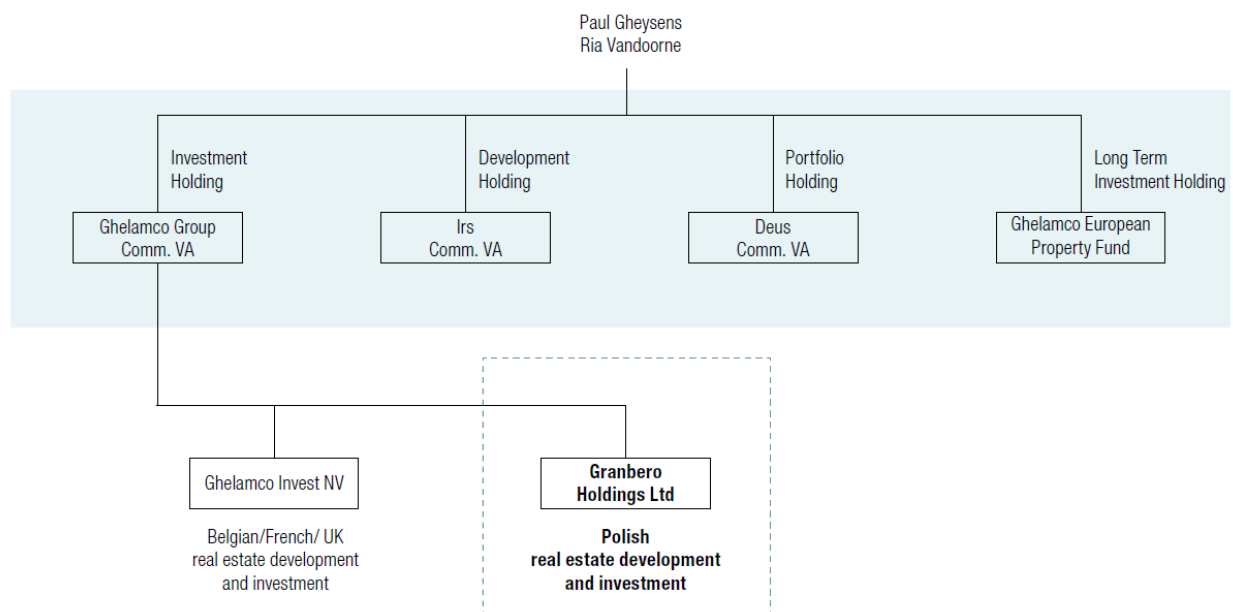


Grupa Ghelamco opublikowała wyniki finansowe za I półrocze 2021 roku. Czas zatem przyjrzeć się sytuacji firmy w tym okresie.

## Ghelamco – informacje o grupie

Ghelamco jest jednym z wiodących międzynarodowych deweloperów, działających w segmencie nieruchomości biurowych, mieszkaniowych, handlowych, centrów logistycznych i magazynowych oraz projektów wycieczkowych. Grupa działa między innymi w Polsce, Belgii, Francji, Wielkiej Brytanii (Londyn) oraz w Rosji. Pełną prezentację grupy [znajdziesz w tym miejscu](#).

Dla przypomnienia poniżej schemat całej grupy kapitałowej Ghelamco, a w ramce zaznaczone jest „polskie” Ghelamco, czyli ta część grupy, która odpowiada za spłatę notowanych na Catalyst obligacji korporacyjnych.



*Pisząc w analizie o Ghelamco (lub używając określenia Grupa, Spółka, „polskie” Ghelamco) mam na myśli Granbero Holdings Limited, które konsoliduje wyniki „polskiej” części grupy i jest poręczycielem wyemitowanych przez spółkę celową obligacji.*

Ghelamco działa na polskim rynku już 30 lat i w tym czasie zrealizowało obiekty biurowe, mieszkaniowe, handlowe i magazynowe o łącznej powierzchni ponad 849 tys. m<sup>2</sup>. Grupa działa również aktywnie na rynku deweloperskim.

