

Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Ghelamco Invest Sp. z o.o. (GI) oraz grupy kapitałowej gwaranta obligacji GI, tj. Granbero Holdings Limited (GHL) po wynikach za 2018 r.

- Model biznesowy GHL zakłada, że nieruchomości komercyjne są początkowo przeznaczone na wynajem, a po osiągnięciu poziomu komercjalizacji zapewniającego maksymalizację zysków ze zbycia takiego projektu, na sprzedaż. Nieruchomości mieszkaniowe GHL są od razu przeznaczone na sprzedaż.
- W 2018 r. Spółka nie przeprowadziła sprzedaży żadnego projektu inwestycyjnego. Po dacie bilansowej Spółka dokonała sprzedaży dwóch projektów: .big Kraków za 32,9 mln EUR i Wronia 31, którego wartość księgowa na koniec roku wynosiła 64,4 mln EUR, a Emitent zarobił na jego sprzedaży 16 mln EUR.
- Zwracamy uwagę, że sprzedaż wieży Warsaw Spire w czerwcu br. przez Ghelamco European Property Funds i Madison International Realty (udział po 50%) na rzecz Immofinanz nie ma bezpośredniego wpływu na sytuację płynnościową ani Ghelamco Invest ani Granbero, ponieważ spółka Ghelamco European Property Fund, mimo iż należy do grupy Ghelamco, to nie należy do grupy Granbero.
- Na koniec 2018 r. poziom długu netto GHL wynosił 338,7 mln EUR, a wskaźnik długu netto do kapitałów własnych 0,47x.
- Po dacie bilansowej Spółka wyemitowała sześć serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 304,8 mln zł i wykupiła zapadające obligacje na łączną kwotę 131,8 mln zł i dodatkowo przedterminowo skupiła 2,1 mln zł serii PPD zapadającej w listopadzie 2019 r. Ponadto 2 sierpnia 2019 r. Spółka poinformowała o otrzymaniu kredytu budowlanego do kwoty 135,8 mln EUR na projekt Warsaw Unit.
- Według stanu na 31.12.2018 r. LTV liczone jako zadłużenie zewnętrzne w postaci kredytów i obligacji obniżonych o saldo środków pieniężnych w stosunku do wartości księgowej projektów (nieruchomości inwestycyjne + zapasy) wynosi 54%.

PROFIL SPÓŁKI:

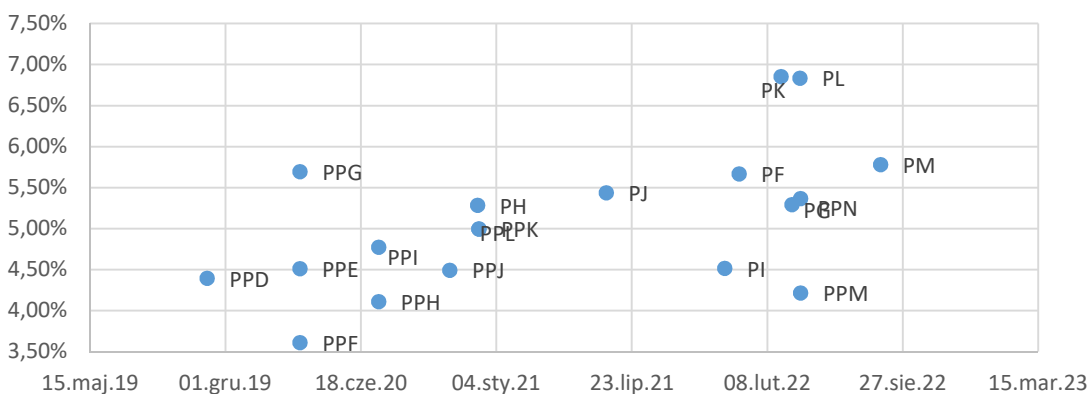
Emitent pozyskuje kapitał na potrzeby działalności Grupy Ghelamco, która realizuje projekty nieruchomościowe (przede wszystkim biurowe, ale również i mieszkaniowe).

Outstanding obligacji:

Łącznie notowane 19 serii o wartości nominalnej 960 mln zł

2019: 1 seria, 48 mln zł
2020: 9 serii, 340 mln zł
2021: 3 serie, 144 mln zł
2022: 6 serii, 428 mln zł

Rentowność do wykupu (YTM) obligacji korporacyjnych Ghelamco Invest



Źródło: Obliczenia DM Michael/Ström

Istotne wydarzenia od daty ostatniego raportu o Ghelamco Invest (08.11.2018 r.)

Sprzedaje projektów:

.big Kraków

W styczniu 2019 r. projekt .big (10,2 tys. m² GLA) w Krakowie został sprzedany firmie Crédit Suisse za 32,9 mln EUR, a yield wyniósł 5,59%. W momencie sprzedaży dokonano spłaty finansowania bankowego związanego z tym projektem (16,6 mln EUR).

Wronia 31

W kwietniu 2019 r. Emitent sprzedał projekt Wronia 31 w Warszawie (16,0 tys. m² GLA) na rzecz LaSalle Investment Management. Na koniec 2018 r. wycena księgowa Wroniej 31 roku wynosiła 64,4 mln EUR, a przypisane do projektu kredyty bankowe 41 mln EUR. Zgodnie z komunikatem Spółki projekt został sprzedany za 76,1 mln EUR.

Warsaw Spire

W czerwcu br. Ghelamco European Property Funds i Madison International Realty (udział po 50%) dokonały sprzedaży wieży Warsaw Spire na rzecz Immofinanz. Podkreślamy, że transakcja ta nie ma bezpośredniego wpływu na sytuację płynnościową ani Ghelamco Invest ani Granbero, ponieważ Spółka Ghelamco European Property Fund, mimo iż należy do belgijskiej grupy Ghelamco, to nie należy do grupy Granbero konsolidującej działalność w Polsce.

