

Capital Park – analiza, 27 listopada 2017 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.com

Capital Park – podstawowe informacje o grupie

Capital Park to grupa kapitałowa działająca na polskim rynku od 2003 roku. Przedmiotem jej działalności jest zakup nieruchomości oraz ich komercjalizacja poprzez:

- budowę nowych obiektów,
- przebudowę istniejących obiektów,
- poprawę zarządzania istniejącymi obiektami.

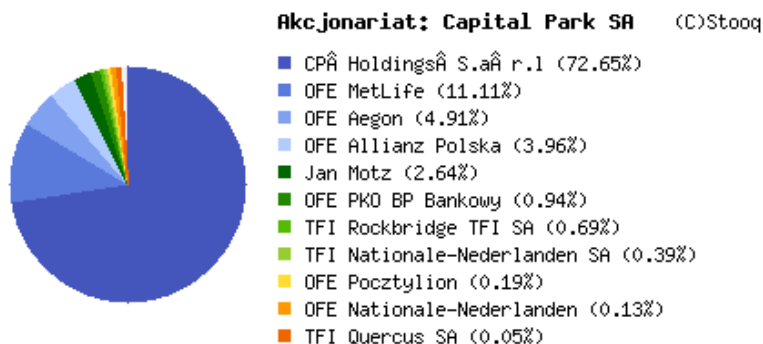
Przychody grupa osiąga przede wszystkim z wynajmu powierzchni handlowej i biurowej w zrealizowanych projektach.

Poszczególne projekty z reguły prowadzone są przez specjalnie do tego powołane spółki celowe. Grupa zarządza również dwoma funduszami zamkniętymi aktywów niepublicznych (REIA FIZ AN), w których posiada odpowiednio 16 proc. i 15 proc. certyfikatów inwestycyjnych.

W portfelu grupy znajduje się obecnie 65 projektów, z tego 56 to projekty ukończone i generujące dochód (47 w ramach FIZ). Flagowe inwestycje grupy to biurowce Eurocentrum oraz Royal Wilanów. Projekty ukończone stanowią 81 proc. wartości portfela, 18 proc. wartości stanowią projekty w budowie.

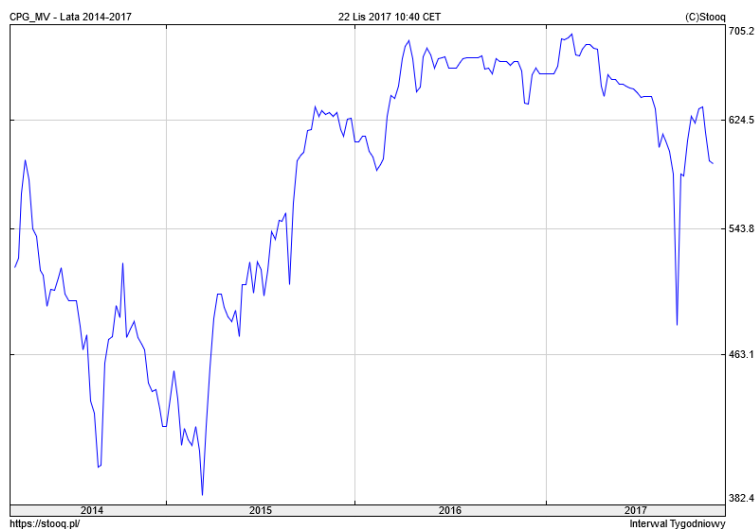
Na 30 września wartość projektów w bilansie grupy wynosiła 2,2 mld zł, przy kapitałach własnych na poziomie 1,1 mld zł. Więcej o projektach napiszę przy analizie bilansu.

Strategicznym inwestorem Grupy Capital Park są Fundusze Patron, będące częścią grupy Patron Capital Partners, która reprezentuje jedną z wiodących w Europie grup funduszy, inwestujących w nieruchomości oraz w udziały w spółkach posiadających nieruchomości. Grupa Patron Capital Partners powstała w 1999 roku i reprezentuje kapitał inwestycyjny o szacunkowej wartości 3,4 mld euro. W akcjonariacie grupy odnajdujemy również wiele funduszy:



Prezesem grupy jest jej pierwszy właściciel Jan Motz, posiadający ponad trzydziestoletnie doświadczenie biznesowe na polskim i amerykańskim rynku nieruchomości. Prezes posiada 2,6 proc. akcji Capital Parku.

Od grudnia 2013 roku grupa notowana jest na GPW w Warszawie, a jej obecna kapitalizacja wynosi około 600 mln zł:



Ważniejsze wydarzenia w działalności grupy w 2017 roku

Działalność operacyjna

Można powiedzieć, że 2017 rok przebiega dla grupy w miarę spokojnie. Do najważniejszych wydarzeń można zaliczyć:

- sprzedaż 85 proc. certyfikatów REIA FIZ AN II za kwotę 45 mln zł,
- zakup pozostałych 47 proc. udziałów Galerii Zaspas i objęcie pełnej kontroli nad spółką,
- zakup powierzchni handlowej na parterze budynku przy ul. Belgradzkiej (Warszawa),
- rozpoczęcie budowy VIS a VIS Pałacowa w Warszawie.

Dodatkowo grupa koncentrowała się na zwiększeniu wynajętej powierzchni w gotowych projektach Eurocentrum i Royal Wilanów. Czyniła również przygotowania do rozpoczęcia prac budowlanych w przyszłej flagowej inwestycji ArtN.

Działalność finansowa

W zakresie zarządzania finansami grupa koncentrowała się na **obniżaniu kosztu finansowania** poprzez zastępowanie obligacji emitowanych w złotych obligacjami w euro. Dodatkowym atutem zadłużenia w euro jest **obniżenie wahań wyników związanych z wyceną nieruchomości**. Gdy spada kurs EUR/PLN, spada wartość budynków (czynsze są w euro, słabsze euro oznacza mniejszy czynsz w przeliczeniu na złote, czyli niższą wycenę projektu), jednocześnie spółka odnotowuje zyski na różnicach kursowych od zobowiązań w euro (mniejsze zadłużenie w przeliczeniu na złote).

Do wydarzeń z obszaru działalności finansowej można zaliczyć:

- emisja obligacji w euro o łącznej wartości 23,3 mln,
- refinansowanie kredytu bankowego Royal Wilanów (wartość 62,5 mln euro).

Analiza finansowa grupy Capital Park

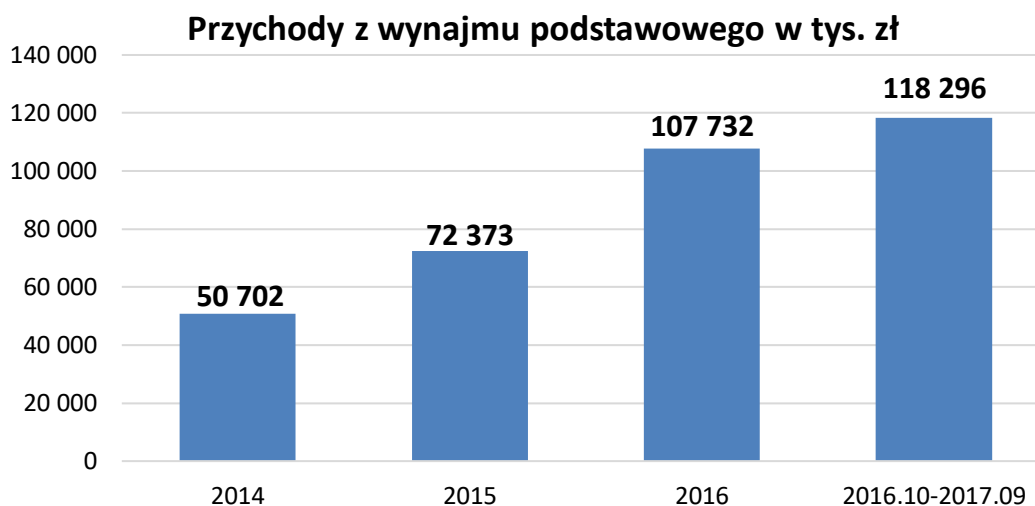
Przychody i zyski

W 2017 rok grupa weszła z gotowymi flagowymi projektami (Eurocentrum, Royal Wilanów). Jednocześnie Capital Park koncentruje się na zwiększaniu procentu wynajętej powierzchni. Według spółki, 89 proc. powierzchni portfela nieruchomości inwestycyjnych jest wynajęte. Dla poszczególnych obiektów wynajęcie powierzchni na 07.11.2017 vs 31.12.2016 wygląda następująco:

- Royal Wilanów – wzrost z 83 proc. do 92 proc.,
- Eurocentrum Alfa – spadek z 92 proc. do 75 proc. (jest to najstarszy obiekt),
- Eurocentrum Beta & Gamma – wzrost z 80 proc. do 92 proc.,
- Eurocentrum Delta – wzrost z 44 proc. do 83 proc.