Praktyką Ghelamco jest, że wybudowane nieruchomości komercyjne są początkowo „trzymane” w bilansie, a po osiągnięciu poziomu komercjalizacji zapewniającego maksymalizację zysków ze zbycia takiego projektu, przeznaczane na sprzedaż.

W dalszej części wpisu przedstawiam informacje o działalności biznesowej grupy w I półroczu 2021 roku oraz omówienie jej wyników finansowych.

*Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor posiada obligacje spółki w swoim portfelu inwestycyjnym.*

## Ghelamco – działalność biznesowa w H1 2021 r.

### Sprzedż projektów

w dniu 23 kwietnia 2021 r. Spółka sprzedała projekt Wołoska 24 (23.250 m<sup>2</sup> powierzchni biurowej zlokalizowanej na warszawskim Mokotowie) na rzecz czeskiego inwestora instytucjonalnego ZFP Investments. Sprzedaż udziałów została dokonana w oparciu o wartość transakcyjną wynoszącą 60,5 mln EUR (na koniec 2020 roku wartość projektu w księgach Ghelamco wynosiła 56 mln EUR). W momencie sprzedaży projektu dokonano spłaty kredytu bankowego związanego z tym projektem (32,5 mln EUR).

### Prace konstrukcyjne, działalność biznesowa

Działalność deweloperska grupy koncentrowała się głównie na:

- Zakończeniu prac budowlanych w ramach projektu **Warsaw UNIT**, podobnie jak The Warsaw HUB zlokalizowanego przy Rondzie Daszyńskiego. Projekt obejmuje ok. 59 tys. m<sup>2</sup> powierzchni biurowej. Pozwolenie na użytkowanie zostało uzyskane pod koniec marca 2021 roku. Prace wykończeniowe i instalacyjne dla najemców są obecnie realizowane równolegle z wprowadzaniem się najemców,
- Finalizacji prac budowlanych w ramach projektu **Flisac** (5,7 tys. m<sup>2</sup> powierzchni mieszkalnej i ok. 980 m<sup>2</sup> powierzchni handlowej na parterze oraz dwupoziomowy parking podziemny) zlokalizowanego na warszawskim Powiślu. W dniu 9 czerwca 2021 roku uzyskano pozwolenie na użytkowanie obiektu, a obecnie trwa proces przekazywania lokali nabywcom. 95% powierzchni jest już (przed)sprzedane,
- Kontynuacji prac budowlanych przy projekcie **The Bridge** (obejmującym budowę nowego biurowego budynku wieżowego o powierzchni ok. 47.500 m<sup>2</sup> oraz renowację istniejącego biurowca o powierzchni ok. 5.300 m<sup>2</sup>). Rozpoczęcie procesu komercjalizacji planowane jest na IV kwartał 2021 r.,
- Kontynuacji prac budowlanych w ramach projektu **Kreo** przy ul. Wadowickiej w Krakowie (9-piętrowy budynek biurowy, który ma obejmować ok. 23.700 m<sup>2</sup> powierzchni biurowej z funkcją handlową na parterze i 325 miejsc parkingowych),
- Kontynuacji prac budowlanych w ramach projektu **Craft** (ok. 26.000 m<sup>2</sup> powierzchni biurowej z 240 miejscami postojowymi w garażu podziemnym) przy ul. Ściegiennego w Katowicach. Projekt znajduje się w niedalekiej odległości od dworca kolejowego, w najbliższym otoczeniu znajdują się projekty handlowe, mieszkaniowe i przemysłowe,
- Dalszych prac budowlanych w ramach I etapu projektu **GROEN** w Konstancinie, który oferować będzie ok. 7.500 m<sup>2</sup> powierzchni mieszkalnej (48 lokali). Proces komercjalizacji zakończył się sukcesem, a wskaźnik przedsprzedaży wyniósł 100%. Obecnie rozpoczęła się również komercjalizacja II etapu (oferującego kolejne 8.700 m<sup>2</sup> powierzchni mieszkalnej (48 lokali).

