

Ronson Europe

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Ronson Europe N.V. (spółka) po wynikach za 4Q17 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Według naszych szacunków w przeciągu najbliższych 3 lat z projektów ukończonych oraz znajdujących się obecnie w ofercie Ronson jest w stanie wygenerować 321 mln zł netto. Ta wartość powinna wystarczyć spółce na i) pokrycie kosztów bieżącej działalności (ok. 20 mln zł kosztów ogólnego zarządu rocznie), ii) wypłatę dywidendy w wysokości 15 mln zł rocznie, iii) spłatę zadłużenia brutto. Ponadto spółka posiada bank ziemi pozwalający na wybudowanie blisko 5,5 tys. mieszkań.
- Spółka podała cele operacyjne na 2018 r. Ronson planuje przekazać 800 mieszkań (wobec 833 w 2017 r.) oraz sprzedać 750 wobec 815 w 2017 r. Na koniec 2017 r. Ronson posiadał w ofercie 976 lokali, dodatkowe 851 lokali ma zostać wprowadzonych do oferty w 2018 r. Liczba sprzedanych i nieprzekazanych lokali w projektach ukończonych i planowanych do ukończenia w 1H18 wynosiła 558 lokali. W 1Q18 Ronson sprzedał 189 lokali i przekazał 301.
- W kwietniu 2018 r. spółka dokonała odkupu projektu Nova Królikarnia od Global City Holdings za 163 mln zł. Ronson sprzedał projekt w 2016 r. a transakcja rozliczona była głównie w akcjach dewelopera posiadanych przez GCH. Szacujemy, że do 2022-23 roku spółka jest w stanie uwolnić z projektu ok. 67 mln zł netto.
- Na koniec 2017 r. dług netto spółki wyniósł 146 mln zł i implikował stosunek zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 43% wobec 50% na koniec 3Q17. Wskaźnik znajduje się istotnie poniżej kowenantu na obligacjach na poziomie 0,8x. W zależności od metodyki obliczania wskaźnika (różnią się one nieznacznie pomiędzy seriami) implikuje to przestrzeń do zwiększenia zadłużenia o 123-127 mln zł.

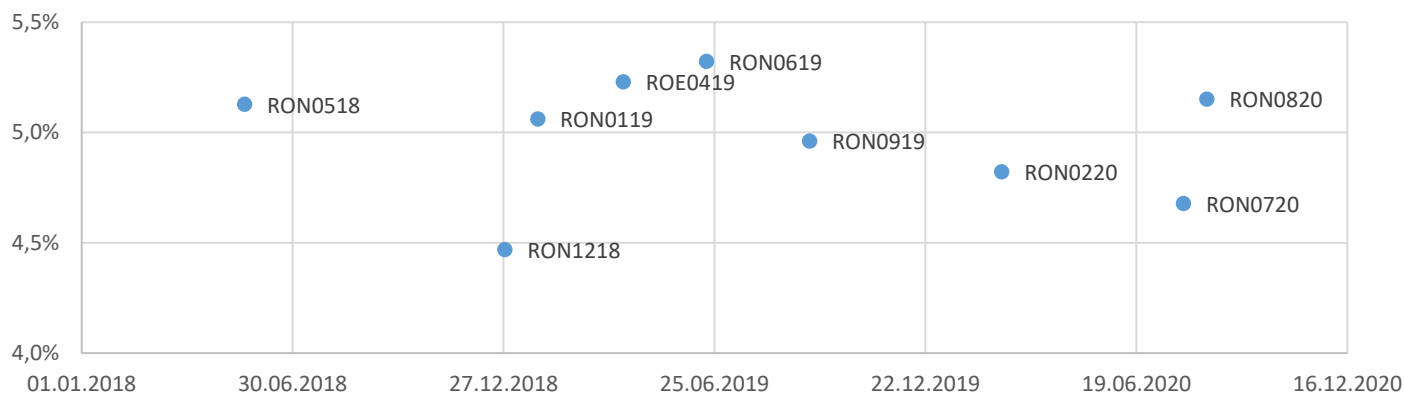
PROFIL SPÓŁKI:

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

Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
RON0518	22,2	5,1%
RON1218	15,0	4,5%
RON0119	10,0	5,1%
ROE0419	10,0	5,2%
RON0419	15,5	-0,2%
RON0619	4,5	5,3%
RON0919	10,0	5,0%
RON0220	10,0	4,8%
RON0720	15,0	4,7%
RON0820	10,0	5,2%
RON0521	50,0	n.d.
S (0621)	20,0	n.d.
Suma	192,2	

Rentowność do wykupu (YTM) obligacji korporacyjnych Ronson*



* z wykresu wykluczono obligację RON0419 o ostatniej cenie 105,69%

Źródło: Obliczenia własne DM Michael/Ström

Wyniki finansowe

W 4Q17 Ronson przekazał 341 lokali, w tym 213 w ramach projektu City Link, w którym spółka posiada 50% udział. Przekazanie 128 lokali w projektach własnych przełożyło się na przychody w wysokości 49,5 mln zł przy marży brutto 17,6% i zysku brutto 8,7 mln zł. Na faktyczne wyniki spółki duży wpływ miały przekazania w ramach projektu City Link I, które wyniosły 213 lokali o wartości 82 mln zł i marży 30%. W 4Q17 przepływy pieniężne z tego projektu wyniosły 2,7 mln zł na które w naszym przekonaniu składały się głównie spłaty pożyczek udzielonych przedsiębiorstwu. Udział w zysku City Link wyniósł 11,8 mln zł.

Poza udziałem w zysku City Link, spółka otrzymuje również wynagrodzenie za sprzedaż lokali w wysokości 5% ich wartości (4,8 mln zł w 2017 r.) oraz odsetki od udzielonego finansowania (0,3 mln zł w 2017 r.)

Zysk netto w 4Q17 wyniósł 9,3 mln zł, a w całym 2017 r. 11,3 mln zł. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej 16 mln zł (27 mln zł w 2017 r.), a z działalności inwestycyjnej, gdzie widoczny jest głównie projekt City Link 2,6 mln zł (16,3 mln w 2017 r.).

Analiza finansowa

Na koniec 2017 r. suma bilansowa spółki wyniosła 705,8 mln zł (wzrost o 4% kw/kw). Po stronie aktywów główne zmiany wynikały z wpłaty kolejnej transzy na grunt na Ursusie – wzrost pozycji zaliczek na zakup gruntu o 12,7 mln zł. Przekazania w projekcie City Link I pozwoliły na rozpoznanie wartości inwestycji we wspólne przedsięwzięcie w wysokości 5,2 mln zł – wcześniej generowana strata projektu nie pozwalała na wykazywanie go w bilansie. Głównym składnikiem aktywów pozostają zapasy, które wyniosły na koniec 2017 r. 512 mln zł – bez zmian kw/kw. 40% wartości zapasów a zarazem 29% sumy bilansowej ulokowanych jest w banku ziemi – czyli 207 mln zł. Wartość ta uległa zmniejszeniu o 9 mln zł względem 3Q17 ze względu na uruchomienie projektów Panoramika IV oraz Vitalia II. W najbliższym czasie zostanie natomiast powiększona o 82 mln zł wraz z rozliczeniem ostatniej transzy zakupu gruntu na Ursusie.

W 4Q17 spółka spłaciła netto 7 mln zł zadłużenia z tytułu kredytów, po dacie bilansowej spłaciła natomiast obligacje serii H o wartości 5 mln zł. Szacujemy, że obecne zadłużenie brutto wynosi 206 mln zł, czyli 6% mniej niż na koniec 3Q17. Dług netto wspierany wyższą pozycją gotówkową zmalał o 19 mln zł do 146 mln zł i implikuje stosunek długu netto do kapitałów własnych na poziomie 43% wobec 50% na koniec 3Q17 i 80% kowenantu na obligacjach.

Płynność gotówkowa na koniec 2017 r. wyniosła 0,74x wobec 0,79x na koniec 3Q17 (wyłączamy zobowiązania z tytułu zaliczek dla potrzeb kalkulacji). Stosunek gotówki do długu krótkoterminowego wyniósł 1,34x wobec 1,59x, zmiany nastąpiły głównie z przeniesienia obligacji serii L (15 mln zł) do zadłużenia krótkoterminowego. Po uwzględnieniu spłaty serii H w lutym obydwa wskaźniki szacujemy na odpowiednio 0,33x i 1,37x). Płynność spółki utrzymuje się na stabilnym poziomie.

Na koniec 2017 wartość zaliczek otrzymanych wyniosła 102 mln zł co stanowiło 48% wartości mieszkań sprzedanych i nieprzekazanych. Wartość ta była wyższa od zaraportowanej na koniec 3Q17 o 23%, gdy zaliczki stanowiły 42% wartości mieszkań sprzedanych i nieprzekazanych.

BILANS	2015	2016	2017	% sumy bilansowej
Aktywa trwałe	46,4	21,9	26,1	4%
Zapasy	701,3	574,1	512,1	73%
Wyroby gotowe	121,5	215,0	138,5	20%
Projekty realizowane	240,1	97,5	166,8	24%
Bank ziemi	339,7	261,6	206,8	29%
Należności handlowe*	18,5	47,0	91,8	13%
Pożyczki udzielone wspólnemu przedsięwzięciu	0,0	15,9	6,9	1%
Gotówka	99,5	69,1	64,9	9%
Pozostałe aktywa obrotowe	9,2	15,4	4,1	1%
Aktywa obrotowe	828,5	721,5	679,7	96%
Aktywa	874,8	743,4	705,8	100%
Kapitał akcjonariuszy jedn. dominującej	457,7	359,6	337,9	48%
Kapitał własny razem	459,4	361,9	342,0	48%
Zadłużenie długoterminowe	214,5	139,5	162,7	23%
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	8,4	12,1	11,4	2%
Zobowiązania długoterminowe	223,0	151,6	174,1	25%
Zadłużenie krótkoterminowe	35,6	86,6	48,6	7%
Zaliczki otrzymane	116,9	100,6	102,2	14%
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	40,0	42,7	38,9	6%
Zobowiązania krótkoterminowe	192,5	230,0	189,7	27%
Zobowiązania razem	415,4	381,5	363,8	52%
Pasywa	874,8	743,4	705,8	100%
Dług brutto	250,1	226,1	211,2	30%
Dług netto	150,6	157,0	146,4	21%
Dług netto/kapitały własne	33%	44%	43%	

* W należnościach handlowych uwzględniono zaliczki na zakup gruntów

Źródło: Dane spółki, DM Michael/Ström

Ostatnie wydarzenia w spółce

Nova Królikarnia: 30 marca 2018 r. Ronson poinformował o powtórny zakupie projektu Nova Królikarnia od Global City Holdings. Nova Królikarnia jest projektem zlokalizowanym na warszawskim Mokotowie na którym mają powstać mieszkania i lokale usługowe o łącznej powierzchni 40,7 tys. mkw. Przekazania w pierwszej części pierwszego etapu na 41 lokali o łącznej powierzchni 5,0 tys. mkw rozpoczną się w 2Q18 r. W ramach projektu powstają budynki w niskiej zabudowie – zarówno wielo- jak i jednorodzinne.

Projekt został sprzedany w 2016 r. w ramach transakcji wyjścia z akcjonariatu Ronsona przez GCH, Cena 175,1 mln zł została opłacona następująco: 34,3 mln zł w gotowce, 140,9 mln zł w akcjach Ronsona posiadanych przez GCH (1,3 zł za akcję). Na transakcji deweloper rozpoznał zysk brutto w wysokości 57,3 mln zł implikując marżę 33%. Ronson nadal pełnił funkcję menedżera projektu, odpowiadając za jego realizację i sprzedaż lokali.

Ronson odkupi pierwsze etapy projektu, oraz posiada opcję nabycia pozostałych etapów, a łączna cena projektu przy skorzystaniu z opcji wyniesie 162,7 mln zł. Pierwsze etapy wycenione zostały na 83,8 mln zł, pozostałe na 78,9 mln zł. Cena ma zostać opłacona w transzach gotówkowych, których źródłem mają być przepływy generowane przez projekt. Szacujemy, że zaangażowanie kapitałowe Ronsona w zakup projektu ograniczy się do ok. 30% wynegocjowanej ceny.

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

do:	kwi.18	kwi.19	paź.19	kwi.20	razem
Pierwsze etapy	23,8	60			83,8
Pozostałe		33,9	35,1	9,9	78,9
	23,8	93,9	35,1	9,9	162,7

Źródło: Dane spółki, obliczenia DM Michael/Ström

Nova Królikarnia I zakłada realizację 106 lokali, w tym 8 usługowych o łącznej powierzchni 10,7 tys. mkw. Spółka otrzymała pozwolenie na użytkowanie 41 z nich (5 tys. mkw, śr. 122 mkw/lokal) i ich przekazania mają nastąpić w 2Q18. Pozostała część etapu (65 lokali, 5,7 tys. mkw, 88 mkw/lokal) ma zostać ukończona w 2Q18. Sprzedaż na koniec lutego sięgała 80% etapu.

Nova Królikarnia II składa się z 73 lokali o łącznej powierzchni 5,6 tys. mkw (77 mkw/lokal), a zakończenie projektu planowane jest na 2019 r. Na koniec lutego 2018 r. projekt sprzedany był w 50%.

Zakładamy, że ze względu na fakt, że projekt nie wymaga już wysokich nakładów i w znacznym stopniu jest już sprzedany, zrealizowana przez Ronson marża netto na pierwszych etapach będzie istotnie niższa od rynkowych. Niska marża odzwierciedla ograniczone ryzyko spółki kupującej niemalże ukończony i sprzedany projekt. Nie znamy ostatecznej formy rozliczenia transakcji w sprawozdaniu finansowym i nie wykluczamy, że wykazana zostanie wysoka marża brutto, która byłaby zniwelowana np. poprzez odpisy rozpoznanej na transakcji wartości firmy w pozostałych kosztach operacyjnych.

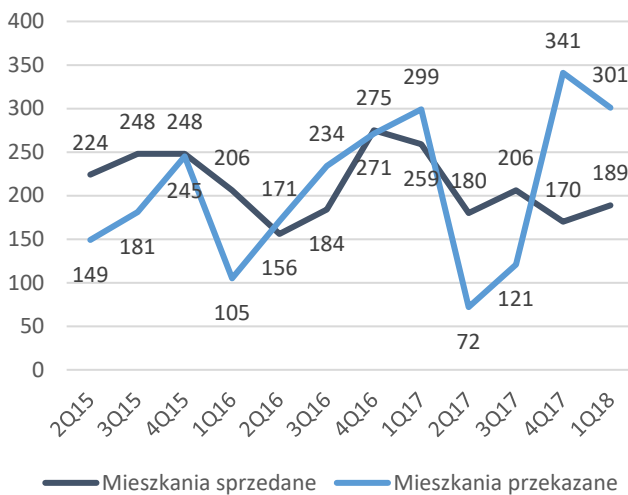
Bank ziemi projektu Nova Królikarnia wynosi ok. 22 tys. mkw PUM co przy cenie 78,9 mln zł implikuje cenę 3,6 tys. zł/mkw. Według komunikatów z końca 2016 r. budowa ostatniego etapu ma zakończyć się w 2022 r. Zakładając średnią wielkość mieszkania na 100 mkw bank ziemi pozwoli na wybudowanie 244 lokali. Oczekujemy, że Ronson nadal będzie w stanie rozpoznawać marżę brutto na poziomie kilkunastu procent na tym projekcie pomimo realizacji części zysku w trakcie transakcji z 2016 r.

Ronson odkupuje projekt za cenę o 12,4 mln zł niższą od transakcji z 2016 r. Dodatkowo projekt znajduje się na wyższym stadium zaawansowania. W 4Q16 Ronson rozpoznał już część zysku na projekcie, co będzie wywierało presję na rozpoznawane marże. Wartość mieszkań w pierwszych dwóch etapach szacujemy na 163 mln zł, w całym projekcie natomiast na 430 mln zł. Szacujemy, że z całości projektu Ronson jest w stanie wygenerować ok. 67 mln zł przepływów pieniężnych netto do 2022-23 roku, przy cenie zakupu 163 mln zł i zaangażowaniu kapitałowym ok. 50 mln zł.

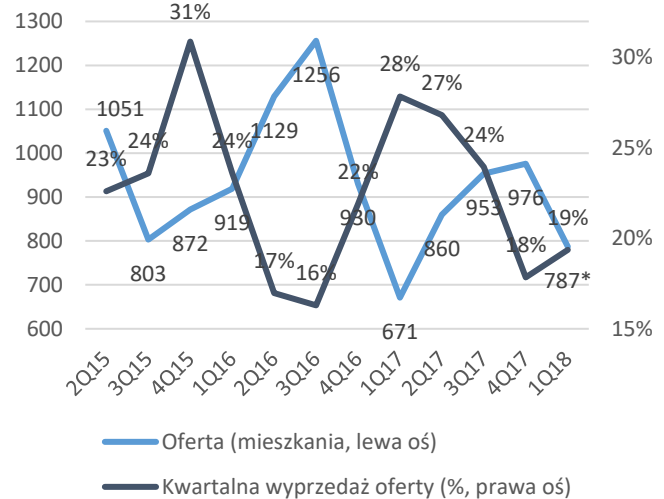
Z jednej strony Ronson kupuje projekt który jest mu dobrze znany, a poziomy sprzedaży projektów w trakcie realizacji wskazują na wystarczający popyt. W otoczeniu ograniczonej podaży atrakcyjnych gruntów Ronson wchodzi w posiadanie projektu, który nie wymaga czasu na uruchomienie i generuje już przepływy pieniężne. Rozłożenie płatności ceny na raty i rozpoczęcie przekazania już w 2018 r. pozwoli spółce na istotne ograniczenie zaangażowania kapitałowego w stosunku do wynegocjowanej ceny. Szacujemy, że na przejmowanym banku ziemi Ronson będzie realizował marżę na poziomie ok. 20% czyli przeciętnej dla projektów deweloperskich. Z drugiej jednak strony Ronson przejmuje na siebie ryzyko związane z tym projektem, który jest prestiżowy, a co za tym idzie bardziej wrażliwy na spadek popytu przy pogorszeniu koniunktury gospodarczej. Wyższa marża kompensująca takie ryzyko została w znacznym stopniu zrealizowana w transakcji z 2016 r.

Pozostałe wydarzenia: W 2017 r. Ronson sprzedał 815 lokale, a przekazał 833. Po wynikach za 3Q17 spółka obniżyła plan przekazania z 1000 lokali do 900 ze względu na nieznaczne opóźnienia w realizacji projektów ukończonych w 4Q17. Pomimo ukończenia projektu Panoramika III w 4Q17 spółka nie przekazała żadnego lokalu w tym projekcie i na koniec roku posiadała 98 lokali sprzedanych i nieprzekazanych. Plany sprzedażowe na poziomie 800 lokali nie były zmieniane i zostały zrealizowane.

Wykres: Kwartalna sprzedaż i przekazania



Wykres: Kwartalna wyprzedz oferty i oferta na koniec okresu



Źródło: Dane spółki

*Szacunek DM Michael/Ström
Źródło: Dane spółki

W 1Q18 Ronson sprzedał 189 lokali (oraz 16 w ramach projektu Nova Królikarnia) wobec 259 w 1Q17. Sprzedaż w 1Q18 stanowiła 19% oferty na koniec 2017 r. W 1Q18 Ronson nie wprowadzał do sprzedaży nowych projektów i szacujemy, że oferta na koniec 1Q18 wyniosła 787 lokali.

Spółka ogłosiła plany operacyjne na 2018 r. – planuje sprzedać 750 lokali, a przekazać 800. Plan przekazania wydaje się być realny biorąc pod uwagę, że na koniec 2017 r. spółka posiadała 558 lokali sprzedanych w projektach ukończonych i planowanych do ukończenia w 1H18 oraz kolejne 226 lokali w ofercie tych projektów. Dla ostatecznego wyniku kluczowy będzie termin rozpoczęcia przekazania w projektach planowanych na 4Q18 czyli City Link II (189 lokali, 94% sprzedano) oraz Miasto Moje II (148 lokali, 5% sprzedano). W przewidywanych do ukończenia w 2018 r. etapach projektu Nova Królikarnia szacujemy, że sprzedanych było ok. 90 mieszkań co tym bardziej urealnia plany, a także daje potencjał na podwyższenie ich w trakcie roku.

W 2018 r. spółka planuje rozpoczęcie 6 projektów, w tym 3 będących kontynuacjami już realizowanych. Rozpoczęcie wszystkich planowanych etapów oznaczałoby wprowadzenie do oferty w 2018 r. 851 lokali, wobec oferty na koniec 2017 r. na poziomie 976 lokali.

Wśród kontynuacji będą to kolejne etapy realizowanych projektów, czyli Chilli V, Miasto Moje III oraz Vitalia III. W projekcie Chilli wybudowane zostaną 32 domy w Tulcach koło Poznania. Poprzedni etap został ukończony w 4Q17 i do końca 2017 r. sprzedanych zostało 16 z 45 lokali realizując marżę 7,6%. Pierwsze dwa etapy projektu Miasto Moje są obecnie realizowane a ich ukończenie planowane jest na 2Q18 oraz 4Q18. Nowy etap przewiduje 192 lokale, poprzednie etapy posiadają odpowiednio 205 i 148 lokali, a ich sprzedaż na koniec 2017 r. wynosiła 75% i 5% wszystkich lokali. Zakładamy, że w projekcie Miasto Moje spółka zrealizuje marżę brutto przekraczającą 20%. W przypadku Vitalii byłby

to trzeci etap projektu – pierwszy został ukończony w 3Q17 i sprzedany dotychczas w 92% przy marży 21%, ukończenie drugiego etapu planowane jest na 2Q19 a obecna sprzedaż wynosi 7% oferty. Trzeci etap przewiduje 81 lokali wobec 139 i 83 w poprzednich.

Wśród nowych projektów znajdują się pierwsze etapy Matisse (127 lokali) oraz Ursus (151 lokali), oraz projekt Bułgarska nie dzielony na etapy (268 lokali). Grunt pod projekt Matisse we Wrocławiu został nabyty w 2007 r. i zakładamy, że tak jak pozostałe grunty poza Warszawą nabyte w tym okresie będzie charakteryzował się niską marżą. Grunt pod projekt Ursus nie został jeszcze rozliczony – ostatniej transzy w wysokości 3 mln zł z 82 mln zł ceny spodziewamy się w najbliższych miesiącach – i zakładamy realizację ok. 20% marży na projekcie. W przypadku projektu Bułgarska grunt nabyty został w 2016 r. i oczekujemy 25% marży brutto w tym projekcie.

W 4Q17 spółka ukończyła projekty Chillii IV (Poznań), Panoramika III (Szczecin) oraz Młody Grunwald III (Poznań). W projekcie Młody Grunwald spółka uzyskuje ujemne marże zbliżone do zera (-0,3%) przy cenie mkw ok. 6000 zł. W Panoramice spółka nie rozpoczęła przekazania w 4Q17, jednak poprzednie etapy generowały marżę 1,6%. W projekcie Chillii marża w 4Q17 wyniosła 7,6% przy cenie mkw 4000 zł. Projekt Chillii IV został wyprzedany na koniec 2017 r. jedynie w 36% co skłoniło spółkę do przełożenia uruchomienia V etapu z 4Q17 na 1H18. Przypominamy, że spółka rozpoznaje marże dużo niższe od rynkowych jedynie na projektach budowanych na gruntach zakupionych w okresie 2007-08, a z perspektywy obligatariuszy niskie marże wynikające z historycznych zakupów banku ziemi, nie mają przełożenia na obniżanie generowanych przepływów pieniężnych w najbliższych latach.

Ronson planuje przenieść swoją siedzibę do Polski i przekształcić spółkę ze spółki prawa holenderskiego w spółkę europejską. Proces powinien zostać sfinalizowany do końca 3Q18 i przełożyć się na oszczędności rzędu 1 mln zł rocznie.

Potencjał do generowania gotówki

Na koniec 2017 Ronson posiadał 976 lokali w swojej ofercie oraz bank ziemi pozwalający na wybudowanie kolejnych 5 287 lokali (wliczając 1 600 mieszkań na gruncie nierozliczonym do końca 2017 na Ursusie). Uwzględniając ponadto projekt Nova Królikarnia (dane sprzedażowe na koniec lutego) oferta wynosiła 1 034 lokale, bank ziemi natomiast 5 531 lokali. Ponadto na koniec 2017 deweloper posiadał 858 lokali sprzedanych i nieprzekazanych o wartości 316 mln zł (w tym 245 lokali o wartości 105 mln zł w projektach o 50% udziale). Szacujemy, że w projekcie Nova Królikarnia jest 121 lokali sprzedanych i nieprzekazanych a ich wartość szacujemy na 114 mln zł. Łącznie daje to potencjał do przekazania ponad 7 500 lokali w projektach zrealizowanych, realizowanych oraz planowanych.

Spółka posiada 260 lokali sprzedanych i nieprzekazanych w ukończonych projektach o wartości 86 mln zł, z tego 67 lokali o wartości 26 mln zł w projekcie City Link I. Należności warunkowe (pozostałe do zapłaty kwoty od klientów ponad dotychczas wpłacone przedpłaty) z ukończonych projektów własnych wynoszą 25 mln zł. W projektach oczekiwanych do ukończenia w 2018 liczba ich wynosi 484 (186 mln zł), w tym 178 (78 mln zł) w projekcie City Link II. Należności warunkowe własnych projektów przewidywanych do ukończenia w 2018 r. wynoszą 49 mln zł, szacujemy, że wartość należności warunkowych w projekcie Nova Królikarnia może wynosić ok. 60 mln zł, zwiększając te kwotę do ok. 110 mln zł.

W trakcie 4Q17 oferta została powiększona o 194 mieszkania (wprowadzenie 2 projektów do oferty), sprzedano natomiast 170 lokali. W efekcie oferta wzrosła o 23 lokale do poziomu 976, a sprzedaż w 4Q17 stanowiła 18% oferty na koniec poprzedniego kwartału. W 1Q18 sprzedanych zostało 189 lokali (19% oferty na koniec 4Q17) a przy braku nowych projektów wprowadzonych do sprzedaży szacujemy ofertę na koniec 1Q18 na 787 lokali.

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

Zarówno oferta, jak i bank ziemi dewelopera skoncentrowane są w Warszawie – odpowiednio 57% i 68% całości. Pozostałymi rynkami na których Ronson jest aktywny są Poznań, Wrocław i Szczecin. W wypowiedzi dla mediów dyrektor sprzedaży spółki zaznaczył, że 2019 r. może być pierwszym okresem, w którym łączna sprzedaż na tych trzech rynkach może być wyższa od sprzedaży w Warszawie.

	Projekt	Data oddania do użytku	Liczba lokali w projekcie	Liczba lokali niesprzedanych	Liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych
Projekty zakończone	Verdis I-IV	4Q15	441	9	3
	Sakura I-IV	3Q15	515	5	2
	Moko I-II	4Q16	345	28	9
	Młody Grunwald I-III	4Q15	393	45	46
	Panoramika II-III	3Q16	229	31	100
	Kamienica Jeżyce I-II	4Q16	295	2	0
	Espresso II-III	4Q16	305	4	1
	Impressio I-II	2Q15	207	1	2
	Naturalis I-III	3Q13	172	0	1
	Chilli IV	4Q17	45	29	11
	Vitalia I	3Q17	139	11	17
	City Link I*	3Q17	322	6	67
	Inne	n.d.		2	1
	Razem			173	260
Projekty w trakcie realizacji	City Link II*	4Q18	189	11	178
	City Link III	4Q19	368	277	91
	Nova Królikarnia I***	2Q18	106	21	85
	Nova Królikarnia II***	2019	73	37	36
	Miasto Moje I	1Q18	205	51	154
	Miasto Moje II	4Q18	148	140	8
	Espresso IV	1Q18	146	2	144
	Vitalia II	2Q19	83	77	6
	Panoramika IV	4Q19	111	109	2
	Marina Miasto	1Q19	151	136	15
	Razem			861	719
RAZEM OFERTA			1 034	979	
Bank ziemi	Planowane rozpoczęcia w 2018				
	Chilli V		32	32	0
	Miasto Moje III		192	192	0
	Vitalia III		81	81	0
	Matisse Ia		127	127	0
	Bułgarska		268	268	0
	Ursus I**		151	151	0
	Razem		851	851	0
	Naturalis		345	345	0
	Panoramika		175	175	0
	Chilli		176	176	0
	Miasto Moje		969	969	0
	Nova Królikarnia***		244	244	0
	Chopin		467	467	0
	Matisse I		346	346	0
	Falenty		160	160	0
	Renaissance		224	224	0
	Vivaldi		75	75	0
	Bełchatowska 28		50	50	0
	Ursus**		1 449	1 449	0
Razem bank ziemi		5 531	5 531	0	
RAZEM POTENCJAŁ			6 565	979	

* Ronson posiada 50% udziałów w przedsięwzięciu

** grunt kupiony w 1Q17, nierozliczony do końca 4Q17 i niewidoczny w zapasach, wykazywany jako zaliczki na zakup gruntu

*** projekt odkupiony od Global City Holdings w kwietniu 2018 r., dane szacunkowe DM M/S

Źródło: Dane spółki, DM Michael/Ström

1. Oczekiwane przepływy pieniężne

Na koniec 2017 r. w projektach ukończonych Ronson miał 193 lokale sprzedane i nieprzekazane, a wartość należności warunkowych ich dotyczących wynosiła 25 mln zł – spodziewamy się, że ta wartość wpłynęła do spółki w 1Q18. W 1Q18 spółka ukończyła IV etap projektu Espresso w Warszawie na Woli. Należności warunkowe w etapie IV Espresso wyniosły 19 mln zł i dotyczyły sprzedaży 144 ze 146 lokali. Ronson poinformował, że w 1Q18 przekazał 301 lokali z czego 58 dotyczyło Espresso IV.

W 2Q18 Ronson planuje ukończyć I etap Miasto Moje. Na koniec 2017 r. projekt wyprzedany był w 75% (154 z 205 lokali) a należności warunkowe sięgały 27 mln zł. Wg naszych szacunków sprzedaż pozostałych 25% projektu powinna wygenerować spółce ok. 15 mln zł. Spodziewamy się ponadto, że zysk wypracowany przez JV City Link będzie stopniowo przekazywany do spółki. W 4Q17 udział w zysku City Link wyniósł 11,8 mln zł, a transfer 2,7 mln zł. Oczekujemy, że łącznie z obydwu projektów JV City Link Ronson wygeneruje jeszcze 30 mln zł i przypominamy że trzeci etap projektu realizowany będzie w 100% przez Ronson.

Spodziewamy się płatności ceny zakupu projektu Nova Kroklikarnia zgodnie z harmonogramem – czyli 24 mln zł w 2Q18 i ok. 40-50 mln zł w trakcie pozostałej części 2018 r. z czego znaczna część z przepływów generowanych przez projekt.

Następne projekty zgodnie z harmonogramem spółki mają zostać oddane do użytku w 4Q18 – City Link II (w którym spółka posiada 50% udział), oraz Miasto Moje II. City Link II (189 lokali) wyprzedany został już w 94%, Miasto Moje II (148 lokali) natomiast w 5%. Pierwszy etap projektu Miasto Moje na 205 lokali uruchomiony został w 2Q16 i na koniec 2017 r. wyprzedany był w 75%.

W 2018 r. spółce zapadają obligacje serii F i L na łącznie 37 mln zł. Obligacje serii H o wartości 5 mln zł zostały wykupione w lutym 2018 r. Biorąc pod uwagę powyższe oczekiwane przepływy pieniężne oraz stan gotówki na koniec 2017 r. (65 mln zł), spółka nie powinna mieć problemów z krótkoterminową płynnością. Spółka podtrzymuje plan utrzymywania zadłużenia obligacyjnego na poziomie zbliżonym do 200 mln zł (197 mln zł na koniec 2017 r.) co sugeruje, że w najbliższym czasie spółka może wyemitować około 40 mln zł w obligacjach. Spółka deklaruje chęć zwiększania banku ziemi, a jako potencjalne kierunki wskazuje warszawską Wolę i Mokotów. Zwracamy uwagę, że bank ziemi spółki (uwzględniając finalizowany obecnie zakup gruntu na warszawskim Ursusie na 1600 mieszkań) obecnie pozwala na realizację 5255 mieszkań przy rocznej sprzedaży oscylującej w granicach 800 lokali.

Na ukończenie obecnie realizowanych projektów spółka ma przeznaczyć jeszcze 170 mln zł (nie uwzględniając City Link II), które mają być finansowane przedpłatami, oraz w mniejszej części kredytami budowlanymi. City Link II, który ma zostać oddany do użytku w 4Q18 jest już wyprzedany w 94%. Pozostałe 7 realizowanych etapów (ostatni do oddania w 4Q19) na koniec 2017 r. wyprzedane były w 35% z należnościami warunkowymi w wysokości 85 mln zł co stanowiło 50% przewidywanych jeszcze do poniesienia kosztów budowy. Biorąc pod uwagę przewidywane przepływy pieniężne i tempo sprzedaży, założenie spółki o finansowaniu głównie przedpłatami uważamy za racjonalne. Dodatkowo spółka jest w stanie zwiększyć zadłużenie o 123 mln zł zanim naruszy najbardziej restrykcyjny z kowenantów.

W 4Q17 spółka dokonała kolejnej płatności za grunt na Ursusie w kwocie blisko 13 mln zł, ostatnia transza wyniesie 2,8 mln zł i oczekujemy jej wkrótce w związku z planowanym rozpoczęciem pierwszego etapu inwestycji w 1H18.

2. Analiza wrażliwości

Według naszych szacunków z realizacji wszystkich projektów posiadanych przez spółkę jest w stanie wygenerować ona 837 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 i projektu Nova Krolikarnia. 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 9 lat. W ramach projektów gotowych oraz w trakcie realizacji, które już trafiły do oferty spółki, Ronson jest w stanie wygenerować według naszych szacunków 321 mln zł netto. Ostatni z tych projektów ma zostać ukończony w 4Q19. 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 321 mln zł netto. Ta wartość wystarczy spółce na i) pokrycie kosztów bieżącej działalności (ok 20 mln zł rocznie), ii) wypłatę dywidendy w wysokości 15 mln zł rocznie, iii) spłatę 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%	303	312	321	330	338
	95%	300	308	317	325	333
	90%	296	304	312	320	328
	85%	293	300	308	315	323
	80%	289	296	303	310	317
	75%	286	292	299	306	312
	70%	282	288	295	301	307

Źródło: DM Michael/Ström

Zakładając realizację wszystkich projektów będących obecnie w banku ziemi, według naszych szacunków Ronson jest w stanie wygenerować 837 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%	398	617	837	1058	1278
	95%	310	518	727	936	1146
	90%	222	420	617	815	1014
	85%	134	321	507	694	881
	80%	46	222	398	573	749
	75%	-41	123	288	453	617
	70%	-129	24	178	332	485

Źródło: DM Michael/Ström

Zadłużenie

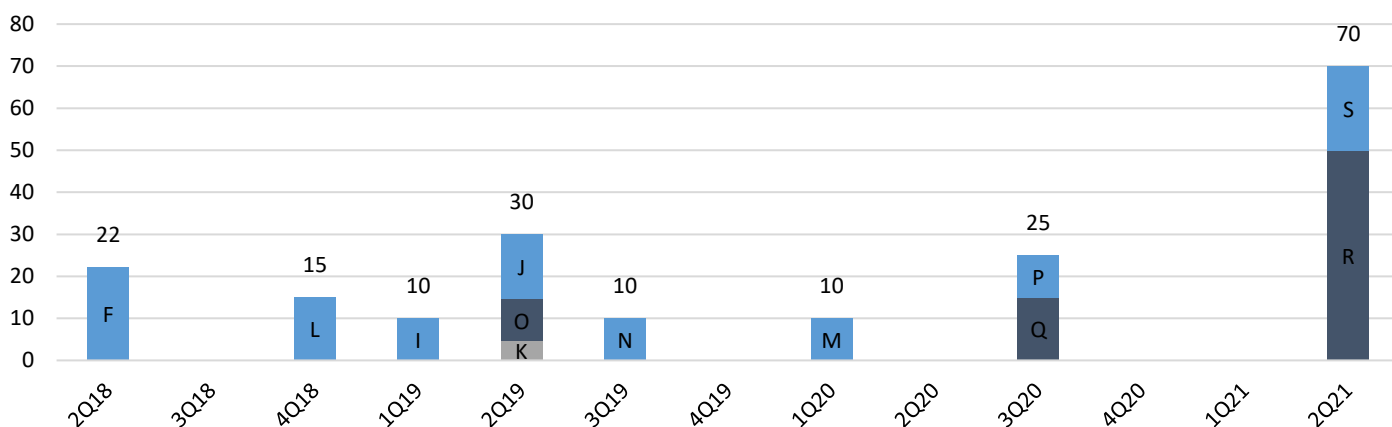
Zadłużenie brutto Ronson na koniec 2017 wynosiło 211 mln zł i w 93% składało się z obligacji. Łączne zadłużenie z tytułu obligacji wyniosło 197,3 mln zł w 13 seriach, z czego 12 notowanych na Catalyst. Pozostałe zadłużenie stanowiły kredyty budowlane na 14 mln zł. W lutym 2018 r. została wykupiona seria H o wartości 5 mln zł, więc można szacować obecne zadłużenie brutto 206 mln zł z czego 192,3 mln zł w obligacjach.

Zadłużenie w wysokości 206 mln zł jest niższe o 6% (8 mln zł) względem zakończenia 3Q17. Jednocześnie wzrost stanu gotówki (o 11 mln zł) przełożył się w efekcie na spadek zadłużenia netto o 12% do 146 mln zł względem poprzedniego kwartału. Stosunek długu netto do kapitałów własnych wyniósł 43% wobec 50% na koniec 3Q17. W 4Q17 jedynym istotnym ruchem na zadłużeniu była spłata kredytów z 21 mln zł na 14 mln zł, spłatę obligacji serii H traktujemy jako neutralną dla zadłużenia netto.

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. Uważamy za prawdopodobne, że spółka będzie starała się refinansować przynajmniej jedną z tych serii przed zapadalnością. W przypadku serii R premia za przedterminowy wykup wyniesie od 0,4 do 1,0% wartości nominalnej w zależności od terminu.

Poniżej przedstawiamy harmonogram zapadalności obligacji spółki.

Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji w mln zł



Źródło: Dane spółki

	F	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S
Nazwa skrócona Catalyst	RON0518	RON0119	RON0419	RON0619	RON1218	RON0220	RON0919	ROE0419	RON0820	RON0720	RON0521	n.d.
Wartość emisji (mln zł)	22,2	10,0	15,5	4,5	15,0	10,0	10,0	10,0	10,0	15,0	50,0	20,0
Wartość nominalna (zł)	100	100	1000	100	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Dzień wykupu	05.2018	01.2019	04.2019	06.2019	12.2018	02.2020	09.2019	04.2019	08.2020	07.2020	05.2021	06.2021
Stopa referencyjna WIBOR	6M	6M	6M	6M	6M	6M	6M	6M	-	6M	6M	6M
Marża	3,50%	4,00%	3,60%	3,60%	3,50%	3,65%	3,60%	3,50%	5,25%	3,50%	2,85%	3,40%
Rentowność do wykupu (YTM)	5,13%	5,06%	-0,17%	5,32%	4,47%	4,82%	4,96%	5,23%	5,15%	4,68%	n.d.	n.d.
Cena czysta - 04.04.2018	100,00	100,51	105,69	100,00	100,53	100,99	100,50	100,00	100,21	101,19	101,5	n.d.
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	0,8
Kowenant: Dług netto/zapasy	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,6

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

Źródło: Obliczenia własne DM Michael/Ström, GPW Catalyst

Zabezpieczenia

Zabezpieczenie zostało ustanowione na dwóch seriach obligacji spółki: F (aktualna wartość oustandingu 22,2 mln zł, zapadająca w maju 2018 r.), oraz na serii R (50 mln zł, zapadająca w maju 2021 r.). Obligacje zabezpieczone są na hipotekach na nieruchomościach, a stosunek wartości zabezpieczenia do nominału obligacji wynosi odpowiednio 1,90x dla serii F, oraz 1,50x dla serii 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 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.

Biorąc pod uwagę wartości zapasów, kapitałów własnych oraz zadłużenia netto na koniec 4Q17 Ronson posiada przestrzeń do zaciągnięcia 99 mln zł dodatkowego długu zanim naruszy kowenant dług netto/zapasy na serii S (wskaźnik na poziomie 0,36x wobec kowenantu 0,60x), jednak aby do tego doszło całość nowego zadłużenia musiałaby zostać przeznaczona na cele niezwiększające zapasów, czyli ani na koszty budowy ani zakup gruntów. Przeznaczając całość nowego długu na zapasy kowenant zostaje naruszony dopiero przy zwiększeniu zadłużenia netto o blisko 250 mln zł. Na pozostałych seriach obligacji kowenant zadłużenia netto do kapitałów własnych zostałby naruszony przy zwiększeniu zadłużenia o 123-127 mln zł w zależności od definicji w poszczególnych seriach, co traktujemy jako realną aktualną przestrzeń do zwiększania zadłużenia przez spółkę.

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 06.04.2018

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 kapitał zakładowy w wysokości 815 591,49 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 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 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 2017 r. poz. 1219) 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 2017 r. poz. 459 z późn. 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.
- Osoby przygotowujące raport nie są zaangażowana 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 2017 poz.1768, t. j. z późn. zm.), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.
- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski nie pełnił funkcji 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 dla Emitenta.
- Dom Maklerski nie otrzymuje obecnie wynagrodzenia 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 powiązany a Emitentem.
- Autorzy 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 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 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 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