

**Capital Park – analiza, 25 września 2016 r.**

**Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl**

*Autor prowadzi bloga [rynekobligacji.com](http://rynekobligacji.com)*

## **Przegląd wyników grupy Capital Park po sześciu miesiącach 2016 roku**

Capital Park to duży, notowany na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, deweloper komercyjny. Obecnie posiada lub zarządza portfelem nieruchomości obejmującym 73 projekty o łącznej powierzchni ok. 249 tys. m<sup>2</sup>, zlokalizowanych w całej Polsce.

Na 30 czerwca 2016 r. wartość portfela nieruchomości grupy przekroczyła 2 mld zł. Pozytywne dla obligatariuszy jest, że 80 proc. tej wartości stanowią nieruchomości już ukończone. Do najważniejszych, ukończonych obiektów Capital Park, należy zaliczyć:

- I** Eurocentrum Office Complex – budynki biurowe o wartości w księgach Capital Park 821 mln zł, wynajęte w 82 proc. We wrześniu 2015 roku zarząd poinformował o wystawieniu kompleksu budynków na sprzedaż i poszukiwaniu potencjalnego nabywcy, wg założeń zarządu do transakcji powinno dojść w 2016 roku.
- I** Royal Wilanów – również ukończony kompleks biurowo-handlowy o wartości w księgach grupy wynoszącej 415 mln zł, wynajęty w 79 proc. Obiekt również może zostać sprzedany, wg założeń do 2018 roku.
- I** Grupa posiada 15 proc. udziałów oraz zarządza funduszem zamkniętym FIZ AN, który liczy 39 lokali typu high-street.

Ostatnim dużym projektem, będącym w fazie przygotowań do rozpoczęcia inwestycji, jest ArtN (wartość w księgach grupy to 294 mln zł), projekt zagospodarowania przemysłowego terenu Dawnej Fabryki Norblina przy ul. Żelaznej w Warszawie, łączący funkcje biurowe i handlowe.

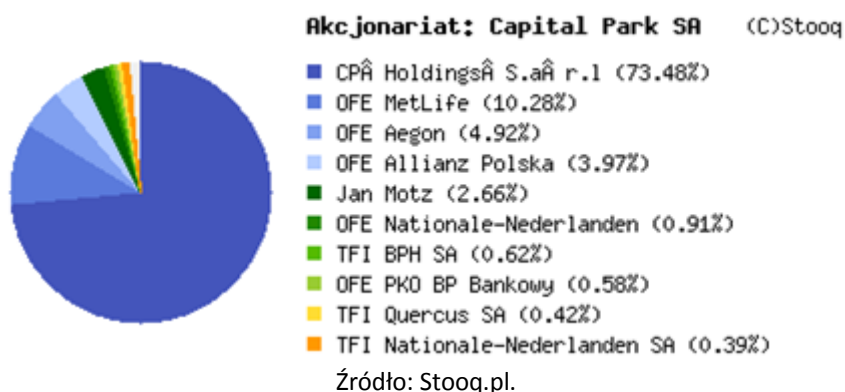
Co jest ważne dla wierzycieli grupy (czyli posiadaczy obligacji), to fakt, że już sama wycena gotowych obiektów Eurocentrum i Royal Wilanów znacznie przewyższa zobowiązania finansowe grupy. Pozycja właścicieli obligacji, szczególnie tych o nieodległych terminach zapadalności, wydaje się komfortowa. Spłata dalszych zobowiązań zapewne będzie mocniej powiązana z ewentualnym sukcesem realizacji projektu ArtN. Warto zaznaczyć, że grupa postępuje w tym przypadku ostrożnie, przed faktycznym rozpoczęciem prac związanych z ArtN dopina najemców i kredytowanie bankowe.

Spójrzmy jeszcze na wartość giełdową (kapitalizację) grupy Capital Park:



Źródło: Stooq.pl.

