

Grupa kapitałowa Ghelamco – analiza, 19 października 2016 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.com

Przegląd wyników Ghelamco w Polsce (grupa Granbero)

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 obligatariuszy Ghelamco najbardziej istotne są wyniki polskiej części grupy, konsolidowanej przez Granbero Holdings Limited. Grupa działa w Polsce pod marką Ghelamco, w analizie pisząc o Ghelamco, mam na myśli właśnie wyniki Granbero Holdings Limited – spółki która jest poręczycielem wszystkich obligacji emitowanych przez spółkę celową Ghelamco Invest.

Pierwsze półrocze 2016 r. było dla Ghelamco bardzo dobre. Firma oddała do użytku swoją flagową inwestycję – kompleks biurowy Warsaw Spire. z 220 metrami wysokości i około 109 000 m² powierzchni biurowej. Jeszcze przed oficjalnym otwarciem inwestycji firma miała podpisane umowy najmu na ok. 80 proc. powierzchni, a aktualnie projekt jest wynajęty na poziomie ponad 90 proc. Projekt ten stanowi największą wartość w księgach Ghelamco (wycena na dzień 30 czerwca 2016 r. w kwocie 525 mln euro), jego wartość jest większa, niż całe zewnętrzne zadłużenie finansowe grupy w Polsce tj. jej wszystkich spółek celowych (razem około 480 mln euro). Dodajmy, że Ghelamco działa według sprawdzonego modelu biznesowego – buduje, komercjalizuje i sprzedaje dany projekt.

W I półroczu 2016 r. Ghelamco oddało do użytku projekt biurowy Wołoska 24 o powierzchni około 21,3 tys. m². Obiekt jest aktualnie wynajęty w ponad 50 proc., a pozostała powierzchnia biznesowa jest obecnie przedmiotem negocjacji. Wartość obiektu, zgodnie ze skonsolidowanym sprawozdaniem, na dzień 30 czerwca 2016 wyniosła 41,6 mln euro.

W 2016 roku Ghelamco rozpoczęło realizację projektu Przystanek mBank w Łodzi (ok. 25,6 tys. m² powierzchni biurowej), który objęty jest umową najmu zawartą z mBankiem (podpisana umowa najmu dotyczy ok. 95 proc. powierzchni pod wynajem). Na dzień przygotowania dokumentu, prace budowlane z zakresu konstrukcji budynku zostały zakończone.

Z racji ukończenia Warsaw Spire sytuację obligatariuszy Ghelamco można określić jako korzystną, ponad 70 proc. wartości nieruchomości inwestycyjnych stanowią obiekty gotowe, które będą generować dochód lub zostaną sprzedane.

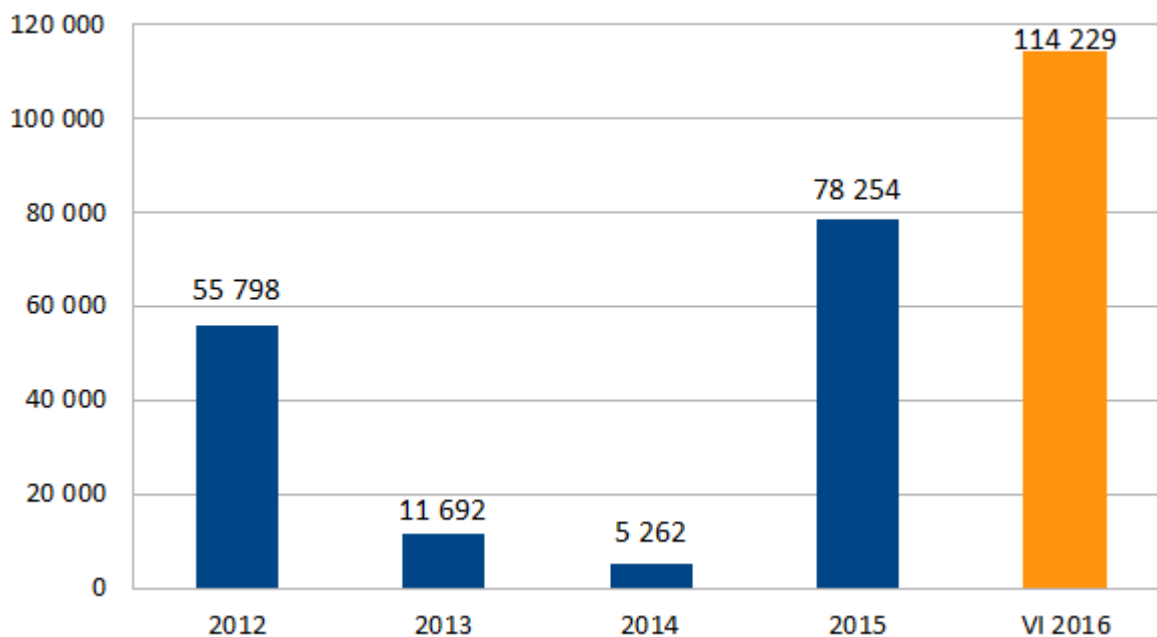
Analiza wyników I półrocza 2016

W przypadku Ghelamco w zasadzie jest już tradycją, że wyniki generowane przez grupę to przede wszystkim efekt wzrostu wartości posiadanych projektów. Wraz z postępem budowy zwiększa się wartość godziwa danego obiektu, a kluczowa aktualizacja wartości ma miejsce po oddaniu obiektu do użytku. Nie inaczej jest i tym razem, oddanie do użytku Warsaw Spire spowodowało aktualizację w górę wartości obiektu i wygenerowało imponujący wynik dla grupy. Dodajmy, że do tej pory wyceny końcowe obiektów posiadanych przez Ghelamco, co do zasady były potwierdzane przy transakcjach sprzedaży obiektów.

Dla pełnego obrazu podam, że przychody za pierwsze półrocze 2016 r. wyniosły 6,768 mln euro i dotyczyły głównie sprzedaży mieszkań (typu soft loft) w ramach projektu Woronicza Qbik, zlokalizowanego na warszawskim Mokotowie (4,5 mln euro), oraz przychodów z najmu (głównie powierzchni dostępnej w ramach projektu Warsaw Spire). Co jest pozytywne, to fakt, że w projekcie mieszkaniowym Woronicza Qbik sprzedanych zostało około 92 proc. dostępnych mieszkań typu soft loft.

Na koniec czerwca zysk z aktualizacji wyceny nieruchomości wyniósł 125 mln euro, na co oczywiście największy wpływ miało oddanie do użytkowania obiektu Warsaw Spire. W efekcie zysk netto grupy za I półrocze 2016 wyniósł imponujące 114 mln euro.

Zysk netto grupy Ghelamco (w tys. euro)



Źródło: raporty finansowe emitenta.

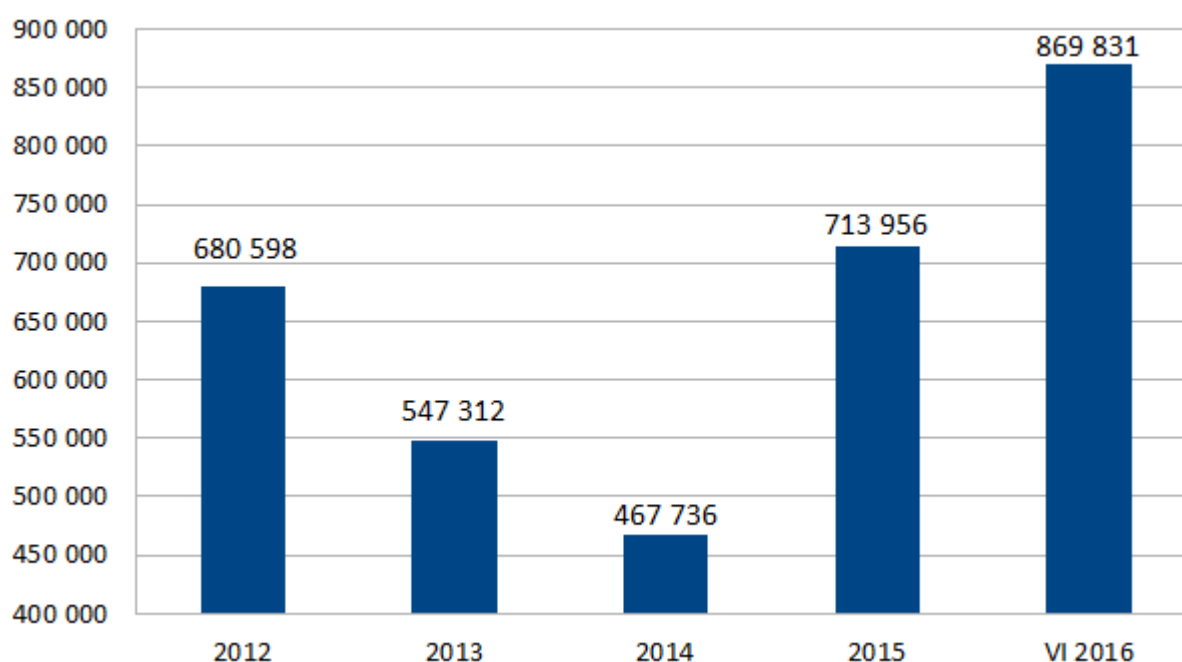
Warto dodać, że od momentu oddania do użytkowania Warsaw Spire, odsetki od kredytów, które wcześniej powiększały wartość inwestycji, księgowane są już w koszty, czyli pomniejszają zysk netto.

Co do wyników, grupie Ghelamco nie można nic zarzucić, pozostaje sprawdzić, jak wygląda sytuacja bilansowa grupy.

Analiza bilansu

Tradycyjnie już zaczniemy od spojrzenia na aktywa pracujące grupy, za które uważam nieruchomości inwestycyjne i zapasy (czyli projekty biurowe, handlowe i mieszkaniowe).

Nieruchomości inwestycyjne i zapasy

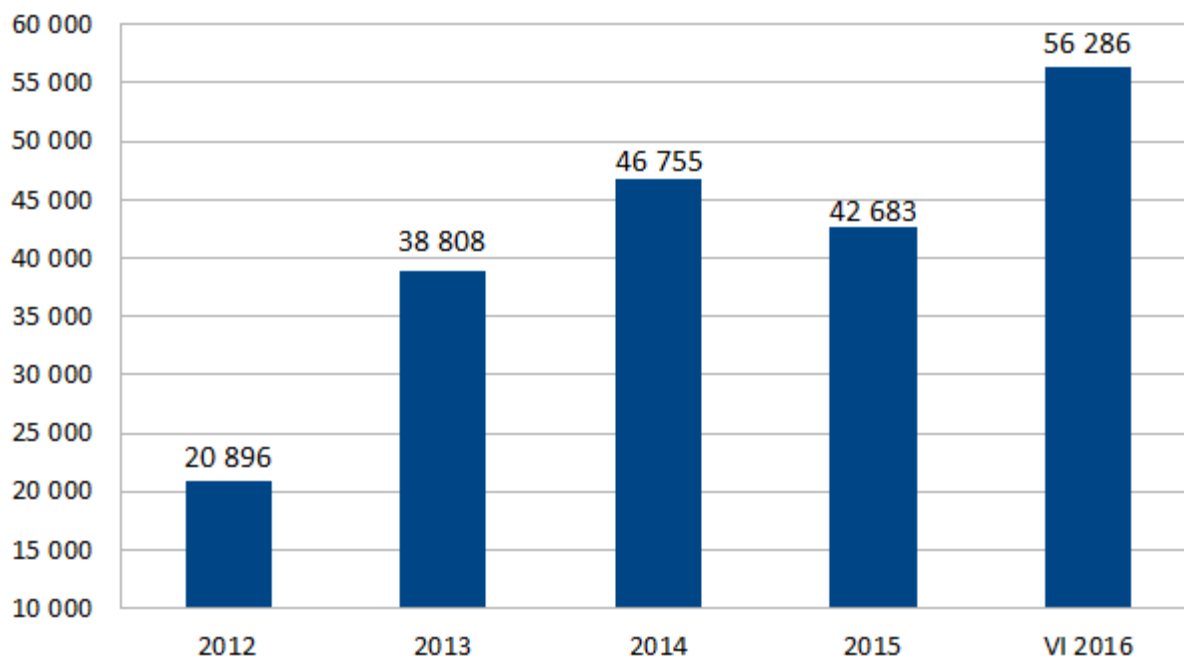


Źródło: raporty finansowe emitenta.

Największą część aktywów (60 proc.) stanowią nieruchomości inwestycyjne, których wartość wzrosła z poziomu 660 mln euro na koniec 2015 r. do 829 mln euro na koniec czerwca 2016 r. Było to głównie efektem nakładów poniesionych w okresie (49 mln euro) oraz korekty wartości godziwej (125 mln euro).

Kolejne 4 proc. wartości aktywów stanowią środki pieniężne. Warto zauważyć, że Ghelamco niezmiennie utrzymuje wysoki stan środków finansowych (wszystkie kwoty prezentowane są w euro).

Środki pieniężne i ich ekwiwalenty



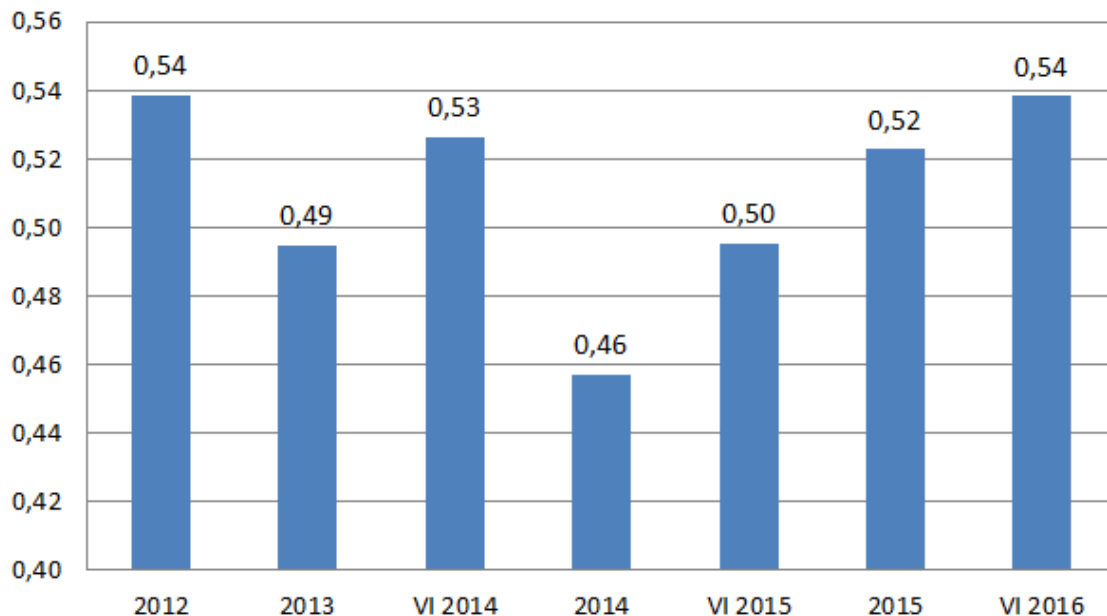
Źródło: raporty finansowe emitenta.

Niestety, typową dla Ghelamco jest sytuacja, że sporą część aktywów stanowią te niepracujące, czyli pożyczki udzielone do podmiotów spoza polskiej części grupy Ghelamco. Nie jest to ulubiona przeze mnie sytuacja, gdy część środków funkcjonuje poza grupą, ale oddając sprawiedliwość, warto zauważyć, że:

- saldo netto pożyczek udzielonych i otrzymanych jest stabilne w ostatnich okresach (będzie o tym w analizie finansowania),
- audytor (renomowana firma Deloitte) nie zgłasza zastrzeżeń do takiej formy rozliczeń (a ze względu na wartość pożyczek na pewno je analizuje),
- Ghelamco chciało uregulować ten problem wypłacając dywidendę (poprzez potrącenie należnych pożyczek), jednak na zgromadzeniach obligatariuszy nie było wystarczającego kworum, aby zatwierdzić taką wypłatę.

Zanim przejdziemy do analizy zadłużenia grupy, spójrzmy na wskaźnik zadłużenia, który pokazuje, w jakim stopniu do sumy bilansowej Ghelamco finansuje się zobowiązaniami.

Wskaźnik zadłużenia Ghelamco

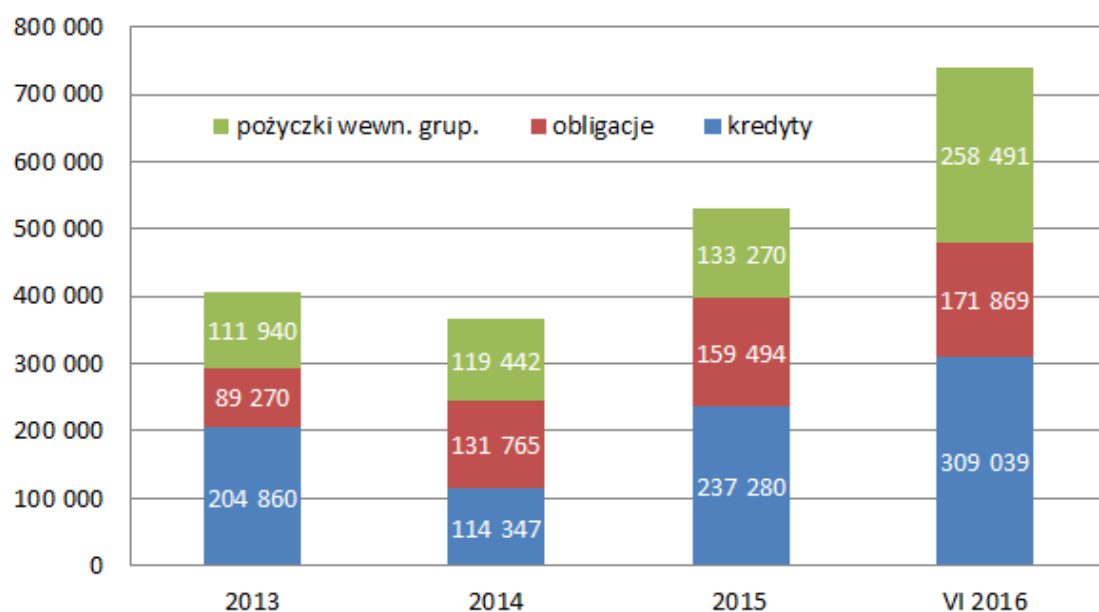


Źródło: obliczenia własne, raporty finansowe emitenta.

Od wielu lat grupa „pilnuje” proporcji finansowania swoich aktywów. Zasadniczo ciężar rozkłada się po połowie, na koniec czerwca 2016, 46 proc. sumy bilansowej stanowiły kapitały, a 54 proc. zobowiązania.

Przejdźmy do źródeł finansowania.

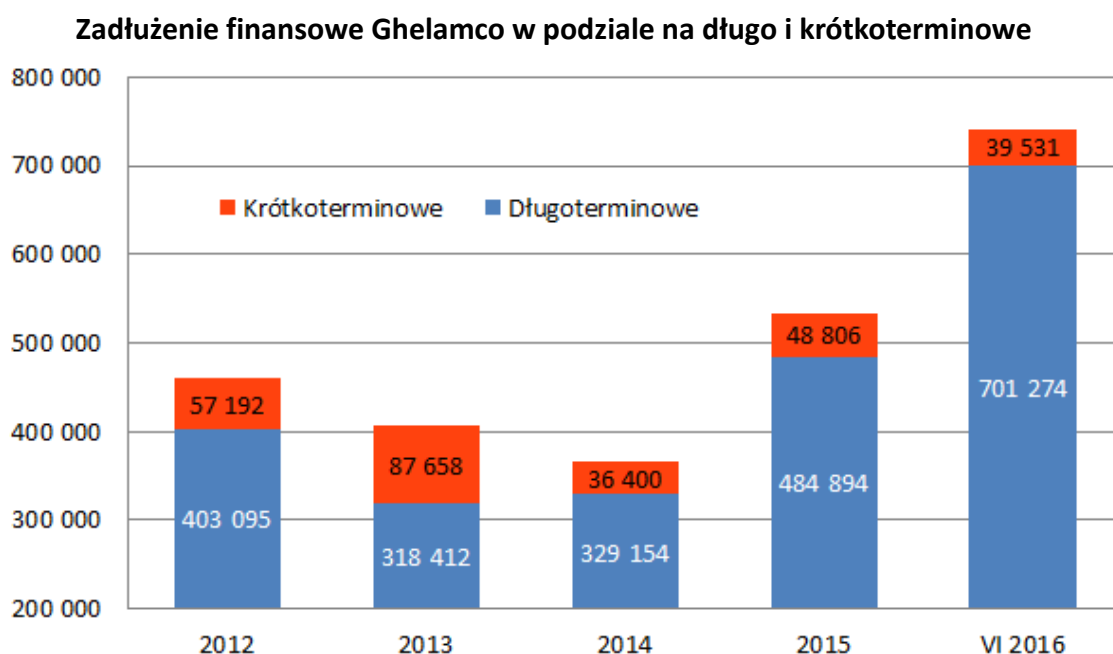
Zadłużenie finansowe grupy Ghelamco (w tys. euro)



Źródło: raporty finansowe emitenta.

Wzrost aktywów inwestycyjnych został przede wszystkim sfinansowany wzrostem zadłużenia z tytułu kredytów i obligacji. Natomiast wzrost wartości zobowiązań z tytułu pożyczek wewnątrzgrupowych ma odzwierciedlenie w rosnących należnościach z tego tytułu. Saldo netto pożyczek w grupie pozostało na stabilnym poziomie.

Będąc przy obligacjach, warto zauważyć, że obecnie grupa już powoli refinansuje zadłużenie zapadające w 2018 roku. Analizując zobowiązania kredytowe dowiadujemy się, że termin wymagalności 6 proc. niespłaconych długoterminowych kredytów bankowych przypada w okresie trzech lat, **natomiast termin spłaty 92 proc. tych kredytów jest dłuższy niż 5 lat.** Dobrze strukturę terminową zobowiązań finansowych oddaje poniższy wykres:



Źródło: raporty finansowe emitenta.

Zestawiając to z gotowym flagowym obiektem grupy – Warsaw Spire – sytuacja obligatariuszy spółki Ghelamco w najbliższych okresach wydaje się być przynajmniej satysfakcjonująca. Spłata zadłużenia finansowego jest mocno oddalona w czasie, podczas gdy Warsaw Spire jest gotowy do generowania dochodu z wynajmu lub może zostać sprzedany.

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.