

## Vantage Development

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Vantage Development (spółka, emitent, VTG) po wynikach za 1Q18.

- W ramach rozpoczętej współpracy z Rank Progress (RNK) przy realizacji projektu Port Popowice spółka istotnie zwiększyła swój bank ziemi. Projekt zakłada realizację ok. 2400 mieszkań, oraz 14,5 tys. mkw powierzchni komercyjnej w perspektywie do 2028 r. W ramach współpracy RNK udostępnia grunt o wartości 160 mln zł, VTG zobowiązał się do dokapitalizowania spółki celowej kwotą 88 mln zł (dotychczas 64,6 mln zł). Vantage pełni pełną kontrolę operacyjną nad spółką i konsoliduje ją metodą pełną, posiadając obecnie 77%, a docelowo 55% udziałów w spółce.
- Gdyby spółka wybudowała lokale w ramach obecnie realizowanych i planowanych projektów (uwzględniając jedynie etap Portu Popowice planowany do uruchomienia w 2018 r.) oraz sprzedała ok. 76% tych lokali, to powinna być w stanie spłacić wszystkie zobowiązania przypisane do segmentu deweloperskiego, wypłacić maksymalny limit dywidendy oraz opłacić koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w okresie 3 lat. Przy tym poziomie sprzedaży spółce pozostałoby ok. 519 gotowych do sprzedaży i wolnych od długu lokali, bank ziemi pozwalający na realizację ponad 2 000 lokali oraz aktywa netto z działalności komercyjnej. Obliczenia nie uwzględniają podatków.
- Po terminie spłaty ostatnich obligacji spółki w 2021 r. zapadają kredyty o wartości 85 mln zł, które w całości są przypisane do działalności komercyjnej. Zatem w perspektywie 3 lat zapadają zobowiązania finansowe na kwotę 151 mln zł (w tym ok. 36 mln zł stanowi leasing biurowca Promenady Epsilon, którego spodziewamy się refinansowania, oraz 14 mln zł pożyczki od Centaurisa). Wyłączając ww. leasing oraz pożyczki i uwzględniając posiadaną przez VTG gotówkę (skorygowaną o wydarzenia po dniu bilansowym), w ciągu 4 lat wymagalnych będzie ok. 121 mln zł zobowiązań finansowych netto.
- Potencjał do generowania gotówki z działalności komercyjnej tkwi w sprzedaży aktywów. Gdyby spółka sprzedała komercyjne nieruchomości pracujące po wycenie bilansowej i z otrzymanych środków spłaciłaby całość zobowiązań przypisanych do tego segmentu, to uwolnionych zostałoby 96 mln zł. Dodatkowo, do tej działalności przypisane są 4 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 67 mln zł (wolne od długu). Nie dostrzegamy znaczącego potencjału do generowania gotówki z bieżącej działalności tego segmentu.
- Skonsolidowany poziom długu netto do kapitałów własnych wynosi 65% (vs. 59% na koniec 2017 r.). Średni wskaźnik LTV dla projektów komercyjnych wyniósł 58% (-1 p.p. kw/kw i r/r). Spółka posiada 103 mln zł gotówki, podczas gdy krótkoterminowe zobowiązania finansowe wynoszą 39 mln zł.

## PROFIL SPÓŁKI:

Deweloper mieszkaniowo-komercyjny prowadzący działalność we Wrocławiu, Warszawie oraz Zielonej Górze.

## Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
VTG0520	65	5,34%
VTG0521	70	5,59%
VTG0721	10	5,74%
Suma	145	

## *Plany spółki na 2018 r.*

Spółka wraz ze sprawozdaniem za 2017 r. opublikowała plany strategiczne na 2018 r., które zakładają:

- Wprowadzenie do oferty ponad 1 400 lokali
- Sprzedaż ponad 900 lokali
- Przekazanie ponad 1 100 lokali
- Pozyskanie najemców na 8 tys. mkw powierzchni komercyjnej
- Rozbudowę banku ziemi o grunty pozwalające na realizację 600 lokali

### **Projekty mieszkaniowe**

9 etapów wskazanych do uruchomienia w 2018 r. obejmuje łącznie 1 480 lokali, z czego 813 ma zostać zrealizowanych w kolejnych etapach już prowadzonych projektów – 581 w ramach Promenady Wrocławskie VIII, IX i X, oraz 238 w Dorzecze Legnickiej IB oraz II. Wśród nowych projektów, które mają pojawić się w ofercie są pierwsze etapy projektów Buforowa oraz Popowice, oraz projekt Kobierzycka na łącznie 667 lokali. Spółka planuje w 2018 r. uruchamiać projekty jedynie we Wrocławiu i tam też skupia poszukiwania nowych gruntów pod inwestycje.

W 2018 r. Vantage uruchomił do tej pory sprzedaż w projektach Promenady Wrocławskie VIII (209 lokali), oraz Dorzecze Legnickiej IB i II na łącznie 232 lokale – odpowiednio 90 i 142.

Projekt przy ulicy Buforowej realizowany będzie na działkach, co do których przedwstępne umowy sprzedaży podpisane zostały w 4Q17, do końca 1Q18 transakcja nie została rozliczona. Etap I obejmował będzie 157 lokali, co przy cenie gruntu 7 mln zł i założeniu średniej wielkości mieszkania 52 mkw implikuje koszt gruntu na 866 zł/PUM. Na drugiej z działek mają powstać etapy 2 i 3 na łącznie 300 lokali i przy analogicznych założeniach koszt gruntu szacujemy na 900 zł/PUM. Ze względu na przedwstępny charakter umów grunty nie znajdowały się w zapasach na koniec 1Q18. Projekt znajduje się w południowej części Wrocławia w dzielnicy Jagodno, w odległości około 6,5 km od centrum. Planowany termin uruchomienia inwestycji to 3Q18.

Projekt Kobierzycka obejmował będzie 90 lokali w dzielnicy Klecina, ok. 8 km od centrum Wrocławia. Grunt nabyty został w styczniu 2018 r. Zakup gruntu za 3,8 mln zł implikuje koszt gruntu na 828 zł/PUM.

