



MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLEPSKI

Develia S.A.
Raport kredytowy

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy, w której jednostką dominującą jest Develia S.A. (Spółka), po wynikach za 3Q22 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.
- Na koniec 3Q22 Spółka miała w ofercie 3132 lokali, z czego w budowie znajdowało się 1761 mieszkań (dla pozostałych projektów jeszcze nie rozpoczęto budowy). Oferta mieszkań istotnie wzrosła względem końca roku, gdzie wynosiła 1531 lokali.
- Na koniec 3Q22 spółka miała 2733 mieszkań sprzedanych, a nieprzekazanych. Dla projektów, których przekazania planowane są na 2022 r. sprzedanych jest 95% mieszkań (1539). Spółka szacuje potencjał do przekazania 1950-2050 mieszkań w całym 2022 r. Dla projektów, których zakończenie budowy planowane jest na 2023 sprzedane są 963 mieszkania (50%).
- Bank ziemi na koniec 3Q22 wynosił niespełna 8000 mieszkań. Posiadany bank ziemi odpowiada ok. 4-5 letniemu poziomowi kontraktacji (przy założeniu utrzymania skali działalności).
- Obecny portfel nieruchomości inwestycyjnych składa się z dwóch projektów: Centrum handlowe Arkady Wrocławskie, Biurowiec Wola Retro. Zgodnie z nową strategią, Spółka planuje skoncentrować się na segmencie mieszkaniowym i istotnie zmniejszyć zaangażowanie kapitałowe w segmencie biurowym i handlowym. Dla Arkad Wrocławskich Spółka zawarła w lutym 2022 r. list intencyjny w sprawie potencjalnej sprzedaży nieruchomości.
- W maju 2022 Spółka zdecydowała o wypłacie dywidendy w łącznej wysokości 201 mln zł. 117,6 mln zł zostało wypłacone w ramach podziału zysku za rok obrotowy 2021, a 83,8 mln zł zostało przeniesione z kapitału rezerwowego utworzonego z zysku roku 2019.
- Dług netto na koniec września 2022 r. wyniósł 206 mln zł (-165 mln zł względem 2021 r.), w związku z czym stosunek długu netto do kapitałów własnych wyniósł 0,16x. Wskaźnik DN/KW Develii na koniec 3Q22 spadł względem końca roku, gdzie wynosił 0,27x. Wskaźnik dn/kw dla Spółki utrzymuje się na bezpiecznym poziomie, biorąc pod uwagę limit (kovenant obligacji) wskaźnika zadłużenia na poziomie 1,2x.
- Główną formą finansowania działalności Spółki są obligacje, które na koniec 3Q22 odpowiadały za 64% zadłużenia finansowego. Pozostała część to zadłużenie bankowe, związane przede wszystkim z segmentem komercyjnym.

OPIS

Develia S.A. (dawniej LC Corp.) jest deweloperem prowadzącym działalność na polskim rynku nieruchomości od 2006 r. Grupa realizuje inwestycje mieszkaniowe oraz komercyjne w Warszawie, Krakowie, Gdańsku, Łodzi i Katowicach. Aktualna strategia Spółki zakłada zwiększanie skali działalności w sektorze mieszkaniowym przy równoczesnym zmniejszaniu zaangażowania w segmencie biurowym.

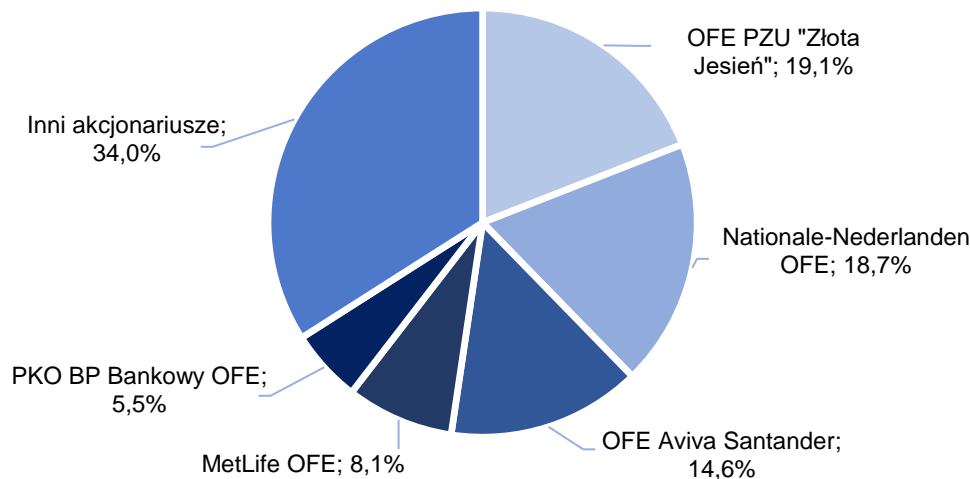
Od początku działalności w segmencie mieszkaniowym Spółka zrealizowała ponad 100 etapów projektów deweloperskich (ponad 14 tys. lokali) o łącznej powierzchni użytkowej wynoszącej ok. 800 tys. m².

W segmencie komercyjnym Grupa zrealizowała 6 obiektów w Warszawie, Wrocławiu i Katowicach, wśród nich m.in. obiekt wielofunkcyjny Sky Tower, centrum handlowe Arkady Wrocławskie oraz biurowiec Wola Retro. Łączna powierzchnia obiektów wybudowanych w ramach segmentu komercyjnego to ponad 200 tys. m² GLA.

Akcje spółki są notowane na GPW od 2007 r.. W 2019 roku Spółka zdecydowała o zmianie nazwy na obecną, tym samym odcinając się wizerunkowo od wieloletniego większościowego akcjonariusza - Leszka Czarneckiego, który w 2017 r. zbył wszystkie posiadane bezpośrednio i pośrednio akcje Spółki. Na dzień 01.07.2022 w strukturze akcjonariatu dominowały Otwarte Fundusze Emerytalne. Pięć z nich przekroczyło próg 5% całkowitej liczby akcji.

Spółka jest także aktywnym uczestnikiem rynku Catalyst. Do tej pory Develia wyemitowała 1 045 mln zł obligacji.

Wykres: Struktura akcjonariatu Develia S.A.

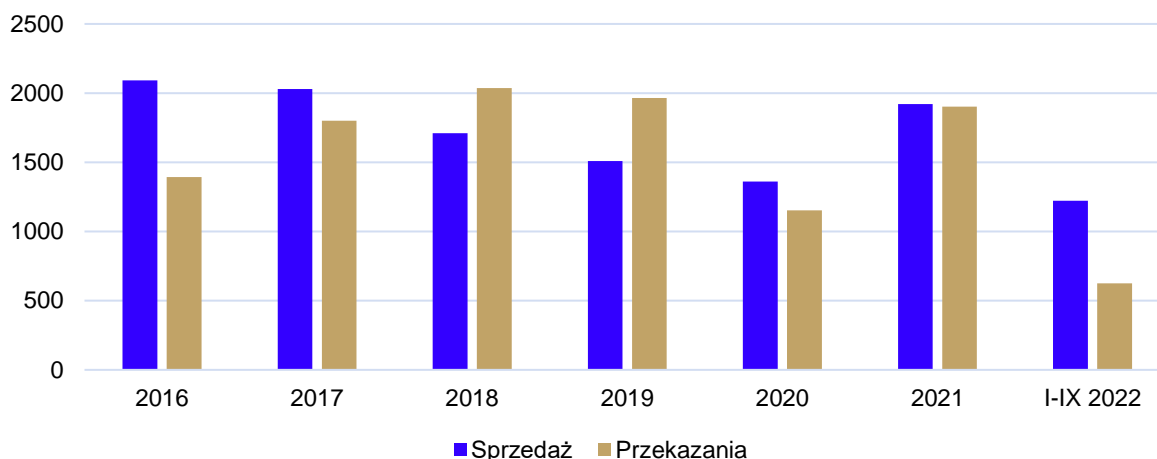


Źródło: Dane Spółki

SEGMENT MIESZKANIOWY

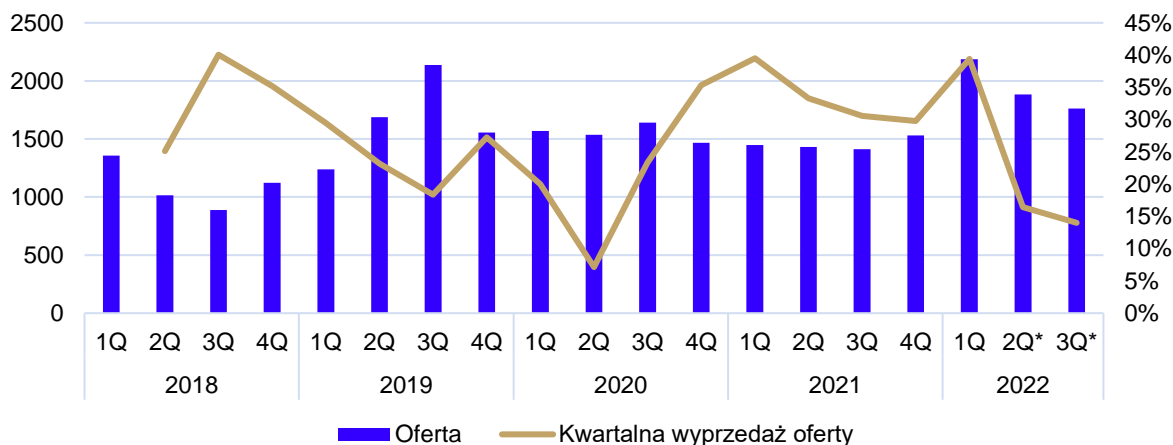
Strategia działalności Spółka zakłada dalszy rozwój w sektorze mieszkaniowym, przede wszystkim poprzez realizację projektów wieloetapowych, które będą przynosić przychody w długim okresie. Większość inwestycji Spółki stanowią projekty w sektorze popularnym. W kolejnych latach Spółka chce skupić większość zasobów na rozwoju szeroko pojętego rynku mieszkaniowego, kosztem segmentu komercyjnego.

Wykres: Historyczna sprzedaż i przekazania Develia S.A.



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Wykres: Historyczna oferta i kwartalna wyprzedaż oferty Develia S.A.



*projekty z rozpoczętą budową i zrealizowane (nie uwzględnia projektów w ofercie bez rozpoczętej budowy)

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Dotychczas w 2022 roku Spółka sprzedała 1225 lokali, natomiast w całym 2021 r. i 2020 r. było to odpowiednio 1921 i 1361 mieszkań. Pod względem sprzedaży najlepiej wypadł 1Q22, w którym sprzedano 603 mieszkania. W kolejnych kwartałach widoczny jest stopniowy spadek sprzedaży. W 3Q22 sprzedano 261 lokali. Spółka zapowiada jednak, że wyznaczony cel sprzedaży, który wynosi 1600 mieszkań może zostać zrealizowany. Zgodnie z przekazywanymi informacjami Spółka ma podpisane 107 umów rezerwacyjnych, które na przełomie

listopada/grudnia mogą być konwertowane w umowy deweloperskie. Należy zauważyć, że Spółka planowała w 2022 r. zwiększenie skali działalności i tym samym poziomu sprzedaży mieszkań. Pierwotny plan zakładał sprzedaż ok. 2300 mieszkań, jednak ze względu na sytuację ekonomiczną został skorygowany w dół o ok. 30%.

