

Ronson Development SE

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Ronson Development SE (Spółka, Emitent) po publikacji sprawozdania finansowego za 1Q19 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Według naszych szacunków w przeciągu najbliższych 2 lat z projektów ukończonych oraz znajdujących się obecnie w ofercie Emitent jest w stanie wygenerować 385 mln zł gotówki netto. Ta wartość powinna wystarczyć Spółce na i) pokrycie kosztów bieżącej działalności (ok. 25 mln zł kosztów ogólnego zarządu rocznie), ii) wypłatę dywidendy w wysokości 10 mln zł rocznie, iii) spłatę zadłużenia brutto.
- Poza projektami w ofercie Spółka posiada bank ziemi pozwalający na wybudowanie dalszych blisko 4,7 tys. mieszkań. Przy obecnych poziomach sprzedaży bank ziemi posiadany przez Spółkę wystarczy na 6 lat działalności. Gdyby Spółka zrealizowała projekty w ramach całości swojego potencjału mogłaby wygenerować ok. 713 mln zł gotówki netto.
- Zgodnie z przedstawionymi planami operacyjnymi Emitent planuje przekazać 800 mieszkań (wobec 764 w 2018 r.) oraz sprzedać 800 wobec 773 w 2018 r. W 1Q19 Ronson sprzedał 174 lokali i przekazał 145. Na koniec 1Q19 Ronson posiadał w ofercie 849 lokali, a dalsze 650 ma zostać wprowadzone do oferty do końca 2019 r. Liczba sprzedanych i nieprzekazanych lokali w projektach ukończonych i planowanych do ukończenia w 2019 r. wynosiła 996 lokali.
- W marcu 2019 r. Spółka kupiła 50% udziałów w *joint venture* Wilanów Tulip w ramach, którego do końca 2020 r. ma powstać 150 lokali.
- W kwietniu 2019 r. Spółka wykorzystwała opcję odkupu etapu projektu Nova Królikarnia od Global City Holdings za 33,9 mln zł, w ramach której nabyto 9,2 tys. PUM.
- Na koniec 1Q19 dług netto Spółki wyniósł 116,1 mln zł i implikował stosunek zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 33,5%. Wskaźnik znajduje się istotnie poniżej kowenantu na obligacjach na poziomie 0,8x.
- W kwietniu 2019 r., po dacie bilansowej, Spółka spłaciła dwie niezabezpieczone serie obligacji (J,O) o łącznej wartości nominalnej 25,5 mln zł, a wcześniej w styczniu niezabezpieczoną serię I o wartości nominalnej 10 mln zł. Również w styczniu Spółka dokonała emisji zabezpieczonej serii obligacji U o wartości nominalnej 32,3 mln zł, która zapada w styczniu 2023 r.

PROFIL SPÓŁKI:

Deweloper mieszkaniowy prowadzący działalność w Warszawie, Poznaniu, Wrocławiu i Szczecinie.

Outstanding obligacji:

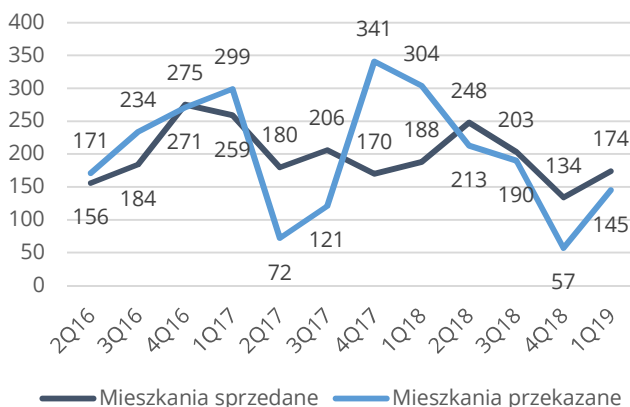
Seria	m zł	YTM
RON0619	4,5	9,02%
RON0919	10,0	3,68%
RON0220	10,0	6,83%
RON0720	15,0	5,10%
RON0820	10,0	4,57%
RON0521	50,0	4,37%
S (0621)	20,0	n/a
RON0522	50,0	5,18%
RON0123	32,3	5,32%
Suma	201,8	

Projekty mieszkaniowe

W 1Q19 Ronson przekazał 145 lokali (304 w 1Q18), w tym 13 w ramach projektów Joint Venture City Link I i II, w których Spółka posiada 50% udział. Przekazanie 132 lokali przełożyło się na przychody w wysokości 59,5 mln zł przy marży brutto 19,6% i zysku brutto 11,6 mln zł. Dodatkowo 13 lokali sprzedanych w projektach JV wygenerowało 5,3 mln zł zysku brutto, przy marży 25,5% i zysku brutto na sprzedaży 1,3 mln zł (liczby dla 100% wyników JV). W 1Q19 Emitent sprzedał 174 lokale wobec 188 w 1Q18. Sprzedaż w 1Q19 stanowiła 31% oferty na koniec 2018 r.

