

# OBLIGACJE NISKICH RENTOWNOŚCI

Cykl raportów o rynku długu korporacyjnego



Zespół analityczny Nwai

**Adrianna Kocięda**

Analitik

adrianna.kocieda@nwai.pl

tel: 22 201 97 66

**Piotr Miliński**

Analitik, DI

piotr.milinski@nwai.pl

tel: 22 201 97 63

**Marek Żmudzin**

Analitik, MPW

Marek.zmudzin@nwai.pl

tel: 22 201 97 67

Dotychczas obligacje były istotnym źródłem finansowania segmentu deweloperskiego. W przypadku czterech znaczących emitentów w sektorze: Echo Investment, GTC, Ghelamco i HB Reavis udział obligacji korporacyjnych w strukturze zadłużenia na koniec 2015r. wahał się w przedziale 14-41%. Spodziewamy się, iż w najbliższych latach deweloperzy nadal chętnie będą sięgać po finansowanie obligacjami, przy czym wydłuży się zapadalność emitowanych papierów oraz zwiększy się udział ofert kierowanych do inwestorów indywidualnych. Ze względu na to, iż deweloperzy komercyjni osiągają przychody w EUR ponosząc w związku z tym ryzyko walutowe, spodziewamy się, iż wraz ze wzrostem skali działalności będą poszukiwać możliwości finansowania poprzez emisje euroobligacji. W scenariuszu bazowym zakładamy, że deweloperzy będą dążyć do emitowania obligacji denominowanych w EUR na rynkach lokalnych, lecz w warunkach niesprzyjającego otoczenia walutowego lub ograniczenia popytu na rynkach lokalnych, deweloperzy mogą wychodzić z ofertami na rynki zagraniczne, co będzie się wiązać z potrzebą uzyskania ratingu inwestycyjnego.

## Kluczowe wnioski:

- **Zapadalność obligacji emitowanych przez deweloperów komercyjnych będzie się wydłużać** wraz ze spadkiem ryzyka otoczenia rynkowego oraz rosnącym popytem ze strony funduszy na dłuższe papiery. Zapadalność obligacji emitowanych przez deweloperów na polskim rynku oscyluje pomiędzy 3,5-5,5 roku. Tymczasem na rynkach dojrzałych takich jak Francja, Niemcy czy UK, deweloperzy emitują papiery o tenorze ponad 10-cio letnim.
- **Wzrost popularności emisji publicznych** - W kontekście utrzymujących się niskich stóp procentowych powodujących poszukiwanie przez inwestorów indywidualnych alternatywy do depozytów bankowych oraz ograniczonego popytu ze strony OFE, które dotychczas obejmowały niemal trzecią część emisji plasowanych przez deweloperów, spodziewamy się coraz większej popularności emisji publicznych skierowanych do klientów indywidualnych.
- **Apetyt na euroobligacje** - Istotna część osiągniętych przez deweloperów przychodów jest denominowana w EUR, ze względu na to, iż umowy najmu są podpisywane w EUR. Powoduje to, że deweloperzy osiągając przychody w EUR od najemców, którzy generują obroty w walucie lokalnej pośrednio ponoszą ryzyko walutowe. Finansowanie inwestycji poprzez euroobligacje częściowo zminimalizowałoby ponoszone przez nich ryzyko walutowe. Wyjście na rynki zagraniczne wiązałoby się z potrzebą uzyskania ratingu inwestycyjnego. Spodziewamy się więc, że z punktu widzenia deweloperów działających w regionie CEE najbardziej optymalnym rozwiązaniem byłoby emisje w EUR skierowane do inwestorów lokalnych.
- Spodziewamy się, że spółki **HB Reavis, GTC i Ghelamco** będą refinansować zadłużenie z tytułu obligacji zapadających w latach 2016-19 o łącznej wartości ok. 1,3 mld PLN. W przypadku braku sprzedaży któregoś z projektów inwestycyjnych, każda ze spółek będzie musiała dodatkowo zwiększyć poziom zadłużenia aby zrealizować planowane inwestycje.
- Biorąc pod uwagę zmiany w modelu biznesowym i strukturze akcjonariatu **Echo Investment** spodziewamy się, że obligacje spółki zapadające w latach 2016-19 mogą być refinansowane już z poziomu nowego właściciela Griffin Real Estate. Griffin, którego zabezpieczone obligacje były oprocentowane wg. stopy WIBOR3M +5% ponosi znacznie wyższe koszty finansowania niż Echo Investment, którego niezabezpieczone obligacje są oprocentowane w przedziale 2,5-3,8% powyżej WIBOR.

## Daty publikacji raportów z cyklu „Obligacje niskich rentowności”

### 07.04.2016

- Struktura popytu i podaży na rynku obligacji korporacyjnych
- Sektor bankowy (PKO BP, BZ WBK, mBank, Alior)

### 13.04.2016

- Sektor deweloperów komercyjnych (GTC, Echo, Ghelamco, HB Reavis)

### 20.04.2016

- Sektor paliwowy (PGNiG, Orlen)
- Sektor energetyczny (PGE, Tauron, Energa)

## Podsumowanie

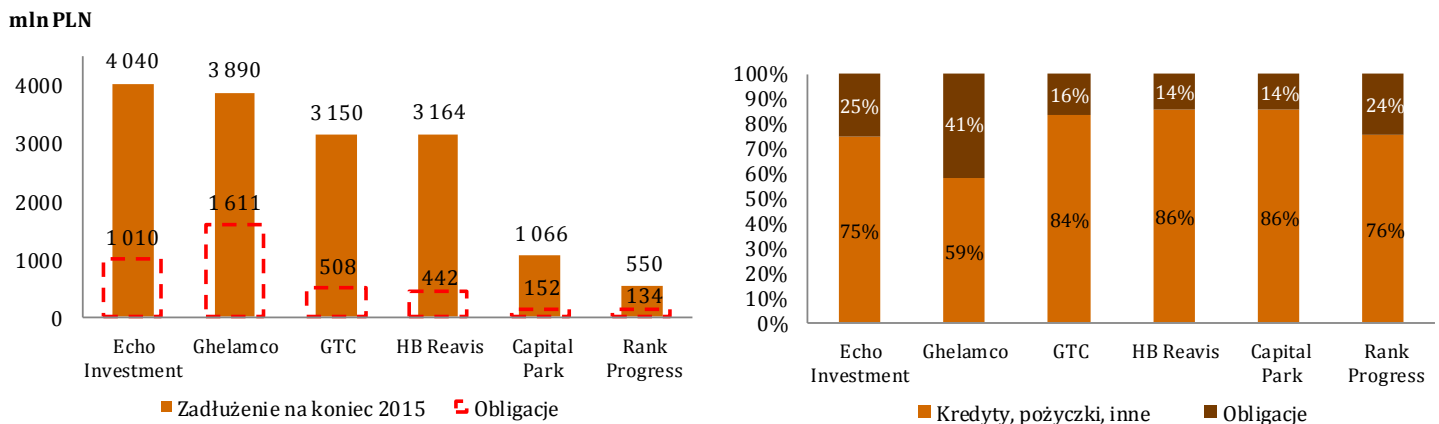
W niniejszym raporcie poddajemy analizie segment deweloperski. Na przykładzie czterech wybranych spółek: Echo Investment, GTC, Ghelamco i HB Reavis przyglądamy się bliżej strukturze finansowania sektora, próbujemy oszacować ich przyszłe potrzeby kapitałowe oraz przewidzieć w jaki sposób spółki te będą pozyskiwać finansowanie w kolejnych latach. Porównujemy deweloperów komercyjnych działających na polskim rynku do spółek Europy Zachodniej pod kątem kosztów finansowania, zapadalności zadłużenia korporacyjnego oraz sposobów pozyskiwania finansowania. W ten sposób próbujemy zidentyfikować trendy, które mogą się pojawić na polskim rynku w nadchodzących latach.

### Deweloperzy komercyjni na Catalyst

Na koniec marca 2016r. wartość obligacji segmentu deweloperów komercyjnych notowanych na Catalyst wynosiła 2,9 mld PLN, co stanowiło 5,3% wartości wszystkich notowanych emisji. Największymi emitentami w segmencie były spółki: Echo Investment (880,5 mln PLN); Ghelamco (667,6 mln PLN); GTC (494,2 mln PLN); Capital Park (155,0 mln PKLN); Rank Progress (130,8 mln PLN); HB Reavis (111 mln PLN). Dotychczas obligacje były istotnym źródłem finansowania segmentu deweloperskiego. W przypadku sześciu największych emitentów sektora: Echo Investment, GTC, Ghelamco, Capital Park, Rank Progress i HB Reavis udział obligacji korporacyjnych w strukturze finansowania wahał się w przedziale 14-41%.

**Łączna wartość obligacji deweloperów komercyjnych na Catalyst na koniec marca wynosiła 2,9 mld PLN.**

### Struktura zadłużenia wybranych deweloperów komercyjnych (mln PLN)



Dane w EUR zostały przeliczone wg. kurs EUR/PLN 4,291

Źródło: Catalyst, Echo Investment, GTC, Ghelamco, HB Reavis, Capital Park, Rank Progress, Szacunki Nwai DM

### Czynniki popytu

Biorąc pod uwagę, że większość emisji deweloperów komercyjnych jest plasowanych wśród inwestorów instytucjonalnych, głównymi czynnikami decydującymi o popycie będzie skala napływów do funduszy obligacji korporacyjnych (in plus) oraz ograniczenie popytu ze strony OFE (in minus). Otoczenie niskich stóp procentowych powinno sprzyjać napływom do funduszy obligacji korporacyjnych oraz plasowaniu emisji publicznych, w związku z tym dopóki stopy procentowe pozostaną na niskich poziomach spodziewamy się, że wzmożony popyt z tych dwóch źródeł powinien

#### Popyt na obligacje:

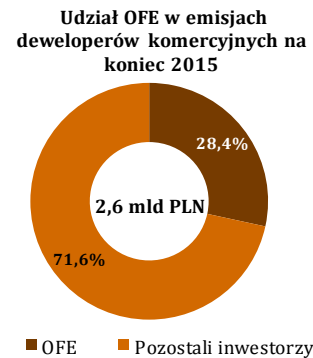
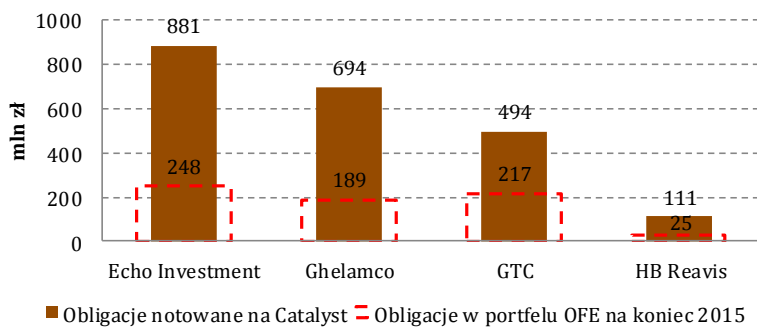
- Napływy do funduszy obligacji korporacyjnych – in plus
- Emisje publiczne – in plus
- Ograniczenie popytu ze strony OFE – in minus

wyrównać ewentualne ograniczenie popytu ze strony OFE, które dotychczas obejmowały ponad 25% emisji deweloperów komercyjnych.

Na koniec 2015r. wartość notowanych na Catalyst obligacji wyemitowanych przez deweloperów komercyjnych wynosiła 2,6 mld PLN, z czego 726 mln PLN znajdowało się w portfelach OFE (28,4%). Wartość papierów wyemitowanych przez Ghelamco, HB Reavis, Echo Investment i GTC, które znajdowały się w portfelach OFE na koniec 2015r. wynosiła 679 mln PLN, co oznacza, że OFE objęły niemal jedną trzecią emisji tych spółek (31,5%).

**Wartość obligacji deweloperów komercyjnych notowanych na Catalyst na koniec 2015r. wynosiła 2,6 mld PLN z czego 28,4% znajdowało się w portfelach OFE**

### Wartość obligacji deweloperów komercyjnych w portfelu OFE na koniec 2015

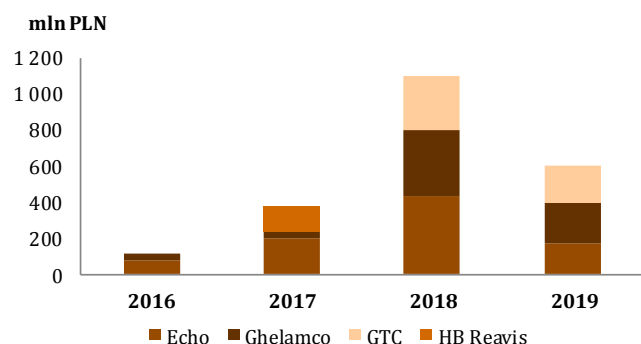
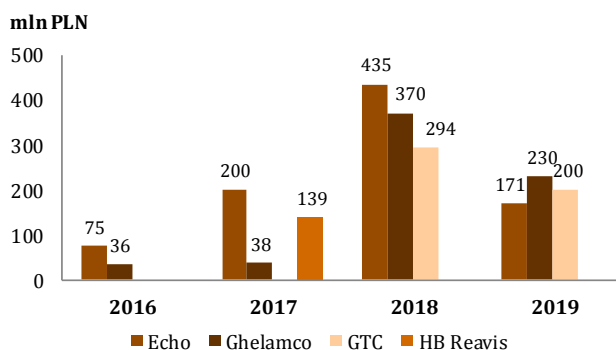


Źródło: GPW Catalyst, OFE, Szacunki DM Nwai

### Podaż obligacji emitowanych przez Echo, GTC, Ghelamco i HB Reavis w 2016-19P

Łączna wartość obligacji Echo, GTC, Ghelamco i HB Reavis zapadających w 2016r. wynosi 111 mln PLN, w 2017r. 377 mln PLN, zaś w 2018r. aż 1,1 mld PLN. Do roku 2019 wszystkie te spółki muszą spłacić lub zrefinansować obligacje o wartości 2,2 mld, z czego na Echo Investment przypada 881 mln PLN. Szacujemy, iż oprócz Echo Investment wszystkie spółki będą nie tylko zainteresowane rolowaniem zapadającego długu, ale emisją kolejnych serii. W związku z przejęciem Echo Investment przez Griffin Real Estate, sytuacja może wyglądać tak, że spółka będzie spłacać zapadające obligacje, zaś nowy dług może być emitowany już z poziomu Griffin Real Estate. Aktualnie koszty finansowania obligacjami ponoszone przez Griffin są istotnie wyższe niż Echo. Ostatnia zabezpieczona emisja Griffin Real Estate była oprocentowana wg. stopy WIBOR3M +5%, podczas gdy dla niezabezpieczonych obligacji Echo Investment oprocentowanie wynosiło WIBOR6M+2,5%, zaś wcześniej WIBOR6M+3,6%.

### Zapadalność obligacji wybranych deweloperów komercyjnych



Źródło: Catalyst, Echo Investment, GTC, Ghelamco, HB Reavis, Szacunki Nwai DM

## Trendy

Spodziewamy się, iż deweloperzy nadal chętnie będą sięgać po finansowanie obligacjami komercyjnymi, przy czym wydłuży się zapadalność emitowanych papierów oraz zwiększy się udział ofert kierowanych do inwestorów indywidualnych.

Ze względu na to, iż deweloperzy komercyjni osiągają przychody w EUR ponosząc w związku z tym ryzyko walutowe, spodziewamy się, iż wraz ze wzrostem skali działalności będą poszukiwać możliwości finansowania poprzez emisje euroobligacji. W scenariuszu bazowym zakładamy, że deweloperzy będą dążyć do emitowania obligacji denominowanych w EUR na rynkach lokalnych, lecz w warunkach niesprzyjającego otoczenia walutowego lub ograniczenia popytu na rynkach lokalnych, deweloperzy mogą wychodzić z ofertami na rynki zagraniczne, co będzie się wiązać z potrzebą uzyskania ratingu inwestycyjnego.

Spodziewamy się coraz większej popularności emisji skierowanych do klientów indywidualnych. Publiczne emisje spółek Echo Investment, Ghelamco, Kruk i BEST, które miały miejsce w 2014 i 2015 odbywały się przy istotnej nadsubskrypcji. W otoczeniu niskich stóp procentowych klienci indywidualni coraz aktywniej poszukują alternatyw do depozytów bankowych. Spółki o ugruntowane pozycje rynkowej i stabilnym modelu biznesowych będą coraz częściej sięgać po pieniądze klientów indywidualnych.

## Zapadalność

### Wydłużenie zapadalności emitowanych papierów

Na rynku polskim deweloperzy komercyjni najczęściej emitują obligacje o zapadalności 3-4 lat. Średnia zapadalność obligacji emitowanych przez Echo Investment i Ghelamco oscyluje pomiędzy 3,5-4,0 lat, w przypadku GTC to 5,0-5,5 roku, zaś HB Reavis to 4-5 lat. W ostatnich miesiącach obserwujemy wydłużenie okresu zapadalności emitowanych papierów. Ostatnia emisja Ghelamco to papiery 4-5 letnie. Na przykładzie HB Reavis również widać tendencję to wydłużania zapadalności emitowanych papierów. W 2014r. spółka emitowała obligacje na polskim rynku o zapadalności 3,5-4 lata, półtora roku później na Słowacji emitowano obligacje o tenorze 5-cio letnim.

Na rynkach dojrzałych takich jak Francja, Niemcy czy UK, deweloperzy emitują papiery o tenorze o ponad 10-cio letnim. Średnia zapadalność obligacji emitowanych przez francuską Klepierre oscyluje pomiędzy 9-10 lat, w przypadku brytyjskich British Land i Land Securities 22-23 lata, zaś Hammerson 20 lat.

Spodziewamy się, że wraz z rosnącą stabilizacją polskiego rynku będzie się wydłużać tenor papierów emitowanych przez deweloperów komercyjnych dążąc do modelu zachodniego. Naturalną konsekwencją emitowania papierów o dłuższej zapadalności będzie wzrost ich oprocentowania.

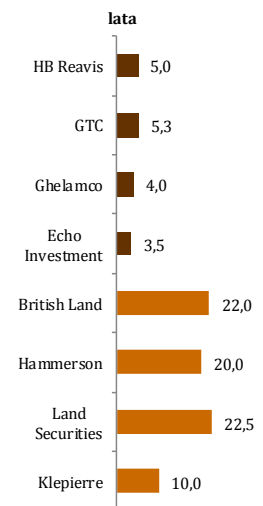
Czynniki wpływające na wydłużenie obligacji:

- Spadek ryzyka związanego z otoczeniem rynkowym, większa stabilność rynku
- Wydłużenie horyzontu inwestycyjnego deweloperów komercyjnych
- Popyt ze strony funduszy na długie papiery

### Prognozowane trendy:

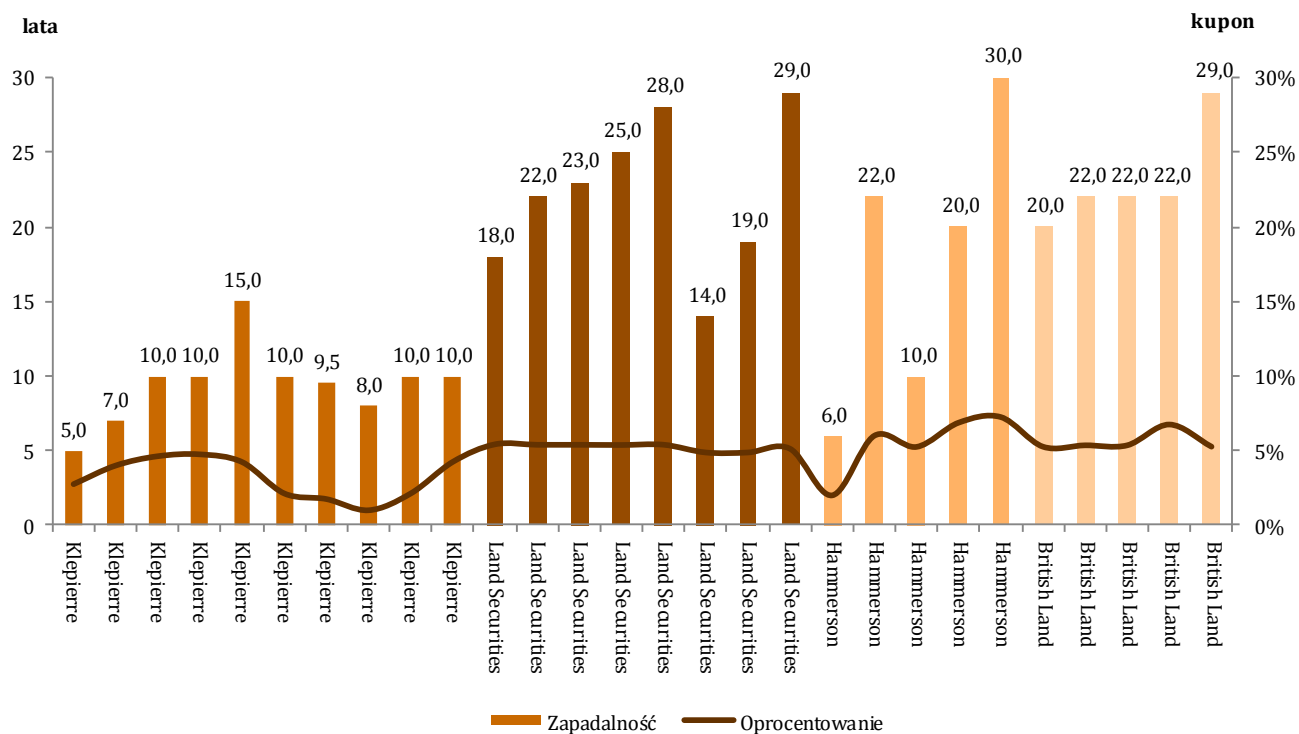
- *Wydłużenie zapadalności papierów*
- *Zwiększenie skali emisji publicznych*
- *Skłonność do emitowania euroobligacji ze względu na ryzyko walutowe*
- *Ubieganie się o ratingi inwestycyjne*

Mediany zapadalności obligacji deweloperów komercyjnych



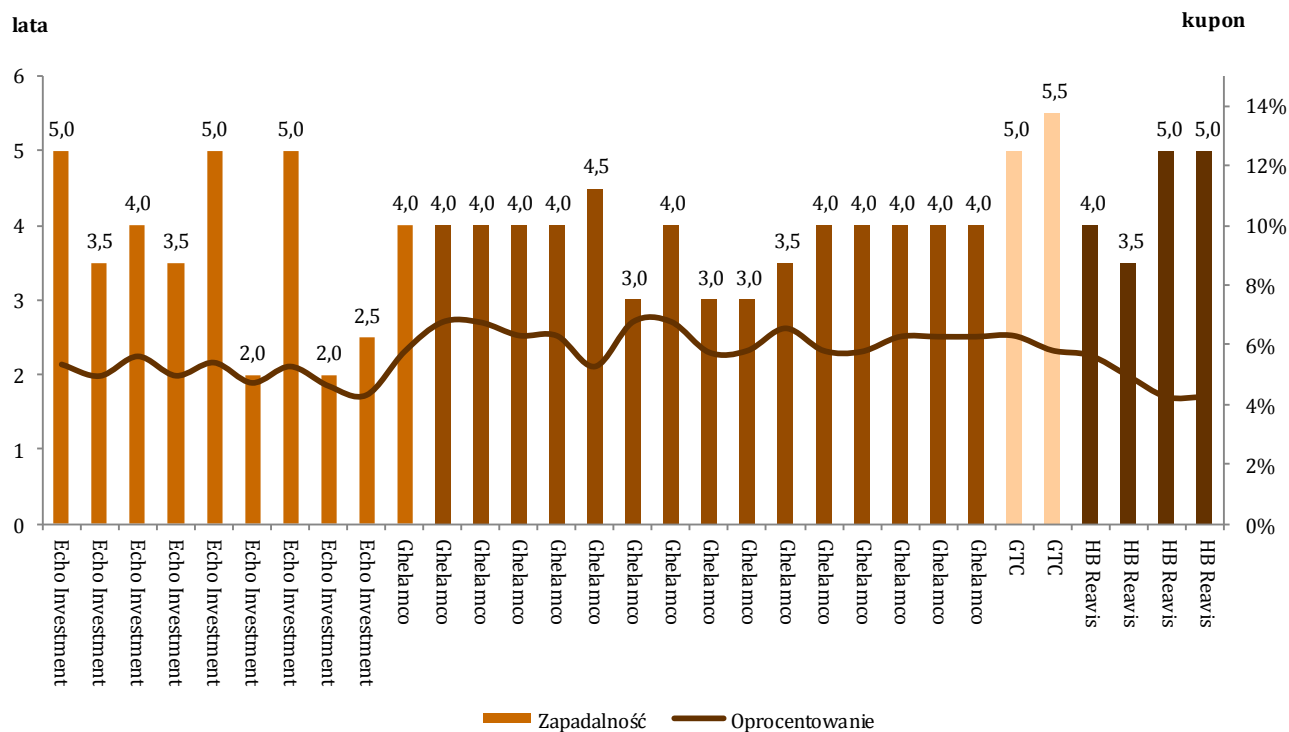
Źródło: Bloomberg, GPW Catalyst, Echo Investment, GTC, Ghelamco, HB Reavis, Klepierre, Hammerson, British Land, Land Securities

## Zapadalność i oprocentowanie wybranych obligacji zagranicznych deweloperów



Źródło: Bloomberg, sprawozdania finansowe Kleppierre, Hammerson, British Land, Land Securities

## Zapadalność i oprocentowanie wybranych obligacji deweloperów komercyjnych



\* Ze względu na to, iż większość papierów prezentowanych na wykresie jest oprocentowana według zmiennego kuponu, na wykresie zaprezentowana procentowaniem na 31/03/2016r.

Źródło: Bloomberg, GPW Catalyst, Echo Investment, GTC, Ghelamco, HB Reavis

# Euroobligacje

## Czy deweloperzy komercyjni sięgną po euroobligacje?

Argumentem przemawiającym za tym aby deweloperzy komercyjni sięgnęli po euroobligacje jest fakt, że gros osiąganych przez nich przychodów jest denominowanych w EUR, ze względu na to, iż co do zasady umowy najmu są podpisywane w EUR. Powoduje to, że deweloperzy osiągając przychody w EUR od najemców, którzy generują obroty w walucie lokalnej – pośrednio ponoszą ryzyko walutowe. Finansowanie projektów, zadłużeniem w walucie lokalnej dodatkowo zwiększa ryzyko walutowe, które mogłoby być minimalizowane dzięki wyjściu za granicę z emisją euroobligacji.

Z drugiej strony obligacje będąc źródłem finansowania konkretnych projektów inwestycyjnych, które w wielu przypadkach stanowią również ich zabezpieczenie, są przypisane do lokalnego rynku. Z tego też powodu spodziewamy się, że deweloperom takim jak Echo Investment, GTC, Ghelamco czy HB Reavis nadal będzie łatwiej pozyskać finansowanie na lokalnych rynkach.

Ponadto wyjście na rynki zagraniczne wiązałoby się z potrzebą uzyskania ratingu inwestycyjnego, którego żadna z wymienionych powyżej spółek nie dotychczas nie uzyskała. **Spodziewamy się więc, że z punktu widzenia deweloperów działających w regionie CEE najbardziej optymalnym rozwiązaniem byłyby emisje w EUR skierowane do inwestorów lokalnych.** Po stronie popytowej dodatkowym czynnikiem wspierającym emisje w EUR może być zapotrzebowanie na tego typu instrumenty ze strony TFI, które w sprzyjającym otoczeniu walutowym mogą być zainteresowane ekspozycją w EUR.

## Wpływ ratingu na koszt finansowania

Przeanalizowaliśmy przypadki 13 zagranicznych emitentów obligacji korporacyjnych z sektora nieruchomości komercyjnych. Na 13 analizowanych przez nas spółek, tylko 5 miało rating z jednej z trzech agencji ratingowych: Standard & Poor's, Fitch lub Moody's.

| Spółka                     | Rating                | Agencja ratingowa                   |
|----------------------------|-----------------------|-------------------------------------|
| Klepierre                  | A- (stable outlook)   | Standard & Poor's                   |
| Codic International        | BBB-                  | Scope                               |
| Hammerson                  | Baa1 (stable outlook) | Moody's                             |
| British Land               | BBB+ (stable outlook) | Fitch                               |
| Lar Espania                | -                     | -                                   |
| Societe de la Tour Eiffel  | -                     | -                                   |
| Leasinvest Real Estate     | -                     | -                                   |
| CeGeREAL                   | -                     | -                                   |
| Societe Fonciere Lyonnaise | -                     | -                                   |
| Altarea Cogedim            | -                     | -                                   |
| Cairn Capital              | -                     | -                                   |
| Fonciere des Regions       | BBB (stable outlook)  | Standard & Poor's                   |
| Land Securities Group PLC  | AA / AA / P1          | Fitch / Standard & Poor's / Moody's |

Źródło: Sprawozdania emitentów, Szacunki DM NWA1

*Deweloperzy komercyjni są obarczeni ryzykiem walutowym, że względu na to, iż osiągają przychody w EUR od najemców generujących obroty w walucie lokalnej oraz finansując się w walucie lokalnej....*

*...finansowanie poprzez euroobligacje zminimalizowałoby ryzyko walutowe.....*

*...jednak wiązało by się z potrzebą uzyskania oceny ratingowej.*

W przypadku deweloperów komercyjnych, najważniejsze kryteria brane pod uwagę przy przyznawaniu ratingu to:

- jakość i dywersyfikacja portfolio inwestycyjnego;
- współczynnik powierzchni wynajętej;
- poziom zadłużenia (mierzony przede wszystkim w oparciu o wskaźniki: zadłużenie/kapitał i LTV);
- progres w redukcji zadłużenia.

W tabeli poniżej przedstawiamy przykładowe serie obligacji emitowanych przez zagraniczne podmioty, wraz z ratingami i wartościami z-spread (wszystkie wylistowane obligacje są stałokuponowe).

| ISIN                        | Data emisji | Data zapadalności | Kupon | Wartość emisji (mln) | Waluta | z-spread | Agencja ratingowa | Rating |
|-----------------------------|-------------|-------------------|-------|----------------------|--------|----------|-------------------|--------|
| <b>Land Securities</b>      |             |                   |       |                      |        |          |                   |        |
| XS0204778145                | 03-Nov-04   | 31-mar-2022       | 5,43% | 255                  | GBP    | 0,87%    | Fitch / S&P       | AA/AA  |
| XS0204779465                | 03-Nov-04   | 31-mar-2027       | 5,39% | 608                  | GBP    | 1,34%    | Fitch / S&P       | AA/AA  |
| XS0204780125                | 03-Nov-04   | 30-Sep-29         | 5,38% | 318                  | GBP    | 1,50%    | Fitch / S&P       | AA/AA  |
| XS0269067095                | 29-Sep-06   | 29-Sep-25         | 4,88% | 300                  | GBP    | 1,26%    | Fitch / S&P       | AA/AA  |
| <b>Klepierre</b>            |             |                   |       |                      |        |          |                   |        |
| FR0011321405                | 17-09-2012  | 17-09-2019        | 2,75% | 500                  | EUR    | 0,46%    | S&P               | A-     |
| FR0010885160                | 07-04-2010  | 07-04-2017        | 4,00% | 615                  | EUR    | 0,22%    | S&P               | A-     |
| FR0010885582                | 07-04-2010  | 07-04-2020        | 4,63% | 300                  | EUR    | 0,40%    | S&P               | A-     |
| FR0011019397                | 14-03-2011  | 14-03-2021        | 4,75% | 600                  | EUR    | 0,67%    | S&P               | A-     |
| FR0012283653                | 28-01-2015  | 06-11-2024        | 1,75% | 630                  | EUR    | 0,10%    | S&P               | A-     |
| FR0010301705                | 16-03-2006  | 16-03-2016        | 4,25% | 526                  | EUR    | 0,14%    | S&P               | A-     |
| <b>British Land</b>         |             |                   |       |                      |        |          |                   |        |
| XS0263451972                | 06/03/2015  | 09/24/2035        | 5,26% | 457                  | GBP    | 2,47%    | Fitch             | BBB+   |
| XS0263450909                | 29/08/2006  | 03/31/2028        | 5,36% | 444                  | GBP    | 2,21%    | Fitch             | BBB+   |
| XS0085945037                | 29/08/2006  | 03/31/2028        | 5,36% | 209                  | GBP    | 1,39%    | Fitch             | BBB+   |
| XS1242977889                | 31/03/1998  | 03/31/2020        | 6,75% | 86                   | GBP    | 0,30%    | Fitch             | BBB+   |
| XS0066120915                | 29/08/2006  | 09/24/2035        | 5,26% | 16                   | GBP    | 3,31%    | Fitch             | BBB+   |
| <b>Fonciere des Regions</b> |             |                   |       |                      |        |          |                   |        |
| FR0012146744                | 10/09/2014  | 10/09/2021        | 1,70% | 500                  | EUR    | 1,78%    | S&P               | BBB    |
| FR0011345545                | 16/10/2012  | 16/01/2018        | 3,88% | 500                  | EUR    | 0,67%    | S&P               | BBB    |
| <b>Hammerson</b>            |             |                   |       |                      |        |          |                   |        |
| XS1081656180                | 1-lip-2014  | 07-01-2022        | 2,00% | 541                  | GBP    | 1,38%    | Moody's           | Baa2   |
| XS0184639895                | 23-lut-2004 | 02-23-2026        | 6,00% | 430                  | GBP    | 2,05%    | Moody's           | Baa1   |
| XS0241194165                | 1-lut-2006  | 12-15-2016        | 5,25% | 390                  | GBP    | 1,00%    | Moody's           | Baa2   |
| XS0109514538                | 31-mar-2000 | 03-31-2020        | 6,88% | 358                  | GBP    | 1,41%    | Moody's           | Baa1   |
| XS0085732716                | 21-kwi-1998 | 04-21-2028        | 7,25% | 287                  | GBP    | 2,20%    | Moody's           | Baa1   |

Źródło: Bloomberg, sprawozdania finansowe Klepierre, Hammerson, British Land, Land Securities

Ze względu na fakt, iż wartość z-spread w dużej mierze zależy od czasu pozostałego do wykupu papieru, porównaliśmy obligacje o podobnym terminie wykupu, które są emitowane przez zagraniczne podmioty o różnym ratingu.

Oszacowaliśmy, że różnica z-spread pomiędzy obligacjami z ratingiem A- a BBB+ wynosi ok. 1pp. Ze względu na dostępność porównywalnych danych przeanalizowaliśmy z-spready papierów Klepierre Group, Hammerson i British Land. Są to obligacje zapadające w 2020r. Wszystkie analizowane papiery są oprocentowane według stałego kuponu. Biorąc pod uwagę, że aktualnie obligacje emitowane przez deweloperów komercyjnych na polskim rynku mają tenor ok. 3-4 letni, papiery zapadające w 2020r. mogą stanowić pewną bazę porównawczą.

*W przypadku papierów 5-cio letnich różnica z-spread pomiędzy obligacjami z ratingiem A- a BBB+ wynosi ok. 1pp.*

W przypadku obligacji wyemitowanych przez Klepierre (rating A2/A- ) z-spread wyniósł 0,4%. Papiery o podobnej zapadalności wyemitowane przez spółki Hammerson (rating Baa1 wg. Moody's) i British Land (BBB+ wg Fitch) mają z-spread odpowiednio na poziomie 1,41% i 1,39%, co implikuje różnicę w z-spreadach ok. 1pp.

|              | ISIN         | Zapadalność | Kupon | Wartość emisji | waluta | z-spread (08/03/16) |
|--------------|--------------|-------------|-------|----------------|--------|---------------------|
| Klepierre    | FR0010885582 | 07-04-2020  | 4,63% | 300            | EUR    | 0,40%               |
| Hammerson    | XS0109514538 | 03-31-2020  | 6,88% | 358,4          | EUR    | 1,41%               |
| British Land | XS0085945037 | 03-31-2020  | 5,36% | 209,3          | GBP    | 1,39%               |

Rating kredytowy vs. z-spread wybranych obligacji zapadających w 2020r.



Źródło: Bloomberg, sprawozdania finansowe Klepierre, Hammerson, British Land

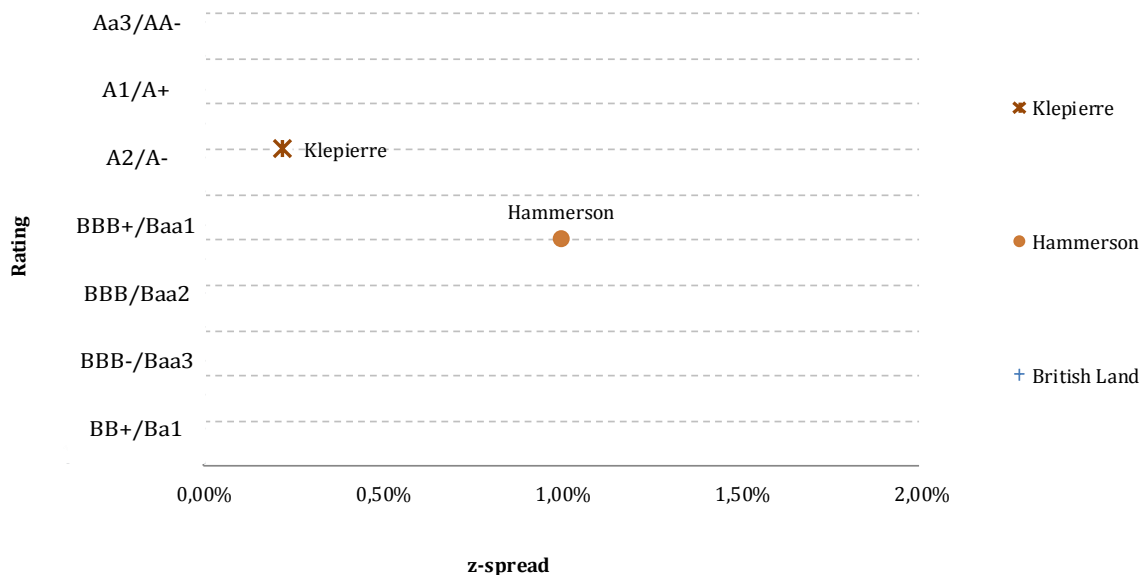
Porównaliśmy również papiery zagranicznych spółek zapadające w horyzoncie ok. 1 roku. W przypadku: serii FR0010885160 o ratingu A- wyemitowanej przez Klepierre (zapadającej za 12 mies.) oraz serii XS0241194165 o ratingu Baa2 wyemitowanej przez Hammerson (zapadającej za 9 mies.) z-spready wynoszą odpowiednio 0,22% i 1,0%.

*W przypadku papierów zapadających w horyzoncie roku różnica z-spread pomiędzy obligacjami z ratingiem A- a Baa2 wynosi ok. 0,8pp.*

|           | ISIN         | Zapadalność | Kupon | Wartość emisji | waluta | z-spread (08/03/16) |
|-----------|--------------|-------------|-------|----------------|--------|---------------------|
| Klepierre | FR0010885160 | 07-04-2017  | 4,00% | 615            | EUR    | 0,22%               |
| Hammerson | XS0241194165 | 12-15-2016  | 5,25% | 389,8          | EUR    | 1,00%               |



### Rating kredytowy vs. z-spread



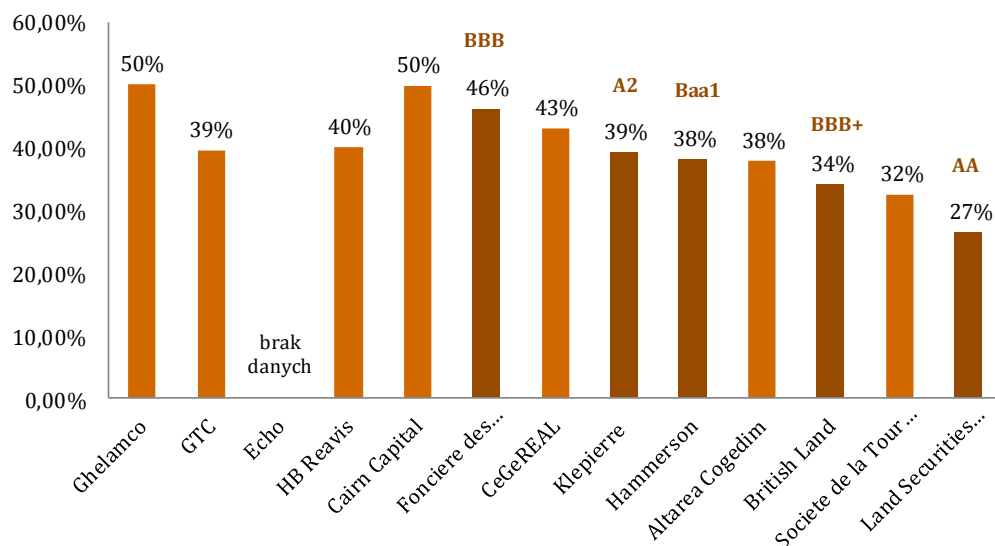
Źródło: Bloomberg, sprawozdania finansowe Klepierre, Hammerson, British Land

### LTV vs. rating

W przypadku deweloperów komercyjnych głównym wskaźnikiem zadłużenia, uwzględnianym przy nadawaniu ratingu jest poziom LTV. Otrzymanie ratingu na poziomie ekwiwalentu BBB+ i powyżej jest możliwe dla deweloperów, których wskaźnik LTV jest poniżej 40%. Poziomy LTV deweloperów komercyjnych, których instrumenty są notowane na Catalyst, oscylują na poziomach ok. od 39-50%, przy czym są to poziomy zadłużenia odpowiednie dla ratingów od BBB+ i poniżej.

**Rating na poziomie BBB+ i powyżej jest dostępny dla deweloperów dysponujących LTV < 40%.**

### LTV deweloperów komercyjnych na koniec 2015r.



Źródło: Bloomberg, GPW Catalyst, Echo Investment, GTC, Ghelamco, HB Reavis, Klepierre, Hammerson, British Land, Land Securities

## Klepierre – case study – wpływ zmiany ratingu na koszty finansowania

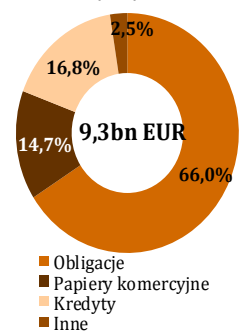
Grupa Klepierre finansuje się głównie zadłużeniem bankowym oraz obligacjami. Na koniec ubiegłego roku ok. 66% jej zadłużenia o wartości 9,3 mld EUR stanowiły obligacje korporacyjne. Aktualnie jest notowanych 9 serii obligacji: 8 serii na Paris Euronext i jedna na luksemburskiej Euronext. Wszystkie papiery są oprocentowane według stałego kuponu. Aktualny rating nadany Grupie przez Standard&Poors to: krótko terminowy rating A2 oraz długoterminowy A- ze stabilną perspektywą.

**Podwyższenie ratingu spowodowało spadek z-spread.** Na wykresie poniżej prezentujemy krzywe z-spread dla trzech serii obligacji wyemitowanych przez Grupę Klepierre (FR0011321405, FR0010885160 i FR0011019397) w okresie 1 półrocza 2014r. W kwietniu 2014r. agencja S&P podwyższyła rating dla spółki z poziomu BBB+ do A-, co automatycznie przełożyło się na obniżenie kosztów finansowania obligacjami korporacyjnymi. Miało to odzwierciedlenie w spadku wartości z-spread dla aktualnie notowanych papierów Grupy (wykres po lewej).

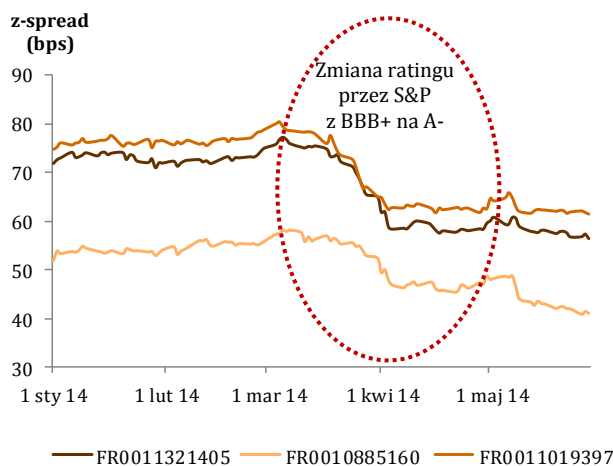
**Podwyższenie ratingu przełożyło się również na wysokość kuponu emitowanych obligacji.** Przed podwyższeniem ratingu spółka emitowała obligacje oprocentowane według stałego kuponu wahającego się w przedziale 2,75%-4,75%. Biorąc pod uwagę, wysokie stopy w tym okresie, na wykresie poniżej zaprezentowaliśmy wartości kuponu skorygowane o wartość Euroibor 3M na dzień danej emisji – wówczas oprocentowanie emitowanych wówczas serii kształtowało się na poziomie 2,50%-3,99%. Oprocentowanie obligacji emitowanych po nadaniu spółce rating A- wahało się od 1% do 2,13%, przy czym po skorygowaniu o wartość Euribor 3M, waha się ono w przedziale 1%-2,18% (ze względu na ujemną stopę w 2H2015).

**Profil spółki:** Grupa Klépierre specjalizuje się w nieruchomościach komercyjnych o profilu handlowym, inwestując oraz realizując bezpośrednio projekty deweloperskie w 16 krajach Europy – głównie we Francji i Belgii. Grupa zarządza 178 centrami handlowymi, wartość jej aktywów netto na koniec 1H15 wyniosła 21,4 mld EUR.

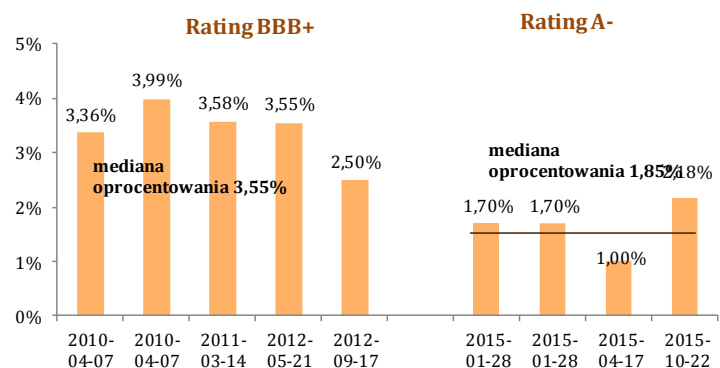
Struktura zadłużenia na 31/12/2015



| ISIN         | Data emisji | Data zapadalności | Kupon | Wartość emisji EUR mln |
|--------------|-------------|-------------------|-------|------------------------|
| FR0011321405 | 17-09-2012  | 17-09-2019        | 2,75% | 500                    |
| FR0010885160 | 07-04-2010  | 07-04-2017        | 4,00% | 615                    |
| FR0011019397 | 14-03-2011  | 14-03-2021        | 4,75% | 600                    |



Wartość oprocentowania emitowanych serii obligacji skor. o wartość Euroibor 3M



## Deweloperzy komercyjni na Catalyst

W niniejszym rozdziale przeanalizujemy strukturę zadłużenia i ewentualne potrzeby kapitałowe czterech wybranych deweloperów, których obligacje są notowane na Catalyst: HB Reavis, Echo Investment, GTC i Ghelamco.

| Emitent                      | Seria   | Wartość emisji [mln PLN] | Kurs   | zmiana m/m | YTM  | Z-spread | Discount Margin* | Zero Discount Margin |
|------------------------------|---------|--------------------------|--------|------------|------|----------|------------------|----------------------|
| BBI DEVELOPMENT              | BBI0217 | 53,00                    | 101,00 | -0,2%      | -    | -        | 6,5%             | 4,8%                 |
| BBI DEVELOPMENT              | BBI0218 | 35,00                    | 101,00 | 0,0%       | -    | -        | 6,2%             | 4,4%                 |
| BBI DEVELOPMENT              | BBI0219 | 22,00                    | 100,00 |            | -    | -        | 6,7%             | 5,0%                 |
| CAPITAL PARK                 | CAP0318 | 11,11                    | 100,00 | 1,4%       | -    | -        | 6,0%             | 4,3%                 |
| CAPITAL PARK                 | CAP0617 | 35,00                    | 100,00 | 0,0%       | -    | -        | 7,2%             | 5,5%                 |
| CAPITAL PARK                 | CAP0618 | 33,12                    | 99,90  | 0,5%       | -    | -        | 6,1%             | 4,3%                 |
| CAPITAL PARK                 | CAP0818 | 1,88                     | 100,00 | 0,0%       | -    | -        | 6,0%             | 4,3%                 |
| CAPITAL PARK                 | CAP0917 | 20,00                    | 100,00 | 0,0%       | -    | -        | 7,1%             | 5,3%                 |
| CAPITAL PARK                 | CAP1217 | 53,89                    | 99,25  | -0,3%      | -    | -        | 6,5%             | 4,7%                 |
| ECHO INVESTMENT              | ECH0219 | 100,00                   | 101,50 | 0,0%       | -    | -        | 4,8%             | 3,1%                 |
| ECHO INVESTMENT              | ECH0318 | 75,00                    | 100,59 | 0,2%       | -    | -        | 4,6%             | 2,9%                 |
| ECHO INVESTMENT              | ECH0417 | 200,00                   | 102,28 | 0,0%       | -    | -        | 3,3%             | 1,6%                 |
| ECHO INVESTMENT              | ECH0418 | 50,00                    | 100,76 | 0,4%       | -    | -        | 4,5%             | 2,7%                 |
| ECHO INVESTMENT              | ECH0519 | 70,50                    | 100,20 | 0,2%       | -    | -        | 5,3%             | 3,5%                 |
| ECHO INVESTMENT              | ECH0616 | 50,00                    | 100,11 | -0,4%      | -    | -        | 4,2%             | 2,5%                 |
| ECHO INVESTMENT              | ECH0618 | 80,00                    | 101,35 | -0,2%      | -    | -        | 4,6%             | 2,8%                 |
| ECHO INVESTMENT              | ECH0716 | 25,00                    | 100,50 | 0,0%       | -    | -        | 2,7%             | 1,0%                 |
| ECHO INVESTMENT              | ECN0418 | 230,00                   | 100,25 |            | -    | -        | 4,1%             | 2,3%                 |
| FLORSEN                      | FLO0418 | 10,00                    | 100,50 | 0,0%       | 6,7% | 4,9%     | -                | -                    |
| GHELAMCO INVEST              | GHC0619 | 30,00                    | 99,50  | -0,5%      | -    | -        | 5,9%             | 4,2%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHC0718 | 30,80                    | 100,15 | 0,0%       | -    | -        | 6,7%             | 4,9%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHE0118 | 114,52                   | 102,50 | 2,4%       | -    | -        | 5,3%             | 3,6%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHE0418 | 27,17                    | 99,95  | -0,4%      | -    | -        | 6,2%             | 4,5%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHE0519 | 50,00                    | 100,38 | 0,2%       | -    | -        | 6,1%             | 4,4%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHE0619 | 50,00                    | 99,80  | -0,4%      | -    | -        | 5,3%             | 3,6%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHE0716 | 20,00                    | 100,70 | 0,0%       | -    | -        | 4,3%             | 2,5%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHE0718 | 120,36                   | 101,00 | 0,6%       | -    | -        | 6,3%             | 4,5%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHE0816 | 9,20                     | 100,00 | 0,0%       | -    | -        | 6,0%             | 4,2%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHE1116 | 6,53                     | 100,00 | 0,0%       | -    | -        | 5,6%             | 3,9%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHE1117 | 37,78                    | 100,79 | -0,7%      | -    | -        | 5,9%             | 4,2%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHE1119 | 50,00                    | 99,19  | -0,3%      | -    | -        | 6,0%             | 4,2%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHI0619 | 50,00                    | 99,00  | -1,3%      | -    | -        | 6,1%             | 4,3%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHI0718 | 30,00                    | 101,60 | 1,0%       | -    | -        | 5,5%             | 3,7%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHJ0718 | 30,00                    | 100,00 | -1,6%      | -    | -        | 6,2%             | 4,5%                 |
| GHELAMCO INVEST              | GHK0718 | 11,24                    | 100,55 | 0,5%       | -    | -        | 6,0%             | 4,2%                 |
| GRIFFIN REAL ESTATE INVEST   | GFN1217 | 147,00                   | 100,00 |            | -    | -        | 6,7%             | 5,0%                 |
| GTB METROPOLIS NIERUCHOMOŚCI | GTB0617 | 1,69                     | 100,05 | 0,6%       | 9,1% | 7,6%     | -                | -                    |
| GTB METROPOLIS NIERUCHOMOŚCI | GTB1117 | 6,86                     | 98,00  | -1,5%      | 4,6% | 2,9%     | -                | -                    |
| GTC                          | GTC0319 | 200,00                   | 101,00 | -0,3%      | -    | -        | 5,9%             | 4,1%                 |
| GTC                          | GTC0418 | 294,20                   | 101,00 | 0,0%       | -    | -        | 5,2%             | 3,5%                 |
| HB REAVIS FINANCE PL         | HBR1117 | 111,00                   | 100,00 | 0,0%       | -    | -        | 5,7%             | 3,9%                 |
| POZNAŃSKA 37 SPV             | POA0117 | 15,60                    | 105,50 | 0,0%       | 2,8% | 1,5%     | -                | -                    |
| POZNAŃSKA 37 SPV             | POB0117 | 34,40                    | 105,50 | 0,0%       | 2,8% | 1,5%     | -                | -                    |
| RANK PROGRESS                | RNK0616 | 130,81                   | 99,50  | -0,1%      | -    | -        | 9,4%             | 7,7%                 |
| VANTAGE DEVELOPMENT          | VTG0418 | 24,53                    | 100,70 | 0,4%       | -    | -        | 6,3%             | 4,6%                 |
| VANTAGE DEVELOPMENT          | VTG0518 | 10,00                    | 99,69  | 0,0%       | -    | -        | 6,2%             | 4,5%                 |
| VANTAGE DEVELOPMENT          | VTG0617 | 23,50                    | 100,15 | 0,1%       | -    | -        | 5,9%             | 4,1%                 |
| VANTAGE DEVELOPMENT          | VTG0618 | 13,26                    | 100,36 | 0,3%       | -    | -        | 6,5%             | 4,7%                 |
| WARIMPEX                     | WXF0218 | 3,00                     | 106,00 | 0,0%       | -    | -        | 4,5%             | 2,7%                 |
| WARIMPEX                     | WXF1017 | 8,00                     | 100,00 | 0,0%       | -    | -        | 8,0%             | 6,3%                 |
| WARIMPEX                     | WXF1118 | 19,50                    | 105,20 | 0,0%       | 0,8% | -1,0%    | -                | -                    |

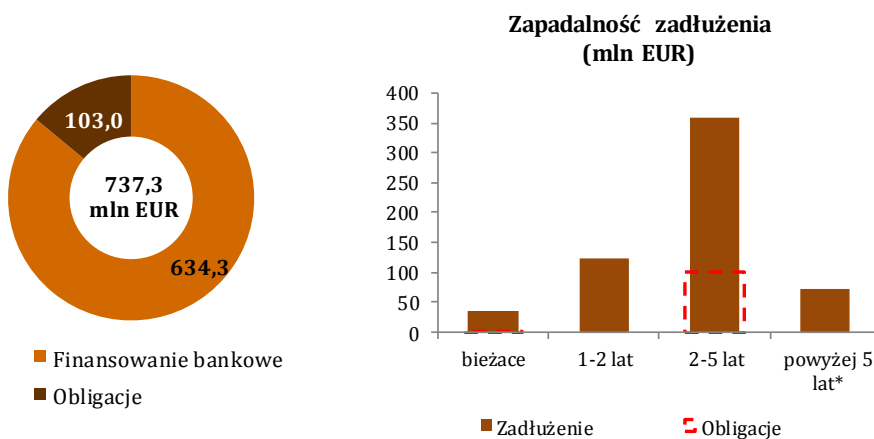
Źródło: GPW Catalyst, Nwai DM

## HB Reavis

Grupa HB Reavis jest jednym z większych emitentów obligacji korporacyjnych na rynku polskim. Grupa ma wyemitowane 4 serie obligacji: obligacje serii A o wartości 111 mln PLN (notowane na Catalyst), obligacje serii B o wartości 6,6 mln EUR oraz wyemitowane w Słowacji obligacje serii A i B o wartości 76,6 mln EUR. Plany dewelopera zakładają emisję obligacji pięcioletnich na rynku czeskim o wartości 1 mld CZK (ok. 158 mln PLN wg. kursu na 14/03/2016) oraz program emisji obligacji na polskim rynku na łączną kwotę 500 mln PLN. Na koniec 2015r. spółka posiadała zadłużenie finansowe na poziomie 737,3 mln EUR, z czego 86% stanowiło finansowanie bankowe. Aktualne LTV Grupy wynosi 40%, strategia zakłada obniżenie poziomu LTV do 35%.

**Profil spółki:** Grupa HB Reavis jest jednym z wiodących deweloperów komercyjnych w Europie Śr-Wsch, posiadającym aktywa inwestycyjne o wartości ok. 1,8 mld EUR. Model biznesowy Grupy polega na budowie, wykonawstwie generalnym, a następnie zarządzaniu własnymi inwestycjami. Portfel nieruchomości zawiera: biurowce, centra handlowe i logistyczne.

### Zadłużenie (mln EUR)



Źródło: HB Reavis, NWA I DM

\*Zapadalność zadłużenia na koniec 1H15

### Obligacje

| Emisja          | Wartość emisji | Data zapadalności | Oprocentowanie   | Zabezpieczenie  |
|-----------------|----------------|-------------------|------------------|---|
| <b>Polska</b>   |                |                   |                  |   |
| Seria A         | 111 mln PLN    | 2017-11-27        | WIBOR 3M + 3,95% | Wpis hipoteczny na pierwszym miejscu na działce „Chmielna” do maksymalnej wartości 282 mln PLN. |
| Seria B         | 6,6 mln EUR    | 2017-11-27        | 4,95%            | Wpis hipoteczny na drugim miejscu na działce „Chmielna”.  |
| <b>Słowacja</b> |                |                   |                  |   |
| Seria A         | 30 mln EUR     | 2019-08-02        | 4,25%            | Działka zlokalizowana w Bratysławie   |
| Seria B         | 40 mln EUR     | 2020-03-26        | 4,25%            | Niezabezpieczone  |

Źródło: HB Reavis, NWA I DM

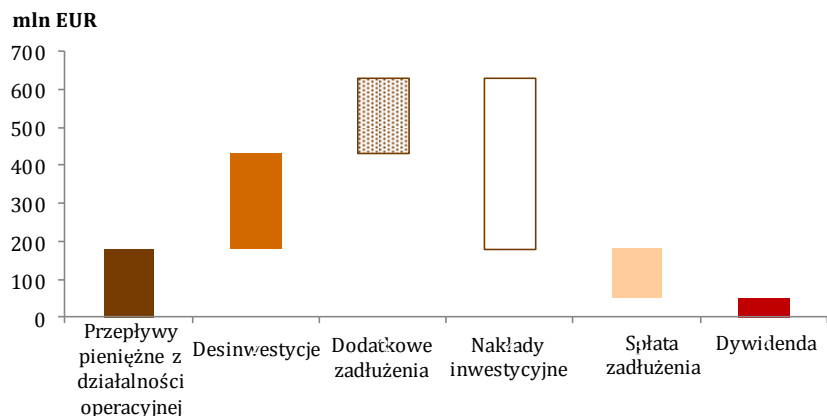
## Przepływy pieniężne

Szacujemy, iż w horyzoncie najbliższych 3 lat spółka, będzie osiągać przepływy operacyjne na poziomie ok. 55-60 mln EUR (w tym przepływy z tytułu najmu). Dezinwestycje, o których poinformowano zawierają projekty logistyczne w Słowacji i Czechach, i których łączna wartość rynkowa może oscylować na poziomie ok 100-105 mln EUR. Spółka poinformowała również, iż prowadzi rozmowy dotyczące sprzedaży biurowca Konstruktorska w Warszawie oraz VACI Corner BC w Budapeszcie (łączna wartość projektów może być szacowana na ok.140-150 mln EUR). Inwestycje HB Reavis w latach 2016-18P szacujemy na poziomie ok. 450 mln EUR. Tak wysoki poziom prognozowanego CAPEX-u wynika między innymi z projektów, które są rozwijane na rynku londyńskim. Spłaty zapadającego zadłużenia wraz z odsetkami w latach 2016-18P to ok. 130 mln EUR, zaś prognozowane dywidendy to ok. 50 mln EUR. Bazując na powyższych założeniach szacujemy, iż Grupa HB Reavis w latach 2016-18P będzie musiała pozyskać finansowanie na łączną kwotę ok. 195-235 mln EUR. Planowany program emisji obligacji w Polsce i Czechach pokryje zapotrzebowanie na finansowanie w ok. dwóch trzecich. W związku z tym spodziewamy się, że HB Reavis może poszukiwać finansowania w postaci euroobligacji na innych rynkach.

*Szacujemy, iż zapotrzebowanie na kapitał w 2016-18P może wynosić 195-235 mln EUR*

## Prognoza przepływów pieniężnych na lata 2016-18P (mln EUR)

| Szacunki przepływów 2016-18P                       | mln EUR        |
|--|----------------|
| Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (+) | 155-180        |
| Desinwestycje (+)                                  | 240-255        |
| Nakłady inwestycyjne (-)                           | 450            |
| Spłata zadłużenia (-)                              | 130            |
| Dywidenda (-)                                      | 50             |
| <b>Potencjał do zwiększenia zadłużenia</b>         | <b>195-235</b> |



Źródło: HB Reavis, Nwai DM

## Echo Investment

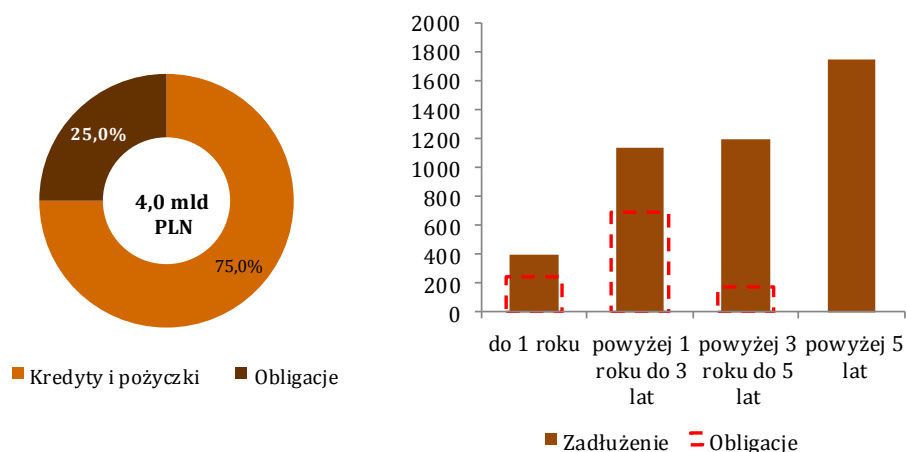
Po przejęciu 66-procentowego pakietu Echo Investment przez Griffin Real Estate, a następnie przeniesieniu 75 proc. udziałów w spółce kontrolującej wszystkie aktywa komercyjne grupy Echo Investment do johannesburskiego funduszu Redefine Properties, profil biznesowy oraz skala działalności spółki uległy całkowitej zmianie. Spółka będzie zajmować się dewelopmentem projektów biurowych i handlowych w miastach regionalnych oraz rozwojem segmentu mieszkaniowego. W 2016r. Echo zamierza sprzedać 700 mieszkań a następnie dążyć do docelowej rocznej sprzedaży na poziomie 1000 mieszkań. Echo Investment ukończy projekty inwestycyjne o szacowanej wartości 150-180 mln EUR: Opolska w Krakowie, Tryton w Gdańsku, A4 w Katowicach i Nobilis we Wrocławiu. Redefine Properties ma pierwszeństwo na złożenie oferty na zakup tych nieruchomości.

***Profil spółki:** Echo Investment jest jedną z największych w Polsce firm inwestycyjno-deweloperskich. Spółka realizuje inwestycje w: budownictwie mieszkaniowym, centrach handlowych, budownictwie biurowym oraz hotelowym. Od 2015r. Echo jest częścią grupy kapitałowej Griffin Real Estate.*

Zadłużenie finansowe Echo Investment na koniec 2015r. wynosiło 4 mld PLN, z czego jedną czwartą stanowiło zadłużenie z tytułu obligacji. Dług netto na koniec 2015r. wynosił 3,2 mld PLN ze względu na wysoka pozycję gotówkową (820 mln PLN). Echo Investment jest największym emitentem obligacji korporacyjnych na Catalyst - wartość jego obligacji na koniec marca 2016r. wynosiła 881 mln PLN. Biorąc pod uwagę zmiany w modelu biznesowym i strukturze akcjonariatu spółki spodziewamy się, że refinansowanie obligacji Echa zapadających w latach 2016-18 może odbywać się już z poziomu Griffin Real Estate.

W ramach programu emisji obligacji o wartości 300 mln PLN, Griffin Real Estate wyemitował dwuletnie zabezpieczone papiery o wartości 147 mln. PLN. Obligacje są oprocentowane według stopy WIBOR3M+5%, co jest poziomem istotnie wyższym od aktualnie notowanych papierów Echo Investment, których marża ponad WIBOR waha się w przedziale 2,5%-3,8%.

### Zadłużenie na koniec 2015r. (mln PLN)



Źródło: Echo Investment, Nwai DM

| Seria          | Wartość emisji (mln PLN) | Kupon           | Data wykupu | Zabezpieczenie |
|----------------|--------------------------|-----------------|-------------|----------------|
| <b>ECHO</b>    |                          |                 |             |                |
| ECH0219        | 100,0                    | WIBOR 6M+ 3,6%  | 19.02.2019  | brak           |
| ECH0618        | 80,0                     | WIBOR 6M+ 3,5%  | 19.06.2018  | brak           |
| ECH0417        | 200,0                    | WIBOR 6M+ 3,8%  | 28.04.2017  | brak           |
| ECH0519        | 70,5                     | WIBOR 6M+ 3,6%  | 15.05.2019  | brak           |
| ECH0616        | 50,0                     | WIBOR 6M+ 2,95% | 26.06.2016  | brak           |
| ECH0716        | 25,0                     | WIBOR 6M+ 2,85% | 02.07.2016  | brak           |
| ECH0318        | 75,0                     | WIBOR 6M+ 3,15% | 04.03.2018  | brak           |
| ECH0418        | 50,0                     | WIBOR 6M+ 3,15% | 20.04.2018  | brak           |
| ECN0418        | 230,0                    | WIBOR 6M+ 2,50% | 23.04.2018  | b.d.           |
| <b>Łącznie</b> | <b>880,5</b>             |                 |             |                |

Źródło: Catalyst, Echo Investment, Nwai DM

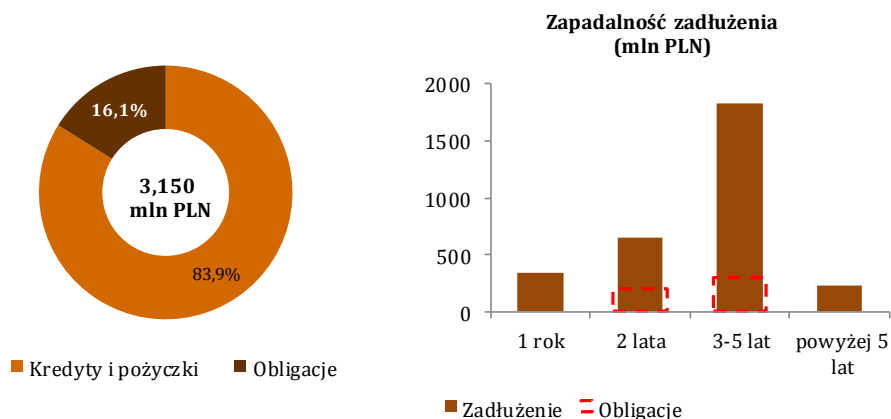
## GTC

Spółka GTC ma za sobą okres restrukturyzacji obejmującej min. obniżenie kosztów finansowania. Na koniec 2015r. spółka posiadała zadłużenie finansowe na poziomie 3,15 mld PLN, z czego 83,9% stanowiło głównie finansowanie bankowe zaś 16,1% obligacje. Biorąc pod uwagę środki pieniężne w wartości 720 mln PLN, dług netto na koniec 2015r. wynosił 2,2 mld PLN. Na koniec 2015 LTV Spółki wynosiło 39,4% (vs. 54% na koniec 2014r.) niemniej jednak GTC planuje stopniowe zwiększenie LTV wraz z rozwojem kolejnych projektów. Wartość obligacji wyemitowanych przez GTC notowanych na rynku Catalyst na koniec lutego 2016r. wynosiła 494,2 mln PLN. Są to dwie serie papierów niezabezpieczonych : GTC0418 o wartości 294,2 mln PLN i GTC0319 o wartości 200 mln PLN.

**Profil spółki:** Grupa GTC jest jedną z czołowych spółek sektora nieruchomości komercyjnych w Europie Śr –Wsch. i Płd. Grupa prowadzi działalność w Polsce, Rumunii, Chorwacji, Serbii, Bułgarii, na Słowacji i na Węgrzech. Grupa zajmuje się budowaniem nieruchomości biurowych i handlowych o wysokim standardzie w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

W 2015r. spółka pozyskała z emisji akcji z prawem poboru 138 mln EUR, z czego w połowie marca 2016r. wykorzystwała 88 mln EUR na zakup nowych projektów. Zgodnie z dalszą strategią GTC ma w planach: (i) akwizycję przynoszących przychody biurowców i centrów handlowych zlokalizowanych w Europie Środkowo-Wschodniej i Południowo-Wschodniej; oraz (ii) dewelopement własnych projektów. Spółka aktualnie rozwija trzy projekty po łącznej powierzchni 90 tys. mkw.: University Business Park w Łodzi (oddanie w 2Q16), biurowiec Fortyone w Belgradzie (oddanie w 3Q16) i Galerię Północną w Warszawie (oddanie w 2Q17). Na koniec 2015r. wartość nieruchomości wynosiła 1,32 mld EUR (wskaźnik wynajęcia 92%).

### Zadłużenie na koniec 2015r. (mln PLN)



Źródło: Catalyst, GTC, Szacunki Nwai DM

|                | Seria   | Wartość emisji (mln PLN) | Kupon          | Data wykupu   | Zabezpieczenie |
|----------------|---------|--------------------------|----------------|---------------|----------------|
| <b>GTC</b>     |         |                          |                |               |                |
|                | GTC0418 | 294,2                    | WIBOR6M + 4,0% | 30.04.2018 r. | brak           |
|                | GTC0319 | 200                      | WIBOR6M + 4,5% | 11.03.2019 r. | brak           |
| <b>Łącznie</b> |         | <b>494,2</b>             |                |               |                |

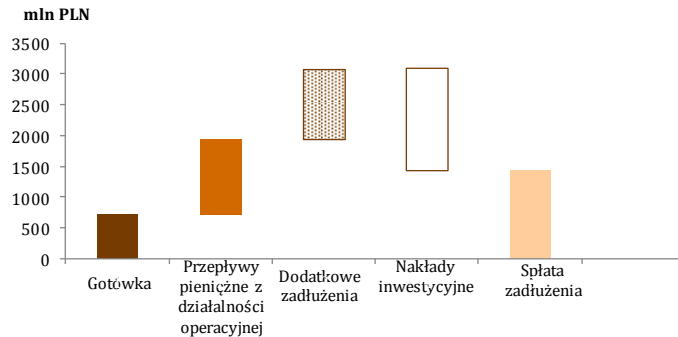
Źródło: Catalyst, GTC, Szacunki Nwai DM

Szacujemy, iż w horyzoncie najbliższych 3 lat spółka, będzie osiągać przepływy operacyjne na poziomie ok. 306-460 mln PLN (w tym przepływy z tytułu najmu). Nie zakładamy sprzedaży projektów ani wypłaty dywidendy. Inwestycje spółki w latach 2016-18P szacujemy na poziomie ok. 1,7 mld PLN. Spłaty zapadającego zadłużenia

wraz z odsetkami w latach 2016-18P to ok. 1,4 mld PLN, które GTC prawdopodobnie będzie refinansować jeśli nie sprzeda żadnego projektu inwestycyjnego. W związku z tym, że na koniec 2015r. spółka dysponowała gotówką w wysokości 720 mln PLN, która powinna wystarczyć na pokrycie nakładów inwestycyjnych w 2016r. spodziewamy się, że pierwsze intensywne działania w zakresie pozyskiwania finansowania GTC będzie podejmować od 2017r.

### Prognoza przepływów pieniężnych na lata 2016-18P (mln PLN)

| Szacunki przepływów 2016-18P                       | mln PLN      |
|--|--------------|
| Gotówka na koniec 2015r. (+)                       | 720          |
| Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (+) | 1 225        |
| Desinwestycje (+)                                  | 0            |
| Nakłady inwestycyjne (-)                           | 1 660        |
| Splata zadłużenia wraz z odsetkami (-)             | 1 429        |
| Dywidenda (-)                                      | 0            |
| <b>Potencjał do zwiększenia założeń 20016-18P</b>  | <b>1 145</b> |



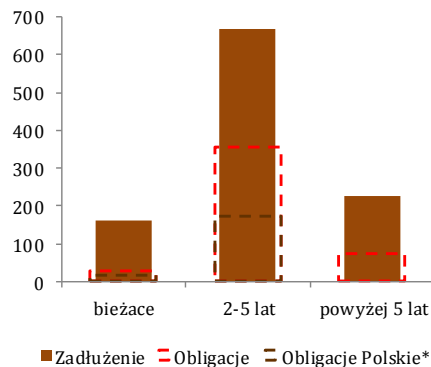
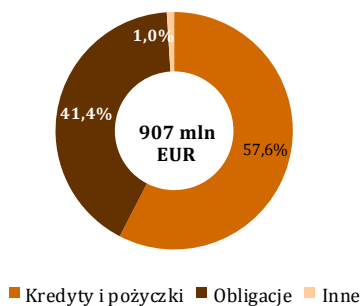
Źródło: Bloomberg, Catalyst, GTC, Szacunki Nwai DM

### Ghelamco

Na koniec 2015r. zadłużenie finansowe Grupy Ghelamco wynosiło 907 mln EUR. Biorąc pod uwagę środki pieniężne w wysokości 84,6 mln EUR, dług netto Grupy wynosił 821,9 mln EUR. Kredyty i pożyczki bankowe stanowiły 57,6% zadłużenia, pozostała jego część to obligacje wyemitowane w Polsce (159,5 mln EUR) i Belgii (220 mln EUR). Na koniec 2015 LTV Spółki wynosiło 50% (vs. 48% na koniec 2014r.)

**Profil spółki:** Grupa Ghelamco jest wiodącym europejskim inwestorem, deweloperem i generalnym wykonawcą w branży nieruchomości komercyjnych: biurowych, handlowych, logistycznych a także mieszkaniowych. Ghelamco prowadzi działalność na terenie Belgii, Polski, Francji, Ukrainy i Rosji.

### Zadłużenie na 31/12/2015 (mln EUR) i jego zapadalność



Źródło: Ghelamco Group, Nwai DM

Wartość 16 serii obligacji Ghelamco notowanych na Catalyst na koniec marca 2015r. wynosiła 667,6 mln PLN. W dn. 29/01/2016 KNF zatwierdziła prospekt emisyjny dla Publicznego Programu Emisji Obligacji o wartości 350 mln PLN. W marcu br. w ramach tego programu spółka wyemitowała 2 serie 4-letnich obligacji w wartości 50 mln PLN i 30 mln PLN o oprocentowaniu wg. stopy WIBOR 6M + 4%. Wartość obligacji wyemitowanych w Belgii to 220 mln EUR i obejmują one min. notowane na Euronext papiery o wartości 150 mln EUR.



| Wartość emisji                                     |              |                     |             |  |
|--|--------------|---------------------|-------------|--|
| Seria  | (mln PLN)    | Kupon               | Data wykupu | Zabezpieczenie   |
| <b>Ghelamco</b>                                    |              |                     |             |  |
| <b>Program niepublicznych emisji obligacji</b>     |              |                     |             |  |
| GHE0418  | 27,2         | WIBOR 6M + 4,50%    | 25.04.2018  | Poręczenie wierzycelności z obligacji do 360 mln PLN. Poręczyciel GRANBERO HOLDINGS LTD zobowiązał się także do pokrycia wszelkich udokumentowanych wydatków związanych z dochodzeniem wykonania przez Emitenta lub poręczyciela zobowiązań pieniężnych z tytułu obligacji wyemitowanych w ramach programu lub z tytułu poręczenia łącznie z odsetkami ustawowymi do maksymalnej kwoty 10 mln PLN. |
| GHE0716  | 20,0         | WIBOR 6M + 5,00%    | 12.07.2016  |  |
| GHE0816  | 9,2          | WIBOR 6M + 4,00%    | 12.08.2016  |  |
| GHE1116  | 6,5          | WIBOR 6M + 4,00%    | 14.11.2016  |  |
| GHI0718  | 30,0         | WIBOR 6M + 4,50%    | 09.07.2018  |  |
| GHI0718  | 30,0         | WIBOR 6M + 4,50%    | 04.07.2018  |  |
| GHK0718  | 11,2         | WIBOR 6M + 4,50%    | 09.07.2018  |  |
| <b>Pierwszy publiczny program emisji obligacji</b> |              |                     |             |  |
| GHE0118  | 114,5        | WIBOR 6M + 5,00%    | 29.01.2018  | j.w. Poręczenie wierzycelności z obligacji do 450 mln PLN w ramach I programu publicznych emisji obligacji oraz pokrycie wydatków związanych z dochodzeniem wykonania zobowiązań pieniężnych z tytułu obligacji lub z tytułu poręczenia łącznie z odsetkami ustawowymi do 10 mln PLN.  |
| GHE0718  | 120,4        | WIBOR 6M + 5,00%    | 11.07.2018  |  |
| <b>Drugi publiczny program emisji obligacji</b>    |              |                     |             |  |
| GHC0619  | 30,0         | WIBOR 6M + 4,00%    | 16.06.2019  | j.w. Poręczenie wierzycelności z obligacji do 360 mln PLN w ramach I programu publicznych emisji obligacji oraz pokrycie wydatków związanych z dochodzeniem wykonania zobowiązań pieniężnych z tytułu obligacji lub z tytułu poręczenia łącznie z odsetkami ustawowymi do 10 mln PLN.  |
| GHE0619  | 50,0         | WIBOR 6M + 3,50%    | 16.06.2019  |  |
| GHE1119  | 50,0         | WIBOR 6M + 4,00%    | 04.11.2019  |  |
| GHI0619  | 50,0         | WIBOR 6M + 4,00%    | 16.06.2019  |  |
| <b>Trzeci publiczny program emisji obligacji</b>   |              |                     |             |  |
| GHC0718  | 30,8         | WIBOR 6M + 5,00%    | 16.07.2018  | j.w. Poręczenie wierzycelności z obligacji do 450 mln PLN w ramach I programu publicznych emisji obligacji oraz pokrycie wydatków związanych z dochodzeniem wykonania zobowiązań pieniężnych z tytułu obligacji lub z tytułu poręczenia łącznie z odsetkami ustawowymi do 10 mln PLN.  |
| GHE0519  | 50,0         | WIBOR 6M + 4,50%    | 22.05.2019  |  |
| GHE1117  | 37,8         | WIBOR 6M + 4,75%    | 27.11.2017  |  |
| Seria EA   | 6,3          | EUROIBOR 6M + 4,30% | 28.09.2018  |  |
| <b>Łącznie</b>                                     | <b>693,8</b> |                     |             |  |

| Wartość emisji |              |        |             |                                       |
|----------------|--------------|--------|-------------|---------------------------------------|
| Seria          | (mln EUR)    | Kupon  | Data wykupu | Zabezpieczenie                        |
|                | 70,0         | 6,25%  | 28.02.2018  | Poręczenie od Ghelamco Group Comm. VA |
|                | 79,1         | 4,50%  | 03.07.2020  |                                       |
|                | 70,9         | 4,125% | 14.06.2021  |                                       |
| <b>Łącznie</b> | <b>220,0</b> |        |             |                                       |

Ghelamco przygotowuje projekty komercyjne o łącznej powierzchni ponad 131 tys. m<sup>2</sup>, oraz planuje rozpoczęcie realizacji projektów Sienna Towers i PKP Dworzec Gdański. Przy założeniu nakładów na poziomie 2,1-2,5 tys. EUR na m<sup>2</sup>, szacujemy iż inwestycje spółki w latach 2016-18P wyniosą 275-325 mln EUR. Prognozujemy, że w horyzoncie najbliższych 3 lat spółka może osiągnąć przepływy operacyjne na poziomie ok. 210-300 mln EUR łącznie, w tym minimum 121 mln EUR z tytułu najmu (w 2015r. przychody wyniosły 99,4 mln EUR, w tym 30 mln EUR z najmu; w 2014r. przychody wyniosły 69,6 mln EUR, w tym 22,2 mln EUR z najmu). Spłaty zapadającego zadłużenia wraz z odsetkami w latach 2016-18P to ok. 493 mln EUR, w tym wartość samych obligacji to ok. 175 mln EUR. Spodziewamy się, że Grupa Ghelamco będzie zainteresowana refinansowaniem zapadających w tym okresie obligacji, przy czym Publiczny Program Emisji Obligacji opiewający na 350 mln PLN pokryje jedynie połowę zapadającego zadłużenia. Ze względu na brak oficjalnych informacji dotyczących sprzedaży założyliśmy brak dezinvestycji, jednak biorąc pod uwagę wysoki poziom zapadającego zadłużenia oraz fakt, iż w portfolio dewelopera znajdują

się kolejne ukończone inwestycje, uważamy że prawdopodobieństwo sprzedaży, któregoś z projektów jest wysokie. W 2014r. spółka sprzedała Katowice Business Point, T-Mobile Office Park i Łopuszańska Business Park za 173,3 mln EUR łącznie, zaś w 2013r. biurowce Senator oraz Mokotów Nova za 232,4 mln EUR. Ze względu na brak informacji dotyczących projektów, które mogłyby być wystawione na sprzedaż, w kalkulacjach zapotrzebowania na zadłużenie nie uwzględniamy dezinwestycji.

#### **Prognoza przepływów pieniężnych na lata 2016-18P (mln EUR)**

| <b>Szacunki przepływów 2016-18P</b>            | <b>mln EUR</b> | <b>Prognoza minimalnych<br/>przychodów z tytułu najmu</b> | <b>mln EUR</b> |
|--|----------------|---|----------------|
| Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej | 210-300        | poniżej 1 roku  | 37,4           |
| Desinwestycje                                  | 0              | 1-2 lata  | 42,6           |
| Nakłady inwestycyjne                           | 273-325        | 2-3 lata  | 41,1           |
| Spłata zadłużenia wraz z odsetkami             | 493            | 3-4 lata  | 38,4           |
| Dywidenda                                      | 0              | 4-5 lat   | 32,0           |
| <b>Potencjał do zwiększenia<br/>zadłużenia</b> | <b>466-608</b> | powyżej 5 lat   | 97,7           |

Źródło: Ghelamco Group, Szacunki NWA1 DM

## **Nota prawna**

### **Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej analizy**

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Zgodnie z wiedzą Analityków, przedstawiciele NWAJ Dom Maklerski S.A. (dalej: NWAJ) nie zasiadają w zarządzie, radzie nadzorczej spółkach będących przedmiotem niniejszego raportu. Inwestorzy powinni zakładać, że NWAJ ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółkom, której dotyczy niniejszy raport.

NWAJ Dom Maklerski S.A. nie pełni funkcji animatora rynku dla instrumentów finansowych opisywanych w niniejszym raporcie. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAJ nie świadczył na rzecz Spółek usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności w zakresie oferowania instrumentów finansowych i nie otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenia. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAJ nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Spółki. NWAJ nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Spółkę na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. NWAJ nie posiada akcji Spółek, w łącznej wielkości stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Pomiedzy analitykiem i jego osobami bliskimi a spółkami, których raport dotyczy, nie występują jakiegokolwiek powiązania. NWAJ jego akcjonariusze i pracownicy, w zakresie nieujawnionym w niniejszym raporcie i dopuszczalnym przez prawo, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych wyemitowanych przez emitenta.

### **Pozostałe klauzule**

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAJ wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAJ jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAJ a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAJ w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego. Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Szczegółowe warunki sporządzania Rekomendacji określa Regulamin sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak NWAJ nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raporty były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Analitycy sporządzając niniejszy raport działali z należytą starannością. Analiza Spółki i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie Analityków.

Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez NWAJ bez uzgodnienia ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Informacji dotyczących wyceny/prognoz wyników finansowych zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Spółkę. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami NWAJ. NWAJ nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. NWAJ zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym raporcie, a także do aktualizacji tych informacji w dowolnym czasie i bez powiadomienia.

Niniejszy raport został w zamierzeniu przygotowany i przeznaczony do udostępnienia klientom profesjonalnym w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz. U z 2014 r, poz. 94, z późn. zm.), może być także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa. NWAJ nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.

## DEFINICJE I METODOLOGIA

### Obligacje stałokuponowe

Z-spread

$$P = \frac{C}{f} \sum_{j=1}^n \frac{1}{\left(1 + \frac{(r_{T(j)} + \phi)}{f}\right)^{f \times T(j)}} + \frac{100}{\left(1 + \frac{(r_{T(n)} + \phi)}{f}\right)^{f \times T(n)}}$$

Oznaczenia: C to wartość kuponu, P- cena brudna obligacji,  $\phi$  - Z-spread, zaś stopa WIBOR związana jest z czynnikiem dyskontowym ZT relacją:

$$r_T = \left[ (Z_T)^{\frac{-1}{f \times T}} - 1 \right] \times f$$

YTM liczony jest zgodnie z formułą XIRR, według wzoru:

$$P = \sum_{j=1}^n \frac{C_j}{(1 + YTM)^{\frac{T(j)}{365}}} + \frac{100}{(1 + YTM)^{\frac{T(n)}{365}}}$$

### Obligacje zmiennokuponowe

Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)} + \sum_{j=2}^n Z_\delta(T_j) \Delta_j(L + q) + 100Z_\delta(T_n)$$

gdzie

$$Z_\delta(T_j) = \frac{Z_\delta(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W + \delta)}; Z_\delta(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)}$$

$\delta$  - Discount Margin, P -cena brudna obligacji, q - marża, WFIX - znany Wibor dla obecnego okresu odsetkowego, WStub - Stopa Wibor pomiędzy dniem wyceny a kolejnym kuponem, W - obecny poziom Wiboru w zależności od częstotliwości wypłat kuponu (np. 3m, 6m),  $\Delta_1, \dots, \Delta_n$  - wartości kuponów uwzględniające długość okresu odsetkowego (w ujęciu ACT365) oraz  $T_1, \dots, T_n$  daty wypłaty kuponów. Kalkulacja Discount Margin zakłada, że wszystkie przyszłe wypłaty kuponów będą odbywać się według obecnej stopy procentowej. Discount Margin nie uwzględnia kształtu terminowej krzywej stóp procentowych.

Zero Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)} + \sum_{j=2}^n Z_\gamma(T_j) \Delta_j(L(T_{j-1}, T_j) + q) + 100Z_\gamma(T_n)$$

gdzie

$$Z_\gamma(T_j) = \frac{Z_\gamma(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W(T_{j-1}, T_j) + \gamma)}; Z_\gamma(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)}$$

$W(T_{j-1}, T_j)$  - oznacza terminową stopę Wibor pomiędzy dwoma terminami  $T_{j-1}$  a  $T_j$ ,  $\gamma$  - Zero Discount Margin. Zero Discount Margin uwzględnia kształt krzywej stóp procentowych zarówno w czynniku dyskontowym jak i ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).