Emisje/wykupy obligacji

Od daty ostatniego raportu Ghelamco Invest wyemitowało (w ramach VI programu o wartości do 400 mln zł uchwalonego w grudniu 2016 roku i VII programu o wartości do 400 mln zł uchwalonego w lipcu 2018 r.) sześć serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 304,8 mln zł. Ponadto Spółka wykupiła zapadające obligacje serii PE, PPA, PPB i PPC na łączną kwotę 131,8 mln zł i jeszcze dodatkowo przedterminowo skupiła 2,1 mln zł serii PPD zapadającej w listopadzie 2019 r. (emisja o wartości 50 mln zł).

Wybrane projekty Emitenta¹

The Warsaw Hub

GI oczekuje finalizacji budowy The Warsaw Hub (ok.113 tys. m²) w 1Q20. Na koniec 4Q18 powierzchnia na jaką podpisane zostały umowy najmu wynosiła ok. 37 tys. m² (a z uwzględnieniem podpisanych opcji rozszerzenia wynosi około 41 tys. m²). W maju Spółka poinformowała o podpisaniu 7-letniej umowy najmu z Getin Noble Bankiem na 18,5 tys. m² GLA (16% całej dostępnej powierzchni), który ma się wprowadzić w II połowie 2020 r. Oznacza to, że na dzień publikacji raportu poziom *pre-lease* wynosi co najmniej 55,5 tys. m² (ok. 50%).

Warsaw Unit

Zakończono prace nad budową części podziemnej i rozpoczęto prace naziemne budynku Unit, projektu biurowego o powierzchni ok. 59 tys. m² przy rondzie Daszyńskiego w Warszawie. Planowane zakończenie budowy w 1Q21. Zgodnie z informacjami prasowymi budynek ma być nową siedzibą TUNŻ Warta SA, która miała podpisać umowę najmu na ok 20 tys. m² powierzchni (ok 33%).

Zgodnie z komunikatem Spółki z 2 sierpnia 2019 r. podpisano umowę na finansowanie budowy projektu do kwoty 135,9 mln EUR (plus 25 mln zł na finansowanie podatku VAT od kosztów budowy) z konsorcjum w skład którego weszły TUIR Warta SA, PKO BP, Santander Bank SA i Bank PEKAO SA.

Wołoska 24

Według stanu na koniec 2018 r. oddany do użytkowania projekt Wołoska 24 na warszawskim Mokotowie (ok. 23,3 tys. m²) jest wynajęty w ok. 90%.

¹ Patrz. również Tabela 6 na stronie 8

Nowe Soho (wcześniej Nowe Centrum Łodzi)

Projekt będzie kompleksem typu mixed-use tworzącym jedną z dzielnic Nowego Centrum Miasta Łodzi. Działka, na której realizowany jest projekt znajduje się obok dworca kolejowego Łódź Fabryczna. Łączna powierzchnia całkowita, uwzględniając powierzchnię biurową, hotel, powierzchnię handlową oraz powierzchnię mieszkaniową wyniesie ok. 78,4 tys. m². W 2018 r. uzyskano pozwolenia na budowę, prace budowlane na dzień 31 grudnia 2018 r nie zostały jeszcze rozpoczęte i a ich początek jest planowany na rok 2019.

Pozostałe projekty

Poza projektami, których budowa została ukończona lub trwa Spółka posiada kilka projektów biurowych i mieszkaniowych na różnym etapie planowania i przygotowania. W tabeli poniżej zostały przedstawione wybrane projekty w fazie przygotowania lub planowania.

Tabela 1: Projekty w przygotowaniu i planowane

Projekt	Miasto	Docelowe GLA (m ²)	Wartość księgowa na 31.12.2018 (tys. EUR)
Katowicki Office Park	Katowice	25 000	3 700
Kreo	Kraków	24 100	
Bellona Tower (Grzybowska 73)	Warszawa	49 000	25 023
Warszawa Gdańska	Warszawa	83 000	
Sobieski Tower	Warszawa	45 000	33 429
Chopin Tower	Warszawa	40 000	41 900
Plac Grzybowski	Warszawa	35 000	7 629
Port Żerański	Warszawa	bd	3 400
Konstancin	Konstancin-Jeziorna (k. Warszawy)	26 000	5 600

*Źródło: Dane Spółki

Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Ghelamco Invest (Emitent obligacji) nie prowadzi działalności operacyjnej, a jedynie jest wehikułem pozyskującym finansowanie i udzielającym pożyczek poszczególnym spółkom projektowym w ramach grupy Granbero Holdings Limited.

Na koniec 4Q18 aktywa GI wynosiły 907 mln zł (-205 mln zł względem YE17.), z czego 826 mln zł (-43 mln zł względem YE17) stanowiły udzielone pożyczki oraz nabyte obligacje, które stanowią należności od spółek zależnych od GHL realizujących projekty inwestycyjne. Projektem stanowiącym największy udział w należnościach GI był The Warsaw Hub (244 mln zł; +21 mln zł względem YE17).

W 2018 r udzielone pożyczki i objęte obligacje spadły o 54 mln zł, co związane jest w głównej mierze ze spłatami pożyczek od spółek realizujących projekty: UNIT (-31,8 mln zł) Wronia 31 (-23,7 mln zł), Konstancin (-17,3 mln zł), Nowe Centrum Łodzi (-13,7) i Synergy Business Park (-10,9 mln zł). Z drugiej strony zwiększyło się saldo pożyczki wobec spółki realizującej projekt Warsaw Hub (+21 mln zł), Dodatkowo zmiana metody wyceny w związku z wprowadzeniem MSSF 9 zwiększyła wycenę pożyczek o 20,1 mln zł.