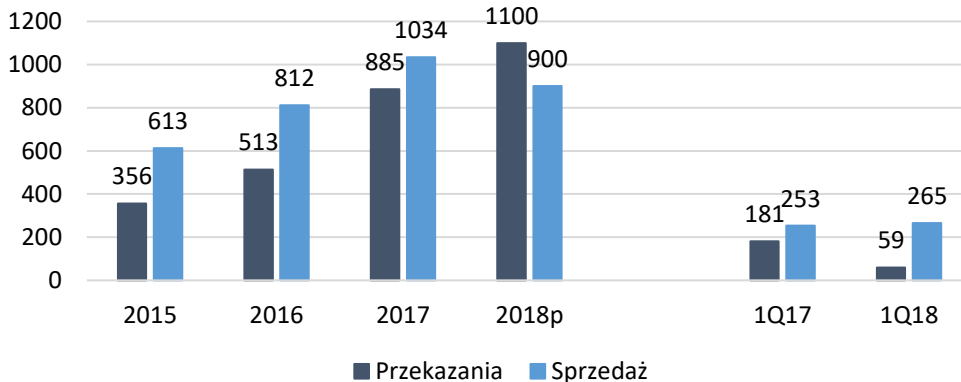
W 2018 r. spółka zamierza uruchomić pierwszy etap projektu Port Popowice realizowanego w ramach współpracy z Rank Progress, którą dokładniej opisujemy w następnym rozdziale. Pierwszy etap ma obejmować realizację 3 budynków na łącznie co najmniej 420 lokali (415 mieszkań, i 5 lokali usługowych) i uruchomione mają zostać w dwóch fazach (budynek A, następnie B i C) w 3Q18 oraz 4Q18. W planach na 2018 r. etap traktowany był jako dwa oddzielne etapy.

### **Sprzedaż i przekazania**

Planowane poziomy sprzedaży (900 lokali) i przekazania (1 100 lokali) implikują odpowiednio 13% spadek i 24% wzrost względem wyników zrealizowanych w 2017 r. Spółka zamierza sprzedać w 2018 r. 900 lokali, a 265 mieszkań sprzedanych w 1Q18 realizuje ten cel w 30%. Oferta Vantage na koniec 1Q18 wynosiła 471 lokali. Przy realizacji planowanych na ten rok uruchomień nowych etapów sprzedaż 900 lokali implikuje wyprzedzanie 50% oferty. W obliczu dynamicznie rosnących kosztów realizacji projektów deweloperskich spółka w 2018 r. skupia się na maksymalizacji uzyskiwanych cen, co znajdzie odzwierciedlenie w niższej niż w 2017 r. sprzedaży.

Na koniec 1Q18 r. spółka posiadała 1033 lokali sprzedanych i nieprzekazanych, a 17 z nich znajdowało się w projektach ukończonych. Wśród 471 lokali znajdujących się w ofercie na koniec 1Q18 33 znajduje się w projektach ukończonych, 200 zostanie ukończonych w 2018 r.; a pozostałe 238 w 2019 r.

Wykres: Sprzedaż i przekazania lokali 2014-1Q18 oraz plany spółki na 2018 r.



### Projekty komercyjne

W 2018 r. spółka zamierza pozyskać najemców na 8 tys. mkw powierzchni komercyjnej. Na koniec 2017 r. oferta komercyjna dewelopera wynosiła 8,8 tys. mkw, czyli realizacja planu na 2018 r. implikowałaby zwiększenie średniego obłożenia w nieruchomościach komercyjnych z 78% na koniec 2017 r. do 98% co pozwala sądzić, że opublikowany plan uwzględni również wynajmowanie powierzchni, dla których kończą się umowy.

### Rozbudowa banku ziemi

W 2018 r. spółka planuje powiększyć bank ziemi o grunty pozwalające na realizację ok. 600 lokali. Według deklaracji spółka będzie koncentrować się na rozbudowie banku ziemi na rynku wrocławskim ze względu na niską dostępność gruntów na rynku warszawskim. Szacujemy, że spółka przeznaczy na ten cel 25-35 mln zł. Uwzględniając płatności na projekt Port Popowice zakładamy, że spółka w 2018 r. przeznaczy na rozbudowę banku ziemi 84-93 mln zł.

### Port Popowice

Projekt Port Popowice realizowany jest przez spółkę Winhall Investments sp. z o.o. w której Vantage objął początkowo 55% udziałów, a w maju 2018 r. zwiększył zaangażowanie do 77%, pozostałe udziały należą do Rank Progress. Spółki podjęły współpracę przy realizacji projektu, który docelowo obejmować ma ok. 2 400 lokali mieszkalnych i usługowych oraz 14,5 tys. mkw powierzchni komercyjnej na gruncie, który pierwotnie należał do Rank Progress. Grunt, który został wyceniony na 160 mln zł sprzedany został etapami do spółki celowej nad którą pełną kontrolę operacyjną posiada Vantage, a Rank Progress pełni rolę inwestora pasywnego. Projekt został podzielony na dwa główne etapy, a spółka celowa przystąpiła do realizacji pierwszego z nich (również podzielonego na mniejsze etapy), który obejmuje budowę 1 100 mieszkań oraz 14,5 tys. mkw powierzchni komercyjnej.

Dotychczas Vantage zaangażował w przedsięwzięcie 64,6 mln zł wobec pierwotnie deklarowanych 88 mln zł, i posiada obecnie 77% udziałów w Winhall, wobec 55% deklarowanych w pierwotnej umowie współpracy. Zaangażowanie pozostałych 23 mln zł według postanowień umowy powinno zostać przekazane do spółki celowej przed majem 2020 r. Obecnie obowiązujący aneks do umowy przewiduje, że jeśli dojdzie do realizacji drugiego etapu inwestycji (co też zakładamy) to proporcja udziałów w Winhall zostanie przywrócona do 55/45 poprzez dokapitalizowanie spółki.

Na wydaną kwotę 64,6 mln zł składają się płatności:

- 29,3 mln zł poprzez objęcie 55% udziałów w spółce Winhall w grudniu 2017 r.
- 29,3 mln zł podwyższenie kapitału w maju 2018 r.
- 6,0 mln zł poprzez odkup udziałów od Rank Progress zwiększając swój udział do 77% w maju 2018 r.