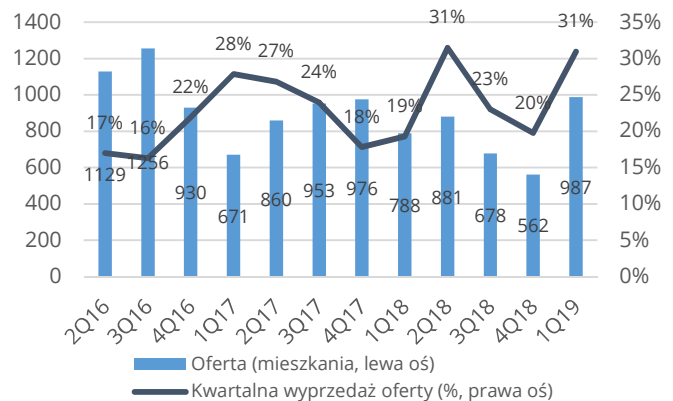
Wcześniej w całym 2018 r. Ronson sprzedał 773 lokale, a przekazał 764. W planach na cały 2018 r. Spółka miała sprzedaż 800 lokali i przekazanie 900. Wolniejszą sprzedaż, zwłaszcza pod koniec 2018 r., Spółka argumentowała niższą ofertą, która spowodowana była opóźnieniami w uzyskiwaniu zezwoleń (jest to czynnik wskazywany przez wielu zwłaszcza warszawskich deweloperów). Rzeczywiście, analizując efektywność sprzedaży jako procent oferty, wynik kształtował się na poziomie przeciętnie osiąganym w analizowanym przez nas okresie i podobnie do średniej rynkowej. Jak podkreślaliśmy również w innych naszych raportach, nie uważamy, aby obecne spowolnienie sprzedaży było podyktowane spadkiem popytu, a raczej ograniczeniem podaży spowodowanym broniem marż, co jest z kolei podyktowane wzrostem cen gruntów i kosztów budowy w ostatnim czasie. Deweloperzy podkreślają, że spodziewają się wzrostów cen gruntów i stabilizacji kosztów budowy w 2019 r.

Wykres 1: Kwartalna sprzedaż i przekazania



Źródło: Dane Spółki

Wykres 2: Kwartalna wyprzedzająca oferta i oferta na koniec okresu



*Szacunek DM Michael/Ström
Źródło: Dane Spółki

W 1Q19 Ronson uruchomił realizację 3 nowych projektów: trzeciego etapu Miasto Moje na warszawskiej Białołęce (196 lokali), piątego etapu projektu Panoramika w Szczecinie (115 lokali), a także budowę projektu realizowanego w formule joint venture Wilanów Tulip (150 lokali, szczegółowo opisany w rozdziale „Istotne wydarzenia”). W marcu wystartowała również przedsprzedaż pierwszego etapu projektu Ursus Centralny, obejmującego 138 lokali. W związku z tym, że jego budowa rozpocznie się dopiero w dalszej części 2019 r., w wynikach sprzedaży pierwszego kwartału nie uwzględniono przedsprzedaży w projekcie Ursus Centralny, w ramach którego docelowo wybudowanych zostanie około 1 600 mieszkań.

Zysk netto w 1Q19 wyniósł 3,5 mln zł wobec 4,4 mln zł w 1Q19 (-21%). Z kolei w całym 2018 r. zysk netto ukształtował się na poziomie 15,1 mln zł (11,3 mln zł w 2017 r.).

Projektem, który najmocniej kontrybuował do wyniku był projekt Miasto Moje, gdzie w 1Q19 w ramach I i II etapu przekazano 105 lokali co pozwoliło na wygenerowanie 33,8 mln zł przychodu i 7,5 mln zysku brutto przy 22,2% marży. W ofercie projektów Miasto Moje I i II pozostało 15 lokali, ale Spółka w 1Q19 rozpoczęła realizację i wprowadziła do oferty 196 lokali w ramach trzeciego etapu tego projektu. Najniższe, de facto zerowe marże były realizowane na projektach Młody Grunwald (Poznań), Chili IV (Poznań) i Panoramika II-III (Szczecin). Szczegółowe dane o marżach osiągniętych na lokalach przekazanych w 2018 r. i 1Q19 znajdują się w tabeli poniżej.

Tabela 1: Przychody i marże osiągnięte przez Spółkę na projektach przekazanych w 2018 r. i 1Q19.

Projekt	1Q2018		2Q2018		3Q2018		4Q2018		Razem 2018		Marża 2018 %	Zysk na sprzedaży mln zł	1Q19		Marża 1Q12019 %	Zysk na sprzedaży mln zł
	Lokale	Przychody (mln zł)	Lokale	Przychody (mln zł)	Lokale	Przychody (mln zł)	Lokale	Przychody (mln zł)	Lokale	Przychody (mln zł)			Lokale	Przychody (mln zł)		
Nova Królikarnia 1a-1e	-	-	24	18.9	29	29	21	21.1	74	69	12.9%	8.9	10	13.9	14.5%	2.0
Nova Królikarnia 2a	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	3.1	10.4%	0.3
Miasto Moje I	-	-	60	16.9	123	34.6	10	5	193	56.5	23.8%	13.4	5	1.6	22.2%	0.4
Miasto Moje II	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100	32.2	22.2%	7.1
Espresso II, III, IV	59	23.5	78	32.8	8	3.6	1	0.6	146	60.5	21.7%	13.1	3	1.2	15.5%	0.2
Moko	10	9.3	7	6.5	5	4.6	6	5.2	28	25.6	29.4%	7.5	2	2	26.2%	0.5
Młody Grunwald I-III	43	14.6	15	6.2	8	4.4	8	4.2	74	29.4	-0.4%	-0.1	2	1.4	-0.3%	-
Panoramika II & III	100	21.5	19	4.7	6	2.1	4	1.2	129	29.5	0.1%	0.0	2	0.9	0.2%	-
Vitalia I	17	5.6	4	1.7	3	1.7	1	0.6	25	9.6	21.3%	2.0	1	0.8	21.6%	0.2
Chili IV	11	2.7	2	0.4	3	0.8	1	0.3	17	4.2	7.1%	0.3	2	1.1	0.9%	-
City Link I*	61	23.2	3	1.8	2	1	3	2.9	69	28.9	30.1%	8.7	3	1.2	25.5%	0.3
City Link II*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10	4.1	25.5%	1.0
Inne	3	2.9	1	1.9	3	2.3	2	2.7	9	9.8	n/a	3.3	1	1.8	n/a	0.9
Sprzedaż gruntu														6.5	n/a	0.2
Odpisy											n/a	-2.9				
Razem	304	103.3	213	91.8	190	84.1	57	43.8	764	323	16.8%	54.4	145	71.8	18.5%	13.2

Źródło: Dane Spółki

*Projekty z 50% udziałem Spółki, liczby podane dla 100% projektu.

Plany operacyjne Spółki na 2019 r. są analogiczne do tych na 2018 r. – Spółka planuje sprzedać 800 lokali, a przekazać 800. Plan przekazania wydaje się być realny biorąc pod uwagę, że na koniec 1Q19 przekazała już 145 lokali i posiadała 996 lokali sprzedanych, ale nie przekazanych: w tym w projektach ukończonych (276 lokali), planowanych do ukończenia w 2019 r. (580) i (140) planowanych do ukończenia w 2020 r. Dla ostatecznego wyniku za 2019 rok kluczowy będzie termin rozpoczęcia przekazania w projektach, których budowa ma się planowo zakończyć w 4Q19, w szczególności City Link III (łącznie 368 lokali, 86% sprzedano). Łącznie na 2019 r. planowane jest ukończenie budowy 8 projektów na ponad 1 100 lokali (382 lokali ukończono na koniec 1Q19).

W 2019 r. Spółka planuje uruchomić łącznie 8 etapów inwestycji (3 już zostały uruchomione w 1Q19) oraz 4 podetapy projektu Nova Królikarnia. (3 już zostały uruchomione w 1Q19). Wśród kontynuacji będą to kolejne etapy realizowanych projektów, czyli: Miasto Moje III i IV, Panoramika V oraz Vitalia III (realizacja projektu rozpoczęła się w kwietniu 2019 r.). Wśród nowych projektów znajdą się pierwsze etapy Matisse (121 lokali), Ursus (138 lokali), oraz projektu Chopin (54 lokale).

W 1Q19 sprzedano już 174 lokale, a oferta na koniec kwartału sięgała 849 lokali. W 5 etapach, które mają jeszcze zostać uruchomione ma zostać wprowadzonych do oferty jeszcze 650 lokali. Gdyby oferta na koniec każdego kwartału utrzymywała się na poziomie analogicznym jak na koniec 1Q19 i Spółce udawałoby się sprzedać ok. 20% oferty (a na ogół udawało się pomiędzy 20-30%; patrz. Wykres 2) to powinna osiągnąć swój cel sprzedażowy.

W zeszłym roku Spółka nabyła udziały w projekcie Nova Królikarnia i dodatkowo w marcu 2019 r. nabyła 50% udziałów w projekcie Wilanów Tulip, a w kwietniu zrealizowała opcję nabycia kolejnego etapu Nova Królikarnia (szczegóły w rozdziale „Ostatnie wydarzenia w Spółce”).

W lutym 2019 r. Spółka dokonała sprzedaży gruntu pod projekt Matisse II za 6,5 mln zł, który był nabyty w 2007 r. czyli w czasie bańki na rynku nieruchomości, a w naszych poprzednich raportach zakładaliśmy niską (prawie zerową) możliwą marżę do uzyskania na tych gruntach. Zysk brutto rozpoznany na sprzedaży gruntu wyniósł 0,2 mln zł.

Biorąc pod uwagę średni poziom sprzedaży Spółki na poziomie ok. 800 mieszkań rocznie – obecny bank ziemi pozwoliłby Spółce na kontynuowanie działalności na obecną skalę przez blisko 6 lat bez konieczności inwestowania w nowe grunty.

Zarówno oferta, jak i bank ziemi dewelopera skoncentrowane są w Warszawie – odpowiednio 50% i 72% całości. Pozostałymi rynkami na których Ronson jest aktywny są Poznań, Wrocław i Szczecin. 2019 r. może być pierwszym okresem, w którym łączna sprzedaż na tych trzech rynkach może być wyższa od sprzedaży w Warszawie.

Tabela 2: Projekty mieszkaniowe realizowane przez Emitenta wg stanu na 31.03.2019 r.