Spółka udziela pożyczek spółkom projektowym, od których naliczane są odsetki widoczne jako przychody finansowe, ale są one na ogół spłacane dopiero przy sprzedaży projektu lub wcześniej w przypadku jego refinansowania. Od 2018 r. GI wycenia należności z tyt. pożyczek i obligacji do wartości godziwej przez rachunek zysków i strat, a nie zamortyzowanym kosztem. Zmiana wynika z wejścia w życie nowego standardu rachunkowości MSSF 9. Spółka skorzystała z możliwości niezmienniania danych porównawczych, a wpływ zastosowania MSSF 9 na bilans otwarcia wyniósłby 13 mln zł. Efekt ten jest z kolei widoczny we wzroście zysków zatrzymanych w sprawozdaniu za 2018 r. – efekt wyceny do wartości godziwej w zyskach zatrzymanych w 2018 r. wynosi 10,6 mln zł.

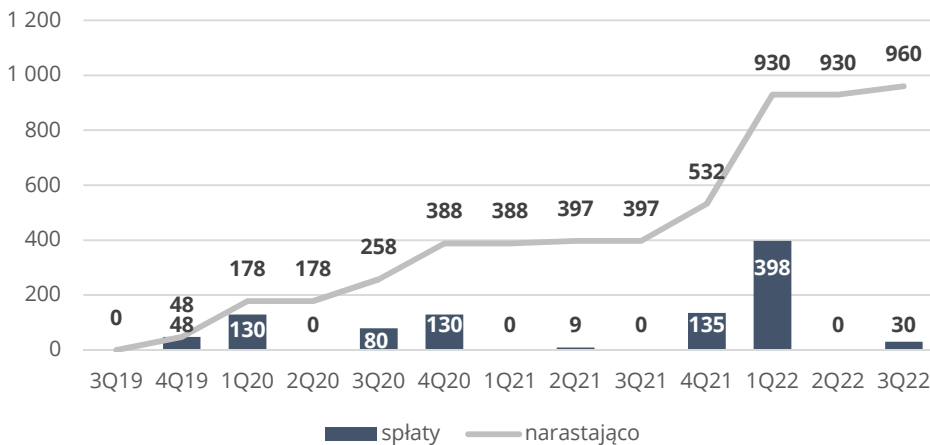
Saldo gotówki zmniejszyło się z 241 mln zł na koniec 4Q17 do 78 mln zł na koniec 4Q18 (-163 mln zł; -68%). Spadek wynika głównie z wykupu obligacji o łącznej wartości nominalnej blisko 250 mln zł.

W 2018 r. GI wyemitowało tylko jedną serię obligacji (PJ) o wartości nominalnej 9,1 mln zł. Dodatkowo w 2018 r. Spółka zapłaciła 62 mln zł odsetek od obligacji, zanotowała 278 mln zł wpływów z wykupu aktywów finansowych przez spółki projektowe i otrzymała 47 mln zł odsetek od spółek projektowych.

Po dacie bilansowej w 2019 r. Spółka wyemitowała (w ramach V programu uchwalonego w grudniu 2016 roku i VII programu o wartości 400 mln zł uchwalonego w lipcu 2018 r.) sześć serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 304,8 mln zł (pozyskując 302,4 mln zł gotówki – dwie serie były emitowane z dyskontem). Ponadto Spółka wykupiła zapadające obligacje serii PE, PPA, PPB i PPC na łączną kwotę 131,8 mln zł i jeszcze dodatkowo przedterminowo skupiła 2,1 mln zł serii PPD zapadającej w listopadzie 2019 r. (emisja o wartości 50 mln zł). Oznacza to, że na dzień publikacji raportu zadłużenie obligacyjne wyniosło 984,8 mln zł.

Ceteris paribus emisje i wykupy obligacji po dacie bilansowej sprawiły, że saldo gotówki wzrosło o ok. 168 mln zł. Dodatkowo sprzedane zostały dwa projekty biurowe – .big oraz Wronia 31, których saldo pożyczek wobec GI wynosiło kolejno 21 mln zł i 35,6 mln zł na koniec 4Q18. Zakładając spłatę tych pożyczek można zakładać, że saldo gotówki wzrosło *ceteris paribus* o kolejne 56,6 mln zł, czyli łącznie o ok. 225 mln zł.

Wykres 1: Harmonogram spłat obligacji GI (mln zł)*



*Harmonogram nie obejmuje serii obligacji PN warunkowo przydzielonej w lipcu br. o wartości nominalnej 24,76 mln zł, ponieważ na dzień publikacji raportu warunki emisji nie są publicznie znane.

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DM Michael/Ström

Dług netto na koniec 4Q18 wyniósł 734,5 mln zł (-76,3 mln zł w porównaniu do 4Q17), a udział zobowiązań w sumie bilansowej spadł o 3 pkt. proc. do 92%. Dług netto na koniec 4Q18 stanowił 89% należności finansowych GI. Teoretycznie oznacza to tyle, że na dzień bilansowy GI musiałoby odzyskać 89% swoich należności (które służą finansowaniu budynków), aby było w stanie spłacić całość zobowiązań finansowych. Uwzględniając opisane powyżej emisje obligacji oraz sprzedaż projektów po dacie bilansowej dług netto spadł *ceteris paribus* do poziomu ok. 678 mln zł.

Pomimo istotnego nawarstwienia spłat obligacji na początku 2022 r. nie identyfikujemy podwyższonego ryzyka płynności, ponieważ na początku 2020 r. zakończy się budowa flagowego projektu Warsaw Hub o powierzchni 113 tys. m². Można zakładać, że do momentu spłat obligacji w 1Q22, Spółce uda się sprzedać projekt (albo przynajmniej jego część). Stosując metodę porównawczą, aby ustalić jaką cenę ze sprzedaży mogłaby uzyskać Spółka, możemy prześledzić transakcję sprzedaży wieży Warsaw Spire z czerwca 2019 r. (71,6 tys. m² GLA) przez Ghelamco Group i Madison International na rzecz Immofinanz za 386 mln EUR (yield 5,1%). Stosując taką samą cenę za m² GLA (oba wieżowce praktycznie ze sobą sąsiadują znajdując się przy Rondzie Daszyńskiego) Warsaw Hub mógłby zostać sprzedany nawet za ok. 600 mln EUR (ponad 2,5 mld zł). Stosując ostrożną wycenę założymy, że będzie to ok. 500 mln EUR.

Wartości bilansowe kredytów bankowych i zadłużenia obligacyjnego przypisanych do tego projektu na 31.12.2018 r. wynosiły kolejno ok. 50 mln EUR i 60 mln EUR. Zakładamy jednak, że wykorzystanie kredytu bankowego zwiększy się wraz z dalszymi postępowaniami budowy. Kredyt budowlany jaki został przyznany przez konsorcjum banków opiewa na 221 mln EUR i zgodnie z umową

kredytową kwota ta ma pokryć do 70% wartości projektu, co implikowałoby łączny koszt budowy na poziomie ok. 315 mln EUR. Z kolei licząc, że w przypadku tego typu projektów koszt 1 m² GLA wynosi ok. 10 000 zł, czyli 2 350 EUR, to wybudowanie 113 tys. m² GLA pochłonie ok. 275 mln EUR. Uśredniając założmy koszt budowy na poziomie 300 mln EUR. Wartość księgowa projektu na koniec 4Q18 wynosiła ok. 200 mln EUR, co w uproszczeniu przyjmujemy za poniesione już koszty, i co oznacza, że Spółka poniesie jeszcze ok. 100 mln EUR kosztów budowy i o tyle też zwiększy się saldo zadłużenia kredytem bankowym (do kwoty ok. 150 mln EUR).

Zakładając, że projekt zostanie sprzedany za 500 mln EUR to po spłacie kredytu bankowego w jego maksymalnej wysokości tj. 221 mln EUR Spółce pozostanie jeszcze ok. 279 mln EUR (1,2 mld zł) gotówki na obsługę zadłużenia obligacyjnego, które na dzień publikacji raportu wynosiło ok. 232 mln EUR (985 mln zł). Oczywiście powyższe wyliczenia są ogólne, nie biorą pod uwagę innych projektów Emitenta, kosztów działalności operacyjnej czy przychodów z najmu powierzchni biurowej, a także zakładają sprzedaż całości projektu i nie biorąc pod uwagę środków finansowych jakie znajdują się na rachunkach bankowych Emitenta.

Dodatkowo, poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wartości brutto projektu GAV (*Gross Asset Value*), czyli możliwej ceny sprzedaży projektu na poziom miesięcznej stawki czynszu za m² stawki czynszu i stopy kapitalizacji (przy założeniu 100% komercjalizacji).

Tabela 2: Analiza wrażliwości wyceny The Warsaw Hub (*Gross Asset Value* EUR mln)

		Docelowa stopa kapitalizacji				
		4,70%	4,90%	5,10%	5,30%	5,50%
Docelowa miesięczna stawka czynszu EUR/m ²	17	490	470	452	435	419
	18	519	498	479	461	444
	19	548	526	505	486	468
	20	577	553	532	512	493
	21	606	581	558	537	518
	22	635	609	585	563	542
	23	664	636	612	588	567

Źródło: Dane spółki, Obliczenia DM Michael/Ström

Miniony rok był kolejnym, który charakteryzował się niższymi otrzymanymi odsetkami niż sugerowałyby to przychody finansowe. Przychody finansowe GI nie są w całości gotówkowe, ponieważ obejmują również naliczone i niezapłacone odsetki, a nie tylko odsetki faktycznie otrzymane. W 2018 r. GI otrzymało faktycznie 32 mln zł spłaty odsetek wykazując przychody finansowe na poziomie 85,4 mln zł. Tak jak wspomniano wcześniej, na ogół spłata odsetek i kapitału następuje w momencie sprzedaży projektu i wtedy też następują faktyczne przepływy gotówki. Można zakładać, że wraz ze sprzedażą projektów .big oraz Wronia 31 wskaźnik ten poprawił się w 1H19 w związku ze spłatą należności głównej pożyczek i naliczonych odsetek przypisanych do tych projektów (łącznie 75,6 mln zł).

Tabela 4: Otrzymane odsetki vs. przychody finansowe GI

tys. zł	2013	2014	2015	2016	2017	2018
(+) Otrzymane odsetki	21 164	11 029	15 156	43 567	42 616	32 039
(-) Przychody finansowe z tyt. odsetek od pożyczek i obligacji	38 410	46 119	51 103	68 278	84 640	85 370
Różnica	-17 246	-35 090	-35 947	-24 711	-42 024	-53 331

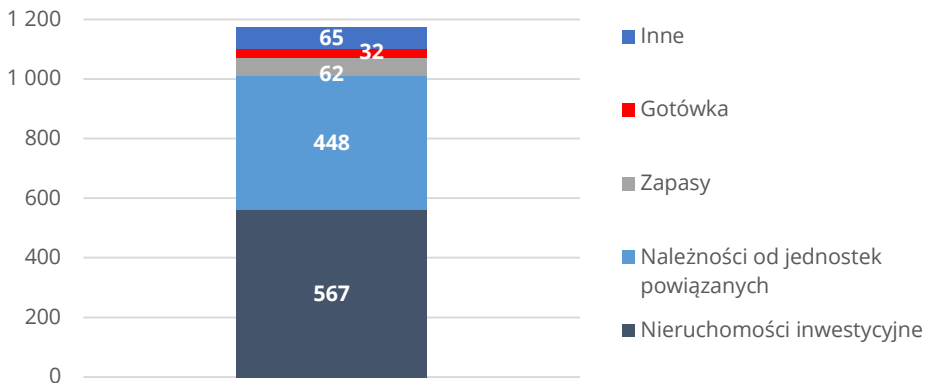
Źródło: Dane spółki

Ponadto w przychodach finansowych Spółka rozpoznaje efekt wyceny aktywów finansowych do wartości godziwej, który wyniósł 10,9 mln zł w 2018 r.

Grupa Kapitałowa Granbero Holdings Limited (GHL)

Suma bilansowa GHL spadła w 2018 r. o 92,3 mln EUR do 1173,5 mln EUR. Spadek aktywów wynikał przede wszystkim ze spadku należności od podmiotów powiązanych o ok. 190 mln EUR.

Wykres 2: Struktura aktywów GHL wg stanu na 31.12.2018 r. (mln EUR)



Obok portfela nieruchomości inwestycyjnych (opisanego poniżej), najważniejszym aktywem GHL są pożyczki udzielone podmiotom powiązanim, które służą do finansowania spółek z Grupy Ghelamco (które mają tego samego beneficjenta końcowego co GHL, ale nie są z GHL powiązane kapitałowo). Na koniec 4Q18 należności związane z finansowaniem tych spółek wyniosły 448 mln EUR (spadek o 191 mln w porównaniu z YE17). Z racji tego, że GHL również pożyczka środki ze spółek z Grupy Ghelamco (11 mln EUR na koniec 4Q18), istotne jest saldo należności netto, które na koniec 4Q18 wyniosło 437 mln EUR (spadek o 27 mln EUR względem 4Q17).

Widoczny w tabeli poniżej znaczący spadek należności (brutto) w porównaniu z poprzednim rokiem wynika z reorganizacji struktury finansowania w Grupie. Należności z tytułu pożyczek udzielonych podmiotom powiązanim (wraz z naliczonymi odsetkami), w łącznej kwocie 280 mln EUR, które spółka Peridot SL (Hiszpania) posiadała w stosunku do polskich spółek celowych, zostały przeniesione do spółki Milovat. Następnie powstała na tej podstawie należność spółki Peridot wobec spółki Milovat została skompensowana z istniejącymi zobowiązaniami spółki Milovat wobec spółki Peridot z tytułu pożyczek. Po stronie pasywów kwota zobowiązań wobec jednostek powiązanych spadła o 164 mln EUR.

W tabeli poniżej przedstawiamy saldo finansowania Grupy Ghelamco przez GHL, tzw. „leakage”.

Tabela 5: Saldo należności netto GHL

mln EUR	2015	2016	2017	2018
Pożyczki długoterminowe udzielone podmiotom powiązanim	250	388	456	307
Należności z tytułu odsetek od podmiotów powiązanych	49	55	70	28
Należności krótkoterminowe od podmiotów powiązanych	74	117	113	112
Zobowiązania wobec podmiotów powiązanych z tytułu pożyczek długoterminowych	-133	-260	-163	-11
Zobowiązania wobec podmiotów powiązanych z tytułu odsetek	-18	-21	-8	0
Zobowiązania krótkoterminowe wobec podmiotów powiązanych	-5	-4	-4	0
Saldo	217	275	464	437

Źródło: Dane spółki

Wzrost salda „leakage” ma wpływ na dług netto GHL, bowiem oznacza to, że GHL pożyczka gotówkę do spółek poza GHL (gotówka „wychodzi” z GHL, a więc podwyższa dług netto) i w zamian na bilansie pojawia się należność (bez wpływu na dług netto). Istotne zwiększenie w 2017 roku wynika z dekonsolidacji i zniknięcia projektu Warsaw Spire z bilansu GHL. Podsumowując, można uznać że GHL częściowo finansuje z zysków na sprzedaży swoich projektów spółki z Grupy Ghelamco.

Z kolei wartość portfela nieruchomości inwestycyjnych wzrosła z poziomu 436 mln EUR na koniec 2017 r. do 567 mln EUR na koniec grudnia 2018 r. Na zmianę złożyły się następujące elementy: nakłady poniesione w bieżącym okresie (+115 mln EUR), korekty wartości godziwej (+31 mln EUR), przeniesienie działki pod projekt Nowe Centrum Łodzi z zapasów do nieruchomości inwestycyjnych (+21 mln EUR), przeniesienie projektu .big do kategorii aktywa przeznaczone do sprzedaży (-29 mln EUR) oraz różnice kursowe (-8 mln EUR). Największy wzrost w portfelu nieruchomości inwestycyjnych dotyczy Warsaw Hub, którego wycena do wartości godziwej wzrosła o 98 mln EUR (ze 101 mln EUR do 199 mln EUR).

Poziom zapasów nieznacznie spadł w porównaniu do YE17 z ok. 70 mln EUR do 62 mln EUR. Na zapasy obejmujące projekty deweloperskie składają się głównie działki utrzymywane w celu budowy obiektów mieszkalnych oraz budynki mieszkalne — zarówno ukończone, jak i znajdujące się w trakcie budowy. Zmiana wynika głównie, z jednej strony z przeniesienia działki pod Nowe Centrum Łodzi z zapasów do nieruchomości inwestycyjnych, a z drugiej z przeniesienia z nieruchomości inwestycyjnych do zapasów projektu Powiśle, który będzie inwestycją mieszkaniową, a nie komercyjną jak pierwotnie zakładano; oraz z postępów w realizacji projektów mieszkaniowych, co zwiększa wartości zapasów.

