

Grupa kapitałowa Ghelamco – analiza, 19 kwietnia 2017 r.

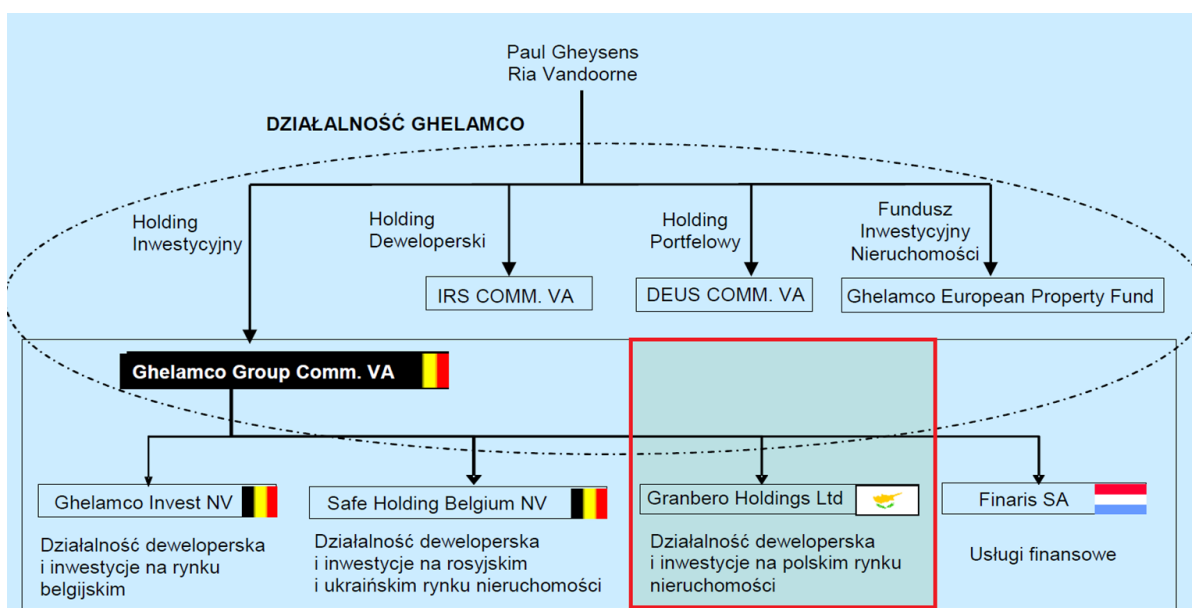
Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.com

Analiza wyników gwaranta Ghelamco Invest

Ghelamco to jeden z wiodących międzynarodowych deweloperów, działających w segmencie nieruchomości biurowych, mieszkaniowych, handlowych, centrów logistycznych i magazynowych oraz projektów wypoczynkowych. Grupa działa w Polsce, Belgii, Ukrainie oraz w Rosji.

Dla przypomnienia, struktura całej grupy wygląda następująco:



Głównym właścicielem grupy jest Belg, pan Paul Gheysens. W grupie pracuje również dwóch jego synów, stopniowo przejmując kolejne kompetencje. Działalność Ghelamco prowadzona jest w ramach trzech holdingów.

Holding Inwestycyjny – to projekty deweloperskie. W jego ramach funkcjonują grupy działające w Belgii (Ghelamco Invest NV), Rosji i na Ukrainie (Safe Holding Belgium NV) i w Polsce (Granbero Holdings Ltd). W ramach Granbero Holdings funkcjonuje emitent obligacji na rynku polskim – spółka celowa Ghelamco Invest Sp. z o.o. Poręczycielem obligacji jest właśnie grupa Granbero Holdings (zaznaczona czerwoną ramką) i to właśnie jej wyniki są przedmiotem analizy. Pisząc w analizie o Ghelamco (lub używając określenia Grupa, Spółka, polskie Ghelamco) mam na myśli właśnie Granbero Holdings.

Holding Deweloperski – są to podmioty świadczące usługi budowlane, inżynierskie i deweloperskie na rzecz Holdingu Inwestycyjnego (w tym polskiego Ghelamco).

Holding Portfelowy – pozostałe rodzaje działalności i inwestycje w nieruchomości, nie alokowane do powyższych.

Pod koniec 2016 roku został utworzony również **Fundusz Inwestycyjny Nieruchomości** (Ghelamco European Property Fund), którego celem ma być utrzymywanie w portfelu przez dłuższy czas ukończonych projektów jako generujących dochód. Wg mojej wiedzy znajduje się w nim aktualnie kilka ukończonych projektów z Belgii. Fundusz można przyrównać do pojawiających się właśnie na rynku w Polsce REIT-ów. I zapewne otwiera on grupie Ghelamco dodatkowe możliwości manewru w zakresie pozyskania finansowania – inwestor lokuje środki w fundusz grupujący projekty ukończone i realizujące stabilne przepływy pieniężne.

Rok 2016 dla Ghelamco można określić jako bardzo dobry, zarówno w zakresie wyników finansowych, ale również jakości dostarczanych projektów, co potwierdziły otrzymywane nagrody. Między innymi:

- W marcu 2017 Warsaw Spire został uhonorowany główną nagrodą w plebiscycie najlepszych inwestycji biurowo-biznesowych MIPIM Awards, najbardziej prestiżowym konkursie w branży nieruchomości. Warsaw Spire wygrał w kategorii najlepszych inwestycji biurowych, wyprzedzając projekty z Londynu, Rzymu i Shenzhen.
- W Polsce, założyciel, prezes i dyrektor generalny Ghelamco, Paul Gheysens, otrzymał nagrodę za całokształt osiągnięć w dziedzinie nieruchomości oraz nagrodę Wektora przyznaną przez Pracodawców Rzeczypospolitej Polskiej.
- Warsaw Spire, najwyższy wieżowiec w Europie Środkowo-Wschodniej, został wybrany przez „Warsaw Business Journal” inwestycją roku, a także zdobył wyróżnienie w kategorii komercyjnych inwestycji wielopoziomowych przyznane przez międzynarodowe jury w ramach konkursu International Property Awards.
- Podczas konkursu branży nieruchomości CIJ Awards Spire został również wybrany najlepszą inwestycją biurową oraz najbardziej ekologicznym budynkiem. Na tej samej uroczystości Spółka Ghelamco otrzymała nagrodę dla dewelopera roku. Taką samą nagrodę Ghelamco odebrała na gali Eurobuild Awards oraz EuropaProperty CEE Investment & Green Building Awards.

W zakresie biznesu Ghelamco zazwyczaj koncentruje się na kilku dużych projektach, starając się maksymalnie wyeksponować i wykreować ich atuty. 2016 rok to przede wszystkim:

- Ukończenie wieżowca Warsaw Spire (łącznie 109 tys. m² powierzchni biurowej). Wszystkie trzy budynki są oddane do użytkowania, a najwyższy wynajęty jest już w ponad 90 proc., pozostała część jest w fazie rezerwacji lub zaawansowanych negocjacji.

- Ukończenie budowy projektu Wołoska 24 (20 tys. m² powierzchni biurowej na Mokotowie), tutaj komercjalizacja wygląda gorzej – obecnie jest to 60 proc. powierzchni wynajętej.
- Realizacja projektu Przystanek mBank w Łodzi (25,6 tys. m² powierzchni biurowej). Budynek objęty umową najmu z mBankiem (95 proc. powierzchni), dodatkowo na początku kwietnia Ghelamco poinformowało o zawarciu przedwstępnej umowy sprzedaży obiektu.
- Rozpoczęcie prac związanych z projektem The Warsaw Hub – będą to trzy wieże o łącznej powierzchni ok. 113 tys. m².
- Prace budowlane przy projekcie Wronia – 16 tys. m² powierzchni biurowej na Woli.

Tabela projektów inwestycyjnych (bez projektów mieszkaniowych wykazywanych w zapasach), wraz z ich wartością bilansową, wygląda następująco:

| Projekt / wartość w tys. EUR | Kategoria 2015 vs 2016 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------|------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Warsaw Spire | C / D →D | 244 183 | 391 209 | 526 780 |
| Sienna Towers / Warsaw HUB | B→C | 52 897 | 56 000 | 74 897 |
| Spinnaker Tower | B | 17 259 | 18 832 | 49 937 |
| Wołoska 24 | C →D | 13 192 | 38 829 | 44 950 |
| Sigma Chopin + Stixx | B/D | | 32 430 | 38 529 |
| Nowa Formiarnia (mBank Łódź) | C | | | 35 413 |
| Wronia 31 | C | 16 650 | 20 778 | 30 491 |
| Sobieski Tower | B | 17 748 | 24 824 | 29 595 |
| Grzybowska 77 | A | 9 700 | 23 500 | 25 480 |
| Synergy Business Park | B | 20 002 | 21 316 | 21 898 |
| Wilanów Retail - plac Vogla | D | 6 927 | 13 490 | 12 360 |
| Potępu Business Park | A→B | 10 043 | 10 030 | 8 110 |
| Powiśle | A | 6 120 | 6 220 | 5 930 |
| Mszczonów Logistics | A | 2 832 | 2 832 | 2 802 |
| Razem: | | 417 553 | 660 290 | 907 172 |

Kategoria A i B oznacza projekty w fazie przygotowania, kategoria C to projekty w budowie, a kategoria D to inwestycje oddane do użytkowania.

Blisko 60 proc. wartości nieruchomości inwestycyjnych grupy stanowi Warsaw Spire. Z gotowych projektów jest jeszcze biurowiec Wołoska 24, a także plac Vogla (obiekt handlowy). W ostatnich dniach z kolei grupa poinformowała o podpisaniu przedwstępnej umowy dotyczącej sprzedaży projektu Przystanek mBank w Łodzi. Wartość tych projektów (wraz z Warsaw Spire) na koniec roku wynosiła 620 mln EUR, czyli blisko 70 proc. nieruchomości inwestycyjnych, przewyższając całkowite zewnętrzne zadłużenie finansowe grupy (591 mln EUR). Dotychczasowa praktyka polegała na sprzedaży przez Ghelamco gotowych projektów i zapewne negocjacje w tej sprawie trwają.

Czytając komunikat dotyczący przyszłej sprzedaży projektu Przystanek mBank w Łodzi, można się domyślać, że na czas przeprowadzenia transakcji wpływają ostatnio wprowadzone zmiany w zakresie podatków (np. zmiana opodatkowania funduszy inwestycyjnych zamkniętych), co wymusza opracowanie nowych standardów transakcji i wydłuża procesy sprzedaży.

W kolejnych latach kluczowa dla przyszłej sytuacji grupy będzie realizacja projektu The Warsaw HUB. Będzie to kompleks trzech wieżowców o łącznej powierzchni 113 tys. m² wielofunkcyjnej przestrzeni w centrum Warszawy (dwa 130-metrowe, jeden 85-metrowy). Wartość projektu szacowana jest na 1 mld zł, a jego ukończenie planowane na koniec 2019 roku.

Analiza finansowa grupy

Wszystkie kwoty, o ile nie zaznaczono inaczej, podawane są w EUR.

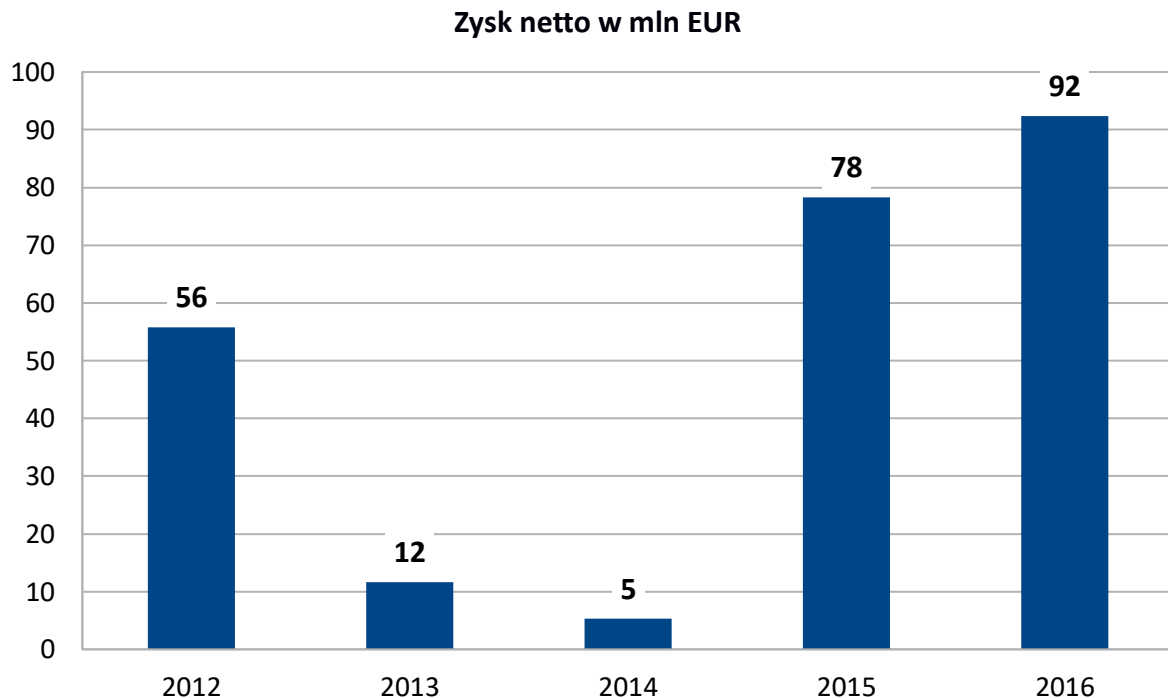
W przypadku grupy deweloperskiej, która zasadniczo realizuje projekt deweloperski, a po jego ukończeniu i komercjalizacji go sprzedaje, klasyczne przychody ze sprzedaży mają nieduże znaczenie.

Tak jest właśnie w Ghelamco, przychody w grupie dotyczą przede wszystkim sprzedaży projektów mieszkaniowych, które mają mały udział w bilansie grupy. Przychody ze sprzedaży inwestycji mieszkaniowych wyniosły 5,5 mln EUR w 2016 roku wobec 11,3 mln EUR rok wcześniej i dotyczyły projektu Qbik.

Dodatkowo, oddanie do użytkowania Warsaw Spire i brak jego sprzedaży na razie wpłynął na wzrost przychodów z najmu, które wyniosły 15 mln EUR w 2016 wobec 5 mln EUR rok wcześniej.

Oddanie do użytkowania w 2016 roku Warsaw Spire, w połączeniu z faktem wynajęcia go w ponad 90 proc., spowodowało wzrost jego wyceny rynkowej i w efekcie w 2016 roku zyski z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych wyniosły 131 mln EUR.

Finalnie, w 2016 roku Ghelamco osiągnęło rekordowy zysk netto o wartości 92 mln EUR.

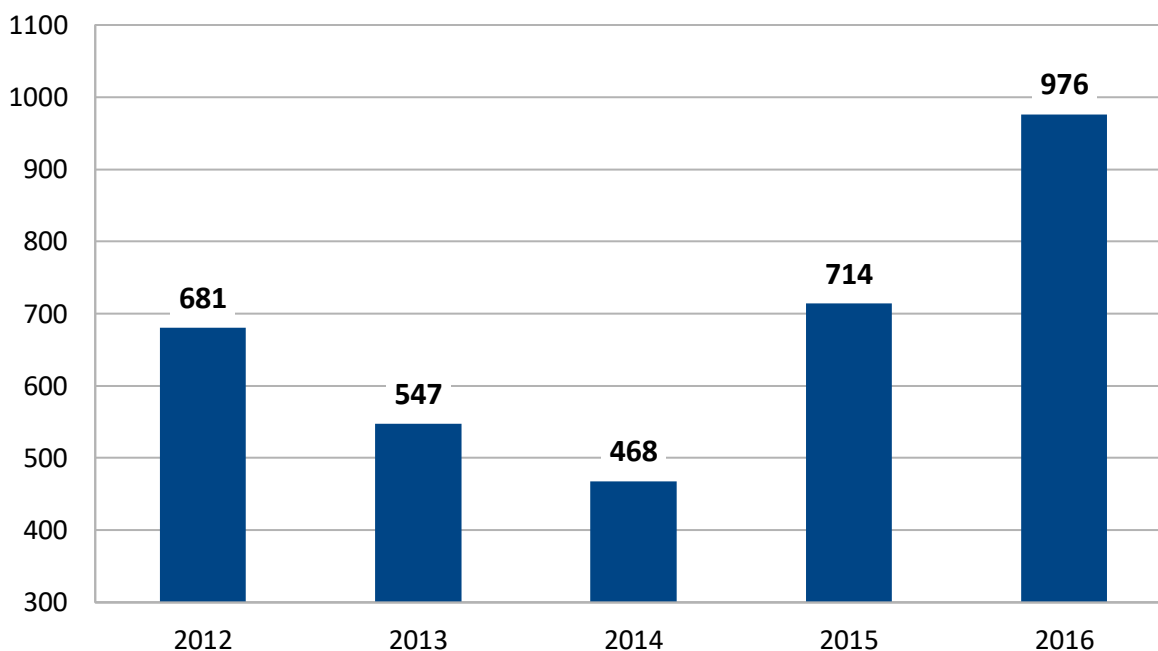


Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Oczywiście zysk netto w przeważającej części ma charakter niegotówkowy, jego weryfikacja nastąpi dopiero przy sprzedaży projektów. Do tego czasu realność wyniku opiera się na założeniu wiarygodności firmy przeprowadzającej wycenę nieruchomości. Dla Warsaw Spire jest to JLL (Jones Lang LaSalle), międzynarodowa firma z ponad 200 letnią tradycją, o rocznych obrotach 6 mld EUR. Drugim czynnikiem przemawiającym za realnością wyniku, jest fakt, że dotychczas transakcje sprzedaży projektów przez Ghelamco przynajmniej odzwierciedlały ich wartość bilansową.

A będąc przy bilansie, jego analizę tradycyjnie rozpoczynam od spojrzenia na „aktywa pracujące” grupy, czyli nieruchomości inwestycyjne (projekty biurowe i handlowe) i zapasy (projekty mieszkaniowe). Ich wartość w czasie wygląda tak:

Projekty inwestycyjne i zapasy w mln EUR

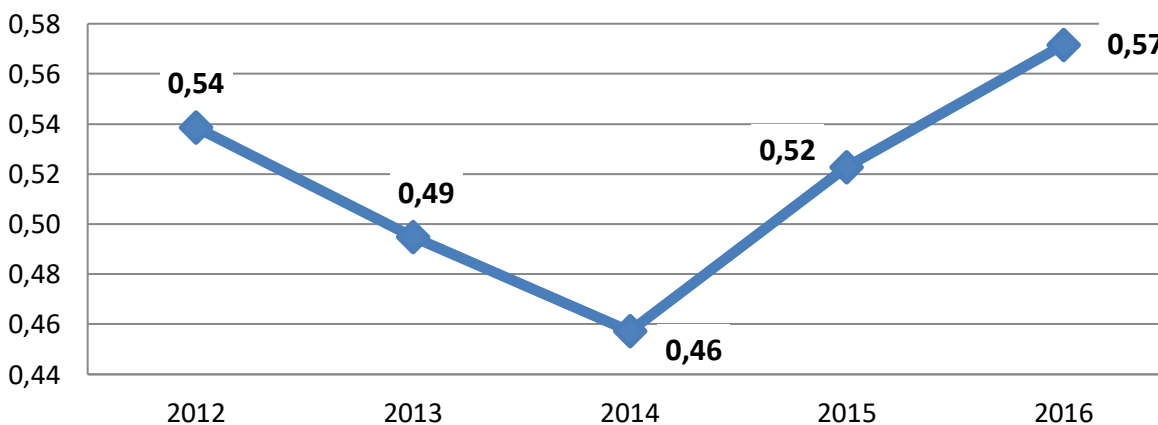


Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Wartość portfela inwestycji grupy w 2016 roku dynamicznie wzrosła, osiągając rekordowo wysokie poziomy. Za ten stan, oprócz przeszacowań, odpowiadają wydatki inwestycyjne na budowę Warsaw Spire, projektu Przystanek mBank w Łodzi, czy The Warsaw Hub.

Z jednej strony cieszy rosnąca wartość projektów będących w portfelu grupy (w tym głównie gotowych), z drugiej taki wzrost musi być w jakiś sposób sfinansowany, a dzieje się to głównie poprzez zwiększenie zadłużenia finansowego. W ten sposób rośnie wartość wskaźnika zadłużenia grupy.

Wskaźnik zadłużenia



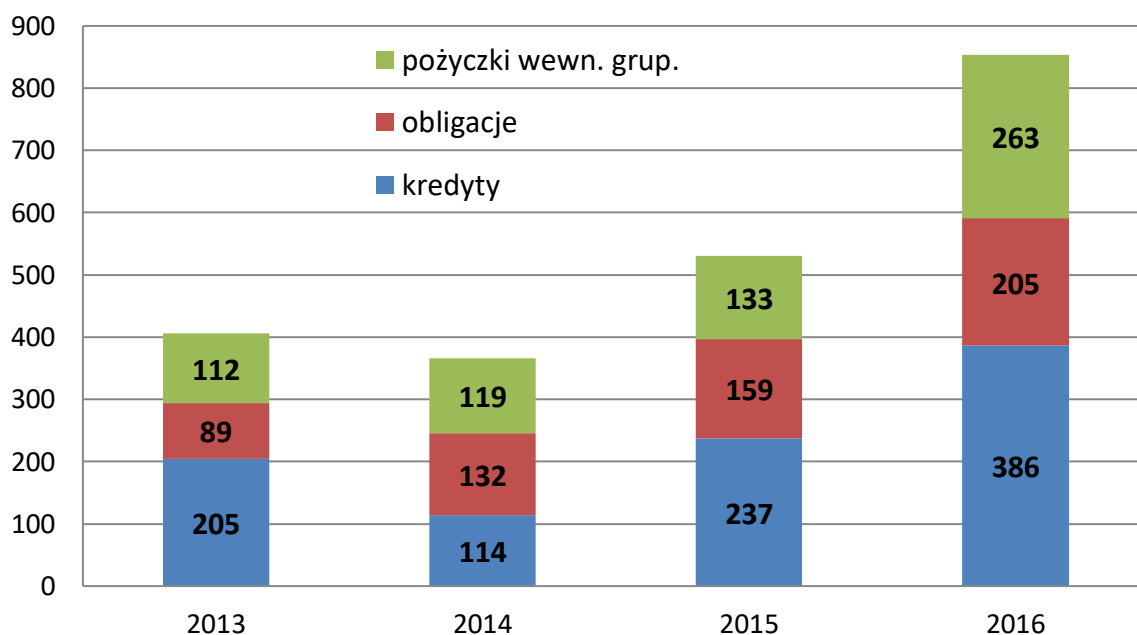
Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Z pewnością nie jest to sytuacja pożądana przez obligatariuszy, ale też trudno mówić o dużym niepokoju, sytuację wzrostu wskaźnika można nazwać oczekiwaną. Jest to pewnego rodzaju paradoks, bo gdy grupa miała projekty w budowie (więc raczej niesprzedawalne) to wskaźnik zadłużenia wyglądał dużo lepiej, a mając projekty gotowe do sprzedaży, wskaźnik siłą rzeczy rośnie.

Warto też mieć na uwadze, że wartość Warsaw Spire w księgach grupy wynosi 527 mln EUR, a zadłużenie kredytowe związane z projektem to 300 mln EUR. Ewentualna sprzedaż Warsaw Spire (w całości lub osobno mniejszych „wież”) spowoduje, że wskaźnik zadłużenia przynajmniej na pewien czas zejdzie poniżej 0,5.

Teraz w płynny sposób przechodzimy do analizy zadłużenia grupy. Łączne saldo zobowiązań finansowych grupy na koniec 2016 roku wyniosło 854 mln EUR wobec 533 mln EUR rok wcześniej. To spory wzrost.

Zobowiązania finansowe

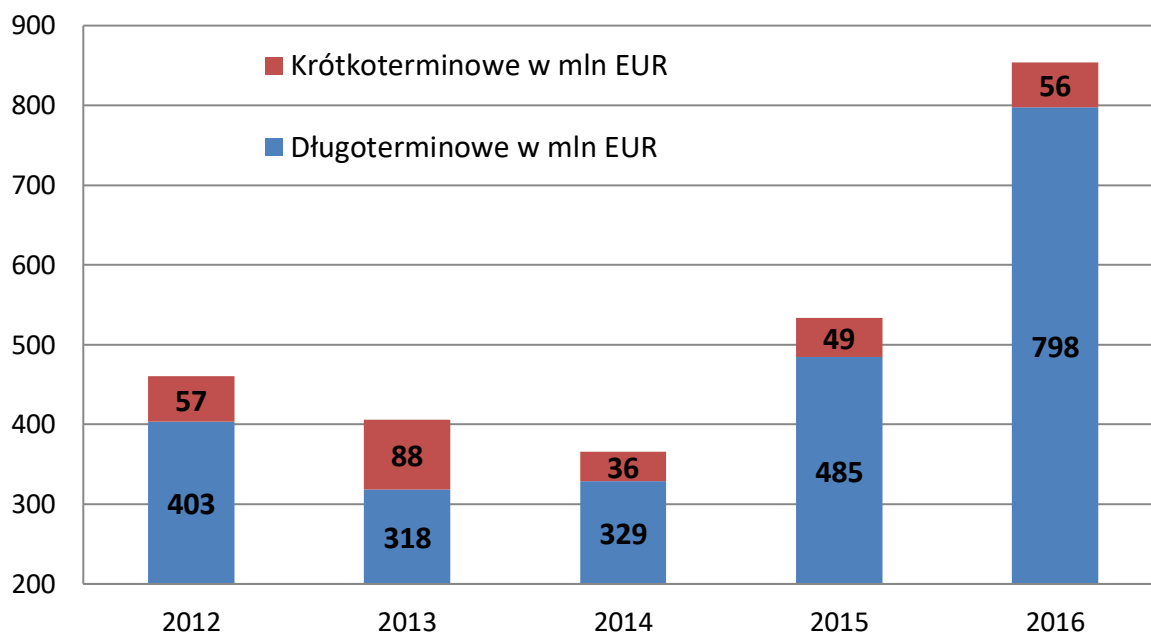


Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Ponownie diabeł tkwi w szczegółach. Ghelamco, działając w międzynarodowej strukturze holdingowej, podlega pewnym zasadom zarządzania płynnością. Na koniec roku 2016 grupa posiadała zobowiązanie wobec podmiotów powiązanych w kwocie +/- 263 mln EUR, ale jednocześnie posiadała należności z tytułu udzielonych pożyczek podmiotom powiązanym na łączną wartość 387 mln EUR. Zatem saldo pożyczek wewnątrzgrupowych wynosiło +124 mln EUR, wobec +112 mln EUR rok wcześniej, czyli saldo tych pożyczek nie uległo drastycznym zmianom.

Warto również podkreślić ostrożną politykę zarządzania płynnością stosowaną przez Ghelamco. Na koniec 2016 roku grupa posiadała 37,5 mln EUR środków pieniężnych, a zdecydowanie większa część zadłużenia finansowego miała charakter długoterminowy.

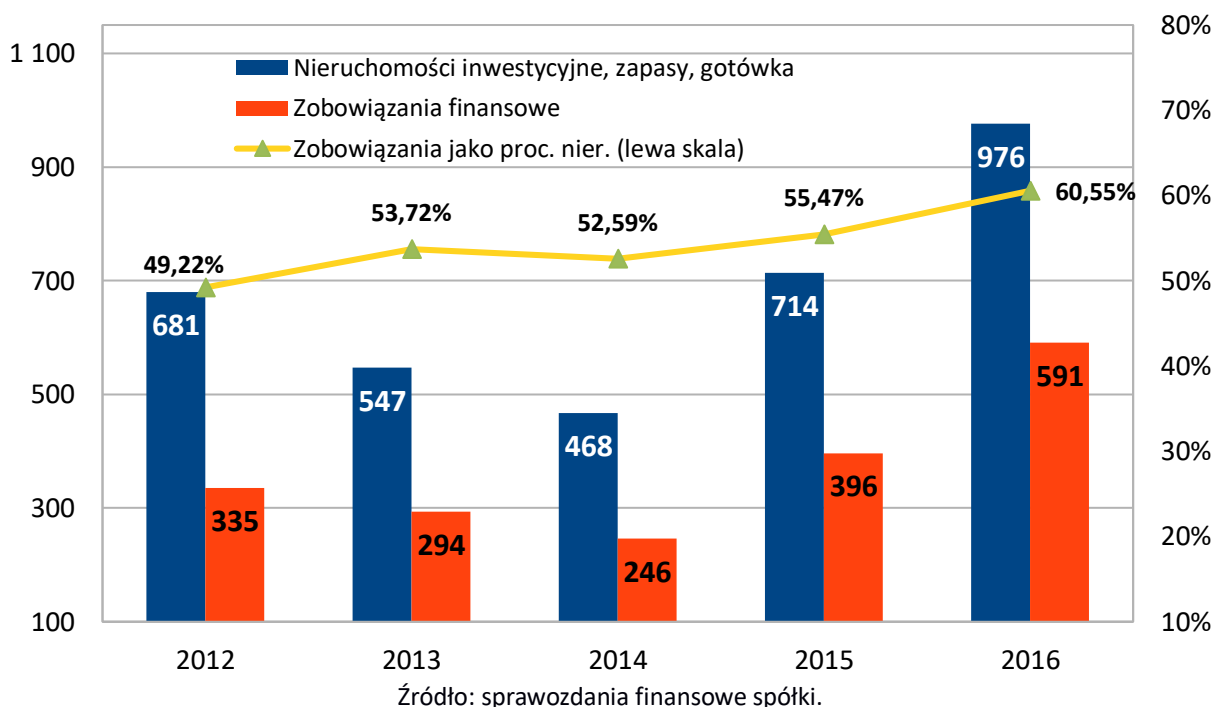
Struktura zadłużenia



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Na koniec 2016 roku grupa pozyskała w Polsce od inwestorów finansowych 115 mln zł z tytułu emisji obligacji (z tego 107 mln zł jako refinansowanie obligacji zapadających w 2018 i 2019 roku), a w marcu 2017 roku kolejne 148 mln zł (17,6 mln zł to refinansowanie). Obligacje te zapadają po publicznych emisjach kierowanych do inwestorów indywidualnych.

Kończąc wątek finansowania (który wydaje się być najbardziej istotnym z punktu widzenia obligatariuszy, oprócz realności wyceny projektów) przygotowałem jeszcze jedno zestawienie, zbierając posiadany przez grupę majątek (nieruchomości inwestycyjne, zapasy oraz gotówką) w zestawieniu z zadłużeniem finansowym. Wykres liniowy z kolei przedstawia, w jakim procencie majątek grupy finansowany jest poprzez zadłużenie finansowe:



Z wiadomych, wcześniej omawianych przyczyn, wartość zadłużenia finansowego netto stanowi coraz większy udział w finansowaniu majątku, ale nadal to majątek grupy znacznie ją przewyższa. W przypadku sprzedaży obiektów (Warsaw Spire, ale także Wołoska 24, Przystanek mBank w Łodzi), wartość ta zapewne wróci do wcześniej obserwowanych poziomów.

Podsumowując, gotowy i wynajęty w ponad 90 proc. projekt Warsaw Spire to niewątpliwie atut grupy. Dotychczasowa działalność Ghelamco pozwala przypuszczać, że projekt jest obecnie oferowany na sprzedaż, zwłaszcza, że grupa rozpoczęła kolejną flagową inwestycję – The Warsaw Hub. Wielkość projektu Warsaw Spire i zmiany podatkowe w Polsce zapewne proces sprzedaży nieco wydłużają (lekarstwem sprzedaż poszczególnych budynków?), co wpłynie z kolei na bilans grupy.

Grupa Ghelamco ustawiona jest na model biznesowy „wybuduj i sprzedaj”. Gdyby chciała trzymać projekty i czerpać korzyści z ich wynajmu, szybko zabrakło by jej kapitału na rozwój kolejnych inwestycji. Dlatego „skazana” jest na sprzedaż skomercjalizowanych obiektów, a trzymanie w bilansie gotowego Warsaw Spire wpływa na wzrost wskaźnika zadłużenia grupy. Biorąc pod uwagę fakt, że obiekt jest wynajęty prawie w całości i bardzo atrakcyjny, na chwilę obecną wzrost wartości tego wskaźnika nie wydaje się być niepokojący.

Zwłaszcza, że Ghelamco prowadzi ostrożną politykę w zakresie zarządzania płynnością. Większość kredytów zaciągniętych przez grupę ma ponad pięcioletni okres zapadalności, przynajmniej na rok przed wykupem grupa stara się zastępować obligacje nowymi o długich terminach zapadalności, dodatkowo posiada nadwyżkę finansową w rozliczeniach z podmiotami z pozostałych części holdingu Ghelamco. Wreszcie utrzymuje wysokie saldo środków finansowych na rachunkach bankowych.

Biorąc pod uwagę powyższe, pomimo wzrostu zadłużenia grupy, sytuacja obligatariuszy Ghelamco wydaje się być nadal satysfakcjonująca.

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 również – niezależnie – podpisał umowę o współpracy z Emitentem i jest związany stałą współpracą z Obligacje.pl.