

MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLESKI

Cavatina Holding S.A.
Raport kredytowy (aktualizacja)

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy, w której jednostką dominującą jest Cavatina Holding S.A. (Spółka), po wynikach za 4Q21 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- W pierwszym kwartale 2022 r. Spółka pozyskała najemców na 24,5 tys. m2 GLA. Poziom wynajmu kompleksu Global Office Park (55,2 tys. m2 GLA) wynosi aktualnie ponad 70%.
- Główną przewagą grupy jest realizowanie wysokich marż (w okolicach 30-45%) na projektach względem konkurencyjnych spółek. Możliwe jest to przede wszystkim dzięki posiadaniu własnego GW. Marża rozpoznawana jest wraz z postępami budowy oraz wzrostem komercjalizacji budynków.
- Dług netto grupy na koniec 4Q21 wyniósł 1 017 mln zł i implikował stosunek zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 0,97x.
- Główną formą finansowania działalności Spółki są kredyty, które odpowiadały za 70% zadłużenia finansowego, są to przede wszystkim długoterminowe kredyty budowlane/inwestycyjne, których wymagalność przypada po 2026 roku. W strukturze finansowania coraz większy udział stanowią obligacje, aktualnie odpowiadają one za 11% zadłużenia finansowego.
- Aktualnie ok. 50% zadłużenia jest denominowane w walucie innej niż PLN. Spółka zakłada, że struktura walutowa zadłużenia będzie coraz bardziej zmieniać się w stronę większego finansowania w EUR. Spółka szacuje średnioważony koszt finansowania na 4-5%. Należy się spodziewać, że aktualnie poziom ten może być wyższy ze względu na wzrost WIBORu. Biorąc jednak pod uwagę zmianę struktury walutowej, można zakładać, że potencjalny wzrost stóp procentowych w Polsce będzie miał coraz mniejszy wpływ na wzrost średniego kosztu odsetkowego.
- Istotnymi czynnikami dla przepływów pieniężnych pozostają potencjalna sprzedaż dobrze skomercjalizowanych budynków, dalszy postęp w komercjalizacji pozostałych zakończonych projektów, jak również pozyskiwanie finansowania bankowego dla kolejnych projektów w budowie.

PROJEKTY BIUROWE

Projekty zakończone:

	<i>Tischnera Office</i>	<i>Carbon Tower</i>	<i>Global Office Park C</i>	<i>Equal Business Park D</i>	<i>Palio A</i>	<i>Ocean Office Park A</i>	<i>Cavatina Hall</i>
GLA	33 600	19 100	4 000	11 400	16 500	13 000	8 100
NOI (tys. EUR)	6 050	3 350	650	2 020	2 860	2 300	1 500
Wartość bilansowa (tys. PLN)	314 212	181 417	42 702	85 302	143 527	124 989	83 098
Dług projektowy (tys. PLN)	156 866	105 332	11 668	48 216	57 713	0	59 406
Status pozyskiwania finansowania	kredyt inwestycyjny	kredyt inwestycyjny	Kredyt budowlany	Kredyt budowlany	kredyt budowlany	term-sheet	Kredyt obrotowy
Poziom najmu (%)	78%	98%	100%	56%	43%	91%	82%
Data zakończenia	4Q 2019	2Q 2019	Q4 2020	Q1 2021	Q1 2021	Q3 2021	Q4 2021

Projekty w budowie:

	<i>Global Office Park A1***</i>	<i>Global Office Park A2</i>	<i>Cavatina Hall B</i>	<i>Palio Office Park B</i>	<i>Palio Office Park C</i>	<i>Ocean Office Park B</i>	<i>Quorum D</i>	<i>Quorum A</i>	<i>Quorum B</i>	<i>WiMa A</i>	<i>WiMa D</i>
GLA	27 300	27 900	4 800	7 700	12 800	28 500	16 300	18 200	51 200	29 900	1 900
Docelowy NOI (tys. EUR)	4 810	4 820	820	1 320	2 230	5 050	2 960	3 330	9 370	5 110	320
Wartość bilansowa (tys. PLN)	214 745	220 895	2 113	43 195	7 061	86 164	91 654	28 602	73 774	34 247	10 048
Dług projektowy (tys. PLN)	84 413	84 413	-	21 378	-	23 406	25 959	-	-	-	-
Budżet inwestycyjny (tys. PLN)*	266 928	269 665	38 450	64 431	107 086	253 588	162 277	175 064	556 486	258 581	17 586
Status pozyskiwania finansowania	kredyt budowlany	kredyt budowlany	w toku	kredyt budowlany	w toku	term-sheet	pożyczka budowlana	w toku	w toku	w toku	w toku
Zaawansowanie budowy (%)	100%	100%	5%	97%	3%	28%	66%	3%	3%	10%	40%
Poziom najmu / przednajmu (%)	75%	52%	61%	21%	0%	31%	26%	0%	0%	0%	100%
Planowana data zakończenia	1Q 2022	1Q 2022	4Q 2022	2Q 2022	1Q 2023	1Q 2023	2Q 2022	4Q 2023	4Q 2024	4Q 2023	4Q 2022

Projekty planowane:

	<i>Palio Office Park D</i>	<i>Palio Office Park E</i>	<i>Palio Office Park F</i>	<i>Palio Office Park G+H</i>	<i>Ocean Office Park D</i>	<i>Quorum E</i>	<i>Kraków Office Park</i>
GLA	23 400	7 900	8 700	11 600	5 000	5 600	39 500
Docelowy NOI (tys. EUR)	4 250	1 430	1 550	2 050	890	1 020	7 110
Budżet inwestycyjny (tys. PLN)*	195 749	66 108	76 305	100 006	48 250	51 460	368 450
Planowana data rozpoczęcia	2Q 2022	3Q 2022	3Q 2022	1Q 2023	4Q 2022	3Q 2022	4Q 2022
Planowana data zakończenia	1Q 2024	4Q 2023	4Q 2023	2Q 2024	4Q 2023	4Q 2023	4Q 2025

* na poziomie SPV (z uwzględnieniem marży GW)

** po dniu bilansowym, 14 marca 2022 dwie wieże A1 i A2 otrzymały pozwolenie na użytkowanie

Średni poziom wynajęcia projektów ukończonych, będących w posiadaniu Grupy wynosi 77%. Względem poprzedniego raportu jest to wzrost o 7 p.p. Wskazany wzrost wynika przede wszystkim z postępującej komercjalizacji projektu Ocean Office Park A. Poziom wynajmu w tym obiekcie wzrósł z 44% do 91%. W dalszym ciągu dla tego projektu Spółka nie pozyskała finansowania bankowego. Jednak przy tak wysokim poziomie komercjalizacji, wydaje się, że Spółka w powinna pozyskać finansowanie tego projektu. Do tej pory Spółka finansowała projekt z własnych środków. Zakładając pozyskanie kredytu w wysokości 65% budżetu inwestycyjnego, Spółka może uwolnić ok. 80 mln zł gotówki jako refinansowanie poniesionych nakładów inwestycyjnych (jedynie dla projektu Ocean Office Park A).

Już po dniu bilansowym, 14 marca 2022 r. dwie wieże kompleksu Global Office Park otrzymały pozwolenie na użytkowanie. Poziom ich przednajmu wzrósł od ostatniego raportu i wyniósł 63% (na datę sprawozdania). Aktualnie Spółka podaje, że jest to już ponad 70%. Spółka poinformowała, że w pierwszym kwartale 2022 r. pozyskała najemców na 24,5 tys. m2 GLA, w całym 2021 r. było to ponad 40 tys. m2 GLA. W ostatnim kwartale Spółka nie sprzedała żadnego z ukończonych projektów.

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Przychody z najmu i aranżacji	40 445	59 021	35 116
<i>Koszty związane z najmem i aranżacjami</i>	-18 201	-26 070	-18 838
Wynik z najmu i aranżacji	22 244	32 951	16 278
Zysk/strata z wyceny i sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych	257 261	233 801	217 998
Zysk/strata z nieruchomości inwestycyjnych	279 505	266 752	234 276
<i>Przychody z pozostałych umów z klientami</i>	35 513	-	-
<i>Koszty pozostałych umów z klientami</i>	-24 527	-	-
<i>Koszty ogólnego zarządu</i>	-43 265	-21 819	-24 359
<i>Pozostałe przychody operacyjne</i>	10 285	9 116	3 350
<i>Pozostałe koszty operacyjne</i>	-15 516	-7 545	-2 512
Zysk z działalności operacyjnej	241 995	246 504	210 755
<i>Przychody finansowe</i>	1 411	3 976	8 269
<i>Koszty finansowe</i>	-38 192	-49 909	-20 767
<i>Udział w zyskach jednostek współkontrolowanych wycenianych metodą praw własności</i>	30 161	-794	-
Zysk brutto	235 375	199 777	198 257
<i>Podatek dochodowy</i>	-45 755	-54 064	-38 889
Zysk netto z działalności kontynuowanej	189 620	145 713	159 368

Źródło: Dane Spółki

Spółka wykazała w 2021 r. 40,4 mln zł przychodów z tytułu najmu i aranżacji (w samym 4Q 12,2 mln zł), co w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego oznacza spadek o 31%. Gorszy wynik wynika przede wszystkim z mniejszej ilości wynajmowanej powierzchni biurowej (w 2020 r. Grupa dokonała sprzedaży kompleksu biurowego Equal Business Park A-C o powierzchni 49 tys. m² GLA). Pomimo wystąpienia pandemii Covid-19 Spółka nie odnotowała istotnych opóźnień w płatnościach czynszów.

Na wynik finansowy Spółki w największym stopniu wpływa wycena nieruchomości inwestycyjnych znajdujących się aktualnie w portfelu Spółki. Wynik z wyceny rozpoznawany jest zgodnie z postępowaniem prac budowlanych oraz podpisywaniem kolejnych umów najmu. Łączny zysk z wyceny nieruchomości inwestycyjnych w 2021 r. wyniósł 257 mln zł (w samym 4Q było to 80 mln zł)

Tabela: Rozpoznane marże na projektach inwestycyjnych (31.12.2021)

Projekt	Marża*
Diamentum Office, Wrocław	18%**
Equal Business Park A, B, C, Kraków	16%**
Chmielna 89, Warszawa	49%
Carbon Tower, Wrocław	45%
Tischnera Office, Kraków	45%
Global Office Park C, Kraków	35%
Equal Business Park D, Kraków	38%
Palio Office Park A, Gdańsk	43%
Ocean Office Park A, Kraków	37%

*Marża dotychczas rozpoznana w wynikach

**nieruchomości Diamentum Office oraz Equal Business Park A i Equal Business Park B były wnoszone do Grupy przez Cavatina Sp. z o.o. zgodnie z regulacjami Kodeksu Spółek Handlowych, podlegały one wycenie do wartości godziwej na dzień dokonania aportu. W konsekwencji, część marży została rozpoznana w wynikach finansowych jednostki dokonującej aportu, co oznacza, że marże osiągnięte na tych inwestycjach nie w pełni obrazują zdolność Grupy do generowania zysku na działalności deweloperskiej.

Źródło: Dane spółki

Marża rozpoznawana jest m.in. wraz ze wzrostem stopnia komercjalizacji. Od ostatniego raportu nastąpił wzrost komercjalizacji projektu Ocean Office Park A, w związku z czym rozpoznana marża wzrosła z 28% do 37%. Należy pamiętać jednak, że rzeczywista marża będzie zależeć od ceny sprzedaży danego projektu biurowego.

Koszty ogólnego zarządu w 2021 wyniosły 43 mln zł, a w całym 2020 r. było to 22 mln zł. W samym 4Q21 Spółka poniosła 14,6 mln zł SG&A (m.in. premie dla kluczowych pracowników w związku z przeprowadzoną ofertą publiczną akcji). Na zdecydowanie wyższy poziom kosztów w 2021 r. miały wpływ przede wszystkim one-offy związane z ofertą publiczną. Koszty finansowe w 4Q21 wyniosły 8,5 mln zł. W całym 2021 r. wyniosły 38 mln zł. Nie zaobserwowano wzrostu kosztów finansowych względem poprzednich kwartałów.

ANALIZA BILANSU

	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019	% sumy bilansowej 4Q21
Aktywa trwałe razem	2 150 469	1 292 025	1 410 678	86%
Aktywa niematerialne	98	151	351	0%
Wartość firmy	82 425	82 425	82 425	3%
Rzeczowe aktywa trwałe	70 714	7 555	2 460	3%
Nieruchomości inwestycyjne	1 903 852	1 118 426	1 309 426	76%
Inwestycje w jednostkach współkontrolowanych wycenianych metodą praw własności	60 799	29 013	-	2%
Pozostałe aktywa finansowe	26 171	50 016	11 593	1%
Pozostałe aktywa niefinansowe	3 170	3 442	2 911	0%
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	3 240	997	1 512	0%
Aktywa obrotowe	347 700	112 864	120 453	14%
Zapasy	64 203	32 954	11 746	3%
Należności z tytułu najmu oraz pozostałe należności	49 258	29 268	14 507	2%
Należności z tytułu podatku dochodowego	226	78	185	0%
Pozostałe aktywa finansowe	47 606	11 825	33 850	2%
Pozostałe aktywa niefinansowe	54 382	25 290	18 347	2%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	132 025	13 449	41 818	5%
SUMA AKTYWÓW	2 498 169	1 404 889	1 531 131	100%
Kapitał własny	1 053 900	669 521	529 570	42%
Zobowiązania długoterminowe	1 075 174	534 674	669 547	43%
Kredyty i pożyczki	853 449	451 639	573 258	34%
Obligacje	115 774	28 449	29 268	5%
Zobowiązania inwestycyjne	16 574	11 309	5 890	1%
Zobowiązania z tytułu leasingu	32 257	10 861	16 179	1%
Pozostałe zobowiązania finansowe	2 171	1 217	4 932	0%
Pozostałe zobowiązania niefinansowe	2 177	-	-	0%
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	52 772	31 199	39 750	2%
Zobowiązania krótkoterminowe	369 095	200 694	332 014	15%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	15 885	9 790	16 431	1%
Kredyty i pożyczki	127 436	66 984	87 364	5%
Obligacje	9 793	0	68 938	0%
Zobowiązania inwestycyjne	137 604	102 328	82 680	6%
Zobowiązania z tytułu leasingu	2 631	1 143	598	0%
Pozostałe zobowiązania finansowe	40 485	6 487	0	2%
Pozostałe zobowiązania niefinansowe	25 912	6 654	68 155	1%
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	1 609	3 156	2 618	0%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	7 740	4 152	5 230	0%
Zobowiązania ogółem	1 444 269	735 368	1 001 561	58%
SUMA PASYWÓW	2 498 169	1 404 889	1 531 131	100%

Na koniec 4Q 2021 r. suma bilansowa wyniosła 2 498 mln zł (+363 mln zł q/q). Na wzrost sumy aktywów największy wpływ ma rosnący portfel nieruchomości inwestycyjnych. Wartość bilansowa nieruchomości inwestycyjnych to 1 904 mln zł (+168 mln zł q/q). 49% wartości nieruchomości inwestycyjnych stanowią nieruchomości w budowie, 51% to nieruchomości już ukończone, w których największy udział ma projekt Tischnera Office o wartości bilansowej 314 mln zł oraz Carbon Tower o wartości 183 mln zł. Pozycja bilansowa: Inwestycje w jednostkach współkontrolowanych dotyczy udziałów w spółce Cavatina Office sp. z o.o., w której Grupa posiada 35% udziałów. Wartość bilansowa udziałów na koniec 4Q21 wynosiła 60,8 mln zł. Dodatkowo Cavatina Holding S.A. udzieliła spółce współkontrolowanej pożyczki o wartości bilansowej 25 mln zł (wykazana w pozycji Pozostałe aktywa finansowe).

Aktywa obrotowe w 4Q21 stanowiły 14% wartości aktywów i wynosiły 348 mln zł (+113 mln zł q/q). W 4Q21 Spółka istotnie zwiększyła saldo środków pieniężnych i ekwiwalentów, które na koniec roku wyniosły 132 mln zł (+70 mln zł q/q). Pozostałe aktywa niefinansowe to głównie należności od US z tytułu zwrotu VAT, z kolei na pozostałe aktywa finansowe składają się depozyty ustanowione w celu zabezpieczenia spłaty zadłużenia oraz środki pieniężne odpowiadające kaucjom wpłaconym przez najemców. Zapasy na koniec 4Q21 wyniosły 64 mln zł (+15 mln zł q/q), w skład tej pozycji bilansowej wchodzi przede wszystkim nakłady związane z drugim segmentem działalności grupy (PRS) i spółką Resi Capital S.A., w tym grunty pod działalność mieszkaniową w ramach nowej grupy kapitałowej. Spółka nie prezentuje nakładów w nieruchomościach inwestycyjnych, ponieważ nie są one związane z główną działalnością spółki (nieruchomości komercyjne) i są przeznaczone do sprzedaży. Zapasy wyceniane są według kosztów poniesionych przez Grupę, Spółka zakłada, że w 2022 nakłady zostaną odsprzedane do Resi GW po wartościach rynkowych, a tym samym nastąpi całościowe odseparowanie wspomnianych dwóch segmentów działalności i grupa Resi Capital S.A. stanie się w pełni niezależna.

Kapitał własny wzrósł względem poprzedniego kwartału o 72 mln zł, co wynika z osiągniętego w tym okresie zysku netto. Zobowiązania długoterminowe na dzień 31.12.2021 r. wynosiły 1 075 mln zł (+291 mln zł q/q), z czego obligacje stanowiły 116 mln zł (+56 mln zł q/q), a kredyty i pożyczki 853 mln zł (+203 mln zł q/q). Zobowiązania krótkoterminowe wyniosły 369 mln zł. Na tę pozycję składało się m. in. 127 mln zł (-25 mln zł q/q) kredytów i pożyczek, 10 mln zł obligacji, 137 mln zł zobowiązań inwestycyjnych (zobowiązania z tytułu prac wykonanych przez podwykonawców usług budowlanych oraz dostawców materiałów budowlanych). Na wartość 40 mln zł (-4 mln zł q/q) pozostałych zobowiązań finansowych składają się natomiast pochodne instrumenty finansowe (zabezpieczające ryzyko kursowe i ryzyko stopy procentowej) oraz faktoring odwrotny, którego wartość na koniec okresu sprawozdawczego wyniosła 35 mln zł (- 3 mln zł q/q). Z faktoringu odwrotnego od 2021 roku korzysta spółka generalnego wykonawstwa - Cavatina GW, spółka spłaca faktury dostawców jednocześnie stając się wierzycielem wobec instytucji finansujących. Grupa traktuje faktoring odwrotny jako formę finansowania krótkoterminowego, która pozwala Grupie na elastyczne zarządzanie terminami płatności za zobowiązania inwestycyjne.

POTENCJAŁ DO GENEROWANIA GOTÓWKI

Tabela: Rachunek przepływów pieniężnych (w tys. zł)

	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Zysk/(strata) brutto	235 375	199 777	198 257
Korekty	-356 827	-342 281	-202 479
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-121 452	-142 504	-4 222
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-504 328	196 839	-166 007
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	744 356	-82 704	192 760
Łączny przepływ środków pieniężnych	118 576	-28 369	22 531

Źródło: Dane Spółki

Główną przewagą Grupy jest realizowanie wysokich marż na projektach w porównaniu do konkurencyjnych spółek. Możliwe jest to przede wszystkim dzięki posiadaniu własnego GW. Prace realizowane przez Cavatina GW ważą średnio 85% wskazanego w sprawozdaniach budżetu inwestycyjnego (Shell&core, Fit-out, projekt i pozwolenia), pozostałe 15% to grunt oraz koszty finansowe. Zgodnie ze sprawozdaniem Cavatina GW za lata 2019-2020 odnotowała marże brutto na poziomie ok. 32%. W związku z powyższym efektywne budżety inwestycyjne z perspektywy Grupy są niższe niż podawane w raportach (marża GW pozostaje w Grupie – nie jest to przepływ gotówkowy). Spółka dąży, aby 65% budżetu inwestycyjnego (niepomniejszonego o marżę GW) każdego projektu było finansowane zewnętrznie. Do czasu pozyskania kredytu (zależy to od: uwarunkowań rynkowych, postępów budowy, komercjalizacji) budynki wznoszone są za środki własne Spółki, które następnie są refinansowane (w zależności od terminu uzyskania finansowania).

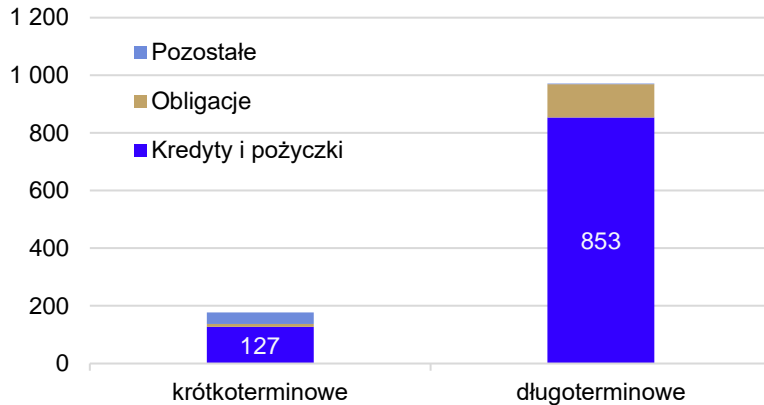
W naszej ocenie ogólna sytuacja finansowa, zdolność do generowania gotówki i potencjalne źródła spłaty obligacji nie zmieniły się od publikacji poprzedniego raportu kredytowego. Istotnym zdarzeniem po dniu bilansowym z punktu widzenia przepływów pieniężnych jest emisja obligacji. Spółka w ramach lutowej publicznej emisji wyemitowała wartość 40,7 mln zł papiery dłużne.

Istotnymi czynnikami dla przepływów pieniężnych pozostają potencjalna sprzedaż dobrze skomercjalizowanych budynków, jak również dalszy postęp w komercjalizacji pozostałych zakończonych projektów. Wydaje się, że kluczowym z punktu widzenia przepływów pieniężnych pozostaje dalszy postęp komercjalizacji kompleksu Global Office Park (55,2 tys m² GLA) – możliwość refinansowania poniesionych nakładów, oraz Tischnera Office (33,6 tys. m² GLA). Wzrost wynajmu przybliżyłby Spółkę do sprzedaży tego budynku i uwolnienia gotówki, która jest potrzebna na realizację kolejnych projektów. Ze względu na wzrost poziomu komercjalizacji w projekcie Ocean Office Park A, spodziewamy się, że Spółce uda się pozyskać finansowanie bankowe dla tego projektu. Szacujemy, że pozwoli to uwolnić ok. 80 mln zł gotówki jako refinansowanie poniesionych nakładów inwestycyjnych.

Wpływ na płynność Spółki przed wykupem obligacji będzie miał również duży projekt wrocławski – Quorum. W tym przypadku kluczowe będzie pozyskanie dalszego finansowania dla tego projektu.

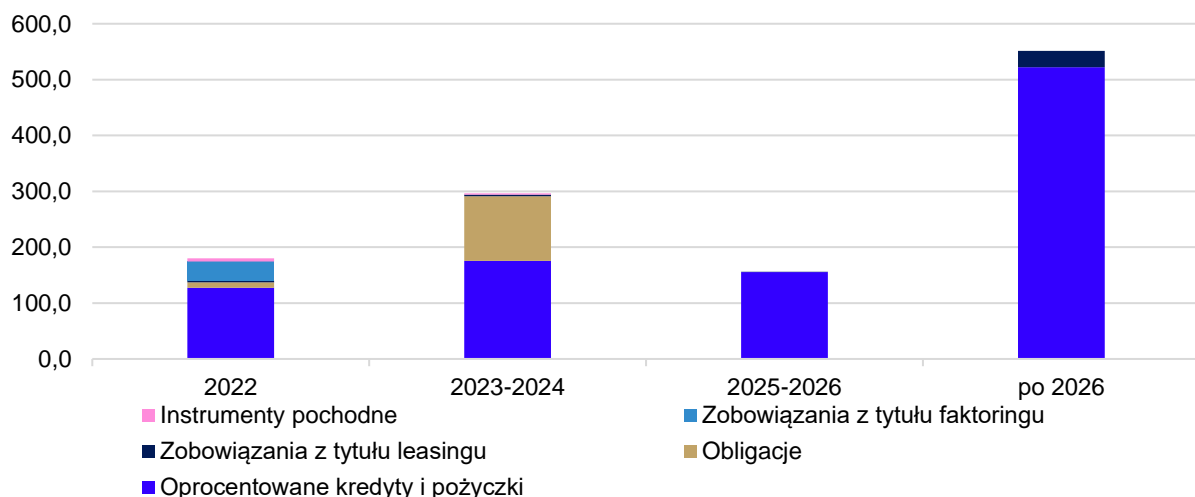
ZADŁUŻENIE

Wykres: Struktura rodzajowa i terminowa zadłużenia finansowego na dzień 31.12.2021 r.



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Wykres: Harmonogram zapadalności zadłużenia finansowego na dzień 31.12.2021 r.*



* w tym ok. 135 mln zł kredytów obrotowych (termin wymagalności w latach 2022-2023), które co do zasady podlegają rolowaniu, oraz ok. 88 mln zł pożyczek od podmiotów powiązanych

Źródło: Dane Spółki

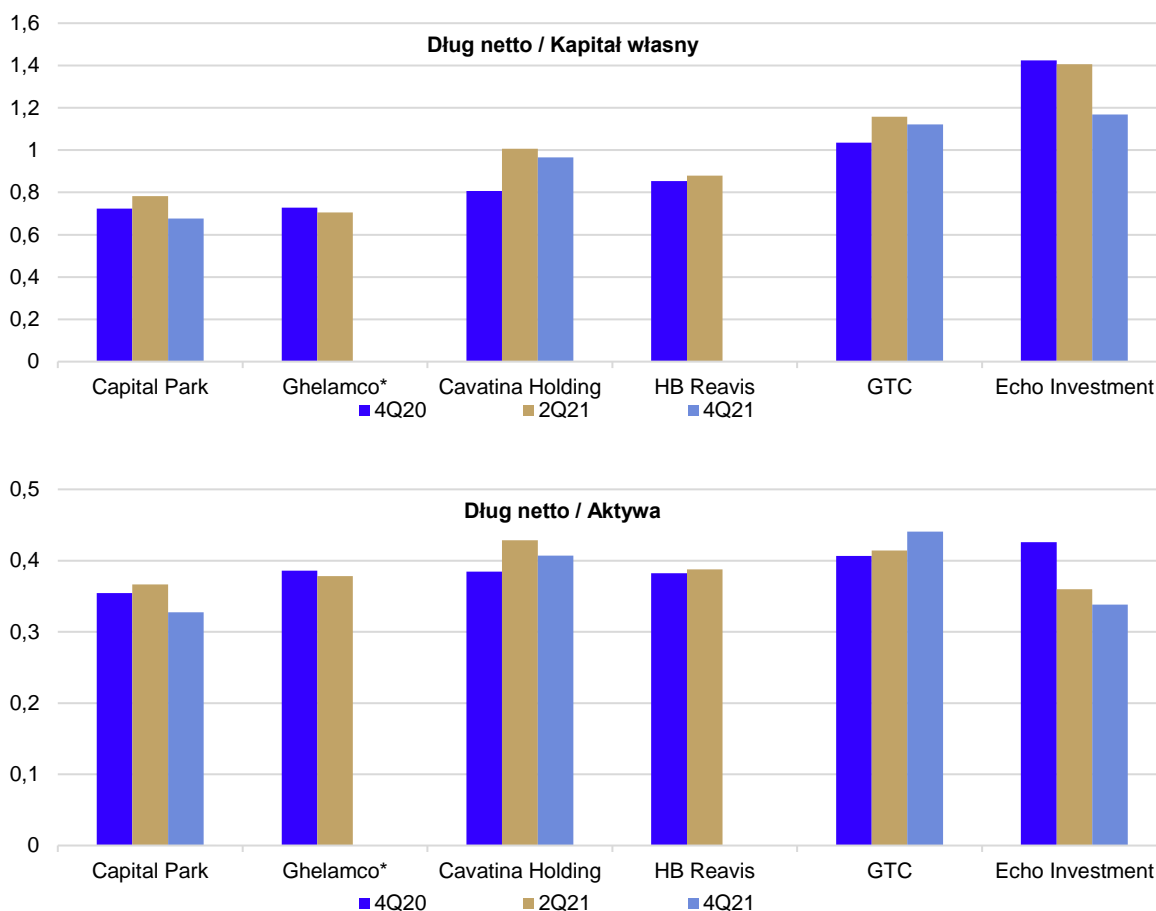
Zadłużenie finansowe na koniec grudnia 2021 wyniosło 1 149 mln zł i było wyższe o 233 mln zł względem poprzedniego kwartału, a o 596 mln zł względem końca 2020 r. W 4Q21 r. Grupa w znacznym stopniu zwiększyła saldo kredytów i pożyczek (+179 mln zł) oraz obliagacji (+56 mln zł) Nominalny wzrost zadłużenia wynika przede wszystkim ze wzrostu skali działalności, spółka realizuje wiele projektów, na które sukcesywnie pozyskuje finansowanie bankowe.

Główną formą finansowania działalności Spółki są kredyty, które odpowiadały za 70% zadłużenia finansowego. Są to przede wszystkim długoterminowe kredyty budowlane/inwestycyjne, których wymagalność przypada po 2026 roku. W strukturze finansowania coraz większy udział stanowią obliagacje, aktualnie odpowiadają one za 11%

zadłużenia finansowego. Docelowo udział obligacji wzrośnie, jednak w dalszym ciągu zdecydowaną większość zadłużenia finansowego będzie stanowił finansowanie bankowe pod poszczególne projekty.

Zadłużenie finansowe długoterminowe na koniec grudnia wyniosło 971 mln zł i stanowiło 85% długu brutto. Zadłużenie wymagalne w terminie do 12 miesięcy wynosiło 178 mln zł. Na koniec okresu sprawozdawczego Spółka posiadała 132 mln zł środków pieniężnych co implikuje wartość długu netto na poziomie 1 017 mln zł (+163 mln zł q/q). Stosunek długu netto do kapitałów własnych na koniec 4Q21 wyniósł 0,97x (vs. 0,87x na koniec 3Q21; 0,81x na koniec 2020 r.).

Wykres: Wskaźniki dług netto/kapitał własny oraz dług netto/aktywa wśród wybranych deweloperów



*dane finansowe gwaranta obligacji – Granabero Holding Ltd

** brak danych finansowych za 4Q21 dla Ghelamco oraz HB Reavis

Dług netto = zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek, obligacji, leasingów (bez wliczania opłat z tytułu użytkowania wieczystego), faktoringu – środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne DM Michael/Ström

Po dniu bilansowym, w styczniu 2022 r., Spółka zawarła umowę kredytu inwestycyjnego na refinansowanie zadłużenia oraz poniesionych nakładów budowlanych w krakowskim projekcie Tischnera Office. Niemiecki NORD/LB pożyczy spółce zależnej 50 mln euro, z czego ok. 34,25 mln EUR trafi na spłatę zadłużenia wobec Alior Banku, a około 15,5 mln EUR zostanie przeznaczony na bieżącą działalność inwestycyjną grupy. W lutym natomiast Spółka pozyskała z publicznej emisji obligacji 40,7 mln zł.

Szacujemy, że ze względu na emisje obligacji i pozyskanie nowych kredytów po dniu bilansowym wskaźnik w kolejnym okresie będzie wyższy. Uważamy, że nominalna wartość zadłużenia finansowego w kolejnych okresach będzie dość szybko rosła ze względu na uruchamianie kolejnych transz pozyskanych już kredytów oraz pozyskiwanie nowego finansowania dla rozpoczętych w ostatnim czasie inwestycji (spółka rozpoczyna budowę z własnego kapitału, kredyty pozyskiwane i uruchamiane są przy odpowiednim poziomie komercjalizacji, przeważnie od ok. 35-40%). Spadek zadłużenia nastąpi w przypadku sprzedaży któregoś z gotowych projektów biurowych.

Aktualnie ok. 50% zadłużenia jest denominowane w walucie innej niż PLN. Spółka zakłada, że struktura walutowa zadłużenia będzie coraz bardziej zmieniać się w stronę większego finansowania w EUR (już od etapu kredytu budowlanego). Zdaniem Spółki stopy procentowe w strefie Euro są niskie i stabilne, a zacieśnianie polityki pieniężnej najprawdopodobniej nastąpi dużo później niż w Polsce. W związku z powyższym finansowanie w EUR wydaje się korzystniejsze niż w PLN i dużo stabilniejsze, biorąc pod uwagę, że 70% finansowania stanowią kredyty o zmiennej stopie. Ponadto zarówno płatność czynszów jak i sprzedaż budynków następuje w EUR, przez co Spółka nie jest narażona na dodatkowe ryzyko walutowe (kredyt będzie splotany bezpośrednio w EUR, nie będzie różnic kursowych). Spółka szacuje średnioważony koszt finansowania na 4-5%. Należy się spodziewać, że aktualnie poziom ten jest wyższy ze względu na wzrost WIBORu, jednak biorąc pod uwagę zmianę struktury walutowej, można zakładać, że potencjalny wzrost stóp procentowych w Polsce będzie miał coraz mniejszy wpływ na wzrost średniego kosztu odsetkowego.

Spółka jest emitentem obligacji notowanych na ASO Catalyst. Charakterystyka obligacji Spółki została przedstawiona poniżej.

Tabela: Charakterystyka obligacji Cavatina Holding S.A. (stan na dzień 26.04.2022 r.)

	E	E1	C	F	F1	P2022A***
<i>nazwa skrócona</i>	CVH0624	CVH1224	nienotowana	nienotowana	nienotowana	CAV0925
<i>wartość emisji (mln zł)</i>	20 000 000	20 500 000	9 484 040*	20 496 000*	56 120 000	40 695 000
<i>nominał</i>	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
<i>oprocentowanie</i>	zmiennie (WIBOR6M)	zmiennie (WIBOR6M)	zmiennie (WIBOR)	stałe 9%	zmiennie (WIBOR 3M)	zmiennie (WIBOR6M)
<i>marża</i>	6,50%	6,50%	x	x	8,00%	6,00%
<i>data wykupu</i>	21.06.2024	22.12.2024	30.06.2022	31.03.2024	19.11.2024	08.09.2025
<i>Zabezpieczenie**</i>	tak	tak	tak	tak	tak	tak
<i>opcja wcześniejszego wykupu</i>	tak	tak	x	x	x	tak

*pozostała wartość nominalna po częściowych wykupach

** - hipoteka do kwoty 150% wartości obligacji - każda seria obligacji zabezpieczonych hipotecznie przewiduje wcześniejsze zwolnienie zabezpieczenia hipotecznego w sytuacji pozyskania finansowania projektowego na realizację inwestycji na gruncie będącym przedmiotem zabezpieczenia

- poręczenie udzielone przez Cavatina sp. z o.o. do kwoty 150% wartości obligacji,

- oświadczenie poręczyciela o poddaniu się egzekucji do kwoty 150% wartości obligacji w formie aktu notarialnego w trybie art. 777 Kodeksu Cywilnego

- przelew wierzytelności z pożyczek na rzecz podmiotów zależnych

***emisja po dniu bilansowym

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM, GPW Catalyst, dane Spółki

Kowenanty wyemitowanych obligacji określają przede wszystkim maksymalny poziom Wskaźnika Zadłużenia Netto (stosunek Zadłużenia Finansowego Netto do Aktywów Netto). Dla serii notowanych maksymalny poziom wskaźnika wynosi 0,6x. Na dzień 31.12.2021 r. wartość wskaźnika wyniosła 0,41x.

Dodatkowo kowenanty obligacji ograniczają poręczyciela w rozporządzeniu wypracowanym zyskiem. Zgodnie z WEO serii E, przed spłatą zobowiązań z tytułu tej serii poręczyciel nie może wypłacić dywidendy przekraczającej 20 mln zł (w okresie kolejnych 12 miesięcy kalendarzowych), analogicznie dla serii E1 jest to 30 mln zł, a P2022A 40 mln zł.

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Niniejszy materiał jest publikacją handlową Michael / Ström Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie

Niniejszy materiał:

- a) nie stanowi rekomendacji w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi;
- b) nie jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego go 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;
- c) nie spełnia standardów rekomendacji inwestycyjnej określonych w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym 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.