

Capital Park

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Capital Park („Capital Park”, „spółka”) po wynikach za 3Q17 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Strategią spółki jest utrzymywanie nieruchomości na bilansie i funkcjonowanie w formule zbliżonej do REIT, co przekłada się na wyższe wskaźniki zadłużenia niż w przypadku deweloperów budujących nieruchomości z celem ich sprzedaży. Dług netto do aktywów na koniec 3Q17 dla Capital Park wyniósł 0,48x, a więc poniżej kowenantu ustanowionego na obligacjach w EUR (0,6x).
- Portfel nieruchomości Capital Park ma wartość bilansową 2 mld zł i składa się z 63 projektów. Do kluczowych aktywów Capital Park należą ukończone projekty Eurocentrum (872 mln zł) oraz Royal Wilanów (429 mln zł), a także ArtN (docelowo 1,2 mld zł). 47 nieruchomości o łącznej wartości 328 mln zł znajduje się w dwóch funduszach REIA, które spółka konsoliduje metodą pełną ze względu na sprawowaną kontrolę, pomimo mniejszościowych udziałów.
- Spółka szacuje, że po 3Q17 budowa ArtN będzie wymagała jeszcze 734 mln zł nakładów, z czego 78 mln zł ma być sfinansowane wkładem własnym (m.in. obligacjami), a reszta kredytem. Dodatkowo, Capital Park spodziewa się poniesienia jeszcze 214 mln zł na budowę: Crowne (190 mln zł, w tym 30 mln zł wkład własny) oraz Neptun House (24 mln zł).
- W 3Q17 spółka zrefinansowała część obligacji „złotowych” obligacjami w EUR, co pozwoliło jej ograniczyć średnie oprocentowanie obligacji do 4,9% z 6,2% w 1H17. Capital Park planuje kolejne refinansowanie na kwotę 35-40 mln EUR, co powinno pozwolić obniżyć koszt długu obligacyjnego do ok. 4,1%.
- Według naszych szacunków, spółka po planowanej emisji obligacji będzie w stanie zrealizować planowane inwestycje, z których ostatnia ma zostać oddana do użytku w 2020 r. Szacunkowy dług netto do aktywów po ukończeniu projektów wynosił będzie ok. 0,53x. W naszych szacunkach zakładamy spłaty kapitałowe kredytów, ale zakładamy refinansowanie obligacji w EUR i konserwatywnie nie zakładamy zwiększania LTV na ukończonych projektach. Zwracamy uwagę, że potencjalne zrefinansowanie kredytów na wyższe LTV pozwoliłoby spółce uwolnić gotówkę, która mogłaby np. posłużyć na spłatę obligacji.
- Gros części kapitałowej kredytów (836 mln zł) przypada na okres po zapadalności obligacji. Dodatkowo, do zapadalności euroobligacji wygasają jedynie 2 kredyty o łącznym saldzie 137 mln zł na koniec 3Q17. Większy z kredytów o saldzie 105 mln zł przypisany jest do REIA I. Spodziewamy się refinansowania kredytu, jednocześnie zaznaczając, że spółka ma 15% udział w funduszu, a zobowiązania REIA nie są gwarantowane przez Capital Park, dlatego uważamy harmonogram spłat kredytów za korzystny dla obligatariuszy.

PROFIL SPÓŁKI:

Inwestor i deweloper na rynku nieruchomości, głównie komercyjnych. Wynajmuje 54 projekty o pow. 170 tys. m², z czego 2 największe w Warszawie mają łączną pow. 120 tys. m². Wartość całego portfela to 2,2 mld zł, z czego 81% to projekty ukończone.

Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
CAP0318	11	4,73%
CAP0618	33	5,16%
CAP0818	2	2,48%
CAP0419	15	5,13%
CAP0320	*9	n.d.
CAP0420	*91	4,14%
Suma	161	

*Przy kursie EURPLN = 4,25

Istotne wydarzenia od ostatniego raportu Michael/Ström DM o Capital Park

Capital Park zawarł umowę kredytu z Pekao na finansowanie budowy ArtN. Maksymalna wysokość kredytu wynosi 159,3 mln EUR. Spółka oczekuje, że nakłady poniesione na budowę tego projektu po 30.09.2017 r. wyniosą 734 mln zł, z czego 78 mln zł zdaniem spółki zostanie sfinansowane wkładem własnym (w tym obligacjami), podczas gdy w Raporcie kredytowym z października 2017 r. spodziewaliśmy się wkładu własnego rzędu 100 mln zł.

