

Vantage Development S.A.

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Vantage Development („Spółka”) po wynikach za 1Q17 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Gdyby Spółka wybudowała wszystkie lokale w ramach obecnie realizowanych i planowanych projektów oraz sprzedała 70% lokali z potencjału sprzedażowego, to powinna być w stanie: (i) spłacić wszystkie zobowiązania przypisane do segmentu deweloperskiego, (ii) opłacić koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w okresie 2Q17-2020, oraz (iii) wypłacać dywidendę w wysokości 10 mln zł rocznie w latach 2017-2020. Przy tym poziomie sprzedaży Spółce pozostałoby ok. 665 gotowych do sprzedaży i wolnych od długu lokali, pozostałe aktywa tego segmentu oraz wszystkie aktywa z działalności komercyjnej.
- Po terminie spłaty ostatnich obligacji Spółki w 2020 r. zapadają kredyty o wartości 93 mln zł, które w całości są przypisane do działalności komercyjnej. Zatem w perspektywie 4 lat zapadają zobowiązania finansowe na kwotę 239 mln zł (w tym ok. 38 mln zł stanowi leasing biurowca Promenady Epsilon – oczekujemy refinansowania projektu). Wyłączając ww. leasing oraz uwzględniając posiadaną przez Grupę gotówkę, wymagalnych będzie ok. 99 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 87 mln zł. Dodatkowo, do tej działalności przypisanych jest 30 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 75 mln zł (wolne od długu). Nie dostrzegamy znaczącego potencjału do generowania gotówki z bieżącej działalności tego segmentu. Co istotne, póki co Spółka nie zamierza inwestować w nowe projekty komercyjne i obecnie nie buduje żadnego projektu tego typu. Widać to w przepływach pieniężnych, bowiem w 1Q17 wydatki na inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne wyniosły 0,5 mln zł, podczas gdy w latach 2014-2016 wynosiły średniorocznie 43 mln zł.
- Skonsolidowany poziom długu netto do kapitałów własnych wynosi 64% (vs. 67% na koniec 2016 r.). Średni wskaźnik LTV dla projektów komercyjnych wyniósł 59% (bez zmian kw/kw).
- Spółka posiada 102 mln zł gotówki, podczas gdy zobowiązania finansowe w przeciągu roku wynoszą 38 mln zł. W 2017 r. Spółka zamierza zwiększyć bank ziemi o 800 lokali. Szacujemy wydatki na zakupy nowych gruntów w kwocie ok. 70 mln zł.

PROFIL SPÓŁKI:

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

Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
VTG0617	23,5	5,96%
VTG0518	10,0	5,25%
VTG0919	10,0	5,83%
VTD0919	15,0	5,80%
VTT0919	10,0	5,63%
VTG0120	10,5	5,84%
O (0520)	65,0	n.d.
Suma	144,0	

Istotne wydarzenia od ostatniego raportu Michael/Ström DM o Vantage Development

Zarząd spółki zarekomendował wypłatę 8,1 mln zł (13 gr na 1 akcję) w formie dywidendy za 2016 r., a Rada Nadzorcza pozytywnie zaopiniowała tę rekomendację.

Spółka z Grupy Kapitałowej Vantage Development (VD sp. z o.o. Mieszkania XIX sp. k.) podpisała przedwstępną warunkową umowę kupna działek w Warszawie przy ul. Kopalnianej (dzielnica Bemowo) o łącznej powierzchni 1,6 ha za cenę 14,7 mln zł. Na gruncie deweloper zamierza wybudować ok. 200 mieszkań. Zakładając średnią powierzchnię lokalu mieszkalnego na 50 m², to średnia cena gruntu przypadająca na 1 m² PUM wynosi ok. 1 470 zł. Emitent zapowiadał chęć zwiększenia banku ziemi w 2017 r. o ok. 800 lokali (umowa dot. kupna działek przy ul. Kopalnianej jest pierwszą umową o której deweloper poinformował w tym roku).