### Wynajęcie powierzchni w gotowych projektach

Pomimo okoliczności związanych z Covid-19 Ghelamco udało się utrzymać wskaźnik powierzchni wynajętej dla projektu handlowego Plac Vogla (ok. 5,2 tys. m<sup>2</sup>) na poziomie 100%.

W przypadku projektu THE Warsaw HUB (+/- 118 600 m<sup>2</sup>) podpisano umowy najmu na około 102.085 m<sup>2</sup> (poziom wynajęcia powierzchni z uwzględnieniem podpisanych opcji rozszerzenia wynosi około 86,5%).

*Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor posiada obligacje spółki w swoim portfelu inwestycyjnym.*

Spółka jest w trakcie negocjacji z potencjalnymi najemcami dla nadal dostępnej powierzchni handlowej i biurowej.

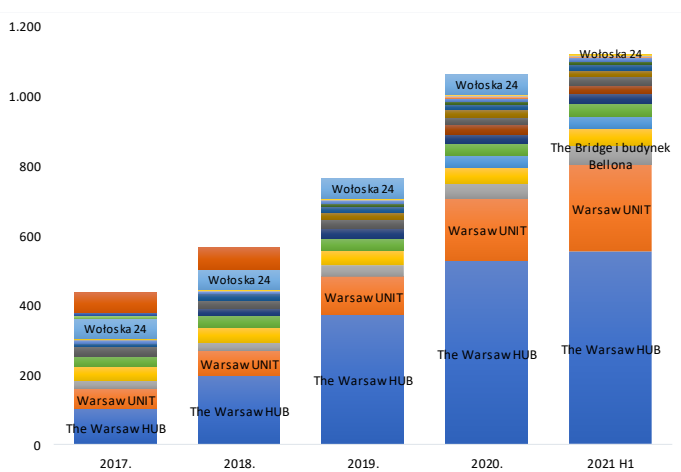
W przypadku projektu Warsaw UNIT (+/- 59.000 m<sup>2</sup>) podpisano umowy najmu na około 36.300 m<sup>2</sup> wskaźnik powierzchni wynajętej wynosi obecnie ok. 61% (również z uwzględnieniem podpisanych opcji rozszerzenia). Spółka jest w trakcie negocjacji z potencjalnymi najemcami dla nadal dostępnej powierzchni handlowej i biurowej.

W lipcu 2021 roku, po zakończeniu okresu, podpisana została pierwsza umowa najmu +/- 2.300 m<sup>2</sup> z najemcą w ramach projektu Craft w Katowicach.

## Wartość projektów w aktywach grupy

W tabeli poniżej zaprezentowałem wartość wszystkich komercyjnych (czyli oprócz mieszkaniowych) projektów grupy Ghelamco na dzień 30.06.2021 roku.

Projekt / wartość w mln EUR	2017.	2018.	2019.	2020.	2021 H1
The Warsaw HUB	101	199	373	527	554
Warsaw UNIT	58	70	109	181	251
The Bridge i budynek Bellona	24	25	32	41	53
Wola projekt (dawniej Chopin + Stixx)	41	42	44	47	49
Pl. Grzybowski				36	37
Sobieski Tower	31	33	34	35	36
Nowe Soho	0	21	28	27	28
Abisal				25	25
Synergy Business Park Wrocław	25	25	26	23	24
Aktywa z tyt prawa do użytkowania			21	20	18
Plac Vogla	11	16	16	16	17
Kreo (Wadowicka Kraków)			9	10	11
Potępu Business Park	7	7	7	7	7
Prima Bud - Łomianki				5	5
Craft (Katowice)	4	4	4	4	4
Mszczonów Logistics	3	3	3	3	3
Wołoska 24	57	56	58	56	0
.big Kraków	7	0			
Powisłe	8	0			
Wronia 31	59	64			
<b>Razem:</b>	<b>436</b>	<b>567</b>	<b>764</b>	<b>1.062</b>	<b>1.121</b>