Spółka nabyła nieruchomość zlokalizowaną przy ul. Belgradzkiej na warszawskim Ursynowie o łącznej powierzchni użytkowej 3,5 tys. m², która składa się z 9 lokali użytkowych. Łączna cena nabycia inwestycji wyniosła 24,0 mln zł (ok. 6,9 tys. zł / m²). W związku z zakupem nieruchomości spółka zaciągnęła kredyt inwestycyjny na kwotę 4,8 mln EUR (ok. 20,4 mln zł).

Analiza finansowa wyników za 3Q17

Rachunek Zysków i Strat

W 3Q17 przychody z wynajmu podstawowego wyniosły 33 mln zł, co oznacza wzrost o 16% r/r oraz 9% kw/kw (w EUR odpowiednio +18% r/r oraz +8% kw/kw). W skali roku przychody wzrosły 4,5 mln zł, z czego dodatkowy 1,0 mln zł wygenerowały nieruchomości w funduszach, a 3,5 mln zł nieruchomości będące w 100% własnością Capital Park. Należy się spodziewać dalszego wzrostu przychodów w przyszłości, ponieważ na 7.11.2017 r. poziom komercjalizacji ukończonych budynków wynosił 89%, z czego póki co 82% wybudowanej powierzchni generowało przychód (pozostałe 7% GLA stanowią powierzchnie wynajęte, które jeszcze nie zostały zajęte przez najemców).

FFO w 3Q17 wyniosło 10,6 mln zł, tj. więcej o 1,8 mln zł kw/kw oraz 1,4 mln zł r/r. Wzrost FFO w skali roku był o 3,1 mln zł mniejszy w porównaniu ze wzrostem przychodów, co wynikało przede wszystkim z wyższych w 3Q17 kosztów funkcjonowania spółek celowych (+1,4 mln zł r/r), kosztów odsetkowych (+1,3 mln zł) oraz kosztów ogólnego zarządu (+1,0 mln zł).

Bilans

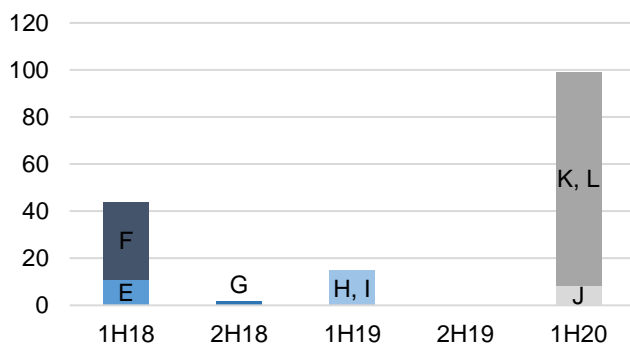
Suma bilansowa w 3Q17 wzrosła o 55 mln zł i na koniec września 2017 r. wyniosła 2 429 mln zł. Za wzrost aktywów odpowiadały przede wszystkim nieruchomości inwestycyjne (+87 mln zł kw/kw), których wzrost został częściowo zrekompensowany spadkiem środków pieniężnych do 133 mln zł (-42 mln zł kw/kw). Szacujemy, że wzrost nieruchomości wynikał w głównej mierze ze wzrostu kursu EURPLN (ok. +40 mln zł) oraz zakupu nieruchomości przy ul. Belgradzkiej (+24 mln zł). Dodatkowo, spółka dokonała nakładów inwestycyjnych na łączną kwotę 14,3 mln zł. Szacujemy, że pozostała kwota (ok. 8,7 mln zł) odpowiadająca za wzrost nieruchomości wynika z przeszacowania nieruchomości, z czego ok. 6,9 mln zł stanowił ArtN.

Po stronie pasywów widoczny był wzrost kapitałów własnych o 28 mln zł w 3Q17 oraz zobowiązań o 27 mln zł. Zwracamy uwagę, że te wzrosty wynikały głównie z umocnienia się kursu EURPLN. Dodatkowo, zmieniła się nieco struktura zobowiązań, ponieważ w 3Q17 zostały zrefinansowane obligacje (w 3Q17 saldo spadło o 49 mln zł kw/kw) oraz kredyt na Royal Wilanów (łączne saldo kredytów wzrosło o 74 mln zł kw/kw), a także zaciągnięty został kredyt na nieruchomości przy ul. Belgradzkiej. Na koniec 3Q17 dług brutto wyniósł 1 295 mln zł, z czego 1 135 stanowiły kredyty i inne

zobowiązania finansowe, a 160 mln obligacje. Dług netto na koniec 3Q17 wyniósł 1 162 mln zł (+67 mln zł kw/kw) i stanowił 48% aktywów.

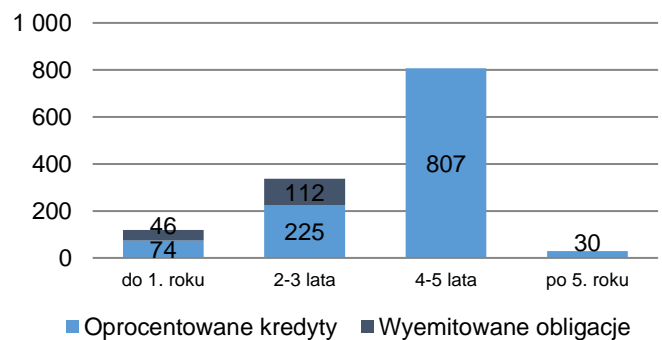
Zwracamy uwagę, że gros części kapitałowej kredytów (836 mln zł) przypada w okresie od 3 lat (liczonym od końca września 2017 r.) i później, a więc po zapadalności obligacji. Dodatkowo, spośród 299 mln zł przypadających w ciągu 3 lat (do końca 3Q20) wygasają jedynie 2 kredyty o łącznym saldzie 137 mln zł na koniec 3Q17. Pierwszym z nich jest kredyt w Getin Noble Bank o saldzie 32 mln zł. Z kolei drugi kredyt o saldzie 105 mln zł przypisany jest do REIA I. Spodziewamy się, że kredyt ten w całości zostanie zrefinansowany. Warto zwrócić uwagę, że Capital Park ma znikomy udział w REIA I, a zobowiązania z tego funduszu nie są w żaden sposób gwarantowane przez spółkę, a mimo to Capital Park konsoliduje całość tego kredytu.

Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji (mln zł)



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Wykres: Zapadalność zobowiązań finansowych (mln zł)



Źródło: Dane spółki

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 24.11.2017 r.

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**”), adres: Al. Jerozolimskie 134, 02-305 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS 0000347507, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o wpłaconym kapitale zakładowym w wysokości 815 591,49 PLN, adres e-mail: kontakt@michaelstrom.pl.

Raport nie stanowi sugestii jakiegokolwiek zachowania inwestycyjnego i nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej. Raport sporządzony został tylko i wyłącznie na podstawie publicznie dostępnych danych i nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie koniecznych do oceny jego sytuacji finansowej ani do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

W ocenie Domu Maklerskiego raport sporządzony został z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w raporcie.

Przed opublikowaniem raportu został przekazany do Emitenta.

Raport:

- skierowany jest tak do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t. j.: Dz. U. z 2017 r. poz. 1219) i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
 - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t. j. : Dz.U. z 2017 r. poz. 459),
 - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów
 - porady inwestycyjnej,
 - usługi doradztwa inwestycyjnego.

Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoby przygotowujące raport nie są zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoby przygotowujące raport i osoba blisko z nimi związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2015 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t. j. : Dz.U. z 2016 poz.1636), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.
- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski nie pełnił funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.

- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora dla Emitenta.
- Dom Maklerski otrzymuje obecnie wynagrodzenia od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitenta posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem.
- Dom Maklerski nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań, występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązanym a Emitentem.
- Autorzy raportu ani Dom Maklerski nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów, pracownicy Domu Maklerskiego lub osoby z nimi powiązane posiadają takie instrumenty finansowe lub zamierzają je nabyć lub zamierzają je zbyć.

Dom Maklerski dąży do unikania konfliktów interesów ze swoimi Klientami oraz pomiędzy nimi, w szczególności poprzez regulacje wewnętrzne w tym „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Michael/Ström Dom Maklerski sp. z o.o.”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. www.michaelstrom.pl.

Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.

Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany lub w jakikolwiek sposób konsultowany z Komisją Nadzoru Finansowego.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl