

MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLECKI

Ronson Development SE
Raport kredytowy

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy, w której jednostką dominującą jest Ronson Development SE (Spółka), w oparciu o opublikowane dane za 1Q22 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Z przeprowadzonej analizy wynika, że w przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań według założonych przez nas cen Spółka powinna być w stanie wygenerować ok. 650 mln zł przepływów pieniężnych netto do końca 1Q25. Aby spłacić w terminie zobowiązania oraz pokryć koszty funkcjonowania Spółka, przy naszych założeniach, musiałaby sprzedać ok. 78% niesprzedanych jeszcze mieszkań (przy założeniu, że zostaną ukończone wszystkie potencjalne projekty). Obliczenia nie uwzględniają podatków oraz zakupu nowych gruntów.
- W 1Q21 Spółka sprzedała 99 lokali mieszkalnych, w całym 2021 r. było to 877 mieszkań. Kwartalny poziom wyprzedania oferty w 1Q22 wyniósł 13%. W 1Q22 Ronson przekazał klientom 283 lokale. Marża brutto na sprzedaży w 1Q22 wyniosła 22,4%.
- W 1Q22 Spółka podpisała 5 umów inwestycyjnych typu SAFE z izraelskimi inwestorami instytucjonalnymi pozyskując finansowanie w łącznej kwocie 60 mln ILS, co na dzień dokonania transakcji stanowiło 74,6 mln zł.
- Na koniec 1Q22 Spółka posiadała w ofercie 803 lokale, natomiast liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych wyniosła 707. Spółka w całym 2022 r. planuje przekazać ok. 960 mieszkań, przy założeniu, że inwestycje zostaną ukończone w planowanych terminach. W pozostałej części 2022 roku do oferty może trafić dodatkowe 1.027 mieszkań.
- Spółka w 1Q22 podpisała cztery finalne umowy zakupu gruntów na łącznie 67,4 tys. m² PUM (ok. 1.300 mieszkań). W poprzednim roku Spółka zakupiła grunty na łącznie 104,8 tys. m² PUM (ok. 2.069 mieszkań). Według stanu na 31.03.2022 r. Spółka miała podpisanych 8 wstępnych umów nabycia gruntów w Warszawie (169 tys. m² PUM, 3.557 lokali). Wydatki na zakup gruntów zabezpieczonych tymi umowami wyniosą dodatkowo ok. 210 mln zł (do dnia 31 marca 2022 roku Spółka zapłaciła 41,5 mln zł zaliczek). Łącznie Grupa jest w trakcie przygotowywania kolejnych 21 projektów o różnym stopniu zaawansowania, obejmujących około 5,5 tys. lokali mieszkalnych.
- Dług netto grupy na koniec 1Q22 (obliczony według zapisów kowenantów obligacji) wyniósł 154 mln zł i implikował stosunek zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 0,36x wobec kowenantu na poziomie 0,8x.
- Główną formą finansowania działalności Spółki są obligacje, które na koniec 1Q22 odpowiadały za 75% zadłużenia finansowego. Po dniu bilansowym Spółka dokonała terminowego wykupu obligacji serii T o wartości nominalnej 50 mln zł. Na koniec 1Q22 Ronson posiadał niewykorzystane linie kredytowe, w ramach których miał możliwość pozyskania łącznie ok. 125 mln zł dodatkowego finansowania bankowego.

OPIS SPÓŁKI

Spółka prowadzi działalność deweloperską polegającą na budowie i sprzedaży lokali mieszkalnych, głównie mieszkań w budynkach wielorodzinnych, indywidualnym odbiorcom na rynku polskim. Spółka skoncentrowana jest na inwestycjach mieszkaniowych adresowanych do klasy średniej. Spółka prowadzi działalność na polskim rynku poprzez spółki zależne w następujących lokalizacjach: Warszawa, Wrocław, Poznań i Szczecin. W 2021 roku Spółka również zdecydowała się rozwijać swoją działalność w zakresie tzw. najmu instytucjonalnego.

Akcje spółki były notowane na GPW od 2007 roku, jednak na początku 2022 roku Spółka zdecydowała o wycofaniu akcji z obrotu na GPW. Akcje Spółki były notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych do dnia 28 kwietnia 2022 roku. Na dzień wydania raportu kredytowego, 100% akcji jest kontrolowanych przez Amos Luzon Development and Energy Group Ltd (spółka założona w 1961 r., notowana na giełdzie w Tel Awiwie, jeden z wiodących deweloperów i firm budowlanych w Izraelu), z czego 32,98% jest bezpośrednio kontrolowanych przez A. Luzon Group, 66,06% akcji jest kontrolowanych przez I.T.R. Dori B.V. (spółka w pełni posiadana przez A. Luzon Group), a pozostałe 0,96% akcji pozostaje własnością Spółki. Beneficjentem rzeczywistym Spółki jest Pan Amos Luzon, członek Rady Nadzorczej. Pierwsze obligacje Spółki zadebiutowały na rynku Catalyst w 2011 r.

Tabela: Struktura akcjonariatu Ronson Development SE

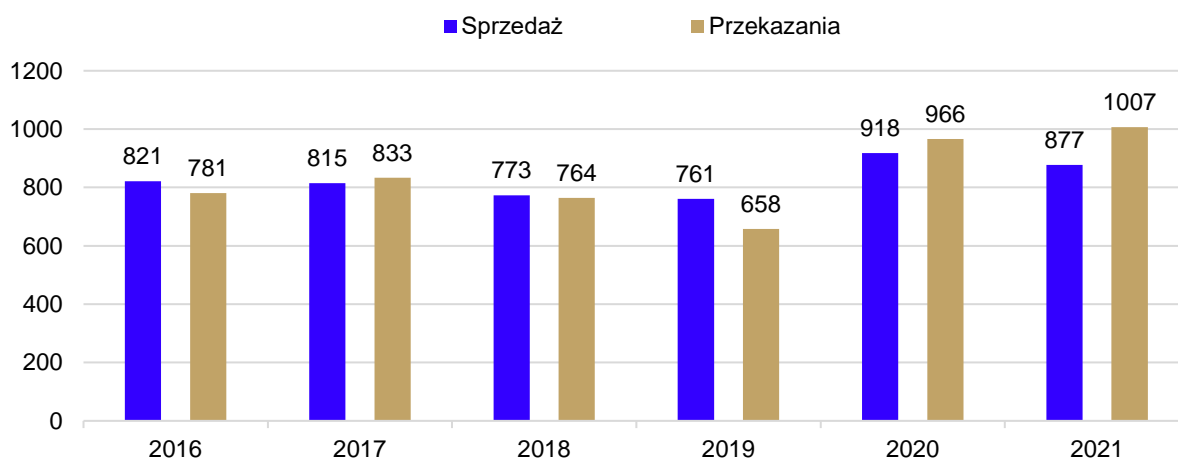
Akcjonariusz	Liczba akcji	Udział
I.T.R. Dori B.V.	108 349 187	66,06%
A. Luzon Group	54 093 672	32,98%
Ronson Development	1 567 954	0,96%

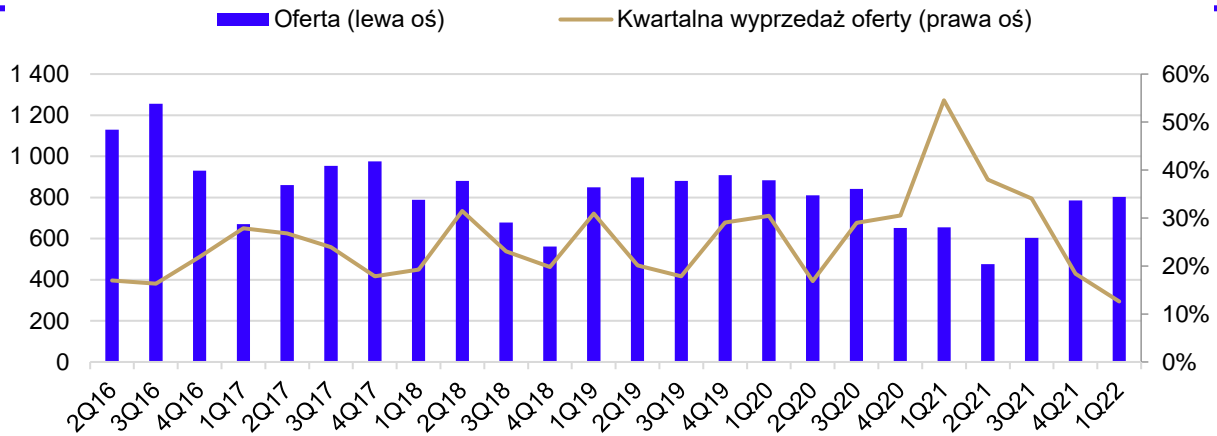
Źródło: Dane Spółki, opracowanie DM Michael/Ström

PROJEKTY MIESZKANIOWE

Wykres 1: Historyczna sprzedaż i przekazania lokali Ronson Development SE

Wykres 2: Historyczna oferta i kwartalna wyprzedaż oferty Ronson Development SE





Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Tabela: Projekty mieszkaniowe w realizacji oraz planowane do rozpoczęcia w pozostałej części 2022 r.

	Projekt	Planowane ukończenie budowy	Liczba lokali w projekcie	PUM lokali w projekcie (tys. m ²)	Liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych	lokale niesprzedane na dzień 31.03.2022 r.
Oferta	Lokale z ukończonych inwestycji				12	24
	Wilanów Tulip*			9,6	7	5
	Nowe Warzymice II	Q2 2022	66	3,5	63	3
	Ursus Centralny Ib	Q3 2022	97	5,7	89	8
	Miasto Moje V	Q4 2022	170	8,6	156	14
	Ursus Centralny IIb	Q4 2022	206	11,8	133	73
	Viva Jagodno IIa	Q4 2022	76	4,3	55	21
	Nowe Warzymice III	Q4 2022	62	3,5	50	12
	Grunwaldzka	Q1 2023	70	3,4	34	36
	Miasto Moje VI	Q2 2023	227	11,7	58	169
	Ursus Centralny IIc	Q2 2023	219	11,1	35	184
	Viva Jagodno IIb	Q3 2023	152	8,9	9	143
	Nowe Warzymice IV	Q3 2023	75	3,8	6	69
	Falenty I	Q3 2023	42	4,3	-	42
	Razem Oferta				707	803
Planowane do rozpoczęcia w 2022	Miasto Moje VII		243	11,6	-	243
	Nova Królikarnia 3d		15	2,2	-	15
	Nova Królikarnia 4a		5	1,4	-	5
	Nova Królikarnia 4b		23	5,9	-	23
	Ursus Centralny IIe		280	16,0	-	280
	Sobola Ia		110	5,2	-	110
	Osiedle Vola		84	4,8	-	84
	Smardzewska		117	5,8	-	117
	Zielono Mi I		92	5,4	-	92
	Viva Jagodno III		58	3,1	-	58
		Razem - 2022		1 027	61,4	0

*inwestycja we wspólne przedsięwzięcie, udział Spółki wynosi 50% (projekt zakończony w Q3 2021)

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

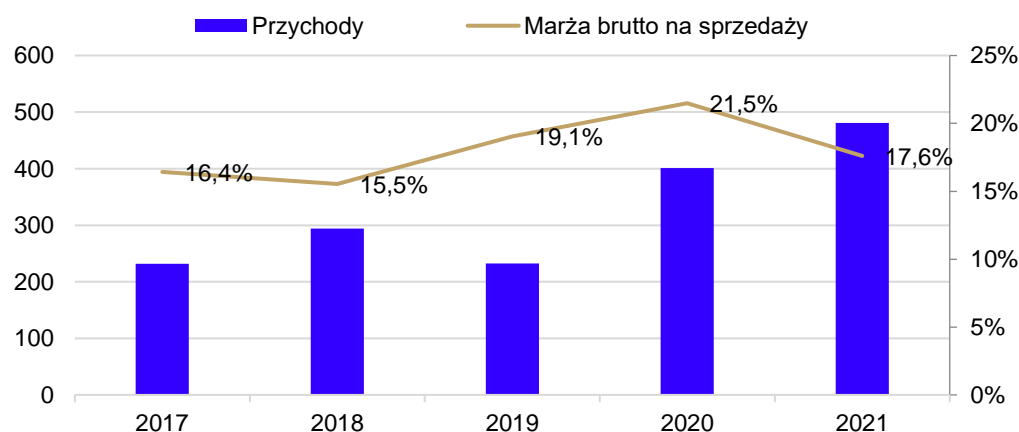
W 1Q22 Spółka sprzedała 99 mieszkań, natomiast w całym 2021 r. i 2020 r. było to odpowiednio 877 i 918 mieszkań. Łączna wartość sprzedanych w 1Q22 lokali wyniosła 45,6 mln zł. Sprzedaż w 1Q22 była o 72% niższa niż w 1Q21, kiedy to wyniosła rekordowe 355 mieszkań. Tempo sprzedaży mieszkań w 1Q22 było 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 popytu widoczny jest w raportach większości deweloperów mieszkaniowych).

Na koniec 1Q22 Spółka miała w ofercie 803 mieszkania w 8 lokalizacjach. 29 lokali było dostępnych w ramach projektów już ukończonych, a pozostałe 774 mieszkań na sprzedaż dotyczyło projektów w trakcie budowy. Na dzień 31.03.2022 r. w fazie budowy było 12 inwestycji, które obejmowały 1.462 lokale o łącznej powierzchni 80,6 tys. m² PUM. Kwartalny poziom wyprzedania oferty w 1Q22 wyniósł jedynie 13%. Oferta mieszkań wciąż wzrasta i na koniec kwartału kształtowała się w okolicach średniej z lat ubiegłych (przed okresem pandemii). Zgodnie z aktualnymi założeniami Spółki w pozostałej części 2022 roku do oferty może trafić dodatkowe 1.027 mieszkań.

Spółka w 1Q22 podpisała cztery finalne umowy zakupu gruntów na łącznie 67,4 tys. m² PUM (ok. 1.300 mieszkań). W poprzednim roku Spółka zakupiła grunty na łącznie 104,75 tys. m² PUM (ok. 2.069 mieszkań). Według stanu na 31.03.2022 r. Spółka miała podpisanych 8 wstępnych umów nabycia gruntów w Warszawie (169 tys. m² PUM, 3.557 lokali). W ramach tych umów Spółka zapłaciła zaliczki w łącznej kwocie 41,5 mln zł. Całkowita wartość umów netto wynosi 250,8 mln zł, w związku z czym wydatki na zakup gruntów zabezpieczonych tymi umowami wyniosą dodatkowo ok. 210 mln zł. Po dniu bilansowym Spółka podpisała przedwstępną umowę nabycia działki na Bemowie o powierzchni 0,5447 ha. Cena nieruchomości została ustalona na 9 mln zł. Łącznie Grupa jest w trakcie przygotowywania kolejnych 21 projektów o różnym stopniu zaawansowania, obejmujących około 5,5 tys. lokali mieszkalnych.

Do końca 2022 r. Spółka planuje dodatkowo ukończyć budowę 677 mieszkań, z czego 80% z nich jest już sprzedanych. W 1Q22 Ronson przekazał klientom 283 lokale. Powyższe oznaczają, że Spółka w całym 2022 r. planuje łącznie przekazać ok. 960 mieszkań, przy założeniu, że inwestycje zostaną ukończone w planowanych terminach. Jest to poziom porównywalny do lat poprzednich, gdzie poziom odbiorów wyniósł odpowiednio 1.007 lokali w 2021 r. i 966 lokali w 2020 r. Na koniec 1Q22 Spółka posiadała 707 sprzedanych, a nieprzekazanych lokali. Wszystkie sprzedane do tej pory mieszkania są planowane do przekazania w okresie do 1,5 roku.

Wykres: Przychody (tys. zł) i realizowana marża brutto na sprzedaży



Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Tabela: Rachunek zysków i strat

	31.03.2022	31.03.2021	31.12.2021	31.12.2020
Przychody ze sprzedaży	112 385	92 792	480 899	401 233
<i>Koszty własne sprzedaży</i>	- 87 186	- 75 519	- 396 199	- 315 023
Zysk brutto	25 199	17 273	84 700	86 210
<i>Zmiany wartości inwestycji w nieruchomości</i>	-	-	- 297	- 307
<i>Koszty sprzedaży i marketingu</i>	- 905	- 1 278	- 4 760	- 5 928
<i>Koszty ogólnego zarządu</i>	- 6 237	- 5 588	- 23 676	- 22 542
<i>Udział w zysku/(stracie) w ramach wspólnego przedsięwzięcia</i>	695	- 231	5 763	- 803
<i>Pozostałe koszty</i>	- 1 215	- 808	- 4 857	- 3 401
<i>Pozostałe przychody</i>	385	1 007	2 363	1 923
Wynik z działalności operacyjnej	17 922	10 376	59 236	55 152
<i>Przychody finansowe</i>	1 290	125	600	558
<i>Koszty finansowe</i>	- 1 343	- 982	- 4 412	- 5 168
<i>Zysk/strata w wartości godziwej instrumentu finansowego wycenianego w wartości godziwej przez rachunek zysków i strat</i>	- 4 376	-	-	-
<i>Wynik operacji finansowych, netto</i>	- 4 429	- 857	- 3 812	- 4 610
<i>Zysk/(strata) przed opodatkowaniem</i>	13 493	9 519	55 424	50 542
<i>Podatek dochodowy</i>	- 3 907	- 1 911	- 15 077	- 10 399
Zysk/(strata) netto z działalności	9 586	7 608	40 347	40 143

Źródło: Dane Spółki

Przychody ze sprzedaży z inwestycji mieszkaniowych w 1Q22 wyniosły 112 mln zł (+21% r/r). Przychody ze sprzedaży lokali mieszkalnych rozpoznawane są w momencie przekazania lokalu. W 1Q22 przekazano 268 mieszkań (w projektach w 100% posiadanych przez Grupę). Projektem, który znacząco wpłynął na wynik w 1Q22 był projekt Ursus Centralny IIa, w ramach którego przekazano 190 mieszkań (79 mln zł przychodu). Marża brutto na sprzedaży w 1Q22 wyniosła 22,4%. W całym poprzednim roku Spółka wykazała 481 mln zł przychodów, a marża brutto na sprzedaży wyniosła 17,6%.

W badanym okresie przekazano również 15 mieszkań w ramach projektu joint venture - Wilanów Tulip, w którym Spółka posiada 50% udziałów. Projekty JV są konsolidowane metodą praw własności w rachunku zysków i strat, zmiana ich aktywów netto jest pokazywana jako zysk/strata we wspólnym przedsięwzięciu. Koszty administracji i marketingu („SG&A”) w 1Q22 wyniosły 7,1 mln zł (6,9 mln zł w 1Q21). W całym 2021 r. koszty SG&A wyniosły 28,4 mln zł. EBIT w 1Q22 wyniósł 17,9 mln zł (10,3 mln zł w 1Q21). Negatywny wpływ na wynik netto Grupy miała natomiast wycena do wartości godziwej umowy inwestorskiej typu SAFE (transakcja została opisana w dziale ‘zadłużenie’). Strata na tej pozycji wyniosła 4,4 mln zł. Zysk netto w 1Q22 wyniósł 9,6 mln zł, w całym 2021 r. było to 40,3 mln zł.

W 2021 roku Spółka również zdecydowała się rozwijać swoją działalność w zakresie tzw. najmu instytucjonalnego (PRS). Spółka planuje, że do końca 2025 w ofercie znajdzie się ok. 2.000-3.000 mieszkań na wynajem, a zabezpieczony bank ziemi ma wynieść ok. 5000 mieszkań. Spółka działalność w sektorze PRS prowadzić będzie przede wszystkim w Warszawie, Wrocławiu oraz Poznaniu. Rozwój w sektorze najmu instytucjonalnego ma zostać osiągnięty poprzez nawiązanie współpracy z doświadczonymi partnerami z rynku, w tym z partnerami finansowymi (projekty mogą być finansowane w formie JV). PRS w kolejnych latach będzie jedynie biznesem uzupełniającym. Podstawową działalnością pozostanie budowa i sprzedaż mieszkań klientom indywidualnym.

POTENCJAŁ DO GENEROWANIA PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH

Tabela poniżej przedstawia analizę wrażliwości oczekiwanych przepływów pieniężnych na:

- I. ceny mieszkań realizowane przez Spółkę w przyszłości dla wszystkich lokali, które na koniec 1Q22 nie były sprzedane (scenariusz bazowy stanowią średnie ceny mieszkań na realizowanych dotychczasowo inwestycjach i nasze założenia dla inwestycji, dla których nie rozpoczęto jeszcze sprzedaży),
- II. liczbę sprzedanych w przyszłości lokali

Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 1Q22 zostaną w 100% przekazane klientom według cen z przedwstępnych umów sprzedaży. W kalkulacji uwzględniamy wszystkie projekty mieszkaniowe w realizacji oraz projekty planowane do zakończenia do końca 1Q25 (15.04.2025 - data wykupu wyemitowanych obligacji serii W). Analiza nie obejmuje zatem pełnego banku ziemi, który posiada Spółka, a także projektów związanych z działalnością w sektorze najmu instytucjonalnego.

Tabela: Analiza wrażliwości oczekiwanych przepływów pieniężnych netto z projektów w realizacji i planowanych do zakończenia do 1Q25 na zmianę założeń M/S DM

mln zł		Odchylenie zakładanych cen sprzedaży				
		90%	95%	100%	105%	110%
Sprzedaż mieszkań	100%	510	580	650	720	790
	95%	447	513	580	647	713
	90%	384	447	510	573	636
	85%	321	380	440	499	559
	80%	258	314	370	426	482
	75%	195	247	300	352	405
	70%	132	181	230	279	328
	65%	69	114	160	205	251
	60%	6	48	90	132	174
	55%	-57	-19	20	58	97
	50%	-120	-85	-50	-15	20

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Z przeprowadzonej analizy wynika, że w przypadku sprzedaży wszystkich mieszkań według założonych przez nas cen Spółka powinna być w stanie wygenerować ok. 650 mln zł gotówki. Kwota ta uwzględnia szacowane przychody ze sprzedaży lokali, oczekiwane nakłady na ich budowę oraz otrzymane przedpłaty, lecz nie uwzględnia podatków. Zakładamy konserwatywne podejście do realizowanych marż na projektach mieszkaniowych spowodowane wzrastającymi kosztami finansowymi (rosnące stopy procentowe), a także presją cenową ze strony generalnych wykonawców, która nie będzie w pełni kompensowana wzrostami cen mieszkań.

Na koniec 1Q22 dług finansowy Spółki wynosił 333 mln zł, a zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe wyniosły 73 mln zł. Zakładamy, że Spółka będzie ponosić ok. 28 mln zł kosztów SG&A rocznie, co w perspektywie 3 lat daje łącznie ok. 84 mln zł. Zakładamy, że Spółka w 2022 r. wypłaci dywidendę w wysokości 39 mln zł. Uchwała w sprawie podziału zysku za rok 2021 określa, że dywidenda uzależniona jest od tego, że wypłata ta nie wpłynie negatywnie na zdolność Spółki do spłaty zadłużenia lub realizacji planów rozwojowych. Spełnienie warunku zostanie stwierdzone do dnia 30 listopada 2022 r. Zgodnie z powyższym przybliżone wydatki do poniesienia do końca 1Q25 wyniosą ok. 529 mln zł (bez uwzględniania zakupów nowych gruntów).

Spółka na dzień bilansowy posiadała 179 mln zł środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (z uwzględnieniem środków pieniężnych na rachunkach powierniczych). Po uwzględnieniu tej wartości Spółka musiałaby w perspektywie 3 lat wygenerować ok. 350 mln zł dodatkowych środków pieniężnych, aby spłacić zobowiązania oraz pokryć koszty funkcjonowania. Oznacza to, że Spółka przy naszych założeniach w scenariuszu bazowym, musiałaby przekazać wszystkie lokale sprzedane i nieprzekazane oraz sprzedać ok. 78% pozostałych lokali w realizowanych i planowanych projektach. Należy jednak zaznaczyć, że inwestycje Spółki są bardzo zróżnicowane pod względem lokalizacji, w związku z czym ceny lokali, tempo wyprzedaży oferty i realizowane marże mogą się znacząco różnić na poszczególnych projektach.

ANALIZA BILANSU

	31.03.2022	31.12.2021	31.12.2020	% sumy bilansowej na 31.03.2022 r.
<i>Rzeczowe aktywa trwałe</i>	7 507	7 558	8 797	1%
<i>Nieruchomości inwestycyjne</i>	28 870	28 596	8 956	3%
<i>Wartości niematerialne i prawne</i>	909	1 016	39	0%
<i>Inwestycje we wspólne przedsięwzięcie</i>	4 505	3 846	8 902	0%
<i>Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego</i>	9 032	8 195	9 037	1%
<i>Grunty przeznaczone pod zabudowę</i>	8 760	10 041	45 486	1%
Aktywa trwałe razem	59 583	59 251	81 217	6%
<i>Zapasy</i>	672 880	655 542	664 761	67%
<i>Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności, zaliczki</i>	59 831	58 180	37 374	6%
<i>Zaliczki na grunty</i>	35 700	48 453	3 700	4%
<i>Należności z tytułu podatku dochodowego</i>	2 060	1 002	338	0%
<i>Pożyczki udzielone podmiotom trzecim</i>	1 644	1 621	-	0%
<i>Pożyczki udzielone wspólnemu przedsięwzięciu</i>	123	319	1 039	0%
<i>Pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe</i>	5 874	8 794	14 239	1%
<i>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty</i>	173 005	133 434	135 099	17%
Aktywa obrotowe razem	951 117	907 345	856 550	94%
Aktywa razem	1 010 700	966 597	937 767	100%
<i>Kapitał podstawowy</i>	12 503	12 503	12 503	1%
<i>Nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej</i>	150 278	150 278	157 905	15%
<i>Akcje własne</i>	- 1 732	- 1 732	- 1 613	0%
<i>Zyski zatrzymane</i>	268 582	258 996	211 022	27%
Kapitał własny razem	429 631	420 045	379 817	43%
<i>Obligacje</i>	197 266	196 991	175 382	20%
<i>Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego</i>	16 989	13 513	9 562	2%
<i>Zobowiązanie leasingowe z tytułu wieczystego użytkowania gruntów klasyfikowanych jako nieruchomości inwestycyjne</i>	641	553	590	0%
Zobowiązania długoterminowe razem	214 896	211 057	185 534	21%
<i>Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania oraz rozliczenia międzyokresowe bierne</i>	72 600	61 086	58 347	7%
<i>Obligacje</i>	49 931	49 770	52 625	5%
<i>Pozostałe zobowiązania – odsetki naliczone od obligacji</i>	3 073	2 477	2 065	0%
<i>Zabezpieczone kredyty bankowe</i>	3 377	1 568	-	0%
<i>Zaliczki otrzymane</i>	144 217	198 227	8 482	14%
<i>Zobowiązanie z tytułu podatku dochodowego</i>	491	2 716	224 267	0%
<i>Rezerwy</i>	2 128	2 128	11 734	0%
<i>Zobowiązanie leasingowe z tytułu wieczystego użytkowania gruntów klasyfikowanych jako grunty</i>	11 354	17 523	994	1%
<i>Zobowiązanie finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy</i>	79 002	-	13 902	8%
Zobowiązania krótkoterminowe razem	366 173	335 495	372 416	36%
Zobowiązania razem	581 069	546 552	557 950	57%
Pasywa razem	1 010 700	966 597	937 767	100%

Na koniec 1Q22 suma bilansowa wyniosła 1 011 mln zł, wobec 967 mln zł na koniec 2021 r. i 938 mln zł na koniec 2020 r. Głównym składnikiem aktywów są zapasy, które na koniec 1Q22 wyniosły 672 mln zł i stanowiły 67% sumy bilansowej. W wartości zapasów największy udział stanowią wydatki związane z zakupem gruntów o wartości bilansowej 417 mln zł. Wartość bilansowa kosztów aktualnie realizowanych prac budowlanych wynosi 160 mln zł. Spółka wykazuje również wysokie saldo środków pieniężnych, które na koniec 1Q22 wyniosło 179 mln zł (z uwzględnieniem środków na MRP).

Pasywa Spółki na koniec 1Q22 składały się w 43% z kapitałów własnych oraz w 57% ze zobowiązań. Kapitał własny wyniósł 430 mln zł (+10 mln zł q/q, +50 mln zł względem końca 2020 r.). Wzrost kapitału własnego wiąże się z wygenerowanym w poprzednich okresach zyskiem netto oraz brakiem wypłaty dywidendy.

Zobowiązania długoterminowe na dzień 31.03.2022 r. wynosiły 215 mln zł, z czego 197 mln zł to obligacje. Wartość zobowiązań krótkoterminowych wyniosła 366 mln zł, z czego zadłużenie finansowe to 136 mln zł (w tym 79 mln zł jest związane z umowami SAFE zawartymi w 1Q22). Główną pozycją zobowiązań krótkoterminowych są zaliczki otrzymane od klientów z tytułu zakupu mieszkań, które na koniec 1Q22 wyniosły 144 mln zł (-54 mln zł q/q). Zaliczki są ujmowane jako przychody przyszłych okresów do momentu wydania mieszkania klientowi. Można zauważyć, że bieżące wpłaty od klientów stanowią istotne źródło finansowania realizowanych inwestycji.

ZADŁUŻENIE

Tabela: Zadłużenie finansowe netto Ronson Development SE.

	1Q22	4Q21
<i>Obligacje oraz kredyty i pożyczki</i>	250 270	249 238
<i>Zabezpieczone kredyty bankowe</i>	3 377	1 568
<i>Zobowiązanie finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy</i>	79 002	-
<i>Zobowiązanie finansowe z tytułu leasingu samochodów</i>	277	292
<i>Środki pieniężne na rachunkach powierniczych (pozostałe aktywa finansowe)</i>	-5 874	-8 794
<i>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty</i>	-173 005	-133 434
<i>Dług netto</i>	154 047	108 870
<i>Kapitał własny razem</i>	429 631	420 045
<i>Wskaźnik dn/kw</i>	35,9%	25,9%

Źródło: Dane Spółki

Zadłużenie finansowe na koniec marca 2022 wyniosło 333 mln zł i było wyższe o 82 mln zł względem końca roku 2021. Wzrost zadłużenia finansowego brutto wynika przede wszystkim z zawartych w 1Q22 umów inwestycyjnych. W dniach 30 stycznia 2022 r. oraz 22 lutego 2022 r. Spółka podpisała łącznie 5 umów inwestycyjnych typu SAFE z izraelskimi inwestorami instytucjonalnymi pozyskując finansowanie w łącznej kwocie 60 mln ILS, co na dzień dokonania transakcji stanowiło 74,6 mln zł. Wszystkie wymagania z umowy SAFE zostały spełnione i całość kwoty została otrzymana przez Ronson do dnia 31 marca 2022 r. Umowa SAFE została zakwalifikowana jako zobowiązanie finansowe wyceniane w wartości godziwej poprzez rachunek zysków i strat. Wycena zobowiązania przeprowadzana jest przez zewnętrznych doradców. Umowy przyznają inwestorom uprawnienia, w tym prawo do subskrybowania instrumentów zamiennych na akcje Spółki, a także prawo do zamiany ich inwestycji na akcje lub obligacje w Amos Luzon Development and Energy Group Ltd.

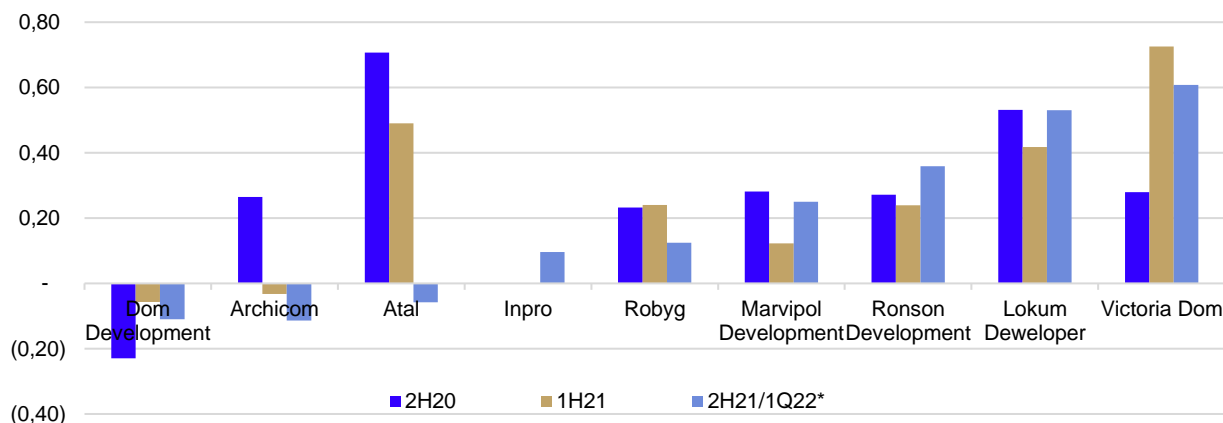
Główną formą finansowania działalności Spółki są obligacje, które na koniec 1Q22 odpowiadały za 75% zadłużenia finansowego. Spółka posiada również linie kredytowe pozyskane dla potrzeb poszczególnych projektów. Saldo kredytów bankowych na dzień 31.03.2022 r. wyniosło jedynie 3,4 mln zł. Spółka na koniec okresu miała możliwość pozyskania dodatkowych ok. 125 mln zł w formie kredytów budowlanych dla celów finansowania poszczególnych inwestycji. Oprocentowanie linii kredytowych wynosi WIBOR 3M + 2,5-3 % marży.

Na koniec okresu sprawozdawczego Spółka posiadała 179 mln zł środków pieniężnych i ich ekwiwalentów (z uwzględnieniem środków na MRP) co implikuje wartość długu netto na poziomie 154 mln zł (+45 mln zł q/q). Stosunek długu netto do kapitałów własnych na koniec 1Q22 wyniósł 0,36x (0,26x na koniec 4Q21). Wskaźnik dn/kw dla Spółki utrzymuje się na względnie bezpiecznym poziomie, biorąc pod uwagę limit wskaźnika zadłużenia z tytułu emisji obligacji na poziomie 0,8x.

Po dniu bilansowym Spółka dokonała terminowego wykupu obligacji serii T o wartości nominalnej 50 mln zł.

W kolejnych okresach Spółka może jednak zwiększać zadłużenie finansowe ze względu na spowolnienie tempa sprzedaży mieszkań. W poprzednich okresach proces budowy inwestycji większości deweloperów obecnych na rynku Catalyst był finansowany w dużej mierze przedpłatami klientów. W sytuacji obserwowanego spadku sprzedaży, może wystąpić konieczność uruchomienia w większym niż dotychczas stopniu pozyskanych linii kredytowych. Będzie wiązać się to ze wzrostem salda kredytów i ich udziału w strukturze zadłużenia finansowego Spółki. Prowadzić to będzie do wzrostu kosztów finansowania projektów. Aktualnie główną formą finansowania działalności Spółki są obligacje, których oprocentowanie jest zmienne, zależące od wskaźnika WIBOR 6M. Obserwowane obecnie zmiany stóp procentowych prowadzą do wzrostu kosztów odsetkowych. Powyższe czynniki będą miały istotny wpływ na marżowość realizowanych projektów mieszkaniowych – odsetki są kapitalizowane.

Wykres: Wskaźnik dług netto/kapitał własny wśród deweloperów*



*dane na 31.12.2021 dla Victoria Dom, Robyg. Dla pozostałych spółek na 31.03.2022. Do analizy wybrano deweloperów mieszkaniowych obecnych na rynku Catalyst.

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

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

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

Tabela: Charakterystyka obligacji Ronson Development SE (stan na dzień 27.05.2022 r.)

	V*	W**
<i>nazwa skrócona</i>	RON0424	RON0425
<i>wartość emisji</i>	100 000 000	100 000 000
<i>nominał</i>	1 000	1 000
<i>oprocentowanie</i>	zmienne (WIBOR6M)	zmienne (WIBOR6M)
<i>marża</i>	4,30%	4,00%
<i>data wykupu</i>	02.04.2024	15.04.2025
<i>Zabezpieczenie</i>	brak	brak
<i>opcja wcześniejszego wykupu</i>	tak	tak

*Obligacje serii V podlegają spłacie w dwóch transzach: 40% (40,0 mln złotych) wartości wraz z naliczonymi odsetkami zostanie spłacone w październiku 2023 roku, pozostałe 60% (60,0 mln złotych) wraz z naliczonymi odsetkami zostanie spłacone w kwietniu 2024 roku.

**Obligacje serii W podlegają spłacie w dwóch transzach: 40% (40,0 mln złotych) wartości wraz z naliczonymi odsetkami zostanie spłacone w październiku 2024 roku, pozostałe 60% (60,0 mln złotych) wraz z naliczonymi odsetkami zostanie spłacone w kwietniu 2025 roku.

Źródło: GPW Catalyst, dane Spółki

Kowenanty wyemitowanych obligacji określają przede wszystkim maksymalny poziom Wskaźnika Zadłużenia Netto (stosunek Zadłużenia Finansowego Netto do Aktywów Netto). Maksymalny dopuszczalny przez kowenanty obligacji poziom wskaźnika wynosi 0,8x. Na dzień 31.03.2022 r. wartość wskaźnika wyniosła 0,36x. Oznacza to, że ceteris paribus Spółka, ma możliwość zaciągnięcia ok. 190 mln zł dodatkowego długu (aby nie doszło do złamania kowenantów obligacji).

WEO obydwu serii określają również możliwe podwyższenie marży w zależności od poziomu wskaźnika zadłużenia netto. W przypadku gdy wskaźnik osiągnie wartość wyższą niż 0,8, lecz niższą niż 1,0, to marża ulegnie zwiększeniu o 0,75 p.p.. Jeżeli wskaźnik będzie wyższy niż 1,0 to marża ulegnie zwiększeniu o 1,5 p.p.

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

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

Niniejszy materiał:

- a) nie stanowi rekomendacji w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi;
- b) nie jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego go dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy;
- c) nie spełnia standardów rekomendacji inwestycyjnej określonych w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.