

## Ronson Europe

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Ronson Europe N.V. (spółka) po wynikach za 3Q17 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 318 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 niemalże całości zadłużenia brutto. Ponadto spółka posiada bank ziemi pozwalający na wybudowanie blisko 5,5 tys. mieszkań.
- Spółka dokonała rewizji celów operacyjnych na 2017 r. Obniżenie docelowego poziomu przekazania do 900 z poprzednich 1000 implikuje przekazanie blisko 400 lokali w 4Q17. Spółka na koniec 3Q17 posiadała 518 lokali sprzedanych i nieprzekazanych w projektach ukończonych i planowanych do ukończenia w 4Q17 o łącznej wartości 72,4 mln zł..
- Na koniec 3Q17 dług netto spółki wyniósł 166 mln zł i implikował stosunek zadłużenia netto do kapitałów własnych na poziomie 50% wobec 54% na koniec 2Q17. 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 101-112 mln zł.

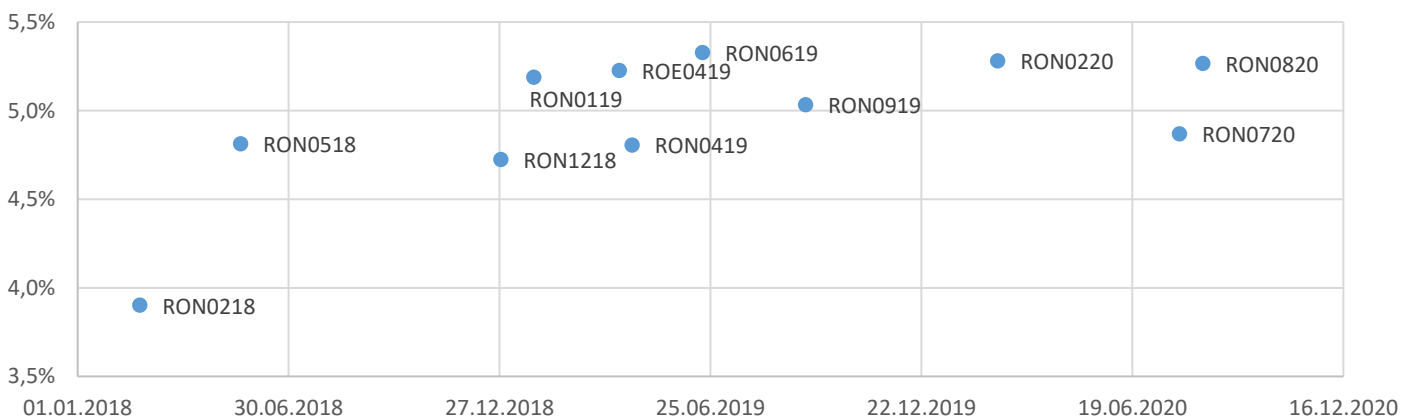
## PROFIL SPÓŁKI:

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

## Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
RON0218	5,0	3,9%
RON0518	22,1	4,8%
RON1218	15,0	4,7%
RON0119	10,0	5,2%
ROE0419	10,0	5,2%
RON0419	15,5	4,8%
RON0619	4,5	5,3%
RON0919	10,0	5,0%
RON0220	10,0	5,3%
RON0720	15,0	4,9%
RON0820	10,0	5,3%
RON0521	50,0	n.d.
S (0621)	20,0	n.d.
Suma	197,1	

## Rentowność do wykupu (YTM) obligacji korporacyjnych Ronson



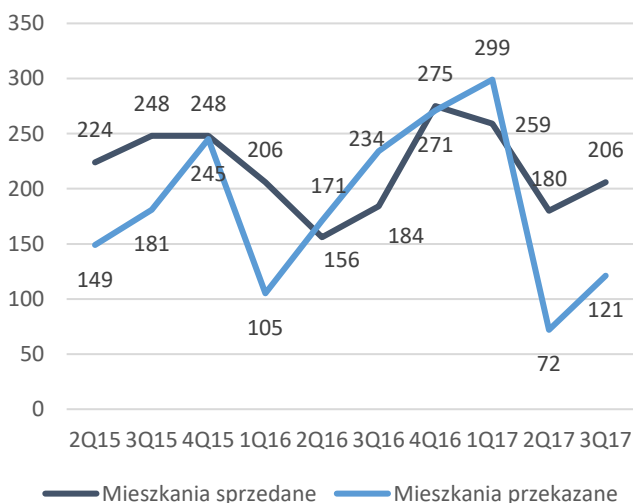
Źródło: Obliczenia własne DM Michael/Ström

## Wyniki 3Q17

Wyniki Ronsona za 3Q17 były relatywnie niskie. W pierwszej połowie roku nie zostały ukończone żadne projekty, a te ukończone w 3Q (City Link I oraz Vitalia I) rozpoczęły przekazania dopiero we wrześniu i większość ich wyniku zostanie rozpoznana w 4Q17. Zwracamy ponadto uwagę, że sprzedaż w projekcie City Link nie jest wykazywana w przychodach ze względu na 50% udział Ronsona w tym projekcie. Przychody w 3Q17 wyniosły 36 mln zł (niższe o 61% r/r) i wynikały z przekazania 85 lokali w projektach własnych – głównie w ukończonym we wrześniu projekcie Vitalia (52 lokale przekazane, 139 w projekcie). Łączna liczba przekazanych w 3Q17 lokali (wliczając CL I) wyniosła 121 lokali. W trakcie 3Q17 Ronson wprowadził do oferty 2 projekty: Marina Miasto (151 lokali), oraz Miasto Moje II (148 lokali), które mają zostać ukończone odpowiednio w 1Q19 i 4Q18. Uruchomiony w 2Q17 trzeci etap projektu City Link, w przeciwieństwie do pierwszych dwóch, należy w 100% do Ronson Europe i w pełni będzie widoczny w wynikach spółki.

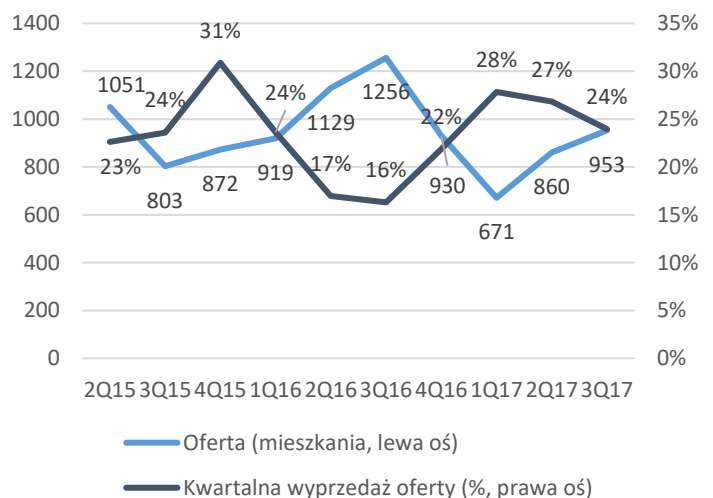
W 3Q17 spółka wypracowała zysk brutto na sprzedaży na poziomie 4,7 mln zł (spadek o 78% r/r) co implikowało marżę brutto na sprzedaży na poziomie 12,9% wobec 16,9% w poprzednim kwartale i 23,2% w 3Q16. Zysk brutto został dodatkowo obniżony przez odpisy na projektach Młody Grunwald oraz Panoramika w łącznej wysokości 3,3 mln zł. Spółka tłumaczy konieczność odpisów rosnącymi kosztami realizacji projektów. Pomimo sprzedaży na poziomie wyższym niż w analogicznym okresie roku poprzedniego (206 lokali wobec 184 lokali w 3Q16) koszty sprzedaży i marketingu zostały obniżone o 27% r/r do poziomu 1,3 mln zł. Spadek kosztów wynikał z dwóch czynników: efektu wysokiej bazy w postaci kosztów związanych ze sprzedażą projektu Nova Królikarnia w 4Q16, oraz z ograniczenia kosztów zewnętrznych agencji nieruchomości zaangażowanych w sprzedaż – ze względu na istotny popyt na mieszkania spółka ogranicza korzystanie z ich usług. Koszty ogólnego zarządu wyniosły 4,4 mln zł i były niższe o 8% r/r. Przepływy pieniężne z tytułu udziałów w City Link wyniosły 6,4 mln zł, jednak ze względu na pokrywanie wcześniejszych strat (o czym pisaliśmy we wcześniejszych raportach) księgowy udział w zysku wyniósł 0,1 mln zł. Na poziomie netto spółka zaraportowała stratę na poziomie 2,6 mln zł (wobec 10,3 mln zł zysku w 3Q16), z których 2,5 mln zł przynależnych było do akcjonariuszy jednostki dominującej.

Wykres: Kwartalna sprzedaż i przekazania



Źródło: Dane spółki

Wykres: Kwartalna wyprzedzaż oferty i oferta na koniec okresu



Źródło: Dane spółki

## Analiza finansowa

Na koniec września 2017 r. suma bilansowa spółki wyniosła 678,5 mln zł (płasko kw/kw). Po stronie aktywów główne zmiany nastąpiły na poziomie spadku należności o 16 mln zł do poziomu 10 mln zł, które zostały skompensowane wzrostem stanu gotówki o 15 mln zł do 54 mln zł. Na bilansie spółki nadal widoczna jest zaliczka na zakup gruntu na Ursusie w wysokości 67,4 mln zł – rozpoczęcie tego projektu planowane jest na 2Q18. Głównym składnikiem aktywów naturalnie pozostają zapasy, które wyniosły na koniec 3Q17 512 mln zł i nie uległy znaczącej zmianie na przestrzeni 3Q. 42% zapasów, a zarazem 32% sumy bilansowej ulokowanych jest w banku ziemi – czyli 215 mln zł. Wartość ta uległa zmniejszeniu o 25 mln zł względem zakończenia półrocza ze względu na uruchomienie projektów Marina Miasto oraz Miasto Moje II.

Projekty City Link I oraz II nadal nie są widoczne na bilansie spółki ze względu na spisanie ich do 0 w wyniku akumulowanej straty. Przekazania w projekcie City Link I ruszyły w 3Q17 wraz z przekazaniem pierwszych 36 mieszkań. Na skonsolidowanym bilansie widoczne jest to poprzez spłatę pożyczek do wspólnego przedsięwzięcia (6 mln zł spłaty, 3 mln pozostało na bilansie). Dalsze przekazania w ramach tych projektów nie będą widoczne w przychodach ani w przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej ze względu na 50% udział w tych projektach.

W 3Q17 spółka nie dokonywała istotnych ruchów na poziomie zadłużenia (wzrost długu brutto o 1% kw/kw), a ze względu na wyższą pozycję gotówkową dług netto uległ obniżeniu o 7% do poziomu 166 mln zł. Stosunek długu netto do kapitałów własnych wyniósł 0,50x (0,54x na koniec 2Q17), wobec kowenantu na obligacjach na poziomie 0,80x.

Płynność gotówkowa w 3Q17 uległa poprawie i wyniosła 0,79x wobec 0,49x na koniec 2Q17 (wyłączamy zobowiązania z tytułu zaliczek dla potrzeb kalkulacji). Poprawa wynika z rozpoczęcia przekazania w projektach ukończonych w 3Q17 i podwyższeniu stanu gotówki. W 3Q17 spółka przekazała do użytkowania 121 lokali, wobec 72 w kwartale poprzednim i 234 w analogicznym okresie roku poprzedniego. Wyższy stan gotówki, przy braku istotnych zmian w zadłużeniu przełożył się również na wyższy stosunek gotówki do długu krótkoterminowego, który na koniec 3Q17 wyniósł 1,59x wobec 1,34x na koniec 2Q17. **Płynność spółki utrzymuje się na bezpiecznym poziomie.**

Na koniec 3Q17 wartość zaliczek otrzymanych wyniosła 63 mln zł co stanowiło 22% wartości mieszkań sprzedanych i nieprzekazanych. Wartość ta była wyższa od zaraportowanej na koniec 2Q17 o 33%, gdy zaliczki stanowiły 38% wartości mieszkań sprzedanych i nieprzekazanych.

BILANS	2015	2016	1H17	3Q17	% sumy bilansowej
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>46,4</b>	<b>21,9</b>	<b>20,4</b>	<b>21,1</b>	<b>3%</b>
Zapasy	701,3	574,1	509,4	511,9	75%
Wyroby gotowe	121,5	215,6	93,8	99,1	15%
Projekty realizowane	240,1	97,5	175,6	197,4	29%
Bank ziemi	339,7	261,6	240,0	215,4	32%
Należności handlowe*	18,5	47,0	93,1	77,3	11%
Pożyczki udzielone wspólnemu przedsięwzięciu	0,0	15,9	9,4	3,1	0%
Gotówka	99,5	69,1	38,8	53,6	8%
Pozostałe aktywa obrotowe	9,2	15,4	5,0	11,6	2%
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>828,5</b>	<b>721,5</b>	<b>655,7</b>	<b>657,5</b>	<b>97%</b>
<b>Aktywa</b>	<b>874,8</b>	<b>743,4</b>	<b>676,2</b>	<b>678,5</b>	<b>100%</b>
Kapitał akcjonariuszy jedn. dominującej	457,7	359,6	331,1	328,6	48%
Kapitały mniejszości	1,7	2,3	4,2	4,2	1%
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>459,4</b>	<b>361,9</b>	<b>335,3</b>	<b>332,7</b>	<b>49%</b>
Zadłużenie długoterminowe	214,5	139,5	188,0	185,5	27%
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	8,4	12,1	10,3	9,4	1%
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>223,0</b>	<b>151,6</b>	<b>198,4</b>	<b>195,0</b>	<b>29%</b>
Zadłużenie krótkoterminowe	35,6	86,6	28,9	33,6	5%
Zaliczki otrzymane	116,9	100,6	62,6	83,3	12%
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	40,0	42,7	50,9	33,9	5%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>192,5</b>	<b>230,0</b>	<b>142,5</b>	<b>150,8</b>	<b>22%</b>
Zobowiązania	415,4	381,5	340,8	345,8	51%
<b>Pasywa</b>	<b>874,8</b>	<b>743,4</b>	<b>676,2</b>	<b>678,5</b>	<b>100%</b>
Dług brutto	250,1	226,1	217,0	219,1	32%
Dług netto	150,6	157,0	178,2	165,6	24%
Dług netto/kapitały własne	33%	44%	54%	50%	

\* W należnościach handlowych uwzględniono zaliczki na zakup gruntów

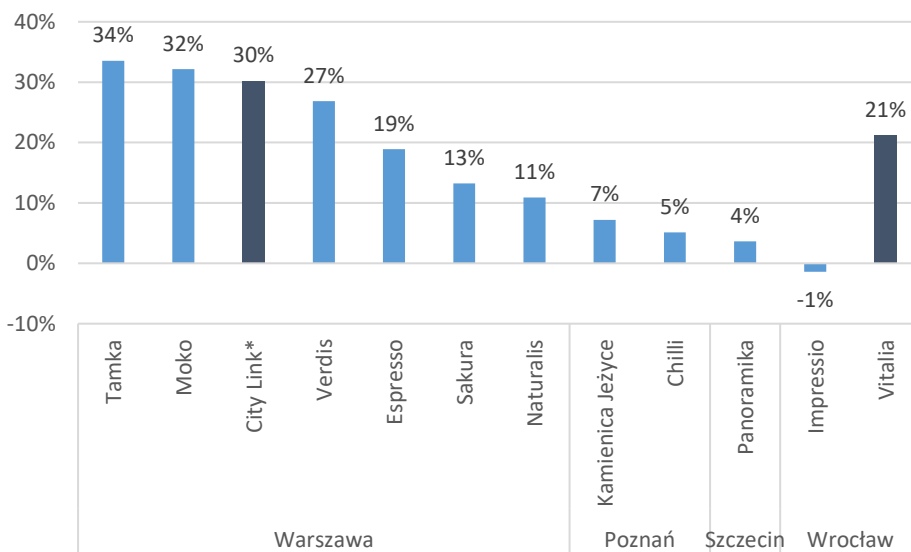
Źródło: Dane spółki, DM Michael/Ström

## Ostatnie wydarzenia w spółce

Spółka dokonała rewizji prognoz operacyjnych na 2017 r. 1) Ronson zamierza przekazać w 2017 r. 900 mieszkań, wobec 1000 deklarowanych wcześniej. Obniżenie założeń wynika bezpośrednio z harmonogramu realizacji projektów. Do realizacji pierwotnego celu, spółka musiałaby przekazać w 4Q17 blisko 500 mieszkań. Na koniec 3Q17 spółka posiada co prawda 518 mieszkań sprzedanych w projektach ukończonych i przewidywanych do ukończenia w 4Q17 (o wartości 72,4 mln zł), jednakże ze względu na nieznaczące przesunięcia w realizacji projektów oczekuje, że ok. 100 z tych mieszkań zostanie przekazana nabywcom już w 2018 r. Jako, że zmiana celu wynika z niewielkich opóźnień, a spółka posiada wystarczającą liczbę mieszkań sprzedanych do realizacji pierwotnego celu, nie uważamy tej zmiany za kluczową dla obligatariuszy. 2) 2 projekty, które miały zostać uruchomione w 4Q17 zostają przesunięte na 2018 r. Projekt Bułgarska w Poznaniu (268 lokali) zostaje przesunięty ze względu na opóźnienie pozwolenia na budowę i ma zostać uruchomiony w 1H18. Piąty etap projektu Chilli (39 domków również Poznań) zostaje natomiast decyzją spółki przesunięty na 2018 r. ze względu na obecnie wystarczającą ofertę – na koniec 3Q17 w ofercie znajdowało się 37 z 45 domów w etapie czwartym. 3) Plany sprzedażowe na poziomie 800 lokali w 2017 r. zostały podtrzymane, w 9M17 spółka sprzedała 645 lokali. Jednocześnie przypominamy, że w celach sprzedaży i przekazania spółka uwzględnia projekty City Link I i II w których posiada 50% udział.

W trakcie 3Q17 spółka rozpoczęła przekazania w projekcie Vitalia, który jest pierwszym projektem realizowanym na gruncie zakupionym poza Warszawą po kryzysie 2008 r. Zgodnie z oczekiwaniami projekt charakteryzuje się marżą istotnie wyższą od projektów dotychczas realizowanych poza Warszawą i potwierdza zdolność spółki do realizacji dochodowych projektów poza stolicą. Należy pamiętać, że w banku ziemi Ronsona nadal znajdują się grunty poza Warszawą nabyte w latach 2007-2008 i wraz z ich uruchomieniem będą stanowiły presję na marże raportowane przez spółkę. Jednocześnie fakt ten nie ma przełożenia na generowane przepływy pieniężne.

Wykres: Średnia marża brutto na sprzedaży na projektach w latach 2013-3Q17



\*w projektach City Link I i II Ronson posiada 50% udziałów  
Źródło: Dane spółki

Projekt Marina Miasto, uruchomiony w 3Q17, początkowo miał być projektem mieszkalnym, trafia jednak do oferty spółki jako Apart Hotel. Ze względu na dominujący w projekcie popyt inwestycyjny zakładamy neutralny wpływ zmiany na nasze szacunki. Nowa forma prawna niesie za sobą dwie główne konsekwencje: 1) w takim lokalu nie można się zameldować, 2) zakup lokalu w tym projekcie wiąże się z 23% stawką VAT, wobec 8% przy kupnie mieszkania. Na chwilę obecną nie dokonujemy rewizji założeń na tym projekcie, zakładając że presja cenowa będzie niewielka, gdyż popyt inwestycyjny ma niewielką wrażliwość na powyższe czynniki.

Już w trakcie 4Q17 Ronson wprowadził do oferty dwa kolejne projekty – Panoramika IV (Szczecin, 111 lokali), oraz Vitalia II (Wrocław, 83 lokale). Ukończony został ponadto projekt Młody Grunwald III na 108 lokali i rozpoczęło się przekazywanie w nim mieszkań. Na koniec 3Q17 liczba lokali sprzedanych w tym projekcie wynosiła 71.

W spółce następują zmiany personalne. Dotychczasowy prezes – Tomasz Łapiński – został zastąpiony przez Nir Netzer, a formalna decyzja zapadła na WZA 20 listopada. Pan Łapiński pełnił funkcję CEO od kwietnia 2017 r. na którą awansował z CFO, którą pełnił od 2008 roku. Pan Netzer związany jest z rynkiem nieruchomości w Europie Środkowej i Wschodniej od 2003 r. Dotychczas pełnił funkcję m. in. CEO w DEN Financial Consultancy oraz GH East Europe, wcześniej pełnił funkcję CFO w Kimberly Enterprises.

## Potencjał do generowania gotówki

Na koniec 3Q17 Ronson posiadał 953 lokali w swojej ofercie oraz bank ziemi pozwalający na wybudowanie kolejnych 5 445 lokali (wliczając 1 600 mieszkań na gruncie nierozliczonym do końca 3Q17 na Ursusie). Ponadto na koniec 3Q17 deweloper posiadał 1 029 lokali sprzedanych i nieprzekazanych o wartości 370 mln zł (w tym 440 lokali o wartości 176 mln zł w projektach o 50% udziale). Łącznie daje to potencjał do przekazania ponad 7 500 lokali w projektach zrealizowanych, realizowanych oraz planowanych.

Spółka posiada 359 lokali sprzedanych i nieprzekazanych w ukończonych projektach o wartości 137 mln zł. W projektach oczekiwanych do ukończenia w 4Q17 liczba ich wynosi 159 (41 mln zł), natomiast w projektach przewidzianych do ukończenia w 2018 r. 419 (159 mln zł). Wobec liczby mieszkań przewidzianych do ukończenia w 4Q17 (275) i w 2018 r. (688) implikuje to wyprzedaż oferty na poziomach odpowiednio 58% i 61% w każdym z okresów.

W trakcie 3Q17 oferta została powiększona o 299 mieszkań (wprowadzenie 2 projektów do oferty), sprzedano natomiast 206 lokali. W efekcie oferta na koniec 3Q17 wzrosła o 93 lokale do poziomu 953, a sprzedaż w 3Q17 stanowiła 24% oferty na koniec poprzedniego kwartału.

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

Zarówno oferta, jak i bank ziemi dewelopera skoncentrowane są w Warszawie – odpowiednio 68% i 65% 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	9	3
	Sakura I-IV	3Q15	515	5	2
	Moko I-II	4Q16	345	43	9
	Młody Grunwald I-II	4Q15	285	21	5
	Panoramika II	3Q16	197	8	3
	Kamienica Jeżyce I-II	4Q16	295	2	1
	Espresso II-III	4Q16	519	5	1
	Impressio I-II	2Q15	228	1	2
	Naturalis I-III	3Q13	201	1	1
	Vitalia I	3Q17	139	32	55
	City Link I*	3Q17	322	10	276
Inne	n.d.		4	1	
	<b>Razem</b>		<b>141</b>	<b>359</b>	
Projekty w trakcie realizacji	City Link II*	4Q18	189	25	164
	City Link III	3Q19	368	305	63
	Miasto Moje I	1Q18	205	84	121
	Miasto Moje II	2019	148	148	0
	Espresso IV	1Q18	146	12	134
	Chilli IV	4Q17	45	37	8
	Młody Grunwald III	4Q17	108	37	71
	Panoramika III	4Q17	122	42	80
	Marina Miasto	2019	151	122	29
	<b>Razem</b>		<b>812</b>	<b>670</b>	
<b>RAZEM OFERTA</b>			<b>953</b>	<b>1 029</b>	
Bank ziemi	Naturalis		345	345	0
	Panoramika		282	282	0
	Chilli		176	176	0
	Vitalia		164	164	0
	Miasto Moje		1 161	1 161	0
	Chopin		467	467	0
	Matisse		473	473	0
	Falenty		160	160	0
	Renaissance		224	224	0
	Bulgarska		268	268	0
	Vivaldi		75	75	0
	Belchatowska 28		50	50	0
	Brak**		1 600	1 600	0
		<b>Razem</b>		<b>5 445</b>	<b>0</b>
<b>RAZEM POTENCJAŁ</b>			<b>6 398</b>	<b>1 029</b>	

\* Ronson posiada 50% udziałów w przedsięwzięciu

\*\* grunt kupiony w 1Q17, nierozliczony do końca 3Q17 i niewidoczny w bilansie spółki

Źródło: Dane spółki, DM Michael/Ström

## 1. Oczekiwane przepływy pieniężne

Należności warunkowe z projektów planowanych do oddania w 4Q17 (Chilli IV, Panoramika III i Młody Grunwald III) wynoszą 16,5 mln zł, jednakże spółka sygnalizuje, że w 4Q17 najprawdopodobniej nie przekaże wszystkich sprzedanych mieszkań w tych projektach. W pozostałych projektach będących obecnie w przygotowaniu należności warunkowe wynoszą 81 mln zł (ostatni z realizowanych obecnie projektów ma zostać ukończony w 3Q19). Spółka posiada ponadto 83 sprzedane i nieprzekazane lokale w projektach ukończonych, a należności warunkowe z tych mieszkań wynoszą łącznie 19 mln zł, które w całości powinny spłynąć do spółki w trakcie 4Q17.

W 3Q17 ukończono projekt City Link I, w którym spółka posiada 50% udziału. Na koniec 3Q17 276 z 322 mieszkań w tym projekcie była sprzedana i nieprzekazana. Łączna ich wartość wynosiła 106 mln zł. Spółka nie podaje jaka jest wartość należności warunkowych w tym projekcie. Zakładamy, że przedpłaty finansowały realizację projektu i biorąc pod uwagę 50% udział Ronsona w przedsięwzięciu, szacujemy że wygenerowany w 4Q17 przepływ wyniesie powyżej 10 mln zł.

Spółka dotychczas nie sfinalizowała zakupu gruntu w dzielnicy Ursus w Warszawie o którego zakupie informowała w 1Q17. Pierwszy etap projektu realizowanego na tym gruncie ma się rozpocząć w 1H18 i do tego czasu oczekujemy ostatniej transzy płatności za grunt w wysokości 15,5 mln zł.

Biorąc pod uwagę powyższe oczekiwane przepływy pieniężne i stan gotówki, który na koniec 3Q17 wynosił 54 mln zł, wnioskujemy, że spółka nie będzie miała problemów z finansowaniem rozpoczętych w 3Q oraz 4Q projektów.

## 2. Analiza wrażliwości

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 318 mln zł netto. Ostatni z tych projektów ma zostać ukończony w 3Q19. 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 318 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 niemalże 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%	246	282	318	353	389
	95%	232	266	300	334	368
	90%	218	250	282	314	346
	85%	204	234	264	295	325
	80%	189	218	246	275	303
	75%	175	202	229	255	282
	70%	161	186	211	236	261

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%	382	604	826	1048	1270
	95%	294	504	715	926	1137
	90%	205	405	604	804	1003
	85%	116	305	493	682	870
	80%	27	205	382	560	737
	75%	-61	105	271	438	604
	70%	-150	5	161	316	471

Źródło: DM Michael/Ström

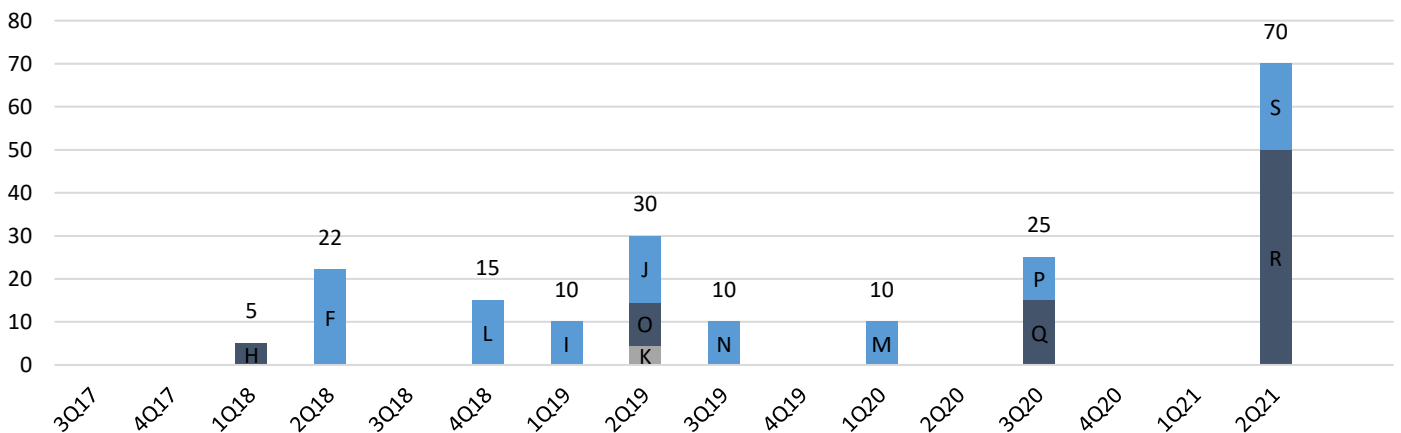
## Zadłużenie

Zadłużenie brutto Ronson Europe na koniec 3Q17 wynosiło 219 mln zł i w 90% składało się z wyemitowanych obligacji. Łączne zadłużenie z tytułu obligacji wyniosło 198,3 mln zł w 13 seriach, z czego aż 11 jest notowanych na Catalist. Pozostałe zadłużenie stanowią kredyty budowlane na 21 mln zł.

Zadłużenie w wysokości 219 mln zł było wyższe o 1% (2 mln zł) względem zakończenia 3Q17. Jednocześnie wzrost stanu gotówki (o 15 mln zł) przełożył się w efekcie na spadek zadłużenia netto o 7% do 166 mln zł względem poprzedniego kwartału. Stosunek długu netto do kapitałów własnych wyniósł 50% wobec 54% na koniec 2Q17. W 3Q17 nie dokonywała istotnych ruchów na zadłużeniu, nie nastąpiło refinansowanie. 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.

Poniżej przedstawiamy harmonogram zapadalności obligacji spółki.

Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji w mln zł



Źródło: Dane spółki

	F	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S
Nazwa skrócona Catalyst	RON0518	RON0218	RON0119	RON0419	RON0619	RON1218	RON0220	RON0919	ROE0419	RON0820	RON0720	RON0521	n.d.
Wartość emisji (mln zł)	22,1	5,0	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	100	1000	100	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Dzień wykupu	05.2018	02.2018	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	6M
Marża	3,50%	4,25%	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)	4,81%	3,90%	5,19%	4,80%	5,33%	4,72%	5,28%	5,03%	5,23%	5,27%	4,87%	n.d.	n.d.
Cena czysta - 07.08.2017	100,20	100,50	100,60	100,70	100,00	100,53	100,20	100,50	100,00	99,95	100,89	n.d.	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	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 22,1 mln zł, zapadająca w maju 2018 r.), oraz na ostatnio wyemitowanej serii R (50 mln zł, zapadająca w czerwcu 2021 r.). Obligacje zabezpieczone są na hipotekach na nieruchomościach, a stosunek wartości zabezpieczenia do nominału obligacji wynosi odpowiednio 1,64x 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 3Q17 Ronson posiada przestrzeń do zaciągnięcia 101 mln zł dodatkowego długu zanim naruszy kowenant dług netto/kapitały własne na seriach F i H (wskaźnik na poziomie 0,50x wobec kowenantu 0,80x). Na pozostałych seriach obligacji kowenanty zostałyby naruszone przy zwiększeniu zadłużenia o 102-112 mln w zależności od serii.

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 21.11.2017

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 815 591,49 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. 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 ),
  - 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 (t. j. : Dz.U. z 2016 poz.1636), 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 lub pierwszej ofercie publicznej.
- 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 subemisje 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 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)**