Na koniec 4Q18 wartość księgowa ukończonych projektów utrzymywanych w celach inwestycyjnych (.big, Wronia 31, Wołoska 24, Stixx, Plac Vogla, Grzybowska 73/Bellona) w bilansie GHL wynosiła 208 mln EUR, podczas gdy zobowiązania spółek realizujących te projekty wobec GI były równe 66,3 mln EUR, a kredyty bankowe 96,1 mln EUR.

Z powyższych projektów .big oraz Wronia 31 zostały sprzedane po dacie bilansowej, co implikuje spadek salda nieruchomości inwestycyjnych o 93,6 mln EUR, ale także spłatę 56,7 mln EUR kredytów bankowych, czyli GHL uwolniło na tych transakcjach łącznie ok. 36,9 mln EUR z przeznaczeniem na spłatę pożyczek wobec Ghelamco Invest (łącznie dla tych dwóch projektów 13,3 mln EUR).

Spłata pożyczek pomiędzy spółkami projektowymi, a Ghelamco Invest nie ma wpływu na stan gotówki na poziomie skonsolidowanego sprawozdania finansowego grupy Granbero, ale ma wpływ na poziom gotówki i długu netto Ghelamco Invest (gotówka zastępuje należności z tyt. pożyczek).

Póki co, nie zakładamy aby doszło do sprzedaży projektów Grzybowska 73 (Bellona), Stixx i Plac Vogla, ponieważ planowane są tam dalsze inwestycje.

Ze sprzedaży projektu Wołoska 24, GHL mogłoby uzyskać ok. 56 mln EUR środków ze sprzedaży (zgodnie z wyceną na koniec 2018 r.), a po spłacie 31,3 mln EUR kredytu bankowego mogłoby uwolnić ok. 25 mln EUR gotówki z przeznaczeniem na spłatę pożyczki od GI w kwocie 12,8 mln EUR.

Wartość środków na rachunkach spadła w 2018 r. o 56 mln EUR z 88 mln EUR do 32 mln EUR.

W tabeli poniżej przedstawiamy podstawowe parametry wybranych projektów realizowanych przez spółki zależne GHL, które stanowiły istotny udział w należnościach GI wg stanu na 31.12.2018 r.

Tabela 6: Dane wybranych projektów inwestycyjnych

Typ	Projekt	GLA/PUM	Pożyczki (mIn EUR)**	Udział w pożyczkach GI	Wycena (EUR)**	Udział we wszystkich projektach	Kategoria****	Komercjalizacja/ przedsprzedaż	Wykorzystane kredyty bankowe (mIn EUR)**
Biurowy	Wronia 31*	15 931	8,4	4%	64,4	10%	D	80%	40,7
Biurowy	.big (Kraków)*	10 216	4,9	3%	29,2	4%	D	91%	16,0
Biurowy	Wołoska 24	23 258	12,8	7%	56,2	9%	D	90%	31,3
Komercyjne	Wilanów Retail (Plac Vogla)	5 200	8,3	4%	16,3	3%	D/A	87%	2,4
Komercyjne	Chopin + Stixx***	1 800/ 40 000	16,4	9%	41,9	6%	B/D		
Biurowy	The Hub	117 000	59,8	32%	199,3	31%	C	54%	46,9
Biurowy	UNIT	57 225	1,2	1%	69,7	11%	C	31%	
Apartamenty	Foksal 13/15	6 424	14,5	8%	26,4	4%	C	39%	
Grunt	Powisłe (Flisac)	5 700	5,2	3%	8,1	1%	C		
Komercyjne	Nowe Centrum Łodzi	82 000	9,2	5%	21,4	3%	B		8,1
Apartamenty	Konstancin Gardenville	26 000	0,0	0%	5,6	1%			
Biurowy/komercyjny	Projekt Warszawa Gdańska	165 000	0,0	0%	0,0	0%			
Biurowy	Sobieski Tower	35 000	12,9	7%	33,4	5%	B		
Biurowy	Synergy Business Park	67 181	6,4	3%	25,1	4%	B		5,9
Biurowy	Postępu Business Park	29 159	6,1	3%	7,1	1%	B		3,3
Biurowy/komercyjny	Plac Grzybowski	35 000	3,4	2%	7,6	1%			
Apartamenty/biurowy	Grzybowska 73 (BellonaTower)	49 000	15,4	8%	25,0	4%	D/A		5,7
Apartamenty	Port Żerański	bd	1,2	1%	3,4	1%			
Apartamenty	Daniłowiczowska	bd	0,0	0%	3,6	1%			
Biurowy	Katowice Office Park	25 000	1,6	1%	3,7	1%	A		
Magazyn	Mszczonów Logistics	bd	0,0	0%	2,8	0%	A		
		790 294,0	187,7	100%	650,2	100%			160,3

* Projekty sprzedane

**Dane wg stanu na 31.12.2018 r., kurs=4,25 EUR/PLN

*** Budowa restauracji Stixx została ukończona, budowa wieży Chopin jest w planach

**** Kategoria:

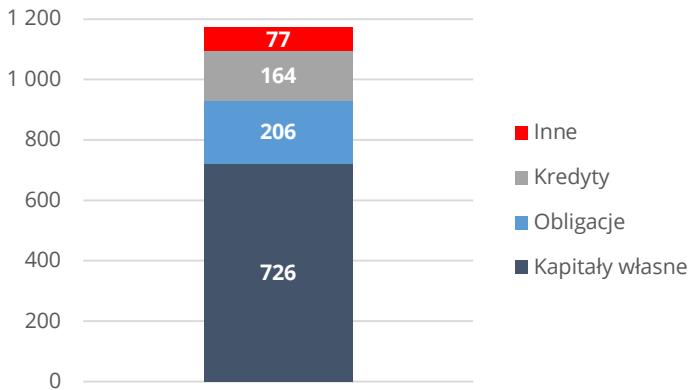
- A. Grunt bez wstępnej akceptacji, utrzymywany ze względu na możliwość wzrostu wartości lub o nieokreślonym przeznaczeniu (wartość godziwa według metody porównawczej);
 B. Grunt z wstępną akceptacją, przeznaczony pod działalność deweloperską i inwestycyjną (wartość godziwa według możliwości budowy nadającego się do wynajęcia m²);
 C. Grunt z pozwoleniem na budowę + trwająca budowa (wartość godziwa według metody rezydualnej);
 D. Gotowe projekty utrzymywane dla celów inwestycyjnych.