Winhall objęła 100% gruntu pod projekt, który częściowo wnoszony był do spółki przez Rank Progress jako aport za udziały, część natomiast została sprzedana do spółki pozwalając RNK na uwolnienie gotówki. Grunt według komunikatów spółki ma wartość 159,6 mln zł, co przy zaangażowaniu 88 mln zł przez VTG implikuje 55% udział. Obecne zaangażowanie VTG implikuje 40% wartości gruntu, spółka posiada natomiast 77% udziałów w Winhall. Obecną strukturę udziałów traktujemy jako tymczasową i w analizie zakładamy zarówno realizację drugiego etapu inwestycji, zaangażowanie pozostałych 23 mln zł, jak i podział zysków z przedsięwzięcia w proporcjach 55/45.

W ramach projektu ma powstać około 2 400 lokali mieszkalnych i usługowych. Dodatkowo grunt pozwala na realizację ok. 14,5 tys. mkw powierzchni komercyjnej. Przy pełnej powierzchni (komercyjnej i mieszkaniowej) implikowana cena gruntu wynosi 1,05 tys. zł/PUM. W 3Q18 i 4Q18 spółka planuje uruchomienie pierwszych dwóch faz w pierwszym etapie mieszkaniowych projektu, w dalszej perspektywie zamierza uruchamiać kolejne etapy mieszkaniowe. Na realizację pierwszego etapu spółka podpisała już kontrakt z Erbudem w formule „Zaprojektuj i wybuduj” o wartości 114,5 mln zł. Według umowy w ramach pierwszego etapu powstaną 3 budynki na co najmniej 415 lokali mieszkalnych i 5 lokali usługowych. Ostateczny projekt i liczba lokali nie została jeszcze ogłoszona. Spółka nie opublikowała jeszcze również decyzji dotyczących sposobu wykorzystania możliwej do budowy powierzchni komercyjnej, a według informacji uzyskanych od zarządu spółka rozważa kilka scenariuszy.

Szacujemy, że względem stanu na koniec 1Q18 Winhall jest w stanie wygenerować 198 mln zł gotówki z samej części mieszkaniowej uwzględniając płatności za grunt. Z tej kwoty 109 mln zł trafi do Vantage na przestrzeni najbliższych lat – zakończenie ostatniego etapu inwestycji obecnie planowane jest na 2028 r.

### *Polityka dywidendowa*

W marcu 2018 r. spółka uchyliła swoją politykę dywidendową ze względu na obecną strukturę akcjonariatu, w której 100% akcji spółki należy do podmiotów działających w porozumieniu, bezpośrednio i pośrednio zależnych od Grzegorza Dzik i Józefa Biegaj, będących w RN spółki. Na obligacjach serii R (zapadających w maju 2021 r.) ustanowiony został kowenat ograniczający możliwości spółki do dokonywania wypłat na rzecz właścicieli w jakiegokolwiek formie do 100 mln zł przed wykupem serii. Dotychczas spółka wypłaciła w formie dywidendy i skupu akcji własnych 51,5 mln zł i zakładamy, że pozostała kwota zostanie wykorzystana w całości do wykupu obligacji. Kowenanty przewidują podwyższenie limitu w przypadku sprzedaży projektu komercyjnego – o połowę uzyskanej za niego ceny. Analogiczny kowenat ustanowiony został na obligacjach serii S zapadających w lipcu 2021 r.

## Analiza rachunku zysków i strat za 1Q18

W przypadku Grupy Kapitałowej Vantage Development skonsolidowane wyniki (tak jak i zadłużenie) należy analizować w podziale na segmenty: deweloperski oraz komercyjny.

**Działalność deweloperska (mieszkaniowa)** w 1Q18 wygenerowała 27 mln zł przychodów (-44% r/r, -69% kw/kw), co wynikało z przekazania 59 lokali (wobec 181 w 1Q17 i 280 w 4Q17). Przekazania nastąpiły głównie w warszawskim projekcie Dom Saski (33 lokale), który odpowiadał za 58% przychodów segmentu w 1Q18 (15,7 mln zł). W 1Q18 Vantage nie rozpoczął przekazania w żadnym projekcie, w 2Q18 planowane są ukończenia Login City i drugiego etapu Nowego Gaju, na łącznie 322 lokale, z czego 275 było sprzedanych na koniec 1Q18. Segment deweloperski w 1Q18 wygenerował 5,8 mln zł zysku brutto ze sprzedaży (vs. 11,3 mln zł w 1Q17), przy 21% marży brutto czyli niższej o 2 pkt. proc. względem 1Q17. Obniżenie marży wynikało z odmiennego mixu przekazywanych projektów – zwracamy uwagę, że lokale przekazywane w 1Q18 charakteryzowały się marżą o niskie kilka pkt. procentowych wyższą marżą niż dotychczasowa średnia dla całego projektu. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły łącznie 3,9 mln zł (w porównaniu do 2,6 mln w 1Q17), co przełożyło się na wynik EBIT 1,8 mln zł przy marży 7% w porównaniu do 8,9 mln zł i 18% marży w roku poprzednim.

Na koniec 1Q18 VTG miało sprzedanych i nieprzekazanych 1033 lokale (wobec 827 na koniec 2017 r.) o łącznej wartości 374 mln zł, po uwzględnieniu wpłaconych dotychczas zaliczek spółka oczekuje wpływu rzędu 212 mln zł. W projektach gotowych liczba tych lokali wynosi 17, a ich wartość 7 mln zł (z czego 4 mln zł do zrealizowania). Planowany termin ukończenia wszystkich pozostałych sprzedanych i nieprzekazanych lokali planowany jest na 2018 r. W projektach uruchomionych w 1Q18 Vantage wykazywał 24 sprzedane lokale. Na koniec 1Q18 w ofercie spółki znajdowały się 471 lokale, z czego 33 w projektach ukończonych. W 2018 r. Vantage zamierza uruchomić kolejne 6 projektów na łącznie 971 lokali, w tym 420 w ramach projektu Port Popowice realizowanego we współpracy z Rank Progress.

