

## Ronson Europe

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Ronson Europe N.V. (spółka) po wynikach za 1Q17 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Według naszych szacunków w przeciągu najbliższych 3 lat z projektów znajdujących się obecnie w ofercie Ronson jest w stanie wygenerować 333 mln zł netto. Ta wartość wystarczy spółce na i) pokrycie kosztów bieżącej działalności (ok. 20 mln zł kosztów ogólnego zarządu rocznie), ii) zapowiedzianą wypłatę dywidendy w wysokości 16 mln zł w sierpniu, oraz 15 mln zł w kolejnych latach, iii) spłatę całości zadłużenia brutto.
- Po spłacie obligacji serii C, której termin wykupu przypada na 14 czerwca br. spółka będzie posiadała deklarowaną docelową strukturę zadłużenia z 200 mln zł długu, i zapadalnością po 50 mln zł w każdym kolejnym roku. Poprzez emisję obligacji serii R Ronson zabezpieczył możliwości spłaty zapadającej serii C.
- Obecnie najbardziej restrykcyjnym kowenantem na zadłużeniu spółki jest stosunek długu netto do zasobów poniżej 0,5x ustanowiony na obligacjach serii G zapadających w kwietniu 2018 r. Przy stanie zasobów na koniec 1Q17 daje on przestrzeń do zaciągnięcia dodatkowych 75 mln zł długu.
- Na koniec 1Q17 dług netto spółki wyniósł 158 mln zł i implikował stosunek zadłużenia netto do kapitałów własnych na bezpiecznym poziomie 45% wobec 44% na koniec 2016 r.
- Po rozliczeniu emisji obligacji serii R oraz spłacie serii C (pomijając pozostałe przepływy pieniężne) spółka posiadała będzie 46 mln zł gotówki. W ciągu najbliższego roku wymagalne są zobowiązania obligacyjne o wartości 39 mln zł.

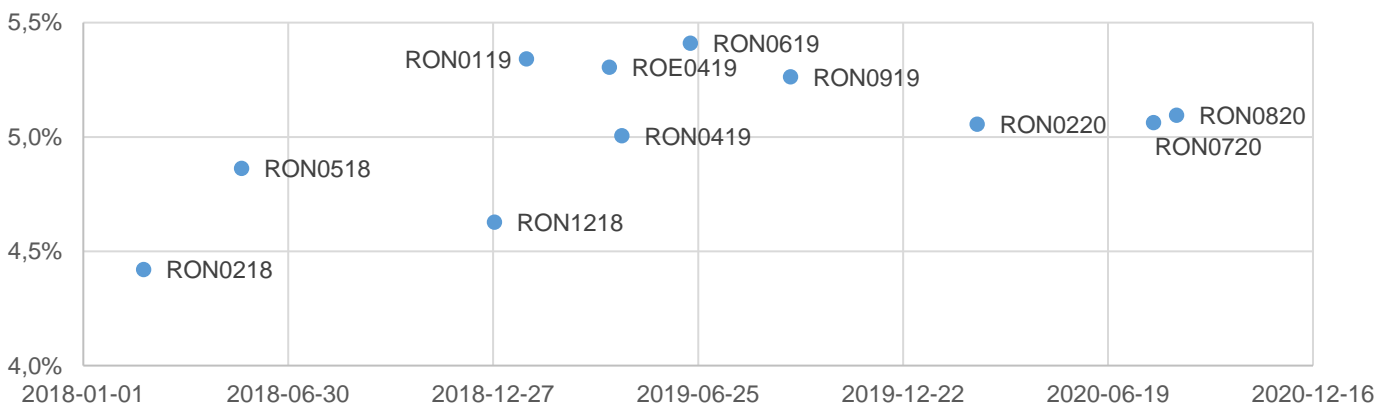
## PROFIL SPÓŁKI:

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

## Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
RON0617	83,5	n.d.
RON0518	22,1	4,86%
G (0418)	12,0	n.d.
RON0218	5,0	4,42%
RON0119	10,0	5,34%
RON0419	15,5	5,00%
RON0619	4,5	5,41%
RON1218	15,0	4,63%
RON0220	10,0	5,06%
RON0919	10,0	5,26%
ROE0419	10,0	5,31%
RON0820	10,0	5,10%
RON0720	15,0	5,06%
R (0521)	50,0	n.d.
Suma	272,6	

## Rentowność do wykupu (YTM) obligacji korporacyjnych Ronson

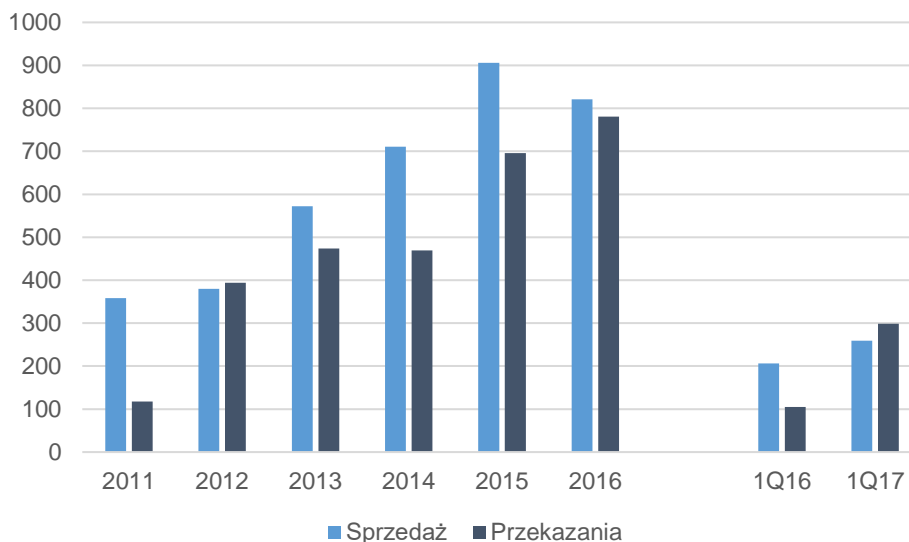


Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

## Opis spółki

Ronson Europe N.V. jest deweloperem mieszkaniowym działającym na polskim rynku od 2000 r. Akcje spółki notowane są na GPW od 2007 roku, natomiast jej obligacje zadebiutowały na Catalyst w 2011 r. Do tej pory deweloper zrealizował ponad 20 projektów w Polsce z czego 15 w aglomeracji warszawskiej. Deweloper wybudował ponadto osiedla mieszkalne we Wrocławiu, Poznaniu i Szczecinie, i łącznie we wszystkich projektach przekazał już ponad 4 000 mieszkań lokatorom. Na koniec 1Q17 spółka miała w ofercie 671 lokali i była w trakcie realizacji 8 etapów poszczególnych projektów na łączną liczbę 1276 mieszkań. W 1. kwartale 2017 r. spółka przekazała 299 lokali (wobec 105 w analogicznym okresie roku poprzedniego) uzyskując z tego tytułu 110 mln zł przychodów (wzrost o 163% r/r). Wysoki poziom przychodów wynikał głównie z przekazania mieszkań w dwóch projektach zakończonych w 4Q16 (Espresso III oraz Kamienica Jeżyce), które odpowiadały za 38% przychodów dewelopera w 1Q17. Spółka odnotowała również wzrost sprzedaży mieszkań o 26% r/r do 259 wobec 206 w 1Q16. Sprzedaż była niższa o 5% od rekordowego 4Q16. Głównym celem spółki jest rozwój działalności mieszkaniowej, skoncentrowanej na głównych polskich rynkach, ze szczególnym uwzględnieniem Warszawy.

Wykres: Historyczna sprzedaż i przekazania lokali



Źródło: Dane spółki

W czwartym kwartale 2016 r. miała miejsce transakcja, która w znacznym stopniu wpłynęła na wyniki finansowe spółki i pozwoliła osiągnąć rekordowe zyski. Ronson sprzedał na rzecz byłego akcjonariusza (Global City Holdings) projekt Nova Królikarnia za 175 mln zł z czego 141 mln zł rozliczone zostało poprzez umorzenie akcji posiadanych przez GCH. Dzięki wsparciu transakcji deweloper rozpoznał łączny zysk brutto na sprzedaży w 2016 r. na poziomie 118,7 mln zł (wzrost o 132% r/r), oraz zysk netto w wysokości 65,1 mln zł (wzrost o 243% r/r). Bez wystąpienia zdarzeń o charakterze jednorazowym spółka nie powinna uzyskać zbliżonych wyników finansowych w najbliższych latach. Wyłączając transakcję zysk brutto na sprzedaży wyniósł 61,4 mln zł (wzrost o 20% r/r).

W wyniku transakcji doszło również do zmiany akcjonariatu spółki, który na 1 marca br. przedstawiał się następująco:

Akcjonariusz	Udział w kapitale i głosach
Amos Luzon Development and Energy (Izrael)	66,1%
NN OFE	14,6%
MetLife OFE	7,9%
Aviva OFE	4,4%
Pozostali	7,0%

Źródło: Dane spółki

A. Luzon Properties and Investments Ltd. jest deweloperem rozwijającym osiedla mieszkaniowe, hotele, centra handlowe oraz powierzchnie biurowe i wszedł do akcjonariatu spółki w 1Q16 poprzez przejęcie U. Dori (poprzedniego akcjonariusza Ronson) od Gazit-Globe Israel (Development) Ltd. W wyniku transakcji A. Luzon objął pośrednio pakiet 40% akcji Ronsona. Następnie budowlana spółka U. Dori zmieniła nazwę na Amos Luzon Development and Energy.

A. Luzon zwiększył swoje zaangażowanie w spółce w 4Q16 do obecnych 66% poprzez rozliczenie transakcji wyjścia z akcjonariatu izraelskiej spółki Global City Holdings, która dotychczas posiadała 40% akcji Ronsona. GCH po otrzymaniu pozwolenia na realizację pierwszych etapów swojego priorytetowego projektu Park of Poland zdecydowała o zbyciu swojego pakietu akcji w spółce. Transakcja została rozliczona poprzez sprzedaż na rzecz GCH projektu Nova Królikarnia za 175 mln zł oraz skup akcji własnych od GCH. Akcje zostały umorzone i w wyniku transakcji proporcjonalnie wzrósł udział w spółce dotychczasowych akcjonariuszy.

### Potencjał do generowania gotówki

Na koniec 1Q17 Ronson posiadał 671 lokali w swojej ofercie oraz bank ziemi pozwalający na wybudowanie kolejnych 6 100 lokali (wliczając 1 600 mieszkań na gruncie nierozliczonym do końca 1Q17 na Ursusie, o którego zakupie spółka informowała w styczniu 2017 r.). Ponadto na koniec 1Q17 deweloper posiadał 836 lokali sprzedanych i nieprzekazanych. Łącznie daje to potencjał do przekazania ponad 7 600 lokali w projektach zrealizowanych, realizowanych oraz planowanych.

Biorąc pod uwagę przeciętny poziom sprzedaży spółki na poziomie ok. 800 mieszkań rocznie – obecny bank ziemi pozwoliłby spółce na kontynuowanie działalności na obecnej skalę przez ok. 9 lat bez konieczności inwestowania w nowe grunty.

Zarówno oferta, jak i bank ziemi dewelopera skoncentrowane są w Warszawie – odpowiednio 56% i 53% całości. Pozostałymi rynkami na których aktywny jest Ronson są Poznań, Wrocław i Szczecin.

	Projekt	Data oddania do użytku	Liczba lokali w projekcie	Liczba lokali niesprzedanych	Liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych
Projekty zakończone	Verdis I-IV	4Q15	441	10	4
	Sakura I-IV	3Q15	515	11	7
	Tamka	3Q15	65	0	1
	Moko I-II	4Q16	345	58	11
	Młody Grunwald I-II	4Q15	285	30	4
	Panoramika II	3Q16	197	15	1
	Kamienica Jeżyce I-II	4Q16	295	11	23
	Espresso II-III	4Q16	519	7	26
	Impressio I-II	2Q15	228	3	2
	Naturalis I-III	3Q13	201	1	1
	Inne	n.d.		4	1
<b>Razem</b>				<b>150</b>	<b>81</b>
Projekty w trakcie realizacji	City Link I*	3Q17	322	24	298
	City Link II*	4Q18	189	39	150
	City Link III**	2H19	364	364	0
	Miasto Moje I	1Q18	205	131	74
	Espresso IV	1Q18	146	54	92
	Chilli IV	3Q17	45	38	7
	Panoramika III	4Q17	122	89	33
	Vitalia I	3Q17	139	87	52
	Młody Grunwald III	4Q17	108	59	49
<b>Razem</b>				<b>885</b>	<b>755</b>
<b>RAZEM OFERTA</b>				<b>671</b>	<b>1 035</b>
Bank ziemi	Naturalis		345	345	0
	Panoramika		272	272	0
	Chilli		183	183	0
	Vitalia		165	165	0
	Miasto Moje		1 308	1 308	0
	Chopin		467	467	0
	Matisse		473	473	0
	Falenty		160	160	0
	Marina Miasto		151	151	0
	Renaissance		224	224	0
	Bułgarska		264	264	0
	Vivaldi		75	75	0
	Bełchatowska 28		50	50	0
	Ursus***		1 600	1 600	0
	<b>Razem</b>				<b>5737</b>
<b>RAZEM POTENCJAŁ</b>				<b>6 775</b>	<b>6 772</b>

\* Ronson posiada 50% udziałów w przedsięwzięciu

\*\* City Link III został wprowadzony do oferty w maju 2017, Ronson posiada 100% udziałów w przedsięwzięciu

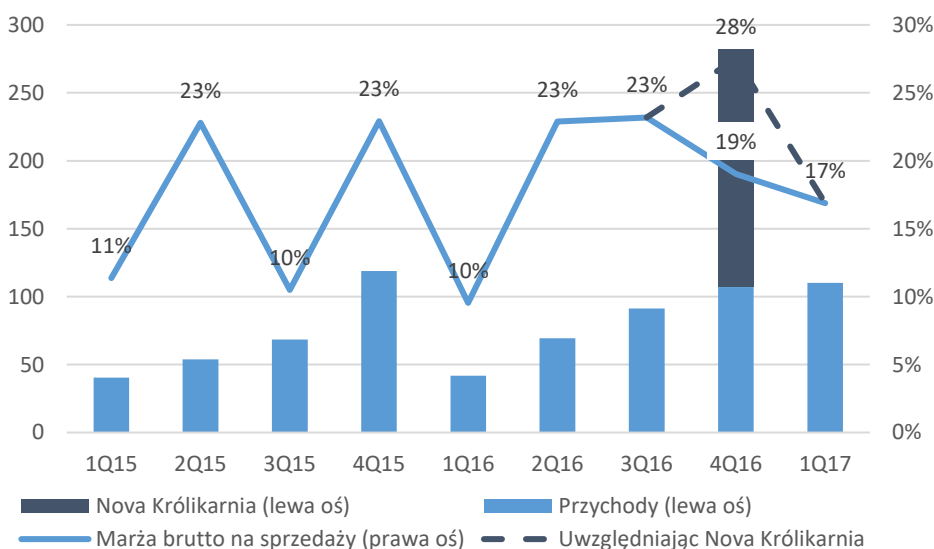
\*\*\* grunt kupiony w 1Q17, nierozliczony do końca 1Q17 i niewidoczny w bilansie spółki

Poziom oferty spółki na koniec 1Q17 był niski co wynikało z dobrej sprzedaży, przy jednoczesnym braku wprowadzenia do oferty nowych projektów w 1Q17. Spółka planuje wprowadzenie do oferty 1 160 mieszkań w 2017 r. z czego 364 zostało wprowadzone w ramach projektu City Link III w Warszawie pod koniec maja 2017, a 151 lokali w ramach projektu Marina Miasto we Wrocławiu spółka planuje uruchomić przed zakończeniem 2Q17. Pozostałe projekty, które spółka wskazuje jako potencjalne do uruchomienia w 2017 r. to Bułgarska w Poznaniu (264 lokale) na gruncie zakupionym w 2016 r. oraz kolejne etapy projektów Chilli (Poznań, 39 lokali), Panoramika (Szczecin, 107 lokali), Vitalia (Wrocław, 84 lokale), oraz Miasto Moje (Warszawa, 147 lokali).

## 1. Realizowane marże

Zysk brutto spółki w 1Q17 wyniósł 18,6 mln zł, co przy 110 mln zł przychodów implikowało marżę brutto na sprzedaży na poziomie 17%. Zysk brutto spółki w 2016 r. wyniósł 119 mln zł (wzrost o 132% r/r) i implikował 24% marżę brutto. Wyłączając transakcję sprzedaży projektu Nova Królikarnia do dotychczasowego akcjonariusza, która wygenerowała 57 mln zł (48% zysku) przy 33% marży, zysk wyniósł 61,4 mln zł (wzrost o 20% r/r) i implikował marżę na poziomie 20% wobec 18% wygenerowanej w 2015 r.

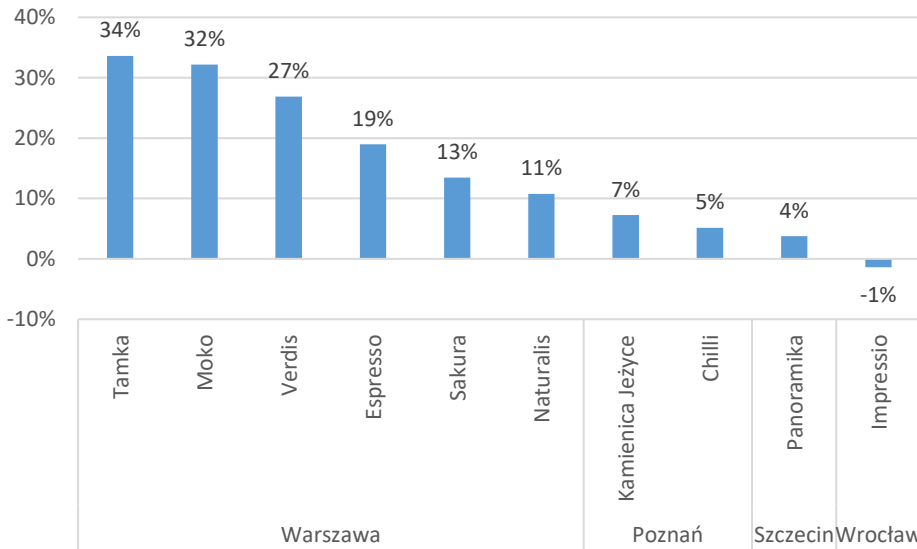
Wykres: Przychody i realizowana marża brutto na sprzedaży



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

W 1Q17 spółka rozpoznawała przychody z 10 projektów o zróżnicowanej rentowności. Zdecydowanie najwyższymi marżami brutto charakteryzowały się projekty warszawskie – rentowność od 7% do 31%. Projekty poznańskie charakteryzowały się rentownością na poziomie 1-7%, natomiast szczecińska Panoramika i wrocławskie Impressio wygenerowały odpowiednio 1% oraz -3% marży brutto. Historyczne wahania kwartalnej marżowości brutto na sprzedaży również w głównej mierze wynikają z harmonogramu przekazania projektów o zróżnicowanej rentowności.

Wykres: Średnia marża brutto na sprzedaży na projektach w latach 2013-1Q17



Źródło: Dane spółki

W analizie marży brutto realizowanej w poszczególnych projektach da się zauważyć wyraźnie niższe marże realizowane na projektach poza Warszawą. Wszystkie projekty, które przynosiły marżę poniżej 10% zostały zrealizowane na gruntach kupionych przez Ronson w okresie 2007-2008, gdy ze względu na silną konkurencję na rynku warszawskim ówczesny zarząd podjął decyzję o ekspansji na pozostałe główne rynki Polski. Pierwszym projektem realizowanym poza Warszawą na gruncie nabytym przez spółkę po kryzysie finansowym jest projekt Vitalia we Wrocławiu, którego pierwszy etap ma zostać ukończony w 3Q17. Zwracamy uwagę na dwa aspekty istotne z perspektywy prognoz finansowych dewelopera: 1) zarówno wśród obecnych projektów jak i w banku ziemi znajdują się projekty realizowane na gruntach kupionych poza Warszawą w latach 2007-08 co będzie w naszym przekonaniu istotnie obniżać marże realizowane przez dewelopera także w najbliższych latach, oraz 2) z perspektywy obligatariuszy niskie marże wynikające z historycznych zakupów banku ziemi, nie mają przełożenia na obniżanie generowanych przepływów pieniężnych w najbliższych latach.

## 2. Analiza wrażliwości

Na konferencji wynikowej 1Q17 zarząd podtrzymał cele sprzedażowe dewelopera na 2017 r. – spółka chciałaby sprzedać około 800 lokali i przekazać ich około 1000 (zwracamy uwagę, że w tej liczbie uwzględniono projekt City Link, w którym spółka posiada 50% udziałów). Zakładając, że w kolejnych latach cel sprzedażowy utrzymałby się na poziomie ok. 800 lokali rocznie spółka przekazałaby ok. 3400 lokali w latach 2017-2020, wobec obecnego potencjału do przekazania ponad 7600 mieszkań na koniec 1Q17.

Według naszych szacunków z realizacji wszystkich projektów posiadanych przez spółkę jest w stanie wygenerować ona 826 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, oraz rozliczenie przeprowadzonego zakupu gruntu na Ursusie. Zwracamy uwagę, że spółka posiada duży bank ziemi i nasze szacunki przepływów zakładają realizację wszystkich projektów w banku ziemi, co przy obecnym tempie zajęłoby około 9 lat. W ramach projektów gotowych oraz w trakcie realizacji, które już trafiły do oferty spółki, Ronson jest w stanie wygenerować według naszych szacunków 333 mln zł netto, w czym uwzględniamy projekt City Link III na 364 mieszkania, który wszedł do oferty spółki w maju 2017 r. Trzeci

etap projektu City Link należy do spółki w 100%. Ostatni z tych projektów ma zostać ukończony w drugiej połowie 2019 r. Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości tych szacunków na nasze założenia ceny sprzedaży z mkw (oś pozioma) w poszczególnych projektach, oraz % sprzedanych mieszkań (oś pionowa). W naszej symulacji zakładamy, że niezależnie od poziomu sprzedaży wszystkie projekty zostają zrealizowane.

Według naszych szacunków w przeciągu najbliższych 3 lat z projektów znajdujących się obecnie w ofercie Ronson jest w stanie wygenerować 333 mln zł netto. Ta wartość wystarczy spółce na i) pokrycie kosztów bieżącej działalności (ok 20 mln zł rocznie), ii) zapowiedzianą wypłatę dywidendy w wysokości 16 mln zł w sierpniu, oraz 15 mln zł w kolejnych latach, iii) spłatę całości zadłużenia brutto.

Tabela: 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%	253	293	333	373	413
	95%	237	275	313	351	389
	90%	220	257	293	329	365
	85%	204	239	273	307	341
	80%	188	220	253	285	317
	75%	172	202	232	263	293
	70%	156	184	212	241	269

Źródło: DM Michael/Ström

Zakładając realizację wszystkich projektów będących obecnie w banku ziemi, według naszych szacunków Ronson jest w stanie wygenerować 826 mln zł netto łącznie w okresie najbliższych około 9 lat. 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.

Tabela: 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%	355	590	826	1062	1298
	95%	260	484	708	932	1157
	90%	166	378	590	803	1015
	85%	71	272	472	673	873
	80%	-23	166	355	543	732
	75%	-117	60	237	414	590
	70%	-212	-46	119	284	449

Źródło: DM Michael/Ström

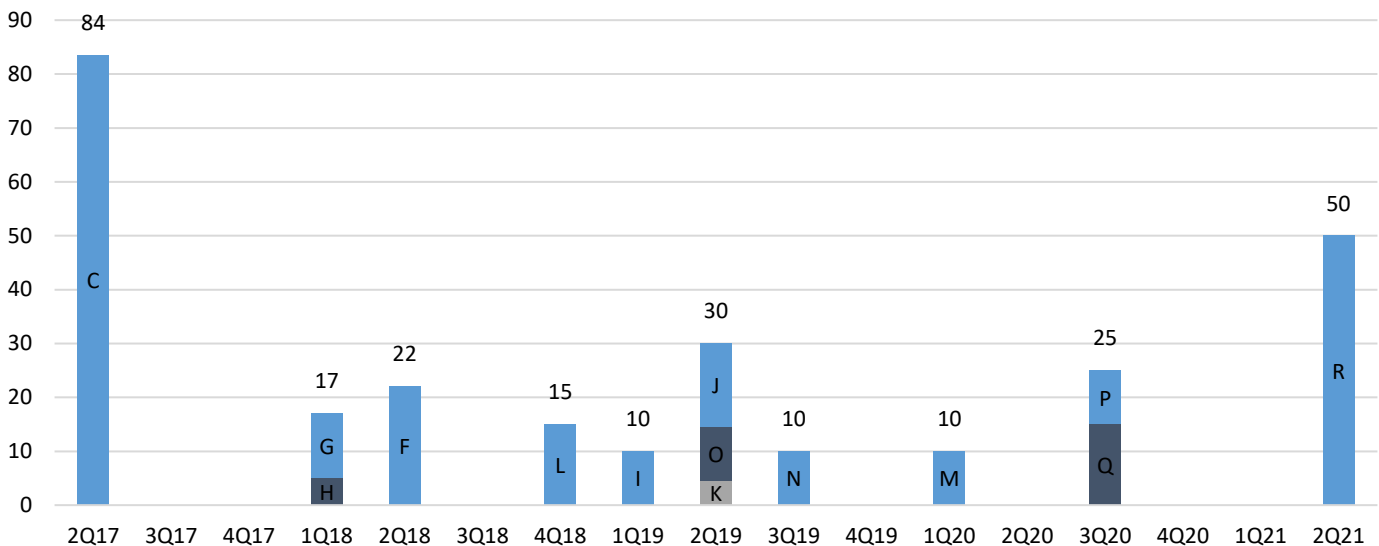
## Zadłużenie

Zadłużenie brutto Ronson Europe na koniec 1Q17 wynosiło 237 mln zł i w 95% składało się z wyemitowanych obligacji. Łączne zadłużenie z tytułu obligacji wyniosło 224,6 mln zł w 13 seriach, z czego aż 11 jest notowanych na Catalyst. W strukturze zadłużenia spółki widnieje także 11,1 mln zł kredytów budowlanych, oraz 1,6 mln zł pożyczek od podmiotów niepowiązanych.

Zadłużenie w wysokości 237 mln zł było wyższe o 5% (11 mln zł) względem zakończenia 2016 r. Proporcjonalnie do wysokości zadłużenia wzrósł stan gotówki co przełożyło się na minimalne zwiększenie długu netto o 1 mln zł do 158 mln zł. W maju 2017 r. spółka wyemitowała kolejne obligacje – serii R o wartości 50 mln zł, które mają posłużyć spłaceniu obligacji serii C o wartości 83,5 mln zł zapadających w czerwcu 2017 r. Biorąc pod uwagę nową emisję i stan gotówki na koniec 1Q17 spółka nie powinna mieć żadnych trudności z terminową spłatą obligacji. W wyniku tych działań zadłużenie brutto spółki ulegnie obniżeniu o 33,5 mln zł netto i w efekcie wyniesie 204 mln zł.

Poniżej przedstawiamy harmonogram zapadalności obligacji spółki.

Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji w mln zł



Źródło: Dane spółki.

Po spłacie obligacji serii C zapadających 14 czerwca 2017 r. i uwzględniając ostatnią emisję obligacji serii R zadłużenie brutto spółki szacujemy na 204 mln zł. Stan gotówki na koniec 1Q17 wynosił 79,3 mln zł, który dodatkowo został zasilony emisją serii R na 50 mln zł i po spłacie serii C (nie uwzględniając pozostałych przepływów pieniężnych które miały miejsce w okresie kwiecień-maj) pozostaje jeszcze blisko 46 mln zł gotówki. Biorąc pod uwagę oczekiwane przepływy pieniężne z przekazania mieszkań już sprzedanych w projektach gotowych na koniec 1Q17 w wysokości 22 mln zł oraz fakt, że spółka posiada niewykorzystane kredyty budowlane na 118,7 mln zł nie dostrzegamy istotnego ryzyka płynności spółki w najbliższym okresie. Pomimo posiadanej przestrzeni do zwiększania zadłużenia spółka deklaruje chęć utrzymywania zadłużenia brutto na poziomie zbliżonym do 200 mln zł z harmonogramem spłat zbliżonym do 50 mln zł zapadającego długu rocznie. Po częściowym refinansowaniu serii C spółka będzie posiadała docelową strukturę długu.



	C	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R
Nazwa skrócona Catalyst	n.d.	RON0518	n.d.	RON0218	RON0119	RON0419	RON0619	RON1218	RON0220	RON0919	ROE0419	RON0820	RON0720	n.d.
Wartość emisji (mln zł)	83,5	22,1	12,0	5,0	10,0	15,5	4,5	15,0	10,0	10,0	10,0	10,0	15,0	50,0
Wartość nominalna (zł)	1000	100	100	100	100	1000	100	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Dzień wykupu	06.2017	05.2018	04.2018	02.2018	01.2019	04.2019	06.2019	12.2018	02.2020	09.2019	04.2019	08.2020	07.2020	05.2021
Stopa referencyjna WIBOR	6M	6M	6M	6M	6M	6M	6M	6M	6M	6M	6M	-	6M	6M
Marża	3,75%	3,50%	4,25%	4,25%	4,00%	3,60%	3,60%	3,50%	3,65%	3,60%	3,50%	5,25%	3,50%	2,85%
Rentowność do wykupu (YTM)	n.d.	4,86%	n.d.	4,42%	5,34%	5,00%	5,41%	4,63%	5,06%	5,26%	5,31%	5,10%	5,06%	n.d.
Cena czysta - 11.06.2017	n.d.	100,40	n.d.	101,10	100,71	100,70	100,00	101,00	101,00	100,30	100,00	100,45	100,70	n.d.
Zabezpieczenie	hipoteka	hipoteka	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	hipoteka
Dług netto/kapitał własny*	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	b.d
Dług netto/zapasy	-	-	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	b.d

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

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM, GPW Catalyst

## Zabezpieczenia

Zabezpieczenie zostało ustanowione na trzech seriach obligacji spółki: C (83,5 mln zł, zapadająca w czerwcu 2017 r.), F (aktualnie 22,1 mln zł, zapadająca w maju 2018 r.), oraz na ostatnio wyemitowanej serii R (50 mln zł, zapadająca w czerwcu 2021 r., obligacje będą zabezpieczone hipotekami na części nieruchomości, które obecnie stanowią zabezpieczenie obligacji C). Obligacje zabezpieczone są na hipotekach na nieruchomościach, a ostatnie publikowane operaty szacunkowe spółki wskazują na stosunek wartości zabezpieczenia do nominału obligacji na poziomie odpowiednio 1,42x w przypadku obligacji serii C, 1,64x dla serii F, oraz 1,50x dla serii R. Wartość hipoteki serii C aktualizowana była ostatni raz 12 lipca 2016 r., wartości zabezpieczenia serii F nie aktualizowano od dnia emisji czyli od maja 2014 r.

## Kowenanty

Na wszystkich seriach obligacji ustanowione są kowenanty uprawniające obligatariuszy do żądania przedterminowego wykupu. Wszystkie serie ograniczone są na poziomie stosunku zadłużenia netto do kapitałów własnych, którego metodyka liczenia różni się nieznacznie pomiędzy seriami. Ponadto nienotowana seria G zapadająca w kwietniu 2018 r. posiada kowenant na wskaźniku zadłużenia netto do poziomu zapasów. Na dzień publikacji raportu WEO serii R nie zostały upublicznione.

Najbardziej restrykcyjnym kowenantem jest ten nałożony na serię C zapadająca w czerwcu bieżącego roku – wynosi 0,6x dług netto/kapitały własne, który dodatkowo jest obniżany do 0,5x w przypadku gdy w okresie dla którego obliczany jest wskaźnik spółka dokonała wypłaty na rzecz akcjonariuszy. W marcu 2017 r. spółka wypłaciła zaliczkę na poczet dywidendy w wysokości 14,8 mln zł, a co za tym idzie powinna utrzymać wskaźnik poniżej 0,5x. Według naszych obliczeń wskaźnik dla tej serii wynosił na koniec 1Q17 45,0%.

Następnym progiem zwiększania zadłużenia przez spółkę jest kowenant na wskaźniku zadłużenia netto do zapasów ustanowiony na serii G. Na koniec 2016 r. wskaźnik wynosił według naszych obliczeń 0,34x wobec ograniczenia do 0,50x. Oznacza to, że ceteris paribus **do wykupu obligacji w kwietniu 2018 r. Spółka posiada możliwość zaciągnięcia dodatkowych 75,0 mln zł długu.**

Pozostałe kowenanty na seriach od F do Q ustawione są na poziomie 0,8x długu netto do kapitałów własnych przy obecnym wskaźniku według naszych obliczeń 44,5% dla serii F i H, oraz 44,1% dla pozostałych serii. Implikuje to zdolność zadłużenia spółki na dodatkowe ponad 120 mln zł.

## Analiza finansowa

Na koniec marca 2017 r. suma bilansowa spółki wyniosła 687,8 mln zł i była niższa o 7% względem końca 2016 r. Główną przyczyną zmniejszenia sumy bilansowej były zwiększone przekazania mieszkań w projektach ukończonych w 4Q16 – Espresso II oraz Kamienica Jeżyce II. W 1Q17 spółka wypłaciła ponadto zaliczkę na poczet dywidendy w wysokości 14,8 mln zł.

Największą pozycję aktywów spółki stanowią zapasy, które na koniec 1Q17 wyniosły 508 mln zł i stanowiły 74% sumy bilansowej. Na uwagę zasługuje fakt, że aż 52% zapasów (a zarazem 38% majątku spółki) znajduje się w banku ziemi.

Projekt City Link, w którym spółka posiada 50% widoczny jest w bilansie spółki jedynie poprzez pożyczki udzielone temu przedsięwzięciu w wysokości 11 mln zł. Ze względu na akumulowaną stratę wykazywaną przez projekt City Link spółka zmniejszyła wartość inwestycji do zera. Ponadto spółka nie wykazała dodatkowej straty

w wysokości obecnie 0,7 mln zł, która pomniejszy wykazywane zyski na projekcie po rozpoczęciu ich uzyskiwania. Pierwszy etap projektu City Link ma zostać zakończony w 3Q17.

Płynność gotówkowa w 1Q17 uległa istotnej poprawie i na koniec kwartału wyniosła 0,42x wobec 0,30x na koniec 2016 r. Istotna poprawa płynności wynikała w głównej mierze z rozliczenia zakończonych projektów i zmniejszeniu zobowiązań krótkoterminowych w postaci zaliczek o 55 mln zł kw/kw. Patrząc na stosunek gotówki do krótkoterminowego zadłużenia wyniósł on 0,75x na koniec kwartału i był niższy od raportowanego na koniec 2016 r. w wysokości 0,80x. **Nie dostrzegamy istotnego ryzyka utraty płynności emitenta w najbliższych okresach sprawozdawczych.**

Na koniec 1Q17 wartość zaliczek otrzymanych wyniosła 46 mln zł co stanowiło 33% wartości mieszkań sprzedanych i nieprzekazanych. Wartość była istotnie niższa od wykazanej na koniec 2016 r. w wysokości 101 mln zł (spadek o 55 mln zł kw/w). Spadek wynikał z wysokich przekazania w 1Q17. Na koniec 2016 r. stosunek przedpłat do wartości lokali sprzedanych i nieprzekazanych był zbliżony i wyniósł 31%.

BILANS	2014	2015	2016	1Q17	% sumy bilansowej
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>50,5</b>	<b>46,4</b>	<b>21,9</b>	<b>21,0</b>	<b>3%</b>
Zapasy	706,5	701,3	574,1	508,1	74%
Wyroby gotowe	54,9	121,5	215,6	123,8	18%
Projekty realizowane	298,7	240,1	97,5	121,1	18%
Bank ziemi	352,9	339,7	261,6	263,7	38%
Należności handlowe	8,7	18,5	47,0	66,0	10%
Pożyczki udzielone wspólnemu przedsięwzięciu	0,0	0,0	15,9	10,7	2%
Gotówka	70,6	99,5	69,1	79,3	12%
Pozostałe aktywa obrotowe	5,2	9,2	15,4	2,7	0%
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>791,0</b>	<b>828,5</b>	<b>721,5</b>	<b>666,8</b>	<b>97%</b>
<b>Aktywa</b>	<b>841,5</b>	<b>874,8</b>	<b>743,4</b>	<b>687,8</b>	<b>100%</b>
Kapitał akcjonariuszy jedn. dominującej	449,2	457,7	359,6	350,7	51%
Kapitały mniejszości	2,1	1,7	2,3	3,8	1%
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>451,3</b>	<b>459,4</b>	<b>361,9</b>	<b>354,5</b>	<b>52%</b>
Zadłużenie długoterminowe	235,3	214,5	139,5	131,8	19%
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	10,1	8,4	12,1	12,6	2%
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>245,4</b>	<b>223,0</b>	<b>151,6</b>	<b>144,5</b>	<b>21%</b>
Zadłużenie krótkoterminowe	0,9	35,6	86,6	105,4	15%
Zaliczki otrzymane	99,0	116,9	100,6	45,8	7%
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	44,8	40,0	42,7	37,7	5%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>144,7</b>	<b>192,5</b>	<b>230,0</b>	<b>188,9</b>	<b>27%</b>
Zobowiązania	390,1	415,4	381,5	333,3	48%
<b>Pasywa</b>	<b>841,5</b>	<b>874,8</b>	<b>743,4</b>	<b>687,8</b>	<b>100%</b>
Dług brutto	236,2	250,1	226,1	237,2	34%
Dług netto	165,6	150,6	157,0	157,9	23%
Dług netto/kapitały własne	37%	33%	44%	45%	

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 12.06.2017

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.** 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 0000347507, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o wpłaconym kapitale zakładowym w wysokości 734 846,81 PLN, adres e-mail: [kontakt@michaelstrom.pl](mailto: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 tak do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.michaelstrom.pl](http://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. 2013 r. Poz. 1422 z późn. 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 2016 r. poz. 380),
  - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 2016 poz. 1715),
  - 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.
- Osoby przygotowujące raport nie są zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoby przygotowujące raport i osoba blisko z nimi związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2015 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 poz. 94), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- Dom Maklerski wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski pełnił funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- 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 emitenta dla Emitenta.

- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu obowiązywała umowa między Domem Maklerskim lub podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- Dom Maklerski nie otrzymuje obecnie wynagrodzenia od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- 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.
- Nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań, występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązonym a Emitentem.
- Na dzień sporządzenia raportu Domu Maklerskiego i Emitenta nie łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- Autorzy raportu ani Dom Maklerski nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów lub pracownicy Domu Maklerskiego lub osoby z nimi powiązane posiadają takie instrumenty finansowe lub zamierzają je nabyć lub zamierzają je zbyć.

**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 sp. z o.o. ”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl).**

**Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.**

**Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany 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](http://www.michaelstrom.pl)**