Kluczowy jest oczywiście projekt The Warsaw HUB, którego wartość w księgach wynosiła na koniec czerwca 2021 roku ponad 550 mln EUR, blisko połowę wartości wszystkich projektów inwestycyjnych. Dla przypomnienia, aktualny wskaźnik wynajęcia obiektu wynosi 86,5%.

Wraz z postępem robot istotnie wzrosła również wartość Warsaw UNIT.

W porównaniu z poprzednim okresem grupa dokonała sprzedaży ukończonego kilka lat temu projektu Wołoska 24. Z kolei wartość ukończonego projektu Plac Vogla, na 30.06.2021 roku wynosiła 17 mln EUR.

Dotychczasowa praktyka Ghelamco zakładała sprzedaż gotowych projektów po ich komercjalizacji.

## Ghelamco – wyniki finansowe

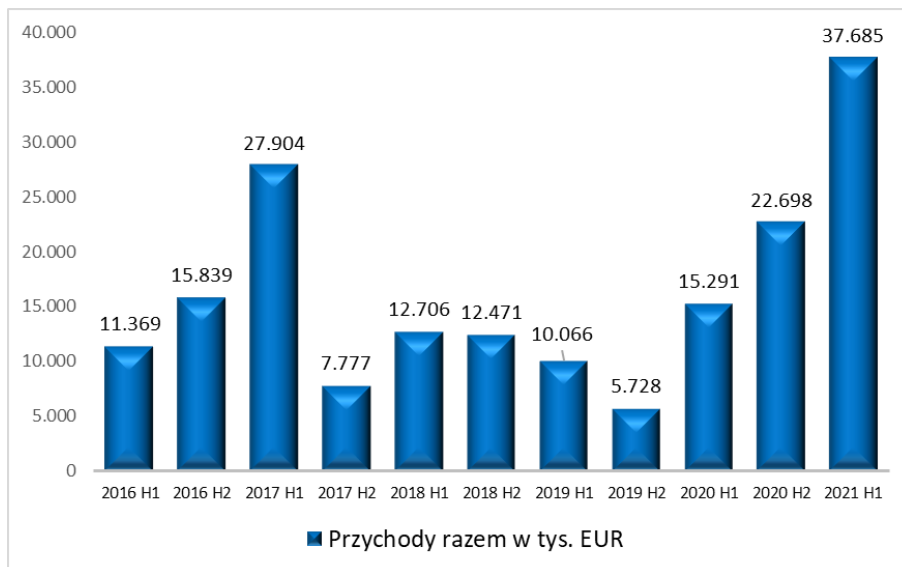
Raport finansowy Ghelamco za I półrocze 2021 r. podlegał badaniu przez KPMG i otrzymał opinię „bez zastrzeżeń”.

Dla przypomnienia, z racji specyfiki działalności grupy, polegającej na sprzedaży gotowych i skomercjalizowanych obiektów, analiza przychodów grupy nie ma specjalnie dużego znaczenia. Wyniki grupy Ghelamco generowane są przede wszystkim na przeszacowaniach wartości obiektów wraz z postęпами budowy, czy rosnącą ich komercjalizacją. Co istotne, wyceny bilansowe znajdują następnie

*Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor posiada obligacje spółki w swoim portfelu inwestycyjnym.*