Przychody z **działalności komercyjnej** w 1Q18 wyniosły 4,6 mln zł i były niższe o 2% w ujęciu r/r, oraz 5% w ujęciu kw/kw. Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 2,5 mln zł i implikował marżę 55% - wyższą o odpowiednio 7 p.p. r/r i 0,4 p.p. kw/kw. Wynik EBIT segmentu wyniósł 4,3 mln zł w wyniku przeszacowania nieruchomości na 3 mln zł. Wynik Funds From Operations (FFO) szacujemy na 165 tys. zł w 1Q18 wobec ujemnego wyniku w 1Q17 – poprawa nastąpiła dzięki ograniczeniu kosztów SG&A o 28% r/r. W całym 2017 r. wynik FFO szacujemy na 890 tys. zł. Nie oczekujemy aby ten segment był istotnym źródłem spłaty wyemitowanych obligacji.

Tabela: Projekty komercyjne – dane operacyjne

Projekt	Powierzchnia (m <sup>2</sup> )	Poziom najmu 2017 r.	Roczny potencjał przychodów (tys. zł)*
Promenady Zita	22 210	71%	12 940
Promenady Epsilon	7 132	95%	4 302
Delta 44	4 213	88%	2 344
Grona Park	3 932	75%	1 448
<b>RAZEM</b>	<b>37 487</b>	<b>78%</b>	<b>21 034</b>

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström,

\*zakładając docelowy poziom wynajmu 95% i utrzymanie bieżących stawek najmu



## Analiza bilansu na koniec 1Q18

Suma aktywów **działalności deweloperskiej** na koniec 1Q18 wyniosła 589 mln zł (-3,6 mln zł kw/kw), z czego 423 mln zł stanowiły zapasy (+46 mln zł kw/kw), a 98 mln zł gotówka (-29 mln zł kw/kw). W 4Q17 Vantage rozpoczął współpracę z Rank Progress przy realizacji projektu Popowice i ze względu na konsolidację metodą pełną wykazuje całą wartość przedsięwzięcia w swoich pozycjach bilansowych (przy obecnym udziale 77%). Wartość gruntu pod projekt Port Popowice wyceniana jest na 159,6 mln zł, a ostatnia jego transza została przeniesiona na spółkę Winhall po dacie bilansowej. Szacujemy, że na koniec 1Q18 wartość bilansowa wynosiła 104 mln zł i stanowiła 25% zapasów Vantage.

Po stronie pasywów istotny udział stanowiły zobowiązania finansowe 180 mln zł (-30 mln zł kw/kw). Spadek zadłużenia w 1Q18 wynikał ze spłaty kredytów projektowych (-41 mln zł), w 1Q18 nastąpiła również emisja obligacji serii S na 10 mln zł. Od czasu ostatniego raportu kredytowego Michael/Ström spółka dokonała w trakcie 4Q17 refinansowania zadłużenia obligacyjnego poprzez przedterminowy wykup obligacji serii L, M i N oraz emisję obligacji serii R o wartości nominalnej 70 mln zł. W trakcie 1Q18 dług netto spadł o 1,2 mln zł do 82 mln zł. Kapitały własne segmentu deweloperskiego na przestrzeni kwartału zmalały o 41 mln zł w wyniku przeprowadzonego skupu akcji własnych oraz wypłacenia dywidendy. Relacja długu netto do kapitałów własnych na koniec 1Q18 wyniosła 48%, tj. o 9 pkt. proc. więcej kw/kw a zarazem 27 pkt. proc. mniej w porównaniu do zakończenia 1Q17.

Analizując bilans segmentu deweloperskiego warto zwrócić także uwagę na wycenę udziałów w projekcie Centauris. Pomimo faktu, że na koniec 1Q18 w projekcie nie zostały żadne lokale do przekazania, a emitent posiadał 50% udziałów w Centaurisie, to wartość tych udziałów była wyceniana w bilansie Vantage Development na 14 mln zł. Centauris jest m.in. pożyczkodawcą dla spółek zależnych od emitenta (14 mln zł na koniec 1Q18). Spodziewamy się, że w przyszłości VTG „wyczyści” bilans zarówno z udziałów w Centaurisie, jak i pożyczek od Centaurisa, bowiem kwoty wzajemnych udziałów/zobowiązań się równoważą, a jak wspomnieliśmy wcześniej Centauris nie realizuje już projektów mieszkaniowych. W przypadku „wyczyszczenia” bilansu należy się spodziewać spadku skonsolidowanego długu netto do ok. 14 mln zł, co gdyby miało miejsce na koniec 1Q18 spowodowałoby spadek wskaźnika dług netto/kapitały własne do ok. 40%. Jednocześnie zwracamy uwagę, że opisana sytuacja pozostaje niezmienna na przestrzeni ostatnich miesięcy.

Na przestrzeni ostatniego kwartału wartość nieruchomości inwestycyjnych pracujących przypisanych do **działalności komercyjnej** wzrosła o 4,5 mln zł do 254 mln zł co znalazło odzwierciedlenie we wzroście kapitałów własnych o 4,4 mln zł. Łącznie suma bilansowa segmentu wzrosła o 5,3 mln zł. Spółka rozpoznaje nieruchomości inwestycyjne niepracujące (grunty), które mają wycenę księgową 77 mln zł (67 mln zł przypisanych do segmentu komercyjnego) i są wolne od długu. Zadłużenie segmentu komercyjnego wyniosło 148 mln zł (bez zmian kw/kw i r/r) i przy stanie gotówki 4 mln zł implikowało 144 mln zł, czyli 81% kapitałów własnych (-2 pkt. procentowe kw/kw; +25 p. p. r/r). Wskaźniki LTV dla poszczególnych inwestycji pracujących przedstawia poniższa tabela.

Tabela: Projekty komercyjne – dane finansowe

Projekt	Wartość księgową (tys. zł)	Zmiana W.K. kw/kw (tys. zł)	Dług (tys. zł)	LTV	Zmiana LTV kw/kw (pkt. proc.)
Promenady Zita	158 995	3 307	89 558	56%	-1%
Promenady Epsilon	53 992	1 081	35 846	66%	-2%
Delta 44	26 071	-42	17 519	67%	-1%
Grona Park	12 429	44	5 424	44%	0%
Pozostałe	2 397	0	0	0%	0%
<b>RAZEM</b>	<b>253 884</b>	<b>4 390</b>	<b>148 347</b>	<b>58%</b>	<b>-1%</b>

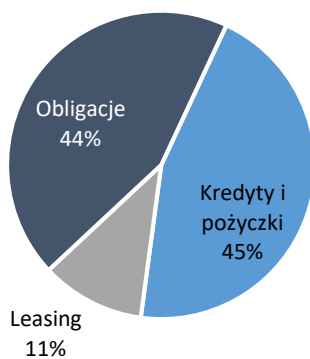
Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Sumarycznie, skonsolidowany dług netto dla całej grupy kapitałowej wyniósł 226 mln zł (-1 mln zł kw/kw), a relacja długu netto do kapitałów własnych wynosiła 0,65x. Szacujemy, że dokapitalizowanie spółki celowej Portu Popowice, oraz przejęcie przez nią pozostałej transzy gruntu sumarycznie pozostawia stosunek na tym samym poziomie.

## Zadłużenie finansowe

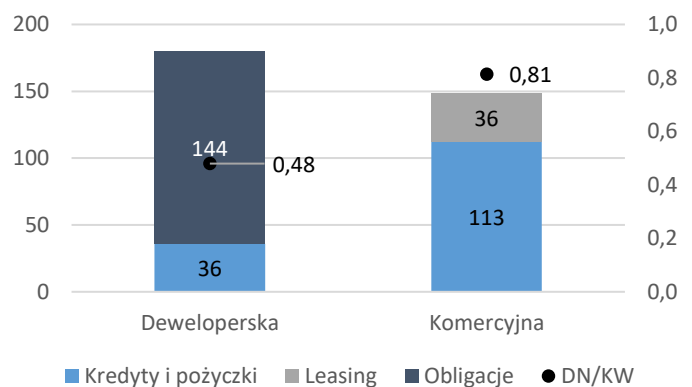
Łączne zadłużenie finansowe spółki na koniec 1Q18 wynosiło 359 mln zł (o 30 mln zł mniej niż na koniec 2017 r. i 3 mln zł mniej niż na koniec 1Q18). Wskaźnik zadłużenia netto do kapitałów własnych na koniec 1Q18 wynosił 0,65x wobec kowenantu na obligacjach na poziomie 0,9x (w kwartałach 2019 r. spółka będzie musiała utrzymać wskaźnik na poziomie 0,8x). Po dacie bilansowej spółka dokonała dokapitalizowania Winhall – spółki celowej realizującej Port Popowice na 29,3 mln zł, oraz odkupiła udziały od Rank Progress w tej spółce za 6 mln zł, Winhall natomiast odkupił pozostałą część gruntu pod projekt o szacunkowej wartości 56 mln zł. Sumarycznie szacujemy, że transakcje pozostawiły wskaźnik na niezmiennym poziomie.

Wykres: Struktura zadłużenia



Źródło: Dane spółki

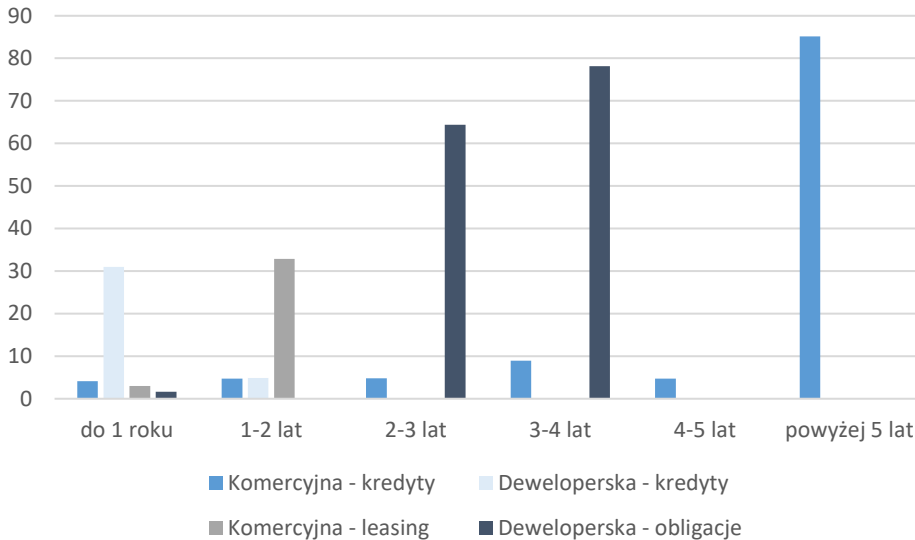
Wykres: Struktura zadłużenia



Źródło: Dane spółki

Suma zobowiązań finansowych VTG na koniec 1Q18 wynosiła 328 mln zł (-30 mln zł kw/kw). Zadłużenie z tytułu obligacji wynosiło 144 mln zł w trzech seriach, które zapadają w 2020 r. (seria O, 65 mln zł) i 2021 r. (seria R, 69 mln zł i seria S, 10 mln zł). Przed zapadalnością obligacji zapadają kredyty budowlane w działalności deweloperskiej na łącznie 58 mln zł, oraz leasing finansujący projekt komercyjny Promenady Epsilon na 36 mln zł. Na koniec 2017 r. obłożenie w tym projekcie wynosiło 95% (bez zmian kw/kw), więc zakładamy, że spółka nie powinna mieć problemu z refinansowaniem tego zadłużenia. Spłaty balonowe kredytów w działalności komercyjnej (85 mln zł) przypadają na okres po zapadalności obligacji co uważamy za atrakcyjne dla obligatariuszy. Wyłączając umowę leasingu (36 mln zł), oraz pożyczki od Centaurisa (14 mln zł), przed datami spłaty obligacji spółce zapadają zobowiązania finansowe na łącznie 44 mln zł, wobec stanu gotówki na koniec roku 103 mln zł. Uwzględniając płatności na Port Popowice po dacie bilansowej obecny stan gotówki wynosiłby 67 mln zł.

Wykres: Harmonogram spłaty zadłużenia



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström, dane w mln zł

## Potencjał do generowania gotówki

W przeciągu ostatnich miesięcy spółka w znacznym stopniu powiększyła swój bank ziemi, przede wszystkim poprzez przystąpienie do współpracy z Rank Progress przy realizacji projektu Port Popowice (2 400 mieszkań). Uwzględnienie tych projektów w naszych kalkulacjach zwiększa potencjał przekazania ponad dwukrotnie i w znacznym stopniu zwiększa wartość oczekiwanych przepływów pieniężnych. Warto jednak pamiętać że projekt jest wieloetapowy a obecny plan zakłada realizację ostatniego z etapów w 2028 r.

W analizie wrażliwości uwzględniamy zarówno nakłady na zakup gruntu Buforowa, który obecnie jest objęty umową przedwstępną, jak i jego budowę i sprzedaż. Spółka uwzględnia projekt w planach uruchomień na 2018 r. co interpretujemy jako przekonanie spółki do bliskiej finalizacji transakcji. W analizie uwzględniamy całość nakładów na grunt pod projekt Port Popowice, pomimo faktu, iż zgodnie z obecnymi założeniami spółki 14 500 PUM projektu wykorzystane zostanie na powierzchnię komercyjną. W analizie nie uwzględniamy natomiast realizacji projektów komercyjnych na tym gruncie.

Tabela poniżej przedstawia wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto na: (i) ceny realizowane przez spółkę w przyszłości (vs. nasze założenia) na lokalach, które na koniec 1Q18 nie były sprzedane, oraz (ii) liczbę sprzedanych w przyszłości lokali (względem całego potencjału, czyli oferta 471 lokali + liczba lokali do wybudowania na gruntach znajdujących w zapasach i zakupionych po dacie bilansowej = ok. 4 142). Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec roku zostaną w 100% przekazane klientom po zakładanych cenach.

Projekt Port Popowice ma bardzo duży wpływ na nasze obliczenia ze względu na jego dużą skalę w stosunku do działalności spółki. Ponadto analiza wrażliwości zakłada konsekwentną realizację wszystkich etapów, nawet przy niesprzyjającym otoczeniu rynkowym, co uważamy za mało prawdopodobne przy projekcie realizowanym aż do 2028 r. Z tego względu prezentujemy analizę w dwu wariantach – drugi z nich uwzględnia jedynie etapy projektu Port Popowice planowane do uruchomienia w 2018 r. (niezmiennie zakładając całość wydatków na ten grunt).



Tabela: Oczekiwane przepływy pieniężne netto z realizacji całego potencjału spółki i ich wrażliwość na założenia DM Michael/Ström

mln zł		Realizowane ceny vs. założenia				
		90%	95%	100%	105%	110%
Sprzedaż lokali vs. potencjał	100%	330	387	<b>445</b>	502	560
	95%	278	332	387	442	497
	90%	226	278	330	381	433
	85%	174	223	272	321	370
	80%	122	168	214	260	306
	75%	70	113	157	200	243
	70%	18	59	99	139	180
	65%	-34	4	41	79	116
	60%	-86	-51	-16	18	53
	55%	-137	-106	-74	-42	-11
50%	-189	-160	-132	-103	-74	

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström, dane w mln zł

Tabela: Oczekiwane przepływy pieniężne netto z realizacji projektów z wyłączeniem części projektu Port Popowice i ich wrażliwość na założenia DM Michael/Ström

mln zł		Realizowane ceny vs. założenia				
		90%	95%	100%	105%	110%
Sprzedaż lokali vs. potencjał	100%	239	274	<b>310</b>	345	380
	95%	208	241	274	308	341
	90%	176	208	239	271	303
	85%	145	175	204	234	264
	80%	113	141	169	197	225
	75%	82	108	134	160	187
	70%	50	75	99	124	148
	65%	18	41	64	87	110
	60%	-13	8	29	50	71
	55%	-45	-25	-6	13	32
50%	-76	-59	-41	-24	-6	

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström, dane w mln zł

Według naszych szacunków spółka jest w stanie wygenerować 445 mln zł z projektów obecnie realizowanych i znajdujących się w banku ziemi w perspektywie 10 lat. Uwzględniając jedynie pierwszy etapy projektu Port Popowice (oraz całość nakładów na grunt) szacujemy, że spółka jest w stanie wygenerować 310 mln zł. Pełny potencjał przekazania (mieszkania sprzedane i nieprzekazane + oferta + bank ziemi) wynosi 5 175 lokali, co teoretycznie pozwoliłoby spółce na utrzymanie skali działalności (900 przekazania rocznie) przez okres ok. 4,5 roku. Uwzględniając ww. wyłączenia spółka posiada potencjał przekazania 3 127 lokali nabywcom, czyli szacunkowo ok. 3,5 roku działalności w obecnej skali.

Zadłużenie z tytułu obligacji, w całości przypisane do działalności deweloperskiej, na koniec 1Q18 wynosiło 144 mln zł. Segment generuje ok. 15 mln zł kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu rocznie, co w perspektywie 3 lat daje ok. 45 mln zł. Zakładamy, że spółka wykorzysta w tym okresie całość możliwych wypłat na rzecz właścicieli, czyli 48,5 mln zł. Łącznie daje to 238 mln zł przewidywanych wydatków, a pomniejszając o wartość środków pieniężnych przypisanych do segmentu deweloperskiego (98 mln zł), wydatki netto szacunkowo wynoszą 139 mln zł. Aby zrealizować przepływy w tej wysokości spółka przy naszych założeniach musiałaby sprzedać 74% wszystkich lokali (ok. 3,1 tys. mieszkań). Nasze szacunki zakładają, że spółka wybudowałaby wszystkie mieszkania jakie były w jej potencjale sprzedażowym na koniec 1Q18 (4 142 lokali).

Hipotetycznie zakładając, że spółka realizuje jedynie etapy projektu Port Popowice planowane do uruchomienia w 2018 r. oraz całość nakładów na grunt w tym projekcie wartość 139 mln zł zostaje osiągnięta przy sprzedaży 76% lokali (ok. 1,6 tys. mieszkań). Oznacza to, że przy sprzedaży ok. 1,6 tys. lokali i pokryciu ww. wydatków, spółce pozostałoby ok. 519 gotowych do sprzedaży lokali, które byłyby wolne od długu, oraz bank ziemi pozwalający na realizację kolejnych ok. 2000 lokali.

Z kolei działalność komercyjna najwięcej gotówki mogłaby wygenerować dzięki sprzedaży aktywów. Wartość księgowa nieruchomości pracujących na koniec 1Q18 wynosiła 254 mln zł, podczas gdy suma wszystkich zobowiązań tego segmentu wynosiła 159 mln zł. Trzeba także pamiętać, że do tej działalności przypisane są 4 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 67 mln zł. Jeśli chodzi o bieżącą działalność tego segmentu, to można oczekiwać kilku mln zł przepływów w perspektywie najbliższych lat, dlatego z punktu widzenia obligatariuszy nie jest to istotne źródło generacji gotówki. Należy również pamiętać, że sprzedaż projektu komercyjnego uwolni spółce limit na wypłaty dywidendy jak pisaliśmy przy okazji polityki dywidendowej.

## Notowane obligacje

Na dzień sporządzenia Raportu kredytowego spółka miała wyemitowane 3 serie obligacji (wszystkie notowane na rynku Catalyst). W tabeli poniżej znajdują się podstawowe informacje dotyczące każdej z notowanych serii. Obliczenia były przeprowadzane na dzień 15 czerwca 2018 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 14 czerwca 2018 r. Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

Tabela: Notowane obligacje Vantage Development

	VTG0521 / R	VTG0520 / O-O1	VTG0721 / S
Wartość emisji (mln zł)	70	65	10
Wartość nominalna (zł)	1000	100	1000
Dzień wykupu	30.05.2021	29.05.2020	02.07.2021
Stopa referencyjna	WIBOR6M	WIBOR3M	WIBOR3M
Marża	4,00%	4,40%	4,00%
Cena zamknięcia	100,50	101,40	99,90
Rentowność do wykupu (YTM) brutto	5,59%	5,34%	5,74%
Zabezpieczenie	brak	brak	brak
Prawo VTG do przedterminowego wykupu	tak	tak	tak

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia własne DM Michael/Ström

## Skonsolidowane dane finansowe

Tabela: Bilans GK Vantage Development (tys. zł)

	2015	2016	2017	1Q18
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>411 435</b>	<b>382 359</b>	<b>360 320</b>	<b>365 462</b>
Nieruchomości inwestycyjne pracujące	239 616	259 771	249 594	254 103
Nieruchomości inwestycyjne niepracujące	135 130	90 309	76 816	76 816
Akcje i udziały w jednostkach wycenianych metodą praw własności - Centauris	17 433	14 264	14 448	14 688
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	14 671	13 264	12 198	13 025
Pozostałe	4 585	4 751	7 264	6 830
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>220 705</b>	<b>425 212</b>	<b>560 551</b>	<b>557 084</b>
Zapasy	149 048	312 372	377 059	423 116
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	59 008	101 236	132 124	102 672
Należności krótkoterminowe	10 511	9 911	49 219	27 645
Pozostałe	2 138	1 693	2 149	3 651
<b>Aktywa razem</b>	<b>632 140</b>	<b>807 571</b>	<b>920 871</b>	<b>922 546</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>337 438</b>	<b>354 677</b>	<b>383 436</b>	<b>347 245</b>
Kapitał podstawowy	38 713	38 713	37 353	37 353
Akcje własne	0	0		
Zyski zatrzymane	287 211	291 091	298 208	286 058
Inne skumulowane całkowite dochody	-483	-447	-87	-48
Wynik finansowy za rok obrotowy	11 997	25 320	22 958	3 909
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>260 746</b>	<b>334 545</b>	<b>328 922</b>	<b>305 541</b>
Obligacje długoterminowe	104 708	123 490	132 518	142 507
Długoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	92 164	146 579	147 101	113 275
Zobowiązania długoterminowe z tytułu leasingu finansowego	38 750	38 292	34 180	33 936
Przedpłaty na zakup lokali	14 150	13 796	0	0
Pozostałe	10 974	12 388	15 123	15 823
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>33 956</b>	<b>118 349</b>	<b>208 513</b>	<b>269 760</b>
Obligacje krótkoterminowe	678	24 293	683	1 651
Krótkoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	3 877	2 596	42 340	35 094
Zobowiązania krótkoterminowe z tytułu leasingu finansowego	1 804	1 933	1 885	1 910
Przedpłaty na zakup lokali	6 832	42 096	102 247	161 219
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	18 997	45 192	57 119	67 014
Rezerwy krótkoterminowe	1 768	2 239	4 239	2 872
<b>Pasywa razem</b>	<b>632 140</b>	<b>807 571</b>	<b>920 871</b>	<b>922 546</b>
<b>Dług brutto</b>	<b>241 981</b>	<b>337 183</b>	<b>358 707</b>	<b>328 373</b>
<b>Dług netto</b>	<b>182 973</b>	<b>235 947</b>	<b>226 583</b>	<b>225 701</b>
<b>Dług netto / Kapitały własne</b>	<b>54%</b>	<b>67%</b>	<b>59%</b>	<b>65%</b>

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Tabela: Rachunek zysków i strat GK Vantage Development (tys. zł)

	2015	2016	2017	1Q17	1Q18
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>95 374</b>	<b>133 269</b>	<b>292 477</b>	<b>53 247</b>	<b>31 952</b>
Przychody z nieruchomości	12 073	13 874	16 900	4 094	4 452
Przychody ze sprzedaży lokali	79 393	115 258	269 661	48 346	26 155
Pozostałe przychody	3 908	4 137	5 916	807	1 345
<b>Koszt własny sprzedaży</b>	<b>-70 507</b>	<b>-102 512</b>	<b>-232 736</b>	<b>-39 749</b>	<b>-23 688</b>
Koszty utrzymania nieruchomości	-3 898	-4 711	-6 227	-1 418	-1 339
Koszty wytworzenia sprzedanych lokali	-61 257	-92 717	-219 502	-37 193	-19 990
Pozostałe koszty	-5 352	-5 084	-7 007	-1 138	-2 359
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>24 867</b>	<b>30 757</b>	<b>59 741</b>	<b>13 498</b>	<b>8 264</b>
Koszty sprzedaży	-6 173	-9 404	-13 445	-2 762	-3 023
Koszty ogólnego zarządu	-6 789	-4 419	-7 189	-1 556	-2 121
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>11 905</b>	<b>16 934</b>	<b>39 107</b>	<b>9 180</b>	<b>3 120</b>
Zysk (strata) z tytułu przeszacowania nieruchomości	5 601	19 329	-5 125	-2 238	3 039
Zysk (strata) ze sprzedaży po przeszacowania nieruchomości	17 506	36 263	33 982	6 942	6 159
Zysk (strata) ze sprzedaży nieruchomości	0	-275	2 007	0	0
Pozostałe przychody operacyjne	2 626	2 405	869	550	51
Pozostałe koszty operacyjne	-3 354	-1 540	-3 785	-161	-33
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>16 778</b>	<b>36 853</b>	<b>33 073</b>	<b>7 331</b>	<b>6 177</b>
Przychody finansowe	679	257	536	115	118
Koszty finansowe	-9 072	-9 045	-6 429	-1 688	-1 540
Udział w zysku (stracie) jednostek wycenianych metodą praw własności	762	2 753	748	40	240
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>9 147</b>	<b>30 818</b>	<b>27 928</b>	<b>5 798</b>	<b>4 995</b>
Podatek dochodowy	2 850	-5 498	-5 108	-937	-1 197
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>11 997</b>	<b>25 320</b>	<b>22 820</b>	<b>4 861</b>	<b>3 798</b>

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Tabela: Rachunek przepływów pieniężnych GK Vantage Development (tys. zł)

	2015	2016	2017	1Q17	1Q18
<b>Przeplwy środków pieniężnych z działalności operacyjnej</b>	<b>33 997</b>	<b>-35 996</b>	<b>47 317</b>	<b>4 353</b>	<b>28 009</b>
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>11 997</b>	<b>25 320</b>	<b>22 958</b>	<b>4 861</b>	<b>3 909</b>
<b>Korekty razem</b>	<b>22 000</b>	<b>-61 316</b>	<b>24 359</b>	<b>-508</b>	<b>24 100</b>
(Zyski) straty z tytułu różnic kursowych	773	-3 312	439	543	-88
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	4 890	6 125	4 987	1 265	1 256
(Zysk) strata z tytułu działalności inwestycyjnej	-7 045	-19 870	5 972	2 239	-3 037
Zmiana stanu rezerw	4 832	4 410	4 697	505	420
Zmiana stanu zapasów	2 116	-115 654	-28 496	-4 670	-43 622
Zmiana stanu należności	9 741	98	-20 345	-8 013	2 656
Zmiana stanu zobowiązań, z wyjątkiem pożyczek i kredytów	13 170	68 701	59 613	10 239	68 810
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-7 275	520	-1 634	-2 741	-2 056
Inne korekty	798	-2 334	-874	125	-239
<b>Przeplwy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-48 187</b>	<b>-14 191</b>	<b>9 316</b>	<b>-966</b>	<b>-252</b>
<b>Wpływy</b>	<b>883</b>	<b>21 106</b>	<b>14 741</b>	<b>112</b>	<b>118</b>
Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne	230	2 182	13 701	0	0
Z aktywów finansowych	653	7 250	1 040	112	118
Inne wpływy inwestycyjne	0	11 674	0	0	0
<b>Wydatki</b>	<b>-49 070</b>	<b>-35 297</b>	<b>-5 425</b>	<b>-1 078</b>	<b>-370</b>
Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne	-47 738	-34 703	-3 999	-508	-284
Pozostałe	-1 332	-594	-1 426	-570	-86
<b>Przeplwy środków pieniężnych z działalności finansowej</b>	<b>38 027</b>	<b>92 415</b>	<b>-25 745</b>	<b>-3 062</b>	<b>-57 209</b>
<b>Wpływy</b>	<b>158 078</b>	<b>192 576</b>	<b>181 086</b>	<b>10 054</b>	<b>31 290</b>
Zaciągnięcie kredytów i pożyczek	88 548	107 076	115 099	10 054	21 290
Zaciągnięcie zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	0	0	0	0	10 000
Emisja dłużnych papierów wartościowych	69 530	85 500	65 987	0	0
<b>Wydatki</b>	<b>-120 051</b>	<b>-100 161</b>	<b>-206 831</b>	<b>-13 116</b>	<b>-88 499</b>
Dywidendy / Nabycia akcji własnych	0	-8 117	-38 543	0	-21 048
Splaty kredytów i pożyczek	-76 632	-34 043	-70 253	-8 899	-63 456
Wykup dłużnych papierów wartościowych	-29 900	-42 790	-81 819	0	0
Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	-1 723	-1 842	-1 866	-473	-468
Odsetki	-10 498	-13 369	-14 350	-3 744	-3 527
Inne wydatki finansowe	-1 298	0	0	0	0
<b>Przeplwy pieniężne netto, razem</b>	<b>23 837</b>	<b>42 228</b>	<b>30 888</b>	<b>325</b>	<b>-29 452</b>

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström



## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

**Data pierwszego udostępnienia raportu: 15.06.2018**

**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 kapitale zakładowym w wysokości 815 591,49 PLN w całości opłacony, 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 zarówno do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.michaelstrom.pl](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 (Dz. U. z 2017 r. poz. 1219 t. j. 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 (Dz.U. z 2017 r. poz. 459 t. j. 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 zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoby przygotowujące raport i osoby blisko z nimi związane, o których mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 t. j. z późn. zm.), nie pełnią funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmują stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.
- Dom Maklerski wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.

- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora dla Emitenta.
- Dom Maklerski otrzymuje obecnie wynagrodzenie od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitenta posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem.
- Dom Maklerski nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim 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.

**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 S. A.**

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

**Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl)**