawną płynność bieżącą, wzrost płynności na 30.06.2014 wynikał z przeklasyfikowania nieruchomości sprzedanych w sierpniu 2014 z aktywów trwałych do obrotowych. Jak już wspomniano wcześniej, sprzedaż tych projektów będzie (najprawdopodobniej) miała pozytywny wpływ na płynność gotówkową i wskaźniki zadłużenia na 31.12.2014 roku.

W zakresie zadłużenia cieszy fakt, że grupa trzyma się **rozsądnej proporcji pomiędzy kapitałami własnymi a zadłużeniem** (w okolicach 1:1), czyli w praktyce nie rozpoczyna zbyt wielu projektów jednocześnie, narażając się na zbyt duże ryzyko kredytowe.

Zadłużenie finansowe grupy Ghelamco

w tys. EUR	2012	2013	30.06.2014
Długoterminowe	403.095	318.412	306.994
kredyty	206.093	168.177	99.606
obligacje		41.045	69.139
pożyczki wewnątrz grup.	197.002	109.190	138.249
Krótkoterminowe	57.192	87.658	178.115
kredyty	52.942	36.683	142.716
obligacje		48.225	32.637
pożyczki wewnątrz grup.	4.250	2.750	2.762
Razem zadłużenie finansowe	460.287	406.070	485.109
Razem kredyty		204.860	242.322
Razem obligacje		89.270	101.776
Razem pożyczki wewn. grup.		111.940	141.011

Źródło: raporty finansowe grupy.

W zakresie finansowania zewnętrznego grupa korzysta z trzech źródeł finansowania:

- kredytów,
- emisji obligacji,
- pożyczek od jednostek powiązanych (z poza grupy Granbero).

Zaniepokojonych rosnącym zadłużeniem krótkoterminowym grupy należy uspokoić – z kwoty 142,7 mln EUR kredytów krótkoterminowych, 126,5 mln EUR dotyczyło sprzedanych w sierpniu 2014 projektów i kredyty te zostały spłacone. Ponadto znaczna część pozostałych kredytów krótkoterminowych została odroczone (wraz z rozpoczęciem kolejnej fazy inwestycji zamiana rodzaju kredytu). Również z krótkoterminowych zobowiązań obligacyjnych, kwota 76,8 mln PLN (ponad 18 mln EUR) została wykupiona w dacie wymagalności. Tak więc obecny obraz zadłużenia grupy jest mocno różny („papierowo lepszy”) od tego na 30.06.2014.

W kontekście emisji obligacji i ubiegania się o nowe środki finansowe dziwi stwierdzenie spółki o inwestowaniu **nadwyżek środków pieniężnych**, w postaci pożyczek, w podmioty z pozostałej części grupy Ghelamco. Przy zaciągniętych pożyczkach od spółek z grupy w kwocie około 140 mln EUR, „polska” część grupy (Granbero Holding) udzieliła pożyczek podmiotom powiązanym w łącznej kwocie 300 mln EUR (kapitał + odsetki). W ujęciu netto Granbero Holding pozostaje finansującym pozostałe części grupy Ghelamco, a my nie posiadamy wiedzy na temat przeznaczenia tych pożyczek, źródła spłaty, jak i kondycji grupy jako całości. Pozostaje wiara audytorowi grupy, który nie zgłaszał zastrzeżeń do raportu finansowego grupy.

Podsumowując, zarządzanie finansami grupy oceniam pozytywnie. Widać rozsądek i planowanie. Kolejne projekty rozpoczynane są po zabezpieczeniu odpowiednich środków, nadrzędną zasadą pozostaje stabilny stosunek kapitałów do zadłużenia i sumy bilansowej. Grupa posiadając ciekawy bank ziemi, mogłaby realizować kilka więcej projektów jednocześnie, jednakże unika ryzyka „przeinwestowania”. Zyski grupy przeznaczane są na wzrost kapitałów, które systematycznie rosną (brak dywidendy). Pewną rysą są pożyczki udzielane podmiotom z grupy Ghelamco (ale z poza Granbero), co do których inwestorzy nie mają pełnego obrazu. Liczę, że w kolejnych raportach finansowych ten aspekt zostanie szerzej wyjaśniony.