Tempo sprzedaży mieszkań jest w głównej mierze determinowane rosnącymi stopami procentowymi, wzrostem inflacji oraz sytuacją zbrojną na Ukrainie. Wzrost stóp procentowych, prowadzący m. in. do zmniejszenia zdolności kredytowej potencjalnych klientów oraz wzrostu kosztów obsługi kredytu ma negatywny wpływ na liczbę sprzedanych mieszkań (spadek sprzedaży r/r widoczny jest w raportach większości deweloperów mieszkaniowych).

Pod względem liczby sprzedanych mieszkań w 2022 roku Develia plasuje się w czołowej piątce deweloperów w Polsce. Raportowana sprzedaż mieszkań w 2022 r. wśród największych notowanych na GPW i Catalyst deweloperów spadła w porównaniu do analogicznego okresu z roku poprzedniego o średnio 35%. Develia w tym okresie zanotowała 18% spadek sprzedaży, co jest jednym z najniższych procentowych spadków na rynku deweloperskim.

Aktualnie większość zakupów mieszkań stanowią zakupy gotówkowe. Spółka zauważa, że zdecydowanie lepiej sprzedają się obecnie mieszkania już gotowe, niż te w realizacji, dzięki czemu na bilansie Spółki nie ma dużej liczby ukończonych, niesprzedanych mieszkań. W poprzednich latach popyt na mieszkania był wysoki, co wiązało się z tym, że większość mieszkań była wykupowana już na etapie rozpoczęcia budowy. W przypadku utrzymującego się niższego popytu można oczekiwać, że część mieszkań w inwestycjach już wybudowanych będzie niesprzedana i utrzymywana na bilansie jako produkty gotowe, a oferta mieszkań względnie wysoka.

Tabela: Projekty mieszkaniowe w realizacji i planowane (stan na dzień 30.09.2022 r.)

Miasto	Oferta	Bank gruntów
Warszawa	994	2557
Wrocław	500	1072
Kraków	719	2429
Gdańsk	760	1037
Łódź	0	275
Katowice	159	562
RAZEM	3132	7932

Źródło: Dane Spółki

Na koniec 3Q22 Spółka miała w ofercie 3132 lokali, z czego w budowie znajdowało się 1761 mieszkań (dla pozostałych projektów jeszcze nie rozpoczęto budowy). Oferta mieszkań jest zdywersyfikowana geograficznie, najwięcej lokali na sprzedaż znajduje się w Warszawie (994). Oferta mieszkań istotnie wzrosła względem końca roku, gdzie wynosiła 1531 lokali. W ciągu 2022 r. do oferty wprowadzono 2824 mieszkania (w tym według stanu na 30.09.2022 dla 1380 lokali budowa jeszcze nie rozpoczęła się). Średnia kwartalna wyprzedaż oferty Spółki w latach 2018-2021 wyniosła 28%. W 3Q22 stosunek sprzedanych mieszkań do oferty z początku okresu (tylko projekty z rozpoczętą budową i zrealizowane) wyniósł 14%. Wytlumaczeniem tego jest niższa sprzedaż w 3Q22.

Na koniec 3Q22 spółka miała 2733 mieszkań sprzedanych, a nieprzekazanych. Dla projektów, których przekazania planowane są na 2022 r. sprzedanych jest 95% mieszkań (1539). Spółka szacuje potencjał do przekazania 1950-2050 mieszkań w całym 2022 r. Dla projektów, których zakończenie budowy planowane jest na 2023 sprzedane są 963 mieszkania (50%).

Bank ziemi na koniec 3Q22 wynosił niespełna 8000 mieszkań. Są to grunty w sześciu polskich miastach. Najwięcej lokali planowanych do realizacji jest w Warszawie (2557; 32% udział) oraz Krakowie (2429; 31% udział). Posiadany bank ziemi odpowiada ok. 4-5 letniemu poziomowi kontraktacji (przy założeniu utrzymania skali działalności). Celem Spółki jest utrzymywanie banku ziemi na porównywalnym poziomie, odpowiadającemu 4-5 letniemu docelowemu poziomowi sprzedaży. W związku z powyższym Spółka będzie stopniowo odbudowywać bank ziemi wraz z wprowadzaniem nowych projektów do oferty. Nie będą to jednak tak duże wydatki jak w 2021 r. gdzie Develia nabyła grunty o łącznym PUM 266 tys. m². Dodatkowo Develia zawarła umowę JV z Grupą Lar dotyczącą wspólnej realizacji 3 inwestycji mieszkaniowych w Warszawie. Łącznie jest to ponad 600 lokali. Umowa JV weszła w życie 20.10.2021 r.. Zaangażowanie kapitałowe Develii wyniesie 100 mln zł i będzie stanowiło 80% kapitału spółki JV.

W 2022 r. Spółka nabyła/wygrała przetargi na grunty o łącznym PUM 27 tys. m². Wydaje się, że apetyt Spółki na nowe grunty jest zaspokojony, a ewentualne powiększanie banku ziemi będzie miało charakter okazyjny.

NIERUCHOMOŚCI INWESTYCYJNE

W segmencie komercyjnym Grupa zrealizowała 6 obiektów w Warszawie, Wrocławiu i Katowicach, wśród nich m.in. obiekt wielofunkcyjny Sky Tower, centrum handlowe Arkady Wrocławskie oraz stołeczny biurowiec Wola Retro. Łączna powierzchnia obiektów wybudowanych w ramach segmentu komercyjnego to ponad 200 tys. m² GLA.

Zgodnie z nową strategią, Spółka planuje skoncentrować się na segmencie mieszkaniowym i istotnie zmniejszyć zaangażowanie kapitałowe w segmencie biurowym i handlowym. Nowa strategia Spółki dopuszcza dalszą realizację projektów mixed-use, które będą wspierały komponent mieszkaniowy, oraz projektów magazynowych.