Siłą rzeczy wzrosły przychody z wynajmu grupy, po dziewięciu miesiącach 2017 roku wynoszą 93,3 mln zł wobec 82,7 mln zł po dziewięciu miesiącach 2016 roku (wzrost o 13 proc.).

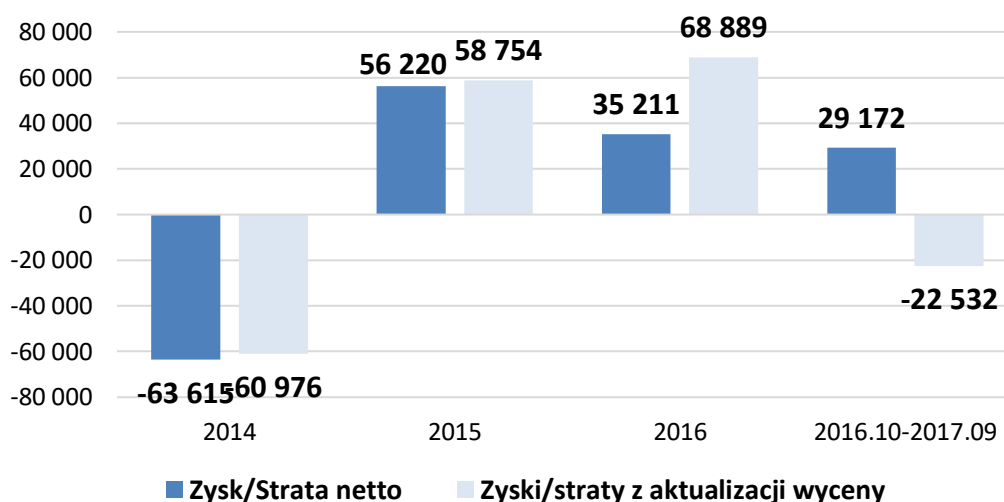
A tak wygląda sytuacja w okresach rocznych (ostatni słupek to okres 01.10.2016-30.09.2017):



Źródło: Sprawozdania finansowe emitenta.

Warto również zauważyć, że o ile dwa lata temu grupa akcentowała rozważanie możliwości sprzedaży gotowych projektów, to obecnie w raportach finansowych można przeczytać o zmierzaniu w stronę REIT, czyli firmy, która trzyma gotowe projekty w bilansie i czerpie korzyści z ich wynajmu.

Jeżeli chodzi o zyski to sytuacja jest nieco bardziej skomplikowana. W krótkim okresie ogromny wpływ na wyniki mają przeszacowania wartości posiadanych nieruchomości, a te z kolei mocno zależą od zmian kursu EUR/PLN (ale oczywiście nie tylko od tego, również od stóp kapitalizacji obiektów czy poziomu wynajęcia). Dlatego też na wyniki grupy należy patrzeć raczej w długiej perspektywie, a mniej przejmować się pojedynczymi kwartałami. Poniżej zaprezentowałem wykres zysku netto za poszczególne lata, pokazując obok jaki wpływ na wynik ma aktualizacja wyceny posiadanych projektów.

