

**Grupa Kapitałowa Ghelamco – analiza, 24 maja 2016 r.**

---

**Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl**

*Autor prowadzi bloga rynekobligacji.blogspot.com*

### **Podsumowanie**

To już trzecia analiza Ghelamco dla portalu Obligacje.pl. Można zatem pokusić się o pewne porównania i odniesienia do przeszłości.

Biznesowo sytuacja grupy wygląda bardzo dobrze, Ghelamco „ma swoje 5 minut”. Właśnie został ukończony i oddany do użytkowania flagowy projekt Ghelamco – Warsaw Spire – kompleks trzech biurowców o łącznej powierzchni 109 tys. m<sup>2</sup>, 12 maja 2016 roku nastąpiło jego oficjalne otwarcie. Obiekt posiada wielu renomowanych najemców, a w momencie otwarcia wynajęty był w 85 proc. Grupa zabezpieczyła grunty pod kolejne ciekawe inwestycje, wiele z nich będzie realizować w sąsiedztwie Warsaw Spire, kreując w ten sposób serce biznesowe Warszawy. Poza okolicą Ronda Daszyńskiego w Warszawie Ghelamco realizuje obecnie projekt biurowy w Warszawie przy Wołoskiej 24 oraz siedzibę mBanku w Łodzi. Plan inwestycyjny na kilka najbliższych lat jest zatem jasno określony.

W zakresie finansowym, w związku z trwającą inwestycją, grupa zwiększyła zadłużenie finansowe. Wzrostowi zadłużenia towarzyszył wzrost kapitałów własnych, ale mimo to wskaźnik zadłużenia grupy nieznacznie wzrósł. Jednakże poziom zadłużenia grupy i jego struktura wydaje znajdować się na właściwych poziomach. Warto odnotować fakt, że np. projekt Warsaw Spire kredytowany jest przez największe polskie banki: PKO BP, Pekao, BZ WBK i mBank. Może być to wskazówką dla obligatariuszy, że służby kredytowe tych instytucji pozytywnie oceniają grupę.

Po stronie czynników ryzyka należy pamiętać, że emitentem obligacji jest Ghelamco Invest – spółka celowa powołana do zaciągania długu i finansowania spółek projektowych. Zabezpieczeniem obligacji jest poręczenie spółki-matki polskiego holdingu, czyli Granbero Holding, która ma siedzibę na Cyprze. Przy ewentualnych problemach ze spłatą obligacji dochodzenie należności od gwaranta może być w związku z powyższym utrudnione.

Polskie Ghelamco finansuje netto „zewnątrzną” część grupy, która intensywnie się rozwija. Dla inwestujących w obligacje lepiej byłoby, gdyby środki te pracowały w projektach w Polsce. Wydaje się, że rozliczenie wzajemnych należności i zobowiązań może nastąpić po ewentualnej sprzedaży Warsaw Spire i (wcześniejszej) spłacie obligacji zapadających w 2018 roku.

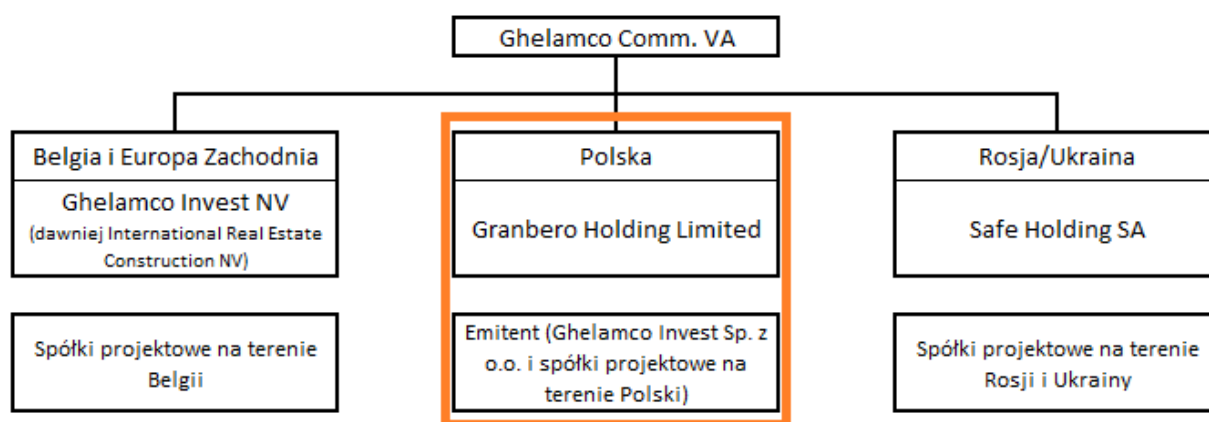
## Wstęp

Szczegółowy opis Ghelamco, jej modelu biznesowego i historii, dostępny jest w analizie przygotowanej dla portalu Obligacje.pl w grudniu 2014 roku, przy okazji poprzedniej publicznej emisji obligacji. W związku z powyższym tym razem opis grupy ma skrócony charakter.

Ghelamco to deweloper branży nieruchomości, działający w segmencie nieruchomości biurowych, mieszkalnych (o podwyższonym standardzie), handlowych, centrów logistycznych i magazynowych oraz projektów wypoczynkowych. Grupa działa w Polsce (już od 25 lat), Belgii, Rosji i na Ukrainie.

W uproszczeniu, struktura całej grupy Ghelamco wygląda następująco, przy czym emitentem obligacji jest spółka Ghelamco Invest Sp. z o.o., a za zobowiązania z tytułu obligacji odpowiada jej polska część holdingu – Granbero Holding Limited – która jest poręczycielem zobowiązań z tytułu obligacji i zarazem konsoliduje wyniki finansowe Ghelamco w Polsce.

### Struktura Grupy Ghelamco



Źródło: sprawozdania finansowe grupy.

W dalszej części analizy określenia Ghelamco w Polsce i „polskie” Ghelamco, dotyczyć będą polskiej części biznesu grupy, której wyniki konsolidowane są przez Granbero Holding Limited.

### Działalność Ghelamco w Polsce

Ostatnia analiza Ghelamco miała miejsce w czerwcu 2015 roku, wtedy większość projektów inwestycyjnych grupy było w fazie projektowania lub budowy. Z flagowego projektu Warsaw Spire gotowy był tylko jeden z dwóch niższych budynków (B). Najwyższy budynek (A – wieża, 69 tys. m<sup>2</sup> powierzchni, 220 metrów wysokości) był nadal w budowie. Na tamten czas z całkowitej powierzchni biurowej (109 tys. m<sup>2</sup>) obiektu wynajęte było 60 proc.

W ciągu kolejnych 11 miesięcy grupa dokończyła budowę kompleksu, 12 maja 2016 roku nastąpiło oficjalne otwarcie inwestycji, a cały kompleks wynajęty jest w ponad 85 proc. Gotowy Warsaw Spire wraz z najemcami generującymi dochód jest niewątpliwie dużym atutem grupy, a zarazem daje pewien komfort posiadaczom obligacji spółki.

Warto dodać, że Ghelamco posiada kilka dodatkowych działek w rejonie Warsaw Spire (Rondo Daszyńskiego), na których rozwija lub rozwijać będzie kolejne projekty, takie jak Wronia 31 (ok. 16 tys. m<sup>2</sup> powierzchni, budowa już ruszyła), Sienna Towers (nazwa projektu nie jest jeszcze ostateczna), trzy wieże na wspólnym podium wraz z funkcją handlową o łącznej powierzchni przekraczającej 100 tys. m<sup>2</sup>, prowadzone są już prace ziemne na tym projekcie) czy Spinnaker (ok. 55 tys. m<sup>2</sup>). Realizacja tych projektów ma dostarczyć kolejną powierzchnię biurową w okolicy i zarazem podnieść jej wartość. Perspektywa rozwoju w ciągu najbliższych kilku lat dla Ghelamco wygląda solidnie.

Przyjrzyjmy się zatem projektom inwestycyjnym (biurowym i handlowym) będącym aktualnie w portfolio grupy. Kategoria A, B – to etapy projektowe, kategoria C to inwestycja w toku, a kategoria D, to gotowy projekt. Strzałkami zaznaczyłem zmiany kategorii pomiędzy końcem 2014 roku a końcem 2015.

#### Wartość wybranych projektów biurowych w księgach Ghelamco

Projekt / wartość w tys. EUR	Kategoria 2014 vs 2015	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Potępu Business Park	A	10.516	10.043	10.030
Mszczonów Logistics	A	2.910	2.832	2.832
Grzybowska 77	A	10.570	9.700	23.500
Wronia 31	A --> C	16.555	16.650	20.778
Wilanów Retail - plac Vogla	A --> D	7.883	6.927	13.490
Powiśle	A		6.120	6.220
Spinnaker Tower	B	15.728	17.259	18.832
Sienna Towers	B	45.607	52.897	56.000
Sobieski Tower	B	14.360	17.748	24.824
Synergy Business Park	B	19.339	20.002	21.316
<b>Warsaw Spire</b>	<b>C / D</b>	<b>160.555</b>	<b>244.183</b>	<b>423.639</b>
Wołowska 24	C		13.192	38.829
Katowice Business Point	D	36.599		
Marynarska 12/ T-Mobile	D	105.308		
Łopuszańska Bus. Park	D	34.835		
<b>Razem:</b>		<b>480.765</b>	<b>417.553</b>	<b>660.290</b>

Źródło: sprawozdania finansowe grupy.

Jasno jak na dłoni widać, gdzie ulokowano wszystkie środki (kredyty, obligacje, kapitały) grupy. Oprócz inwestycji w Wilanowie (plac Vogla) oraz biurowcu Wołoska 24 (21,3 tys. m<sup>2</sup>), wartość kompleksu Warsaw Spire w księgach Ghelamco wzrosła w ciągu dwóch lat o 260 mln EUR (efekt poniesionych wydatków oraz przeszacowań wartości) i biorąc pod uwagę dokończenie inwestycji w 2016 roku można śmiało szacować, że zbliża się do kwoty 500 mln EUR. Dla porównania, na koniec 2015 roku zewnętrzne zadłużenie grupy z tytułu obligacji i kredytów wynosiło około 400 mln EUR. Kwoty wykazane powyżej nie uwzględniają kosztów projektu mBank realizowanego w Łodzi, który na 31 grudnia 2015 roku był wykazany w pozycji Zapasy.

Można zatem uznać, że grupa posiada bardzo dobre, już pracujące aktywa. Jeżeli w przyszłości zdecyduje się na sprzedaż Warsaw Spire, będzie w stanie spłacić wszystkie swoje zewnętrzne zobowiązania (nie tylko finansowe), krótko mówiąc, będzie mieć wszystkie atuty w swoich rękach.

### ***Działalność Ghelamco w Belgii***

Ponieważ w analizie finansów grupy pojawi się nawiązanie do zewnętrznej, nie gwarantującej obligacji, części grupy (a powiązanej finansowo poprzez udzielone i otrzymane pożyczki), poniżej przegląd jej najważniejszych projektów inwestycyjnych (łącznie „belgijska” grupa posiada ponad 40 projektów w portfelu).

#### **Wybrane projekty „belgijskiej” części grupy Ghelamco**

SPV	Commercial Name	Valuation	Cat	31/12/2015	31/12/2014
				KEUR	KEUR
<b>BELGIUM</b>					
Leisure Property Invest	Golf Knokke Zoute	Man	A	36,828	31,700
WRP	Wavre Retail Park	Man	A	12,600	12,600
Retail Gent	Retail Gent	CBRE	D	15,000	17,250
Parking Gent	Parking Gent	CBRE	C/D	30,390	29,729
Parking Estates	Parking Estates	CBRE	C/D	2,371	2,371
Zeewind	Zeewind	Man	D	1,746	1,737
Schelde Offices	Schelde Offices	JLL	D	34,250	27,450
Arte Offices	Arte Offices	JLL	D	37,250	29,350
Ring Hotel	Ring Hotel	Man	C	5,598	5,473
Ring Multi	Ghelamco Arena Multifunctional space	Cushman	D	20,425	19,275
Docora/Meetdistrict	Meetdistrict business center	Cushman	C/D	31,000	13,926
Ring Offices	Ghelamco Arena Offices	Cushman	D	0	2,410
Ghelamco Invest	Le 8300	Man	C	21,258	19,566
Waterview/Parking Leuven	Waterview Parkings	Man	D	8,434	5,691
Waterview/Retail Leuven	Waterview Retail	Cushman	D	8,000	4,832
<b>TOTAL :</b>				<b>265,150</b>	<b>223,360</b>

Źródło: sprawozdania finansowe grupy.

Projekty Ghelamco w Belgii są bardziej zróżnicowane, grupa inwestuje również na rynku mieszkaniowym czy hotelarskim. Wybudowała również Ghelamco Arena w Gent – stadion uznany stadionem roku 2013 (wg stadiumdb.com) na świecie, a obecnie jest wśród preferowanych wykonawców do realizacji Eurostadionu w Brukseli.

Warto zwrócić uwagę, że grupa jest rentowna, a spora część projektów jest ukończona. Zwłaszcza ewentualna sprzedaż dwóch zaznaczonych projektów biurowych mogłaby pozytywnie wpłynąć na pozycję gotówkową grupy i jej wskaźniki zadłużenia, które są gorsze od polskiego Ghelamco.

Ważnym wydarzeniem, potwierdzającym stabilność belgijskiej części grupy, była emisja obligacji w 2015 roku. Łącznie w dwóch emisjach (do 2020 i 2021 roku) grupa pozyskała 150 mln EUR, a oprocentowanie obligacji wyniosło odpowiednio 4,5 proc. oraz 4,125 proc.

## Analiza finansowa Ghelamco w Polsce

### *Bilans*

Na aktywa polskiego Ghelamco składają się głównie:

- nieruchomości inwestycyjne takie jak Warsaw Spire (tabela na początku niniejszej analizy),
- należności, głównie z tytułu pożyczek do „belgijskiej” części grupy,
- zapasy, czyli projekty np. mieszkaniowe (np. Qbik Soft Loft) oraz grunt dla projektu w Łodzi,
- gotówka.

### Aktywa Ghelamco

w tys. EUR	2012	2013	2014	2015
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>831.760</b>	<b>752.014</b>	<b>656.680</b>	<b>926.869</b>
Nieruchomości inwestycyjne	603.048	480.765	417.553	660.290
Rzeczowe aktywa trwałe	0	22	32	32
Należności i RMK czynne	227.204	268.232	234.996	263.266
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	374	73	2.821	2.918
Pozostałe aktywa finansowe	429	2.451	1.022	363
Środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysp.	705	471	256	0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>160.390</b>	<b>188.009</b>	<b>226.930</b>	<b>238.045</b>
Zapasy (projekty deweloperskie)	77.550	66.547	50.183	53.666
Należności z tyt. dostaw i pozostałe	59.999	80.812	129.702	141.696
Bieżące aktywa podatkowe	23	0	0	0
Instrumenty pochodne	1.922	1.842	290	0
Aktywa przeznaczone do sprzedaży			0	0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	20.896	38.808	46.755	42.683
<b>Aktywa razem</b>	<b>992.150</b>	<b>940.023</b>	<b>883.610</b>	<b>1.164.914</b>

Źródło: sprawozdania finansowe grupy.

Warto podkreślić utrzymywanie przez Ghelamco wysokiego salda gotówki na kontach, 42,6 mln EUR to ponad 180 mln zł. Taka polityka finansowa w połączeniu z relatywnie niewielkim zadłużeniem krótkoterminowym to pozytywna informacja dla obligatariuszy.

Ghelamco w Polsce kwotą netto 216 mln EUR finansuje pozostałe Ghelamco i jest to pewien czynnik ryzyka. W 2015 roku grupa próbowała uzyskać zgodę obligatariuszy na konwersję części należności na dywidendę do zagranicznego Ghelamco, próby te zakończyły się niepowodzeniem. Obecnie, wg dyrektora finansowego spółki, Ghelamco nie planuje ponawiać tych prób przed ewentualną realizacją zysków z inwestycji.

#### Pasywa Ghelamco

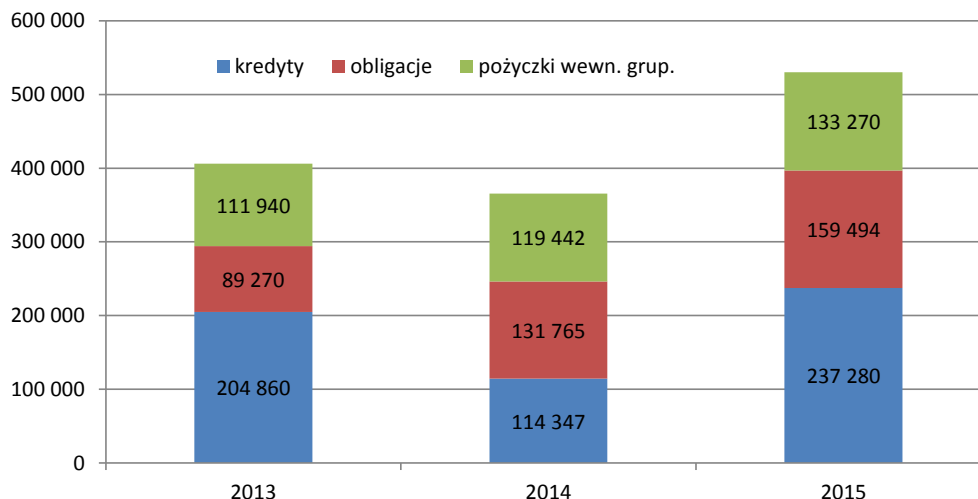
w tys. EUR	2012	2013	2014	2015
<b>Kapitały własne</b>	<b>457.763</b>	<b>474.897</b>	<b>479.641</b>	<b>555.884</b>
Zobowiązania długoterminowe	404.109	321.151	336.115	508.271
Kredyty i pożyczki	403.095	318.412	329.154	484.894
Zobow. Z tytułu odroczonego podatku doch.	1.014	2.739	6.961	23.377
Zobowiązania krótkoterminowe	130.278	143.975	67.854	100.759
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	72.328	55.982	31.020	51.060
Krótkoterminowe zobow. Podatkowe	758	335	434	893
Kredyty i pożyczki	57.192	87.658	36.400	48.806
Rezerwy krótkoterminowe	0	0	0	0
Zobowiązania razem	534.387	465.126	403.969	609.030
Pasywa razem	992.150	940.023	883.610	1.164.914

Źródło: sprawozdania finansowe grupy.

Inwestycja w Warsaw Spire wiązała się oczywiście z koniecznością jej sfinansowania, stąd widoczny jest istotny wzrost zobowiązań finansowych grupy. Równolegle obserwujemy też wzrost kapitałów grupy, co pozwala utrzymywać relację wskaźnika zadłużenia na w miarę stabilnym poziomie.

Wracając do zadłużenia finansowego grupy, głównym źródłem jej finansowania są obecnie kredyty bankowe. Odnosnie zadłużenia obligacyjnego, być może to efekt zeszłorocznego braku porozumienia z funduszami, a być może ogólny trend, w ostatnim czasie większość emisji obligacji grupa kieruje w stronę inwestorów indywidualnych.

### Struktura zadłużenia Ghelamco w tys. EUR

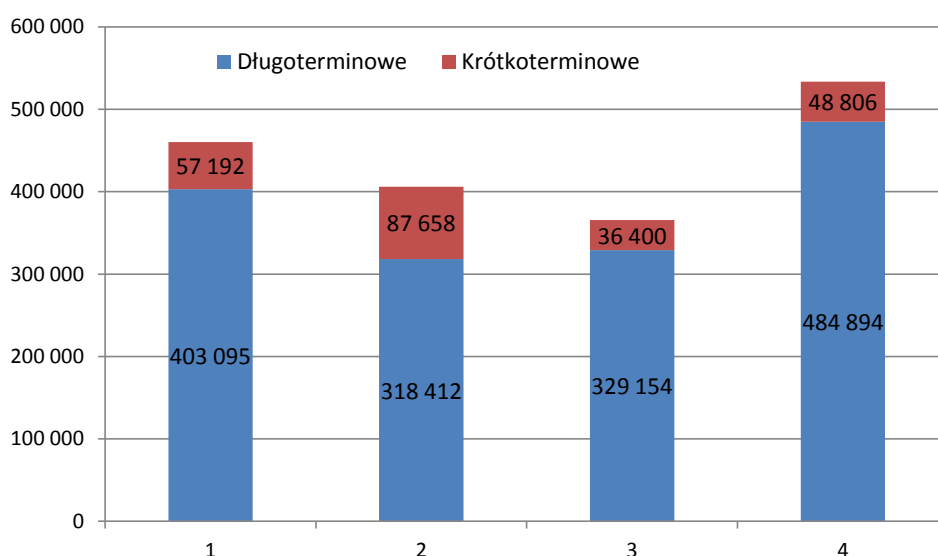


Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych grupy.

Jeżeli chodzi o pożyczki wewnątrzgrupowe, to jak wspomniałem wcześniej, Ghelamco posiada znacznie większe należności wobec „zewnętrznej” części grupy.

Bardzo ważna, w kontekście ewentualnych przyszłych rynkowych kryzysów i bezpieczeństwa obligatariuszy, jest polityka zarządzania finansami. Jak widać na poniższym wykresie, Ghelamco tak zarządza posiadanym zadłużeniem, aby minimalizować jego wartości do spłaty w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Taka polityka pozwala również na większą elastyczność w podejmowaniu decyzji (brak sprzedaży pod presją czasu).

### Zadłużenie finansowe Ghelamco w tys. EUR ze względu na termin zapadalności



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych grupy.

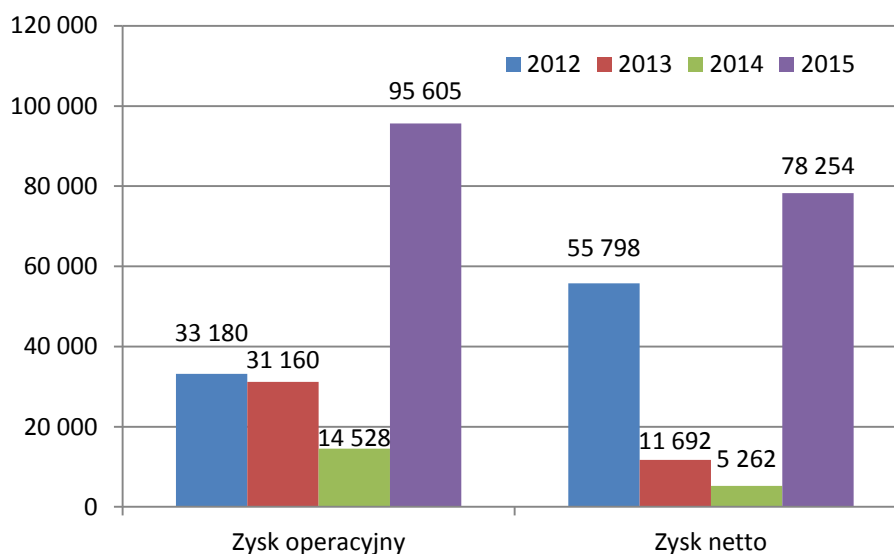


### Przychody i zyski

W przypadku Ghelamco przychody mają mniejsze znaczenie, gdyż grupa do tej pory nie utrzymywała gotowych projektów biurowych, czyli nie generowała przychodów z wynajmu. Większość przychodów pochodziła ze sprzedaży mieszkań, głównie w ramach projektu Qbik (projekt mieszkaniowy w stylistyce loftów). Dla porządku, przychody w 2015 roku wyniosły 16,8 mln EUR (11,3 mln EUR mieszkania, 5,5 mln EUR wynajem, głównie w Warsaw Spire), podczas gdy w 2014 roku było to 16,4 mln EUR (14,8 mln EUR mieszkania, 1,6 mln EUR wynajem). Znacznie ciekawiej prezentuje się rezultat finansowy grupy.

Wynik roku 2015 okazał się spektakularny. Główny udział w tym wyniku ma przeszacowanie projektu Warsaw Spire. Przeszacowania nierzadko wywołują obawy inwestorów, warto zatem wyjaśnić, że wyceny obiektów Ghelamco dokonywane są przez niezależnych renomowanych rzeczoznawców, a w przeszłości Ghelamco zawsze sprzedawało obiekty w wartościach tych wycen lub drożej.

**Zyski Ghelamco w tys. EUR**



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych grupy.

### Wskaźniki

Poniżej znajduje się tabela z podstawowymi wskaźnikami. Kolejny raz podkreślę, że w przypadku inwestycji w obligacje najbardziej interesuje nas fakt, czy spółka odda pożyczone środki. W tym celu sprawdzamy, czy jest rentowna oraz w jaki sposób zarządza swoimi finansami. W przypadku deweloperów takich jak Ghelamco, opierających wyniki na przeszacowaniach i sprzedaży projektów, analizowanie wskaźnika po wskaźniku nie ma zbyt dużej wartości poznawczej, o czym poniżej.



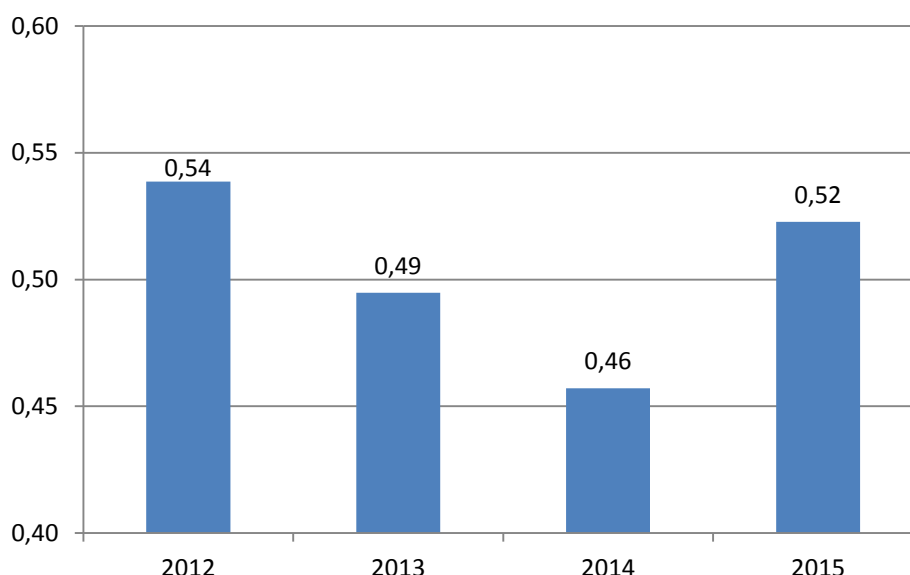
### Wybrane wskaźniki Ghelamco

Wskaźnik	2012	2013	2014	2015
Płynność I stopnia	1,23	1,31	3,34	2,36
Wskaźnik zadłużenia	0,54	0,49	0,46	0,52
Wskaźnik zadłużenia skorygowany o gotówkę	0,52	0,45	0,40	0,49

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych grupy.

Wskaźniki warto analizować w odniesieniu do sytuacji biznesowej danej spółki. Jeżeli wskaźnik zadłużenia rośnie, a firma się nie rozwija, powinien to być sygnał ostrzegawczy. Natomiast jeżeli firma prowadzi inwestycję wymagającą sporych nakładów finansowych, których zwrot nastąpi w momencie sprzedaży obiektu, to wzrost wskaźnika zadłużenia w ramach rozsądnych rozmiarów jest zrozumiały.

### Wskaźnik zadłużenia Ghelamco w czasie



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych grupy.

Dla przykładu, wskaźnik zadłużenia Ghelamco wzrósł z 0,46 na koniec 2014 roku do 0,52 na koniec 2015 roku, czyli aktywa spółki w 52 proc. były finansowane zobowiązaniami. Gdyby na koniec 2015 roku Ghelamco spłaciło kredyty posiadaną gotówką, wskaźnik zadłużenia spadłby do 0,50 (lepiej), jednak wcale nie oznaczałoby to większego bezpieczeństwa obligatariuszy – spółka zostałaby bez płynności. Gdyby spółka skompensowała 133 mln EUR zobowiązań wobec „zewnętrznego” Ghelamco, z należnościami wobec tej części grupy, wskaźnik zadłużenia wyniósłby 0,42 (bardzo komfortowy poziom), a de facto w sytuacji polskiego Ghelamco nie byłoby różnicy. Krótko mówiąc, ruchami księgowymi lub gotówkowymi możliwe jest wpływanie na poziom wskaźników.

### ***Podsumowanie***

Sytuacja finansowa Ghelamco wydaje się dobra. Spółka posiada odpowiednią płynność bieżącą, a do tego niskie zadłużenie krótkoterminowe. Posiada również solidne aktywo w postaci oddanego do użytkowania i wynajętego w 85 proc. Warsaw Spire. Aktualne wyceny obiektu wskazują, że w przypadku jego sprzedaży grupa uzyskałaby środki umożliwiające spłatę praktycznie całego zadłużenia zewnętrznego. Tradycyjnie, minusem są rozliczenia z zewnętrzną częścią grupy – Ghelamco netto finansuje pozostałe firmy (belgijską część grupy), tutaj nie należy oczekiwać rozwiązań przed ewentualną sprzedażą Warsaw Spire.

---

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 ani nie jest związany stałą współpracą z Obligacje.pl.