

Capital Park

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Capital Park („Capital Park”, „spółka”) po wynikach za 4Q17 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 2017 dla Capital Park wyniósł 0,45x (0,48x w 3Q17), a więc poniżej kowenantu ustanowionego na obligacjach w EUR (0,6x).
- Portfel nieruchomości Capital Park ma wartość bilansową 2,2 mld zł i składa się z 62 projektów (54 pracujących, 3 w budowie, 5 pozostałych). Do kluczowych aktywów Capital Park należą ukończone projekty Eurocentrum (864 mln zł) oraz Royal Wilanów (416 mln zł), a także ArtN (docelowo 1,1 mld zł). 47 nieruchomości o łącznej wartości 318 mln zł znajduje się w dwóch funduszach REIA, które spółka konsoliduje metodą pełną ze względu na sprawowaną kontrolę, pomimo mniejszościowych udziałów (16% i 15%).
- Spółka szacuje, że po 4Q17 projekty w budowie oraz ukończone wymagały będą jeszcze 1 mld zł nakładów, z czego wkładem własnym ma być sfinansowane 122 mln zł. Wkład własny może zostać sfinansowany m.in. obligacjami. Najwięcej nakładów pochłonąć ma budowa ArtN (748 mln zł, z czego 92 mln zł wkładu własnego), oraz Crowne (197 mln zł, z czego 30 mln zł wkładu własnego). Pozostałe projekty wymagają 79 mln zł nakładów, które finansowane będą kredytami.
- Ostatnia z planowanych inwestycji Capital Parku ma zostać oddana do użytku w 2020 r. i szacujemy, że po ukończeniu projektów dług netto do aktywów wynosił będzie ok. 0,53x. W naszych szacunkach zakładamy, że spółka sięgnie po zewnętrzne finansowanie wkładu własnego projektów ArtN i Crowne (ok. 70% nakładów, 80 mln zł). Zakładamy refinansowanie obligacji w EUR. Konserwatywnie zakładamy spłaty kapitałowe kredytów, ale nie uwzględniamy potencjalnego zwiększania LTV na ukończonych projektach. Zwracamy uwagę, że refinansowanie kredytów na wyższe LTV pozwoliłoby spółce uwolnić gotówkę, która mogłaby posłużyć na spłatę obligacji.
- Gros części kapitałowej kredytów (811 mln zł) przypada na okres po zapadalności obligacji. Dodatkowo, do zapadalności euroobligacji wygasają jedynie 2 kredyty o łącznym saldzie 132 mln zł na koniec 4Q17. Większy z kredytów o saldzie 101 mln zł przypisany jest do REIA I. Spodziewamy się refinansowania tego kredytu, jednocześnie zaznaczając, że spółka ma 16% 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
CAP0618	33	5,06%
CAP0818	2	4,80%
CAP0419	15	5,16%
CAP0320	8*	n.d.
CAP0420	93*	4,15%
CAP1220	64*	4,10%

Suma

*Przy kursie EURPLN = 4,25

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

Po dacie bilansowej spółka zawarła umowy na pełną realizację projektu ArtN, którego ukończenie planowane jest na 4Q20. Głównym wykonawcą będzie Warbud (wartość umowy 333-365 mln zł), spółka zawarła również umowy z podwykonawcami – Soletanche, TKT Engineering i Maat4. Po zakończeniu 2017 r. spółka szacuje, że do poniesienia pozostają nakłady o wartości 748 mln zł, z czego 92 mln zł zostanie sfinansowane ze środków własnych. W 2017 r. nakłady poniesione na ten projekt wyniosły 21,5 mln zł i finansowane były ze środków własnych. Do zakończenia 2017 r. spółka nie wykorzystywała środków z umowy kredytu na finansowanie ArtN zawartej z Pekao, o której pisaliśmy w poprzednim raporcie. Zawarty kredyt przewiduje finansowanie do ok. 700 mln zł (kredyt budowlany 159,3 mln EUR + kredyt na VAT 35 mln PLN).