Tabela: Charakterystyka nieruchomości inwestycyjnych Develia S.A.

	Arkady Wrocławskie	Wola Retro
Powierzchnia najmu (m²)	38 442	25 601
Poziom wynajęcia	94%	86%
Wartość nieruchomości (wycena bilansowa) w PLN	202 805 000	356 908 000
Stopa kapitalizacji	8,75%	6%
Saldo kredytu (w PLN)	57 605 000	138 202 000
Wskaźnik LTV	28%	39%
NOI (w PLN)*	6 400 000	12 800 000
Status	zawarcie listu intencyjnego w lutym 2022r., kontynuowanie negocjacji	planowana sprzedaż w 2023 r.

*NOI w okresie 1-3Q 2022

**kurs EURPLN z dnia 22.11.2022: 4,7075

NOI – Dochód operacyjny netto – dochód brutto w okresie, pomniejszony o wydatki operacyjne, ale bez uwzględniania podatku dochodowego, kosztów kredytu oraz aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych.

WALT – średni ważony okres zawartych umów najmu

Źródło: Dane Spółki, opracowanie własne DM Michael/Ström

Obecny portfel nieruchomości inwestycyjnych składa się z dwóch projektów: Centrum handlowe Arkady Wrocławskie, Biurowiec Wola Retro. Są to projekty dobrze skomercjalizowane, mają niski poziom zadłużenia.

Dla Arkad Wrocławskich Spółka zawarła w lutym 2022 r. list intencyjny w sprawie potencjalnej sprzedaży nieruchomości. Pierwotnie podpisanie umowy przyrzeczonej zaplanowano na datę nie późniejszą niż 30 września 2022 r., jednak Spółka poinformowała, że negocjacje są w dalszym ciągu są kontynuowane, a podpisanie umowy przyrzeczonej może nastąpić do dnia 31 grudnia 2022 r. W przypadku sprzedaży nieruchomości, przy założeniu sprzedaży nieruchomości po wycenie bilansowej i spłaty zadłużenia projektowego, Spółka może uwolnić ok. 145 mln zł środków pieniężnych.

Spółka dąży również do sprzedaży drugiego projektu (Wola Retro) w 2023 r. Przy założeniu sprzedaży nieruchomości po wycenie bilansowej i spłaty zadłużenia projektowego, Spółka może uwolnić z tego projektu ok. 220 mln zł środków pieniężnych.

W marcu 2022 r. Spółka sfinalizowała transakcję sprzedaży posiadanych udziałów (79,55%) we wrocławskim Sky Tower za cenę 84,3 mln euro netto. Dług projektowy wynosił ok. 42 mln EUR. Po spłacie kredytu do dyspozycji Spółki pozostało ok. 170 mln zł. Kwota ta została wykorzystana na wypłatę dywidendy oraz dalszy rozwój działalności w sektorze mieszkaniowym.

Grupa posiada również dwa grunty inwestycyjne:

- Malin - o powierzchni 169 ha. Develia w październiku 2022 r. zawarła z Hillwood Malin Development Logistics umowę JV dotyczącą realizacji parku logistycznego. Szacowany przychód ze sprzedaży nieruchomości to ok. 34,7 mln EUR. Zaangażowanie Spółki w umowie JV wynosi 25% (zaangażowanie Develii będzie wiązało się ze sprzedażą gruntu inwestycyjnego do JV. Planowana łączna wartość całego projektu przekroczy 1,5 mld PLN a zakończenie całej inwestycji planowane jest w ciągu 6 lat od zmiany przeznaczenia nieruchomości.
- Kolejowa – o powierzchni 5 428 m². Spółka planuje uzyskać PnB na budynek biurowy i hotelowy w 4Q22. Na działce mogą powstać dwa niezależne budynki z możliwością sprzedaży każdego osobno.

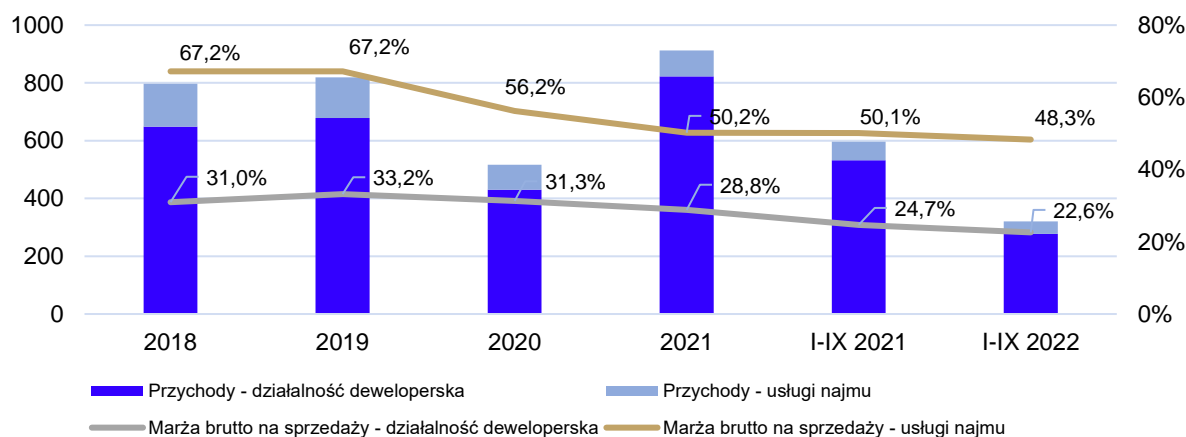
REALIZOWANE MARŻE

Tabela: Rachunek zysków i strat

	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Przychody ze sprzedaży	517 114	911 934	596 332	320 297
Przychody ze sprzedaży usług	86 972	88 896	64 052	42 665
Przychody ze sprzedaży towarów i produktów	430 142	823 038	532 280	277 632
Koszt własny sprzedaży	-333 496	-630 666	-432 968	-236 839
Zysk/(Strata) brutto ze sprzedaży	183 618	281 268	163 364	83 458
Zysk/(Strata) z nieruchomości inwestycyjnych	-213 478	-53 558	-6 095	42 345
Odpisy aktualizujące wartość zapasów	0	56 841	0	0
Koszt sprzedaży i dystrybucji	-14 275	-19 307	-13 869	-16 669
Koszty ogólnego zarządu	-28 996	-46 540	-26 905	-37 867
Pozostałe przychody operacyjne	5 174	7 171	4 473	9 064
Pozostałe koszty operacyjne	-4 465	-6 066	-3 234	-5 665
Zysk/(Strata) z działalności operacyjnej	-72 422	219 809	117 734	74 666
Przychody finansowe	2 320	1 656	587	6 471
Koszty finansowe	-64 371	-18 699	-14 402	-30 163
Udział w zyskach (stratach) jednostek ujmowanych metodą praw własności	0	-1 069	-3	-615
Zysk/(Strata) brutto	-134 473	201 697	103 916	50 359
Podatek dochodowy (obciążenie podatkowe)	-4 327	-47 751	-19 144	152
Zysk/(Strata) netto	-138 800	153 946	84 772	50 511

Źródło: Dane Spółki, opracowanie własne DM Michael/Ström

Wykres: Przychody (mln zł) i realizowana marża brutto na sprzedaży Develia S.A.



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Przychody ze sprzedaży w okresie 1Q-3Q 2022 r. wyniosły 320 mln zł.

Przychody z tytułu usług najmu w pierwszych trzech kwartałach 2022 wyniosły 42,5 mln zł (-34% r/r). Spadek przychodów związany jest ze sprzedażą udziałów w Sky Tower (w marcu 2022 r.). W przypadku sprzedaży kolejnych nieruchomości z portfela przychody z tego segmentu mogą w dalszym ciągu spadać.

Działalność deweloperska w tym okresie wypracowała 278 mln zł przychodów (-48% r/r). Niższy poziom przychodów wynika z małej liczby przekazanych mieszkań w badanym okresie. Od początku roku Spółka przekazała 626 mieszkań wobec 1279 w tym samym okresie rok wcześniej. Harmonogram realizowanych projektów zakłada jednak zakończenie budowy i przekazanie ok. 1400 mieszkań w samym 4Q22 (95% z mieszkań planowanych do ukończenia do końca 2022 r. jest sprzedanych). Oznacza to, że większość przychodów Spółki zostanie rozpoznana dopiero w 4Q22 i sumarycznie w całym 2022 r. mogą być one wyższe niż w 2021 r. Zarząd zapowiada, że projekty przekazywane w 4Q22 będą bardziej zyskowne (w porównaniu do projektów oddanych w pierwszej części roku), a marża na sprzedaży segmentu deweloperskiego w całym 2022 może wynieść ok. 30%. Jeżeli tak się stanie będzie to oznaczać utrzymanie marży na poziomie średniej z lat poprzednich, co należy ocenić pozytywnie w kontekście obecnej sytuacji rynkowej.

Wydaje się, że w kolejnych okresach realizowana marża na sprzedaży może spadać (dotyczy to całego rynku mieszkaniowego). Jednym z powodów dobrych wyników sektora był względnie niski koszt gruntów. W poprzednim roku ceny gruntów dynamicznie rosły, głównie za sprawą ich coraz mniejszej dostępności. W tym okresie Spółka poczyniła duże zakupy działek (266 tys. m² PUM w 2021 r.). Dla nowych projektów koszt gruntu za m² jest prawdopodobnie dużo wyższy niż dla gruntów kupionych w latach poprzednich. Dodatkowo dochodzą rosnące koszty finansowania projektów. Wydaje się, że wzrost kosztów deweloperów nie będzie w pełni rekompensowany wzrostami cen mieszkań, co będzie miało odzwierciedlenie w realizowanych marżach.

Zysk z nieruchomości inwestycyjnych w 2022 r. wyniósł 42 mln zł (zmiana wyceny nieruchomości i zmiana kursu EUR/PLN). Koszty SG&A od początku roku wyniosły 54,5 mln zł (w całym 2021 r. było to 66 mln zł). Koszty finansowe w tym okresie wyniosły 30 mln zł (+16 mln zł r/r). Wzrost kosztów finansowych wynika głównie z ujemnych niezrealizowanych różnic kursowych od kredytów walutowych i wzrostu stóp procentowych. Zysk netto Grupy do 3Q22 wyniósł 50,5 mln zł. W 4Q22 Spółka planuje przekazać dużą liczbę mieszkań, co będzie odzwierciedlone dopiero w wyniku finansowym za cały 2022 r.

W maju 2022 Spółka zdecydowała o wypłacie dywidendy w łącznej wysokości 201 mln zł. 117,6 mln zł zostało wypłacone w ramach podziału zysku za rok obrotowy 2021, a 83,8 mln zł zostało przeniesione z kapitału rezerwowego utworzonego z zysku roku 2019 (zysk z 2019 r. w kwocie 100,2 mln zł został przeznaczony na kapitał rezerwowy z przeznaczeniem na wypłatę dywidend w przyszłości).

POTENCJAŁ DO GENEROWANIA PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH

Poniżej przedstawiam podsumowanie modelu potencjalnych przepływów pieniężnych w 3,25-letnim horyzoncie czasowym (do końca 2025 r.)

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

	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Wpływy ze sprzedaży mieszkań		178 765	831 124	921 853	939 246
Wydatki na budowę		- 189 199	- 775 541	- 560 131	- 551 063
Wpływy z sektora komercyjnego		7 500	225 300	366 900	-
Zakupy gruntów		-	- 120 000	- 120 000	- 150 000
SG&A		- 18 250	- 73 000	- 73 000	- 73 000
Przepływ finansowy		- 47 595	- 183 852	- 223 091	56 644
Łączny przepływ pieniężny		- 68 779	- 95 969	312 530	221 826
Stan środków pieniężnych i innych płynnych aktywów	408 972	340 193	244 225	556 755	778 582

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

Założenia do modelu:

Podatki: Kwestie podatkowe zostały pominięte.

Sprzedaż:

- Utrzymanie sprzedaży w latach 2023-2024 na poziomie 1600 mieszkań, w 2025 r. wzrost sprzedaży do 2000 mieszkań.
- Średnia wartość sprzedawanego lokalu równa 532 tys. zł (średnia wielkość mieszkania 56m², średnia cena za m² 9,5 tys. zł)
- Sprzedaż Arkad Wrocławskich w 1H22 oraz Wola Retro w 1H23 – po wycenie bilansowej.

Oferta:

- Oferta mieszkań (z rozpoczętą budową) na poziomie 1800-2250.
- Zakup gruntów umożliwiający utrzymanie obecnego banku ziemi (ok. 8000 mieszkań) – odtwarzanie banku ziemi zgodnie z wolumenem sprzedaży mieszkań.

Marże, koszty:

- Średnia marża brutto na sprzedaży: 25%.
- Udział kosztu gruntu: 20%.
- Dotychczas poniesiony koszt budowy projektów w realizacji: średnio 55%.
- Średni czas budowy pojedynczego etapu projektu: 1,5 roku.
- Koszty SG&A: 73 mln zł rocznie.
- Zakładam brak dalszych nakładów na sektor komercyjny.

Obligacje, pożyczki:

- Spłata kredytów zgodnie z terminami wymagalności oraz po sprzedaży budynków.
- Spłata obligacji w terminie wymagalności.
- WIBOR = 7%.
- Finansowanie zakupów nowych gruntów w 50% nowym długiem.

Dywidenda: Brak wypłat dywidend.

Okres: do końca 2025 roku.

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 może nie uwzględniać innych potencjalnych istotnych zdarzeń, które mogą mieć wpływ na rzeczywiste przepływy pieniężne w kolejnych latach (przyjęte założenia opisano powyżej).

ANALIZA BILANSU

Tabela: Bilans Develia S.A. (skrótowy)

w tys. zł	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022	% sumy bilansowej
Aktywa trwałe	1 053 680	525 450	609 513	19%
Inwestycje we wspólnych przedsięwzięciach wycenianych metodą praw własności	0	55 122	85 503	3%
Nieruchomości inwestycyjne	1 016 745	451 660	487 900	15%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	21 933	10 052	27 510	1%
Aktywa obrotowe	1 762 561	2 155 860	2 391 934	74%
Zapasy	1 245 976	1 569 632	1 948 829	61%
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	23 180	97 286	23 491	1%
Krótkoterminowe papiery wartościowe	20 013	27 053	25 240	1%
Pozostałe aktywa finansowe	88 005	118 539	120 107	4%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	377 036	332 754	263 625	8%
Aktywa trwałe zaklasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży	0	568 530	217 314	7%
Aktywa razem	2 816 241	3 249 840	3 218 761	100%
Kapitał własny	1 317 788	1 400 409	1 256 929	39%
Zobowiązania długoterminowe	661 756	574 475	533 193	17%
Długoterminowe zobowiązania z tytułu kredytów i obligacji	599 217	497 850	451 425	14%
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	18 898	17 618	17 874	1%
Rezerwy	7 938	6 217	14 119	0%
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	34 622	47 934	45 969	1%
Zobowiązania krótkoterminowe	836 697	1 260 673	1 414 367	44%
Krótkoterminowe zobowiązania z tytułu kredytów i obligacji	168 072	350 759	163 308	5%
Krótkoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	50 954	75 150	76 732	2%
Krótkoterminowe zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	96 916	245 829	190 957	6%
Rezerwy	6 206	6 007	8 924	0%
Bierne rozliczenia międzyokresowe kosztów oraz przychody przyszłych okresów	463 951	578 100	973 257	30%
Zobowiązania dotyczące aktywów trwałych zaklasyfikowanych jako przeznaczone do sprzedaży	0	14 283	14 272	0%
Pasywa razem	2 816 241	3 249 840	3 218 761	100%

Źródło: Dane Spółki, opracowanie własne DM Michael/Ström

Na koniec 3Q 2022 r. suma bilansowa wyniosła 3 219 mln zł (-31 mln zł względem początku roku). Aktywa trwałe wynosiły 610 mln zł (+84 mln zł vs. 2021 r.). Nieruchomości inwestycyjne na koniec 3Q22 miały wartość 488 mln zł (Wola Retro, grunty inwestycyjne: Malin, Kolejowa). W pozycji bilansowej: inwestycje we wspólnych przedsięwzięciach odzwierciedlone jest zaangażowanie kapitałowe Develii w projekt JV z Grupa Lar. W ramach umowy Spółka zakupuje grunty pod projekty mieszkaniowe. Wzrost pozycji o 30 mln zł względem końca 2021 r. wynika z zakupu gruntu przy ul. Ciszewskiego (Spółka otrzymuje udziały w JV).

Zapasy na koniec 3Q wyniosły 1 949 mln zł (+379 mln zł vs. 2021 r.; +703 mln zł vs. 2020 r.). Widoczny jest wzrost skali działalności w sektorze mieszkaniowym. Wysoka wartość zapasów wynika również z harmonogramu realizacji inwestycji. W 4Q22 Spółka planuje ukończyć budowę i przekazać dużą liczbę mieszkań, co powinno mieć wpływ na spadek pozycji zapasów na koniec 2022 r. Na pozycję pozostałe aktywa finansowe składają się jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych o wartości 26 mln zł, a także środki pieniężne na MRP o wartości 94 mln zł. Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec 3Q22 wyniosły 264 mln zł (-69 mln zł vs. 2021 r.). Spółka wykazuje 217 mln zł w aktywach przeznaczonych do sprzedaży – jest to nieruchomość Arkady Wrocławskie (podpisany list intencyjny w sprawie potencjalnej sprzedaży).