Brak podanej kategorii oznacza, że Emitent nie udostępnił jeszcze stosownej informacji, ale są to projekty w fazie planowania.

Źródło: Dane spółki

Po stronie zobowiązań najważniejsza zmiana nastąpiła wraz z opisanym powyżej „netowaniem” należności i zobowiązań od jednostek powiązanych przez co zobowiązania te spadły o 164 mln EUR w porównaniu do 4Q17. Biorąc pod uwagę zobowiązania finansowe oraz poziom gotówki, wskaźnik długu netto wyniósł 338,7 mln EUR, a poziom długu netto do kapitałów własnych 0,47x na koniec 2018 r.

Wykres 3: Struktura pasywów GHŁ wg stanu na 31.12.2018 r. (mln EUR)



Po dacie bilansowej, 2 sierpnia br., Spółka poinformowała o podpisaniu umowy na finansowanie budowy projektu Warsaw Unit do kwoty 135,9 mln EUR (plus 25 mln zł na finansowanie podatku VAT od kosztów budowy) z konsorcjum, w skład którego weszły TUIR Warta SA, PKO BP, Santander Bank SA i Bank PEKAO SA.

Niezależnie od opisywanego wcześniej poziomu należności od jednostek powiązanych, należy zwrócić uwagę, że LTV liczone jako zadłużenie zewnętrzne w postaci kredytów i obligacji obniżonych o saldo środków pieniężnych w stosunku do wartości księgowej projektów (nieruchomości inwestycyjne + zapasy) wynosi 54% czyli teoretycznie w przypadku sprzedaży wszystkich projektów na obecnym etapie realizacji, GHŁ byłoby w stanie spłacić wszelkie zobowiązania w stosunku do banków i obligatariuszy GI (na koniec 4Q18 teoretyczna nadwyżka wynosi 244 mln EUR).

Poza działalnością inwestycyjną i wynikiem z aktualizacji wyceny inwestycji, GHŁ wykazał w 2018 r. 12,1 mln zł przychodów operacyjnych (spadek z o 44% z 21,7 mln zł w 2017 r.), oraz 13,1 mln zł pozostałych przychodów operacyjnych. Na przychody operacyjne składały się przychód z najmu powierzchni biurowej w kwocie 9 mln zł oraz przychody ze sprzedaży mieszkań w kwocie 3,1 mln zł. Pozostałe przychody operacyjne dotyczyły głównie refakturowania kosztów wykończenia projektów .big i Wronia 31 na najemców.

Notowane obligacje Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Na dzień sporządzenia Raportu kredytowego GI miało wyemitowane 20 serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 984,8 mln zł, które były zabezpieczone poręczeniem GHŁ. 19 z nich jest notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W tabeli poniżej znajdują się podstawowe informacje dotyczące każdej z notowanych serii. Obliczenia rentowności były przeprowadzane na dzień 8 sierpnia 2019 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 7 sierpnia 2019 r. Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

Tabela 7: Notowane obligacje GI

Seria	Outstanding (mln zł)	Nominał	Wykup	Stopa bazowa	Marża	Cena zamknięcia	Rentowność do wykupu (YTM) brutto	Prawo GI do przedterminowego wykupu
GHE1119 / PPD	47,9	100	04.11.2019	WIBOR 6M	4,00%	100,30	4,39%	nie
GHE0320 / PPE	50,0	100	20.03.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,75	4,51%	nie
GHI0320 / PPF	30,0	100	20.03.2020	WIBOR 6M	4,00%	101,29	3,61%	nie
GHI0320 / PPG	50,0	100	20.03.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,05	5,69%	nie
GHE0720 / PPH	30,0	100	14.07.2020	WIBOR 6M	4,00%	101,50	4,11%	nie
GHI0720 / PPI	50,0	100	14.07.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,90	4,77%	nie
GHE1020 / PPJ	20,0	100	27.10.2020	WIBOR 6M	4,00%	101,50	4,49%	nie
GHE1220 / PPK	25,0	100	09.12.2020	WIBOR 6M	4,00%	101,00	4,99%	nie
GHI1220 / PPL	35,0	100	09.12.2020	WIBOR 6M	4,00%	101,00	4,99%	nie
GHI1221 / PI	20,0	1 000	07.12.2021	WIBOR 6M	3,60%	101,90	4,51%	nie
GHE1221 / PF	115,2	1 000	28.12.2021	WIBOR 6M	4,30%	100,92	5,67%	nie
GHE0322 / PG	147,9	1 000	16.03.2022	WIBOR 6M	4,30%	101,90	5,29%	nie
GHC1220 / PH	50,0	1 000	07.12.2020	WIBOR 6M	3,50%	100,00	5,28%	nie
GHE0621 / PJ	9,1	1 000	15.06.2021	WIBOR 6M	3,65%	100,00	5,44%	nie
GHE0622 / PK	140,0	1 000	28.02.2022	WIBOR 6M	4,50%	98,70	6,85%	tak
GHI0322 / PL	50,0	1 000	28.03.2022	WIBOR 6M	4,50%	98,70	6,83%	tak
GHI0322 / PPM	35,0	1 000	29.03.2022	WIBOR 6M	4,25%	104,49	4,22%	tak
GHC0322 / PPN	25,0	1 000	29.03.2022	WIBOR 6M	4,25%	101,62	5,37%	tak
GHE0722 / PM	30,0	1 000	25.07.2022	WIBOR 6M	4,25%	100,69	5,78%	tak

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DM Michael/Ström

Poza notowanymi obligacjami Spółka posiada jeszcze serię obligacji PN, której warunkowy przydział nastąpił w lipcu br. o wartości nominalnej 24,76 mln zł. Warunki emisji póki co nie zostały publicznie ujawnione, ale Spółka ma zamiar wprowadzić ją wkrótce na Catalyst.