Spółka zależna od Emitenta (IPD Południe Sp. z o.o.) zawarła przyrzeczoną umowę sprzedaży nieruchomości przeznaczonej pod inwestycję komercyjną, położonej we Wrocławiu przy ulicy Fabrycznej, za cenę 10,8 mln zł netto. Na koniec marca 2017 r. nieruchomość ta znajdowała się w nieruchomościach inwestycyjnych niepracujących. Jej wycena księgową wynosiła 9,86 mln zł. Nieruchomość była wolna od długu.

Emitent dokonał przedterminowego wykupu nienotowanych obligacji serii G o wartości nominalnej 5 mln zł. Jedyńy obligatariusz (fundusz inwestycyjny niepowiązany ze Spółką) otrzymał premię w wysokości 1,0% z tytułu wcześniejszego wykupu. Pierwotnie obligacje miały zostać wykupione w lutym 2018 r.

Analiza rachunku zysków i strat za 1Q17

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

Działalność deweloperska (mieszaniowa) w 1Q17 wygenerowała 48 mln zł przychodów ze sprzedaży lokali (+158% r/r), co wynikało z przekazania 177 lokali (+200% r/r) w projektach, które były realizowane przez spółki w 100% zależne od Emitenta. Segment ten w 1Q17 wygenerował 11 mln zł zysku brutto ze sprzedaży (+192% r/r), co dało rentowność rzędu 23% (+3 pkt. proc. r/r). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły łącznie 2,6 mln zł przekładając się na rentowność EBIT na poziomie 18% (+6 pkt. proc. r/r).

Spośród 177 przekazanych lokali w 1Q17, 176 mieszkań znajdowało się w projekcie Promenady Wrocławskie IV. Dodatkowo, 4 lokale zostały przekazane w projekcie Centauris w którym Spółka posiada 50% udział, a przychody z Centaurisa nie są księgowane w przychodach tylko 50% zysków z projektu znajduje się w pozycji „Udział w zysku jednostek wycenianych metodą praw własności”. Sumarycznie, we wszystkich projektach realizowanych przez Grupę przekazano 181 lokali (+115% r/r). W 2017 r. Spółka chciałaby przekazać ponad 800 lokali, z czego 138 jest realizowanych na zlecenie Funduszu Mieszkań na Wynajem (planowany termin oddania tego projektu to 4Q17). Dodatkowo, w tym roku mają zostać oddane następujące projekty: Nowe Żerniki (2Q17; 60 lokali w projekcie z czego 41 na koniec 1Q17 było sprzedanych), Nowy Gaj etap I (3Q17; 131; 76), Living Point Mokotów I (3Q17; 173; 115), Promenady Wrocławskie V (4Q17; 195; 151) oraz Dom Saski (4Q17; 57; 20). Gdyby Spółka w 2017 r. przekazała wyłącznie sprzedane na dzień 31 marca 2017 r. lokale z ww. projektów, to w całym roku liczba przekazanych wyniosłaby 722, zatem plany Spółki wydają się realne.

Spółka w 1Q17 sprzedała 253 lokale, tj. o zaledwie 3 lokale więcej w skali roku. Warto zaznaczyć, że w 1Q16 Emitent sprzedał 138 lokali do FMnW, także bez uwzględnienia tej transakcji dynamika roczna wyniosła +126%. VTG chce sprzedać w tym roku ok. 900 lokali, a w 2018 r. – 1 000.

Przychody z **działalności komercyjnej** w 1Q17 wyniosły 4,7 mln zł (+15% r/r), a koszty operacyjne 4,1 mln zł (+13% r/r), zatem zysk ze sprzedaży stanowił 12% (+2 pkt. proc. r/r) przychodów segmentu. W minionym kwartale miało miejsce przeszacowanie nieruchomości z uwagi na spadek kursu EURPLN, które w rachunku zysków i strat VTG zostało zaksięgowane na kwotę 2,2 mln zł (zmiana netto kw/kw wartości aktywów i zobowiązań projektowych). Dodatkowo, saldo działalności finansowej było ujemne (-1,2 mln zł), zatem nawet bez uwzględnienia przeszacowań nieruchomości (co miało charakter bezgotówkowy) segment komercyjny przyniósł stratę. Oczekujemy poprawy wyników działalności komercyjnej w 2017 r. z uwagi na rozpoczęcie procesu komercjalizacji nowo oddanych biurowców (Promenady Zita A+D). W 1Q17 Spółka podpisała umowę najmu powierzchni biurowej w Promenadach Zita o wartości 24 mln zł w okresie 5 lat od czerwca 2017 r. (12 euro / m²). Potencjał przychodów z biurowców prezentuje poniższa tabela.

Projekt	Powierzchnia (m ²)	Poziom najmu (dane na koniec 4Q16)	Zmiana komercjalizacji kw/kw (pkt. proc.)	Roczny potencjał przychodów (tys. zł)*
Promenady Zita	22 210	47%	-3	13 590
Promenady Epsilon	7 132	91%	+2	4 465
Delta 44	4 213	100%	+12	2 401
Grona Park	3 932	68%	0	1 508
RAZEM	37 487	64%	0	21 964

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Vantage Development za 2016 r., Prezentacja inwestorska za 4Q16 oraz 3Q16, obliczenia własne Michael/Ström DM, *zakładając docelowy poziom wynajmu 95% i utrzymanie bieżących stawek najmu

Analiza bilansu na koniec 1Q17

Suma aktywów działalności deweloperskiej na koniec marca 2017 r. wyniosła 445 mln zł (+8 mln zł kw/kw), z czego 320 mln zł stanowiły zapasy (+7 mln zł kw/kw), a 71 mln zł gotówka (+0,2 mln zł kw/kw). Po stronie pasywów istotny udział stanowiły zobowiązania finansowe 184 mln zł, których poziom od końca 2016 r. nie uległ zmianie, co przy niezmiennym saldzie gotówki spowodowało utrzymanie się długu netto na tym samym poziomie, tj. 113 mln zł. Kapitały własne na przestrzeni kwartału spadły o 10 mln zł na co główny wpływ miała korekta ich wartości. Relacja długu netto do kapitałów własnych na koniec 1Q17 wyniosła 75%, tj. o 5 pkt. proc. więcej kw/kw (wzrost procentowy wynika z ww. korekty). Analizując bilans segmentu deweloperskiego warto zwrócić także uwagę na wycenę udziałów w projekcie Centauris. Pomimo faktu, że na koniec 1Q17 w projekcie pozostawały zaledwie 3 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 (13 mln zł na koniec 1Q17), dlatego zakładamy, że w Centarusie oprócz zapasów znajdowały się inne płynne aktywa jak m.in. pożyczka dla VTG.

W 2017 r. VTG planuje rozbudować portfel nieruchomości mieszkaniowych poprzez zakupy nieruchomości, pozwalające na realizację kolejnych 800 lokali. W tym roku Spółka podpisała jak na razie jedną umowę przedwstępną dotyczącą zakupu nieruchomości w Warszawie (potencjał 200 lokali). Przyglądając się bankowi ziemi można wysnuć wniosek, że Spółka będzie zainteresowana dalszymi zakupami gruntów przede wszystkim

w Warszawie. Zakładając, że w tym roku VTG zakupiłoby kolejne grunty pozwalające wybudować 400 lokali w Warszawie i 200 we Wrocławiu, po średniej cenie odpowiednio 2 000 zł / m² PUM (zbliżone do ceny gruntu w projekcie Vena Mokotów) oraz 1 100 zł / m² PUM (zbliżone do ceny gruntów w projektach Login City oraz Małopanewska), przyjmując średnią wielkość mieszkań na poziomie 50 m² PUM, to suma inwestycji wyniosłaby 51 mln zł.

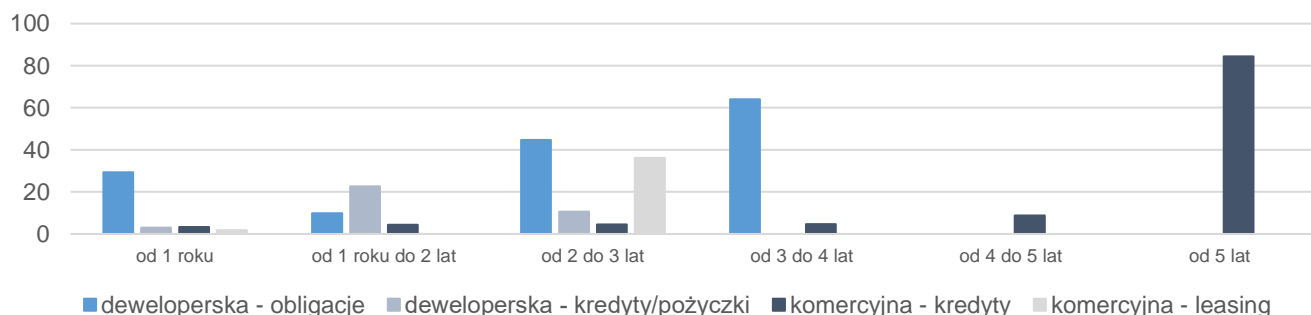
Na przestrzeni ostatniego kwartału wartość nieruchomości inwestycyjnych pracujących spadła o 8 mln zł do 251 mln zł, co wynikało z osłabienia się EURPLN. Nieco mniej spadły zobowiązania finansowe (-4 mln zł kw/kw do 148 mln zł) na co wpływ miał również spadek kursu EURPLN (finansowanie działalności komercyjnej z wyłączeniem budynku Delta 44 denominowane jest w euro). Przy 30 mln zł gotówki (+0,1 mln zł kw/kw) poziom długu netto wyniósł 118 mln zł (-5 mln zł kw/kw). Dodatkowo, Spółka rozpoznaje nieruchomości inwestycyjne niepracujące (grunty), które mają wycenę księgową 90 mln zł (75 mln zł przypisanych do segmentu komercyjnego) i są wolne od długu. Spółka zawarła przyrzeczoną umowę sprzedaży nieruchomości „Gamma Office” za cenę 10,8 mln zł, której wartość księgową na koniec 1Q17 wynosiła 9,86 mln zł. Relacja długu netto do kapitałów własnych dla segmentu komercyjnego wynosi 56%, tj. o 7 pkt. proc. mniej kw/kw, co w głównej mierze wynika z ww. korekty kapitałów własnych. Wskaźniki LTV dla poszczególnych inwestycji pracujących przedstawia poniższa tabela.

Projekt	Wartość księgową (tys. zł)	Zmiana W.K. kw/kw (tys. zł)	Dług (tys. zł)	LTV	Zmiana LTV kw/kw (pkt. proc.)
Promenady Zita	155 447	-7 094	86 068	55%	+1
Promenady Epsilon	54 829	-942	38 035	69%	-3
Delta 44	25 709	-60	18 198	71%	0
Grona Park	12 913	-389	5 751	45%	-2
Pozostałe	2 388	0	0	0%	0
RAZEM	251 286	-8 485	148 052	59%	0

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Vantage Development za 1Q17 oraz 2016 r., obliczenia własne Michael/Ström DM

Sumarycznie, skonsolidowany dług netto dla całej Grupy Kapitałowej wyniósł 231 mln zł (-5 mln zł kw/kw), a relacja długu netto do kapitałów własnych była równa 64% (vs. 67% na koniec 2016 r.).

Harmonogram spłaty zadłużenia



Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Vantage Development za 1Q17, obliczenia własne Michael/Ström DM, dane w mln zł

Suma zobowiązań finansowych VTG na koniec 1Q17 wynosiła 332 mln zł (+5 mln zł kw/kw). Warto zwrócić uwagę, że po terminie spłaty ostatnich obligacji Spółki w 2020 r. zapadają kredyty o wartości 93 mln zł, które w całości są przypisane do działalności komercyjnej. Zatem w perspektywie 4 lat zapadają zobowiązania finansowe na kwotę 239 mln zł, z czego ok. 38 mln zł stanowi leasing biurowca Promenady Epsilon. Umowa leasingu zapada w 2019 r., ale przy obecnym poziomie komercjalizacji (91% wg prezentacji za 4Q16) można założyć, że Spółka nie powinna mieć problemów z refinansowaniem tego projektu. Wyłączając leasing z harmonogramu spłat, w perspektywie 4 lat Spółce zapadnie nieco ponad 200 mln zł zobowiązań finansowych, podczas gdy skonsolidowane saldo środków pieniężnych na koniec 1Q17 wynosiło 102 mln zł.

Potencjał do generowania gotówki

Tabela poniżej przedstawia wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto na: (i) ceny realizowane przez Spółkę w przyszłości (vs. nasze założenia) na lokalach, które na koniec 1Q17 nie były sprzedane, oraz (ii) liczbę sprzedanych w przyszłości lokali (vs. oferta 1 026 lokali + liczba lokali do wybudowania na gruntach znajdujących w zapasach = ok. 2 218). Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 1Q17 zostaną w 100% przekazane klientom po zakładanych przez nas cenach.

mln zł		Realizowane ceny vs. założenia				
		-10%	-5%	0%	+5%	+10%
Sprzedaż lokali vs. potencjał	0%	331	368	405	442	479
	-5%	297	332	368	403	438
	-10%	264	297	331	364	397
	-15%	231	262	294	325	357
	-20%	197	227	257	286	316
	-25%	164	192	219	247	275
	-30%	131	157	182	208	234
	-35%	97	121	145	169	194
	-40%	64	86	108	131	153
	-45%	31	51	71	92	112
	-50%	-3	16	34	53	71

Źródło: Spółka, Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Vantage Development za 1Q17, szacunki i obliczenia własne Michael/Ström DM

Na koniec 1Q17 zadłużenie obligacyjne i pożyczki nieprojektowe (udzielone przez Centauris) przypisane do działalności deweloperskiej łącznie wyniosło 161 mln zł (+2 mln zł kw/kw). Segment ten generuje ok. 10 mln zł kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu rocznie. Zakładając, że co roku Spółka będzie wypłacała 10 mln zł dywidendy, a środki na jej wypłaty będą pochodziły z działalności deweloperskiej, to przybliżone roczne wydatki segmentu (bez uwzględniania zakupów nowych gruntów) będą wynosiły ok. 20 mln zł, co w perspektywie 2Q17-2020 dałoby 78 mln zł. Wydatki te razem z zadłużeniem sumują się do 239 mln zł, a po odjęciu środków pieniężnych przypisanych do działalności deweloperskiej (71 mln zł) wynoszą 168 mln zł. Z analizy wrażliwości wynika, że przepływy z tego segmentu niezbędne do pokrycia ww. wydatków zostałyby wygenerowane, gdyby Spółka sprzedała i przekazała ok. 70% lokali (ok. 1 553 lokali) ze swojego potencjału sprzedażowego po zakładanych przez nas cenach. Szacunki te zakładają, że Spółka wybudowałaby wszystkie mieszkania jakie

były w jej potencjale sprzedażowym na koniec 1Q17 (ok. 2 218). Oznacza to, że przy sprzedaży ok. 1 553 lokali i pokryciu ww. wydatków, Spółce pozostałoby ok. 665 gotowych do sprzedaży lokali, które byłyby wolne od długu. Warto zwrócić uwagę, że w aktywach tego segmentu znajdowały się jeszcze nieruchomości niepracujące (grunty) i udziały w Centaurisie o łącznej wartości księgowej 30 mln zł oraz 16 mln zł należności.

Z kolei działalność komercyjna najwięcej gotówki mogłaby wygenerować dzięki sprzedaży aktywów. Wartość księgowa nieruchomości pracujących wynosiła 251 mln zł na koniec 1Q17, podczas gdy suma wszystkich zobowiązań tego segmentu wynosiła 164 mln zł. Trzeba także pamiętać, że do tej działalności przypisanych jest 30 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 75 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. Co istotne, co najmniej do sprzedaży któregokolwiek z projektów komercyjnych Spółka nie zamierza inwestować w nowe projekty tego typu. Widać to w przepływach pieniężnych, a konkretnie w inwestycjach w nieruchomości oraz wartości niematerialne. W 1Q17 wydatki te wyniosły 0,5 mln zł, podczas gdy w latach 2014-2016 wynosiły średniorocznie 43 mln zł. Naszym zdaniem jest to bardzo dobra wiadomość dla obligatariuszy, bowiem ograniczone inwestycje w segmencie komercyjnym (który nie generuje istotnych dla obligatariuszy przepływów pieniężnych) powinny przystopować wzrost zadłużenia Spółki.

Notowane obligacje

Na koniec marca 2017 r. Spółka miała wyemitowanych 8 serii obligacji (7 serii na dzień sporządzenia raportu), z czego 6 serii na dzień sporządzenia raportu było notowanych na rynku Catalyst. W tabeli poniżej znajdują się podstawowe informacje dotyczące każdej z notowanych serii. Obliczenia były przeprowadzane na dzień 25 maja 2017 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 24 maja 2017 r. Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

	VTG0617 / F	VTG0518 / I	VTG0919 / K	VTD0919 / L	VTT0919 / M	VTG0120 / N
Wartość emisji (mln zł)	23,5	10,0	10,0	15,0	10,0	10,5
Wartość nominalna (zł)	1 000	100	1 000	1 000	100	100
Dzień wykupu	2017-06-16	2018-05-14	2019-09-10	2019-09-22	2019-09-22	2020-01-22
Stopa referencyjna	WIBOR3M	WIBOR6M	WIBOR3M	WIBOR3M	WIBOR6M	WIBOR3M
Marża	4,30%	4,30%	4,90%	4,30%	4,95%	4,32%
Cena zamknięcia	100,00	100,79	101,70	100,50	102,42	100,50
Rentowność do wykupu (YTM) brutto	5,96%	5,25%	5,83%	5,80%	5,63%	5,84%
Zabezpieczenie	hipoteka	hipoteka	brak	hipoteka	brak	brak
Prawo VTG do przedterminowego wykupu	tak	tak	tak	tak	tak	tak

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia własne Michael/Ström DM

Skonsolidowane dane finansowe

Rachunek zysków i strat (tys. zł)

	2014	2015	2016	1Q16	1Q17	r/r
Przychody ze sprzedaży	61 785	95 374	133 269	23 209	53 247	129%
Przychody z nieruchomości inwe. pracujących	8 206	12 073	13 874	3 581	4 094	14%
Przychody ze sprzedaży lokali	50 733	79 393	115 258	18 706	48 346	158%
Pozostałe przychody	2 846	3 908	4 137	922	807	-12%
Koszt własny sprzedaży	-47 758	-70 507	-102 512	-17 512	-39 749	127%
Koszty utrzymania nieruchomości inwe. pracujących	-2 719	-3 898	-4 711	-862	-1 418	65%
Koszty wytworzenia sprzedanych lokali	-42 350	-61 257	-92 717	-14 965	-37 193	149%
Pozostałe koszty	-2 689	-5 352	-5 084	-1 685	-1 138	-32%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	14 027	24 867	30 757	5 697	13 498	137%
Koszty sprzedaży	-5 024	-6 173	-9 404	-1 888	-2 762	46%
Koszty ogólnego zarządu	-5 055	-6 789	-4 419	-1 209	-1 556	29%
Zysk (strata) ze sprzedaży	3 948	11 905	16 934	2 600	9 180	253%
Zysk (strata) z tytułu przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych pracujących do wartości godziwej	6 326	5 601	19 329	184	-2 238	n.m.
Zysk (strata) ze sprzedaży po przeszacowaniach	10 274	17 506	36 263	2 784	6 942	149%
Zysk (strata) ze sprzedaży nieruchomości inwe.	-199	0	-275	66	0	-100%
Pozostałe przychody operacyjne	4 542	2 626	2 405	14	550	3 829%
Pozostałe koszty operacyjne	-3 296	-3 354	-1 540	-125	-161	29%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	11 321	16 778	36 853	2 739	7 331	168%
Przychody finansowe	555	679	257	65	115	77%
Koszty finansowe	-5 536	-9 072	-9 045	-1 380	-1 688	22%
Udział w zysku (stracie) jednostek wycenianych metodą praw własności	-131	762	2 753	443	40	-91%
Zysk (strata) brutto	6 209	9 147	30 818	1 867	5 798	211%
Podatek dochodowy	3 751	2 850	-5 498	-203	-937	362%
Zysk (strata) netto	9 960	11 997	25 320	1 664	4 861	192%

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK Vantage Development za 1Q17, 2016 r. oraz 2015 r., obliczenia własne Michael/Ström DM

Rachunek przepływów pieniężnych (tys. zł)

	2014	2015	2016	1Q16	1Q17
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-56 306	33 997	-35 996	-24 122	4 353
Zysk (strata) netto	9 960	11 997	25 320	1 664	4 861
Korekty razem	-66 266	22 000	-61 316	-25 786	-508
(Zyski) straty z tytułu różnic kursowych	281	773	-3 312	-164	543
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	2 939	4 890	6 125	1 260	1 265
(Zysk) strata z tytułu działalności inwestycyjnej	-7 591	-7 045	-19 870	-249	2 239
Zmiana stanu rezerw	-3 453	4 832	4 410	-481	505
Zmiana stanu zapasów	-33 003	2 116	-115 654	-25 272	-4 670
Zmiana stanu należności	-219	9 741	98	-14 777	-8 013
Zmiana stanu zobowiązań, z wyjątkiem pożyczek i kredytów	-24 189	13 170	68 701	15 436	10 239
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-1 387	-7 275	520	-1 106	-2 741
Inne korekty	356	798	-2 334	-433	125
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-41 041	-48 187	-14 191	-5 849	-966
<u>Wpływy</u>	<u>6 324</u>	<u>883</u>	<u>21 106</u>	<u>3 118</u>	<u>112</u>
Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne	2 965	230	2 182	538	0
Z aktywów finansowych	3 359	653	7 250	2 580	112
Inne wpływy inwestycyjne	0	0	11 674	0	0
<u>Wydatki</u>	<u>-47 365</u>	<u>-49 070</u>	<u>-35 297</u>	<u>-8 967</u>	<u>-1 078</u>
Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne	-45 904	-47 738	-34 703	-8 932	-508
Pozostałe	-1 461	-1 332	-594	-35	-570
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	81 154	38 027	92 415	20 711	-3 062
<u>Wpływy</u>	<u>207 677</u>	<u>158 078</u>	<u>192 576</u>	<u>24 675</u>	<u>10 054</u>
Zaciągnięcie kredytów i pożyczek	119 861	88 548	107 076	14 675	10 054
Zaciągnięcie zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	51 056	0	0	0	0
Emisja dłużnych papierów wartościowych	36 760	69 530	85 500	10 000	0
<u>Wydatki</u>	<u>-126 523</u>	<u>-120 051</u>	<u>-100 161</u>	<u>-3 964</u>	<u>-13 116</u>
Dywidendy	0	0	-8 117	0	0
Spląty kredytów i pożyczek	-96 854	-76 632	-34 043	-453	-8 899
Wykup dłużnych papierów wartościowych	-12 016	-29 900	-42 790	0	0
Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	-9 734	-1 723	-1 842	-438	-473
Odsetki	-7 184	-10 498	-13 369	-3 073	-3 744
Inne wydatki finansowe	-735	-1 298	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	-16 193	23 837	42 228	-9 260	325

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK Vantage Development za 1Q17, 2016 r. oraz 2015 r., obliczenia własne Michael/Ström DM

Bilans (tys. zł)

	2014	2015	2016	1Q17	kw/kw
Aktywa trwałe	390 982	411 435	382 359	375 119	-2%
Nieruchomości inwestycyjne pracujące	180 841	239 616	259 771	251 286	-3%
Nieruchomości inwestycyjne niepracujące	182 010	135 130	90 309	90 309	0%
Akcje i udziały (Centauris)	16 671	17 433	14 264	14 304	0%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	7 988	14 671	13 264	14 119	6%
Pozostałe	3 472	4 585	4 751	5 101	7%
Aktywa obrotowe	158 242	220 705	425 212	442 747	4%
Zapasy	101 007	149 048	312 372	319 630	2%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	35 171	59 008	101 236	101 561	0%
Należności	21 544	10 511	9 911	17 948	81%
Pozostałe	520	2 138	1 693	3 608	113%
AKTYWA RAZEM	549 224	632 140	807 571	817 866	1%
Kapitał własny	323 425	337 438	354 677	359 756	1%
Kapitał podstawowy	38 713	38 713	38 713	38 713	0%
Zyski zatrzymane	277 251	287 211	291 091	316 411	9%
Inne skumulowane całkowite dochody	-2 499	-483	-447	-229	-49%
Wynik finansowy za rok obrotowy	9 960	11 997	25 320	4 861	-81%
Zobowiązania długoterminowe	180 726	260 746	334 545	309 497	-7%
Obligacje	55 738	104 708	123 490	118 633	-4%
Pożyczki i kredyty bankowe	80 140	92 164	146 579	139 857	-5%
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	40 561	38 750	38 292	36 176	-6%
Przedpłaty na zakup lokali	0	14 150	13 796	0	-100%
Pozostałe	4 287	10 974	12 388	14 831	20%
Zobowiązania krótkoterminowe	45 073	33 956	118 349	148 613	26%
Obligacje	10 257	678	24 293	29 359	21%
Pożyczki i kredyty bankowe	3 132	3 877	2 596	6 297	143%
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	1 751	1 804	1 933	1 859	-4%
Przedpłaty na zakup lokali	8 380	6 832	42 096	55 049	31%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	20 055	18 997	45 192	55 088	22%
Rezerwy	1 498	1 768	2 239	961	-57%
PASYWA RAZEM	549 224	632 140	807 571	817 866	1%
Dług brutto	191 579	241 981	337 183	332 181	-1%
Dług netto	156 408	182 973	235 947	230 620	-2%

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK Vantage Development za 1Q17, 2016 r. oraz 2015 r., obliczenia własne Michael/Ström DM

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 25.05.2017 r.

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**”), adres: Al. Jerozolimskie 134, 02-305 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS 0000347507, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o wpłaconym kapitale zakładowym w wysokości 734 846,81 PLN, adres e-mail: kontakt@michaelstrom.pl.

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. 2013 r. Poz. 1422) i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
 - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t.j.: Dz.U. z 2016 r. poz. 380),
 - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 2016 poz. 1715),
 - porady inwestycyjnej,
 - usługi doradztwa inwestycyjnego.

Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoby przygotowujące raport nie są 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 2014 poz. 94), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- Dom Maklerski wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski pełnił funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora emitenta dla Emitenta.

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

Dom Maklerski dąży do unikania konfliktów interesów ze swoimi Klientami oraz pomiędzy nimi, w szczególności poprzez regulacje wewnętrzne w tym „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Michael/Ström Dom Maklerski sp. z o.o. ”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. www.michaelstrom.pl.

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