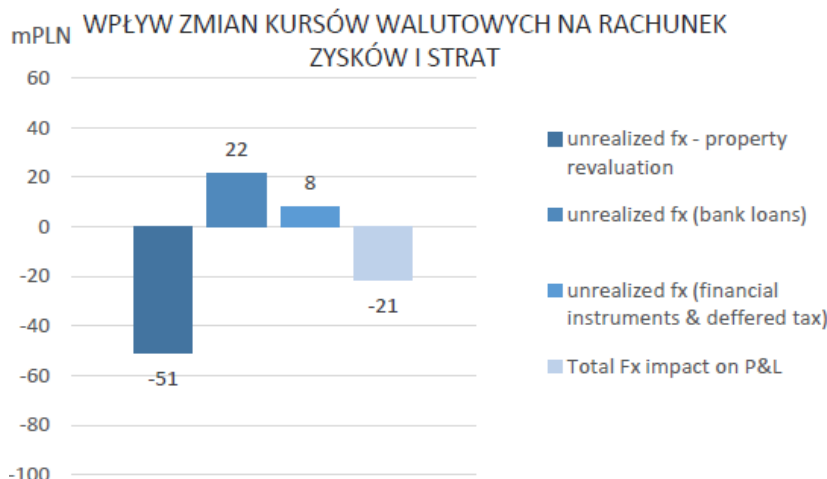


Źródło: Sprawozdania finansowe emitenta.

Tutaj również dwa słupki po prawej oznaczają ostatnie cztery kwartały, czyli okres 01.10.2016-30.09.2017. Dla porządku dodam, że po III kwartałach 2017 roku grupa notuje 5 mln zł straty netto.

W wynikach widać ciekawą sytuację. W latach 2014-2015 zyski netto bardzo mocno zależały od wartości przeszacowań. W kolejnych latach zależność już nie jest tak istotna, a to właśnie po części za sprawą zaciągania kredytów w euro.

Dla przykładu, początkowy wpływ różnic kursowych na wyceny projektów w III kwartałach 2017 roku wynosił -51 mln zł, ale poprzez kredyty walutowe i instrumenty finansowe zniwelowany został do -21 mln zł:



Źródło: Sprawozdanie finansowe emitenta.

A wspominając kredyty, warto podkreślić, że dodatkową korzyścią z zadłużania się w euro jest spadek kosztów finansowych grupy. Ładnie widać to na poniższym obrazku.

Average cost of debt	9M 2016	9M 2017
Credits	4.30%	2.80%
Bonds	6.40%	4.90%
Cost of debt	4.30%	3.00%

Po zamianie pozostałych obligacji w PLN na EUR średni koszt obligacji spadnie do 4.08%. Pozwoli to na obniżenie kosztów zadłużenia poniżej 3.0%.

Źródło: Sprawozdanie finansowe emitenta.

Wydaje się, że los obligacji w złotych jest przesądzony, będą zastępowane zadłużeniem w euro.

Podsumowując, grupa generuje zyski, których wysokość, oprócz standardowych czynników typu procent wynajętej powierzchni, stopy kapitalizacji, jest uzależniona od wpływu zmian kursu EUR/PLN. Wzrost zadłużenia w euro (kosztem zmniejszenia zadłużenia w złotych) wpływa na wzrost zysków (obniżenie kosztów finansowania), a także powinien wpływać stabilizująco na rewaluację projektów w bilansie.

Bilans grupy Capital Park

Aktywa grupy

Nieruchomości inwestycyjne stanowią 90 proc. sumy aktywów grupy. Gotówka stanowi kolejne 5 proc. Zakładając realną wycenę nieruchomości w bilansie możemy mówić o zdrowej strukturze aktywów, brak (lub niewielka wartość) aktywów „nieprodukcyjnych”.

Na plus grupy działa fakt, że 81 proc. wartości portfela stanowią projekty gotowe (których wartość obliczana jest jako iloraz zysku operacyjnego netto i stopy kapitalizacji). Ich wycena na 30 września 2017 r. prezentuje się następująco:

Nazwa projektu	Lokalizacja	Status	Powierzchnia całkowita (w tys. m ²)	NOI (w tys. PLN)	Yield	Wartość księgowa (w tys. PLN)
Eurocentrum Office Complex Etap I - Beta, Gamma	Warszawa	ukończony	43	32 745	6,66%	483 310
Eurocentrum Office Complex Etap II - Delta	Warszawa	ukończony	27	20 032	6,66%	271 480
Eurocentrum Alfa	Warszawa	ukończony	14	9 549	8,00%	116 777
Royal Wilanów	Warszawa	ukończony	36	30 556	7,00%	428 996
Raławicka Point	Warszawa	ukończony	2	2 310	7,35%	31 443
Galeria Zaspą	Gdańsk	ukończony	8,7	4 855	7,50%	63 662
Sobieskiego 104	Warszawa	ukończony	4	2 550	7,87%	32 387
Vis à Vis Radom	Radom	ukończony	4	2 478	8,14%	30 458
Vis à Vis Łódź	Łódź	ukończony	6	3 057	8,00%	37 948
Vis à Vis Toruń	Toruń	ukończony	3	1 479	8,14%	18 184
Olsztyn, Piłsudskiego	Olsztyn	ukończony	0,3	452	7,61%	5 952
Topos	Kraków	ukończony	1	670	7,10%	9 441
Warszawa, KEN	Warszawa	ukończony	0,4	378	7,75%	4 753
Warszawa, Pileckiego	Warszawa	ukończony	1	819	7,61%	10 755

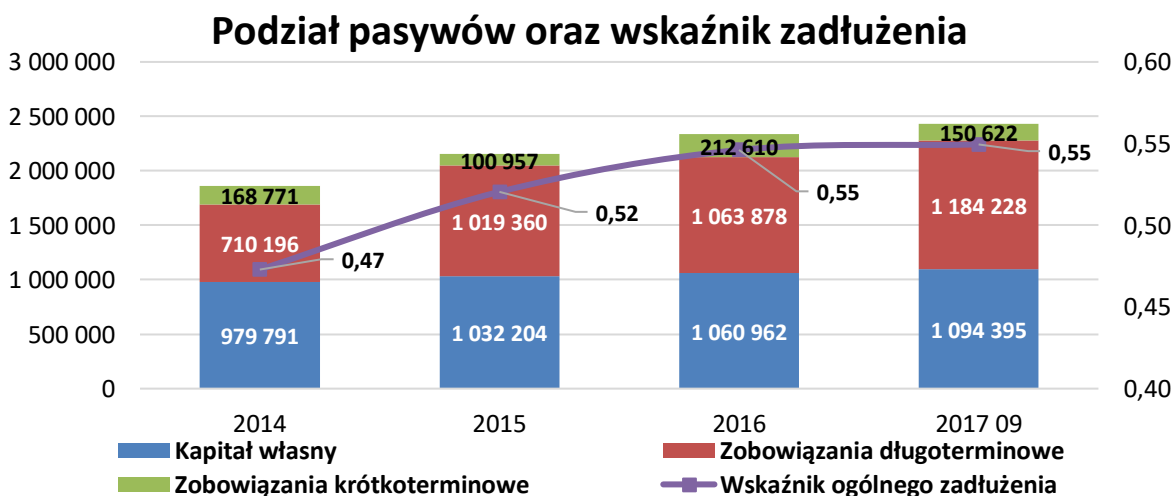
* NOI – docelowy średni roczny zysk operacyjny netto

Źródło: Sprawozdanie finansowe emitenta.

Jeżeli chodzi o projekty w budowie, to istotne znaczenie mają kolejny flagowy projekt grupy – ArtN (wartość 300 mln zł) i Neptun House w Gdańsku (wartość 50 mln zł).

Pasywa grupy

Aktywa grupy finansowane są w następujący sposób:



Źródło: Sprawozdania finansowe emitenta.

W 2015 roku istotna część projektów grupy była w trakcie realizacji, stąd wysoki przyrost zadłużenia i zarazem wzrost wskaźnika zadłużenia (wskaźnik zadłużenia, to udział zobowiązań w sumie bilansowej). Można powiedzieć, że w latach 2016 i 2017 sytuacja ustabilizowała się w zakresie wartości zadłużenia. Wskaźnik zadłużenia na poziomie 0,55 można uznać za poprawny.

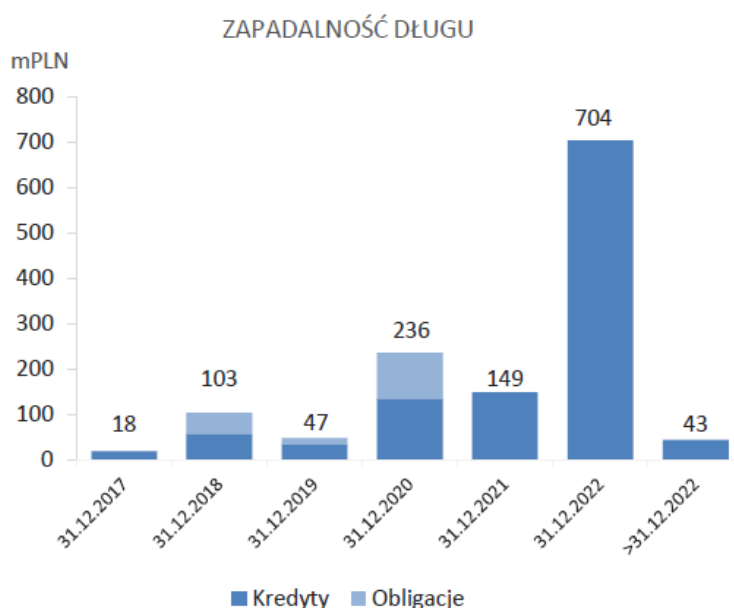
Ciekawe jest, w jaki sposób sytuacja będzie się rozwijać, gdyż według ostatnich informacji zarząd grupy nie zamierza sprzedawać kluczowych aktywów, a chce stać się spółką dywidendową o charakterze REIT. Z kolei 15 listopada miały wystartować prace przy budowie ArtN, które będą wymagały sporych środków finansowych (grupa zabezpieczyła finansowanie w kwocie 160 mln euro). Te czynniki mogą w przyszłości oddziaływać na wzrost poziomów zadłużenia w wartościach bezwzględnych, ale także wzrost wskaźnika zadłużenia.

Z drugiej strony, wśród celów strategicznych na lata 2017-2020 grupa wymienia „pozyskanie nowego kapitału”, dodatkowo w lutym 2017 roku Fundusze Patron (akcjonariusz większościowy Capital Park – 73-proc. udział) ogłosiły przegląd opcji strategicznych, w wyniku którego może dojść do sprzedaży pakietu kontrolnego akcji Capital Park.

Zadłużenie finansowe grupy

Zdecydowanie największą część zobowiązań grupy (97 proc., 1,3 mld zł) stanowi zadłużenie finansowe: kredyty i wyemitowane obligacje. I jest kluczowe w kontekście analizy sytuacji spółki z punktu widzenia obligatariusza.

Na wstępie warto zauważyć, że do końca 2019 roku grupie przypada do spłaty raczej niewielka wartość zadłużenia:



Źródło: Sprawozdanie finansowe emitenta.

Biorąc pod uwagę, że finansowanie inwestycji ArtN również jest już dopięte, sytuacja obligatariuszy wydaje się komfortowa. Ostatnie obligacje aktualnie notowane na Catalyst zapadają w 2020 roku, podczas gdy większość zadłużenia finansowego zapada w 2022 roku (o ile nie będzie prolongowana).

Wśród największych kredytodawców grupy znajdziemy Bank of China (520 mln zł na 30 września 2017 roku, finansuje projekty Eurocentrum) oraz konsorcjum BGŻ BNP Paribas i ING Bank Śląski (265 mln zł, finansuje Royal Wilanów). Pełna lista instytucji finansujących grupę wygląda następująco (zdecydowana większość kredytów jest w euro):

Nazwa banku	30.09.2017	31.12.2016	30.09.2016	Kwota kredytu wg umowy*	Waluta	Oprocentowanie	Termin wymagalności
Bank of China	519 502	542 444	0	124 430	EUR	3M EURIBOR + margin	2022
BGŻ NBP Paribas	264 675	0	0	65 500	EUR	3M EURIBOR + margin	2022
Getin Noble Bank S.A.	32 122	32 259	42 771	10 000	EUR	3M EURIBOR + margin	2018
Alior Bank S.A.	27 388	28 909	28 408	6 972	EUR	3M EURIBOR + margin	2025
Hypo Noe Gruppe Bank AG (FIZ 1)	104 807	110 006	107 680	26 150	EUR	3M EURIBOR + margin	2020
Hypo Noe Gruppe Bank AG (FIZ 2)	88 484	91 305	0	20 838	EUR	6M EURIBOR + margin	2021
Bank Ochrony Środowiska	28 976	8 612	5 259	52 650	PLN	3M WIBOR + margin	2033
Alior Bank S.A. **	39 957	0	0	9 656	EUR	3M EURIBOR + margin	2021
Alior Bank S.A.	22 523	0	0	5 227	EUR	1M EURIBOR + margin	2022

Źródło: Sprawozdanie finansowe emitenta.

Podsumowując, patrząc z punktu widzenia obligatariuszy, wskaźnik zadłużenia grupy Capital Park znajduje się na właściwym poziomie. Również struktura czasowa zadłużenia (najpierw do spłaty obligacje, następnie kredyty) jest dla obligatariuszy korzystna.

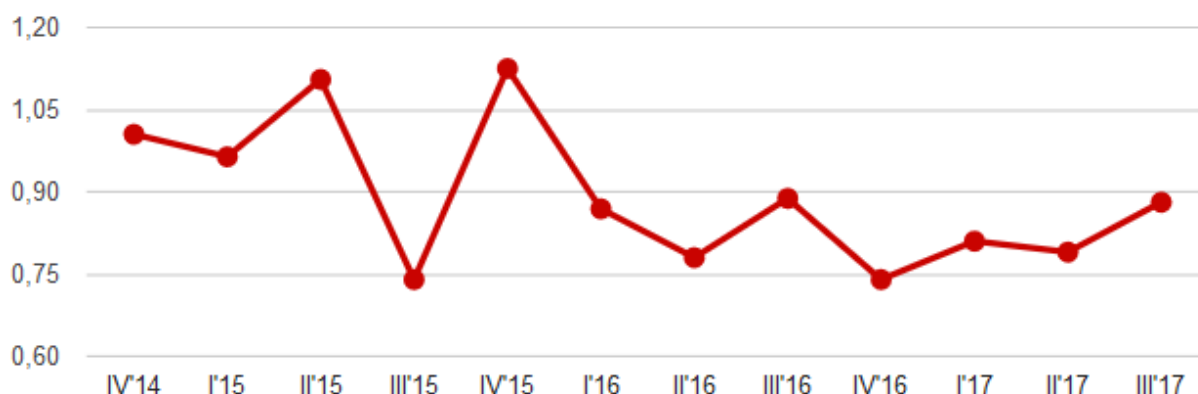
O ile nie wystąpią niespodziewane zdarzenia, które spowodują na przykład wypowiedzenie kredytów przez banki, wydaje się, że obligatariusze Capital Parku mogą czuć się komfortowo.

Informacje o Capital Park i o wyemitowanych przez spółkę obligacjach znajdziesz [w tym miejscu](#).

Wskaźniki płynności i obsługi długu

Warto zwrócić uwagę na **wysoką płynność gotówkową Capital Parku**. Na koniec września 2017 roku grupa posiadała na rachunkach 132 mln zł, co stanowiło 88 proc. zobowiązań krótkoterminowych. Jest to kolejny obszar, który potwierdza bezpieczną politykę finansową prowadzoną przez grupę.

Wskaźnik płynności gotówkowej

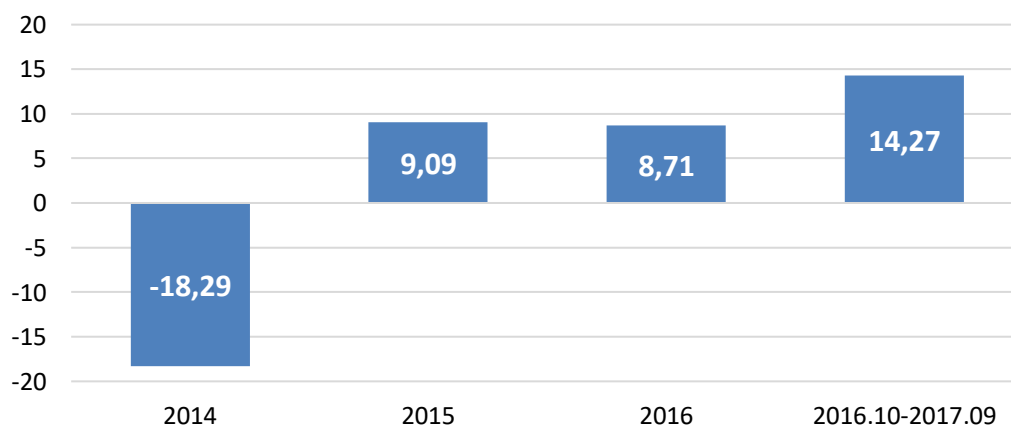


Źródło: Obligacje.pl

I co ważne, taki poziom wskaźnika stanowi regułę, a nie przypadek.

Natomiast poprawy należy oczekiwać od spółki w obszarze **wskaźnika obsługi długu**. Wskaźnik dług netto/EBITDA mówi nam w ile lat spółka byłaby w stanie spłacić swoje zadłużenie finansowe (pomniejszone o gotówkę) z wygenerowanej EBITDA. Wskaźnik prezentuje się następująco:

Zadłużenie finansowe netto/EBITDA



Źródło: Sprawozdanie finansowe emitenta.

Wprawdzie sytuacja deweloperów komercyjnych jest nieco inna, gdyż zadłużenie finansowe mają powiązane z poszczególnymi projektami i bardzo często jest to zadłużenie długoterminowe (czynsze będące źródłem spłaty pobierane są przez wiele lat). Nierzadko jest tak, że zadłużenie finansowe spłacane jest w momencie sprzedaży projektu. Tym niemniej, standardowo dla większości firm oczekuje się, że poziom tego wskaźnika nie będzie przekraczał czterech punktów (zadłużenie finansowe spłacone w max. cztery lata).

Można na ten aspekt także spojrzeć od strony praktycznej. Kapitały Capital Park wynoszą 1,1 mld zł. Oczekując na przykład 6 proc. rentowności z kapitału mamy 66 mln oczekiwanego zysku netto rocznie. Zysk netto za 2015 rok wyniósł 56 mln zł, za 2016 rok było to 35 mln zł. Wydaje się, że jest przestrzeń do poprawy w tym zakresie, a ewentualny wzrost zysków będzie oczywiście powodować obniżenie wyżej omawianego wskaźnika.

Podsumowanie

Operacyjnie sytuacja grupy prezentuje się całkiem dobrze. Kluczowe projekty są w eksploatacji i generują przychody i przepływy gotówki. Sukcesywnie rośnie poziom ich wynajęcia. Grupa posiada zabezpieczone finansowanie realizacji kolejnej kluczowej inwestycji, czyli ArtN.

Równie dobrze sytuacja prezentuje się w zakresie struktury bilansu i poziomu zadłużenia. Capital Park niezmiennie utrzymuje na rachunkach wysoki poziom gotówki, co zapewnia komfort w zakresie płynności. Dodatkowo grupa w ostatnich latach zrefinansowała swoje zadłużenie kredytowe, zastępując drogie kredyty budowlane, zaciągając o wiele tańsze (i zmniejszające ryzyko kursowe) kredyty w euro. Zdecydowana większość kredytów zapada już po terminach spłaty obligacji, co jest oczywiście korzystne dla obligatariuszy spółki. Wreszcie, oprócz bezpiecznego ułożenia zapadalności zadłużenia, również jego poziom w relacji do sumy bilansowej (czy aktywów inwestycyjnych lub kapitałów) nie budzi większych zastrzeżeń.

Poprawy należałoby oczekiwać (i analitycy jej oczekują) w zakresie generowanych wyników, co z kolei pozytywnie wpłynęłoby na wskaźniki obsługi długu, które na dziś są gorsze od wartości uznawanych za optymalne.

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Autor niniejszej Analizy nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem. Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Obligacje.pl oraz Autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Obligacje.pl Sp. z o.o. – zabronione.

Portal Obligacje.pl został zarejestrowany jako dziennik w Rejestrze Dzienników i Czasopism prowadzonym przez Sąd Okręgowy w Warszawie, Wydział VII Cywilny Rejestrowy pod numerem PR 19271.

Konflikt interesów

Obligacje.pl Sp. z o.o. zaznacza, że łączą ją z Emitentem umowy o współpracy, wobec czego należy uznać, że może występować konflikt interesów. Jednocześnie zwraca się uwagę, że autor powyższej analizy nie jest w żaden sposób powiązany z Emitentem, ale jest związany stałą współpracą z Obligacje.pl.