Skonsolidowane dane finansowe Granbero Holdings Limited

Rachunek zysków i strat (tys. EUR)

	2016	2017	2018
Przychody	20 703	21 701	12 102
Inne przychody operacyjne	6 505	13 980	13 075
Koszt zapasów obejmujących projekty deweloperskie	-7 060	-5 191	-514
Koszty świadczeń pracowniczych	-306	-307	-320
Amortyzacja i odpisy z tytułu utraty wartości	-30	-26	-20
Zyski z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych	131 050	30 427	38 413
Pozostałe koszty operacyjne	-22 237	-23 407	-20 587
Zysk operacyjny	128 625	37 177	42 149
Przychody finansowe	13 114	25 015	16 588
Koszty finansowe	-51 020	-30 178	-18 990
Zysk przed opodatkowaniem	90 719	32 014	39 747
Podatek dochodowy	1 597	-7 689	-13 592
Zysk netto	92 316	24 325	26 155

Bilans (tys. EUR)

	2016	2017	2018
Aktywa trwałe	1 308 695	903 933	886 433
Nieruchomości inwestycyjne	907 171	436 339	566 636
Rzeczowe aktywa trwałe	240	392	329
Należności i rozliczenia międzyokresowe czynne	397 784	461 407	316 658
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	3 391	5 602	2 671
Pozostałe aktywa finansowe	109	193	139
Aktywa obrotowe	296 174	362 493	287 180
Zapasy obejmujące projekty deweloperskie	41 071	70 390	62 058
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	144 526	203 727	163 614
Aktywa z tytułu bieżącego podatku dochodowego	86	148	26
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	56 286	88 228	29 169
AKTYWA RAZEM	1 604 869	1 266 426	1 173 546
Kapitały własne	687 534	696 673	725 897
Zobowiązania długoterminowe	820 795	449 230	322 547
Oprocentowane kredyty i pożyczki	797 680	431 155	289 609
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	21 199	15 826	25 909
Pozostałe	1 916	2 249	7 029
Zobowiązania krótkoterminowe	96 539	120 522	125 169
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz inne zobowiązania	39 073	40 272	42 291
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	1 430	1 382	1 466
Oprocentowane kredyty i pożyczki	56 036	78 868	81 412
Zobowiązania razem	917 334	569 752	447 716
PASYWA RAZEM	1 604 868	1 266 425	1 173 613
Dług brutto	853 716	510 023	371 021
Dług netto	816 152	421 795	338 708
Dług netto / Kapitały własne	1,19	0,61	0,47

Źródło: Dane spółki

Rachunek przepływów pieniężnych (tys. EUR)

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2016	2017	2018
Zysk/(strata) przed opodatkowaniem	90 720	32 014	39 748
Korekty:			
Zmiana wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych	-131 050	-30 427	-38 413
Amortyzacja i odpisy z tytułu utraty wartości		26	20
Wynik ze zbycia nieruchomości inwestycyjnych	0	-8 047	0
Koszty z tytułu odsetek netto	17 414	6 812	-3 815
Zmiany w kapitale obrotowym:			
Zmiana stanu zapasów	-24 676	-7 140	-4 807
Zmiana w zakresie należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności	-47 849	-14 182	-1 909
Zmiana w zakresie zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych zobowiązań	-922	1 175	3 977
Zmiana stanu pozostałych zobowiązań długoterminowych		333	4 780
Inne pozycje bezgotówkowe	1 897		-149
Zapłacony podatek dochodowy	-721	-1 345	-732
Zapłacone odsetki	-26 668	-39 503	-22 712
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej	-121 855	-60 284	-24 012
Otrzymane odsetki	13 114	20 331	19 386
Zakup rzeczowych aktywów trwałych	-238	-178	43
Zakup nieruchomości inwestycyjnych	-91 044	-52 540	-80 579
Skapitalizowane odsetki w nieruchomościach inwestycyjnych	-8 600	-8 490	-12 376
Wpływy ze zbycia nieruchomości inwestycyjnych	0	598 205	
Wydatki netto z tytułu pozostałych aktywów finansowych długoterminowych	-134 263	-63 708	-30 020
Przepływy pieniężne netto wykorzystane w działalności inwestycyjnej	-221 031	493 620	-103 546
Wpływy z pożyczek	366 007	92 591	130 929
Spłata pożyczek	-45 991	-436 284	-66 328
Przepływy pieniężne netto z/(wykorzystane w) działalności finansowej	320 016	-343 693	64 601
Przepływy pieniężne netto razem	-22 870	89 643	-62 957

Źródło: Dane spółki

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 08.08.2019

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 925.691,49 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 detalicznych 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 (t. j. Dz. U. z 2019 r. poz. 123 ze 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 (t. j. Dz.U. z 2019 r. poz.1145 ze 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.
- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoba przygotowująca raport i osoby, z którymi łączy ją więź pokrewieństwa wskazane w art. 2 pkt 3a Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy z dnia 25 kwietnia 2016 r. (Dz. Urz. UE. L 2017 nr 87, str. 1), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.
- Dom Maklerski wykonał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczące 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 w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu pełnił funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych 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 powiązany a Emitentem.
- Autor 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 S.A.”, 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