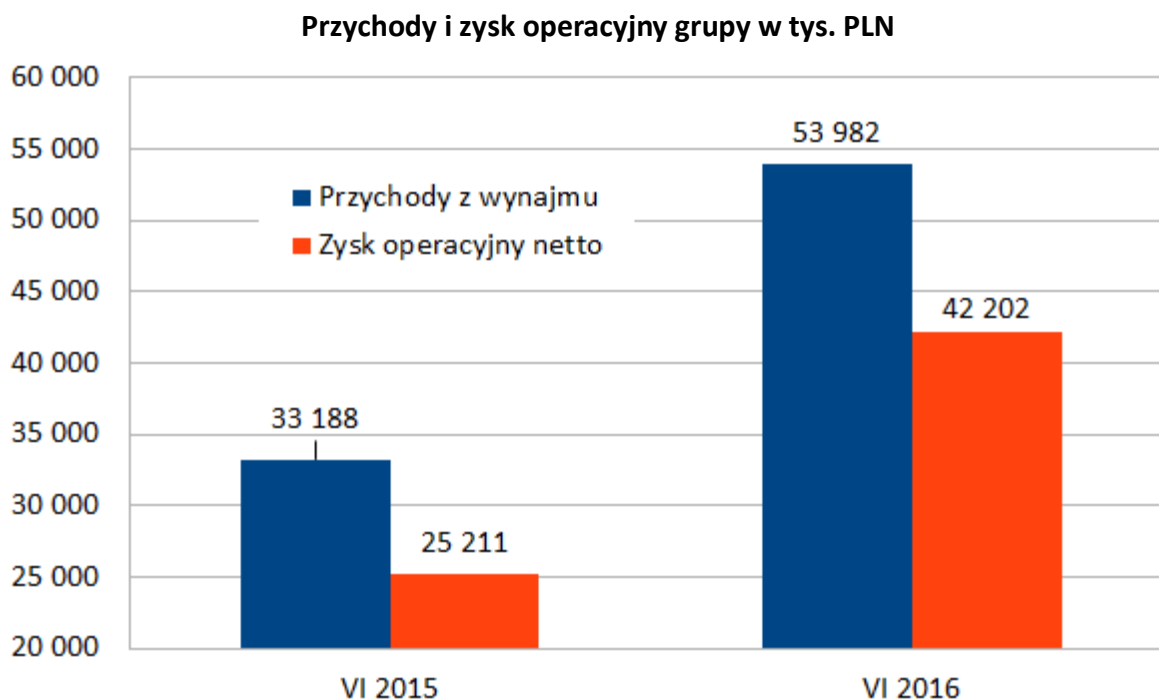
Akcjonariusze wyceniają grupę Capital Park na historycznie wysokich poziomach. Warto jednak zwrócić uwagę, że wycena 700 mln zł to nadal mniej niż kapitały własne spółki (czyli upraszczając, rynek zakłada, że faktyczna wartość obiektów grupy jest mniejsza od księgowej). Wreszcie warto zwrócić uwagę na stosunkowo niewielki free float, czyli liczbę akcji w wolnym handlu.



Zaledwie niecałe 2 proc. całkowitej liczby akcji jest poza portfelami właścicieli i funduszy, co może mieć wpływ na efektywność wyceny giełdowej grupy.

### Przegląd wyników I półrocza 2016

Pierwszym poziomem rozpatrywania wyników Capital Park jest przychód i zysk z wynajmu posiadanych nieruchomości. Ponieważ 26 lutego 2016 roku grupa otrzymała decyzję o pozwoleniu na użytkowanie II etapu inwestycji Eurocentrum (budynek Delta) o powierzchni użytkowej 31,8 tys. m<sup>2</sup>, a w III kwartale 2015 roku oddany do użytkowania został Royal Wilanów, to przychody z wynajmu dynamicznie rosną.



Źródło: raporty finansowe emitenta.

Większość portfela stanowią gotowe, pracujące nieruchomości, stąd widoczny solidny wzrost na poziomie przychodów z wynajmu, czy zysku na tym wynajmie.

Na wynik netto grupy Capital Park w pierwszym półroczu 2016 roku silny wpływ miało umocnienie kursu EUR/PLN. Kurs EUR/PLN na 31 grudnia 2015 roku wynosił 4,2615, natomiast na koniec drugiego kwartału 2016 roku 4,4255. Taki wzrost kursu spowodował zysk na wycenie nieruchomości w kwocie ponad 50 mln zł. Wynika to z faktu, że wycena większości nieruchomości inwestycyjnych jest denominowana w EUR, w związku z tym, że czynsze stanowiące podstawę tejże wyceny są również denominowane w EUR. Z kolei stratę grupa odnotowała na poziomie wyceny instrumentów finansowych (czyli zabezpieczenia kursów walut dla zaciągniętych kredytów).

