NWAI DOM MAKLERSKI

Deweloperzy komercyjni

Capital Park, Echo Investment, GTC, Rank Progress

02.07.2014

Rentowność obligacji – sentyment kontra analiza

W raporcie poddaliśmy analizie czterech emitentów obligacji zaliczanych do sektora deweloperów komercyjnych: Capital Park, Echo Investment, GTC oraz Rank Progress. Celem naszej analizy jest porównanie ryzyka kredytowego poszczególnych firm a uzyskiwanej przez obligatariuszy premii za ryzyko (mierzonej z-spreadem). Spośród poddanych analizie deweloperów najwyższą ocenę kredytową przyznaliśmy spółce Echo Investment, co ma odzwierciedlenie w uzyskiwanym z inwestycji w obligacje tej spółki najmniejszym z-spreadem. Najniższą zdolność kredytową według naszej oceny ma spółka Rank Progress, co przekłada się na wartość z-spread na poziomie 4,05%. Zdolność kredytową spółki Capital Park oceniamy na nieznacznie niższym niż GTC poziomie. To właśnie w przypadku spółki Capital Park oraz jej nowo wyemitowanej serii widzimy okazję inwestycyjną.

Biorąc pod uwagę notowane obecnie serie obligacji spółki GTC i Capital Park i ich z-spready wynoszące 2,2% - 2,3% dla obu serii GTC oraz 1,6% dla serii A Capital Park uważamy, że pomimo braku zabezpieczenia nowo wyemitowana seria B jest okazją inwestycyjną dla obligatariuszy, ze względu na płacony wysoki w porównaniu do pozostałych serii kupon (WIBOR6M + 5,5%) przekładający się na teoretyczny z-spread który wynosi 2,92%.

W naszej ocenie różnica w płaconej przez obie spółki premii za ryzyko wynika wyłącznie z sentymentu rynkowego, nie jest zaś oparta na faktycznej sytuacji finansowej. Przyjmując za punkt odniesienia wyemitowane w tym roku oprocentowanie obligacji GTC (kupon WIBORM6M + 4,5%), przy naszej ocenie ryzyka kredytowego obu spółek uważamy, że oprocentowanie serii B Capital Park na poziomie 5% odpowiadało by temu ryzyku.

Adrianna Kocięda
Analityk
adrianna.kocięda@nwai.pl
tel: 22 201 97 66

Łukasz Siwek
Analityk
Doradca Inwestycyjny
lukasz.siwek@nwai.pl
tel: 22 201 97 61

[mln PLN]	Echo			Capital Park			GTC			Rank Progress		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Przychody	632,4	571,42	730,16	52,7	100,9	158,4	518,5	517,1	456,4	46,3	37,8	78,6
EBITDA*	234,59	215,2	281,32	21,0	50,8	85,6	277,4	264,4	223,7	-0,8	-4,8	14,4
zysk netto	450,3	509,6	578,3	60,9	84,7	46,6	90,2	454,5	546,1	50,0	67,7	95,1
dług netto	1703,5	1962,5	2478,6	718,9	1241,3	1564,7	3092,5	3462,3	3402,9	593,5	823,5	726,7

**EBITDA znormalizowana*
Źródło: Prognozy NWAI Dom Maklerski

	Echo				Capital Park		GTC		Rank Progress
Seria	ECH0219	ECH0417	ECH0515	ECH0618	CAP0715	CAP0617	GTC0319	GTC0418	RNK0616
Wartość emisji (mln PLN)	100,0	200,0	115,0	80,0	100,0	35,0	200,0	294,2	131,8
Z-spread	0,96%	0,57%	1,03%	0,57%	1,62%	2,92%	2,16%	2,28%	4,05%

Źródło: Źródło: www.gpwcatalyst.pl

Informacje dotyczące powiązań NWAI Dom Maklerski ze spółkami, będącymi przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

Podsumowanie

W raporcie poddaliśmy analizie czterech emitentów obligacji zaliczanych do sektora deweloperów komercyjnych: Capital Park, Echo Investment, GTC oraz Rank Progress. Celem tej analizy jest porównanie ryzyka kredytowego poszczególnych firm i uzyskiwanej przez obligatariuszy premii za ryzyko (mierzonej z-spreadem). Ryzyko kredytowe ocenialiśmy bazując na sporządzonych dla spółek prognozach wyników wykorzystując w tym celu analizę porównawczą (pod kątem ryzyka biznesowego oraz finansowego) jak również wskaźnik Altmana EM-Score.

Poniżej przedstawiamy główne wnioski oraz nasze opinie płynące z przeprowadzonej analizy:

- Najlepsza ocena ryzyka kredytowego przyznana spółce Echo Investment uzasadnia najniższą premię uzyskiwaną z obligacji spośród grupy porównawczej. Widać to zarówno w notowanych obecnie seriach obligacji (mierzonych poprzez z-spread) jak i w oprocentowaniu nowych emisji.
- Ryzyko kredytowe spółki GTC oceniamy jako stabilne. Porównując do sytuacji spółki Echo za adekwatną uważamy płaconą przez GTC premię w stosunku do ryzyka kredytowego spółki. Obecnie na rynku Catalyst notowane są dwie serie obligacji spółki GTC różniące się pod względem kuponów jak i terminu zapadalności. Uważamy, że pomimo niskich obrotów na rynku w przypadku spółki GTC jest on efektywny i wycenia obie serię z z-spreadem na poziomie 2,2-2,3%.
- Zdolność kredytową spółki Capital Park oceniamy na nieznacznie niższym poziomie niż GTC. Biorąc pod uwagę notowane obecnie serie spółki GTC i Capital Park i ich z-spready wynoszące 2,2% - 2,3% dla obu serii GTC oraz 1,6% dla serii A Capital Park uważamy, że pomimo braku zabezpieczenia nowo wyemitowana seria B jest okazją inwestycyjną dla obligatariuszy, ze względu na płacony wysoki w porównaniu do pozostałych serii kupon (WIBOR6M + 5,5%) przekładający się na teoretyczny z-spread który wynosi 2,92%.
  W naszej ocenie różnica w płaconej przez obie spółki premii za ryzyko wynika wyłącznie z sentymentu rynkowego, nie jest zaś oparta na faktycznej sytuacji finansowej. Przyjmując za punkt odniesienia oprocentowanie wyemitowanych w tym roku obligacji GTC (kupon WIBORM6M + 4,5%), przy naszej ocenie ryzyka kredytowego obu spółek uważamy, że oprocentowanie serii B Capital Park na poziomie 5% odpowiadało by temu ryzyku.
- Najniższą zdolność kredytową według naszej oceny ma spółka Rank Progress ze względu na ryzyko płynnościowe. Sądzimy, iż rynek efektywnie wycenia to ryzyko, co przekłada się na wartość z-spread na poziomie 4,05%.
- Obligacje wyemitowane przez Rank Progress oraz Capital Park mają podobne oprocentowanie. Zabezpieczone obligacje Rank Progress serii D są oprocentowane według stawki WIBOR 6M + 5,5%, zabezpieczone obligacje Capital Park serii A mają kupon WIBOR6M + 5,0% natomiast niezabezpieczone obligacje Capital Park serii B mają kupon WIBOR6M + 5,5%. W naszej ocenie znacznie lepszy standing finansowy Capital Parku nie jest odzwierciedlony w oprocentowaniu obligacji. Dysproporcje te są wycenione przez rynek poprzez z-spread, który dla Rank Progress wynosi 4,05%, natomiast dla Capital Park wynosi 1,6-2,9%.

Podsumowanie - Analiza porównawcza

Poniżej przedstawiamy podsumowanie dwóch paragrafów dotyczących przeprowadzonej przez nas analizy biznesowej opartej na najważniejszych w naszej ocenie czynnikach wpływających na ocenę ryzyka kredytowego jak również analizy finansowej bazującej na wskaźnikach finansowych odzwierciedlających przyszłą zdolność kredytową spółek.

W ostatecznej ocenie analizie finansowej przyznaliśmy 70% udział, gdyż jest ona według nas bardziej obiektywna oraz transparentna.

Analiza porównawcza	Waga	Echo	GTC	Capital Park	Rank Progress
Analiza finansowa	70%	3,8	2,6	2,3	1,3
Analiza biznesowa	30%	3,2	2,8	1,8	1,8
Podsumowanie		**3,62**	**2,66**	**2,2**	**1,45**

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Echo

Niekwestionowanym zwycięzcą przeprowadzonej analizy jest Echo Investment, które uzyskało największą liczbę punktów zarówno w analizie biznesowej jak i finansowej. Spółka wyróżnia się na tle grupy dzięki bezpiecznej polityce, zachowując stan zadłużenia w stosunku do możliwości finansowych na bezpiecznym, stabilnym poziomie.

GTC

Spółka ma za sobą problemy finansowe, których efekty odbijają się na jej obecnej sytuacji i w pewien sposób determinują naszą ocenę. Należy jednak podkreślić, że sytuacja GTC poprawiła się w istotny sposób i w naszej ocenie będzie się nadal polepszać.

Capital Park

Dynamiczny deweloper o znaczących jak na swoją skalę działalności planach inwestycyjnych. Pomimo braku jakichkolwiek założeń dotyczących sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych, spółka została oceniona pod względem wskaźników finansowych na zbliżonym poziomie do GTC. Ze względu na mniejszą skalę działalności jej ocena biznesowa jest na niższym poziomie.

Rank Progress

Spółka o najbardziej napiętej sytuacji finansowej, której działalność jest nastawiona oraz uzależniona od szybkiej rotacji aktywów. Dla obligatariuszy generuje to ryzyko wystąpienia problemów płynnościowych.

Podsumowanie - wskaźnik Altman-EM Score

Drugą z zaprezentowanych metod wyceny jest wskaźnik Altmana stworzony na potrzeby oceny przedsiębiorstw działających na rynkach wschodzących.

Z przedstawionych poniżej prognoz widać, że na najwyższym poziomie wskaźnik utrzymuje się w spółce Echo. W spółce Capital Park wskaźnik Altmana na kolejne 3 lata ma średnią wartość 4,76 co jest rezultatem o ok. 0,4 wyższym od GTC

(wynikającym z założonych przeszacowań nowych projektów w spółce Capital Park). Najniższą wartość wskaźnika notuje Rank Progress.

Wskaźnik Altman-EM Score	Echo	GTC	Capital Park	Rank Progress
2013	5,12	2,91	6,21	3,25
2014P	6,31	3,98	5,29	3,06
2015P	5,97	4,50	4,68	2,78
2016P	5,56	4,71	4,32	3,29
Średnia 2014-2016	**5,95**	**4,40**	**4,76**	**3,04**

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Obligacje

Spośród analizowanych spółek obecnie najwięcej serii obligacji o najwyższej łącznej wartości wyemitowało Echo (5 serii o łącznej wartość wynosi 640 mln PLN). W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie dla tych obligacji wraz z najważniejszymi informacjami o nich.

	Seria	Wartość emisji (mln PLN)	Kupon	Data wykupu	Zabezpieczenie
Echo					
	ECH0219	100,0	WIBOR 6M + 3,6%	19.02.2019r.	brak
	ECH0618	80,0	WIBOR 6M + 3,5%	19.06.2018r.	brak
	ECH0417	200,0	WIBOR 6M + 3,8%	28.04.2017r.	brak
	ECH0515	115,0	WIBOR 6M + 3,5%	18.05.2015r.	brak
	ECH0216*	145,0	WIBOR 6M + 3,5%	11.02.2016r	brak
Rank Progress					
	RNK0616	131,8	WIBOR 6M + 5,5%	14.06.2016r	Hipoteka umowna na 9 nieruchomościach na łączną kwotę 197,3 mln PLN.
	SERIA E*	18,0	WIBOR 6M + 5,5%	14.06.2016r	Zabezpieczenie do kwoty 27 mln PLN na prawach własności nieruchomości gruntowych należących do jednostki współzależnej NCT Inwestycje Świętokrzyskie I Sp. z o.o. oraz poręczenie udzielone przez Pana Jana Mroczkę.
GTC					
	GTC0418	294,2	WIBOR6M + 4,0%	30.04.2017 r., 30.10.2017 r., 30.04.2018 r.	brak
	GTC0319	200	WIBOR6M + 4,5%	12.03.2018 r., 10.09.2018 r., 11.03.2019 r.	brak
Capital Park					
	CAP0715	100 (w lipcu nastąpi wykup 35 mln PLN)	WIBOR6M + 5,0%	9.07.2015r.	Prawo użytkowania wieczystego nieruchomości gruntowej położonej w Warszawie przy ul. Żelaznej 51/53. Hipoteka została ustanowiona do kwoty stanowiącej 150% wartości nominalnej.
	CAP0617	35	WIBOR6M + 5,5%	13.06.2017r.	brak

**Obligacje nie notowane na rynku Catalyst*
Źródło: www.gpwcatalyst.pl, sprawozdania finansowe emitentów

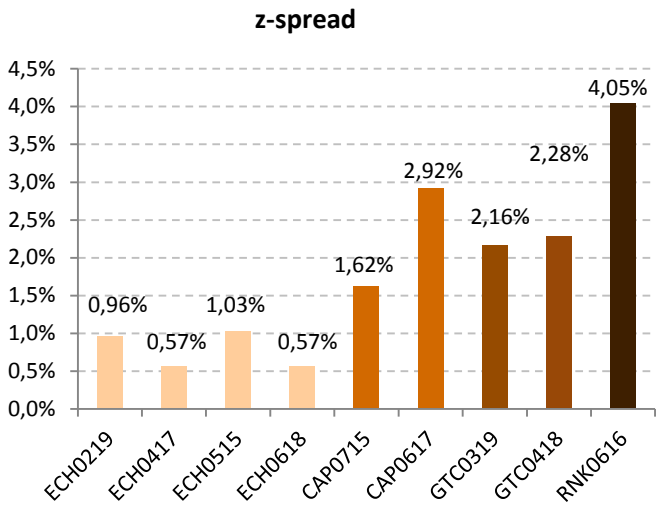
Z-spread

Dokonaliśmy kalkulacji z-spread dla papierów dłużnych analizowanych przez nas spółek deweloperskich. Wyniki, które uzyskaliśmy wspierają naszą ocenę biznesową i finansową tych spółek, co według nas świadczy o efektywności rynku.

Najniższą wartość z-spread mają obligacje Echo Investment, co oznacza, iż inwestorzy postrzegają je jako najbardziej bezpieczną inwestycję. Najwyższy z-spread jest przypisany do obligacji Rank Progress, co świadczy o postrzeganiu ich przez rynek jako obarczonych największym ryzykiem. Oczekiwania rynku co do premii za papiery dłużne emitowane przez GTC i Capital Park plasują się po środku i przekładają się na z-spread oscylujący w okolicach 2%.

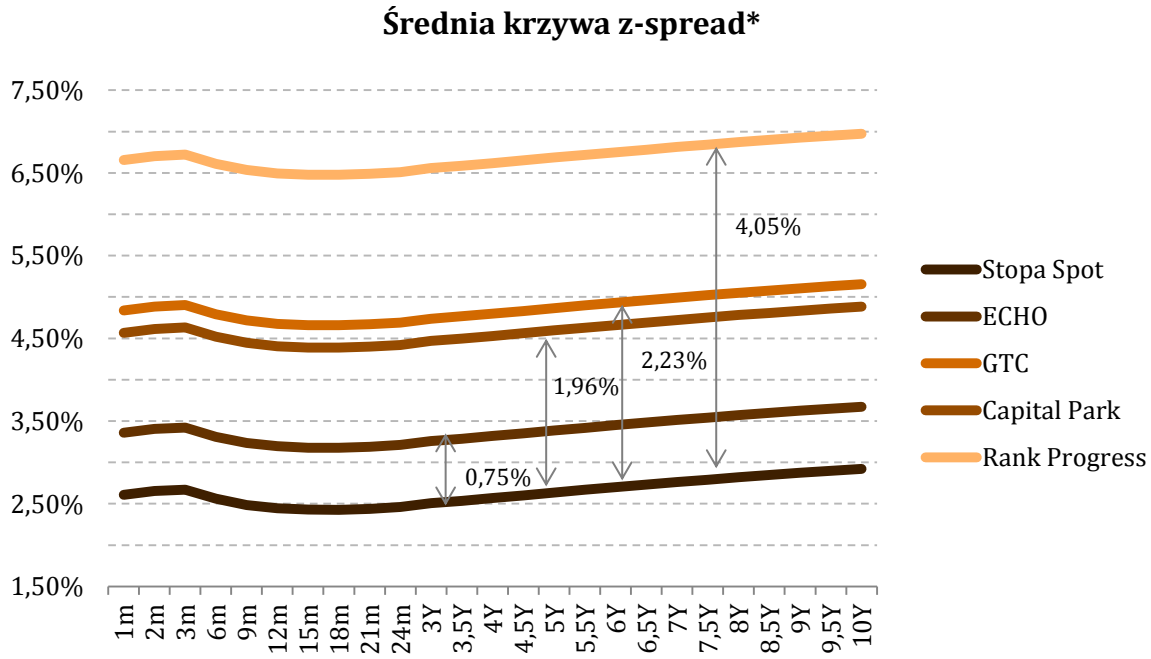
Znaczna różnica z-spread pomiędzy seriami obligacji Capital Park wynika z tego, iż seria CAP0715 jest zabezpieczona natomiast seria CAP0617 jest niezabezpieczona. Różnicę tę uzasadnia również wysokość kuponu: 5% w CAP0715 i 5,5% w CAP0617.

Spółka	Seria	Wartość emisji (mln PLN)	Z-spread
Echo Investment	ECH0219	100,0	0,96%
Echo Investment	ECH0417	200,0	0,57%
Echo Investment	ECH0515	115,0	1,03%
Echo Investment	ECH0618	80,0	0,57%
Capital Park	CAP0715	100,0	1,62%
Capital Park	CAP0617	35,0	2,92%
GTC	GTC0319	200,0	2,16%
GTC	GTC0418	294,2	2,28%
Rank Progress	RNK0616	131,8	4,05%



Źródło: www.gpwcatalyst.pl, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Wykres poniżej przedstawia kalkulację z-spread dla poszczególnych spółek, ważony wielkością emisji. W Załączniku 1 przedstawiliśmy kalkulacje z-spread dla poszczególnych serii obligacji.



**Z-spread ważony wielkością emisji*

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Analiza porównawcza

Przeprowadzona przez nas analiza porównawcza składa się z dwóch części; analizy biznesowej oraz analizy finansowej (opis stosowanej metodologii znajduje się w załączniku nr 2).

Analiza Biznesowa

W tej części analizy skupiliśmy uwagę na najważniejszych w naszej ocenie czynnikach determinujących ocenę ryzyka ponoszonego przez obligatariuszy. Porównanie analizowanych spółek dotyczyło: dywersyfikacji przychodowej, źródeł generowanej gotówki, elastyczności finansowej spółek jak również rodzajów udzielonych zabezpieczeń.

Dywersyfikacja Przychodowa

W poniższym paragrafie naszej ocenie poddana została obecna oraz przyszła struktura przychodowa w analizowanych spółkach zarówno pod względem różnorodności segmentowej jak i geograficznej. Nie poddajemy tutaj analizie jakościowej tych segmentów i rynków a jedynie ich wpływ na bezpieczeństwo uzyskiwanych przychodów (nasze założenia dotyczące źródeł przychodowych znalazły odzwierciedlenie w prognozowanych wynikach opisanych w późniejszych rozdziałach).

Segmenty działalności

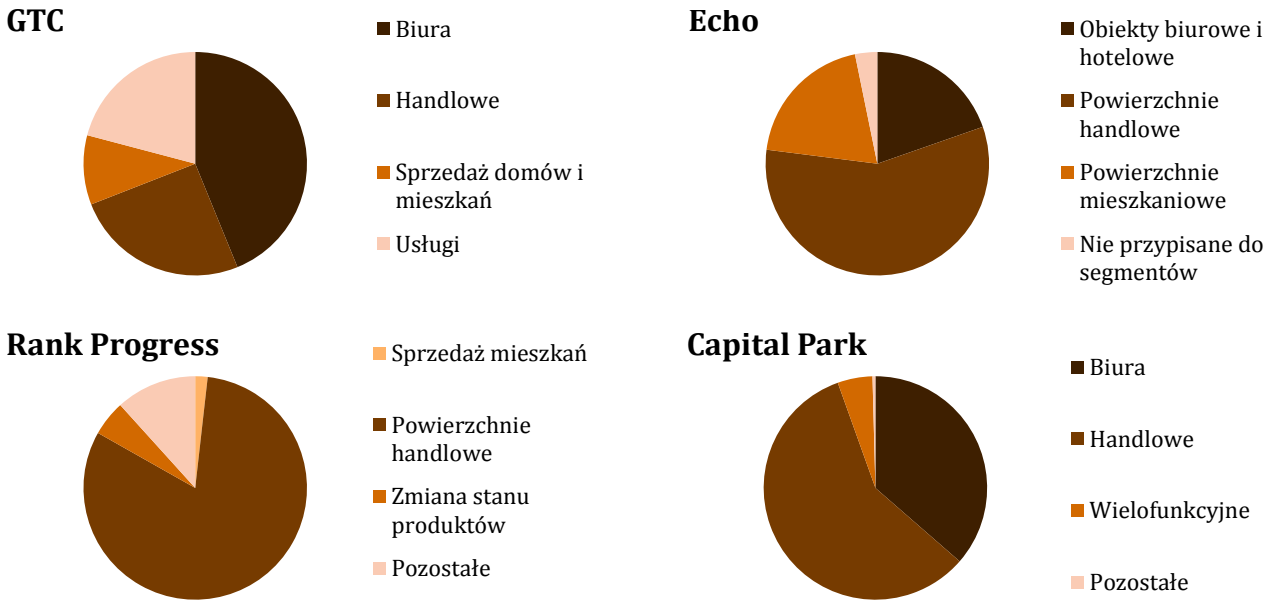
Capital Park

Prowadzone oraz planowane przez Capital Park projekty sprawiają, że struktura przychodowa spółki będzie się zmieniać. Dotychczas kluczowym segmentem, generującym największą sprzedaż był segment handlowy (high streetowy), zaś w kolejnych latach znacząco wzrośnie udział segmentu biurowego oraz wielofunkcyjnego – łączącego powierzchnie handlowe z biurowymi.

GTC

Pod względem sprzedaży najistotniejszym segmentem w grupie GTC jest segment biurowy. W ostatnich latach istotnie zmalało znaczenie sprzedaży domów i mieszkań i trend ten będzie kontynuowany. W związku ze sprzedażą galerii Kazimierz oraz prognozowaną sprzedażą galerii Jurajskiej a także opóźnieniami w budowie warszawskich galerii w kolejnych latach spadnie udział segmentu handlowego.

Struktura przychodów (31.12.2013)



Źródło: Sprawozdania finansowe emitentów

Echo

W ostatnich latach najistotniejszym źródłem przychodów były galerie handlowe rozmieszczone w większych miastach Polski, jednak Echo planuje zmniejszenie udziału centrów handlowych w portfelu inwestycyjnym na rzecz powierzchni biurowych oraz kontynuację inwestycji w segmencie mieszkań.

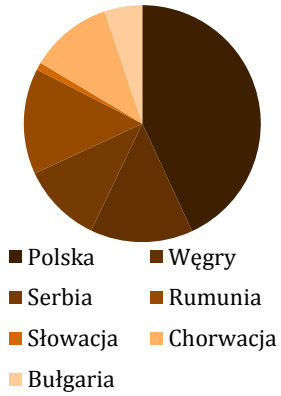
Rank Progress

Spółka uzyskuje większość przychodów z posiadanych pięciu galerii handlowych rozmieszczonych w mniejszych miastach. Obecnie Rank Progress rozwija 9 kolejnych projektów rozmieszczonych w całej Polsce.