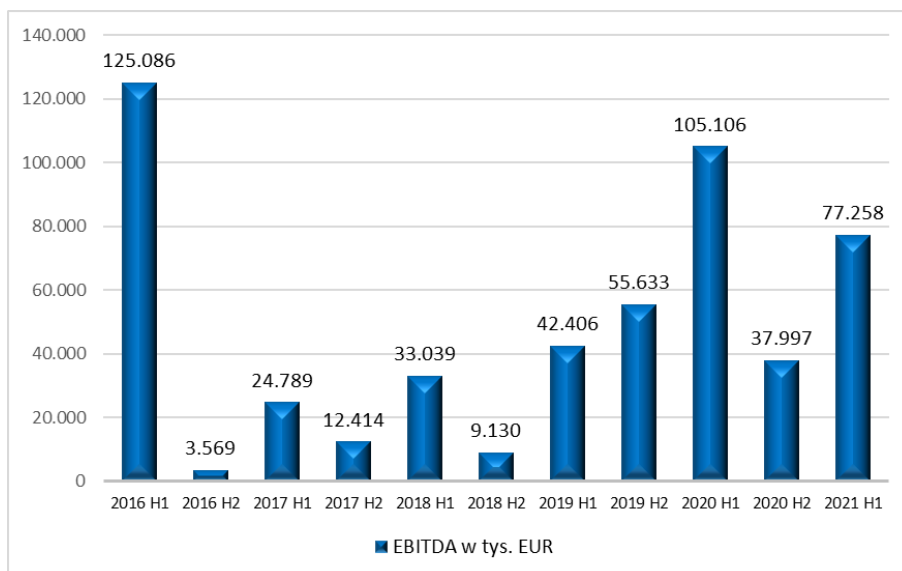
odzwierciedlenie w cenach sprzedaży projektów (tak było i w I półroczu 2021 roku przy sprzedaży projektu Wołoska 24), co oznacza, że wartość projektów w bilansie można traktować jako realną. Drugim źródłem przychodów są przekazania mieszkań.

Przychody grupy za ostatnie lata wyglądają następująco:



W I półroczu 2021 roku na wzrost przychodów wpływ miał zarówno segment deweloperski (przychody 19,5 mln EUR związane z przekazywaniem lokali w ramach projektów Foksal i Flisak w Warszawie), ale również i komercyjny (przychody z najmu 13,6 mln EUR m.in. związane z oddaniem do użytku projektu The Warsaw HUB).

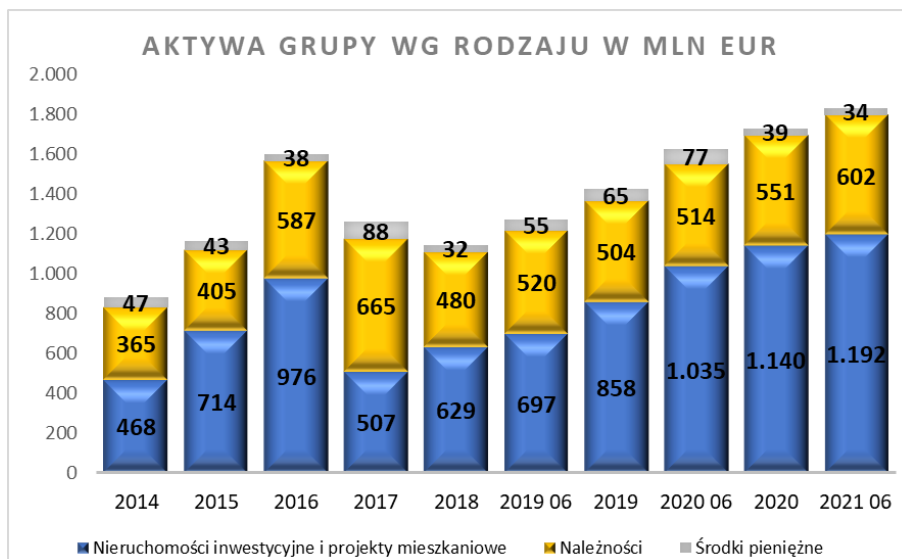
Zysk wypracowywany przez grupę jest przede wszystkim generowany dzięki wzrostowi wartości nieruchomości komercyjnych. I z taką sytuacją mieliśmy również do czynienia w H1 2021 r., gdy zanotowano +69 mln EUR korekty wartości godziwej projektów:



*Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor posiada obligacje spółki w swoim portfelu inwestycyjnym.*

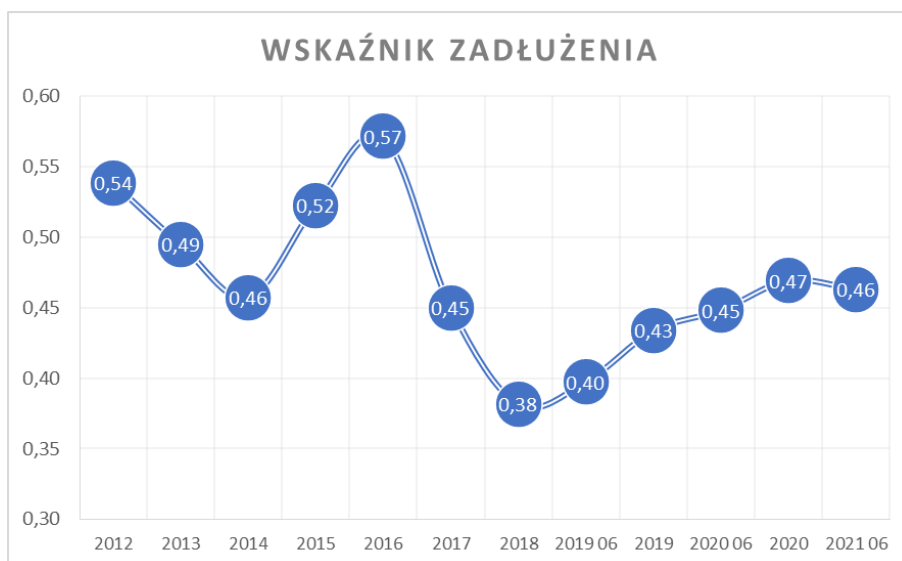
Główne korekty wartości godziwej zostały dokonane w odniesieniu do projektów Warsaw UNIT (45,6 mln EUR), The Warsaw HUB (16 mln EUR) oraz The Bridge/dawniej Bellona Tower (8 mln EUR).

W wyniku realizowanych inwestycji rośnie wartość bilansowa nieruchomości inwestycyjnych, obecnie zbliża się do 1,2 mld EUR (niebieski słupek):



Spory udział w aktywach mają należności – w dużej mierze są to pożyczki udzielone spółkom z „dużej” grupy Ghelamco. Na 30.06.2021 roku na kontach grupy spoczywało 34 mln EUR, czyli ponad 150 mln zł.

Działalność Ghelamco charakteryzuje się pewną cyklicznością. Wraz z postępami budowy kluczowych projektów wzrasta zadłużenie grupy (konieczność finansowania inwestycji), a po ich sprzedaży zadłużenie spada na niższe poziomy. Obecnie jesteśmy w fazie wzrostu zadłużenia wraz z postępem robót na kluczowych inwestycjach, choć akurat w I półroczu 2021 roku dzięki wysokim zyskom oraz sprzedaży projektu Wołoska 24 wskaźnik nieco spadł.



*Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor posiada obligacje spółki w swoim portfelu inwestycyjnym.*

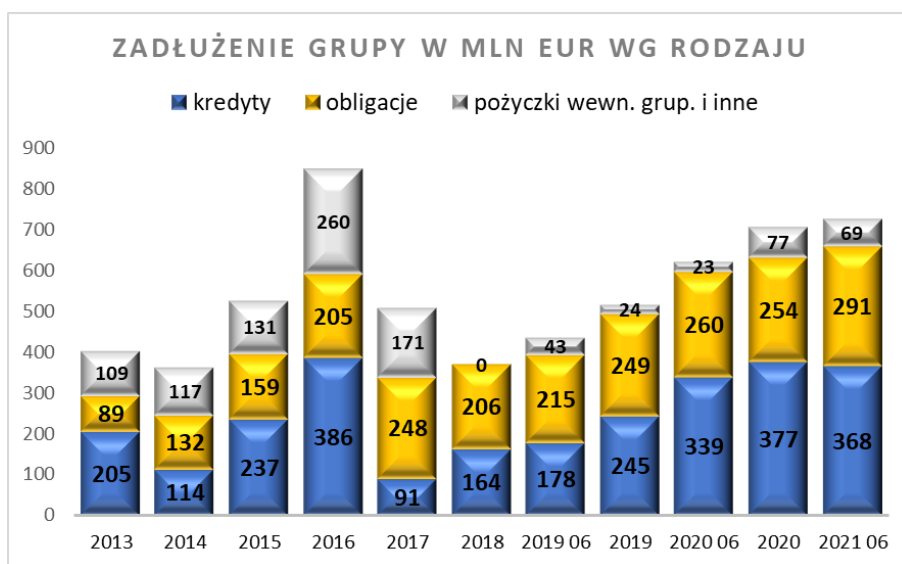
Zakładam utrzymanie wzrostu wskaźnika zadłużenia do momentu (ewentualnej) sprzedaży projektu The Warsaw HUB. Przy czym należy zaznaczyć, że wskaźnik zadłużenia znajduje się na rozsądnych poziomach w porównaniu do branży.

Również grupa nie ma problemów z pozyskaniem finansowania: *W trakcie okresu Grupa zaciągnęła nowe zabezpieczone kredyty bankowe w EUR i/lub PLN oraz korzystała z posiadanych linii kredytowych w łącznej wysokości 24.103 tys. EUR oprocentowanych wg stawek EURIBOR i WIBOR. Z drugiej strony dokonano spłat (i/lub refinansowania) na kwotę 33.266 tys. EUR, bez uwzględniania przedłużenia szeregu kredytów i pożyczek. Spłaty w bieżącym okresie związane są głównie ze sprzedażą projektu Wołoska 24, która miała miejsce w kwietniu.*

Ważna transakcja, potwierdzająca wiarygodność Ghelamco, miała miejsce już po zakończeniu I półrocza 2021 roku:

*Krótko po zakończeniu okresu, w lipcu 2021 roku Spółka z sukcesem dokonała refinansowania finansowania projektu Warsaw HUB (245 mln EUR) na łączną kwotę 312,5 mln EUR z Aareal Bank AG. Kredyt budowlany udzielony początkowo przez konsorcjum polskich banków został spłacony 28 lipca 2021 roku.*

Pora zatem się przyjrzeć, jak wygląda podział zadłużenia grupy.



Stopniowo wraz z postęпами budowy rośnie wartość kredytów, chociaż akurat w I półroczu 2021 roku za sprawą sprzedaży projektu Wołoska 24 i spłaty kredytu, wartość zadłużenia grupy niewiele się zmieniła w porównaniu do 31.12.2020 roku.

Zadłużenie finansowe wydaje się relatywnie nieduże w stosunku do posiadanych i realizowanych przez grupę projektów.

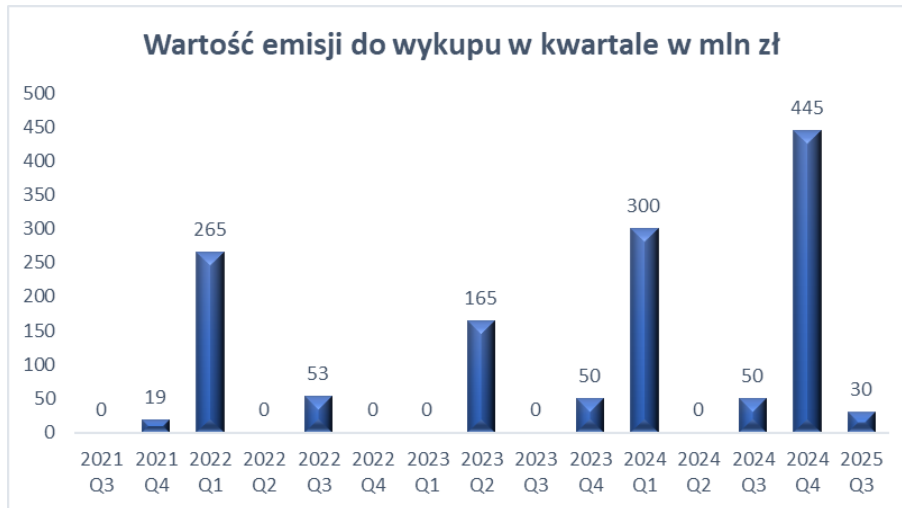
Na koniec tej części analizy warto jeszcze podkreślić, że Ghelamco tradycyjnie utrzymuje konserwatywną politykę w zakresie płynności i bezpieczeństwa finansowego. Na koniec I półrocza 2021 roku zobowiązania krótkoterminowe stanowią zaledwie 7% sumy bilansowej.

*Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor posiada obligacje spółki w swoim portfelu inwestycyjnym.*

## Ghelamco Invest – zapadalność obligacji

W tym segmencie grupa również nie ma problemów z pozyskiwaniem finansowania. W I półroczu 2021 roku grupa wyemitowała 3 serie obligacji na łączną kwotę 400 mln zł (35 mln zł, 285 mln zł, 80 mln zł), natomiast wykupiła obligacje o wartości 255 mln zł. Na koniec czerwca 2021 roku łączne saldo zadłużenia z tytułu obligacji wynosiło 281 mln EUR (1,347 mld zł). W lipcu 2021 roku spółka wyemitowała obligacje serii PW1 o wartości 30 mln zł, a we wrześniu 2021 roku wykupiła przed terminem obligacje serii PPM oraz PPN na łączną kwotę 60 mln zł.

Zapadalność obligacji (z uwzględnieniem emisji serii PW1 na kwotę 30 mln zł oraz przedterminowego wykupu serii PPM i PPN na łączną kwotę 60 mln zł) notowanych na rynku Catalyst wygląda następująco:



Zapadalność obligacji jest poprawnie rozłożona w czasie. Większe wykupy będą miały miejsce na początku 2022 roku, ale już stopniowo spółka refinansuje ten dług i nie wydaje się, aby miała problemy z obsługą zapadających wtedy obligacji. Dodatkowo, w 2022 roku The Warsaw HUB i Warsaw UNIT będą już gotowe i być może sprzedane więc grupa będzie prawdopodobnie w zupełnie innej sytuacji bilansowej.

## Podsumowanie

Grupa zakończyła budowę dużych projektów The Warsaw HUB oraz Warsaw UNIT. W okresie inwestycji potrzeby finansowe naturalnie rosną i zwyczajowo rośnie zadłużenie grupy. Przyszły poziom zadłużenia grupy zależy od tego czy (i kiedy) projekty te zostaną sprzedane. Patrząc na bilans i zadłużenie Ghelamco nie musi spieszyć się ze sprzedażą tych projektów.

Kluczowe inwestycje Ghelamco są finansowo zabezpieczone, zarówno kredytami bankowymi jak i emisjami obligacji korporacyjnych.

Sytuacja grupy wygląda na stabilną, poziom zadłużenia w relacji do kapitałów jest kontrolowany. Dodatkowo grupa posiada sporą „rezerwę” w postaci gotówki i ukończonych projektów. Ich ewentualna sprzedaż uwolniłaby znaczące środki finansowe.

*Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Autor posiada obligacje spółki w swoim portfelu inwestycyjnym.*