Kapitał własny spadł względem końca 2021 r. o 143 mln zł i wyniósł 1 257 mln zł. Spółka w 2022 r. wypłaciła dywidendę w wysokości 201,4 mln zł oraz wykazała zysk netto w wysokości 50,5 mln zł.

Zobowiązania długoterminowe na dzień 30.09.2022 r. wynosiły 533 mln zł (-41 mln zł vs. 2021), w tym obligacje 319 mln zł, 133 mln zł kredyty i pożyczki oraz 18 mln zł leasing. Wartość zobowiązań krótkoterminowych wyniosła 1 414 mln zł (+154 mln zł vs. 2021), z czego zadłużenie z tytułu kredytów i obligacji to 163 mln zł. Główną pozycją zobowiązań krótkoterminowych są przychody przyszłych okresów, które odzwierciedlają wpłacone zaliczki od kontrahentów z tytułu zakupu mieszkań. Na koniec 3Q22 pozycja ta wyniosła 965 mln zł. Można zauważyć, że bieżące wpłaty od klientów stanowią istotne źródło finansowania realizowanych inwestycji. Przychody przyszłych okresów wzrosły względem początku roku o 404 mln zł, co związane jest z terminem realizacji inwestycji dewelopera – planowana duża liczba przekazania mieszkań w 4Q22.

ZADŁUŻENIE

Zadłużenie finansowe (z wyłączeniem zobowiązań z tytułu prawa wieczystego użytkowania gruntów) na koniec września 2022 r. wyniosło 616 mln zł (-235 mln zł vs. 2021). Spadek zadłużenia finansowego wynika przede wszystkim ze spłaty kredytu bankowego po sfinalizowaniu transakcji sprzedaży Sky Tower.

Główną formą finansowania działalności Spółki są obligacje, które na koniec 3Q22 odpowiadały za 64% zadłużenia finansowego. Pozostała część to zadłużenie bankowe, związane przede wszystkim z segmentem komercyjnym.

Tabela: Charakterystyka kredytów Develia S.A. (na dzień 30.09.2022)

Podmiot	Oprocentowanie	Termin Spłaty	Wartość bilansowa
LC Corp Invest XVII (Wola Retro)	Euribor 3M+marża	19.11.2027	138 202
Arkady Wrocławskie S.A.	Euribor 3M+marża	31.12.2022	57 605
Develia S.A.	Wibor 3M+marża	31.12.2022	13 311

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

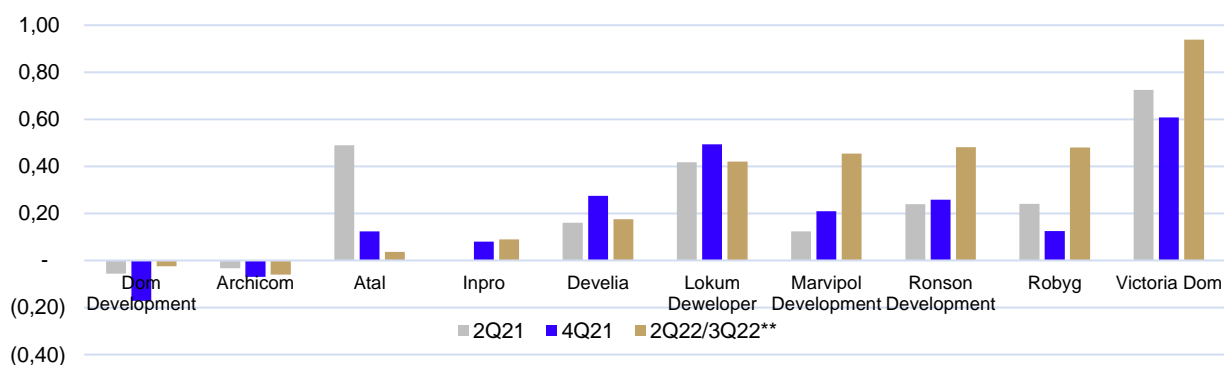
Na koniec 3Q22 Grupa posiadała zadłużenie z tytułu kredytów o wartości 209,1 mln zł, z czego za 94% odpowiadają dwa kredyty finansujące projekty komercyjne Wola Retro i Arkady Wrocławskie (finansowanie w EUR). Grupa posiada również kredyt finansujący projekt mieszkaniowy Kaskady Różanki we Wrocławiu.

Należy zwrócić uwagę, że dotychczas Spółka niemal nie korzystała z kredytów bankowych dla celów realizacji projektów mieszkaniowych. Było to spowodowane wysokim poziomem wpłaconych zaliczek od klientów, które kredytowały realizację bieżących inwestycji. Aktualnie ze względu na spadek popytu spowodowany rosnącymi stopami procentowymi oraz wzrostem ryzyka geopolitycznego, wydaje się, że Spółka w najbliższych kwartałach może w większym stopniu wykorzystywać finansowanie bankowe dla celów realizacji inwestycji. Zakładamy, że zadłużenie finansowe Spółki będzie wzrastać. Uważamy jednak, że realizacja poszczególnych inwestycji nie powinna być zagrożona i uzależniona od pozyskania finansowania.

Dług netto na koniec września 2022 r. wyniósł 206 mln zł (-165 mln zł względem 2021 r.), w związku z czym stosunek długu netto do kapitałów własnych wyniósł 0,16x. Wskaźnik DN/KW Develii na koniec 3Q22 spadł względem końca roku, gdzie wynosił 0,27x. Wskaźnik dn/kw dla Spółki utrzymuje się na bezpiecznym poziomie, biorąc pod uwagę limit (kovenanty obligacji) wskaźnika zadłużenia wyznaczony na poziomie 1,2x.

Wskaźnik DN/KW na koniec września 2022 r. był jednym z najniższych wśród badanych deweloperów. Wydaje się, że w kolejnych kwartałach wskaźnik może stopniowo rosnąć, wraz z potencjalnym wzrostem wartości zaciągniętych kredytów bankowych. Jeżeli Spółce uda się sfinalizować sprzedaż nieruchomości inwestycyjnych, to wskaźnik może w dalszym ciągu utrzymać się na niskim poziomie.

Wykres: Wskaźnik dług netto/kapitały własne wśród wybranych deweloperów mieszkaniowych*



*porównanie dotyczy deweloperów, których główny segment działalności stanowią inwestycje mieszkaniowe

**Dane na koniec 2Q22 dla Victoria Dom, Archicom, Inpro, Marvipol Development, Robyg. Dla pozostałych spółek dane na koniec 3Q22

Dług netto = zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek, obligacji, leasingów (bez wliczania opłat z tytułu użytkowania wieczystego) – środki pieniężne i ich ekwiwalenty (w tym środki zgromadzone na mieszkaniowych rachunkach powierniczych i inne płynne aktywa finansowe)

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

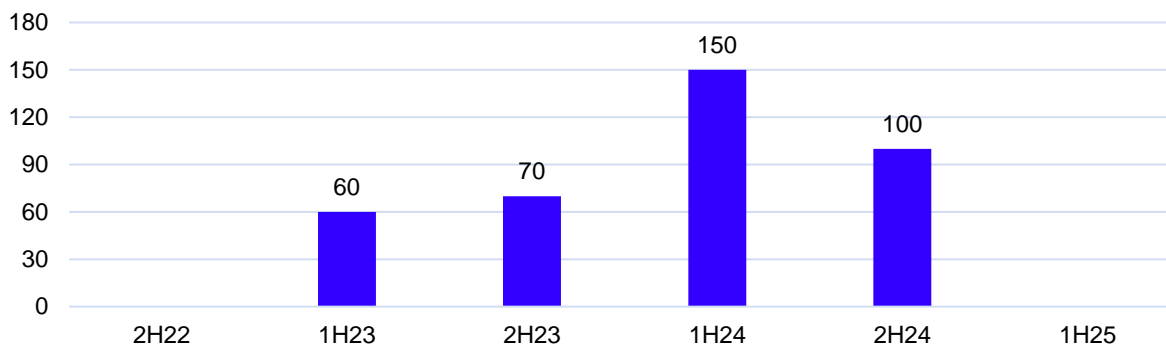
Tabela: Charakterystyka obligacji Develia S.A. (stan na dzień 22.11.2022)

Seria	LCC220523OZ3	DVL0524OZ5	LCC1023OZ4	DVL1024OZ6
Nazwa skrócona	DVL0523	DVL0524	DVL1023	DVL1024
Wartość emisji (mln zł)	60 000 000	150 000 000	70 000 000	100 000 000
Nominał	1 000	1 000	1 000	1 000
Oprocentowanie	WIBOR 3M	WIBOR 3M	WIBOR 3M	WIBOR 3M
Marża	3,80%	2,95%	3,30%	2,70%
Data wykupu	22.05.2023	10.05.2024	06.10.2023	08.10.2024
Zabezpieczenie	brak	brak	brak	brak

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

Łączna wartość nominalna obligacji pozostających do wykupu na dzień tworzenia raportu to 380 mln zł.

Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji na dzień 22.11.2022 r. (mln zł)



Źródło: Dane Spółki; kdpw.pl, obliczenia własne DM Michael/Ström

Po dniu bilansowym Spółka dokonała terminowego, całościowego wykupu obligacji o wartości 20 mln zł.

Zapadalność kolejnych serii obligacji jest rozłożona w czasie. Dla zadłużenia obligacyjnego najistotniejszy będzie rok 2024, w którym zapadają obligacje o łącznej wartości nominalnej 250 mln zł. Do tego czasu Spółka jednak planuje upłynnić portfel nieruchomości komercyjnych, środki ze sprzedaży mogą być częściowym źródłem spłaty zapadających obligacji.

Kowenanty obligacji Spółki określają przede wszystkim maksymalny poziom Wskaźnika Dźwigni Finansowej (stosunek Zadłużenia Finansowego Netto do skonsolidowanych kapitałów własnych) obliczanego na bazie danych finansowych z ostatniego skonsolidowanego sprawozdania finansowego, który wynosi dla wszystkich serii wyemitowanych obligacji 1,2x. Ponadto w zależności od kształtowania się wartości wskaźnika obligatariusze mogą liczyć na premię. Jeśli $1,0x < W < 1,2$ wówczas wartość wynagrodzenia dodatkowego wyniesie 1 pkt. proc. Jeśli $W > 1,2$ wartość wynagrodzenia dodatkowego wyniesie 2 pkt. proc. W przypadku, gdy wskaźnik wyniesie ponad 1,2, jest to traktowane jako przypadek naruszenia, uprawniający do żądania wcześniejszego wykupu.

Dodatkowo zgodnie z WEO Spółka zapewnia, że do czasu wykupu obligacji Wskaźnik Kapitałów Własnych (stosunek kapitałów własnych do wartości aktywów) nie będzie niższy niż 30%. Na koniec września 2022 r. wskaźnik wyniósł 39%.

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 PÓŹN. ZM.) I ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ MICHAEL/STRÖM DOM MAKLESKI S. A. (DALEJ „DOM MAKLESKI”) 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 KWIETNIA 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 OBROcie INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI (T.J. DZ. U. 2022, POZ. 1523 Z PÓŹN. ZM.).

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

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.