	Projekt	Miasto	Data oddania do użytku	Liczba lokali w projekcie	PUM w projekcie	Liczba lokali niesprzedanych	Liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych	
Projekty zakończone	Nova Królikarnia 1a-1e	Warszawa	2Q18	106	10 700	8	8	
	Nova Królikarnia 2a	Warszawa	1Q19	45	3 200	4	37	
	Miasto Moje I	Warszawa	2Q18	205	10 900	0	0	
	Miasto Moje II	Warszawa	1Q19	148	8 100	15	40	
	Esperesso II, III, IV	Warszawa	1Q18	451	24 200	1	1	
	Moko	Warszawa	4Q16	345	23 700	3	4	
	Młody Grunwald I-III	Poznań	4Q15	393	23 800	15	0	
	Vitalia I	Wrocław	3Q17	139	7 200	1	1	
	Chili IV	Poznań	4Q17	45	2 900	19	2	
	City Link I*	Warszawa	3Q17	322	14 700	1	0	
	City Link II*	Warszawa	1Q19	189	8 800	0	179	
	Inne	n/a	n/a	31	1 155	14	4	
	Razem			2 419	139 355	81	276	
Projekty w trakcie realizacji	City Link III	Warszawa	4Q19	368	18 700	52	316	
	Vitalia II***	Wrocław	2Q19	83	4 700	8	75	
	Grunwald2	Poznań	2Q20	268	14 500	156	112	
	Miasto Marina	Warszawa	2Q19	151	6 200	58	93	
	Panoramika IV	Szczecin	4Q19	111	5 800	37	74	
	Nova Królikarnia 2b	Warszawa	2Q19	28	2 300	6	22	
	Nova Królikarnia 2c	Warszawa	3Q20	18	3 600	15	3	
	Miasto Moje III	Warszawa	4Q20	196	10 200	173	23	
	Panoramika V	Szczecin	3Q20	115	6 000	113	2	
	Wilanów Tulip*	Warszawa	4Q20	150	9 600	150	0	
	Razem			1 488	81 600	768	720	
RAZEM OFERTA				3 907	220 955	849	996	
	Projekty planowane do rozpoczęcia w 2019 r.							
Bank ziemi	Ursus Centralny I	Warszawa		138	7 300	138		
	Matisse I	Wrocław		121	6 200	121		
	Chopin	Szczecin		54	3 200	54		
	Miasto Moje IV	Warszawa		176	8 800	176		
	Vitalia III***	Wrocław		81	6 800	81		
	Nova Królikarnia**	Warszawa		84	9 200	84		
		Razem			654	41 500	654	
		Pozostały bank ziemi						
	Ursus pozostałe etapy	Warszawa		1 462	76 624	1 462		
	Matisse pozostałe etapy	Wrocław		276	15 300	276		
Panoramika pozostałe etapy	Szczecin		60	3 000	60			
Chopin pozostałe etapy	Szczecin		413	35 100	413			
Miasto Moje pozostałe etapy	Warszawa		785	38 700	785			
Falenty	Warszawa		160	23 500	160			
Reneissance	Warszawa		224	15 800	224			
Bełchatowska	Poznań		50	3 200	50			
Naturalis	Warszawa		345	20 600	345			
Chili	Poznań		176	12 300	176			
Vivaldi	Szczecin		75	11 200	75			
	Razem			4 026	255 324	4 026		
RAZEM POTENCJAŁ				8 587	517 779	5 529	996	

* Ronson posiada 50% udziałów w przedsięwzięciu

** projekt odkupiony od Global City Holdings w kwietniu 2019 r.

*** budowa projektu Vitalia II zakończyła się w kwietniu 2019 r. i w tym samym czasie rozpoczęła się realizacja etapu Vitalia III

Źródło: Dane spółki, DM Michael/Ström

Ostatnie wydarzenia w Spółce

Nova Królikarnia: Transakcja zakupu projektu została szczegółowo opisana w poprzednim raporcie dotyczącym Emitenta. W transakcji z marca 2018 r. Spółka dokonała odkupu (projekt został sprzedany przez Emitenta w 2016 r. w ramach transakcji wyjścia z akcjonariatu Ronsona przez GCH) pierwszego etapu projektu za 83,8 mln zł (106 lokali; 10,7 tys. PUM), ale zawarła również trzy opcje kupna na kolejne etapy. Łączna wartość tych opcji to 78,9 mln zł.

W kwietniu 2019 r. Spółka zrealizowała pierwszą opcję kupna kolejnego etapu projektu Nova Królikarnia w ramach, której nabyła 9,2 tys. PUM (wg naszych szacunków ok. 90 lokali) za cenę 33,9 mln zł (kwota do zapłaty w trzech transzach). W naszych późniejszych wyliczeniach zakładamy, że budowa zakupionego etapu powinna zostać ukończona przed datą zapadalności ostatniej serii obligacji w styczniu 2023 r.

Również w tym roku Spółka może zrealizować jeszcze jedną opcję kupna na 35,1 mln zł i ostatnią za rok o wartości 9,9 mln zł.

Tabela 3: Harmonogram płatności ceny zakupu projektu Nova Królikarnia (mln zł)

Termin realizacji opcji	kwi.18	kwi.19	paź.19	kwi.20	paź.20	Razem
Pierwsze etapy	23,8	60*				83,8
Opcja I		7	16,9		10	33,9
Opcja II-III**						
Razem	23,8	93,9	35,1	9,9		162,7

Źródło: Dane spółki, obliczenia DM Michael/Ström

*Płatność w ratach do kwietnia 2019

** Spółka nie opublikowała jeszcze harmonogramu płatności

Łączny bank ziemi projektu Nova Królikarnia wynosi ok. 22 tys. PUM co przy cenie 78,9 mln zł implikuje cenę 3,6 tys. zł/PUM. Zakładając średnią wielkość mieszkania na 100 m² bank ziemi pozwoli na wybudowanie 244 lokali. Ronson rozpoznał w 2018 r. marżę brutto na sprzedaży na poziomie 12,9% na tym projekcie, ale należy pamiętać, że część zysku zrealizował część zysku w trakcie transakcji w 2016 r. Oczekujemy, że marża realizowana na kolejnym odkupionym etapie będzie wyższa na poziomie ok. 15-16%, ponieważ cena opcji ustalona została na początku 2018 r., a od tamtego momentu mamy do czynienia z kilku procentowym wzrostem cen mieszkań w Warszawie.

Wilanów Tulip: W marcu 2019 r. Spółka poinformowała o zakupie za 15 mln zł netto 50% udziałów w spółce joint venture realizującej projekt mieszkaniowy na warszawskim Wilanowie (Zawady). Realizacja projektu rozpoczęła się już w 1Q19, a zakończenie budowy planowane jest na 4Q20 roku. W ramach projektu ma powstać 150 lokali o łącznym 9,6 tys. PUM.