Pod względem różnorodności źródeł z których spółki uzyskują oraz będą uzyskiwać przychody w kolejnych latach wyróżnić w naszej ocenie należy Echo, które oprócz największej dywersyfikacji segmentowej (biurowce, galerie handlowe oraz mieszkania) posiada znaczną ilość obiektów partycypujących w wynikach operacyjnych.

Podobnie oceniamy GTC i Capital Park gdzie udział segmentu biurowego (w Capital Park połączonego w projektach wielofunkcyjnych) będzie przeważającym w kolejnych latach. Jednak z powodu większej liczby inwestycji, nieznacznie wyżej oceniamy różnorodność źródeł generujących wyniki w GTC. Z powodu braku dywersyfikacji na ostatnim miejscu w grupie porównawczej znalazł się Rank Progress.

GTC
Dywersyfikacja Geograficzna (31.12.2013)



Dywersyfikacja rynkowa

Pod względem różnorodności geograficznej liderem w naszym porównaniu jest niewątpliwie GTC, które działa łącznie na 8 rynkach Europejskich (uwzględniając rynek Czeski, którego spółka nie konsoliduje). Drugie miejsce w tym zestawieniu przyznajemy Echo w związku z prowadzonymi inwestycjami w Rumuni i na Węgrzech. Pozostali deweloperzy obecnie działają jedynie na rynku Polskim. Pomimo odmiennych portfolio oraz odmiennych planów inwestycyjnych w obu spółkach na równi wartościujemy różnorodność rynkową Rank Progress i Capital Parku.

Podsumowanie

Ostateczne podsumowanie dywersyfikacji przychodowej zarówno pod względem wpływu różnych segmentów oraz rynków na osiągane wyniki przedstawia poniższa tabela.

Dywersyfikacja przychodowa	Waga	Echo	GTC	Capital Park	Rank Progress
Dywersyfikacja segmentowa	60%	4	3	2	1
Dywersyfikacja rynkowa	40%	3	4	1	1
Podsumowanie		**4**	**3**	**2**	**1**

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

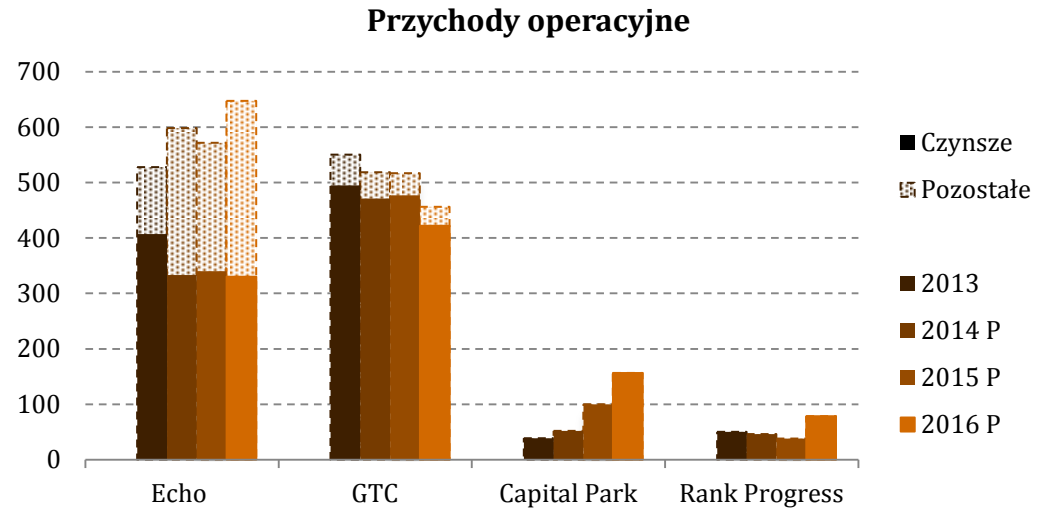
Generowanie gotówki

Z jednej strony przewidywalność wyników uzyskiwanych z czynszów jest istotna dla obligatariuszy, gdyż w znaczny sposób pozwala oszacować zdolność spółki do regulowania jej zobowiązań, z drugiej zaś dla deweloperów komercyjnych sprzedaż nieruchomości (bardzo okazjonalna) pozwala na generowanie gotówki, co ułatwia oraz uelastycznia spłatę zapadających zobowiązań.

Przewidywalność wyników

Pod względem stabilności wyników analizowana przez nas grupa spółek powinna zostać podzielona na dwie podgrupy: spółki dojrzałe i spółki rozwijające się. Do pierwszego segmentu zaliczyć należy Echo i GTC, czyli deweloperów ze znacznym portfolio, dzięki czemu wyniki operacyjne w kolejnych latach dają się przewidzieć ze znacznie większym prawdopodobieństwem oraz precyzją. Uwzględniając to

kryterium nieznacznie wyżej oceniamy GTC , motywując to faktem istotnego udziału sprzedaży mieszkań w strukturze przychodowej Echo, która nie jest w naszej ocenie tak przewidywalna jak uzyskiwane z wynajmu czynsze.



Źródło: Sprawozdania finansowe emitentów, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Na drugim biegunie znajdują się Capital Park i Rank Progress, które są obecnie w fazie znaczących inwestycji nie przekładających się na uzyskiwanie przepływów pieniężnych. Prowadzone inwestycje obciążone są większą niepewnością co do przyszłych wpływów, co zwiększa ryzyko dla obligatariuszy. Rank Progress w swojej strategii zakłada szybką rotację posiadanych i budowanych aktywów co pozytywnie ma wpływać na przepływy operacyjne, jednak zmniejsza stabilność oraz przewidywalność wyników.

Rotacja nieruchomości

W celu oceny rotacji aktywów inwestycyjnych przeanalizowaliśmy historię przeprowadzonych przez spółki od 2010 roku transakcji sprzedaży posiadanych aktywów inwestycyjnych.

GTC

Na przełomie ostatnich czterech lat spółka przeprowadziła 4 transakcje sprzedaży posiadanych aktywów (projekt Platinium Bussines Park traktujemy jako całość) na łączną kwotę (przypadającą GTC) blisko 2 mld PLN. Wartość wpływów ze sprzedaży w stosunku do obecnej wielkości aktywów inwestycyjnych wynosi 33%.

Capital Park

Pod względem sprzedaży nieruchomości Capital Park ma na swoim koncie najmniejszą liczbą przeprowadzonych transakcji, wskaźnik rotacji aktywów wynosi niecałe 14%, co jest najniższą wartością w grupie porównawczej. Ważny jest jednak niespotykany sposób w jaki spółka dokonała dezinwestycji, którym było wniesienie nieruchomości do zamkniętego funduszu inwestycyjnego i sprzedaż 85% certyfikatów tego funduszu, co pozwoliło spółce na zachowanie kontroli nad nieruchomościami. W naszej ocenie pozytywne wyniki generowane przez obecny fundusz pozwalają spółce na powtórzenie podobnego scenariusza lub modyfikację go i sprzedaż innego rodzaju aktywów w podobny sposób.

Echo Investment

W ostatnich czterech latach spółka zrealizowała 10 transakcji sprzedaży nieruchomości z segmentu centrów handlowych oraz biur. Łączna wartość sprzedanych aktywów wyniosła 1,4 mld PLN i stanowi 32% nieruchomości inwestycyjnych (stan na koniec 2013r.). Ponadto w latach 2010-2013 Spółka zrealizowała przychody z tytułu sprzedaży powierzchni mieszkaniowej w wysokości 289 mln PLN.

Rank Progress

W trakcie ostatnich 4 lat Spółka sprzedała 5 projektów o łącznej wartości 520 mln PLN, co stanowi 69% wartości nieruchomości inwestycyjnych spółki na koniec 2013r. Pozytywnym zjawiskiem, jest to, iż spółka dokonuje transakcji sprzedaży w okresie krótszym niż rok od momentu oddania inwestycji, co dobrze świadczy o efektywności sprzedaży.

Dezinwestycja	Data transakcji	Cena sprzedaży [mln PLN]	Data ukończenia inwestycji	Pow. Budynku [tys m2]	Rodzaj
GTC					
Topaz i Nefryt	2010	315	2006-2008	26	Biurowa
Galeria Mokotów (50% udziałów)	2011	555	2000	62	Handlowa
Platinium Busines Park I-IV	2012	571	2009-2011	44	Biurowa
Platinium Busines Park V	2013	141	2012	12	Biurowa
Galeria Kazimierz (50% udziałów)	2013	376	2005	36	Handlowa
Capital Park					
FIZAN (85%)	2013	181	-	15	Handlowa
Echo					
Avatar w Krakowie	2010	122	2010	11	Biurowa
Athina Park w Warszawie	2010	126	2005	12	Biurowa
CH w Bełchatowie	2011	44	2000	21	Handlowa
CH w Pabianicach	2011	105	2002	15	Handlowa
Park Postępu w Warszawie	2011	447	2009	34	Biurowa
CH Echo w Tarnowie	2013	94	2000	20	Handlowa
CH Echo w Radomiu	2013	98	2000	20	Handlowa
CH Echo w Piotrkowie Trybunalskim	2013	83	2000	17	Handlowa
Aquarius Business Park I	2013	181	2011	16	Biurowa
Aquarius Business Park II	2014	96	2013	9	Biurowa
Rank Progress					
Retail Park Twierdza, Kłodzko	2010	183	2009	35	Handlowa
Laroy Merlin, Kłodzko	2010	32	2010	b.d.	Handlowa
McDonalds, Kłodzko	2010	2	2010	b.d.	Handlowa
Galeria Twierdza, Zamość	2011	149	2011	32	Handlowa
Galeria Tęcza	2011	154	2011	34	Handlowa

Źródło: Sprawozdania finansowe emitentów

Podsumowanie

Poniższa tabela przedstawia naszą ocenę zdolności do generowania gotówki, uwzględniającą przewidywalność wyników oraz historię sprzedaży nieruchomości, którą w pewien sposób można zaimplementować do prognozowanej rotacji aktywów oraz przyznane obu czynnikom wagi.

Generowanie gotówki	Waga	Echo	GTC	Capital Park	Rank Progress
Przewidywalność wyników	60%	3	4	2	1
Rotacja nieruchomości	40%	3	2	1	4
Podsumowanie		**3**	**4**	**1**	**2**

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Elastyczność finansowa

Elastyczność finansowa jest dla obligatariuszy bardzo ważnym elementem, który w przypadku braku gotówki na spłatę obligacji przez spółkę decyduje o możliwości uzyskania dodatkowych środków. Im dłuższy okres do zapadalności obligacji tym trudniej przewidzieć sytuację finansową emitenta, dlatego ważne jest aby w przypadku problemów posiadał on możliwości uregulowania swoich zobowiązań z różnych źródeł (sprzedaży aktywów, kredytów, emisji akcji, obligacji, pożyczek właścicielskich lub innych).

Pod względem elastyczności analizowane spółki oceniliśmy w przedstawiony poniżej sposób:

Elastyczność finansowa	Echo	GTC	Capital Park	Rank Progress
	4	3	3	1

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

GTC

W naszej ocenie istotną informacją wpływającą na pozytywną ocenę spółki jest fakt, że GTC w okresie ostatnich kilku lat potrafiło poradzić sobie z problemami nadmiernego zadłużenia (na koniec 2011 roku wskaźnik ogólnego zadłużenia wynosił ok 70%, LTV kształtowało się na poziomie 60%) oraz płynnościowymi (rozwiązanymi przez emisję akcji oraz obligacji na częściowe zrolowanie i wykup zapadających obligacji).

Biorąc pod uwagę:

- znaczny portfel skomercjalizowanych inwestycji oraz gruntów i mieszkań na sprzedaż, dających możliwość wygenerowania dodatkowej gotówki
- wskaźnik rotacji aktywów
- rozłożone w czasie zadłużenie
- nowego właściciela większościowego, którym stał się amerykański fundusz Lone Star mogący dokapitalizować spółkę w kryzysowych sytuacjach
- pomyślną historię wychodzenia z problemowych sytuacji

pozytywnie oceniamy elastyczność finansową spółki.

Capital Park

Głównym akcjonariuszem spółki jest fundusz Patron Capital Partners, który posiada pod zarządzaniem aktywa o wartości ponad 10 mld PLN. Jego udział w akcjonariacie wynosi ok 74%, co w naszej ocenie daje pewnego rodzaju bufor bezpieczeństwa w problemowych sytuacjach. Wysoko oceniamy możliwości kredytowe spółki, które przewyższają obecne zapotrzebowanie na kapitał, uważamy również, że spółka ma możliwość kolejnych emisji obligacji oraz akcji.

Ambitny plan inwestycyjny, który będzie wymagał znaczących nakładów inwestycyjnych zmniejszy w pewnym stopniu elastyczność finansową spółki przez znaczny wzrost zadłużenia, lecz jego efektem będzie wzrost wartości i liczby gotowych inwestycji stanowiących portfolio mogące być upłynnione w sytuacjach większego zapotrzebowania na gotówkę.

Echo Investment

Echo Investment prowadząc konserwatywną politykę płynnościową utrzymuje wskaźniki zadłużenia na relatywnie niskim poziomie (wskaźnik ogólnego zadłużenia na koniec 2013r. wynosił 56%).

W naszej ocenie czynnikami wpływającymi na pozytywną ocenę elastyczności finansowej spółki są:

- dywersyfikacja produktowa portfela nieruchomości pozwalająca na elastyczne upłynnianie aktywów z różnych segmentów zaczynając od działek, poprzez mieszkania kończąc na inwestycjach biurowych i centrach handlowych
- rozłożone w czasie zadłużenie
- pozytywny sentyment rynkowy do spółki jako emitenta obligacji – oprocentowanie niezabezpieczonych obligacji wyemitowanych przez Echo jest znacząco niższe niż innych deweloperów. Ponadto spółka rozpoczęła publiczną emisję obligacji, co odzwierciedla jej pozytywne postrzeganie na rynku
- konserwatywna polityka inwestycyjna

Rank Progress

Spółka Rank Progress w pewnym sensie znajduje się pod presją sprzedaży, ponieważ od tego jak szybko uda się jej upłynnić ukończone inwestycje zależy kontynuacja programu inwestycyjnego, który jest finansowany gotówką generowaną ze sprzedaży nieruchomości oraz długiem. Z drugiej strony, mając na uwadze skuteczność spółki w zakresie komercjalizacji i szybkiej sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych, wierzymy iż Rank Progress będzie w stanie utrzymać płynność.

Struktura zadłużenia z udziałem zadłużenia krótkoterminowego na poziomie 43% na koniec 2013r. wskazuje na ryzyko płynnościowe. Spółka w 2014r. musi spłacić lub zrefinansować 216 mln PLN.

Zabezpieczenia

W ostatecznych przypadkach ogłoszenia upadłości, zabezpieczenie zwiększa szansę na odzyskanie przynajmniej w części zainwestowanego kapitału. Pod tym względem w grupie porównawczej wyróżniają się: Rank Progress, którego obie emisje są zabezpieczone oraz Capital Park, które zabezpiecza emisję serii A. W związku z tym, iż Capital Partk planuje częściowy wykup zabezpieczonej serii A oceniliśmy go niżej niż Rank Progress.

Zabezpieczenia	Echo	GTC	Capital Park	Rank Progress
	1	1	2	4

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Capital Park

Spółka posiada obecnie jedną zabezpieczoną serię obligacji na kwotę 100 mln PLN (po wcześniejszym wykupie wartość ta wynosić będzie 65 mln PLN), której przedmiotem zabezpieczenia jest prawo użytkowania wieczystego nieruchomości gruntowej położonej w Warszawie przy ul. Żelaznej 51/53. Na nieruchomości tej spółka planuje budowę budynku biurowo-handlowego Art Norblin. Hipoteka została ustanowiona do kwoty stanowiącej 150% wartości nominalnej. Zgodnie z raportem z wyceny nieruchomości sporządzonym przez rzeczoznawcę majątkowego jej wartość rynkowa na dzień 31 grudnia 2013 r. wyniosła ok 250 mln PLN.

Wyemitowana seria B na kwotę 35 mln PLN nie posiada zabezpieczenia. Zgodnie z przyjętym przez nas założeniem spółka na przełomie 2014/15 roku wyemituje kolejną niezabezpieczoną serię obligacji i dokona w całości wykupu serii A.

Rank Progress

Obydwie wyemitowane przez spółkę serie są zabezpieczone. Seria na kwotę 131,8 mln PLN została zabezpieczona hipotekami na 9 nieruchomościach na łączna kwotę 197,3 mln PLN. Seria E o wartości 18 mln PLN została zabezpieczona do kwoty 27 mln PLN na prawach własności nieruchomości gruntowych należących do jednostki współzależnej NCT Inwestycje Świętokrzyskie I Sp. z o.o. oraz poręczeniem udzielonym przez Pana Jana Mroczkę.

Echo i GTC

Żadna z obecnych serii obu spółek nie jest zabezpieczona.

Analiza Biznesowa – Podsumowanie

Uwzględniając przedstawione w powyższych podrozdziałach argumenty zsumowaliśmy naszą ocenę w poniższej tabeli. Ze względu na duże prawdopodobieństwo chęci lub konieczności refinansowania wyemitowanych przez analizowane spółki serii obligacji największą wagę przyporządkowaliśmy elastyczności finansowej. 20% udział w ocenie ryzyka biznesowego został przez nas nadany generowanej gotówce oraz zabezpieczeniom, które determinują wywiązanie się ze zobowiązań lub umożliwiają ewentualną odzyskiwalność zainwestowanego przez obligatariuszy kapitału.

Analiza biznesowa	Waga	Echo	GTC	Capital Park	Rank Progress
Dywersyfikacja przychodowa	10%	4	3	2	1
Generowanie gotówki	20%	3	4	1	2
Elastyczność finansowa	50%	4	3	2	1
Zabezpieczenia	20%	1	1	2	4
Ważona liczba punktów		**3,2**	**2,8**	**1,8**	**1,8**

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

W wybranej grupie porównawczej wyróżniają się spółki Echo i GTC, które z wyjątkiem kategorii dotyczącej zabezpieczeń były przez nas najlepiej ocenione. Na drugim biegunie znalazły się Capital Park i Rank Progress. Taka sama liczba punktów to w dużej mierze efekt wysokiej oceny jaką uzyskał Rank Progress za posiadanie zabezpieczonych obligacji.

Analiza finansowa

W poniższym paragrafie naszej ocenie poddane zostały wskaźniki finansowe charakteryzujące analizowane spółki. Na potrzeby analizy wybraliśmy 11 wskaźników dotyczących zadłużenia, rentowności i zdolności generowania gotówki. Wskaźnikom charakteryzującym zdolność generowania gotówki przyznaliśmy wagę 50%, ponieważ w naszej ocenie jest ona najistotniejsza z punktu widzenia obsługi zadłużenia. Wskaźnikom zadłużenia przyznaliśmy wagę 30% zaś wskaźnikom rentowności wagę 20%. Dodatkowo z racji spadającej w czasie przewidywalności wyników, największy wpływ na naszą ocenę mają prognozowane wskaźniki na 2014r. (40%) oraz 2015r. (35%) zaś mniejszą na 2016r. (25%).

Wskaźniki zadłużenia

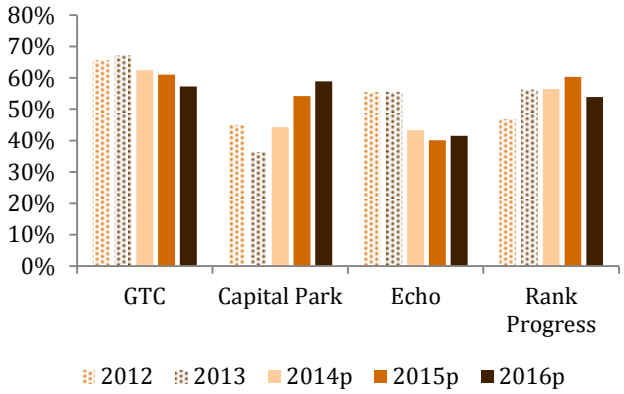
Rozważając poziom zadłużenia na koniec roku 2013r, najatrakcyjniej prezentuje się Echo natomiast najgorzej wypada GTC, które według naszych prognoz będzie utrzymywać wysoki wskaźnik zadłużenia. Echo Investment oraz GTC są spółkami dojrzałymi, o znacznej kapitalizacji rynkowej, posiadającymi bogate portfolio możliwych do upłynnienia nieruchomości. Przewidujemy, że w związku z tym przyszłe inwestycje będą finansowane nie tylko długiem, ale również gotówką generowaną ze sprzedaży nieruchomości. Pozytywne przepływy gotówkowe z działalności operacyjnej oraz planowane dezinwestycje, w tym sprzedaż wrocławskiego biurowca Aquarius oraz Pasażu Grunwaldzkiego w 2014r. powinny przełożyć wzrost pozycji gotówkowej i redukcję zadłużenia w Echo Investment. Zakładamy w związku z tym, iż zapotrzebowanie na finansowanie inwestycji długiem w przypadku Echa będzie mniejsze niż w przypadku pozostałych spółek. Ta tendencja powinna być również widoczna w poprawie wskaźników zadłużenia w horyzoncie najbliższych 3 lat.

GTC ma aktualnie wysokie wskaźniki zadłużenia, które wynikają z wysokich inwestycji ponoszonych przez spółkę w poprzednich latach. Oczekujemy, że ulegną one poprawie w 2014-2016P dzięki: (i) stabilnym przepływom finansowym z działalności operacyjnej; (ii) gotówce wygenerowanej ze sprzedaży Galerii Jurajskiej planowanej na 2016r.; (iii) niższych nakładom inwestycyjnym.

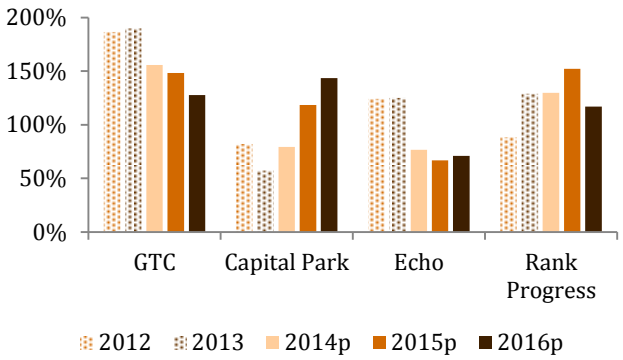
Capital Park oraz Rank Progress – spółki mniejsze oraz będące we wcześniejszej fazie rozwoju niż Echo i GTC, mają niższe aktywa oraz mniejsze portfolio nieruchomości na sprzedaż. Jednocześnie obydwie spółki planują szerokie programy

inwestycyjne, które w dużej mierze będą finansowane długiem, co według nas powinno się przełożyć na wzrost zadłużenia, a przez to również na wzrost wskaźników zadłużenia.

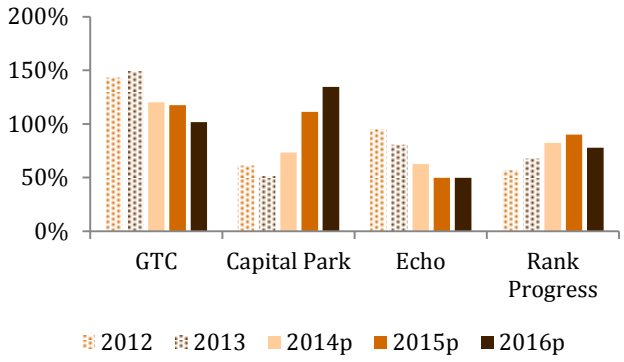
Wskaźnik ogólnego zadłużenia



Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego



Wskaźnik zadłużenia długoterminowego



Źródło: Sprawozdania finansowe emitentów, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Rentowność

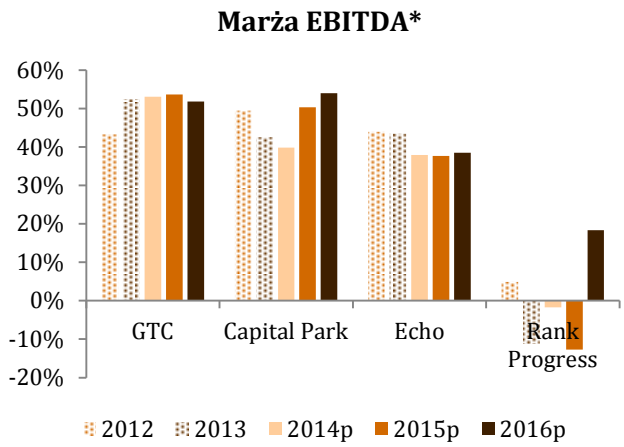
Oceniając wskaźniki rentowności braliśmy pod uwagę wyniki skorygowane o wartość przeszacowań nieruchomości inwestycyjnych, naszą intencją jest analiza powtarzalnych wyników, które można określić z wysokim prawdopodobieństwem. Dlatego też prognozowane wskaźniki rentowności są uzależnione w dużej mierze od modelu biznesowego.