W konsekwencji w I półroczu 2016 roku grupa odnotowała 8,3 mln zł zysku netto, wobec 39 mln straty w I półroczu 2015 (ale już cały rok 2015 Capital Park zakończył zyskiem netto 56 mln zł).

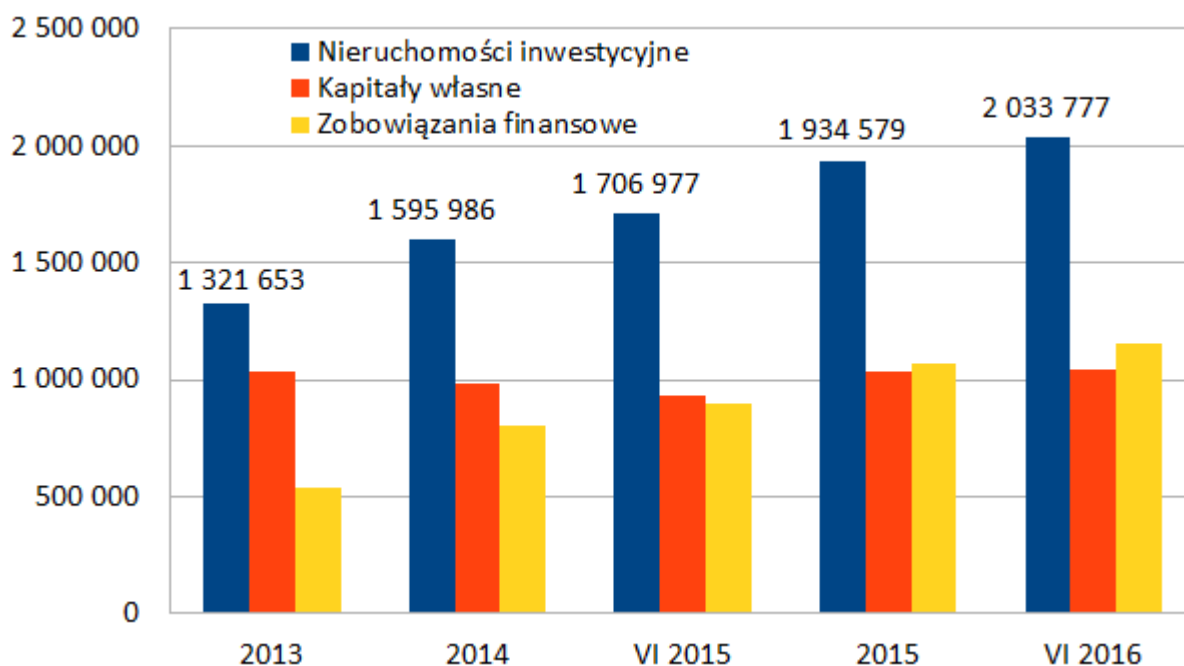
Tak jak wspomniałem, sam zysk netto jest pochodną wielu czynników, niekoniecznie związanych z biznesem operacyjnym spółki (np. kursy EUR/PLN). Nas bardziej interesuje jednak stopień wynajęcia powierzchni w nieruchomościach grupy, realność wyceny tych nieruchomości, a w konsekwencji możliwość ich sprzedaży po cenach zbliżonych do bilansowych. Interesuje nas również sama analiza bilansu.

### ***Analiza bilansu***

91 proc. aktywów stanowią nieruchomości inwestycyjne (czyli posiadane projekty), kolejne 5 proc. to gotówka, tak więc można stwierdzić, że (o ile projekty są prawidłowo wyceniane w księgach) aktywa grupy wyglądają poprawnie, brak jest większych „niepracujących” pozycji.

Ponieważ w żadnym stopniu nie czuję się na siłach sprawdzić realność wycen nieruchomości stosowanych przez Capital Park (poza tym wiemy, że te wyceny mocno zależą od kursów EUR/PLN), to pozostaje sprawdzić w jakim stopniu grupa partycypuje w finansowaniu tych projektów.

