



MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLESKI

Cavatina Holding S.A.
Raport kredytowy

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy, w której jednostką dominującą jest Cavatina Holding S.A. (Spółka), po wynikach za 2Q22 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Zgodnie z przygotowanym modelem potencjalnych przepływów pieniężnych, Spółka przy wskazanych założeniach będzie w stanie wykupić wszystkie aktualnie istniejące obligacje w wymaganym terminie. Założenia dotyczące modelu przedstawione są w odpowiednim rozdziale poniżej.
- Po dniu bilansowym Spółka zawarła umowy sprzedaży trzech biurowców: Tischnera Office, Ocean Office Park A oraz Carbon Tower. Cena sprzedaży wyniosła 139,3 mln EUR. Cena sprzedaży była zgodna z uprzednimi wycenami do wartości godziwej.
- Główną przewagą grupy jest realizowanie wysokich marż (w okolicach 30-40%) 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 2Q22 wyniósł 1 384 mln zł i implikował stosunek zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 1,27x.
- Wskaźnik zadłużenia wyliczany dla potrzeb wyemitowanych obligacji na koniec 2Q22 wyniósł 0,5x, wobec kowenantu na poziomie 0,6x. Dług projektowy zaciągnięty na sprzedanych projektach wynosił łącznie ok. 430 mln zł. Po sfinalizowaniu transakcji sprzedaży, dług przypisany do tych projektów został spłacony. Oznacza to, że dług brutto Spółki na koniec 3Q22 prawdopodobnie spadnie, a wskaźnik zadłużenia osiągnie wartość porównywalną do obserwowanej na koniec 2021 r., czyli 0,4x.
- 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 14% zadłużenia finansowego.
- Aktualnie ponad 50% zadłużenia Spółki denominowane jest w EUR. Spółka zakłada, że struktura walutowa zadłużenia będzie opierać się na finansowaniu w EUR (już od etapu kredytu budowlanego). Aktualnie stopa procentowa w strefie euro wynosi 1,25%, podczas gdy w Polsce jest to 6,75%. W związku z powyższym finansowanie w EUR jest obecnie korzystniejsze niż w PLN, biorąc pod uwagę, że większość finansowania stanowią kredyty o zmiennej stopie.

PROJEKTY BIUROWE

Zakończone i sprzedane:

	Diamentum Office	Equal Business Park A-C	Chmielna 89	Carbon Tower	Tischnera Office	Ocean Office Park A
GLA	9 300	49 300	25 200	19 100	33 600	13 000
Cena sprzedaży (tys. PLN)	78 265	432 929	426 000*	189 805	316 404	145 792
NOI (tys. EUR)	1 550	8 850	6 000	3 400	6 100	2 350
Data zakończenia	2Q 2018	4Q 2018	2Q 2020	2Q 2019	4Q 2019	3Q 2021
Data sprzedaży	3Q 2019	2Q 2020	3Q 2020	3Q 2022	3Q 2022	3Q 2022

Zakończone:

	Palio Office Park A	Palio Office Park B	Cavatina Hall A	Equal Business Park D	Global Office Park A1	Global Office Park A2	Global Office Park C
GLA	16 500	7 700	8 100	11 400	27 300	27 900	4 000
NOI (tys. EUR)	2 880	1 350	1 510	2 020	4 800	4 900	650
Wartość bilansowa (tys. PLN)	146 295	61 634	85 278	92 369	253 185	256 565	44 863
Dług projektowy (tys. PLN)	63 458	26 189	59 406	51 182	126 170	126 170	11 666
Status pozyskiwania finansowania	kredyt budowlany	kredyt budowlany	kredyt obrotowy*	kredyt budowlany	kredyt budowlany	kredyt budowlany	kredyt budowlany
Poziom najmu (%)	52%	31%	93%	60%	82%	52%	100%

W budowie:

