

Capital Park SA – analiza spółki, 7 listopada 2014 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.blogspot.com

Podsumowanie

Grupa Capital Park od ponad 10 lat zajmuje się wyszukiwaniem atrakcyjnych nieruchomości zabudowanych i niezabudowanych oraz ich komercjalizacją. Specjalizuje się w obiektach biurowych i handlowych. Wynajem powierzchni w tego typu obiektach jest głównym źródłem przychodów. Grupa notowana jest na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, a jej obecna wartość rynkowa to około 480 mln. zł.

Obecnie Capital Park rozpoczyna kilka kluczowych inwestycji w Warszawie. W tym celu grupa zgromadziła znaczne środki finansowe na zabezpieczenie wkładu własnego, a finansowanie zewnętrzne w znacznej części zabezpieczone jest już podpisanymi umowami kredytowymi.

Właściciele obligacji Capital Park mogą się cieszyć z wysokich kapitałów własnych grupy, dobrych wskaźników płynności, rozsądnego zadłużenia w stosunku do sumy bilansowej oraz silnego głównego udziałowca. Wysoko również należy ocenić zarządzanie spółką: terminową realizację inwestycji, zabezpieczenie kapitałowe prowadzonych projektów czy komunikację z rynkiem.

Do czynników ryzyka można zaliczyć skomplikowaną strukturę grupy (wiele spółek celowych) oraz dość dużą konkurencję na rynku Warszawy w zakresie wynajmu powierzchni biurowej i handlowej, która może negatywnie wpływać na stawki czynszów i osiągnięte przychody. Proces kluczowych inwestycji jest czasochłonny, ewentualne spowolnienie gospodarcze może mieć wpływ na nieosiągnięcie zakładanych przez grupę celów.

Capital Park – analiza grupy

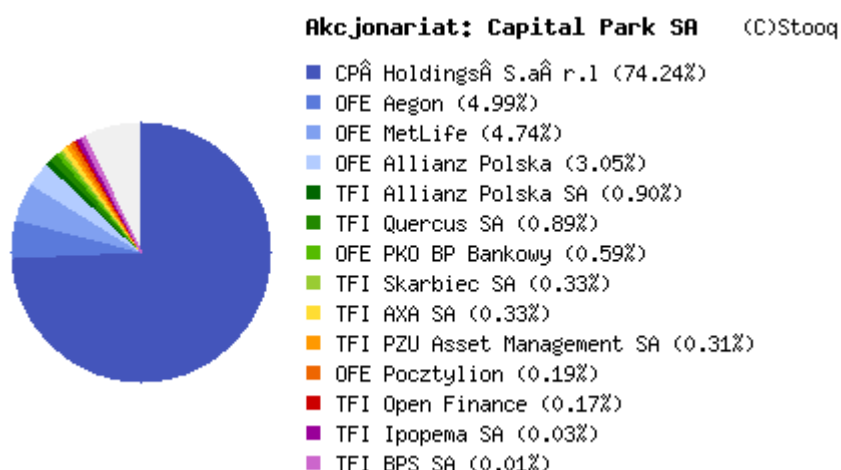
Zarząd i właściciele

Strategicznym inwestorem Grupy Capital Park są Fundusze Patron, będące częścią grupy Patron Capital Partners (<http://www.patroncapital.com>), która reprezentuje jedną z wiodących w Europie grup funduszy, inwestujących w nieruchomości oraz w udziały w spółkach posiadających nieruchomości. Główne rynki działalności to Niemcy, Włochy, Hiszpania i Polska. Grupa Patron Capital Partners powstała w 1999 roku i reprezentuje kapitał inwestycyjny o szacunkowej wartości 2,5 mld EUR.

Grupą Capital Park do dziś zarządzają pierwsi jej właściciele: Jan Motz oraz Jerzy Kowalski, osoby z ponad dwudziestoletnim doświadczeniem biznesowym na polskim i amerykańskim rynku nieruchomości.

Pod koniec 2013 roku grupa przeprowadziła publiczną emisję akcji, z której pozyskała 136,2 mln zł. Od grudnia 2013 roku grupa notowana jest na GPW w Warszawie, a jej obecna kapitalizacja wynosi około 480 mln zł.

W akcjonariacie spółki znajdziemy wiele funduszy (choć wszystkie mają poniżej 5% akcji grupy).



Po około 2,7% udziałów w spółce posiadają również wymienieni już wcześniej pierwsi właściciele i zarządzający grupą Jan Motz oraz Jerzy Kowalski.

Można powiedzieć, że stabilny i doświadczony zarząd oraz główny właściciel, w postaci dużej grupy kapitałowej zasobnej w środki finansowe i międzynarodowe doświadczenie, tworzą razem mocny fundament pod działalność grupy. Wsparcie kapitałowe właściciela udzielane było między innymi w formie pożyczek, z których 91,2 mln zł zostało pod koniec 2013 przekonwertowane na kapitał grupy Capital Park.

Przedmiot działalności

Capital Park to grupa kapitałowa działająca na polskim rynku od 2003 roku. Przedmiotem jej działalności jest zakup nieruchomości oraz ich komercjalizacja poprzez:

- budowę nowych obiektów,
- przebudowę istniejących obiektów,
- poprawę zarządzania istniejącymi obiektami.

Poszczególne projekty z reguły prowadzone są przez specjalnie do tego powołane spółki celowe, m.in. po to, aby ewentualne niepowodzenie jednego z projektów nie zachwiało sytuacji całej grupy (upada spółka celowa). Grupa posiada ponad 50 spółek zależnych, które realizują inwestycje i zarządzają obiektami w wielu miastach Polski.

W przychodach ze sprzedaży grupa wyróżnia cztery segmenty, w nawiasach podano liczbę projektów z danego segmentu (razem 69) oraz ich procentowy udział w wartości nieruchomości inwestycyjnych (łączna wartość nieruchomości inwestycyjnych to 1,33 mld zł), wg danych na 31.12.2013:

- **biurowy** – budowa i wynajem powierzchni biurowej (6 projektów – 42% wartości, główny projekt to Eurocentrum);
- **handlowy** – budowa i wynajem powierzchni handlowej (46 – 19%);
- **pozostałych inwestycji**, głównie mieszkaniowy (13 – 7%);
- **obiektów wielofunkcyjnych** – łączących funkcje biurowo-handlowe (4 – 32%, Art. Noblin, Royal Wilanów).

Capital Park przychody osiąga głównie z najmu powierzchni biurowej i handlowej, a dodatkowo ze sprzedaży nieruchomości lub produktów inwestycyjnych opartych na nieruchomościach.

Na 31 grudnia 2013 roku wartość portfela nieruchomości zarządzanych przez grupę wyniosła prawie 1,4 mld zł (dla porównania kapitały własne wyniosły 1,04 mld zł), a 77% bieżącej wartości portfela grupy stanowiły nieruchomości w Warszawie.

Część obiektów po wybudowaniu i wynajęciu podlega sprzedaży w celu zwolnienia kapitału na kolejne inwestycje. Pionierską na polskim rynku transakcją było utworzenie w 2013 roku Funduszu Real Estate Income Assets FIZ AN, w którym zgromadzono portfel 39 gotowych i wynajętych nieruchomości (głównie handlowe), przynoszących stabilne przychody pieniężne. Jednostki funduszu zostały zaoferowane inwestorom, generując gotówkę dla Capital Park (63,7 mln zł), który jednocześnie zachował 15% udziałów w funduszu i możliwość zarządzania jego aktywami. Fundusz z założenia ma przynosić 7-8% dywidendy rocznie.

Dominującym segmentem w aktywach spółki jest segment biurowy, ale ponieważ są to obiekty w trakcie realizacji, obecnie największy wpływ na osiągnięte wyniki grupy wywiera segment handlowy. W efekcie 58% przychodów grupy pochodzi z wynajmu powierzchni handlowej, a 36% z biurowej.

Perłami w koronie grupy na najbliższe lata są:

- **Eurocentrum Office Complex**

Jest to zespół nowoczesnych biurowców, zlokalizowany w Warszawie w Alejach Jerozolimskich. Łączna powierzchnia wynajmu wyniesie 69,5 tys. m². W czerwcu br. grupa Capital Park oddała do użytku, w ramach pierwszej fazy inwestycji, dwa budynki – Beta i Gamma, o łącznej powierzchni 42 tys. m² (wśród najemców są m.in. Unilever, Qumak). Druga faza realizacji projektu obejmuje piętnastokondygnacyjny budynek Delta o powierzchni najmu 27 tys. m². Oddane do użytkowania biurowce będą miały istotny wpływ na przychody i wyniki grupy od 2015 roku.



- **Royal Wilanów**

Royal Wilanów to wysokiej jakości budynek biurowo-usługowy, usytuowany w samym sercu Wilanowa, w sąsiedztwie zabytkowego zespołu parków i ogrodów królewskich Pałacu Wilanowskiego, osiedli mieszkaniowych Miasteczka Wilanów oraz nowo powstającego fragmentu dzielnicy z przyszłym ratuszem i galerią handlową. Na czterech kondygnacjach obiektu znajdzie się 29,8 tys. m² nowoczesnej, funkcjonalnej powierzchni biurowej. Na parterze i na poziomie -1 budynku 6,9 tys. m² zajmie powierzchnia handlowo-usługowa.

Budowa biurowca Royal Wilanów rozpoczęła się w sierpniu 2013 r. Oddanie do użytkowania planowane jest w III kwartale 2015 r. Tak więc efekty realizacji inwestycji w przychodach grupy pojawią się najwcześniej pod koniec 2015 roku.



- **Art Norblin**

To wielofunkcyjny projekt rewitalizacji postindustrialnej przestrzeni dawnej Fabryki Norblina przy ul. Żelaznej 51/53 w Warszawie. Na obszarze o powierzchni 2 ha, powstaną nowoczesna, otwarta przestrzeń ponad 64 tys. m² powierzchni użytkowej, w tym 40 tys. m² powierzchni biurowej klasy A oraz handlowe uliczki Norblina, ze sklepami, restauracjami i kawiarniami, a także z Otwartym Muzeum Dawnej Fabryki Norblina i BioBazarem z ekologiczną żywnością. Obiekt ma być oddany do użytku w 2018 roku.

O skali inwestycji świadczy fakt, że grupa planuje pozyskanie finansowania bankowego na jej realizację w wysokości 600 mln złotych *Przez prawie sześć lat od zakupu nieruchomości powstały dziesiątki tomów dokumentacji historycznej, konserwatorskiej i budowlanej, nad projektem pracował zespół ponad pięćdziesięciu specjalistów, zatrudnialiśmy dodatkowo wielu konsultantów, a prace te kosztowały już kilkanaście milionów złotych – tłumaczy Kinga Nowakowska, dyrektorka generalna Art Norblin Sp. z o. o.*



Resztę projektów, choć mają istotny wpływ na wyniki grupy dzisiaj, należy traktować jako uzupełnienie flagowych projektów.

Jak widać, **wszystko co najlepsze, jeżeli chodzi o wzrosty przychodów, dopiero przed grupą**. Niedawno oddany do użytku został pierwszy biurowiec Eurocentrum, a stopniowa finalizacja kolejnych inwestycji będzie napędzać przychody grupy w kolejnych okresach.

Komunikacja z rynkiem

Warto podkreślić otwartą komunikację spółki i szczegółowe raporty finansowe, co niestety nie jest standardem w przypadku wielu emitentów z rynku Catalyst.

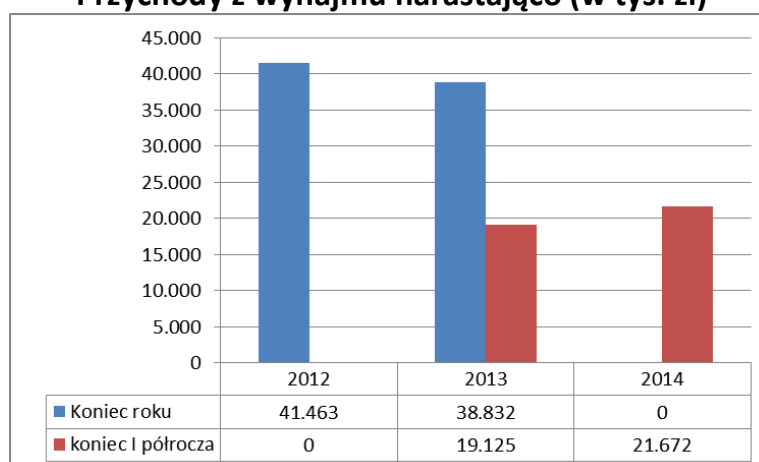
Analiza finansowa

Przychody i zyski

Grupa jako podstawową sprzedaż definiuje **przychody z wynajmu powierzchni biurowej i handlowej**. Dodatkowo od drugiej połowy 2013 roku Capital Park osiąga przychody z tytułu zarządzania nieruchomościami ulokowanymi w funduszu Real Estate Income Assets FIZ AN (533 tys. zł w 2013 roku). Z kolei przychody ze sprzedaży mieszkań i domów ujmowane są w rachunku wyników jako zysk/strata ze sprzedaży nieruchomości i tu grupa nie ma się czym pochwalić (155 tys. zł straty w 2013 roku i 555 tys. zł w I półroczu 2014).

Fakt, że główne inwestycje grupy są w trakcie realizacji, ma istotny wpływ na skalę obecnych przychodów grupy. Krótko mówiąc, są one kompletnie nieadekwatne do skali kapitałów grupy, które na 30 czerwca 2014 roku wynosiły 1,05 mld zł. W tej chwili największe znaczenie dla grupy ma pozyskanie najemców na jak największy procent powierzchni użytkowej, tak aby biura i lokale handlowe realizowanych inwestycji pracowały na siebie od początku oddania tych inwestycji do użytkowania. Sukcesywne oddawanie do użytku kolejnych projektów będzie miało istotny wpływ na przychody grupy już od 2015 roku.

Przychody z wynajmu narastająco (w tys. zł)

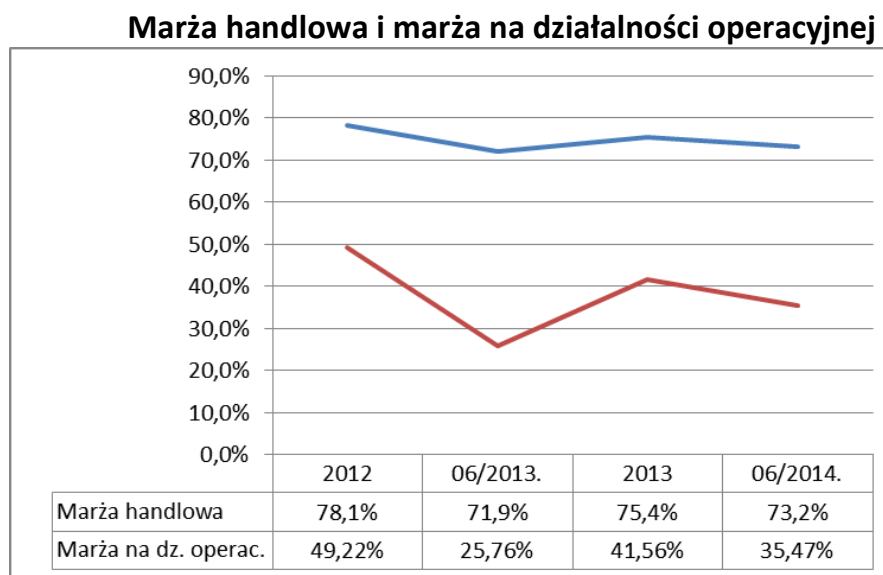


Źródło: raporty finansowe grupy.

Na 31 grudnia 2013 roku 58% przychodów z wynajmu pochodziło z segmentu handlowego, 36% z segmentu biurowego, a pozostałe 6% z obiektów wielofunkcyjnych.

Jeszcze raz warto podkreślić, że z portfela nieruchomości inwestycyjnych grupy o wartości prawie 1,4 mld zł, na 31 grudnia 2013 roku tylko 32% było ukończone, pozostałe było w budowie (28%, 386 mln zł), a 40% w przygotowaniu. To pokazuje potencjał wzrostu przychodów grupy Capital Park, zwłaszcza, że obiekty w budowie (Eurocentrum, Royal Wilanów) są już w znacznym stopniu skomercjalizowane, tzn. mają najemców, którzy niezwłocznie wprowadzą się do obiektów po ich oddaniu do użytkowania.

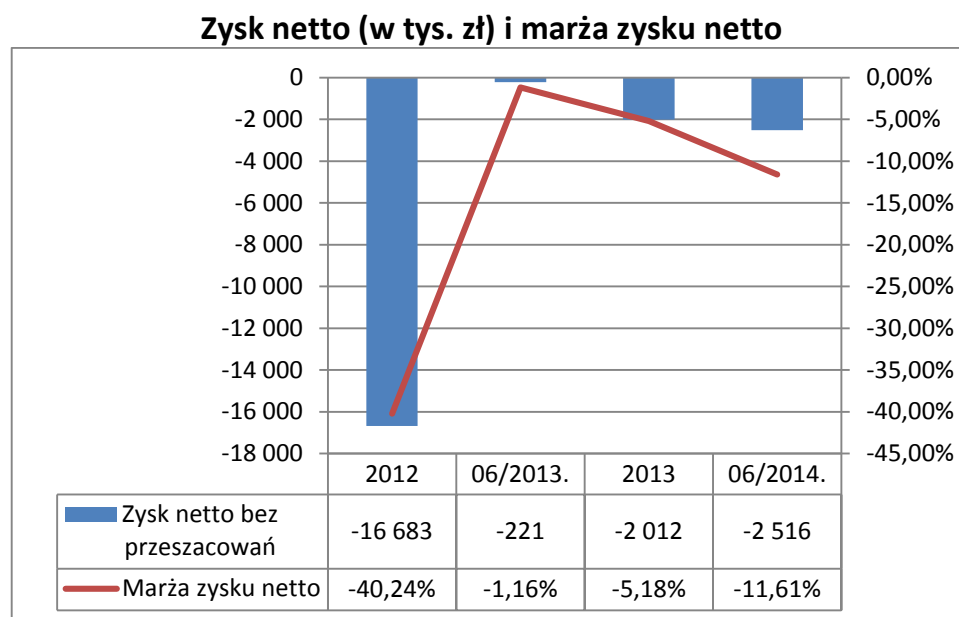
Marża handlowa, czyli przychody z wynajmu pomniejszone o koszty bezpośrednio związane z nieruchomościami oraz marża na działalności operacyjnej, prezentują się następująco:



Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych grupy.

Z wyniku na działalności operacyjnej wykluczyłem przeszacowania nieruchomości, które istotnie zaburzałyby analizę. Dla przykładu na koniec 2012 roku przeszacowania nieruchomości wyniosły -108 mln zł, podczas gdy na koniec I półrocza 2013 roku było to +60 mln zł. Grupa na dzień bilansowy dokonuje przeszacowań nieruchomości do wartości godziwej w oparciu o ich niezależne wyceny oraz **uwzględniając kurs EUR/PLN**, który ma istotny wpływ na przychody osiągnięte z wynajmu, a co za tym idzie na wartość nieruchomości liczoną na podstawie osiągniętych z niej przychodów.

Na koniec **wynik netto i marża zysku netto**, również z wykluczeniem przeszacowań wartości nieruchomości i aktualizacji wycen instrumentów finansowych. Duża strata netto na koniec 2012 roku to efekt naliczenia podatku odroczonego dla części aktywów. Bez tej operacji strata wyniosłaby niecałe 2 mln zł.



Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych grupy.

Podsumowując, na razie grupa Capital Park nie ma się czym chwalić w zakresie osiągniętych przychodów i zysków. Jednakże, jak już wspomniałem, większość inwestycji grupy jest w trakcie realizacji i dopiero oddanie ich do użytkowania znacząco wpłynie zarówno na przychody grupy, jak i zapewne na zyski.

Grupa trzyma sporą ilość środków pieniężnych na kontach (168 mln zł na 30 czerwca 2014 roku), które jeszcze nie pracują aktywnie na zyski. Środki te są efektem emisji akcji na koniec 2013 roku (publiczna emisja akcji oraz konwersja pożyczek od udziałowców na akcje), co jest bardzo korzystną informacją dla obligatariuszy (więcej kapitałów w grupie).

Z punktu widzenia inwestujących w obligacje istotny jest również fakt, że środki pieniężne nie są przejadane poprzez wysokie straty, a stopniowo będą zamieniane w realny majątek trwały.

Analiza bilansu

Kapitały własne, suma bilansowa

Wysokość kapitałów własnych (ponad 1 mld zł) oraz ich wysoki procentowo udział w sumie bilansowej, są niewątpliwymi atutami grupy z punktu widzenia właścicieli obligacji Capital Park.

Kapitały własne, udział w sumie bilansowej

w tys. PLN	2012	Q2 2013	2013	Q2 2014
Kapitał własny	739.289	782.946	1.043.100	1.056.456
Pasywa razem	1.344.794	1.406.934	1.639.235	1.799.760
<i>udział w sumie bilansowej</i>	55%	56%	64%	59%

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych grupy.

Skokowy wzrost kapitałów na koniec 2013 roku wynikał z przeprowadzenia emisji akcji, z której Capital Park pozyskał 136,2 mln zł oraz konwersji pożyczki od udziałowca na kapitały (91,2 mln zł). Oczywiście udział kapitałów w sumie bilansowej będzie malał wraz z zaciąganiem przez grupę kolejnych zobowiązań finansowych na realizację projektów, ale jasno widać, że grupa „ma miejsce” na zwiększanie zobowiązań.

Płynność i zadłużenie

Grupa Capital Park przygotowuje się do rozpoczęcia budowy kluczowych inwestycji, w związku z tym można stwierdzić, że „śpi na gotówce”. Wskaźniki płynności prezentują się znakomicie, jednakże wraz z przeznaczaniem środków na realizację inwestycji, płynność będzie dążyć do poziomu bardziej typowego dla branży. Obecna (nad)płynność oczywiście również jest pozytywną informacją dla właścicieli obligacji Capital Park.

Wskaźniki płynności

Płynność	2012	Q2 2013	2013	Q2 2014
płynność I stopnia	1,06	0,80	4,68	2,04
płynność gotówkowa	0,47	0,35	1,23	1,56

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych grupy.

Pochodną wysokich kapitałów własnych grupy i znacznej ilości środków pieniężnych są oczywiście bardzo dobre (niskie) wskaźniki zadłużenia grupy, również pokazujące, że Capital Park jest bilansowo gotowy do rozpoczęcia kluczowych inwestycji:

Wskaźniki zadłużenia

Wskaźnik	2012	Q2 2013	2013	Q2 2014
wskaźnik zadłużenia	0,45	0,44	0,36	0,41
udział zobow. finans. w sumie bilansowej	0,37	0,36	0,34	0,38
stos. zadłużenia odsetkowego do kapitałów	0,67	0,64	0,53	0,65

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych grupy.

Spadek wskaźnika zadłużenia (czyli udziału zobowiązań w sumie bilansowej) z 45% (0,45) na koniec 2012 roku do 36% na koniec 2013 roku, związany jest ze wzrostem kapitałów na skutek emisji akcji oraz konwersji zobowiązań wobec jednostek powiązanych (właściciele) na kapitał własny. Jeżeli uwzględnimy środki pieniężne posiadane przez spółkę na 31 grudnia 2013 roku, to wskaźnik zadłużenia po korekcie (zadłużenie skorygowane o środki pieniężne) wyniosłoby 25%, co jest wartością wysoce bezpieczną.

Warto również dodać, że grupa Capital Park nałożyła na siebie ograniczenia w zakresie maksymalnego wzrostu zadłużenia. Seria obligacji B (CAP0617) daje inwestorom możliwość przedterminowego wykupu obligacji, gdy wskaźnik zadłużenia netto (dług oprocentowany minus gotówka w relacji do kapitałów) przekroczy 1,2. Przy obecnym poziomie kapitałów własnych (ponad 1 mld zł) daje to możliwość dalszego zwiększania zadłużenia, jednakże ustala jego maksymalny poziom w relacji do kapitałów w obszarach uznawanych za bezpieczne.

Wysoką jakość zarządzania finansami grupy pokazuje również tabela prezentująca zadłużenie finansowe grupy. Widać skłonność do wydłużania terminu zapadalności kredytów i obligacji oraz maksymalnego dopasowania ich do źródeł spłaty po realizacji inwestycji.

Zadłużenie wg rodzajów (w tys. zł)

Rodzaj zadłużenia	2012	Q2 2013	2013	Q2 2014
Kredyty krótkoterminowe	139.830	98.085	30.053	41.770
Obligacje krótkoterminowe	4.890	4.260	3.670	38.990
Kredyty długoterminowe	251.587	301.767	420.543	508.268
Obligacje długoterminowe	96.872	97.499	98.126	97.878
Zobowiązania finansowe razem	493.179	501.611	552.392	686.906

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych grupy.

Warto również docenić niestandardowe sposoby pozyskiwania finansowania przez grupę Capital Park, jak chociażby fundusz inwestycyjny zamknięty, z którego sprzedaży jednostek grupa pozyskała 63,7 mln zł, jednocześnie zachowując 15% udziałów oraz zarządzanie aktywami funduszu.

Jak w każdym punkcie powyżej, należy mieć na uwadze, że nadchodząca kumulacja kluczowych dla grupy inwestycji spowoduje wzrost zadłużenia finansowego. I znów należy stwierdzić, że grupa posiada możliwości zwiększania tego zadłużenia.

Na rynku Catalyst notowane są obecnie dwie serie obligacji Capital Park, CAP0715 (65 mln zł) i CAP0617 (35 mln zł), dające rentowność brutto w okolicach 7%. W ramach dywersyfikacji źródeł finansowania grupa planuje kolejną emisję obligacji do 100 mln zł.

Podsumowując, patrząc okiem właścicieli obligacji Capital Park, można być zadowolonym z bilansu grupy. Wysokie kapitały, bardzo dobra płynność, zadłużenie na niskich poziomach w stosunku do sumy bilansowej, są to cechy pozytywnie wpływające na bezpieczeństwo zainwestowanych środków. Jeżeli polski rynek finansowy i nieruchomości nadal będzie się stabilnie rozwijał, a grupa nie popełni błędów przy którejś z kluczowych inwestycji, to nawet stopniowy wzrost zadłużenia nie powinien zmienić tego pozytywnego obrazu.