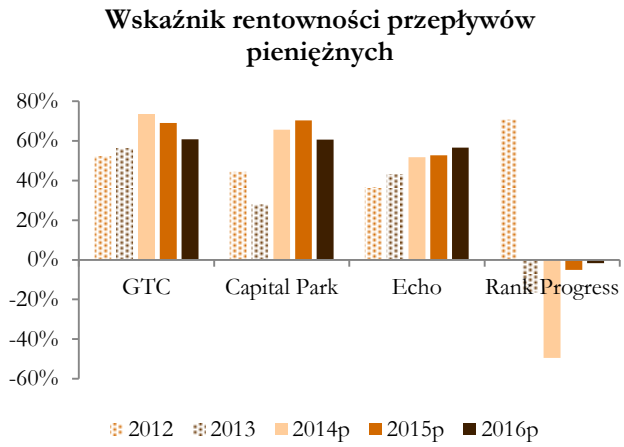
W grupie porównawczej czterech spółek pod kątem rentowności operacyjnej najlepiej prezentuje się GTC oraz Capital Park. Obydwie spółki posiadają portfolio nieruchomości z segmentu biur i centrów handlowych w atrakcyjnych lokalizacjach, które pozwalają na utrzymanie wysokich marż. Przewidujemy, iż w latach 2014-16 Echo Investment odnotuje spadek marży EBITDA ze względu na wzrost udziału przychodów ze sprzedaży mieszkań w przychodach ogółem, które generują niższe marże niż segment biurowy i centrów handlowych.

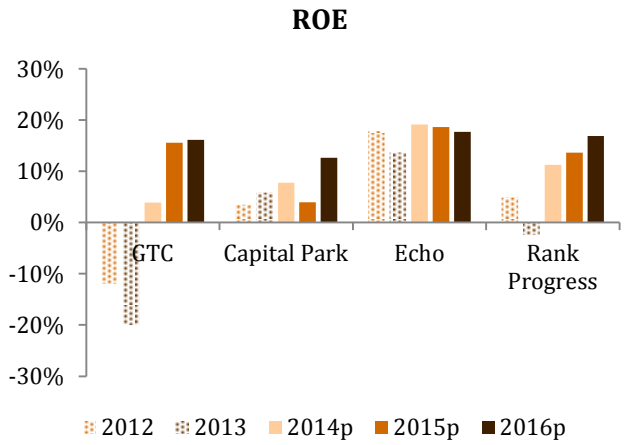
Natomiast pod względem oczekiwanych wskaźników ROE i ROA Echo powinno uplasować się najwyżej w grupie porównawczej. W związku z oddaniem do

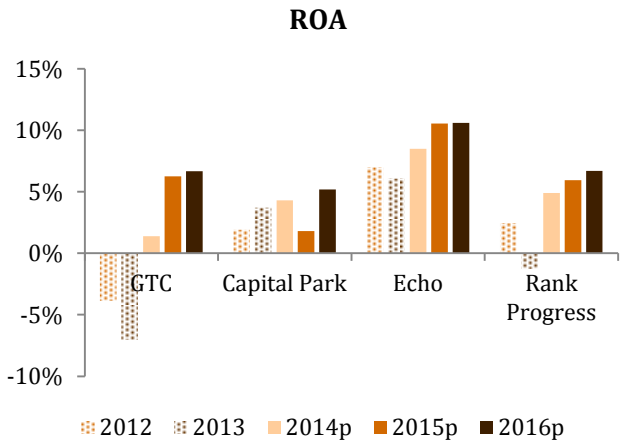
użytkowania nowych obiektów Echo będzie dokonywać dużych przeszacowań, wpływających pozytywnie na zysk netto.

W porównaniu najsłabiej wypada Rank Progress, który w 2015r. w wyniku licznych dezinwestycji będzie utrzymywać mniej obiektów przynoszących przychody z najmu. Podkreślamy, iż dezinwestycje z jednej strony powodują niższą rentowność na poziomie operacyjnym, ale z drugiej strony wpływają pozytywnie na przepływy gotówkowe z działalności inwestycyjnej.









**EBITDA znormalizowana*

Źródło: Sprawozdania finansowe emitentów, Szacunki NWAI Dom Maklerski

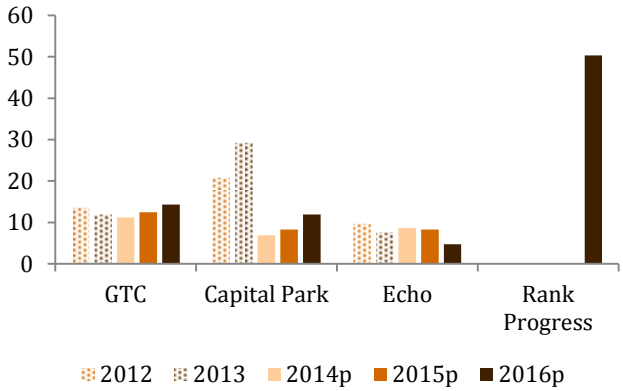
Generowanie gotówki

Z punktu widzenia oceny zdolności obsługi zobowiązań z tytułu zadłużenia oraz finansowania nakładów inwestycyjnych wskaźniki charakteryzujące zdolność generowania gotówki są kluczowe. Dlatego też w analizie finansowej nadaliśmy im wagę 50%.

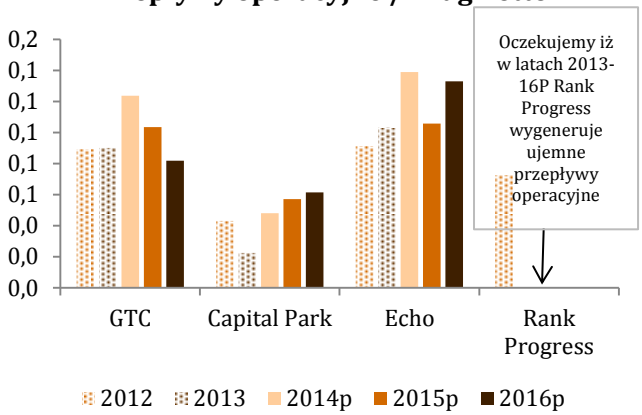
Biorąc pod uwagę zdolność generowania gotówki najwyżej oceniamy Echo i GTC. Są to spółki, które utrzymują znaczący portfel nieruchomości przynoszących stabilne przychody z najmu.

Szacujemy, że spółki GTC, Echo Investment oraz Capital Park z bieżącej działalności generują przepływy pokrywające 5-10% zadłużenia netto. Prognozujemy, że Rank Progress jako jedyna z grupy porównawczej będzie generować ujemny wynik operacyjny skorygowany o zysk z przeszacowań nieruchomości inwestycyjnych.

Dług netto/EBITDA*



Przepływy operacyjne / Dług netto

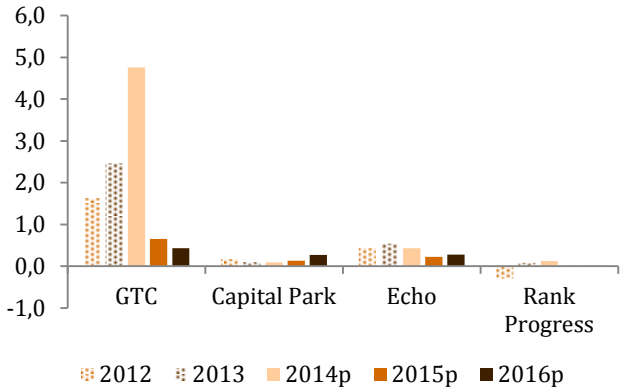


**EBITDA znormalizowana*

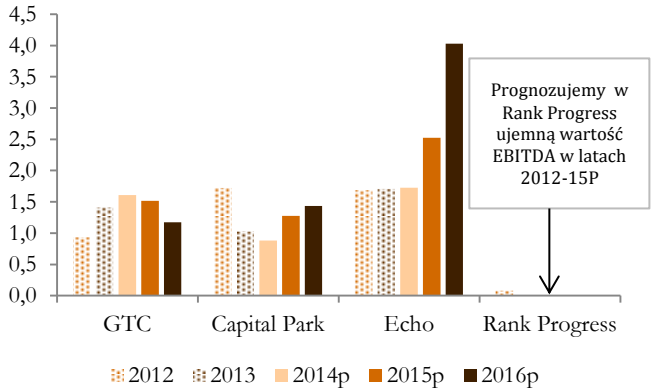
Źródło: Sprawozdania finansowe emitentów, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Pod kątem prognozowanego wskaźnika pokrycia inwestycji gotówką wygenerowaną z przepływów operacyjnych najlepiej wypada GTC, które generuje stabilne przepływy operacyjne przy spadających nakładach inwestycyjnych. Podkreślamy, że w 2014r. GTC planuje inwestycje na relatywnie niskim poziomie, co powinno przełożyć się na wskaźnik pokrycia CAPEX-u przepływami operacyjnymi na poziomie 4,8x. Przewidujemy, iż Rank Progress generując ujemne przepływy z działalności operacyjnej, nie będzie w stanie pokryć z tego źródła potrzeb inwestycyjnych. Mało korzystnie wypada Capital Park, który prowadzi tak intensywny program inwestycyjny, iż w latach 2014-16 przepływy operacyjne będą w stanie pokrywać roczny CAPEX w 10%. Echo Investment podobnie do Capital Park ma w planach zwiększenie nakładów inwestycyjnych, co w latach 2014-16 powinno się przełożyć na pokrycie CAPEXu przepływami operacyjnymi w okolicach 20-50%.

Przepływy operacyjne / CAPEX



EBITDA/ odsetki



Źródło: Sprawozdania finansowe emitentów, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Analiza finansowa - podsumowanie

Wyniki podsumowujące analizę wybranych przez nas wskaźników finansowych zostały zaprezentowane w tabeli poniżej. Punktację przyznaliśmy porównując pomiędzy sobą poszczególne spółki pod kątem 11 wskaźników. Na podstawie naszej analizy najlepszy wynik osiągnęła spółka Echo Investment (4pkt.), następnie GTC (2,4 pkt.), Capital Park (2,3 pkt.) i Rank Progress (1,3 pkt.).

Analiza finansowa	Waga	Echo	GTC	Capital Park	Rank Progress
Zadłużenie	30%	4	1	3	2
Rentowność	20%	3	4	2	1
Generowanie gotówki	50%	4	3	2	1
Ważona liczba punktów		**3,8**	**2,6**	**2,3**	**1,3**

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Pod kątem wskaźników zadłużenia najatrakcyjniej prezentuje się Echo Investment, najsłabiej GTC. W aspekcie wskaźników rentowności najwyżej plasuje się GTC natomiast najniżej Rank Progress. Wskaźniki generowania gotówki, którym przyznaliśmy największa wagę wskazują, iż najlepszą spółką pod kątem płynnościowym jest Echo Investment natomiast największym ryzykiem płynnościowym jest obarczone Rank Progress.

Analiza finansowa	2014p	2015p	2016p	Średnia ważona	Punktacja
Wagi	40%	35%	25%		
Zadłużenie					
GTC	3	4	6	**4,1**	**1**
Capital Park	11	8	3	**8,0**	**3**
Echo	10	12	12	**11,2**	**4**
Rank Progress	6	6	9	**6,8**	**2**
Rentowność					
GTC	10	13	12	**11,55**	**4**
Capital Park	10	9	10	**9,7**	**2**
Echo	12	12	10	**11,5**	**3**
Rank Progress	8	6	8	**7,3**	**1**
Generacja gotówki					
GTC	12	12	11	**11,8**	**3**
Capital Park	9	10	10	**9,6**	**2**
Echo	14	14	15	**14,3**	**4**
Rank Progress	5	4	4	**4,4**	**1**

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Wskaźnik Altman-EM Score

Drugą z zaprezentowanych metod wyceny jest wskaźnik Altmana stworzony na potrzeby oceny przedsiębiorstw działających na rynkach wschodzących.

Wskaźnik Altman-EM Score	Echo	GTC	Capital Park	Rank Progress
2013	5,12	2,91	6,21	3,25
2014P	6,31	3,98	5,29	3,06
2015P	5,97	4,50	4,68	2,78
2016P	5,56	4,71	4,32	3,29
Średnia 2014-2016	**5,95**	**4,40**	**4,76**	**3,04**

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Z przedstawionych poniżej prognoz widać, że na najwyższym poziomie wskaźnik utrzymuje się w spółce Echo. W spółce Capital Park wskaźnik Altmana na kolejne 3 lata ma średnią wartość 4,76 co jest rezultatem o ok. 0,4 wyższym od GTC (wynikającym z założonych przeszacowań nowych projektów w spółce Capital Park). Najniższą wartość wskaźnika notuje Rank Progress. Wartości uwzględniane podczas wyliczania wskaźnika Altmana zawierają niegotówkowe zyski uwzględniające znaczne wartości z przeszacowania oraz sprzedaży inwestycji.

Echo Investment

Wskaźnik Altman-EM Score	Mnożnik	2013	2014P	2015P	2016P
Kapitał obrotowy/aktywa	6,56	0,32	0,75	0,29	0,05
Zyski zatrzymane/aktywa	3,26	0,17	0,25	0,26	0,24
Zysk operacyjny/aktywa	6,72	0,54	0,77	0,76	0,72
Kapitał własny/wartość zadłużenia	1,05	0,84	1,28	1,41	1,30
EM-Score		**5,12**	**6,31**	**5,97**	**5,56**

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Rank Progress

Wskaźnik Altman-EM Score	Mnożnik	2013	2014P	2015P	2016P
Kapitał obrotowy/aktywa	6,56	-0,87	-1,49	-1,68	-1,55
Zyski zatrzymane/aktywa	3,26	-0,04	0,14	0,16	0,22
Zysk operacyjny/aktywa	6,72	0,09	0,35	0,36	0,47
Kapitał własny/wartość zadłużenia	1,05	0,82	0,81	0,69	0,90
EM-Score		**3,25**	**3,06**	**2,78**	**3,29**

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Capital Park

Wskaźnik Altman-EM Score	Mnożnik	2013	2014P	2015P	2016P
Kapitał obrotowy/aktywa	6,56	0,91	0,26	0,05	-0,01
Zyski zatrzymane/aktywa	3,26	0,05	0,10	0,11	0,05
Zysk operacyjny/aktywa	6,72	0,17	0,36	0,39	0,30
Kapitał własny/wartość zadłużenia	1,05	1,84	1,32	0,89	0,73
EM-Score		**6,21**	**5,29**	**4,68**	**4,32**

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

GTC

Wskaźnik Altman-EM Score	Mnożnik	2013	2014P	2015P	2016P
Kapitał obrotowy/aktywa	6,56	-0,14	-0,25	-0,27	-0,27
Zyski zatrzymane/aktywa	3,26	-0,28	0,04	0,18	0,21
Zysk operacyjny/aktywa	6,72	-0,47	0,26	0,61	0,69
Kapitał własny/wartość zadłużenia	1,05	0,55	0,68	0,72	0,83
EM-Score		**2,91**	**3,98**	**4,50**	**4,71**

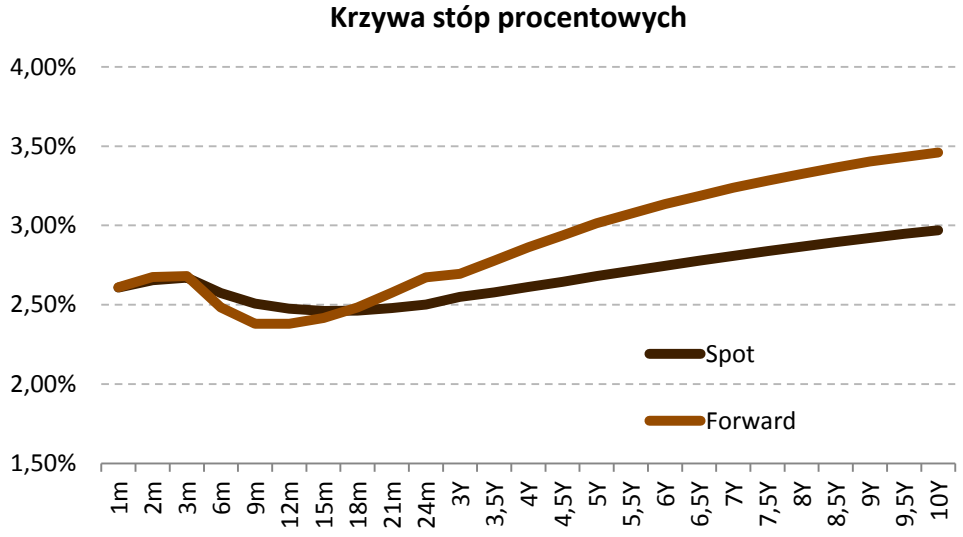
Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Krzywa stóp procentowych

Według szacunków ekonomistów w lipcu i sierpniu inflacja spadnie poniżej zera, co wynika z efektu wysokiej bazy związanego m.in. z ubiegłoroczną podwyżką opłat za wywóz śmieci. Obserwowany zapewne będzie również dalszy spadek cen żywności oraz możliwa jest sytuacja tańszych niż ubiegłoroczne ceny paliw.

Po letniej deflacji ekonomiści spodziewają się wzrostu inflacji chociaż jej dynamika będzie nieznaczna, ze względu na brak presji inflacyjnej na rynku surowców oraz w krajach strefy euro.

Do tej pory NBP podtrzymywał zdanie, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione co najmniej do końca trzeciego kwartału. Opinie tą potwierdzają również wypowiedzi poszczególnych członków RPP. W wywiadzie dla PAP Adam Glapiński, członek RPP, powiedział, że stopy procentowe NBP powinny zostać ustabilizowane na obecnych poziomach do końca tego roku. W jego opinii na początku przyszłego roku można rozważyć obniżkę stóp. Członkini RPP Elżbieta Chojna-Duch nie wyklucza w lipcu wniosku o obniżkę stóp, ale jej zdaniem szanse przegłosowania są niewielkie. Po decyzji EBC prawdopodobieństwo obniżek stóp zwiększyło się. Zaznaczyła, że zakres i głębokość wiedzy RPP będą większe we wrześniu.



Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Jak widać na powyższym wykresie inwestorzy oczekują, że Rada Polityki Pieniężnej nieznacznie obniży stopy procentowe w 3 lub 4 kwartale tego roku, po czym nastąpić ma stabilizacja kosztu kredytu. Jego wzrost oczekiwany jest w 2016 r.

Capital Park

Aktualności

Capital Park jest obecnie w trakcie intensywnego procesu inwestycyjnego związanego z budową centrów biurowo-handlowych, jak również poszerzania portfela nieruchomości typu high-street. Wśród ostatnich, istotnych wydarzeń mających miejsce w spółce wymienić należy:

- Uruchomienie kredytu na budowę Royal Wilanów

  30 czerwca 2014 r. spółka uruchomiła kredyt inwestycyjny w banku PKO BP S.A., który podpisany została już w 2012 r. na kwotę ok. 61,1 mln EUR oraz 20 mln PLN w celu finansowania inwestycji Royal Wilanów oraz wszelkich związanych z tym dodatkowych wydatków.

- Emisja obligacji serii B

  W czerwcu 2014 r. spółka pozyskała 35 mln PLN z emisji 3-letnich niezabezpieczonych obligacji serii B o oprocentowaniu WIBOR 6M + 5,5%. Środki pozyskane z emisji obligacji spółka przeznaczy na zrefinansowanie części obligacji serii A, których termin wykupu przypada na 9 lipca 2015 r. w drodze przedterminowego wykupu.

- Nowe projekty high-street w Olsztynie i w Warszawie

  W maju 2014 r. spółka sfinalizowała zakup dwóch projektów typu high-street. W Olsztynie lokal o powierzchni 300,64 mkw. został kupiony z obowiązującą 5-letnią umową najmu z mBankiem. Druga inwestycja to dwupoziomowy lokal o łącznej powierzchni 385,8 mkw., którego komercjalizacja jest finalizowana z jedną z sieci drogerii.

- Debiut Capital Park na GPW

  W grudniu 2013 r. spółka zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych pozyskując z emisji akcji 136 mln PLN.

Strategia

Spółka w najbliższych latach ma zamiar dokończyć obecnie prowadzone i zaplanowane inwestycje biurowo handlowe oraz równocześnie jak i w późniejszych okresach chce skupić się na nabywaniu nieruchomości komercyjnych typu high-street i zwiększaniu ich wartości.

Inwestycje

Znacząca liczba prowadzonych i planowanych w najbliższych latach inwestycji ma pozwolić spółce na istotny wzrost wartości aktywów oraz wyników operacyjnych. Obecny plan inwestycyjny spółki na najbliższe 4 lata zakłada nakłady finansowe (z środków własnych oraz kredytów) na poziomie 1,5 mld PLN.

Portfel inwestycyjny spółki składa się z trzech dużych projektów (Eurocentrum faza I i II, Art Norblin, Royal Wilanów) oraz kilku mniejszych przedsięwzięć. W najbardziej zaawansowanej fazie znajdują się budynki biurowe Beta i Gamma Eurocentrum, które w czerwcu zostały oddane do użytkowania. Do tej pory

skomercjalizowano ponad 50% powierzchni zaś do końca roku spółka oczekuje, że poziom ten sięgnie 80%. Przesunięciu ulegnie natomiast II faza inwestycji w związku z pozyskaniem z emisji akcji mniejszych niż planowano środków. Pierwotny termin oddania budynku Gamma określony był na 2Q 2016, w naszej ocenie oddanie nastąpi w 4Q 2016 r.