Bilans

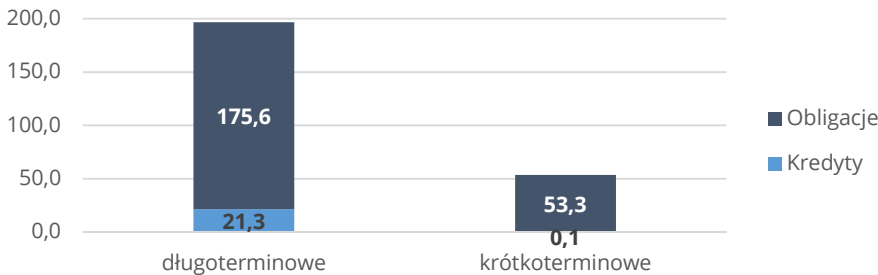
Na koniec 1Q19 suma bilansowa Spółki wyniosła 865,7 mln zł (wzrost o 60,6 mln zł; 8% w porównaniu do 4Q18). Połowa tej zmiany wynika ze zmian spowodowanych MSSF 16 i rozpoznaniem wieczystego użytkowania gruntów z jednej strony po stronie aktywów w zapasach i nieruchomościach inwestycyjnych, a z drugiej w zobowiązaniach jako zobowiązania z tyt. opłaty leasingowej. Zmiana zasad rachunkowości powiększyła aktywa i zobowiązania na bilans otwarcia (1 stycznia 2019 r.) o ok. 33 mln zł. Grunty i skapitalizowane koszty związane z inwestycjami stanowią 505 mln zł zapasów, 98 mln zł wyroby gotowe, a odpisy -9,6 mln zł. Stan gotówki na koniec 1Q19 wyniósł 134 mln zł (wzrost 33 mln zł; 33% w porównaniu do 4Q18)

Na koniec 1Q19 kapitały własne wyniosły 346,9 mln zł wobec 343,5 mln zł na koniec poprzedniego kwartału.

Na koniec 1Q19 łączny dług brutto wynosił 250,2 mln zł (+3% w porównaniu do 4Q18) z czego 228,9 mln zł stanowiły obligacje, a 21,3 mln zł kredyty bankowe (budowlane). Przy stanie gotówki na poziomie 134,1 mln zł dług netto ukształtował się na poziomie 116,1 mln zł, czyli o 18% mniej q/q.

W 1Q19 Spółka spłaciła 36,3 mln zł kredytów bankowych i zaciągnęła 19,9 mln zł nowych kredytów. W tym samym czasie Spółka spłaciła 10 mln zł obligacji (seria I) oraz wyemitowała 32,3 mln zł nowych obligacji (seria U). W kwietniu, po dacie bilansowej Spółka spłaciła jeszcze obligacje serii J o wartości nominalnej 15,5 mln zł oraz serii O o wartości 10 mln zł, co obniżyło zadłużenie brutto o 25,5 mln zł, ale *ceteris paribus* nie miało wpływu na dług netto. Stosunek długu netto do kapitałów własnych na koniec 1Q19 r. ukształtował się na poziomie 33% wobec 41% na koniec 4Q18 i 80% kowenantu na obligacjach.

Wykres 3: Struktura zadłużenia Spółki wg stanu na 31.03.2019 r.



Źródło: Dane Spółki

Na koniec 1Q19 wartość zaliczek otrzymanych wyniosła 168,3 mln zł co stanowiło 39% wartości mieszkań sprzedanych i nieprzekazanych. Wartość ta była wyższa od zaraportowanej na koniec 4Q18 o 2 p.p. gdy zaliczki stanowiły 37% wartości mieszkań sprzedanych i nieprzekazanych.

Zadłużenie obligacyjne

Na koniec 1Q19 łączne zadłużenie Emitenta z tytułu obligacji wyniosło 228,9 mln zł (z czego 227,3 to kapitał, 3,4 mln zł naliczone odsetki, pomniejszone o 1,8 mln zł jednorazowych kosztów związanych z emisją obligacji) w 11 seriach, z czego 10 notowanych na Catalyst. W kwietniu zostały wykupione serie J oraz O o łącznej wartości nominalnej 25,5 mln zł. Wcześniej w styczniu 2019 r. Spółka wyemitowała obligacje serii U o wartości nominalnej 32,3 mln zł. Obecnie Spółka posiada stosunkowo równomierną zapadalność obligacji w nadchodzących latach z kumulacją w 2021 roku, kiedy zapadają serie S i R na łączną kwotę 70 mln zł. Emitent zapowiedział, że zadłużenia zapadające w ramach serii K (4,5 mln zł) spłaci ze środków własnych, ale generalnie zamierza utrzymywać zadłużenie obligacyjne na poziomie ok. 200 mln zł. Poniżej przedstawiamy harmonogram zapadalności obligacji Spółki.

Tabela 4: Obligacje Spółki

	O*	J*	K	M	N	P	Q	R	S	T	U***
Nazwa skrócona Catalyst	ROE0419	RON0419	RON0619	RON0220	RON0919	RON0820	RON0720	RON0521	n.d.	RON0522	RON0123
Wartość nominalna (mln zł)	10,0	15,5	4,5	10,0	10,0	10,0	15,0	50,0	20,0	50,0	32,3
Wartość nominalna jednej obligacji (zł)	100	1000	100	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Data wykupu	08.04.2019	19.04.2019	18.06.2019	25.02.2020	14.09.2019	18.08.2020	29.07.2020	24.05.2021	19.06.2021	09.05.2022	31.01.2023
Stawka referencyjna	6M	6M	6M	6M	6M	-	6M	6M	6M	6M	6M
Marża	3,50%	3,60%	3,60%	3,65%	3,60%	5,25%	3,50%	2,85%	3,40%	3,50%	3,50%
YTM			9,02%	6,83%	3,68%	4,57%	5,10%	4,37%	n.d.	5,18%	5,32%
Cena			99,80	99,00	100,48	100,79	100,20	100,5	n.d.	100,30	99,90
Zabezpieczenie	-	-	-	-	-	-	-	hipoteka	-	-	hipoteka
Kowenant: Dług netto/kapitał własny*	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Kowenant: Dług netto/zapasy	-	-	-	-	-	-	-	-	0,6	-	-

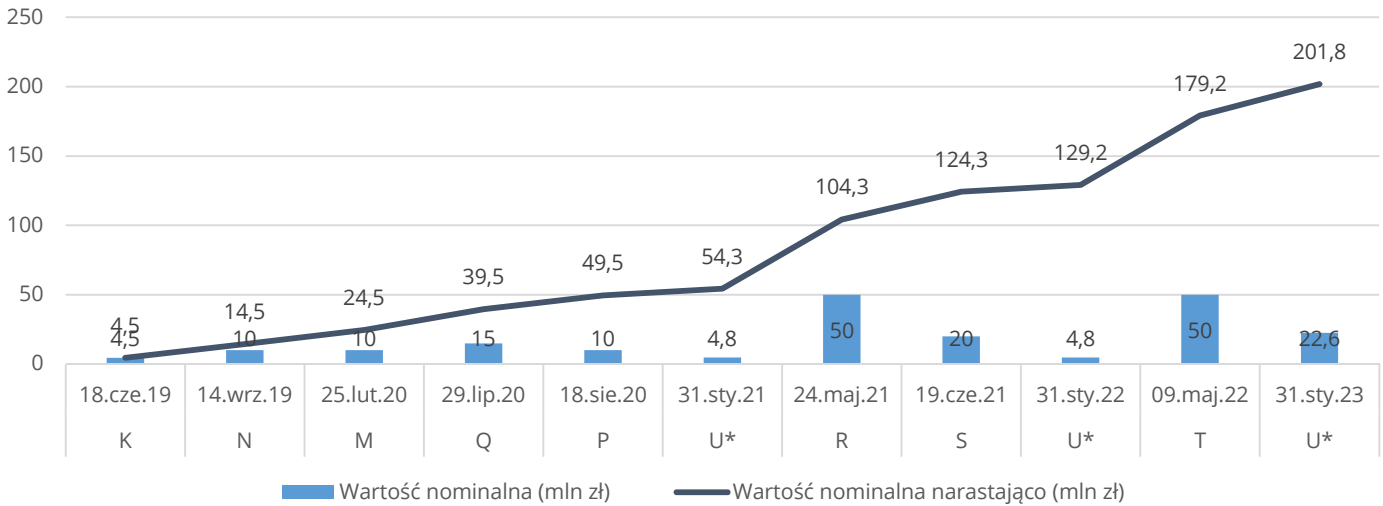
* Serie spłacone po dacie bilansowej

** metodyka wyliczania wskaźnika zadłużenia netto do kapitałów własnych różni się nieznacznie pomiędzy seriami

***W drugą i trzecią rocznicę emisji serii U dług ma być obowiązkowo amortyzowany, każdorazowo po 15 proc. pierwotnego nominalu.

Źródło: Obliczenia własne DM Michael/Ström, GPW Catalyst

Wykres 4: Harmonogram zapadalności obligacji w mln zł (po spłacie obligacji serii O oraz J w kwietniu 2019r.)



*W drugą i trzecią rocznicę emisji serii U dług ma być obowiązkowo amortyzowany, każdorazowo po 15 proc. pierwotnego nominału.

Źródło: Dane Spółki, Obliczenia własne DM Michael/Ström

Zabezpieczenia

Zabezpieczenie zostało ustanowione dwóch seriach obligacji Spółki – serii R o wartości nominalnej 50 mln zł i zapadającej w maju 2021 r, oraz ma zostać ustanowione do października br. na serii U wyemitowanej w styczniu 2019 r o wartości nominalnej 32,3 mln zł i zapadającej w styczniu 2023 r. Obligacje zabezpieczone są na hipotekach na nieruchomościach, a stosunek wartości zabezpieczenia do nominału obligacji wynosi 1,50x.

Kowenanty

Na wszystkich seriach obligacji są kowenanty uprawniające obligatariuszy do żądania przedterminowego wykupu. Wszystkie serie ograniczone są na poziomie stosunku zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 0,8x, jednakże metodyka obliczania wskaźnika różni się nieznacznie pomiędzy seriami. Ponadto nienotowana seria S zapadająca w czerwcu 2021 r. posiada kowenant na wskaźniku zadłużenia netto do poziomu zapasów na poziomie 0,6x.

W przypadku serii U, jeśli wskaźnik zadłużenia netto przekroczy 0,8x marża odsetkowa zostanie podwyższona o 0,75 pkt proc., a jeśli przekroczy 1,0x to marża wzrośnie o 1,5 pkt proc. Dług w ramach serii U jest amortyzowany, po dwóch i trzech latach od emisji każdorazowo po 15 proc. pierwotnego nominału.

Na koniec 1Q19 wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wynosił 0,31x, a wskaźnik dług netto/zapasy 0,23x.

Potencjał do generowania gotówki

Na koniec 1Q19 r. Ronson posiadał 849 lokali w swojej ofercie (w tym 150 lokali w projekcie JV Wilantów Tulip) oraz bank ziemi pozwalający na wybudowanie kolejnych 4 680 lokali (z uwzględnieniem odkupionego w kwietniu kolejnego etapu projektu Nova Królikarnia). Ponadto na koniec 1Q19 deweloper posiadał 996 lokali sprzedanych i nieprzekazanych o wartości 427,2 mln zł (w tym 179 lokali o wartości 82,1 mln zł w projektach o 50% udziale). Łącznie daje to potencjał do przekazania 6 525 lokali w projektach zrealizowanych, realizowanych oraz planowanych.