	Cavatina Hall B	Palio Office Park C	Ocean Office Park B	Ocean Office Park D	Quorum A	Quorum B	Quorum D	WiMa A	WiMa B
GLA	4 800	12 800	28 500	4 700	18 200	51 200	16 300	29 900	1 900
Docelowy NOI (tys. EUR)	820	2 230	5 050	840	3 330	9 370	2 960	5 110	290
Wartość bilansowa (tys. PLN)	6 679	7 644	147 141	10 410	44 465	80 312	147 686	45 589	5 737
Dług projektowy (tys. PLN)	0	0	33 035	0	0	0	59 727	0	0
Budżet inwestycyjny (tys. PLN)*	38 450	107 086	281 200	48 750	175 064	556 486	162 277	258 581	17 586
Status pozyskiwania finansowania	term-sheet	w toku	kredyt budowlany	w toku	w toku	w toku	pożyczka budowlana	w toku	term-sheet
Zaawansowanie budowy (%)	18%	5%	65%	5%	8%	5%	86%	12%	55%
Poziom najmu / przednajmu (%)	61%	0%	34%	100%	0%	0%	54%	0%	100%
Planowana data zakończenia	1Q 2023	3Q 2023	1Q 2023	3Q 2023	4Q 2023	4Q 2024	3Q 2022	4Q 2023	4Q 2022

Planowane:

	Palio Office Park D	Palio Office Park E	Palio Office Park F	Palio Office Park G+H	Quorum E	Kraków Office Park I	Kraków Office Park II	Katowice Office Park I	Katowice Office Park II
GLA	23 400	7 900	8 700	11 600	5 600	39 500	19 000	19 500	26 500
Docelowy NOI (tys. EUR)	4 250	1 430	1 550	2 050	1 020	7 110	3 420	3 450	4 690
Budżet inwestycyjny (tys. PLN)*	195 749	66 108	76 305	100 006	51 460	368 450	174 850	178 925	245 975
Planowana data rozpoczęcia	2Q 2023	3Q 2023	3Q 2023	4Q 2023	2Q 2023	4Q 2023	1Q 2023	4Q 2022	4Q 2022
Planowana data zakończenia	4Q 2024	1Q 2025	1Q 2025	4Q 2024	2Q 2024	4Q 2025	3Q 2024	2Q 2024	2Q 2024

* Budżet inwestycyjny na poziomie SPV (z uwzględnieniem marży GW)

** GLA (Gross Leasable Area) – Powierzchnia najmu brutto

*** Net Operating Income (NOI) w ujęciu rocznym - W przypadku projektów w budowie i planowanych podano wartości NOI zakładające pełne obłożenie każdego z budynków. W przypadku projektów zakończonych podano wartości NOI zakładające skomercjalizowanie pustej powierzchni na warunkach zbliżonych do dotychczas zawartych umów.

Źródło: Dane Spółki

Strategia spółki zakłada przeprowadzenie komercjalizacji powierzchni biurowych, zarządzanie posiadanymi nieruchomościami, a ostatecznie sprzedaż skomercjalizowanych obiektów po otrzymaniu korzystnej oferty. Spółka od początku swojej działalności ukończyła budowę 15 budynków, z czego 8 zostało sprzedanych (149,5 tys. m2 GLA), pozostałe zakończone inwestycje utrzymywane są na bilansie, a Spółka oczekuje na korzystne warunki dla ich sprzedaży, lub dąży do zwiększenia poziomu ich komercjalizacji. W budowie znajduje się obecnie 9 budynków (168,3 tys. m2 GLA). A planowane do rozpoczęcia w 2022 i 2023 r. jest kolejne 10 projektów.

Średni poziom wynajęcia projektów ukończonych, będących w posiadaniu Grupy na dzień zatwierdzenia sprawozdania finansowego wynosi 64%.

W dniu 24 sierpnia 2022 roku spółki zależne, zawarły umowy sprzedaży nieruchomości biurowych, Tischnera Office, Ocean Office Park A oraz Carbon Tower. Cena sprzedaży została obliczona zgodnie z formułą przewidzianą w umowach przedwstępnych i wyniosła 139,3 mln EUR. Cena sprzedaży była zgodna z uprzednimi wycenami do wartości godziwej. Z pozyskanych ze sprzedaży nieruchomości środków spłacone zostało zadłużenie z tytułu posiadanych kredytów przez spółki zależne: Tischnera Office Sp. z o.o., Carbon Tower Sp. z o.o. oraz Cavatina SPV 5 Sp. z o.o. w łącznej kwocie 93,4 mln EUR.

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

	30.06.2022	30.06.2021	31.12.2021	31.12.2020
Przychody z najmu i aranżacji	30 183	18 528	40 445	59 021
Koszty związane z najmem i aranżacjami	-16 814	-9 459	-18 201	-26 070
Wynik z najmu i aranżacji	13 369	9 069	22 244	32 951
Zysk/strata z wyceny i sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych	80 972	108 587	257 261	233 801
Zysk/strata z nieruchomości inwestycyjnych	94 341	117 656	279 505	266 752
Przychody z pozostałych umów z klientami	-	-	35 513	-
Koszty pozostałych umów z klientami	-	-	-24 527	-
Koszty ogólnego zarządu	-23 366	-13 171	-43 265	-21 819
Pozostałe przychody operacyjne	8 118	3 948	10 285	9 116
Pozostałe koszty operacyjne	-6 941	-1 854	-15 516	-7 545
Zysk z działalności operacyjnej	72 152	106 579	241 995	246 504
Przychody finansowe	918	6 027	1 411	3 976
Koszty finansowe	-33 209	-12 910	-38 192	-49 909
Udział w zyskach jednostek współkontrolowanych wycenianych metodą praw własności	8 905	9 313	30 161	-794
Zysk brutto	48 766	109 009	235 375	199 777
Podatek dochodowy	-9 593	-20 497	-45 755	-54 064
Zysk netto z działalności kontynuowanej	39 173	88 512	189 620	145 713

Źródło: Dane Spółki

Spółka wykazała w 1H22 30,2 mln zł przychodów z tytułu najmu i aranżacji, co w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego oznacza wzrost o 63%. Lepszy wynik wynika przede wszystkim z większej ilości wynajmowanej powierzchni biurowej. Grupa w ostatnich 12 miesiącach oddała do użytkowania cztery budynki: Ocean Office Park A (13 tys. m2 GLA; 91% najmu), Global Office Park A1/A2 (55,2 tys. m2 GLA; 67% najmu), Palio Office Park B (7,7 tys. m2 GLA; 31% najmu). Aktualnie (z uwzględnieniem transakcji sprzedaży) portfel ukończonych budynków pozostających na bilansie i generujących przychody z najmu wynosi 102,9 tys. m2 GLA, z czego 64% powierzchni tych budynków jest wynajęte. Aby generować jeszcze wyższe stałe przepływy z działalności musi wzrosnąć poziom wynajęcia gotowych budynków. Należy również zauważyć, że wartość czynszów wzrasta wraz z inflacją w strefie euro. W warunkach wysokiej inflacji NOI sukcesywnie rośnie za sprawą wzrastających czynszów. W kolejnych okresach przełoży się to na wyższe przychody z najmu, a w przypadku sprzedaży budynków na wyższe ceny ich sprzedaży (przy założeniu stałego yieldu).

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 1H22 wyniósł 81 mln zł (w całym 2021 r. było to 257 mln zł). Niższa wartość zysku w pierwszej połowie 2022 jest efektem harmonogramu realizacji projektów. Obecnie w portfelu znajduje się większa liczba projektów ukończonych, dla których znaczna część marży została już rozpoznana w wynikach, a także projekty na wczesnym etapie zaawansowania, które nie są jeszcze wyceniane do wartości godziwej.

Tabela: Rozpoznane marże na projektach inwestycyjnych (30.06.2022)

Projekt	Marża*
Diamentum Office, Wrocław	18%**
Equal Business Park A, B, C, Kraków	16%**
Chmielna 89, Warszawa	49%**
Carbon Tower, Wrocław	41%
Tischnera Office, Kraków	45%
Ocean Office Park A, Kraków	35%
Palio Office Park A, Gdańsk	42%
Palio Office Park B, Gdańsk	29%
Cavatina Hall A, Bielsko-Biała	26%
Equal Business Park D, Kraków	35%
Global Office Park A1, Katowice	31%
Global Office Park A2, Katowice	31%
Global Office Park C, Katowice	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 na projektach ukończonych rozpoznawana jest m.in. wraz ze wzrostem stopnia komercjalizacji. Należy pamiętać jednak, że rzeczywista marża będzie zależeć od ceny sprzedaży danego projektu biurowego.

Na dzień 30.06.2022 średnia marża na ukończonych projektach rozpoznana dotychczas w rachunku wyników wynosiła 35%. Ostateczne marże zrealizowane na sprzedanych biurowcach (Tischnera, Carbon, Ocean A) będą podane w raporcie za 3Q22, jednak prawdopodobnie nie ulegną one zmianie. Cena sprzedaży nieruchomości jest zgodna z uprzednimi wycenami do wartości godziwej. Budynki Carbon Tower oraz Tischnera Office od zakończenia budowy pozostawały na bilansie Spółki stosunkowo długo – ok. 3 lat. Można zakładać, że Spółka skupia się na osiągnięciu korzystnego yieldu na projektach, aniżeli na ich szybkiej sprzedaży.

Koszty ogólnego zarządu w 1H22 wyniosły 23,4 mln zł (w 1H22 wyniosły 13,2 mln zł). Wzrost kosztów ogólnego zarządu można wiązać ze wzrostem skali działalności Spółki, wzrastającymi wynagrodzeniami. Koszty finansowe w 1H22 wyniosły 33 mln zł (z czego blisko 13 mln to ujemne różnice kursowe). W całym 2021 r. było to 38 mln zł.

ANALIZA BILANSU

	30.06.2022	31.12.2021	31.12.2020	% sumy bilansowej 4Q21
Aktywa trwałe razem	2 551 388	2 150 469	1 292 025	89%
Aktywa niematerialne	74	98	151	0%
Wartość firmy	82 425	82 425	82 425	3%
Rzeczowe aktywa trwałe	75 195	70 714	7 555	3%
Nieruchomości inwestycyjne	2 290 741	1 903 852	1 118 426	80%
Inwestycje w jednostkach współkontrolowanych wycenianych metodą praw własności	69 704	60 799	29 013	2%
Pozostałe aktywa finansowe	23 214	26 171	50 016	1%
Pozostałe aktywa niefinansowe	3 524	3 170	3 442	0%
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	6 511	3 240	997	0%
Aktywa obrotowe	304 354	347 700	112 864	11%
Zapasy	77 705	64 203	32 954	3%
Należności z tytułu najmu oraz pozostałe należności	54 636	49 258	29 268	2%
Należności z tytułu podatku dochodowego	150	226	78	0%
Pozostałe aktywa finansowe	43 916	47 606	11 825	2%
Pozostałe aktywa niefinansowe	32 724	54 382	25 290	1%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	95 223	132 025	13 449	3%
SUMA AKTYWÓW	2 855 742	2 498 169	1 404 889	100%
Kapitał własny	1 093 059	1 053 900	669 521	38%
Zobowiązania długoterminowe	1 468 177	1 075 174	534 674	51%
Kredyty i pożyczki	1 149 629	853 449	451 639	40%
Obligacje	208 488	115 774	28 449	7%
Zobowiązania inwestycyjne	19 342	16 574	11 309	1%
Zobowiązania z tytułu leasingu	31 246	32 257	10 861	1%
Pozostałe zobowiązania finansowe	3 338	2 171	1 217	0%
Pozostałe zobowiązania niefinansowe	0	2 177	-	0%
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	56 134	52 772	31 199	2%
Zobowiązania krótkoterminowe	294 506	369 095	200 694	10%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	25 200	15 885	9 790	1%
Kredyty i pożyczki	106 379	127 436	66 984	4%
Obligacje	0	9 793	0	0%
Zobowiązania inwestycyjne	106 442	137 604	102 328	4%
Zobowiązania z tytułu leasingu	2 841	2 631	1 143	0%
Pozostałe zobowiązania finansowe	41 436	40 485	6 487	1%
Pozostałe zobowiązania niefinansowe	8 858	25 912	6 654	0%
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	2 089	1 609	3 156	0%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	1 261	7 740	4 152	0%
Zobowiązania ogółem	1 762 683	1 444 269	735 368	62%
SUMA PASYWÓW	2 855 742	2 498 169	1 404 889	100%

Na koniec 1H 2022 r. suma bilansowa wyniosła 2 856 mln zł (+358 mln zł h/h). Na wzrost sumy aktywów największy wpływ ma rosnący portfel nieruchomości inwestycyjnych. Wartość bilansowa nieruchomości inwestycyjnych to 2 291 mln zł (+387 mln zł h/h). Wzrost wartości nieruchomości inwestycyjnych jest konsekwencją ponoszenia nakładów na realizowane projekty oraz ich wyceny do wartości godziwej. 31% wartości nieruchomości inwestycyjnych stanowią nieruchomości w budowie, 69% to nieruchomości już ukończone. Po dniu bilansowym Spółka sprzedała trzy projekty o łącznej wartości bilansowej 639 mln zł, co stanowiło 28% portfela nieruchomości na dzień 30.06.2022 r.

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 2Q22 wynosiła 70 mln zł. Dodatkowo Cavatina Holding S.A. udzieliła spółce współkontrolowanej pożyczki o wartości bilansowej 23 mln zł (wykazana w pozycji Pozostałe aktywa finansowe).

Aktywa obrotowe na koniec 1H22 stanowiły 11% wartości aktywów i wynosiły 304 mln zł (-43 mln zł h/h). W 1H22 nastąpił spadek salda środków pieniężnych i ekwiwalentów, które na koniec roku wyniosło 95 mln zł (-37 mln zł h/h). 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 1H22 wyniosły 77 mln zł (+14 mln zł h/h), 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 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 końca 2021 r. o 39 mln zł, co wynika z osiągniętego w 1H22 zysku netto. Zobowiązania długoterminowe na dzień 30.06.2022 r. wynosiły 1 468 mln zł (+393 mln zł h/h), z czego obligacje stanowiły 208 mln zł (+93 mln zł h/h), a kredyty i pożyczki 1 150 mln zł (+296 mln zł h/h). Zobowiązania krótkoterminowe wyniosły 295 mln zł (-75 mln zł h/h). Na tę pozycję składało się m. in. 106 mln zł (-21 mln zł h/h) kredytów i pożyczek oraz 106 mln zł zobowiązań inwestycyjnych (zobowiązania z tytułu prac wykonanych przez podwykonawców usług budowlanych oraz dostawców materiałów budowlanych). Na wartość 41 mln zł (+1 mln zł h/h) 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 34 mln zł. Z faktoringu odwrotnego od 2021 roku korzysta spółka generalnego wykonawstwa - Cavatina GW, spółka spona 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

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).

Poniżej przedstawiam podsumowanie modelu potencjalnych przepływów pieniężnych w 3,5-letnim horyzoncie inwestycyjnym (do czasu spłaty ostatniej serii obligacji – seria P2022B,C)

Tabela: Podsumowanie modelu potencjalnych przepływów pieniężnych (w tys. zł)

	30.06.2022	2H 2022	2023	2024	2025
Nakłady inwestycyjne		- 258 240	- 341 320	- 207 246	- 132 451
Kredyty budowlane		- 197 661	409 821	- 141 058	164 052
Przepływ finansowy		- 29 160	- 165 137	- 161 947	- 206 352
SG&A		- 23 000	- 46 000	- 46 000	- 46 000
Sprzedaż		652 000	166 266	621 000	-
Przepływ pieniężny		143 938	23 630	64 749	- 220 751
Skumulowany	95 223	239 161	262 791	327 540	106 789

Źródło: obliczenia własne DM Michael/Ström na podstawie danych Spółki

Założenia do modelu:

Grunty: Spółka nie kupuje nowych gruntów

Podatki: Kwestie podatkowe zostały pominięte.

Sprzedaż:

- Sprzedaż projektów Tischnera Office, Carbon Tower, Ocean Office Park A – wartość transakcji 139,3 mln EUR (ok. 652 mln zł).
- Sprzedaż zapasów do Resi Capital po ich wycenie księgowej na 30.06.2022 r. w pierwszej połowie 2023 r. (przepływ ok. 75 mln zł).
- Sprzedaż 35% udziałów w spółce Cavatina Office sp. z o.o. (Chmielna 89 Warszawa) – łączny przepływ ok. 90 mln zł (wartość bilansowa+zwrot udzielonej pożyczki).
- Sprzedaż budynków Global Office Park A1, A2, C w 2024 r. za ok. 620 mln zł (stopa kapitalizacji 8%).

Obligacje, pożyczki:

- Kredyty obrotowe, faktoringi, leasingi są rolowane.
- Pożyczki, obligacje są spłacane w terminach wymagalności.
- WIBOR = 7%

Projekty:

- Realizacja projektów wg założeń M/S (dłuższy czas budowy dla niektórych projektów, w porównaniu do czasu przyjętego przez Spółkę w przekazywanych raportach). Model uwzględnia projekty zakończone (utrzymywane na bilansie Spółki) oraz projekty w budowie. Projekty nierozpoczęte (planowane) nie są uwzględnione w modelu. Zakładamy częściowe przesuwanie terminów realizacji kolejnych etapów projektów (zależnie od tempa komercjalizacji).
- Finansowanie budowy kredytami obrotowymi pozyskiwanymi przez GW oraz zobowiązaniami handlowymi do momentu pozyskania finansowania bankowego (odpowiedni pre-lease).
- Finansowanie budowy kredytem w wysokości 65% budżetu inwestycyjnego po osiągnięciu odpowiedniego poziomu pre-lease (dla projektów bez przyznanego do tej pory finansowania).
- Konwersja kredytów budowlanych w kredyty inwestycyjne.
- Poziom najmu zapewniający przepływ równoważący ratę kredytu na dany projekt (brak nadwyżek z najmu).
- Marża GW = 20% budżetu inwestycyjnego.

SG&A: 46 mln zł rocznie.

Dywidenda: Brak wypłat dywidend.

Okres: do końca 2025 roku (spłata obligacji serii P2022B,C).

Powyższe podsumowanie pokazuje, że Spółka przy wskazanych założeniach będzie w stanie wykupić wszystkie aktualnie istniejące obligacje w wymaganym terminie.

Należy pamiętać, że model jest prognozą, która nie uwzględnia potencjalnych istotnych zdarzeń, które mogą mieć wpływ na rzeczywiste przepływy pieniężne w kolejnych latach jak np.:

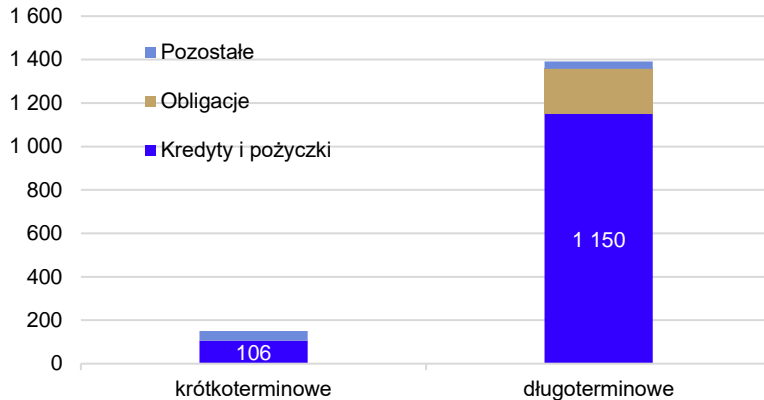
- Przesunięcia terminu realizacji inwestycji,
- Istotny spadek popytu na najem powierzchni biurowej,
- Wzrost kosztów budowy, spadek marży,
- Zwiększanie wymagań banków, a tym samym późniejsze niż założone pozyskiwanie i uruchamianie kredytów,
- Trudności ze sprzedażą nieruchomości po satysfakcjonującej cenie, wzrost stóp kapitalizacji na rynku.

Pozytywnie wpływ na przepływy finansowe mogą mieć natomiast:

- Pozyskanie nowego finansowania obligacyjnego, refinansowanie zadłużenia obligacyjnego,
- Sprzedaż dobrze skomercjalizowanych budynków, spadek stóp kapitalizacji,
- Potencjalna luka podażowa na rynku biurowym,
- Wolniejsze niż zakładane tempo komercjalizacji budynków może mieć pozytywny wpływ na przepływy względem modelu ze względu na mniejsze koszty fit-out

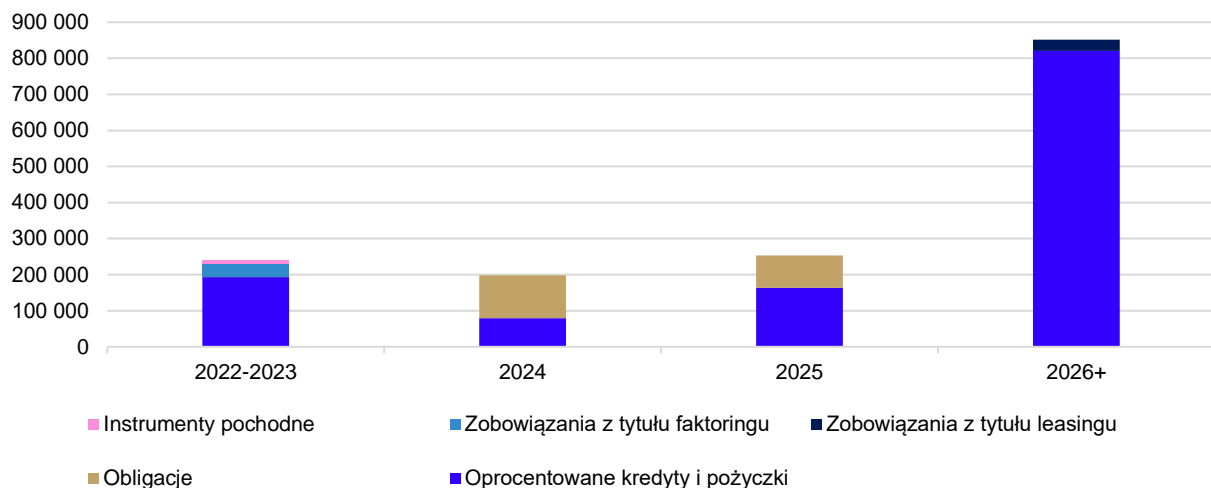
ZADŁUŻENIE

Wykres: Struktura rodzajowa i terminowa zadłużenia finansowego na dzień 30.06.2022 r.



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Wykres: Harmonogram zapadalności zadłużenia finansowego na dzień 30.06.2022 r.*



* w tym ok. 155 mln zł kredytów obrotowych (termin wymagalności w latach 2022-2024), które co do zasady podlegają rolowaniu. Po dniu bilansowym spłacono 430,5 mln zł zadłużenia po sprzedaży nieruchomości oraz 32,3 mln zł pożyczek od podmiotów powiązanych

Źródło: Dane Spółki

Zadłużenie finansowe na koniec czerwca 2022 wyniosło 1 514 mln zł i było wyższe o 365 mln zł względem końca 2021 r. W 1H22 Grupa w znacznym stopniu zwiększyła saldo kredytów i pożyczek (+275 mln zł) oraz obligacji (+83 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 obligacje, aktualnie odpowiadają one za 14% zadłużenia finansowego.

Zadłużenie finansowe długoterminowe na koniec czerwca wyniosło 1 361 mln zł i stanowiło 90% długu brutto. Zadłużenie wymagalne w terminie do 12 miesięcy wyniosło 148 mln zł. Na koniec okresu sprawozdawczego Spółka posiadała 95 mln zł środków pieniężnych co implikuje wartość długu netto na poziomie 1 384 mln zł (+367 mln zł h/h). Stosunek długu netto do kapitałów własnych na koniec 2Q22 wyniósł 1,27x (vs. 0,97x na koniec 2021 r.).

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 30.06.2022 r. wartość wskaźnika wyniosła 0,50x.

Po dniu bilansowym Spółka sprzedała 3 nieruchomości inwestycyjne. Dług projektowy zaciągnięty na tych projektach wynosił łącznie ok. 430 mln zł. Po sfinalizowaniu transakcji sprzedaży dług przypisany do tych projektów został spłacony. Oznacza to, że dług brutto Spółki na koniec 3Q22 prawdopodobnie spadnie, a wskaźnik zadłużenia dług netto/aktywa osiągnie wartość porównywalną do tej obserwowanej na koniec 2021 r., czyli 0,4x. Spłata zadłużenia (głównie kredyty bankowe) po sprzedaży budynków prowadzić będzie do wzrostu udziału zadłużenia z tytułu emisji obligacji w strukturze zadłużenia Spółki. W kolejnych okresach wraz z prawdopodobnym pozyskiwaniem finansowania bankowego dla nowych projektów udział obligacji będzie malał (wartość nominalna kredytów będzie rosła szybciej niż wartość obligacji).

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.

Ponad 50% zadłużenia Spółki denominowane jest w EUR. Spółka zakłada, że struktura walutowa zadłużenia będzie opierać się na finansowaniu w EUR (już od etapu kredytu budowlanego). Zacieśnianie polityki monetarnej w strefie euro postępuje zdecydowanie wolniej niż w Polsce. Aktualnie stopa procentowa w strefie euro wynosi 1,25%, podczas gdy w Polsce jest to 6,75%. W związku z powyższym finansowanie w EUR jest obecnie korzystniejsze niż w PLN, biorąc pod uwagę, że większość 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 spłacany bezpośrednio w EUR, nie będzie różnic kursowych).

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

Tabela: Charakterystyka obligacji Cavatina Holding S.A. (stan na dzień 20.10.2022 r.)

seria	E	E1	F	F1	P2022A	P2022B	P2022C*	EUR01***
nazwa skrócona	CVH0624	CVH1224	nienotowana	nienotowana	CAV0925	CAV1225	CA11225	nienotowana
wartość emisji	20 000 000	20 500 000	20 496 000	56 120 000	40 695 000	40 000 000	20 000 000	2 500 000
nominał	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	100
oprocentowanie	zmienne (WIBOR6M)	zmienne (WIBOR6M)	stałe 9%	zmienne (WIBOR 3M)	zmienne (WIBOR6M)	zmienne (WIBOR6M)	zmienne (WIBOR6M)	zmienne (EURIBOR6M)
marża	6,50%	6,50%	x	8,00%	6,00%	6,00%	6,00%	5,5%
data wykupu	21.06.2024	22.12.2024	31.03.2024	19.11.2024	08.09.2025	30.12.2025	30.12.2025	19.11.2025
Zabezpieczenie**	Poręczenie, 777	Poręczenie, 777	Hipoteka, poręczenie, cesja wierzytelności	Hipoteka, poręczenie, cesja wierzytelności	Poręczenie, 777	Poręczenie, 777	Poręczenie, 777	Poręczenie, 777

*emisja po dniu bilansowym

** - 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

- cesja wierzytelności z pożyczek na rzecz podmiotów zależnych

***emisja w EUR

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 30.06.2022 r. wartość wskaźnika wyniosła 0,50x.

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 MA CHARAKTER OPINII JEGO AUTORA I NIE MOŻE STANOWIĆ PODSTAWY PODJĘCIA DECYZJI INWESTYCYJNEJ, A AUTOR MATERIAŁU NIE PONOSI ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SKUTKI TAKICH DECYZJI PODJĘTYCH NA JEGO PODSTAWIE. MATERIAŁ STANOWI INFORMACJĘ HANDLOWĄ W ROZUMIENIU USTAWY Z DNIA 18 LIPCA 2002 R. O ŚWIADCZENIU USŁUG DROGĄ ELEKTRONICZNĄ (T.J. DZ. U. 2020 R. POZ. 344 Z PÓŻN. ZM.) I ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ MICHAEL/STRÖM DOM MAKLERSKI S. A. (DALEJ „DOM MAKLERSKI”) Z SIEDZIBĄ W WARSZAWIE PRZY AL. JEROZOLIMSKICH 100, 00-807 WARSZAWA, ADRES E-MAIL: KONTAKT@MICHAELSTROM.PL. MATERIAŁ JEST PUBLIKACJĄ HANDLOWĄ W ROZUMIENIU ART. 24 UST. 3 DYREKTYWY PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO RADY 2014/65/UE Z DNIA 15 MAJA 2014 R. W SPRAWIE RYNKÓW INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH ORAZ ZMIENIAJĄCA DYREKTYWĘ 2002/92/WE I DYREKTYWĘ 2011/61/UE (MIFID II). PUBLIKACJA HANDLOWA NIE STANOWI REKOMENDACJI INWESTYCYJNEJ ANI INFORMACJI REKOMENDUJĄCEJ LUB SUGERUJĄCEJ STRATEGIĘ INWESTYCYJNĄ W ROZUMIENIU ROZPORZĄDZENIA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) NR 596/2014 Z DNIA 16 KWIEŚNIA 2014 R. W SPRAWIE NADUŻYĆ NA RYNKU ORAZ UCHYLAJĄCE DYREKTYWĘ 2003/6/WE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY I DYREKTYWY KOMISJI 2003/124/WE, 2003/125/WE I 2004/72/WE ORAZ ROZPORZĄDZENIA DELEGOWANEGO KOMISJI (UE) NR 2016/958 Z DNIA 9 MARCA 2016 R. UZUPEŁNIAJĄCEGO ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) NR 596/2014 W ODNIESIENIU DO REGULACYJNYCH STANDARDÓW TECHNICZNYCH DOTYCZĄCYCH ŚRODKÓW TECHNICZNYCH DO CELÓW OBIEKTYWNEJ PREZENTACJI REKOMENDACJI INWESTYCYJNYCH LUB INNYCH INFORMACJI REKOMENDUJĄCYCH LUB SUGERUJĄCYCH STRATEGIĘ INWESTYCYJNĄ ORAZ UJAWNIANIA INTERESÓW PARTYKULARNYCH LUB WSKAZAŃ KONFLIKTÓW INTERESÓW LUB JAKIEJKOLWIEK INNEJ PORADY, W TYM W ZAKRESIE DORADZTWA INWESTYCYJNEGO, W ROZUMIENIU USTAWY Z DNIA 29 LIPCA 2005 R. O OBROTCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI (T.J. DZ. U. 2022, POZ. 1523 Z PÓŻN. ZM.).

NINIEJSZY MATERIAŁ MA NA CELU PROMOCJĘ USŁUG SWIADCZONYCH PRZEZ DOM MAKLERSKI.

ZEZWOLENIE KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO NR DRK/WL/4020/10/25/107/1/13 Z DNIA 04 CZERWCA 2013 ROKU, NR DRK/WL/4020/13/26/16/107/1 Z DNIA 24 MAJA 2016 ROKU ORAZ DRK/WL/4020/45/18/2017/107/2 Z DNIA 19 GRUDNIA 2017 R.