

Rating közzététel

## **A Scope Ratings GmbH értékelte a magyar ingatlanfejlesztő társaságot, a SunDell Estate Nyrt.-t. A társaság kibocsátói ratingje B besorolást / stabil kilátást kapott.**

A rating minősítést elsősorban a cég mérsékelt eladósodottsága alapozta meg, melyet ellenpontosított a folyamatosan képződő bevételek hiánya és projektjeinek koncentrálttsága.

A ratingre vonatkozó legfrissebb információk, beleértve a rating jelentés és a vonatkozó metodológiai leírás a következő linken elérhető.

### **Rating közzététel**

A Scope Ratings GmbH a SunDell Estate Nyrt.-t B kibocsátói kategóriába, stabil kilátással sorolta be, míg a kibocsátásra kerülő senior fedezetlen kötvényt a B+ kategóriába sorolta be.

### **Rating elemzés**

A rating besorolás visszatükrözi a SunDell kis méretét a szektorális kockázatok vonatkozásában, melyet mérsékel a társaság visszafogott előretekinthető eladósodottsága. Kiemelendő, hogy a rating besorolás azon a feltételezésen alapul, hogy a társaság sikeresen bocsát majd ki egy 10 milliárd Ft értékű, első helyre sorolt szenior fedezetlen kötvényt 2020 Q4-ben, melynek köszönhetően a teljes banki kötelezettsége refinanszírozásra kerül a kibocsátásból befolyó tőke egy részéből.

Hivatkozva a SunDell B- ra minősített üzleti kockázati profiljára és különösen piaci pozíciójára, a társaság jelenleg, a Scope által korrigált módon nagyságrendileg 60 millió euró eszköztömeeggel rendelkező, kizárólag a budapesti lakásfejlesztési piacon aktív, kis méretű ingatlanfejlesztő társaság. Mindemellett a SunDell megnyugtató piaci részesedéssel és láthatósággal rendelkezik a saját core piacán, többek között az elmúlt 5 évben fejlesztett és értékesített 12 milliárd Ft (35 millió euró) értékű projektjeinek köszönhetően. Korlátozott számú projektjei és egy eszközosztályra, nevezetesen a budapesti lakóingatlanok fejlesztésére vonatkozó koncentrálttsága miatt a társaság tevékenységének diverzifikáltsága gyenge. Miközben arra számítunk, hogy a társaság növelni fogja a piaci részesedését ebben a szegmensben, a diverzifikáltsága továbbra is nyomás alatt fogja tartani az üzleti kockázati profilját, legalább is a következő 18 hónapban. Ámbár a társaság azon terve, hogy növelni fogja folyamatos bevételt termelő potenciálját állandóan bérbe adott épület-portfóliójának felépítésével, a hitelkockázatot csökkenti, ezek jelenleg zömmel még nem valósultak meg. A társaság eszközeinek minősége ugyancsak kockázatcsökkentő hatású az üzleti kockázati profil szempontjából. A SunDell a közepes árfekvésű budapesti lakásprojektekre fókuszál. Ezek a projektek aránylag erős keresletnek örvendenek, köszönhetően a megfizethetőségüknek, amelyet támogat a kormányzat többféle, családokat otthonhoz segítő intézkedése is. Emellett a társaság kötvénykibocsátás utáni tőkeszerkezete, mely a kötvény kivételével nem tartalmaz majd hiteladósságot, mindezt egy mérsékelt, (a Scope által korrigált adósság / Scope által korrigált eszközök szerinti) 40%-alatti hitelfedezeti mutató (Loan-to-Value ratio, LTV) mellett, lehetővé teszi a SunDell részére, hogy jobban ellenálljon esetleges piaci áringadozásoknak és/vagy szükség esetén bevételt generáljon a nem eladott készletek bérbeadásából. A társaság jövedelmezősége a projektalapú működésének köszönhetően várhatóan volatilis, de a versenytársakhoz képest átlag felett marad, előremutatóan körülbelül 20% belső megtérülési hányad (internal rate of return) és nagyságrendileg 25% EBITDA margin elérése mellett, a projektek befejezésének időpontjától függően. 2021-re - a kisebb volumenű projekt zárások

miatt - még egy alacsonyabb szintű, körülbelül 13%-os EBITDA margint várunk, mielőtt 2022-től visszatér a 25%-os nagyságrend.