Według naszych szacunków, gdyby Spółka zrealizowała wszystkie możliwe projekty (wraz z bankiem ziemi, bez opcji kupna kolejnych etapów Nova Królikarnia) Ronson jest w stanie wygenerować 713 mln zł przepływów pieniężnych netto. Kwota ta

uwzględnia szacowane przychody ze sprzedaży lokali oraz oczekiwane nakłady na budowę lokali. Dodatkowo, wartość ta bierze pod uwagę otrzymane przedpłaty, a także należności od klientów, oraz należną do zapłaty kwotę 33,9 mln zł za wykorzystanie i opcji kupna kolejnego etapu Nova Królikarnia. Zwracamy uwagę, że Spółka posiada duży bank ziemi i nasze szacunki przepływów zakładają realizację wszystkich projektów w banku ziemi, co przy obecnym tempie zajęłoby ponad 6 lat.

W ramach projektów gotowych oraz w trakcie realizacji, Ronson jest w stanie wygenerować według naszych szacunków 385 mln zł. Ostatni z tych projektów ma zostać ukończony w 4Q20. Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości tych szacunków na nasze założenia ceny sprzedaży mkw (oś pozioma) w poszczególnych projektach, oraz % sprzedanych mieszkań (oś pionowa). W naszej symulacji zakładamy, że niezależnie od poziomu sprzedaży wszystkie projekty zostają zrealizowane.

Biorąc pod uwagę, że (*ceteris paribus* po spłacie serii O oraz serii J w kwietniu 2019 r.) zadłużenie brutto wynosi 224,7 mln zł, a stan gotówki 108,6 mln zł; roczne koszty działalności operacyjnej ok. 25 mln zł; a Spółka wypłacałaby 10 mln zł dywidendy rocznie – to wystarczyłoby, aby Spółka sprzedała ok. 41% lokali będących obecnie w ofercie.

Tabela 5: Wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto z projektów obecnie znajdujących się w ofercie Spółki na zmianę założeń M/S (mln zł)

		Odchylenie zakładanych cen sprzedaży				
		80%	90%	100%	110%	120%
Sprzedaż mieszkań	100%	318	351	385	418	452
	95%	305	336	368	400	432
	90%	291	321	351	382	412
	85%	278	306	335	363	392
	80%	264	291	318	345	372
	75%	251	276	301	326	351
	70%	238	261	285	308	331
	65%	224	246	268	290	311
	60%	211	231	251	271	291
	55%	198	216	234	253	271
	50%	184	201	218	234	251
45%	171	186	201	216	231	
40%	157	171	184	198	211	

Źródło: DM Michael/Ström

Tabela 6: Wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto ze wszystkich projektów posiadanych przez Spółkę na zmianę założeń M/S (mln zł)

		Odchylenie zakładanych cen sprzedaży				
		80%	90%	100%	110%	120%
Sprzedaż mieszkań	100%	301	507	713	920	1126
	95%	218	414	610	806	1002
	90%	135	321	507	693	878
	85%	53	228	404	579	755
	80%	-30	135	301	466	631
	75%	-112	43	197	352	507
	70%	-195	-50	94	239	383
	65%	-277	-143	-9	125	259
	60%	-360	-236	-112	12	135
	55%	-442	-329	-215	-102	12
	50%	-525	-422	-319	-215	-112
45%	-607	-515	-422	-329	-236	
40%	-690	-607	-525	-442	-360	

Źródło: DM Michael/Ström

Zwracamy uwagę, że prognozowany skumulowany przepływ jest wrażliwy na zmiany cen nieruchomości ze względu na duży bank ziemi i założenie, że Spółka konsekwentnie realizuje wszystkie inwestycje pomimo zmieniających się warunków rynkowych. Uważamy, że w obliczu faktu, iż Spółka nie będzie realizowała wszystkich projektów jednocześnie, najgorsze scenariusze przedstawione w analizie wrażliwości są mało prawdopodobne do spełnienia.

Bilans (mln zł)	2017	2018	1Q19
Rzeczowe aktywa trwałe	8,2	8,0	8,0
Nieruchomości inwestycyjne	8,7	8,7	9,3
Inwestycje we wspólne przedsięwzięcie	5,2	3,4	5,8
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	4,0	5,5	6,8
Grunty przeznaczone pod zabudowę	0,0	46,2	46,2
Aktywa trwałe razem	26,1	71,9	76,1
Zapasy	512,1	596,9	624,1
Grunty przeznaczone na sprzedaż	0,0	6,3	0,0
Zaliczki na zakup gruntu	80,1	0,0	0,0
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	11,7	14,7	16,1
Należności z tytułu podatku dochodowego	0,6	0,1	0,1
Pożyczki udzielone wspólnemu przedsięwzięciu	6,9	0,0	1,5
Pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe	3,5	14,3	13,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	64,9	100,8	134,1
Aktywa obrotowe razem	679,7	733,2	789,6
Aktywa razem	705,8	805,1	865,7
Kapitał podstawowy	12,5	12,5	12,5
Nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej	150,3	150,3	150,3
Akcje własne	0,0	0,0	-0,1
Kapitały rezerwowe	0,0	0,0	1,9
Zyski zatrzymane	175,1	180,7	182,2
Kapitał własny przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej	337,9	343,5	346,9
<i>Kapitał przypadający akcjonariuszom mniejszościowym</i>	<i>4,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Kapitał własny razem	342,0	343,5	346,9
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu	153,5	153,7	175,6
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych	9,2	30,1	21,3
Rezerwa z tytułu podatku dochodowego	11,4	7,3	8,9
Zobowiązania leasingowe z tyt. wieczystego użytkowania gruntów klasyfikowane jako nieruchomości inwestycyjne	0,0	0,0	0,5
Zobowiązania długoterminowe razem	174,1	191,1	206,3
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	37,6	54,6	57,5
Obligacje o zmiennym oprocentowaniu	43,8	51,9	53,3
Zobowiązania z tytułu kredytów bankowych	4,8	7,6	0,1
Zaliczki otrzymane	102,2	152,5	168,3
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,1	1,5	0,7
Rezerwy	1,1	2,6	2,3
Zobowiązania leasingowe z tyt. wieczystego użytkowania gruntów klasyfikowane jako zapasy	0,0	0,0	30,3
Zobowiązania krótkoterminowe razem	189,7	270,5	312,5
Zobowiązania razem	363,8	461,6	518,8
Pasywa razem	705,8	805,1	865,7
<i>Dług brutto</i>	<i>211,2</i>	<i>243,2</i>	<i>250,2</i>
<i>Dług netto</i>	<i>146,4</i>	<i>142,4</i>	<i>116,1</i>
<i>Dług netto/Kapitały własne</i>	<i>42,8%</i>	<i>41,5%</i>	<i>33,5%</i>