W 4Q17 Capital Park sprzedał kolejne certyfikaty funduszu REIA II zmniejszając swój udział do docelowych 15% z 38% ma koniec 3Q17. Obecnie Capital Park posiada 16% certyfikatów REIA I (39 nieruchomości o wartości bilansowej 174 mln zł) oraz 15% certyfikatów REIA II (8 nieruchomości o wartości bilansowej 144 mln zł) i wskazuje ten poziom jako docelowy.

Analiza wyników finansowych

Rachunek Zysków i Strat

W 2017 r. przychody z wynajmu podstawowego wyniosły 126 mln zł, z czego 29 mln zł zostało wygenerowane przez nieruchomości znajdujące się w funduszach REIA. Przychody były wyższe od osiągniętych w 2016 r. o 17%, a wyrażone w EUR wzrosły o 20%. Wzrost przychodów wynikał z nowych umów najmu w ramach projektów należących w 100% do Capital Parku, a przychody wygenerowane z nieruchomości w strukturach REIA były porównywalne r/r.

W 2017 r. Capital Park wygenerował FFO (Funds From Operations) na poziomie 38 mln zł, z czego według naszych szacunków 14 mln zł w funduszach REIA, a 24 mln zł poprzez nieruchomości należące w pełni do CP. Uwzględniając proporcjonalny do posiadanych certyfikatów udział w generowanym FFO przez fundusze REIA kalkulujemy FFO przynależne Capital Parkowi na 28 mln zł. Na poziomie skonsolidowanym FFO w wysokości 38 mln zł było wyższe względem 2016 r. o 117%, a wyższe obłożenie w projektach przełożyło się również na wzrost marży FFO do 30% z 16% w 2016 r.

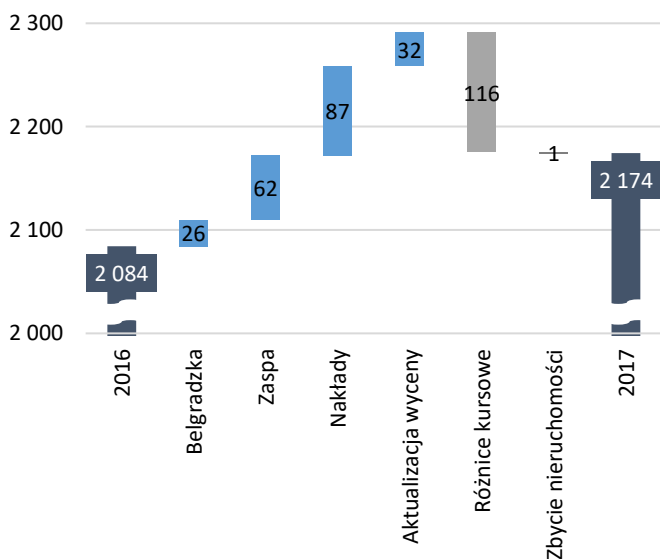
W 4Q17 przychody z wynajmu podstawowego wyniosły 32,5 mln zł, co oznacza wzrost o 30% r/r. W porównaniu do kwartału poprzedniego przychody były niższe o 2% co wynikało z efektu bazy – według informacji otrzymanych od spółki w 3Q17 w wyniku wypowiedzenia umowy najmu przez jednego z najemców rozpoznany został przychód z tytułu rozwiązania umowy. Zmiana kursu walutowego wzmocniła ten efekt, gdyż wyrażone w EUR przychody wyniosły 7,7 mln EUR i były wyższe 21% r/r, a w stosunku do kwartału poprzedniego niższe o niecały 1%. W stosunku do analogicznego kwartału roku 2016 przychody były wyższe o 1,3 mln EUR, z czego za 1 mln EUR odpowiadał wzrost wygenerowany na nieruchomościach własnych – poza funduszami REIA. FFO w 4Q17 wyniosło 10,3 mln zł, tj. o 0,3 mln zł mniej niż w kwartale poprzednim.

Bilans

Suma bilansowa Capital Park wzrosła w przeciągu ostatniego kwartału o 42 mln zł i na koniec 2017 r. wynosiła 2,5 mld zł. Za wzrost sumy bilansowej odpowiadał wyższy stan gotówki o 61 mln zł (193 mln zł na koniec 2017 r.), o 8 mln zł wzrosła wartość inwestycji w jednostkach współkontrolowanych, która wynikała z ukończenia centrum handlowego ETC Swarzędz. Wzrost sumy bilansowej zmniejszony został przez niższą wartość nieruchomości inwestycyjnych.

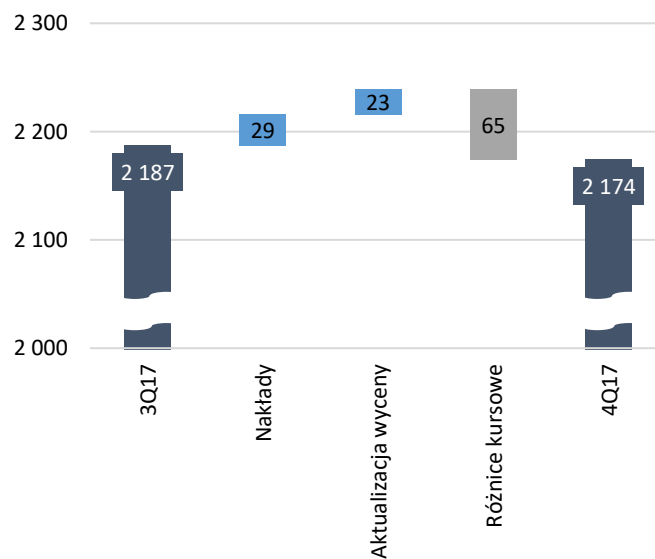
Wartość nieruchomości inwestycyjnych na koniec 2017 r. wyniosła 2,2 mld zł co oznacza wzrost o 90 mln zł w stosunku do zakończenia 2016 r. i spadek o 13 mln zł wobec 3Q17. Za spadek wartości nieruchomości w ostatnim kwartale w głównej mierze odpowiadała zmiana kursu EURPLN, a wartość wyrażona w euro wzrosła odpowiednio o 14 mln EUR w trakcie czwartego kwartału i 48 mln EUR w trakcie całego 2017 r. W 2017 r. spółka dokonała zakupu nieruchomości przy ul. Belgradzkiej w Warszawie (3 tys. GLA), oraz wykupiła pozostałe 47% udziałów w galerii Zaspą w Gdańsku co zwiększyło bilansową wartość nieruchomości inwestycyjnych o kolejne 88 mln zł. Nakłady poniesione zwiększyły wartość nieruchomości o 87 mln zł (z czego 29 mln zł w 4Q17) – w tej kwocie 35 mln zł przeznaczone zostało na budowę Neptun House, 21 mln zł na ArtN, a pozostałe 31 mln zł na prace aranżacyjne w funkcjonujących obiektach.

Wykres: Zmiana wartości nieruchomości inwestycyjnych w 2017 r. (mln zł)



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Wykres: Zmiana wartości nieruchomości inwestycyjnych w 4Q17 r. (mln zł)



Źródło: Dane spółki

Po stronie pasywów zadłużenie wzrosło o 13 mln zł, a kapitały własne o 5 mln zł. O 15 mln zł netto wzrosła bilansowa wartość rezerw, o kolejne 8 mln zł – zobowiązań handlowych. Za wzrost rezerw odpowiadały głównie rezerwy podatkowe – niezapłacone odsetki od udzielonych pożyczek oraz różnice kursowe; wśród zobowiązań handlowych nie występują przeterminowane.