**Nieruchomości inwestycyjne i źródło ich finansowania w tys. PLN**



Źródło: raporty finansowe emitenta.

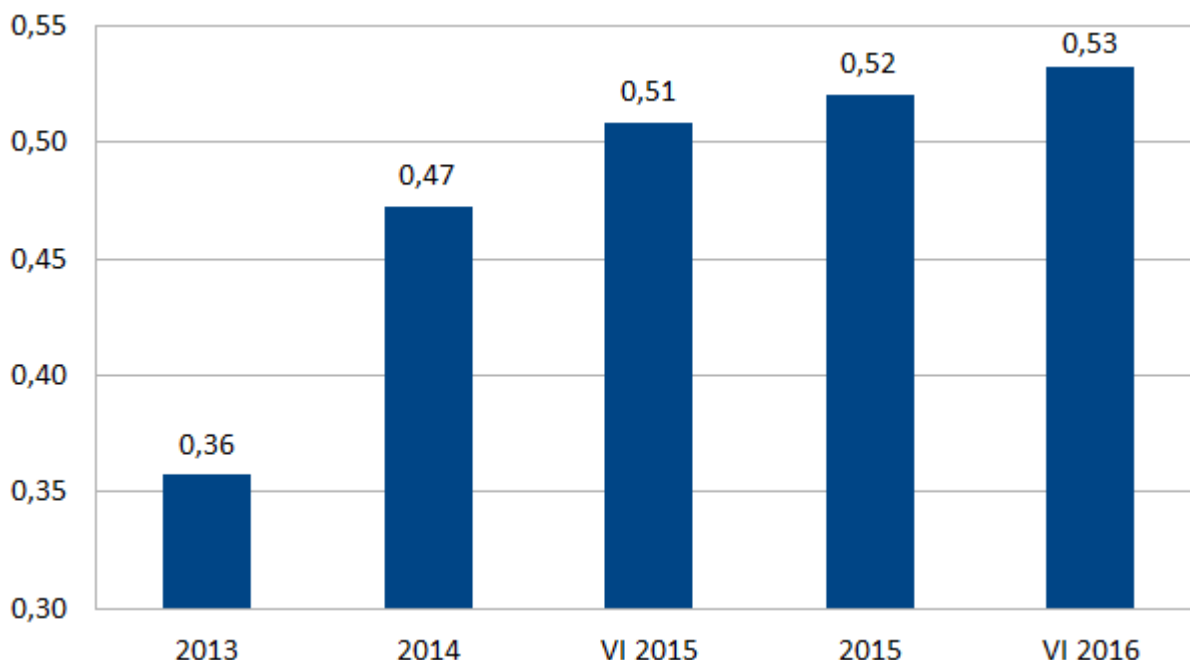
Jak widzimy, wartość projektów systematycznie rośnie, co oczywiście ma uzasadnienie, bo jeszcze rok temu część z projektów była w budowie, a teraz większość jest gotowa i generuje przychody z wynajmu.

Wzrost aktywów finansowany jest przede wszystkim przez wzrost zobowiązań finansowych (z 540 mln zł na koniec 2013 roku do 1,15 mld zł na koniec czerwca 2016 roku), ale i tak obecnie wartość zobowiązań zbliżona jest do wartości kapitałów – finansowanie obiektów rozkłada się po równo pomiędzy wierzycieli i właścicieli.

Będąc przy zobowiązaniach, niedawno Capital Park poinformował, że podpisał z Bank of China sześcioletnią umowę kredytową na 124 mln euro na refinansowanie projektu Eurocentrum. Umowa jest ciekawa z kilku względów. Po pierwsze prestiżowo – to jedna z pierwszych transakcji Bank of China w Polsce, po drugie oznacza niższe koszty finansowania, a po trzecie sześcioletni okres spłaty to termin dalszy, niż zapadalność obligacji Capital Park.

Również obserwując wskaźnik zadłużenia grupy, który wprawdzie rośnie, ale raczej powoli i do tego mieści się w ogólnie przyjętych normach, nie wygląda, aby obligatariusze powinni mieć powody do niepokoju.

**Wskaźnik zadłużenia grupy Capital Park**

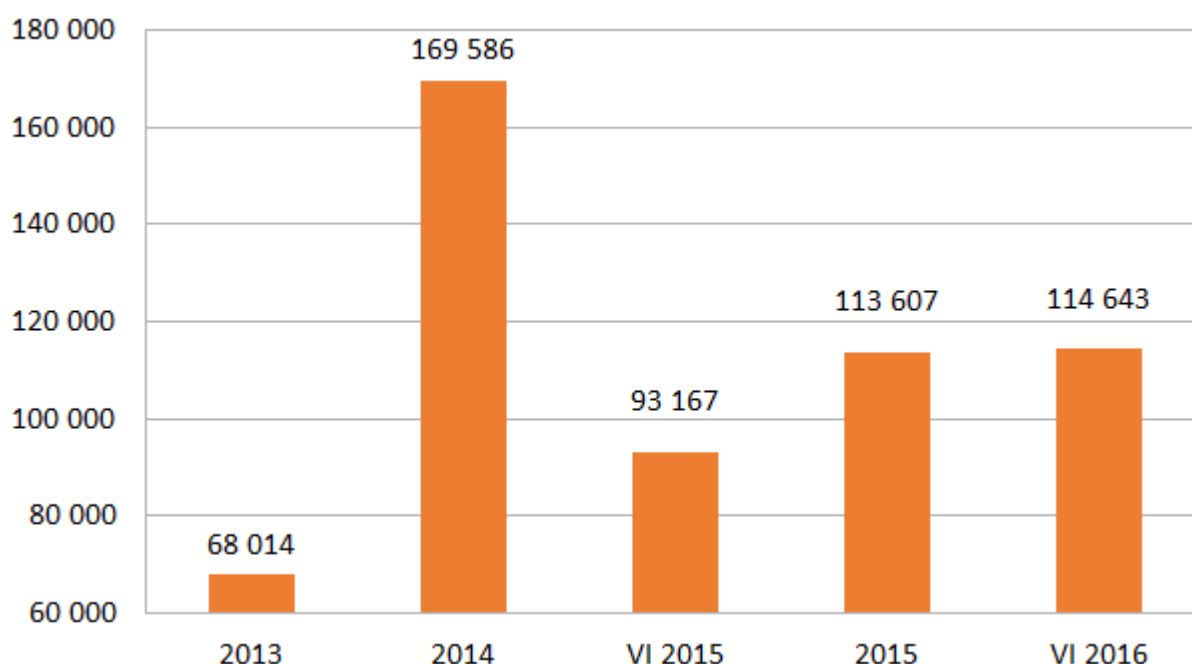


Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych emitenta.

Oczywiście potencjalna sprzedaż projektów Eurocentrum i Royal Wilanów, a dokładnie gotówka z tej sprzedaży, znacznie poprawiła by ten wskaźnik dla grupy Capital Park.

Jeżeli do tego dodamy fakt, że grupa systematycznie utrzymuje na rachunkach pewien poziom bezpieczeństwa w zakresie posiadanych środków pieniężnych (choć część to środki o ograniczonej możliwości dysponowania), to sytuacja prezentuje się zadowalająco.

**Środki pieniężne w grupie Capital Park**



Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych emitenta.

Podsumowując, wyniki Capital Park nie dają powodu do większych niepokojów, przed grupą trudne zadanie maksymalnej komercjalizacji posiadanych gotowych projektów (biurowce Eurocentrum i obiekt handlowo-biurowy Royal Wilanów) i ich sprzedaży za ceny zbliżone do bilansowych. W dalszym okresie sukces Capital Park i bezpieczeństwo obligatariuszy nierozdzielnie będą związane z powodzeniem projektu ArtN. Na razie wygląda na to, że grupa rozsądnie i systematycznie przygotowuje się do startu tego projektu, tak aby minimalizować ryzyko niepowodzenia.

Bilansowo sytuacja grupy Capital Park również wygląda korzystnie, tutaj kluczem będzie potwierdzenie wycen projektów przy ewentualnej ich sprzedaży.

---

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

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

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

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

#### **Konflikt interesów**

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