Planowane i realizowane inwestycje

Inwestycja	**Segment**	**Zakładane zakończenie (pierwotnie planowane)**	**PUM (tyś. m²)**	**Łączne nakłady inwestycyjne***	**Wycena Emmerson po zakończeniu inwestycji****
Street mall vis a vis Łódź	Handel	4Q 2014	5,6	23	48
Eurocentrum – Beta, Gamma	Biura	2Q 2014	42,3	305	489
Eurocentrum – Delta	Biura	4Q 2016 (2Q 2016)	27,2	140	310
Art. Norblin	B+H	3Q 2017	64,2	606	1015
Royal Wilanów	B+H	3Q2015 (2Q 2015)	36,7	275	455
Neptun House	B+H	1Q 2016	7,8	51	75
Piano House	Biura	3Q 2015	5,4	37	51

**z wyłączeniem kosztów nabyć, kosztów zarządu oraz kosztów finansowanai, **sporządzona na 31.12.2012; ***przy założeniu rozpoczęciu inwestycji na przełomie 2014/2015 r.*

Źródło: Dane emitent, Założenia NWAI Dom Maklerski

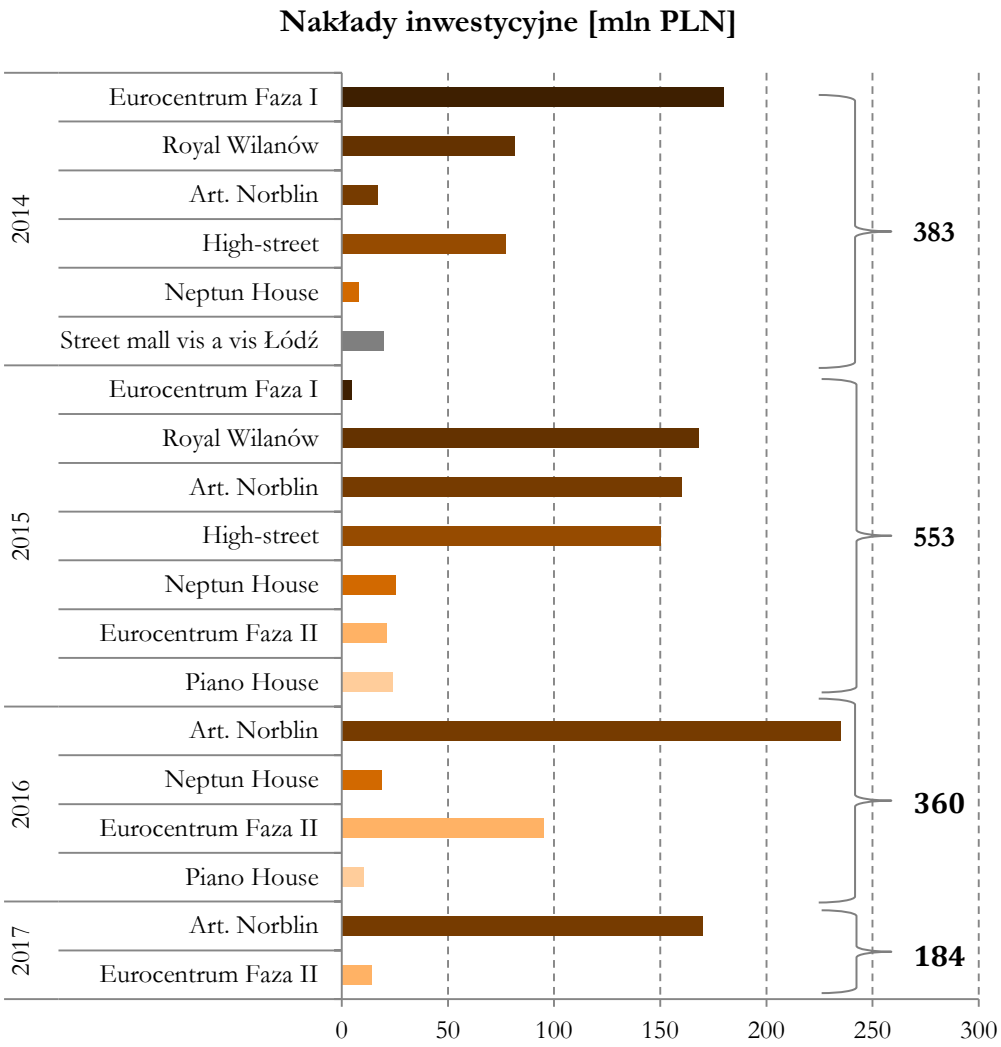
W przypadku Royal Wilanów, stopień komercjalizacji powierzchni handlowej sięga 74 proc., a kluczowe warunki najmu uzgodniono na kolejne 10 proc.; z kolei w przypadku powierzchni biurowej skomercjalizowano 32 proc. i uzgodniono kluczowe warunki najmu kolejnych 35 proc. Oddanie budynku do użytku zaplanowano na sierpień 2015 r.

Jeśli chodzi o ostatni z dużych projektów Art Norblin, to spółka otrzymała pozwolenie na budowę, zostało ono jednak oprotestowane i obecnie toczy się w tej sprawie postępowanie u wojewody.

Nakłady Inwestycyjne

Capital Park planuje kontynuować politykę zakupów nieruchomości typu high-street. Szacujemy, że na ten cel spółka może wydać w najbliższych dwóch latach ok 230 mln PLN z czego od 50-60 mln PLN ma pochodzić ze środków własnych. Po zakupie oraz podniesieniu wartości aktywów spółka zapewne utworzy nowy fundusz do którego wniesie posiadane aktywa typu high-street.

Spółka rozważa również uruchomienie funduszu inwestycyjnego zamkniętego aktywów biurowych.



Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Obligacje

Capital Park wyemitował w lipcu 2012 roku trzyletnie obligacje o zmiennym oprocentowaniu WIBOR6M + 5% o wartości 100 mln PLN. Emisja jest zabezpieczona hipoteką, której przedmiotem jest prawo użytkowania wieczystego nieruchomości gruntowej położonej w Warszawie przy ul. Żelaznej 51/53. Na nieruchomości tej spółka planuje budowę budynku biurowo-handlowego Art Norblin. Hipoteka została ustanowiona do kwoty stanowiącej 150% wartości nominalnej. Zgodnie z raportem z wyceny nieruchomości sporządzonym przez rzeczoznawcę majątkowego jej wartość rynkowa na dzień 31 grudnia 2013 r. wyniosła ok. 250 mln PLN.

W czerwcu bieżącego roku spółka wyemitowała obligacje serii B o łącznej wartości 35 mln PLN, których marża ustalona została na poziomie WIBOR6M + 5,5% zaś termin zapadalności na 3 lata. Środki pozyskane z emisji obligacji spółka przeznaczy na zrefinansowanie części obligacji serii A.

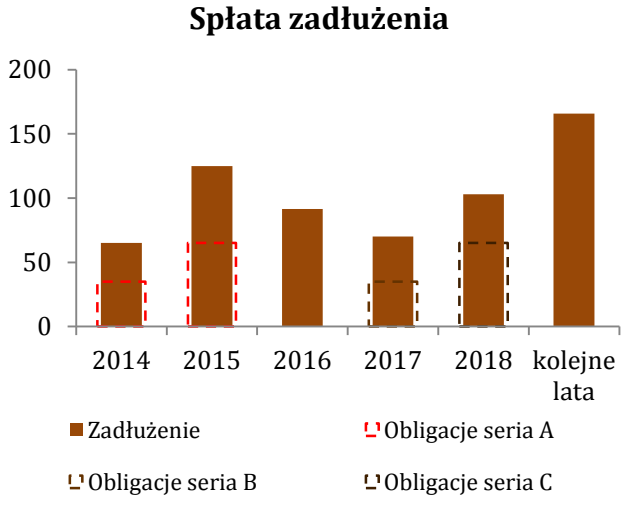
Przeprowadzoną emisję oceniamy jako niezbyt udaną dla spółki zarówno pod katem prognozowanej kwoty jak i uzyskanego oprocentowania (opinia oparta na zaprezentowanych we wcześniejszych działach porównaniach).

Zgodnie z planami spółki kolejną transzę Capital Park planuje wyemitować w IV kwartale, tak aby wykup całej serii A nastąpił w piątym okresie odsetkowym (9 stycznia 2015 r.).

Jego przeprowadzenie w istotny bowiem sposób determinuje termin zakończenia inwestycji w Art Norblin. Planowany termin zakończenia budowy to 3Q 2017, co wymaga rozpoczęcia prac w IQ 2015 r. Oczywiście spółka może rozpocząć inwestycję w tym terminie ze środków własnych, które mają wynieść jeszcze ok 70 mln PLN z pozostałej do zakończenia inwestycji kwoty 582 mln PLN (pozostała część pochodzić będzie z kredytów). Jednak taki scenariusz jest mało prawdopodobny i nie spodziewamy się by Capital Park rozpoczęło inwestycję nie mając zwolnionej hipoteki oraz zapewnionego finansowania bankowego (które w przypadku tak znacznej kwoty będzie zapewne wymagało konsorcjum banków) na sprawne dokończenie projektu.

Zadłużenie

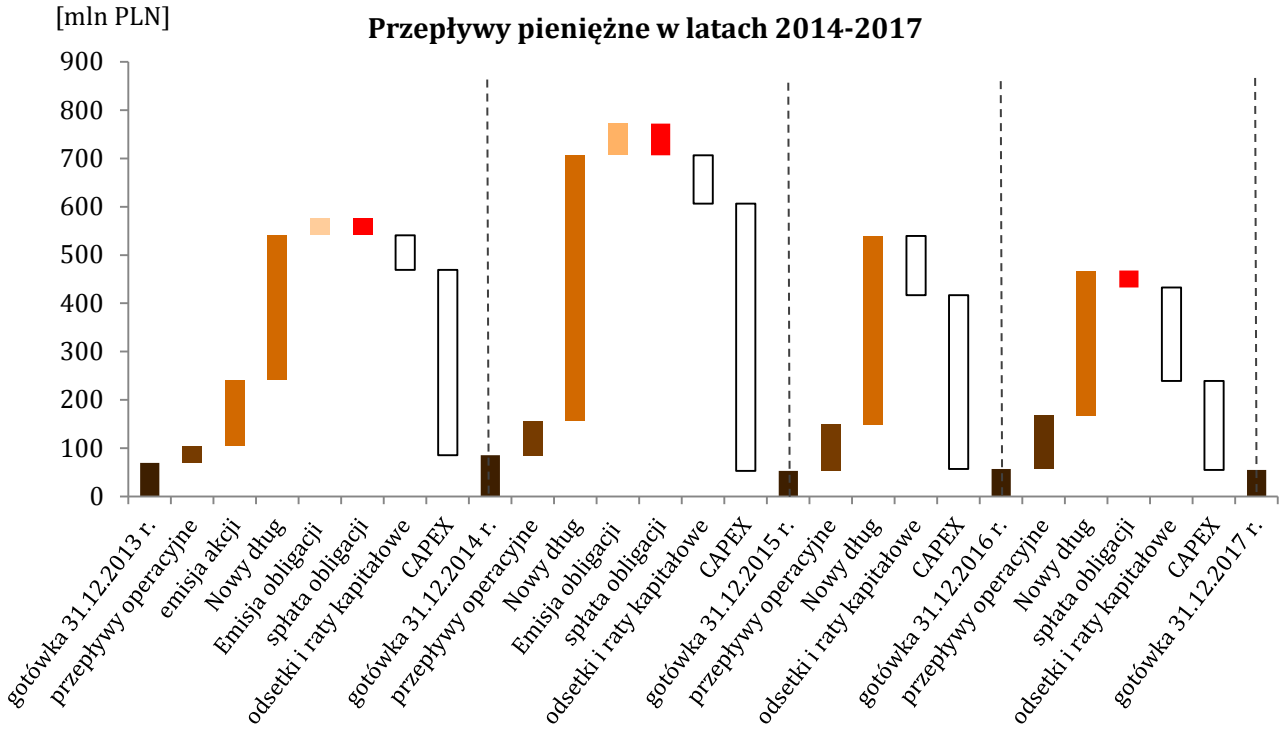
Na koniec 2013 roku Capital Park posiadał zadłużenie finansowe na poziomie 552 mln PLN. Uwzględniając środki z emisji akcji dług netto wynosił 346 mln PLN.



Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Istotna większość z kredytów to kredyty budowlane i inwestycyjne w ramach wyodrębnionych spółek celowych zaciągnięte na zasadach finansowania projektowego. Na poziomie holdingu zaciągnięty został jeden kredyt na cele statutowe o wartości 10 mln EUR. Wśród umów leasingowych największa (106 mln PLN) dotyczy leasingu 39 nieruchomości handlowych i podpisana została na okres 10 lat.

Wartość zapadających (na 31.12.2013) w przeciągu najbliższych 5 lat kredytów wynosi ok 185 mln PLN i jest w znaczącym stopniu rozłożona w czasie. W tym roku spółka zrolowała 35 mln PLN obligacji serii A, poprzez emisję serii B. Podobny scenariusz przewidujemy dla pozostałej części serii A.



Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Prognozowane przepływy pieniężne ukazują istotne nakłady inwestycyjne które będą ponoszone w kolejnych latach oraz ich wpływ na rosnące z roku na rok przepływy z działalności operacyjnej.

Przyjęte założenia

Przychody

Poniżej przedstawiamy przyjęte przez nas założenia dotyczące średniej stawki czynszu dla poszczególnych inwestycji oraz średniego poziomu powierzchni wynajętej.

	Średnia stawka czynszu EUR/m kw./ miesiąc				Średni poziom najmu			
Projekty	**2013**	**2014P**	**2015P**	**2016P**	**2013**	**2014P**	**2015P**	**2016P**
Handlowe								
FIZ	21,0	20,7	20,5	20,5	92%	93%	94%	95%
Street mall vis a vis Radom	13,5	13,6	13,8	13,9	84%	92%	94%	95%
Street mall vis a vis Łódź	-	-	15,0	15,2	-	-	90%	95%
Biurowe								
Racławicka Point	21,0	20,7	20,5	20,5	100%	100%	100%	100%
Eurocentrum - Alfa	14,0	13,8	13,6	13,6	75%	83%	82%	82%
Eurocentrum – Beta, Gamma	-	15,5	15,5	15,5	-	55%	80%	88%
Piano House	-	-	12,0	12,0	-	-	50%	70%
Wielofunkcyjne								
Sobieskiego 104	17,0	17,2	17,3	17,5	45%	98%	98%	98%
Royal Wilanów	-	-	17,0	17,0	-	-	85%	90%
Neptun House	-	-	-	14,0	-	-	-	55%

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Handlowe

Posiadane przez spółkę powierzchnie handlowe to w większości projekty typu high-street wydzielone do zamkniętego funduszu inwestycyjnego zarządzanego przez Capital Park. Uwzględniając średnioważony czas najmu wynoszący ok. 4 lata oraz rodzaj umów z najemcami w naszych prognozach przyjmujemy inflacyjny wzrost czynszów w segmencie handlowym. Bazując na opinii Jones Lang LaSalle o potencjale wzrostowym jakim charakteryzuje się sektor handlu przy głównych ulicach miast przyjęliśmy nieznaczny spadek powierzchni niewynajętej w kolejnych latach do poziomu 5% zarówno w przypadku nieruchomości zgromadzonych w funduszu jak i w Street Mall vis a vis Radom. Pod koniec tego roku spółka planuje oddanie inwestycji Vis a Vis Łódź, gdzie zakładany przez nas poziom obłożenia w pierwszym roku wynosi 70%.

Zgodnie z planem inwestycyjnym spółki zakładamy zakupy nowych nieruchomości za ok 230 mln PLN. Przyjęliśmy, że nieruchomości będą kupowane przy średniej stopie kapitalizacji 11%.

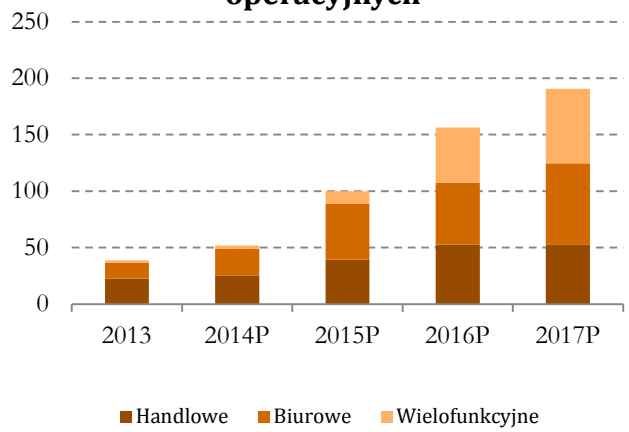
Biurowe

W 2013 roku wysoka podaż nieruchomości biurowych pomimo znacznego poziomu absorpcji netto (ponad 150 tyś m2) wpłynęła na wzrost powierzchni niewynajętej do 11,7%.Według raportu Savills przełożyło się to na spadek czynszów bazowych w biurowcach znajdujących się w centrum Warszawy, który uległ deprecjacji w ujęciu rocznym o około 14%, zaś poza centrum spadek ten wyniósł 6%. W prognozach zakładamy utrzymanie tendencji spadku czynszów i powierzchni wynajętej do 2015 r. Po czym przyjęliśmy stabilizację tych wartości.

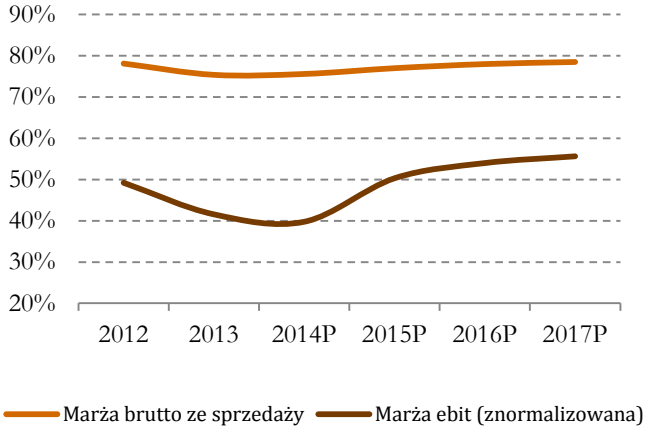
Wielofunkcyjne

Projekty wielofunkcyjne spółki Capital Park są połączeniem powierzchni biurowej i handlowej, z czego powierzchnia handlowa stanowi od 20-40% całości kompleksu. W prognozach zakładamy inflacyjne wzrosty cen w tym segmencie. Dla nowych projektów (Art Norblin oraz Royal Wilanów) przyjmujemy pełną komercjalizację (do poziomu 95%) w przeciągu 3 – 4 lat od daty zakończenia projektu.

Prognoza przychodów operacyjnych



Prognoza marżowości



Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Koszty

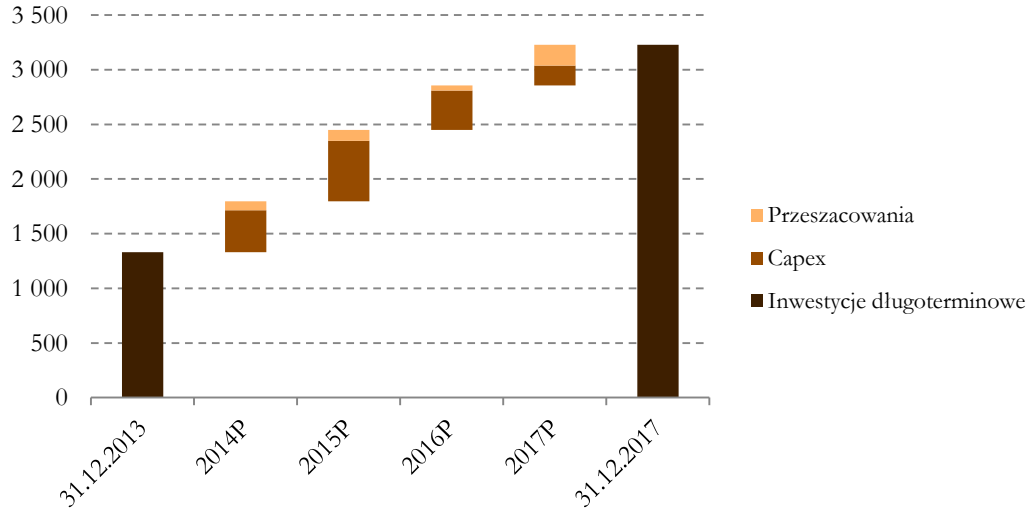
Wykazywane przez Capital Park koszty bezpośrednio związane z nieruchomościami, które determinują marże brutto związane są przede wszystkim z podatkami od nieruchomości, mediami, ochroną, usługami sprzątania oraz w przypadku niektórych nieruchomości kosztami związanymi z użytkowaniem wieczystym. Zwiększający się udział nowych inwestycji w których najemcy ponoszą większą cześć opłat wpływa na prognozowany przez nas wzrost marży brutto.

Pozostałe koszty, które związane są z działalnością operacyjną spółki to głównie koszty funkcjonowania spółek celowych (księgowość, opłaty bankowe, czynsz za siedzibę biura), koszty zarządu oraz remontów. Po włączeniu części nieruchomości do funduszu Capital Park prowadzi proces scalania spółek celowych, co przełoży się na redukcję kosztów w tym zakresie. Przyjmujemy inflacyjny wzrost kosztów zarządu, oprócz roku 2014 gdzie koszty te powiększone zostały o wycenę programu motywacyjnego w wysokości ok 1,7 mln PLN. W związku z dużą ilością nowych projektów nie zakładamy istotnego zwiększenia kosztów remontów w najbliższych latach. Oczekujemy ich pojawienia się po 3 latach od ukończenia nieruchomości.

Przeszacowania

W naszych prognozach nie zakładamy zmiany wartości gotowych projektów, przeszacowania zaś stosujemy jedynie do inwestycji realizowanych. Przyjęliśmy datę oddania inwestycji jako moment wystąpienia przeszacowania. Wartości projektów po zakończeniu przyjęte zostały na podstawie przedstawionej w prospekcie emisyjnym wyceny firmy Emmerson oraz pomniejszone o poniesione nakłady inwestycyjne (zwiększające wartość inwestycji w trakcie jej trwania) i aktualną wycenę w aktywach. Inwestycje w projekty high-street zostały przez nas uwzględnione w koszcie nabycia bez przeszacowań w późniejszych okresach.

Wpływ działalności inwestycyjnej na wycenę aktywów



Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Prognozy danych finansowych

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
Przychody netto ze sprzedaży	38,8	52,7	100,3	164,4	193,4
Koszty wytworzenia	9,6	12,8	23,1	36,2	41,6
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	4,6	6,4	4,7	4,8	4,8
Zysk (strata) na sprzedaży	24,7	33,5	72,5	123,4	147,0
Przeszacowania	24,3	83,2	98,6	46,2	190,4
EBITDA	**40,8**	**104,2**	**149,1**	**135,3**	**298,1**
EBITDA znormalizowana	**16,5**	**21,0**	**50,5**	**89,1**	**107,7**
EBIT	**40,4**	**104,1**	**149,0**	**135,2**	**298,0**
saldo finansowe	-12,3	-21,7	-37,3	-58,2	-90,1
zysk przed opodatkowaniem	28,1	82,5	111,7	77,0	207,9
podatek dochodowy	2,5	21,6	27,3	27,6	52,4
zysk netto	**25,6**	**60,9**	**84,4**	**49,4**	**155,4**

Źródło: Prognozy NWAI Dom Maklersi

Bilans (mln PLN)

	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
aktywa trwałe	**1 351,5**	**1 817,9**	**2 470,0**	**2 875,9**	**3 250,4**
wartości niematerialne i prawne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
rzeczowe aktywa trwałe	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
inwestycje długoterminowe	1 330,9	1 797,2	2 449,3	2 855,1	3 229,6
aktywa obrotowe	**287,7**	**145,8**	**105,7**	**111,3**	**103,1**
zapasy	63,5	50,8	40,7	32,5	26,0
należności	2,7	3,7	7,0	11,4	13,4
aktywa razem	**1 639,2**	**1 963,7**	**2 575,7**	**2 987,2**	**3 353,5**
kapitał własny	1 043,1	1 094,1	1 178,5	1 227,9	1 383,3
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	596,1	869,7	1 397,2	1 759,3	1 970,2
zobowiązania długoterminowe	534,6	802,6	1 311,0	1 647,5	1 846,7
zobowiązania krótkoterminowe	61,5	67,1	86,2	111,8	123,5
pasywa razem	**1 639,2**	**1 963,7**	**2 575,7**	**2 987,2**	**3 353,5**

Źródło: Prognozy NWAI Dom Maklersi

Cash flow (mln PLN)

	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
gotówka z działalności operacyjnej	10,8	34,6	70,5	101,2	109,4
gotówka z działalności inwestycyjnej	-44,8	-383,3	-553,6	-359,7	-184,1
gotówka z działalności finansowej	38,0	364,6	449,8	267,9	71,1
Zmiana gotówki netto	**4,0**	**15,9**	**-33,3**	**9,3**	**-3,7**

Źródło: prognozy NWAI Dom Maklerski

Wskaźniki (%)

	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
zmiana sprzedaży	-6,3	35,6	90,5	63,8	17,6
zmiana EBITDA	-145,9	157,6	43,1	-9,3	120,4
zmiana EBIT	-128,0	193,7	35,4	-31,1	170,0
zmiana zysku netto	-122,2	138,2	38,7	-41,5	214,7
marża EBITDA	105,1	197,9	148,6	82,3	154,1
marża EBIT	104,1	197,8	148,5	82,2	154,1
marża netto	65,8	115,6	84,2	30,0	80,4
sprzedaż/aktywa	2,4	2,7	3,9	5,5	5,8
dług / kapitał własny	53,0	73,5	109,8	132,1	129,0
odsetki / EBIT	-30,5	-20,8	-25,0	-43,1	-30,2
stopa podatkowa	9,0	26,2	24,4	35,9	25,2
ROE	2,9	5,7	7,4	4,1	11,9
ROA	1,9	3,7	4,3	1,9	5,2
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-483	-719	-1 242	-1 560	-1 727

Źródło: prognozy NWAI Dom Maklerski

Echo Investment

Aktualności

Echo Investment koncentruje się na realizacji programu inwestycyjnego, pozyskiwaniu finansowania oraz wdrażaniu strategii polegającej na zwiększeniu w portfelu inwestycyjnym projektów mieszkaniowych i biurowych. Ostatnie istotne wydarzenia w działalności spółki to:

- Sprzedaż nieruchomości inwestycyjnej

  W styczniu 2014r. spółka sprzedała II etap projektu biurowego we Wrocławiu Aquarius Business House za 96 mln PLN.

- Emisje obligacji o wartości 100 mln PLN i 70,5 mln PLN

  W lutym 2014 r. Spółka wyemitowała niezabezpieczone obligacje serii 1/2014 na kwotę 100 mln PLN, oprocentowane według stawki WIBOR6M + 3,6%. Obligacje zapadają 19 lutego 2019r.

  W maju 2014r. Spółka wyemitowała niezabezpieczone obligacje na kwotę 70,5 mln PLN, oprocentowane według stawki WIBOR 6M + 3,6%. Obligacje zapadają 15 maja 2019r.

  Środki z emisji zostały przeznaczone na rolowanie obligacji zapadających w czerwcu 2014r.

- Publiczna emisja obligacji

  W czerwcu 2014r. półka rozpoczęła publiczną emisję niezabezpieczonych obligacji do kwoty 50 mln PLN (program emisji obligacji zakłada emisje do 200 mln PLN). Obligacje są oprocentowane według stawki WIBOR6M+ 2,95% i zapadają 26 czerwca 2016r.

- Przeszacowanie portfela nieruchomości o 445 mln PLN

  W marcu 2014r. spółka otrzymała wycenę portfela 26 nieruchomości (na dzień 31 stycznia 2014r.), sporządzoną przez firmę doradczą Knight Frank Sp. z o.o. - I tura. W kwietniu 2014r. spółka otrzymała wycenę portfela 40 nieruchomości (na dzień 31 stycznia 2014r.) – II tura. W oparciu o tę wycenę spółka dokonała przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych wykazując w sprawozdaniu finansowym za 1kw. 2014r. z tego tytułu 445 mln PLN zysku.

Strategia

Strategia Echo Investment na najbliższe lata zakłada intensywny program inwestycyjny. Spółka planuje zmniejszenie udziału centrów handlowych oraz centrów handlowo-rozrywkowych w portfelu inwestycyjnym na rzecz powierzchni biurowych oraz kontynuację inwestycji w segmencie mieszkań.

Inwestycje

Bogaty portfel inwestycyjny obejmujący nieruchomości komercyjne oraz projekty mieszkaniowe pozytywnie wpływa na generowane przez spółkę przepływy

operacyjne oraz ma w przyszłości generować strumienie gotówki z planowanych sprzedaży.

Centra handlowe i handlowo-rozrywkowe

Ze względu na to, iż rynki w dużych miastach osiągnęły wysokie nasycenie powierzchnią handlową, Echo Investment planuje ekspansję w mniejszych miastach poprzez budowę małoformatowych centrów handlowych. Echo zakłada ukończenie obiektów budowanych za granicą – Korony w Rumunii i Mundo na Węgrzech. Nowe inwestycje w tym segmencie za granicą nie są planowane. Spółka posiada aktualnie w swoim portfolio obiekty o łącznej powierzchni 265 tys. m2 i najbliższych latach planuje rozwijać projekty o łącznej powierzchni ponad 175 tys. m2.

Biura

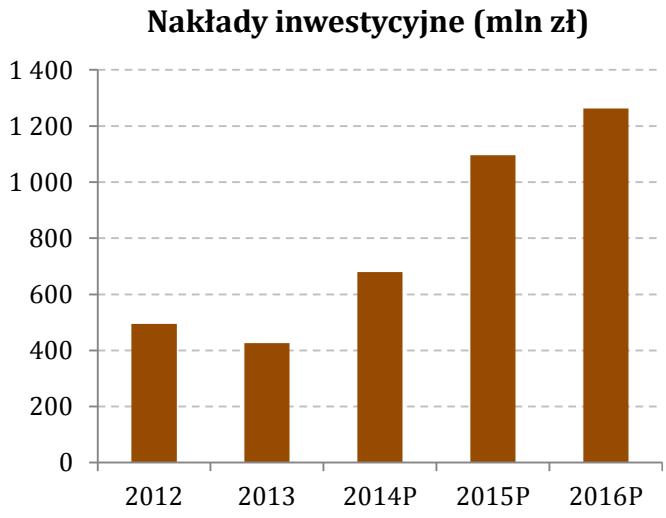
Dysponując bankiem ziemi w atrakcyjnych lokalizacjach deweloper planuje skupić swoją działalność na rozwoju segmentu biurowego. Aktualnie portfel inwestycji obejmuje powierzchnię 97 tys. m2, która zgodnie z planami Spółki zwiększy się w ciągu kolejnych 4-5 lat o 404 tys. m2. Flagowym projektem jest warszawski biurowiec z segmentu prime - Q22, który ma zostać oddany do użytkowania w połowie 2016r. Ze względu na napiętą sytuację polityczną inwestycja biurowa w Kijowie zostaje wstrzymana. W długim horyzoncie czasowym Spółka postrzega ten rynek jako perspektywiczny i rozważa kontynuację tej inwestycji.

Mieszkania

Aktualnie Echo ma w sprzedaży 18 projektów mieszkaniowych oraz planuje rozpoczęcie kolejnych 14 o łącznym planowanym PUM 480 tys. m2.

Nakłady Inwestycyjne

Program inwestycyjny prowadzony przez spółkę obejmujący projekty biurowe, handlowe oraz mieszkaniowe według naszych prognoz powinien przekroczyć 3 mld PLN w ciągu najbliższych 4 lat. Szacujemy, że nakłady inwestycyjne w ok. 35-40% będą finansowane ze środków własnych oraz 60-65% będzie finansowane długiem.

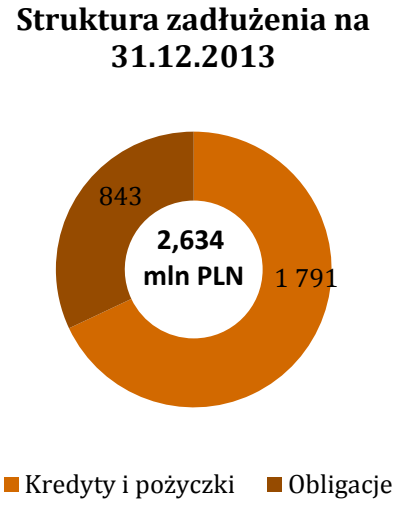


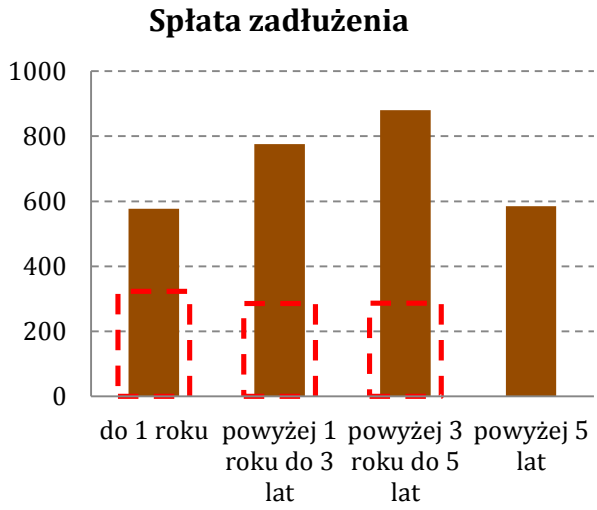
Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Zadłużenie

Spółka w większości finansuje działalność poprzez kredyty bankowe (68% na koniec 2013.) oraz emisje obligacji (32% na koniec 2013r). W ramach finansowania kredytami Spółka stosuje długoterminowe kredyty celowe na 60-65% wartości inwestycji oraz linie kredytowe w rachunkach bieżących. Walutą kredytów na rachunkach bieżących jest PLN natomiast kredyty celowe są denominowane w EUR.

Zabezpieczeniem umów kredytowych są hipoteki na nieruchomościach, cesje wierzytelności z zawartych umów i zastawy rejestrowe na udziałach spółek zależnych. Zabezpieczeniem linii kredytowych denominowanych w PLN są weksle własne in blanco, oświadczenia o poddaniu się egzekucji i pełnomocnictwa do rachunków bankowych. Grupa stosuje zabezpieczenia stopy procentowej w postaci instrumentów IRS.





Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

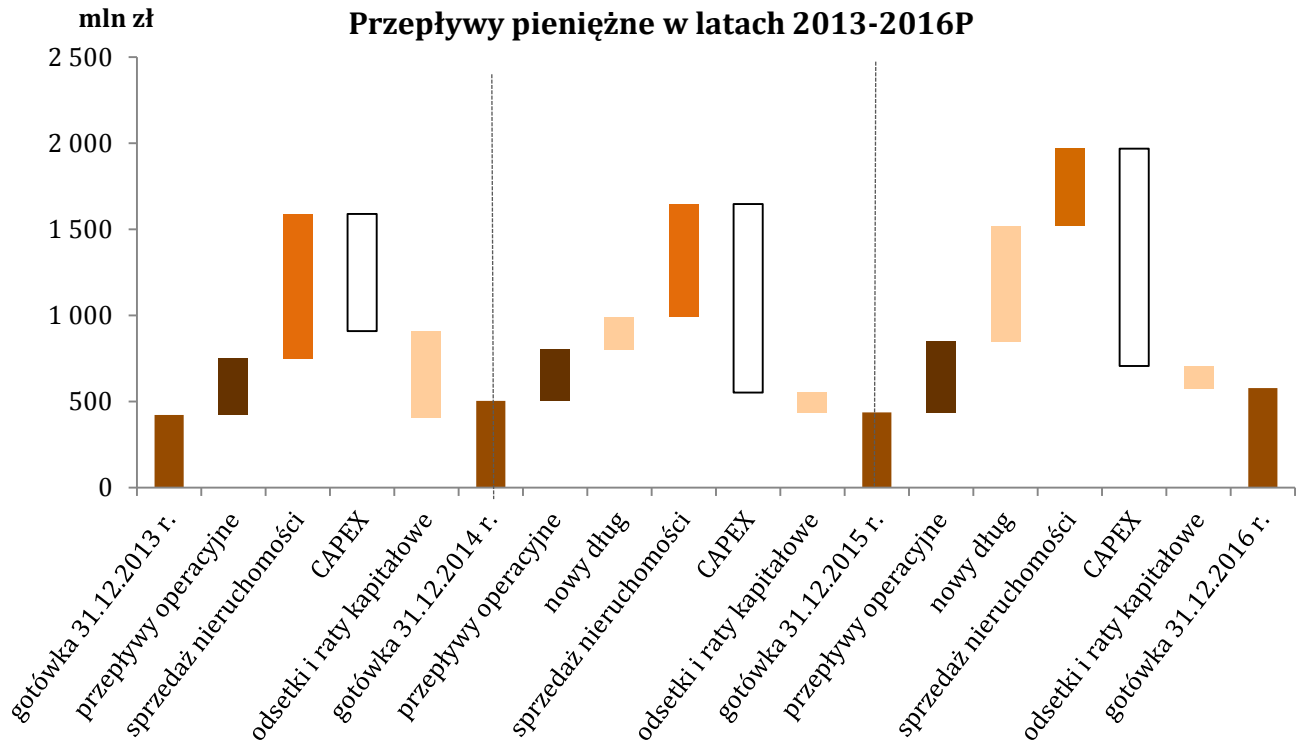
Obligacje

Bieżąca działalność Echo Investment, poza środkami własnymi, pożyczkami i kredytami, finansowana jest również poprzez emisję dłużnych instrumentów finansowych. W 2004r. spółka podpisała z mBankiem S.A. umowy w sprawie ustanowienia programu emisji obligacji denominowanych w PLN o maksymalnej łącznej wartości nominalnej programu do 1 mld PLN. Obligacje emitowane pod Programem Emisji Obligacji są niezabezpieczone papiery wartościowe na okaziciela.

W czerwcu 2014r. półka rozpoczęła publiczną emisję niezabezpieczonych obligacji do kwoty 50 mln PLN (program emisji obligacji zakłada emisje do 200 mln PLN). Obligacje są niezabezpieczone, oprocentowane według stawki WIBOR6M+ 2,95% i zapadają 26 czerwca 2016r. Docelowo obligacje mają trafić do obrotu na rynku regulowanym Catalyst.

Płynność

Planowany program inwestycyjny na lata 2014-2017 w kwocie powyżej 3 mld PLN ma być finansowany przez spółkę z bieżących przepływów operacyjnych oraz ze sprzedaży nieruchomości. Środki niewykorzystane na nakłady inwestycyjne będą przeznaczone na zmniejszenie zadłużenia.

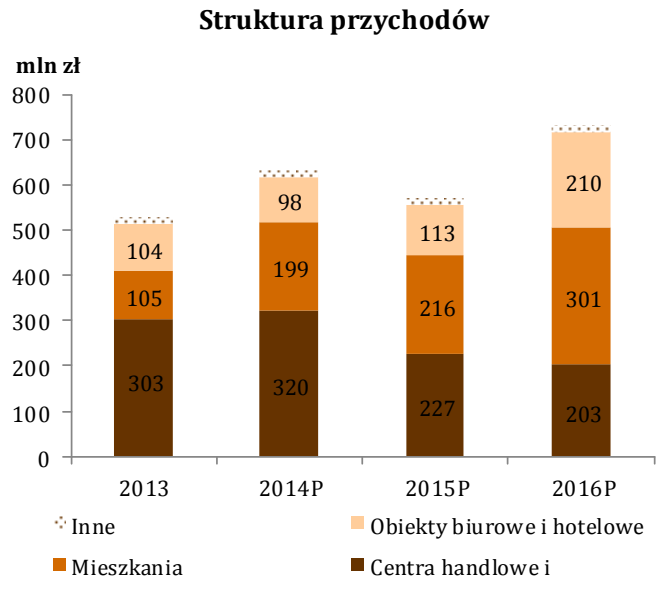


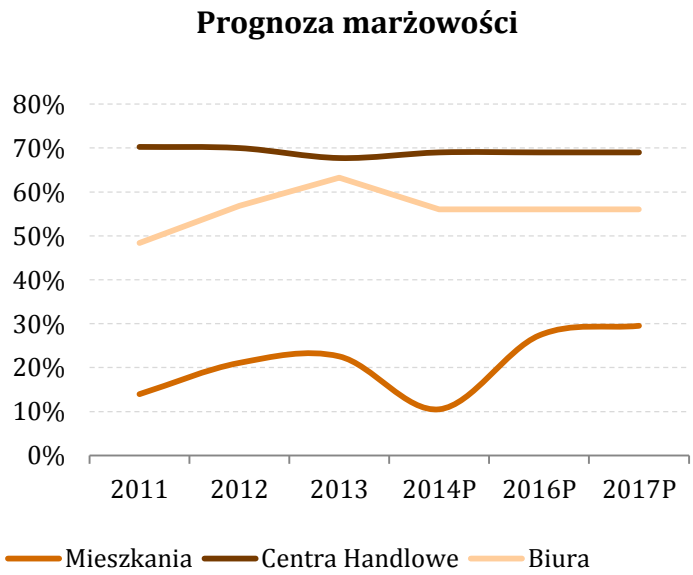
Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Przyjęte założenia

Przychody i marże

Echo Investment generuje przychody głównie z najmu powierzchni komercyjnych oraz sprzedaży powierzchni mieszkalnych. Prognozy dotyczące przychodów sporządziliśmy w oparciu o harmonogram projektów inwestycyjnych spółki (terminy oddania, oczekiwane NOI).





Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Nieruchomości inwestycyjne	Lokalizacja	GLA [m2]	Obiekt	NOI (mln EUR)		
				2014P	2015P	2016P
Istniejące						
Galeria Echo	Przemyśl	5 700	Handlowy	0,5	0,5	-
Galaxy	Szczecin	41 200	Handlowy	11,9	12,2	12,4
Pasaż Grunwaldzki	Wrocław	48 200	Handlowy	14,0	-	-
Galeria Echo -Kielce	Kielce	70 400	Handlowy	12,5	13,6	13,6
Galeria Olimpia	Bełchatów	21 300	Handlowy	3,2	-	-
Outlet Park	Szczecin	16 400	Handlowy	3,2	3,2	3,2
Galeria Veneda	Łomża	15 200	Handlowy	2,3	-	-
Galeria Amber	Kalisz	33 600	Handlowy	3,8	5,1	-
Galeria Echo / Sudecka	Jelenia Góra	12 800	Handlowy	1,1	1,2	1,2
Malta Office Park	Poznań	29 000	Biurowy	5,3	-	-
Park Rozwoju	Warszawa	17 400	Biurowy	2,0	3,1	-
Oxygen	Szczecin	13 900	Biurowy	2,8	2,9	2,9
Astra Park	Kielce	11 200	Biurowy	1,6	1,6	1,7
Postępu (50%)	Warszawa	10 200	Biurowy	1,9	1,9	1,9
A4 Business Park (I etap)	Katowice	9 300	Biurowy	1,5	-	-
Babka Tower	Warszawa	6 200	Biurowy	1,1	1,1	1,1
Planowane						
Galeria Sudecka (rozbudowa)	Jelenia Góra	18 600	Handlowy	1,5	3,0	3,0
Kościuszki	Katowice	30 500	Handlowy	-	-	5,3
Park Rozwoju	Warszawa	15 600	Biurowy	-	1,4	2,8
Beethovena I	Warszawa	18 100	Biurowy	-	-	1,8
Taśmowa I	Warszawa	15 000	Biurowy	-	-	2,7
Opolska I	Kraków	19 200	Biurowy	-	-	3,5
West Gate	Wrocław	16 200	Biurowy	-	2,9	3,0
Plac Grunwaldzki	Wrocław	16 900	Biurowy	-	-	3,0
Tryton	Gdańsk	24 600	Biurowy	-	2,1	4,1
A4 Biznes Park II	Katowice	9 300	Biurowy	-	1,6	1,6
A4 Biznes Park III	Katowice	12 400	Biurowy	-	-	2,1
Hetmańska I	Poznań	8 100	Biurowy	-	-	0,7
Aurus I	Łódź	9 600	Biurowy	-	-	1,6
Łącznie				**70,2**	**57,4**	**73,2**

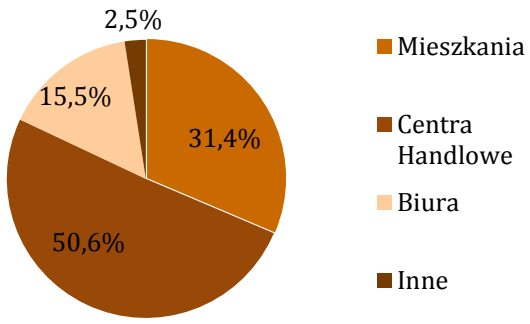
Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Szacunki dotyczące przychodów z najmu opierają się na publikowanych przez spółkę wartościach NOI. Zakładamy, że w latach 2014-16 inflacyjny wzrost czynszów zostanie zneutralizowany poprzez spadek udziału wynajętej powierzchni, w wyniku czego poziom NOI pozostanie na stałym poziomie. Przyjmujemy, że oddanie poszczególnych nieruchomości inwestycyjnych odbędzie się zgodnie z

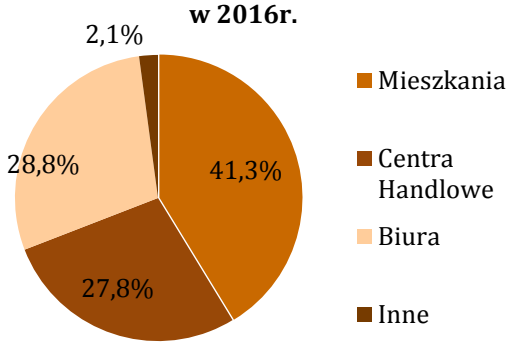
harmonogramem przyjętym przez spółkę. Poniższa tabela przedstawia nasze założenia dotyczące NOI.

W horyzoncie 3 lat zakładamy spadek marży brutto na sprzedaży z poziomu 55,4% w 2013r. do 49,6% w 2016r. Zakładamy, iż zgodnie ze strategią deweloper zwiększy w swoim portfelu inwestycyjnym udział projektów biurowych, które generują marże oscylujące w granicach 56% (48% w 2011r.; 57% w 2012r.; 63% w 2013r.) kosztem projektów z segmentu centrów handlowych, które mają rentowność brutto na poziomie ok 69% (70% w 2011r.; 70% w 2012r.; 68% w 2013r.). Zakładamy, że przychody ze sprzedaży powierzchni mieszkaniowych zwiększą się wartościowo, jednak ich udział w przychodach ogółem na przestrzeni 3 lat powinien zostać na podobnym poziomie (41,3% w 2016r. vs. 41,7% w 2013r.)

Struktura przychodów w 2013r.



Prognozowana struktura przychodów w 2016r.



Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Tabela poniżej przedstawia nasze założenia dotyczące przychodów oraz marż brutto realizowanych w poszczególnych segmentach.

	2014P	2016P	2017P
Mieszkania			
Przychody (mln zł)	199	216	301
Koszt własny sprzedaży (mln zł)	178	157	212
zysk brutto (mln zł)	21	59	89
marża brutto	*11%*	*27%*	*30%*
Centra Handlowe			
Przychody (mln zł)	320	227	203
Koszt własny sprzedaży (mln zł)	99	70	63
zysk brutto (mln zł)	221	157	140
marża brutto	*69%*	*69%*	*69%*
Biura			
Przychody (mln zł)	98	113	210
Koszt własny sprzedaży (mln zł)	43	50	92
zysk brutto (mln zł)	55	63	118
marża brutto	*56%*	*56%*	*56%*

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Sprzedaż nieruchomości inwestycyjnych i przeszacowania

W 1 kw. 2014r. spółka przeszacowała nieruchomości inwestycyjne na kwotę 445 mln PLN, co świadczy o dotychczasowej konserwatywnej polityce ich wyceny. Zakładamy, iż po ostatnich przeszacowaniach istniejące nieruchomości będą wycenione adekwatnie do aktualnych warunków rynkowych. Na potrzeby modelu finansowego założyliśmy, iż do momentu oddania nieruchomości do użytku, jest ona wyceniania metodą kosztu wytworzenia, natomiast w momencie oddania do użytku zostają dokonane przeszacowania wyrównujące jej wartość do wartości rynkowej.

W ostatnich 3 latach spółka sprzedała 10 inwestycji o łącznej wartości 1,4 mld PLN. Na potrzeby oszacowania przepływów pieniężnych założyliśmy, że w prognozowanym okresie deweloper będzie w stanie dokonać 9 transakcji o wartości ok 2 mld PLN. Wytypowaliśmy inwestycje, które spółka mogłaby sprzedać z największym prawdopodobieństwem (tabela poniżej).

Nieruchomość	Lokalizacja	GLA [m2]	Data oddania	Prognoza daty sprzedaży	NOI (mln EUR)	Yield	Szacowana wartość sprzedaży (mln EUR)
Pasaż Grunwaldzki	Wrocław	48 200	04.2007	2014	14,0	7,00%	200,0
Aquarius Business House II	Wrocław	9 400	09.2013	2014	1,7	7,30%	22,7
Galeria Olimpia	Bełchatów	21 300	11.2012	2015	3,2	7,66%	41,4
Galeria Veneda	Łomża	15 200	03.2013	2015	2,3	8,50%	27,3
Malta Office Park	Poznań	29 000	2010/2011	2015	5,3	7,66%	68,8
A4 Business Park (I etap)	Katowice	9 300	05.2014	2015	1,5	8,00%	18,8
Galeria Amber	Kalisz	33 600	03.2014	2016	5,1	8,50%	60,0
Galeria Echo	Przemyśl	5 700	10.2010	2016	0,5	8,50%	5,9
Park Rozwoju	Warszawa	17 400	02.2014	2016	3,1	7,66%	40,5
Łącznie		**189 100**			**36,7**		**485,3**

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Stopy kapitalizacji użyte przy szacunku możliwej do uzyskania ceny transakcyjnej założyliśmy w sposób konserwatywny w oparciu o dane dotyczące stóp kapitalizacji na podstawie transakcji dokonanych w 2013r. Stopę kapitalizacji przy ewentualnej sprzedaży Pasażu Grunwaldzkiego założyliśmy na poziomie 7,00% pomimo iż stopa kapitalizacji osiągnięta przy sprzedaży podobnego obiektu - Galerii Dominikańskiej wynosiła 6,15%. Podkreślamy, że w naszej ocenie istnieje duże prawdopodobieństwo realizacji transakcji sprzedaży Pasażu Grunwaldzkiego przy yieldzie poniżej 7,00% jednak kierując się konserwatywnymi założeniami oraz różnicą w powierzchni obiektów przyjęliśmy powyższy scenariusz.

Transakcje sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych w Warszawie:

- Biurowiec Atrium 1 – stopa kapitalizacji na poziomie 5,85%;
- Biurowiec Platinium V - stopa kapitalizacji na poziomie 6,70%;
- Biurowiec, Mokotów Nova - stopa kapitalizacji na poziomie 7,65%.

Transakcje sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych we Wrocławiu:

- Biurowiec Aquarius I - stopa kapitalizacji na poziomie 7,30%;
- Galeria handlowa, Galeria Dominikańska - stopa kapitalizacji równa 6,15%.

Transakcje sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych w miastach regionalnych:

- Centrum handlowe Echo , Toruń - stopa kapitalizacji na poziomie 7,47%;
- Centrum handlowe Echo, Radom - stopa kapitalizacji na poziomie 8,42%;
- Centrum handlowe Echo, Piotrków Tryb. - stopa kapitalizacji równa 10,0%.

Zakładamy, iż Echo Investment będzie w stanie dokonać transakcji przy podobnych wskaźnikach.

Echo Investment - prognozy danych finansowych

Rachunek zysków i strat (mln zł)

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Przychody netto ze sprzedaży	407	583	528	632	571	730
Koszt własny sprzedaży	161	277	236	320	277	368
Zysk strata na sprzedaży	**246**	**305**	**292**	**312**	**295**	**362**
Zysk (strata) zwyceny nieruchomości inwestycyjnych	350	-61	273	445	528	557
EBITDA	**547**	**195**	**502**	**679**	**743**	**839**
EBITDA znormalizowana	**198**	**256**	**229**	**235**	**215**	**281**
EBIT	**539**	**189**	**497**	**673**	**737**	**832**
saldo finansowe	146	147	154	118	108	118
zysk przed opodatkowaniem	200	184	319	556	629	714
podatek dochodowy	8	190	12	-106	-120	-136
zysk netto	**208**	**374**	**331**	**450**	**510**	**578**

Źródło: Prognozy NWAI Dom Maklerski

Bilans (mln zł)

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p
aktywa trwałe	**4 129**	**4 187**	**4 596**	**4 622**	**5 381**	**6 527**
wartości niematerialne i prawne	1	1	1	1	1	1
rzeczowe aktywa trwałe	56	56	75	76	76	76
nieruchomości inwestycyjne	3 941	4 060	4 425	4 444	5 212	6 376
pozostałe	130	70	95	102	92	74
aktywa obrotowe	**1 220**	**1 016**	**1 534**	**1 226**	**1 114**	**1 255**
zapasy	501	463	499	507	479	431
należności	158	113	569	163	152	185
inwestycje krótkoterminowe	561	440	466	556	483	639
środki pieniężne	561	376	422	503	435	578
aktywa do sprzedaży	**0**	**250**	**94**	**0**	**0**	**0**
aktywa razem	**5 349**	**5 453**	**6 224**	**5 848**	**6 495**	**7 782**
kapitał własny	**2 096**	**2 432**	**2 765**	**3 216**	**3 725**	**4 304**
zobowiązania i rezerwy na zobowiązan	**3 254**	**3 022**	**3 459**	**2 632**	**2 769**	**3 478**
zobowiązania i rezerwy długoterminow	2 612	2 310	2 226	2 077	1 945	2 287
kredyty i pożyczki	2 242	2 146	2 072	1 906	1 823	2 153
zobowiązania i rezerwy krótkoterminov	642	711	1 233	556	824	1 191
kredyty i pożyczki	317	550	562	354	622	965
pasywa razem	**5 349**	**5 453**	**6 224**	**5 848**	**6 495**	**7 782**

Źródło: Prognozy NWAI Dom Maklersi

Cash flow (mln zł)

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p
gotówka z działalności operacyjnej	164	212	228	327	301	413
gotówka z działalności inwestycyjnej	-157	-468	65	255	-439	-815
gotówka z działalności finansowej	164	79	-250	-500	70	545
Zmiana gotówki netto	**170**	**-176**	**43**	**82**	**-68**	**143**

Źródło: Prognozy NWAI Dom Maklersi

Wskaźniki (%)

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p
zmiana sprzedaży		0,4	-0,1	0,2	-0,1	0,3
zmiana EBITDA		-0,6	1,6	0,4	0,1	0,1
zmiana EBIT		-0,6	1,6	0,4	0,1	0,1
zmiana zysku netto		0,8	-0,1	0,4	0,1	0,1
marża EBITDA	134,5	33,5	95,1	107,4	130,1	114,8
marża EBITDA znormalizowana	48,5	43,9	43,4	37,1	37,7	38,5
marża EBIT	132,5	32,5	94,1	106,5	129,0	114,0
marża netto	51,1	64,2	62,7	71,2	89,2	79,2
sprzedaż/aktywa	7,6	10,7	8,5	10,8	8,8	9,4
dług / kapitał własny	1,2	1,1	1,0	0,7	0,7	0,7
dług netto / EBITDA	3,7	11,9	4,4	2,6	2,7	3,0
odsetki / EBIT	-27,7	-77,7	-35,0	-19,8	-16,8	-16,3
stopa podatkowa	4,1	103,4	3,7	-19,0	-19,0	-19,0
ROE		0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
ROA		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
(dług) gotówka netto (mln PLN)	1 998	2 321	2 213	1 756	2 010	2 539

Źródło: prognozy NWAI Dom Maklerski

GTC

Aktualności

W spółce w ostatnim czasie miało miejsce kilka istotnych wydarzeń, które pozytywnie wpłynęły na sytuację płynnościową:

- Rolowanie oraz spłata obligacji

  GTC refinansowało 200 mln PLN obligacji z zapadających w kwietniu tego roku 350 mln PLN. Pozostała część została spłacona. Odsetki od nowych obligacji są płatne w okresach półrocznych w oparciu o stopę WIBOR 6M oraz marżę 4,5 proc. Będą one podlegać częściowemu wykupowi (po 1/3 wartości nominalnej) w marcu 2018 r., wrześniu 2018 r. oraz marcu 2019 r.

- Emisja akcji i podniesienie kapitału

  W styczniu tego roku spółka przeprowadziła emisję akcji serii J po cenie emisyjnej 7 PLN w wyniku której pozyskała blisko 224 mln PLN. Po emisji udział głównego akcjonariusza, globalnego funduszu Lone Star wzrósł do 29,9%.

- Sprzedaż Galerii Kazimierz

  20 grudnia spółka sfinalizowała sprzedaż 50% udziałów w Galerii Kazimierz za kwotę około 90 mln EUR, czyli 10% powyżej wartości księgowej nieruchomości. Po uwzględnieniu spłaty ciążącego na inwestycji zadłużenia sprzedaż wygenerowała dla spółki blisko 49 mln EUR.

Strategia

Przy okazji wyników rocznych GTC przedstawiło nową strategię na nadchodzące lata, która zakłada między innymi:

- nabywanie aktywów generujących przychody i aktywne nimi zarządzanie (w tym roku spółka może wydać na ten cel od 70 do 100 mln EUR).
- realizację wybranych nowych projektów (dwóch centrów handlowych w Warszawie oraz projektów handlowych i biurowych w innych krajach m.in. Serbii).

Środki finansowe na realizację strategii mają pochodzić z części pozostałej z podwyższenia kapitału, a ponadto ze sprzedaży aktywów niezwiązanych z podstawową działalnością w takich krajach jak Ukraina, Rosja, czy Słowacja oraz aktywów mieszkaniowych.

Zarząd podał, że podjął decyzję o nierozpoczynaniu nowych projektów biurowych w związku z postępującą presją na stawki czynszów oraz nadpodażą powierzchni biurowej na kluczowych polskich rynkach, takich jak Warszawa.

Inwestycje

Obecnie spółka jest w trakcie prowadzenia jednej niewielkiej inwestycji, biurowca dla IBM w Krakowie o powierzchni 5,5 tys m2, która powinna zakończyć się w tym roku.

Wśród najważniejszych planów inwestycyjnych na kolejne lata znajdują się:

- Galeria Północna – położone na Białołęce centrum handlowo-usługowe o łącznej powierzchni 64 tyś m2. Całkowity koszt inwestycji szacowany jest na 178 mln EUR. Przedstawiciele spółki informowali niedawno, o zakupie działki od prywatnych właścicieli oraz o fakcie, że w trakcie finalizacji są przejęcia gruntów należących do miasta. GTC zakłada, że stanie się to latem, po czym złożone zostaną pozwolenia na budowę. Oczekiwany termin otrzymania pozwoleń to przełom III/IV kwartału, zaś zakładany termin rozpoczęcia to koniec roku.
- Galeria Wilanów – projekt ma powstać w dwóch etapach, w pierwszej fazie projektu powstanie 60 tys. m kw., zaś docelowa powierzchnia handlowa ma wynosić ok. 76,5 tys. m kw. Szacowany koszt pierwszego etapu wynosi ok 170 mln EUR. Według przekazywanych przez spółkę informacji Samorządowe Kolegium Odwoławcze odrzuciło protesty środowiskowe i obecnie spółka jest w trakcie pozyskania kilku zgód administracyjnych. Podobnie jak w przypadku Galerii Północnej wniosek o pozwolenie ma być złożony latem zaś budowa ma się rozpocząć na początku 2015 r.

Do tej pory zakup gruntów i przygotowanie obu projektów pochłonęło ok. 70 mln EUR. GTC zakłada, że zakończy oba projekty pod koniec 2016 r. Aby zrealizować ten plan, musi zacząć budowę najpóźniej na przełomie 2014/2015.

Wśród planów spółki jest również realizacja mniejszej inwestycji biurowej, Block 41, w Belgradzie. Deweloper pracuje także nad zakupem ostatniej działki pod centrum handlowe Ada Mall w tym mieście.

Dezinwestycje

W ramach realizacji zapowiedzianej w tym roku strategii, deweloper sprzedał w I kwartale niektóre swoje aktywa - projekt mieszkaniowy w Czechach (ok. 15 mln PLN) oraz grunty w stolicy Słowacji, Bratysławie (ok. 9 mln PLN).

Na koniec I kwartału 2014 r. nieruchomości mieszkaniowe stanowiły 6% portfela Grupy. Z łącznej wartości 478 mln PLN stanowiącej nieruchomości mieszkaniowe i grunty pod zabudowę mieszkaniową, zapasy stanowiły 32%, a pozostałe 68% wartości odnosiło się do gruntów, które Grupa po podjęciu decyzji o wycofaniu się z rynku nieruchomości mieszkaniowych może odsprzedać.

Obecnie Grupa posiada gotowe do sprzedania domy i apartamenty w Polsce, na Węgrzech, w Rumunii, i Słowacji, ale także posiada działki w Chorwacji.

Spółka podała, że nie prowadzi na razie negocjacji na temat sprzedaży swoich dojrzalszych aktywów.

Obligacje

W chwili obecnej GTC ma do spłaty dwie serie obligacji w latach 2017-2019 o łącznej wartości blisko 500 mln PLN. Obie serie zostały wyemitowane jako obligacje niezabezpieczone.

Aktualne emisje obligacji

Seria	Wielkość emisji [mln PLN]	Oprocentowanie	Wykup
GTC 0418	294,2	WIBOR6M + 4.0%	30 kwietnia 2017 r., 30 października 2017 r., 30 kwietnia 2018 r. – po 1/3 wartości emisji
GTC 0319	200,0	WIBOR6M + 4,5%	12 marca 2018 r., 10 września 2018 r., 11 marca 2019 r. – po 1/3 wartości emisji

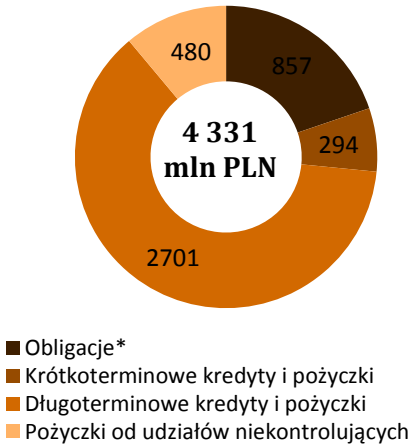
Źródło: Dane emitenta

Zadłużenie

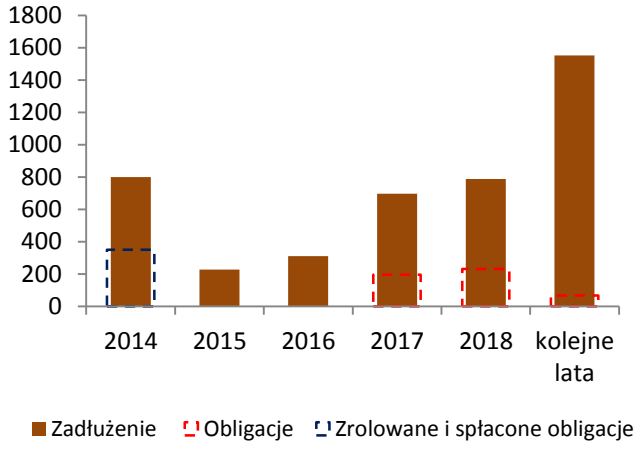
Na koniec marca 2014 r. łączne zadłużenie finansowe GTC wynosiło 4,3 mld PLN, uwzględnia ono jednak obligacje na kwotę ok. 350 mln PLN które zapadły w kwietniu tego roku.

Terminy spłaty długoterminowego zadłużenia pokazane zostały na poniższym wykresie. Jak widać po przeprowadzonej emisji akcji i rolowaniu obligacji a także sprzedaży udziałów w galerii Kazimierz ryzyko problemów płynnościowych spółki zostało istotnie zminimalizowane.

Struktura zadłużenia na 31.12.2013



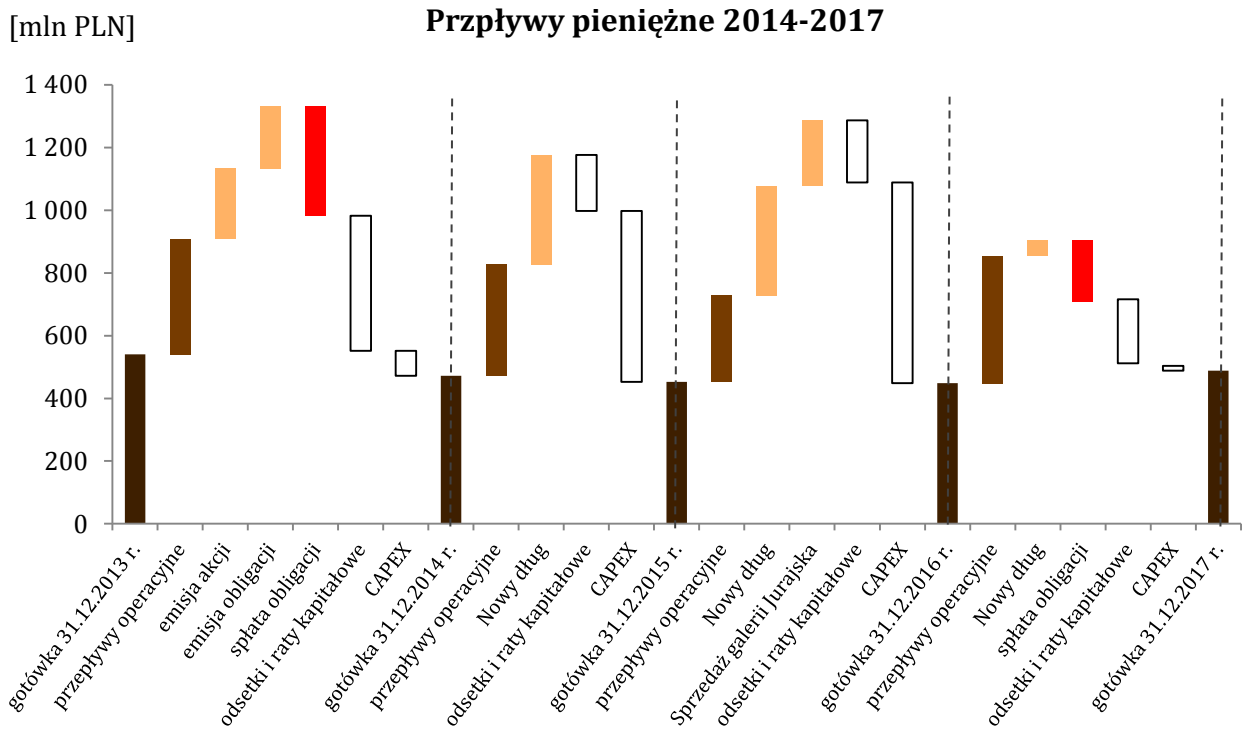
Spłata zadłużenia



**uwzględniając zapadłe w kwietniu obligacje o wartości 350 mln PLN*

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Przedłużenie zapadalności obligacji na lata 2017-19 sprawia, że sytuacja płynnościowa spółki wygląda na stabilną. I spółka powinna bez większych problemów spłacić obligacje z posiadanej gotówki.



Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Przyjęte założenia

Przychody

Większość przepływów operacyjnych generowanych przez GTC pochodzi z wynajmu. Poniżej przedstawiamy przyjęte przez nas założenia dotyczące średniej stawki czynszu nieruchomości spółki na danym rynku oraz średni poziom powierzchni wynajętej.

	Średni czynsz EUR/m kw./miesiąc				Średni poziom najmu			
	2013	2014P	2015P	2016P	2013	2014P	2015P	2016P
Biurowe								
Polska	14,9	14,7	14,5	14,6	92%	92%	91%	92%
Węgry	12,2	12,2	12,3	12,4	96%	94%	96%	97%
Serbia	16,6	16,6	16,6	16,6	95%	96%	96%	96%
Rumunia	19,7	19,7	20,1	20,5	93%	93%	93%	93%
Słowacja	9,7	9,7	9,7	9,7	61%	65%	68%	70%
Czechy	13,0	13,0	13,0	13,0	66%	60%	64%	66%
Handlowe								
Polska	21,6	20,4	20,4	-	89%	89%	89%	-
Chorwacja	14,6	14,8	15,0	15,0	90%	91%	92%	92%
Bułgaria	7,1	7,2	7,3	7,3	89%	90%	91%	92%
Rumunia	4,1	4,0	4,0	4,2	90%	90%	90%	90%
Czechy	17,0	17,0	17,0	17,0	95%	95%	95%	95%

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Polska

Zgodnie z oczekiwaniami spółki jak i rynkowymi prognozami przedstawionymi przez Jones Lang Lassale zakładamy nieznaczne spadki cen oraz poziomu powierzchni wynajętej w najbliższych dwóch latach. Po tym okresie prognozujemy ustabilizowanie obu wartości.

W Galerii Jurajskiej nie zakładamy zmian zarówno pod względem poziomu najmu jak i średnich czynszów. W przyjętych przez nas prognozach GTC dokona transakcji sprzedaży tej nieruchomości w 2016r, zaś od 2017r. spółka będzie czerpała korzyści z komercjalizacji warszawskich galerii.

Węgry

Na koniec pierwszego kwartału 2014 r. poziom powierzchni wynajętej w Węgierskich biurowcach GTC wynosił 93% i był o 3 pkt procentowe niższy niż na koniec 2013r. Istotny spadek wynikał z relokacji jednego z większych wynajmujących, spodziewamy się jednak szybkiego pozyskania nowych najemców. Panujące w Budapeszcie warunki rynkowe pozwalają zakładać w kolejnych latach wzrost cen wynajmu.

Serbia

W Belgradzie z powodu niewielkiej podaży nowej powierzchni biurowej od 3 lat utrzymuje się trend zmniejszającej się liczby pustostanów. Na rynku tym zakładamy wzrost powierzchni wynajętej do 96% przy stałych średnich cenach za metr kwadratowy.

Rumunia

W 2014 roku rynek biurowy w Bukareszcie nadal będzie rynkiem najemców, którym sprzyja znaczna podaż nowych powierzchni. Nasze prognozy dla centrum biurowego City Gate zakładają utrzymanie obecnego poziomu najmu. Oczekujemy, że w kolejnych latach ceny wynajmu zaczną powoli wracać do obserwowanych kilka lat temu poziomów.

W posiadanych przez grupę galeriach handlowych w mniejszych miastach spodziewamy się spadku cen w obecnym roku, stabilizacji w 2015 oraz wzrostu w kolejnych okresach.

Słowacja

GTC posiada niewielki biurowiec w Bratysławie o powierzchni 13 tys. metrów kwadratowych. Poziom najmu tego biurowca wzrósł z 47% na początku 2013 roku do 61% pod jego koniec. W I kwartale 2014 r. zaobserwować można było kolejny wzrost do 63%. Zakładamy utrzymanie tej tendencji w kolejnych latach jednak w dużo niższym tempie.

Chorwacja

W 2013 roku nastąpiło pogorszenie sytuacji w centrum handlowym Avenue Mall Osijek, które widoczne było przede wszystkim w spadku stawek czynszów ale odbiło się także na wielkości powierzchni wynajętej. Prognozujemy, że w ujęciu rocznym sytuacja ulegnie nieznacznej poprawie. Stabilnych warunków oczekujemy w galerii mieszczącej się w stolicy Chorwacji.

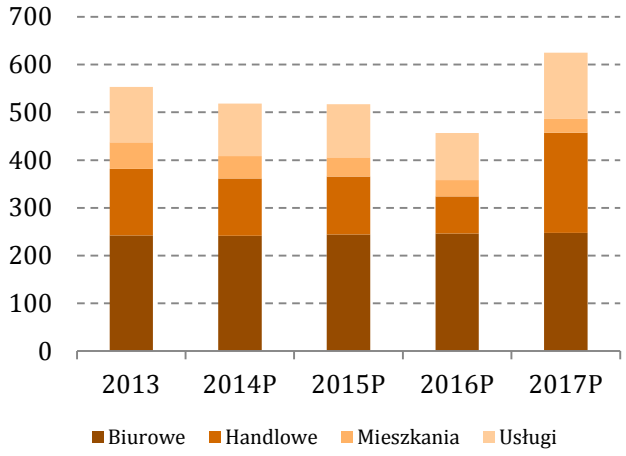
Czechy

Ze względu na nowe, głównie spekulacyjne projekty powierzchni biurowej wchodzące na rynek, spółka oczekuje znacznego wzrostu stopy powierzchni

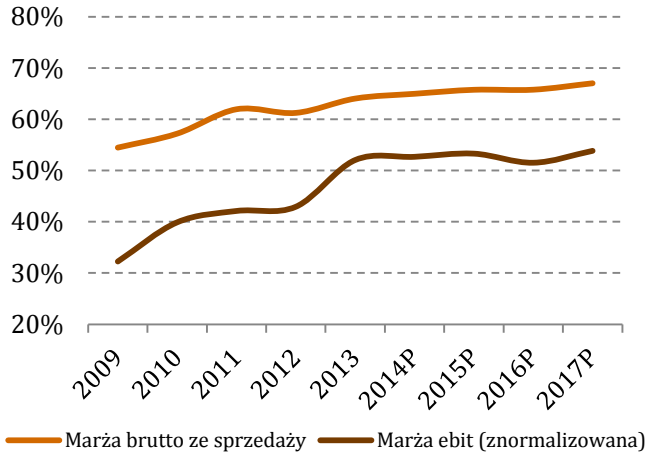
niewynajętych w całym 2014 r. Przyjmujemy wzrost pustostanów przy stabilnych cenach.

Na rynku handlowym sprzedawcy nadal koncentrują się na Pradze i osiągających najlepsze wyniki centrach handlowych z udokumentowaną historią. Czynsze w najlepszych centrach handlowych w Pradze pozostają na poziomie 95 EUR/m kw./miesiąc (dla sklepu o powierzchni 100 m kw.). Nie zakładamy zmian warunków wynajmu w najbliższych latach.

Prognoza przychodów operacyjnych



Prognoza marżowości



Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

W strukturze przychodowej grupy najistotniejszym jest segment biurowy, gdzie zakładamy utrzymanie obecnego portfolio i generowanie stabilnych przychodów. W segmencie handlowym spadek przychodów w 2016 wynika z założonej przez nas sprzedaży galerii Jurajskiej, zaś wzrost w kolejnych latach to efekt ukończenia warszawskich galerii. Zgodnie ze strategią grupy spodziewamy się wyprzedaży posiadanych zasobów gotowych mieszkań. W prognozach na najbliższe lata nie uwzględniamy planowanych przez spółkę zakupów.

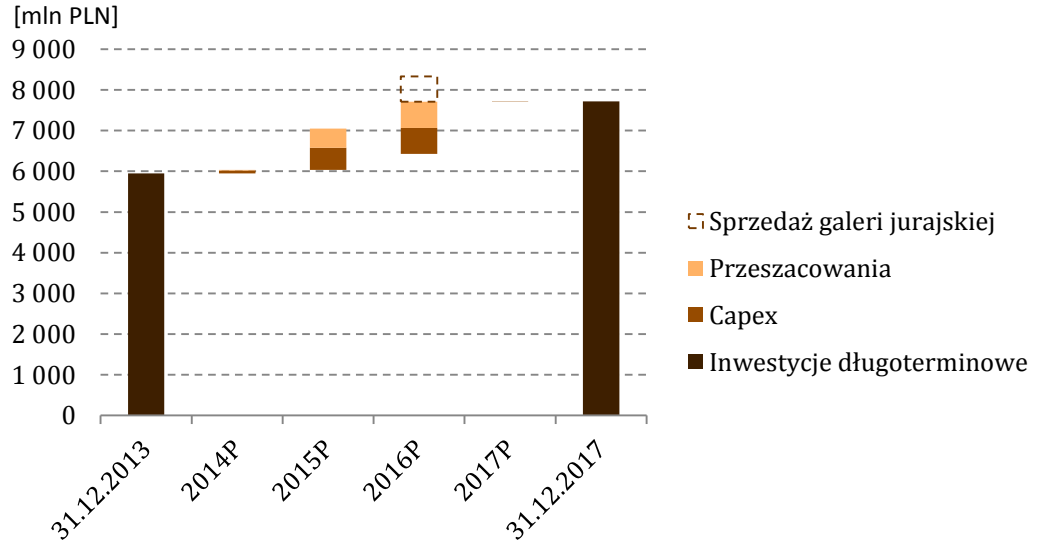
Koszty

Wprowadzone od kilku lat ograniczenie działalności deweloperskiej w segmencie mieszkaniowym wpłynęło na istotną poprawę marży brutto z działalności operacyjnej. Wzrost rentowności widać również na znormalizowanej marży operacyjnej. Wynikał on ze spadku kosztów administracyjnych jak również sprzedażowych (mniejsze wydatki na reklamę). Zakładamy, że spółka będzie w stanie jeszcze nieznacznie zmniejszyć udział kosztów w generowanych przychodach a rentowność pozostanie na stałych poziomach po pełnej komercjalizacji prowadzonych obecnie inwestycji.

Przeszacowania

W naszych prognozach przyjęliśmy brak przeszacowań obecnie posiadanych inwestycji. Przyjmujemy, że nowe inwestycje Galeria Wilanów i Galeria Północna zostaną wycenione według wartości godziwej w 2015 roku, zakładając odpowiednio 40% i 45% stopień realizacji projektów oraz jego zakończenie i dalszą rewaluację wartości rok później. Przyjęliśmy wartości zysku z inwestycji na poziomie szacowanym przez spółkę wynoszącym odpowiednio 145 mln EUR oraz 122 mln EUR dla Galerii Wilanów i Galeria Północna. Poniesione nakłady i wzrost wartości planowanych projektów wpłynie na zwiększenie wartości nieruchomości inwestycyjnych o ok 2,2 mld PLN.

Wpływ działalności inwestycyjnej na wycenę aktywów



Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

GTC - Prognozy danych finansowych

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
Przychody netto ze sprzedaży	550,4	518,5	517,1	456,4	625,2
Koszty wytworzenia	197,8	181,5	177,0	156,1	206,1
Koszty sprzedaży	14,4	15,0	15,1	15,2	25,4
Koszty ogólnego zarządu	36,8	48,8	49,3	49,9	57,0
Zysk (strata) na sprzedaży	301,3	273,2	275,6	235,2	336,7
Przeszacowania	-800,1	0,0	473,5	669,9	0,0
EBITDA	**-511,6**	**277,4**	**737,9**	**893,5**	**324,9**
EBITDA znormalizowana	**288,6**	**277,4**	**264,4**	**223,7**	**324,9**
EBIT	**-513,6**	**275,2**	**736,1**	**892,0**	**323,7**
saldo finansowe	-214,7	-153,4	-165,3	-184,5	-190,6
zysk przed opodatkowaniem	-728,3	121,7	570,8	707,6	133,1
podatek dochodowy	-108,7	31,5	116,3	161,5	33,1
zysk netto	**-619,6**	**90,2**	**454,5**	**546,1**	**100,0**

Źródło: Prognozy NWAI Dom Maklerski

Bilans (mln PLN)

	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
aktywa trwałe	**6 398,2**	**6 422,5**	**7 384,6**	**8 002,9**	**7 981,8**
wartości niematerialne i prawne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
grunty pod zabudowę i rzeczowe aktywa trwałe	341,9	276,2	224,8	184,6	153,5
inwestycje długoterminowe	5 945,7	6 035,7	7 049,2	7 707,7	7 717,7
aktywa obrotowe	**879,4**	**762,5**	**702,4**	**662,3**	**679,9**
zapasy	167,7	120,5	80,4	46,3	17,3
należności	22,6	21,3	21,2	18,7	25,7
aktywa razem	**7 277,6**	**7 185,0**	**8 087,0**	**8 665,2**	**8 661,7**
kapitał własny	2 578,5	2 900,7	3 363,0	3 917,2	4 025,0
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	4 889,3	4 474,6	4 914,2	4 938,2	4 826,9
zobowiązania długoterminowe	3 849,3	3 441,2	3 881,2	3 917,6	3 771,6
zobowiązania krótkoterminowe	1 039,9	1 033,4	1 033,1	1 020,6	1 055,3
pasywa razem	**7 277,6**	**7 185,0**	**8 087,0**	**8 665,2**	**8 661,7**

Źródło: Prognozy NWAI Dom Maklerski

Cash flow (mln PLN)

	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
gotówka z działalności operacyjnej	309,7	368,7	354,7	274,6	404,9
gotówka z działalności inwestycyjnej	334,0	-80,0	-545,1	-17,1	-15,2
gotówka z działalności finansowej	-1 057,9	-357,1	170,5	-261,0	-350,0
Zmiana gotówki netto	**-414,2**	**-68,4**	**-19,8**	**-3,6**	**39,7**

Wskaźniki (%)

	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
zmiana sprzedaży	-10,9	-5,8	-0,3	-11,7	37,0
zmiana EBITDA	152,3	-153,6	167,5	21,2	-63,7
zmiana EBIT	42,0	-116,7	369,0	24,0	-81,2
zmiana zysku netto	57,5	-114,6	403,9	20,2	-81,7
marża EBITDA	-93,0	53,5	142,7	195,8	52,0
marża EBIT	-93,3	53,1	142,4	195,5	51,8
marża netto	-112,6	17,4	87,9	119,7	16,0
sprzedaż/aktywa	7,6	7,2	6,4	5,3	7,2
dług / kapitał własny	154,2	122,9	116,4	98,3	92,1
odsetki / EBIT	41,8	-55,8	-22,5	-20,7	-58,9
stopa podatkowa	14,9	25,9	20,4	22,8	24,9
ROE	-21,8	3,3	14,5	15,0	2,5
ROA	-7,0	1,2	6,3	6,8	1,2
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-3 435	-3 092	-3 462	-3 403	-3 217

Źródło: Prognozy NWAI Dom Maklerski

Rank Progress

Aktualności

Aktualnie spółka koncentruje się na realizacji swojej strategii polegającej na realizacji projektów deweloperskich.

Ostatnie istotne wydarzenia w działalności spółki to:

- Oddanie do użytkowania nieruchomości inwestycyjnej

  W maju 2014r. oddano do użytkowania obiektu Pogodne Centrum w Oleśnicy. Jest to jedno centrów handlowych w miastach liczących poniżej 50 tysięcy mieszkańców. Pogodne Centrum ma 7700 mkw. powierzchni najmu.

- Uchwała o ewentualnym podwyższeniu kapitału

  8 maja WZA podjęło uchwałę o ewentualnym podwyższeniu kapitału zakładowego poprzez emisję akcji serii E w liczbie od 3,7m do 5,1m akcji (od 9 do 12% kapitału po emisji). Uchwała przewiduje emisję akcji po cenie powyżej 10 PLN podczas gdy kurs akcji w ostatnich 3 miesiącach oscyluje w okolicach 5,5-6,5 PLN.

- 5 maja Pioneer IM zwiększył zaangażowanie z 4,97% głosów na WZA (7,40% w kapitale) do 5,15% głosów na WZA (7,13% w kapitale).

Strategia

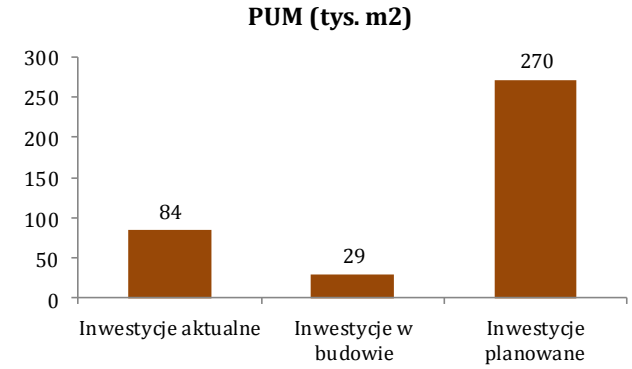
Rank Progress specjalizuje się w przygotowaniu i realizacji projektów deweloperskich polegających na budowie obiektów handlowych. Do głównych inwestycji realizowanych przez Rank Progress należą wielkopowierzchniowe centra handlowo-usługowe, parki handlowe oraz galerie handlowe ulokowane w średniej wielkości miastach. Po ukończeniu obiekty te są odsprzedawane lub oddawane w najem.

Poza segmentem deweloperskim, Spółka rozwija działalność z zakresu budowy zakładów utylizacji odpadów komunalnych poprzez spółki Rank Recycling Energy Sp. z o.o., Rank Recycling Długoszyn Sp. z o.o. oraz Rank Recycling Scotland Limited.

Inwestycje

Aktualnie Spółka posiada 6 projektów w eksploatacji o łącznej powierzchni 83,7 tys. m2. Kolejne 2 inwestycje w trakcie budowy o łącznej powierzchni 28,95 tys. m2 mają zostać oddane zgodnie z harmonogramem do końca 2014r. Plany inwestycyjne obejmują budowę 7 nieruchomości o łącznej powierzchni najmu 270,2 tys. m2.

Łączna wartość nieruchomości inwestycyjnych na koniec 2013r. wynosiła 757 mln PLN. Nieruchomości inwestycyjne w eksploatacji są wyceniane według stopy kapitalizacji 8-9%, oprócz Galerii Piastów w Legnicy oraz Pasażu Grodzkiego w Jeleniej Górze, które są wyceniane według stopy kapitalizacji równej 7%. W naszej ocenie założenia co do stopy kapitalizacji pozostawiają przestrzeń do ewentualnych rewaluacji w przyszłości.



Źródło: Dane emitenta

Nieruchomości inwestycyjne w eksploatacji

Lokalizacja	PUM (m2)	Planowana sprzedaż	NOI (mln zł)
Legnica	24 055	nie	16,5
Jelenia Góra	5 745	nie	3,3
Świdnica	15 522	2014	9,5
Grudziądz	5 188	2014	2,0
Chojnice	25 590	2014	12,2
Oleśnica	7 634	0,5 roku	3,7
	83 734		**47,3**

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Nieruchomości inwestycyjne w trakcie budowy

Lokalizacja	PUM(m2)	Rozpoczęcie budowy	Planowane oddanie	CAPEX (mln zł)	NOI docelowe (mln zł)
Krosno	4 751	II kw. 2014	IV kw. 2014	17,8	2,0
Piła	24 199	III kw. 2013	IV kw. 2014	125,4	13,7
	28 950			**143,2**	**15,7**

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Plany inwestycyjne

Spółka planuje rozpoczęcie 7 projektów o łącznej powierzchni 270m2. Szacuje się, iż w horyzoncie 4 lat spółka przeznaczy na ten cel powyżej 1 mld PLN.

Planowane inwestycje

Lokalizacja	PUM (m2)	Rozpoczęcie budowy	Planowane oddanie	CAPEX (mln zł)	NOI docelowe (mln zł)
Mielec	34 129	III kw. 2014	IV kw. 2015	163,8	16,9
Olsztyn	28 573	II kw. 2015	II kw. 2016	163,1	14,9
Kielce	67 906	III kw. 2015	III kw. 2017	182,0	29,9
Duchnów pod Warszawą	61 815	IV kw. 2015	IV kw. 2017	283,2	31,5
Wejherowo	17 606	III kw. 2014	III kw. 2015	100,3	9,9
Terespol	34 282	III kw. 2015	III kw. 2016	b.d.	14,3
Kołobrzeg	25 896	II kw. 2015	II kw. 2016	132,6	12,5
	270 207			**1 025,0**	**129,9**

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Zakładamy iż w wyniku planowanych inwestycji wartość nieruchomości inwestycyjnych wzrośnie z 757 mln PLN na koniec 2013r. 1,145 mln PLN w 2016r. Nasze założenia co do zmian wartości nieruchomości zakładają:

2014r.:

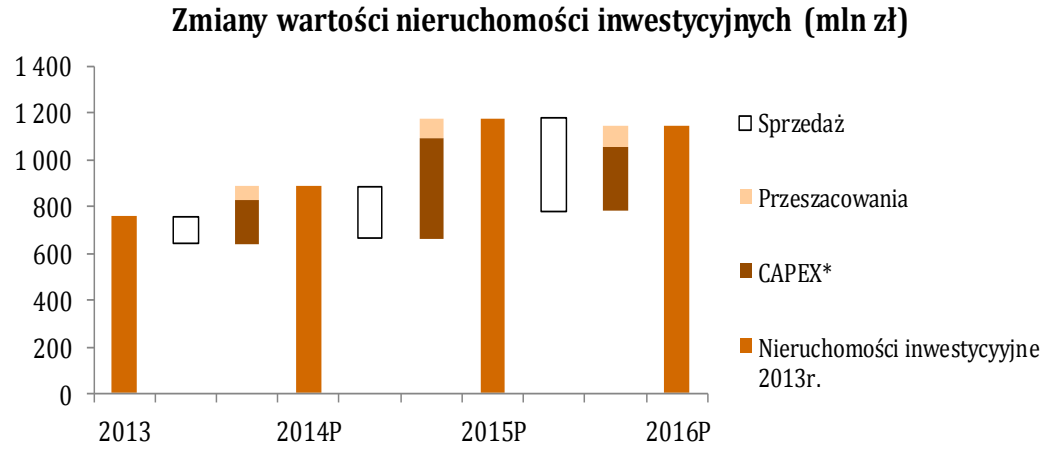
- Sprzedaż Galerii Świdnickiej
- Oddanie do użytkowania Parku Handlowego w Krośnie oraz Galerii w Pile

2015r.:

- Sprzedaż Pasażu Wiślanego w Grudziądzu, Centrum Handlowego Brama Pomorza w Chojnicach, Centrum Pogodnego w Oleśnicy oraz Parku Handlowego w Krośnie
- Oddanie do użytkowania Galerii Aviator w Mielcu oraz Galerii Srebrny Potok w Wejherowie

2016r.:

- Sprzedaż Galerii w Pile oraz Galerii Aviator w Mielcu
- Oddanie do użytkowania Centrów Handlowych w Olsztynie, w Kielcach i Kołobrzegu.



Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

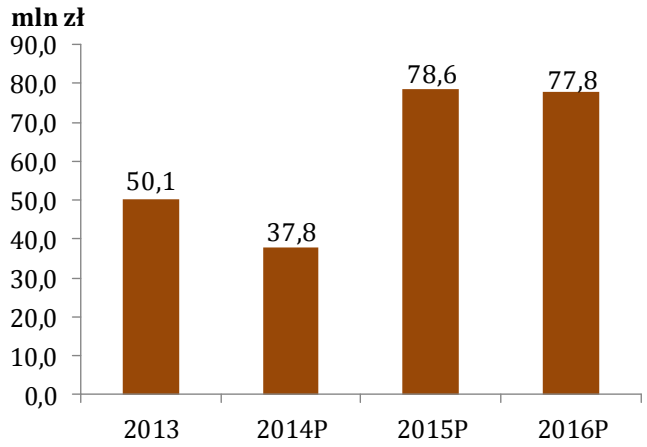
Projekty mieszkaniowe

Spółka posiada grunt we Wrocławiu (wartość księgowa w zapasach ok. 79 mln PLN), na którym można zrealizować ok. 3 tys. mieszkań. Wartość realizacji tego projektu może przekroczyć 1 mld PLN w okresie 5-7 lat. Jeżeli proces realizacji projektu będzie kontynuowany, to inwestycje mieszkaniowe mogą stać się w najbliższych latach jednym głównym przedmiotów działalności Rank Progress. Niemniej jednak, ze względu na wczesny etap projektu w naszych prognozach nie zakładamy znacznych nakładów inwestycyjnych ani przychodów z tego segmentu.

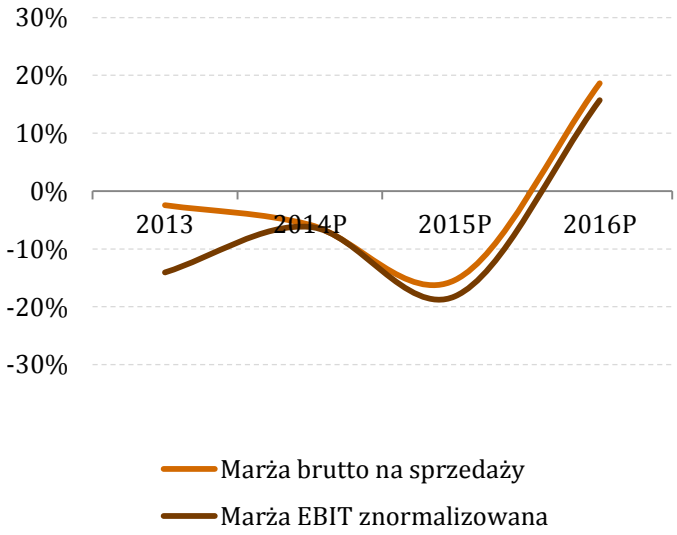
Przychody i marże

Rank Progress generuje przychody głównie z najmu powierzchni komercyjnych oraz w mniejszym stopniu z utylizacji odpadów komunalnych. Istotne zmiany poziomu prognozowanych przychodów wynikają z założeń co do sprzedaży obiektów inwestycyjnych. Prognozujemy, iż w 2016r Spółka osiągnie rentowność na poziomie brutto dzięki efektowi skali.

Struktura przychodów



Prognoza marżowości

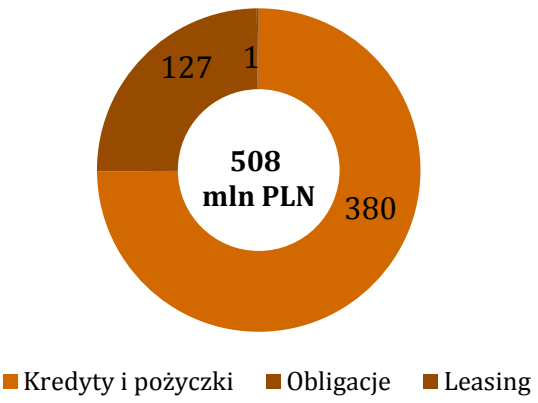


Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Zadłużenie

Spółka finansuje prowadzone projekty ze środków własnych (ok. 30%) oraz poprzez finansowanie zewnętrzne (70%). Finansowane zewnętrzne obejmuje głównie kredyty bankowe i obligacje, w mniejszym stopniu pożyczki i leasing finansowy. Na koniec 2013r. około 75% zadłużenia stanowiły kredyty pożyczki, natomiast około 25% instrumenty dłużne.

Struktura zadłużenia na 31.12.2013

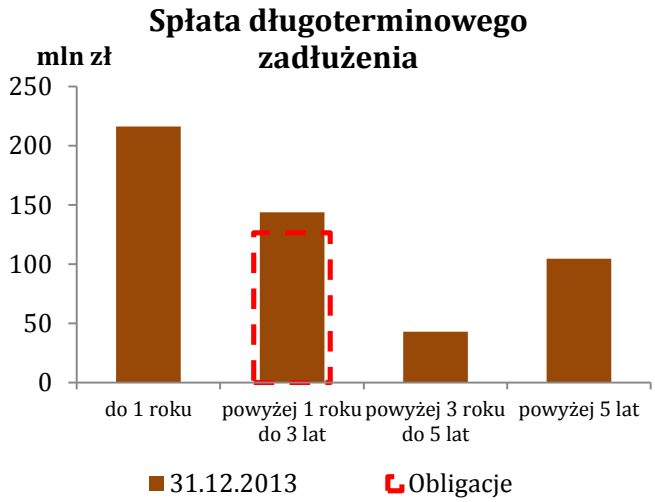


Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Struktura zadłużenia (krótko/długo terminowe)

Na koniec 2013r. 43% kredytów i pożyczek miała charakter krótkoterminowy, co oznacza, iż w 2013r. spółka będzie potrzebować około 216 mln PLN na spłatę tych zobowiązań. Sprzedaż Galerii Świdnickiej powinna wygenerować około 114,5 mln PLN wolnej gotówki. Biorąc jednak pod uwagę potrzeby inwestycyjne Spółki w kwocie szacowanej na 184 mln PLN, niezbędne będzie pozyskanie nowego finansowania.

Tak wysoki udział kredytów krótkoterminowych w strukturze zadłużenia wynika z tego, iż w 2014r. zapada większość kredytów zaciągniętych pod budowę Galerii Piastów. Aby poprawić strukturę finansowania, Spółka negocjuje refinansowanie wymienionych kredytów na kolejne lata.



Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Waluta

Na koniec 2013r. około 58% zadłużenia stanowiły kredyty w EUR, co jest naturalnym hedgingiem przychodów z najmu powierzchni w galeriach, które w większości są denominowane w EUR. Szacujemy, że na koniec 2013r. wartość kredytów w EUR wynosiła 294 mln PLN, vs. 29 mln PLN przychodów z najmu. Jednymi z kosztów wyrażonych w EUR w roku 2013 roku były odsetki od kredytów, które wyniosły 9,6 mln PLN co stanowiło 11% kosztów ogółem. Podkreślamy, iż transakcje sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych, również są rozliczane w EUR.

Spółka zabezpiecza swoje zobowiązania walutowe kontraktami IRS oraz kontraktami typu forward. Na koniec 2013r. Grupa posiadała dwa kontrakty IRS oraz 8 kontraktów terminowych forward zabezpieczających zmianę kursu EUR.

Obligacje

Spółka wyemitowała 131 750 obligacji serii D o wartości nominalnej 131 750 tys. PLN oraz 18 000 obligacji serii E o wartości nominalnej 18 000 tys. PLN. Obydwie serie zapadają 14 czerwca 2016r. Obligacje serii D są notowane na Calayst oraz BondSpot.

Celem emisji obligacji był wykup części obligacji serii C, dokończenie inwestycji w obecnie budowane galerie handlowe oraz w galerie, których budowa jest planowana w przyszłości, a także wkład własny w inwestycję polegającą na budowie zakładów termicznego przekształcania odpadów.

Obligacje serii D zostały zabezpieczone hipoteką łączną na nieruchomościach o wartości 197 273 tys. PLN zlokalizowanych w Katowicach, Legnicy, Wrocławiu, Zgorzelcu, Opolu, Olsztynie oraz Skarżysku - Kamiennej.

Zgodnie z kowenantem emisji obligacji serii D, zobowiązania z tytułu wyemitowanych przez nią obligacji nie mogą przekraczać kwoty 150 mln PLN, co w praktyce implikuje brak potencjału do kolejnych emisji obligacji do 14 czerwca 2016r, kiedy zapadają obligacje serii D i E, o ile nie zostałyby wykupione wcześniej.

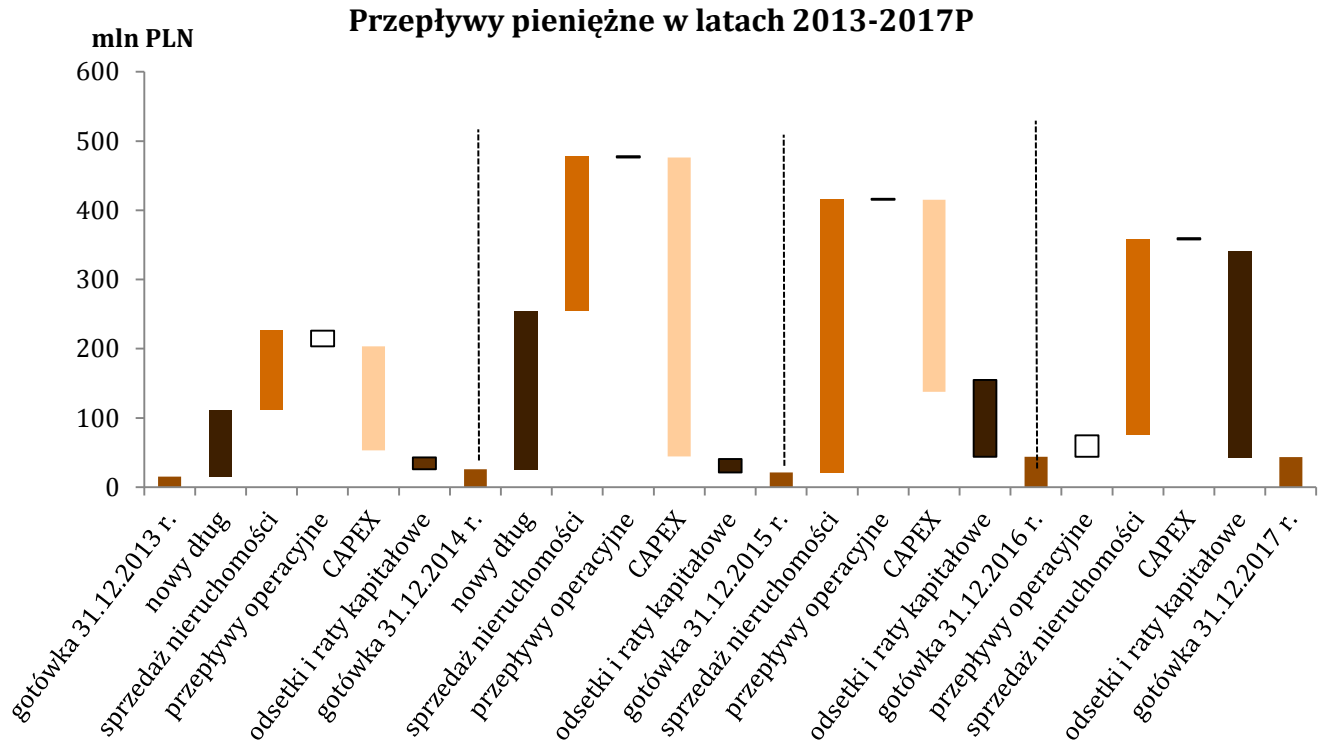
Zgodnie z warunkami emisji obligacji serii D, jeśli na podstawie rocznego lub półrocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego wskaźnik Dług/Kapitał Własny przekroczy 3,0x, zobowiązania z tytułu obligacji staną się wymagalne. Na koniec 2013r. wskaźnik ten wynosił 1,14x.

Płynność

Zarząd Spółki planuje szeroki program inwestycyjny, który zakłada poniesienie nakładów kapitałowych w wysokości 1,1 mld PLN w latach 2014-16P, z czego zapotrzebowanie na środki własne ocenia się na 30% planowanych nakładów natomiast pozostałe 70% nakładów będzie pochodzić ze źródeł zewnętrznych – głównie długoterminowych kredytów bankowych.

CAPEX finansowany długiem i gotówką generowaną ze sprzedaży nieruchomości - Założenia do naszych prognoz uwzględniają lekkie opóźnienia w realizacji projektów inwestycyjnych w związku z czym przewidujemy, iż spółka poniesie w tym okresie nakłady kapitałowe na poziomie 893 mln PLN. W związku z tym, że zgodnie z naszymi założeniami, w okresie prognozy spółka może generować ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, większość CAPEX-u będzie finansowana w oparciu o środki pozyskane ze sprzedaży nieruchomości oraz zwiększenia zadłużenia.

W naszej ocenie rodzi to ryzyko płynnościowe ponieważ dalsze inwestycje będą uzależnione od zrealizowanych transakcji sprzedaży nieruchomości.



Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Przy sporządzaniu prognoz założyliśmy przesunięcia sprzedaży obiektów w stosunku do planowanego przez Spółkę harmonogramu. Zakładamy sprzedaż Galerii Świdnickiej w 2014r, natomiast sprzedaż Pasażu Wiślanego w Grudziądzu, CH Brama Pomorza w Chojnicach oraz Pogodnego Centrum w Oleśnicy przewidujemy w 2015r.

Lokalizacja	Planowana sprzedaż - założenia Rank Progress	Planowana sprzedaż - założenia NWAI Dom Maklerski
Legnica	nie	nie
Jelenia Góra	nie	nie
Świdnica	2014	2014
Grudziądz	2014	2015
Chojnice	2014	2015
Oleśnica	0,5 roku	2015

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Rank Progress - prognozy danych finansowych

Rachunek zysków i strat (mln zł)

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Przychody netto ze sprzedaży	168,6	36,4	50,1	46,3	37,8	78,6
Koszty operacyjne	135,6	44,9	51,4	49,2	44,7	66,3
Zysk strata na sprzedaży	**33,0**	**-8,6**	**-1,3**	**-2,9**	**-6,9**	**12,3**
Zysk (strata) z nieruchomości inwestycy	115,8	13,1	20,4	62,1	83,5	87,3
EBITDA	**157,5**	**14,8**	**14,7**	**61,3**	**78,7**	**101,7**
EBITDA znormalizowana	**41,7**	**1,8**	**-5,7**	**-0,8**	**-4,8**	**14,4**
EBIT	**156,5**	**13,4**	**13,4**	**59,2**	**76,6**	**99,6**
saldo finansowe	-44,6	0,2	-27,3	-17,1	-19,7	-19,7
zysk przed opodatkowaniem	111,8	13,6	-13,9	42,1	56,9	79,9
podatek dochodowy	-39,8	-10,1	-3,0	-8,0	-10,8	-15,2
zysk netto	**151,7**	**23,7**	**-11,0**	**50,0**	**67,7**	**95,1**

Źródło: Prognozy NWAI Dom Maklersi

Bilans (mln zł)

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p
aktywa trwałe	**571,8**	**694,6**	**852,6**	**988,7**	**1 277,3**	**1 253,3**
wartości niematerialne i prawne	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
rzeczowe aktywa trwałe	4,6	5,6	19,5	18,7	18,8	18,9
nieruchomości inwestycyjne	521,2	622,6	757,2	887,8	1 177,4	1 144,7
aktywa obrotowe	**241,6**	**162,4**	**166,3**	**149,8**	**143,3**	**174,8**
zapasy	110,9	115,1	112,6	111,7	111,0	114,2
należności	102,4	34,7	28,0	25,9	21,1	43,9
inwestycje krótkoterminowe	28,3	11,1	24,1	10,7	9,6	15,0
aktywa razem	**967,6**	**859,4**	**1 019,0**	**1 138,6**	**1 420,6**	**1 428,0**
kapitał własny	486,6	456,3	445,3	495,4	563,1	658,2
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	480,9	403,1	573,6	643,2	857,5	769,8
zobowiązania i rezerwy długoterminow	369,1	259,6	301,7	408,5	507,6	511,6
kredyty i pożyczki	362,8	254,4	291,5	398,7	498,7	498,4
zobowiązania i rezerwy krótkoterminov	111,8	143,5	271,9	234,7	350,0	258,2
kredyty i pożyczki	49,7	110,9	216,3	205,6	334,4	243,2
pasywa razem	**967,6**	**859,4**	**1 019,0**	**1 138,6**	**1 420,6**	**1 428,0**

Źródło: Prognozy NWAI Dom Maklersi

Cash flow (mln zł)

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p
gotówka z działalności operacyjnej	-96,0	25,7	-8,3	-22,9	-1,9	-1,4
gotówka z działalności inwestycyjnej	166,9	54,8	-74,8	-69,8	-208,3	117,9
gotówka z działalności finansowej	-71,2	-97,8	87,3	88,3	209,1	-111,1
Zmiana gotówki netto	-0,3	-17,2	4,1	-4,4	-1,1	5,4

Źródło: prognozy NWAI Dom Maklerski

Wskaźniki (%)

	2011	2012	2013	2014p	2015p	2016p
zmiana sprzedaży		-78,4	37,9	-7,7	-18,3	107,9
zmiana EBITDA		-90,6	-0,7	315,9	28,5	29,3
zmiana EBIT		-91,4	-0,3	343,2	29,4	30,1
zmiana zysku netto		-84,4	n.a.	n.a.	35,3	40,5
marża EBITDA	93,4	40,8	29,4	132,4	208,2	129,4
marża EBIT	92,8	36,8	26,6	127,9	202,7	126,8
marża netto	90,0	65,1	-21,9	108,1	179,1	121,0
sprzedaż/aktywa	17,4	4,2	4,9	4,1	2,7	5,5
dług / kapitał własny	84,8	80,1	114,0	122,0	148,0	112,7
dług netto / EBITDA (x)	2,4	23,9	32,8	9,7	10,5	7,1
odsetki / EBIT	-28,5	1,2	-204,3	-29,0	-25,8	-19,8
stopa podatkowa	-35,6	-74,7	-21,3	-19,0	-19,0	-19,0
ROE		5,0	-2,4	10,6	12,8	15,6
ROA		2,6	-1,2	4,6	5,3	6,7
(dług) gotówka netto (mln PLN)	384,3	354,2	483,7	593,5	823,5	726,7

Źródło: prognozy NWAI Dom Maklerski

Objaśnienie używanej terminologii fachowej
Z-spread –teoretyczna wartość stopy procentowej, która po dodaniu do krzywej stóp natychmiastowych zrównuje zdyskontowane przepływy pieniężne z obligacji z ich ceną rozliczeniową
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
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

Stosowane metody wyceny
NWAI Dom Maklerski opiera się zasadniczo na dwóch metodach wyceny: metoda porównawcza (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobny-mi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor oraz analizą wybranych czynników uznanych za istotne) oraz wskaźnik Altmana EM-Score.
Zaletą stosowanej metody porównawczej jest znacząca liczba wykorzystywanych wskaźników oraz innych czynników, co umożliwia porównanie spółki lub jej instrumentów pod względem wielu aspektów. Wadą stosowanej metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętych wskaźników finansowych oraz subiektywność przy ocenie bezpośrednio niemierzalnych czynników, jak również brak możliwości bezwzględnej oceny analizowanych instrumentów czy emitenta.
Zaletą wskaźnika Altmana EM-Score jest jego powszechne stosowanie, które ułatwia interpretację wyników oraz umożliwia bezwzględną oceny aktualnej zdolności kredytowej emitenta. Do wad należy zaliczyć niewielką liczbę wskaźników, ich wrażliwość na różnego rodzaju przeszacowania oraz brak uwzględniania specyfiki branży. Należy zwrócić uwagę, że obie metody są niezależne od bieżących wycen rynkowych.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji
Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Zgodnie z wiedzą Analityków, przedstawiciele NWAI Dom Maklerski S.A. nie zasiadają w zarządzie, radzie nadzorczej spółki będącej przedmiotem niniejszego raportu. Inwestorzy powinni zakładać, że NWAI Dom Maklerski ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy niniejszy raport.
Analityk sporządzający niniejszy dokument nie posiada instrumentów finansowych opisywanych w tym raporcie, ani jakichkolwiek instrumentów pochodnych z nim związanych. Pomiędzy analitykiem i jego osobami bliskimi a spółką, której raport dotyczy nie występują jakiekolwiek powiązania.

Pozostałe klauzule
Niniejsza rekomendacja została sporządzona przez NWAI Dom Maklerski S.A. 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 Dom Maklerski jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAI Dom Maklerski, a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAI Dom Maklerski 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.
Niniejsza rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak NWAI Dom Maklerski nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania rekomendacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez NWAI Dom Maklerski bez uzgodnienia ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Rekomendacja mogła zostać udostępniona spółką jedynie w celu weryfikacji dotyczących jej faktów. NWAI Dom Maklerski nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. NWAI Dom Maklerski może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Aktualizacja niniejszej rekomendacji dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Rekomendacje wydawane przez NWAI Dom Maklerski obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane.

Niniejsza rekomendacja została w zamierzeniu przygotowana i przeznaczona 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 Dom Maklerski 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.

Załącznik 1

Capital Park

Capital Park			
Wypłata odsetek	09.07.14	09.01.15	09.07.15
czas do zapadalności (lata)	0,04	0,54	1,04
czynnik dyskontowy	0,999	0,986	0,975
stopa natychmiastowa	2,60%	2,53%	2,44%
Przepływy [PLN]	2,50	2,50	102,50
Zdyskontowane przepływy	2,50	2,47	99,93
Marża	5,0%		
Cena czysta	100,9		
odsetki	2,31		
Cena brudna	103,21		
YTM	6,52%		
Z-spread	**1,62%**		

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Capital Park						
Wypłata odsetek	13.12.14	13.06.15	13.12.15	13.06.16	13.12.16	13.06.17
czas do zapadalności (lata)	0,47	0,97	1,47	1,97	2,47	2,97
czynnik dyskontowy	0,988	0,977	0,965	0,953	0,941	0,928
stopa natychmiastowa	2,57%	2,45%	2,43%	2,46%	2,48%	2,51%
Przepływy [PLN]	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	102,75
Zdyskontowane przepływy	2,72	2,69	2,65	2,62	2,59	95,38
Marża	5,5%					
Cena czysta	100					
odsetki	0,17					
Cena brudna	100,17					
YTM	5,64%					
Z-spread	**2,92%**					

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Echo Investment

Echo ECH0515		
Wypłata odsetek	18.11.14	18.05.15
czas do zapadalności (lata)	0,40	0,90
czynnik dyskontowy	0,990	0,978
stopa natychmiastowa	2,59%	2,45%
Przepływy [PLN]	1 750	101 750
Zdyskontowane przepływy	1 732	99 540
Marża	3,5%	
Cena czysta	100 000	
odsetki	350,00	
Cena brudna	100 350	
YTM	3,95%	
Z-spread	**1,03%**	

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Echo ECH0417						
Wypłata odsetek	31.10.14	30.04.15	30.10.15	29.04.16	31.10.16	28.04.17
czas do zapadalności (lata)	0,35	0,85	1,35	1,84	2,35	2,84
czynnik dyskontowy	0,991	0,979	0,968	0,956	0,943	0,931
stopa natychmiastowa	2,59%	2,45%	2,43%	2,45%	2,47%	2,50%
Przepływy [PLN]	190	190	190	190	190	10 190
Zdyskontowane przepływy	188	186	184	182	179	9 491
Marża	3,8%					
Cena czysta	10 195					
odsetki	57					
Cena brudna	10 252					
YTM	3,32%					
Z-spread	**0,57%**					

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Echo ECH0618

Wypłata odsetek	19.06.14	19.12.14	19.06.15	18.12.15	16.06.16	19.12.16	19.06.17	19.12.17	18.06.18
czas do zapadalności (lata)	0,02	0,48	0,98	1,48	1,98	2,49	2,98	3,49	3,98
czynnik dyskontowy	0,857	0,988	0,976	0,965	0,953	0,940	0,928	0,915	0,903
stopa natychmiastowa	2,23%	2,57%	2,45%	2,43%	2,46%	2,48%	2,51%	2,54%	2,57%
Przepływy [PLN]	175	175	175	175	175	175	175	175	10 175
Zdyskontowane przepływy	150	173	171	169	167	165	162	160	9 186
Marża	3,5%								
Cena czysta	10 140								
odsetki	169,25								
Cena brudna	10 309								
YTM	3,64%								
Z-spread	**0,57%**								

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Echo ECH0219

Wypłata odsetek	19.08.14	19.02.15	19.08.15	19.02.16	19.08.16	20.02.17	18.08.17	18.02.18	20.08.18	19.02.19
czas do zapadalności (lata)	0,15	0,65	1,15	1,65	2,15	2,66	3,15	3,65	4,15	4,66
czynnik dyskontowy	0,996	0,984	0,972	0,961	0,948	0,936	0,924	0,911	0,898	0,886
stopa natychmiastowa	2,64%	2,50%	2,44%	2,43%	2,47%	2,49%	2,52%	2,55%	2,58%	2,61%
Przepływy [PLN]	180	180	180	180	180	180	180	180	180	10 180
Zdyskontowane przepływy	179	177	175	173	171	168	166	164	162	9 015
Marża	3,6%									
Cena czysta	10 000									
odsetki	126									
Cena brudna	10 126									
YTM	3,93%									
Z-spread	**0,96%**									

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

GTC

GTC 0418

Wypłata odsetek	31.10.14	01.05.15	31.10.15	01.05.16	31.10.16	01.05.17	31.10.17	30.04.18
czas do zapadalności (lata)	0,39	0,89	1,39	1,89	2,39	2,89	3,39	3,89
czynnik dyskontowy	0,990	0,978	0,967	0,955	0,943	0,930	0,918	0,905
stopa natychmiastowa	2,59%	2,45%	2,43%	2,45%	2,48%	2,50%	2,53%	2,56%
Przepływy [PLN]	200,00	200,00	200,00	200,00	200,00	3533,33	3533,33	3533,33
Zdyskontowane przepływy	198,00	195,69	193,4	190,95	188,51	3286,97	3242,95	3198,62
Marża	4,0%							
Cena czysta	9900							
odsetki	44,38							
Cena brudna	9944,38							
YTM	5,07%							
Z-spread	**2,28%**							

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

GTC 0319

Wypłata odsetek	31.10.14	01.05.15	31.10.15	01.05.16	31.10.16	01.05.17	31.10.17	01.05.18	10.09.18	11.03.19
czas do zapadalności (lata)	0,39	0,89	1,39	1,89	2,39	2,89	3,39	3,89	4,25	4,75
czynnik dyskontowy	0,990	0,978	0,967	0,955	0,943	0,930	0,918	0,905	0,896	0,883
stopa natychmiastowa	2,59%	2,45%	2,43%	2,45%	2,48%	2,50%	2,53%	2,56%	2,58%	2,62%
Przepływy [PLN]	225,00	225,00	225,00	225,00	225,00	225,00	225,00	3558,33	3558,33	3558,33
Zdyskontowane przepływy	222,75	220,16	217,5	214,82	212,07	209,31	206,51	3221,00	3188,16	3142,34
Marża	4,5%									
Cena czysta	10100									
odsetki	49,93									
Cena brudna	10149,9									
YTM	4,99%									
Z-spread	**2,16%**									

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Rank Progress

Rank Progress RNK0616

Wypłata odsetek	15.12.14	16.05.15	14.12.15	14.06.16
czas do zapadalności (lata)	0,47	0,89	1,47	1,97
czynnik dyskontowy	0,988	0,978	0,965	0,953
stopa natychmiastowa	2,57%	2,45%	2,43%	2,46%
Przepływy [PLN]	28	28	28	1 028
Zdyskontowane przepływy	27	27	27	979
Marża	5,5%			
Cena czysta	980			
odsetki	1			
Cena brudna	981			
YTM	6,80%			
Z-spread	**4,05%**			

Źródło: Dane emitenta, szacunki NWAI Dom Maklerski

Załącznik 2

Metodologia - Analiza Porównawcza

Przeprowadzona przez nas analiza porównawcza składa się z dwóch części analizy biznesowej oraz analizy finansowej. Wybrane spółki analizowaliśmy pod kątem szeregu wybranych czynników nadając im punkty od 1 (najniższa ocena) do 4 (najwyższa ocena). Każdą z części zakończyliśmy poprzez wyliczenie średniej ważonej z nadanej punktacji. Podobnie ostateczna ocena to średnia ważona części biznesowej oraz finansowej.

Analiza finansowa

Na potrzeby analizy wybraliśmy 11 wskaźników dotyczących zadłużenia, rentowności i zdolności generowania gotówki, którym również nadaliśmy wagi (wskaźnikom charakteryzującym zdolność generowania gotówki - 50% ; wskaźnikom zadłużenia - 30%; wskaźnikom rentowności - 20%). Dodatkowo z racji spadającej w czasie przewidywalności wyników, największy wpływ na naszą ocenę mają prognozowane wskaźniki na 2014 r. (40%) oraz 2015 (35%) zaś mniejszą na 2016 (25%).

Analiza biznesowa

W tej części analizy skupiliśmy uwagę na najważniejszych w naszej ocenie czynnikach determinujących ocenę ryzyka ponoszonego przez obligatariuszy. Porównanie analizowanych spółek dotyczyło: dywersyfikacji przychodowej, źródeł generowanej gotówki, elastyczności finansowej spółek jak również rodzajom udzielonych zabezpieczeń.