Dług brutto Capital Parku na koniec 2017 r. wyniósł 1,3 mld zł i był wyższy od zakończenia 3Q17 o 13 mln zł. Przy stanie gotówki 193 mln zł, dług netto wynosił 1,1 mld zł i implikował stosunek długu netto do kapitałów własnych na poziomie 1,0x (1,1x na koniec 3Q17 i 1,0x na koniec 2016 r.). Stosunek długu netto do aktywów na koniec 2017 r. wyniósł 0,45x (0,48x na koniec 3Q17 i 0,46x na koniec 2016 r.). Spółka konsoliduje fundusze REIA metodą pełną pomimo posiadania 15% udziału ze względu na sprawowaną kontrolę operacyjną, jednakże nie gwarantuje w żaden sposób zobowiązań

funduszy. Dekonsolidując fundusze dług netto Capital Park wynosi 930 mln zł, a wskaźnik długu netto do kapitałów własnych kształtuje się na poziomie 0,94x.

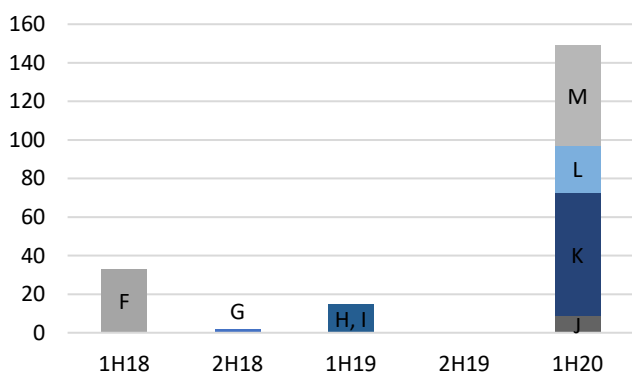
Na obligacjach „złotowych” (ostatnia seria zapada w kwietniu 2019 r.) ustanowiony jest kowenant na dług netto do kapitałów własnych na poziomie 1,2x co oznacza, że spółka posiada przestrzeń do zaciągnięcia dodatkowych 200 mln zł względem stanu bilansu na koniec 2017 r. Niewykluczone, że w kontekście uruchomienia finansowania ArtN Capital Park skorzysta z opcji call w tych seriach. Obecnie serie nie przewidują już premii za przedterminowy wykup ze względu na bliską datę zapadalności. Na euroobligacjach natomiast (wszystkie 4 serie zapadają w 2020 r.) ustanowiony kowenant na wskaźniku długu netto do aktywów na poziomie 0,60x – zanim dojdzie do jego naruszenia Capital Park może zwiększyć swoje zadłużenie o ponad 900 mln zł.

W 4Q17 spółka wyemitowała euroobligacje na 15 mln EUR oprocentowane na stałe 4,1% i była to jedyna istotna transakcja na zadłużeniu spółki, bilansowy wzrost zadłużenia został zmniejszony przez kurs EURPLN. Łącznie w 2017 r. spółka wyemitowała 4 serie euroobligacji (serie K i L zostały zasymilowane) o nominale 53,5 mln EUR, i wartości bilansowej na koniec 2017 r. 148 mln zł. Spółka zmienia profil walutowy zadłużenia z PLN na EUR celem 1) naturalnego hedgingu 2) ograniczenia kosztów odsetkowych. Na koniec 2017 r. euroobligacje stanowiły już 71% zadłużenia obligacyjnego spółki. Euroobligacje spółki mają oprocentowanie stałe na poziomie 3,75-4,10% w porównaniu do zapadających w 2018-19 obligacji złotych opartych o WIBOR 3M + marża 4,30-4,80%. Średnioważony koszt długu w 2017 r. wyniósł 3,06% w porównaniu do 3,41% w 2016 r., a w całości zadłużenia dług denominowany w euro stanowił 92%.

Po dacie bilansowej spółka wykupiła obligacje serii E (11 mln zł) oraz dokonała częściowej spłaty kredytu w Getin Noble Banku – ok. 10 mln zł.

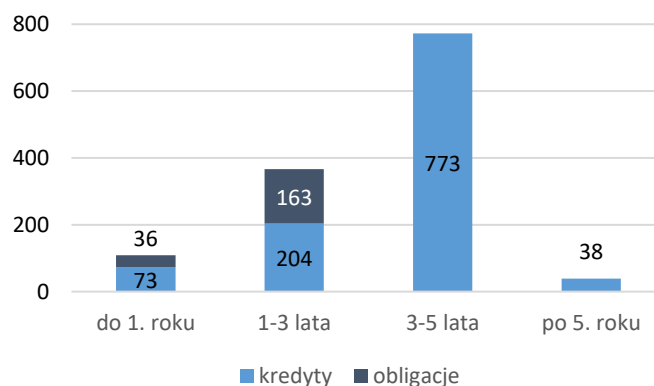
Zwracamy uwagę, że gros części kapitałowej kredytów (811 mln zł) przypada w okresie od 3 lat (liczonym od końca 2017 r.) i później, a więc po zapadalności obligacji. Dodatkowo, spośród 287 mln zł przypadających w ciągu 3 lat (do końca 2020 r.) wygasają jedynie 2 kredyty o łącznym saldzie 132 mln zł na koniec 2017 r. (szacunkowo na dzień publikacji raportu 121 mln zł). Pierwszym z nich jest kredyt w Getin Noble Bank o saldzie 31 mln zł na koniec 2017 r., częściowo spłacony w trakcie 1Q18. Z kolei drugi kredyt o saldzie 101 mln zł przypisany jest do REIA I. Spodziewamy się, że kredyt ten w całości zostanie zrefinansowany. Warto zwrócić uwagę, że Capital Park ma 16% 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)



Szacunkowy harmonogram na dzień publikacji raportu kredytowego
Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Wykres: Zapadalność zobowiązań finansowych (mln zł)



Szacunkowy harmonogram na koniec 2017 r. przy czym w „do 1 roku” uwzględniono zdarzenia po dniu bilansowym.
Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Portfel nieruchomości

	Projekt	Miasto	GLA (tys. m2)	Obłożenie	Wartość bilansowa (mln zł)	Wartość docelowa (mln zł)	Yield	LTV
Ukończone	Eurocentrum	Warszawa	85	85%	864	903	6,48%	58%
	Royal Wilanów	Warszawa	37	94%	416	426	6,50%	61%
	Zgierska	Łódź	6	99%	36	36	8,00%	73%
	Zaspa	Gdańsk	9	93%	62	63	7,50%	62%
	Belgradzka	Warszawa	3	79%	26	26	8,00%	82%
	KEN	Warszawa	0	100%	5	5	7,25%	0%
	Kraśińskiego	Bydgoszcz	0	100%	1	1	b.d.	0%
	Razem		140	88%	1 409	1 460		59%
FIZ AN	REIA I (16% udział)	26 miast	15	93%	174	174	7,49%	58%
	REIA II (15%)	6 miast	16	95%	144	144	7,36%	63%
	Razem		31	94%	318	318		60%
W budowie	ArtN	Warszawa	67	22%	320	1 128	5,38%	
	Neptun	Gdańsk	7	100%	48	61	8,50%	
	Crowne	Warszawa	28	33%	47	273	6,72%	
	Pozostałe		1	n.d.	31	31	n.d.	
	Razem		103	30%	447	1 494		
JV	ETC Swarzędz (60%)	Swarzędz	20	81%	148	160	7,15%	80%
	Vis à Vis Przyczółkowa (64%)	Warszawa	4	75%	17	39	7,25%	0%
	Rezydencje Pałacowa II (64%)	Warszawa	n.d.	n.d.	24	39		n.d.
	Razem		24	80%	189	238		
	Razem		298		2 363	3 510		

Źródło: Dane spółki

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 10.05.2018 r.

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski S.A.** 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 0000712428, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o kapitale zakładowym w wysokości 815 591,49 PLN w całości opłacony, 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 raport został przekazany do Emitenta.

Raport:

- skierowany jest zarówno 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 (Dz. U. z 2017 r. poz. 1219 t. j. z późn. zm.) 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 (Dz.U. z 2017 r. poz. 459 t. j. z późn. zm.),
 - 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 osoby blisko z nimi związane, o których mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 t. j. z późn. zm.), nie pełnią funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmują stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.
- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.
- 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 wynagrodzenie 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 powiązonym 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.

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 S. A.

Michael / Ström Dom Maklerski S. A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego 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