A SunDell pénzügyi kockázati profilja BB besorolást kapott, profitálva abból, hogy a jövőbeni EBITDA lényegesen felülmúlja a kamatfedezettséget, valamint azokból a várakozásokból, hogy a nagyobb volumenű és ezen keresztül aprózottabb projekt-portfólió ill. a fokozatosan erősödő bérbeadott eszközállomány csökkenti majd a cash flow volatilitását. Ezt támogatja a (a Scope által korrigált adósság / Scope által korrigált eszközök alapján) 40% alatti hitelfedezetségi mutató (LTV) melletti mérsékelt eladósodottság a következő két évben. A SunDell pénzügyi kockázati profilja vonatkozásában a hitelkockázatot növeli a tervezett projektekből fakadó cash-flow volatilitása és a folyamatosan képződő bevételek jelenlegi hiánya.

A társaság likviditása megfelelő a mi alap modellünkben. A társaságnak nem lesz lejáró rövid lejáratú pénzügyi adóssága a 10 éves, 10 milliárd Ft kötvény első 30%-os részének törlesztéséig, ami a menedzsment tervei és a mi pénzügyi alapmodellünk szerint 2025-ben várható.

### **Kilátások és minősítést befolyásoló tényezők**

A SunDell kilátása stabil, mely a bővülő jövőbeli projektek tervezett árakon történő sikeres értékesítésén keresztül, a Scope által kalkulált 40% alatti hitelfedezeti mutatóban (loan-to-value, LTV) és a Scope által kalkulált 1,7x feletti kamatfedezetségi mutatóban testesül meg. Ezen kívül a minősítés feltételezi a 10 éves futamidejű, fix kamatozású, senior fedezetlen kötvény 2020-ban történő sikeres kibocsátását.

Felminősítéshez a SunDellnek fenntartható módon tartania kell a Scope alap modell szerinti pénzügyi mutatóit, miközben lényegesen javítania kell üzleti kockázati profilját, például növelnie kell a folyamatosan képződő bevételi pénzáramait.

Leminősítés abban az esetben indokolt, amennyiben a SunDell hitelfedezeti mutatója (loan-to-value, LTV) tartósan 60% fölé emelkedik, vagy a kamatfedezetségi mutatója tartósan 1,7x alá csökken. Ezt a projektek alulteljesítése válthatja ki, például a core budapesti piacon épülő lakóingatlan projektek alacsonyabb árszinten történő értékesítése.

### **Hosszú és rövid távú kötvény rating**

Várakozásaink szerint a SunDell sikeresen kibocsátja 2020-ban a 10 milliárd Ft összegű, senior fedezetlen kötvényt és a befolyó forrásból refinanszírozza a teljes fennálló, nagyságrendileg 2,6 milliárd Ft mértékű banki hitelállományát. A 10 éves fix kamatozású értékpapír amortizációs ütemterve szerint a visszafizetés három tranche-ban valósul meg a következők szerint: 30% 2025. év végén, 30% 2027. év végén illetve 40% 2030 év végén. A kibocsátásból befolyó tőke banki hitelek törlesztésére (2,6 milliárd Ft) valamint új fejlesztési projektek finanszírozására (7,4 milliárd Ft) kerül felhasználásra. Az alapmodellünk szerinti pénzügyi terv alapján a cég a következő két évben nem vállal további fedezett, vagy fedezetlen külső pénzügyi adósságot, ennek megfelelően a 10 milliárd Ft senior fedezetlen kötvényben testesül meg a társaság teljes pénzügyi kötelezettségállománya a jövőben.

Feltételeztünk egy hipotetikus fizetéseképtelenségi scenáriót 2022-ben, ésszerű módon csökkentve a társaság eszközeinek értékét. Várakozásunk szerint, ebben a likvidációs scenárióban a fedezettel nem rendelkező hitelezők részére kiváló megtérülési hányad képződik, lehetővé téve a kibocsátói kötvény minősítésének két fokozattal (notch) történő emelését. Azonban a tőkeszerkezet lehetséges változásainak fennálló kockázata miatt, végül csak az egy-fokozattal (notch) való emelés mellett döntöttünk. Ezen kockázatok lehetnek pl. ha fedezett kötelezettségek a senior fedezetlen pénzügyi kötelezettségek elé rangsorolódnak ill. a megtérülési ráta magas érzékenysége, amely a tervezett vevői előlegekre vonatkozik az elkészült és a még folyamatban lévő ingatlanfejlesztéseknél.

Mindezek együttthatójaként az első helyre sorolt, szenior fedezetlen kötvény minősítése a B+ kategóriába került.

**Stressz teszt**

- stressz teszt nem került elvégzésre

**Cash flow elemzés**

- A Scope a sztenderd cash flow elemzését végezte a cég adatain