Źródło: Dane Spółki

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2017	2018	1Q19	1Q18
Przychody ze sprzedaży	231,7	294,1	66,0	80,2
Koszt własny sprzedaży	-193,7	-248,4	-54,2	-69,6
Zysk brutto ze sprzedaży	38,1	45,7	11,8	10,6
Koszty sprzedaży i marketingu	-5,7	-5,1	-1,2	-1,1
Koszty ogólnego zarządu	-19,3	-17,7	-4,5	-4,6
Udział w zysku/(stracie) w ramach wspólnego przedsięwzięcia	11,3	2,8	0,2	2,7
Pozostałe koszty	-4,4	-3,9	-1,0	-0,9
Pozostałe przychody	0,8	1,6	0,3	0,4
Zysk/(strata) z działalności operacyjnej	20,8	23,4	5,7	7,0
Przychody finansowe	0,9	0,7	0,2	0,1
Koszty finansowe	-7,7	-5,4	-1,4	-1,7
Wynik operacji finansowych, netto	-6,9	-4,7	-1,2	-1,5
Łączny zysk/(strata) przed opodatkowaniem	13,9	18,7	4,5	5,5
(Podatek dochodowy)/Korzyść podatkowa	-2,6	-3,6	-1,0	-1,1
Zysk/(strata) netto z działalności	11,3	15,1	3,5	4,4
Inne całkowite dochody	0,0	0,0	0,0	0,0
Całkowite dochody/(strata) po opodatkowaniu i przed podziałem	11,3	15,1	3,5	4,4
Całkowity zysk/(strata) netto z działalności przypadający:	0,0	0,0	0,0	0,0
Akcjonariuszom jednostki dominującej	9,5	13,5	3,5	3,9
Akcjonariuszom mniejszościowym	1,8	1,6	0,0	0,6
Całkowity zysk/(strata) netto z działalności	11,3	15,1	3,5	4,4
Całkowite dochody przypadające:	0,0	0,0	0,0	0,0
Akcjonariuszom jednostki dominującej	9,5	13,5	3,5	3,9
Akcjonariuszom mniejszościowym	1,8	1,6	0,0	0,6
Całkowite dochody/(strata) po opodatkowaniu	11,3	15,1	3,5	4,4
<i>marża brutto</i>	16,4%	15,5%	17,9%	13,2%

Źródło: Dane Spółki

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 28.05.2019

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski S.A.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**”), adres: Al. Jerozolimskie 134, 02-305 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS 0000712428, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o kapitale zakładowym w wysokości 925.691,49 PLN w całości opłacony, adres e-mail: kontakt@michaelstrom.pl.

Raport nie stanowi sugestii jakiegokolwiek zachowania inwestycyjnego i nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej. Raport sporządzony został tylko i wyłącznie na podstawie publicznie dostępnych danych i nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie koniecznych do oceny jego sytuacji finansowej ani do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

W ocenie Domu Maklerskiego raport sporządzony został z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w raporcie.

Przed opublikowaniem raport został przekazany do Emitenta.

Raport:

- skierowany jest zarówno do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t. j. Dz. U. z 2019 r. poz. 123 ze zm.) i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
 - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t. j. Dz.U. z 2018 r. poz.1025 ze zm.),
 - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 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
 - porady inwestycyjnej,
 - usługi doradztwa inwestycyjnego.

Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoba przygotowująca raport i osoby, z którymi łączy ją więzy pokrewieństwa wskazane w art. 2 pkt 3a Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 uzupełniającego 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 z dnia 25 kwietnia 2016 r. (Dz. Urz. UE. L 2017 nr 87, str. 1), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.

- Dom Maklerski wykonał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora dla Emitenta.
- Dom Maklerski w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu nie pełnił funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski otrzymuje obecnie wynagrodzenie od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitenta posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem.
- Dom Maklerski nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązonym a Emitentem.
- Autor raportu ani Dom Maklerski nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów, pracownicy Domu Maklerskiego lub osoby z nimi powiązane posiadają takie instrumenty finansowe lub zamierzają je nabyć.

Dom Maklerski dąży do unikania konfliktów interesów ze swoimi Klientami oraz pomiędzy nimi, w szczególności poprzez regulacje wewnętrzne w tym „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Michael/Ström Dom Maklerski S.A.”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. www.michaelstrom.pl.

Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski S. A.

Michael / Ström Dom Maklerski S. A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego lub w jakikolwiek sposób konsultowany z Komisją Nadzoru Finansowego.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl