

## Vantage Development

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Vantage Development po wynikach za 3Q17.

### PROFIL SPÓŁKI:

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

### Outstanding obligacji:

| Seria   | m zł | YTM   |
|---------|------|-------|
| VTD0919 | 15   | 5,74% |
| VTT0919 | 10   | 5,56% |
| VTG0120 | 11   | 5,70% |
| VTG0520 | 65   | 6,13% |
| Suma    | 101  |       |

- Gdyby spółka wybudowała wszystkie lokale w ramach obecnie realizowanych i planowanych projektów oraz sprzedała ok. 53% lokali z potencjału sprzedażowego (oferta + bank ziemi), to powinna być w stanie spłacić wszystkie zobowiązania przypisane do segmentu deweloperskiego oraz opłacić koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w okresie 3 lat (wtedy zapadają obligacje serii O). Przy tym poziomie sprzedaży spółce pozostałoby ok. 827 gotowych do sprzedaży i wolnych od długu lokali, pozostałe aktywa tego segmentu oraz aktywa netto z działalności komercyjnej. Obliczenia nie uwzględniają dywidend i podatków. Hipotetycznie, przy trzykrotnej wypłacie dywidendy po 10 mln zł każda, spółka musiałaby sprzedać ok. 58% mieszkań z potencjału sprzedażowego, aby uregulować ww. zobowiązania i koszty.
- Po terminie spłaty ostatnich obligacji spółki w 2020 r. zapadają kredyty o wartości 101 mln zł, które w całości są przypisane do działalności komercyjnej. Zatem w perspektywie 3 lat zapadają zobowiązania finansowe na kwotę 228 mln zł (w tym ok. 38 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, w ciągu 3 lat wymagalnych będzie ok. 67 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 95 mln zł. Dodatkowo, do tej działalności przypisane są 4 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 70 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.
- Skonsolidowany poziom długu netto do kapitałów własnych wynosi 60% (vs. 71% na koniec 2Q17). Zwracamy uwagę, że po skorygowaniu o pożyczki od Centaurisa poziom ten na koniec 3Q17 wyniósłby 56%. Średni wskaźnik LTV dla projektów komercyjnych wyniósł 59% (bez zmian kw/kw).
- Spółka posiada 110 mln zł gotówki, podczas gdy krótkoterminowe zobowiązania finansowe wynoszą 14 mln zł (29 mln zł zakładając przedterminową spłatę obligacji serii L).

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

W 3Q17 spółka umorzyła akcje własne stanowiące 3,5% kapitału VTG, które kupiła za kwotę 8,1 mln zł (3,7 zł na akcję, tj. po cenie z przymusowego wezwania).

Spółka zawarła przedwstępną warunkową umowę przeniesienia własności zabudowanej nieruchomości, zlokalizowanej przy ulicy Buforowej we Wrocławiu za łączną cenę 7,05 mln zł. Umowa przyrzeczona ma zostać zawarta w 2019 r. Na nieruchomości ma powstać ok. 150 lokali mieszkalnych, co przy założeniu średniej wielkości lokalu na poziomie 50 m<sup>2</sup> przekłada się na średni koszt gruntu 940 zł / m<sup>2</sup> PUM.

VTG poinformowało o zamiarze przeprowadzenia prywatnej emisji obligacji serii R. Łączna wartość nominalna emisji ma nie przekraczać 60 mln zł, a termin zapadalności przewidziany jest na 3,5 roku od dnia emisji.

Zarząd spółki zdecydował o przedterminowym wykupie obligacji serii L (VTD0919) o łącznej wartości nominalnej 15 mln zł. Wcześniejszy wykup będzie miał miejsce 22 grudnia 2017 r. Z tytułu tego wykupu obligatariuszom przysługuje premia w wysokości 0,5% wartości nominalnej.

## *Analiza rachunku zysków i strat za 3Q17*

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 3Q17 wygenerowała 126 mln zł przychodów (+766% r/r), co wynikało z przekazania 389 lokali (ponad 20 razy więcej niż w 3Q16) w projektach, które były realizowane przez spółki w 100% zależne od emitenta. Segment ten w 3Q17 wygenerował 22,2 mln zł zysku brutto ze sprzedaży (vs. 1,3 mln zł w 3Q16), co dało rentowność rzędu 18% (+9 pkt. proc. r/r). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły łącznie 3,1 mln zł przekładając się na wynik EBIT rzędu 19,1 mln zł (vs. -0,8 mln zł w 3Q16).

Najwięcej przekazania lokali (141) miało miejsce w pierwszym ukończonym warszawskim projekcie, tj. Living Point Mokotów I. Etap ten wygenerował 52,7 mln zł przychodów przy marży brutto 26%. Na koniec 3Q17 było 19 sprzedanych i nieprzekazanych lokali (o łącznej wartości 7,8 mln zł) w tym etapie, a w ofercie znajdowało się 13 lokali. Drugi etap LPM ma zostać oddany w 2Q18, a na koniec 3Q17 sprzedanych było 110 (35,8 mln zł) z 169 lokali w etapie. Spory udział w przekazaniach miał także projekt Promenady Wrocławskie VII, który realizowany był na zlecenie Funduszu Mieszkań na Wynajem. W projekcie tym wybudowano 138 lokali, które zostały sprzedane za 38,3 mln zł przy marży brutto 6,7%. Zwracamy uwagę, że do 1H17 były sprzedawane i przekazywane także lokale w etapach projektu Centauris (VTG posiadało 50% udział i konsolidowało wyniki z tego projektu metodą praw własności), natomiast w 3Q17 w tym projekcie nie było już żadnego lokalu w ofercie, ani do przekazania, podczas gdy dla porównania w 3Q16 przekazano 110 lokali w projekcie Centauris.

Na koniec 3Q17 VTG miało sprzedanych 299 lokali (94,9 mln zł), które są wybudowane lub mają zostać oddane w 4Q17. Gdyby spółka przekazała ww. 299 lokale w 4Q17, to wraz z 605 lokalami przekazanymi już w 9M17 roczny wynik przekazania wyniósłby 904. W 2018 r. VTG planuje ukończyć budowę 1 160 lokali, z czego

503 lokale były sprzedane na koniec 3Q17. W ofercie na koniec 3Q17 znajdowało się 748 lokali, z czego 56 było już ukończonych, 35 ma zostać ukończonych w 4Q17, a 657 w 2018 r.

Przychody z **działalności komercyjnej** w 3Q17 wyniosły 4,3 mln zł (+15% r/r), a koszty operacyjne 2,2 mln zł (+5% r/r), zatem zysk ze sprzedaży stanowił 48% (+5 pkt. proc. r/r) przychodów segmentu. W minionym kwartale miało miejsce przeszacowanie nieruchomości, które w rachunku zysków i strat VTG zostało zaksięgowane na kwotę 1,5 mln zł. Zwracamy uwagę, że zysk netto tego segmentu wyniósł 2,2 mln zł, co oznacza że przy skorygowaniu wyniku o ww. 1,5 mln zł, skorygowany wynik netto i tak byłby dodatni. Dostrzegamy zatem poprawę rentowności tego segmentu, co wynika ze wzrostu komercjalizacji projektów, natomiast nie spodziewamy się, aby najbliższe kwartały miały przynieść znaczącą poprawę rentowności.

Tabela: Projekty komercyjne – dane operacyjne

| Projekt           | Powierzchnia (m <sup>2</sup> ) | Poziom najmu (dane z prezentacji 5 IX '17) | Zmiana komercjalizacji kw/kw (pkt. proc.) | Roczny potencjał przychodów (tys. zł)* |
|-------------------|--------------------------------|--|---|--|
| Promenady Zita    | 22 210                         | 72%  | 0   | 13 590                                 |
| Promenady Epsilon | 7 132                          | 95%  | 0   | 4 465                                  |
| Delta 44          | 4 213                          | 73%  | 0   | 2 401                                  |
| Grona Park        | 3 932                          | 68%  | +11                                       | 1 508                                  |
| <b>RAZEM</b>      | <b>37 487</b>                  | <b>76%</b>                                 | <b>+1</b>                                 | <b>21 964</b>                          |

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström, \*zakładając docelowy poziom wynajmu 95% i utrzymanie bieżących stawek najmu

## Analiza bilansu na koniec 3Q17

Suma aktywów **działalności deweloperskiej** na koniec 3Q17 wyniosła 508 mln zł (+21 mln zł kw/kw), z czego 337 mln zł stanowiły zapasy (-36 mln zł kw/kw), a 105 mln zł gotówka (+52 mln zł kw/kw). Po stronie pasywów istotny udział stanowiły zobowiązania finansowe 177 mln zł (+14 mln zł kw/kw). W skali kwartału dług netto spadł o 38 mln zł do 72 mln zł, co koresponduje z ww. spadkiem zapasów. Kapitały własne na przestrzeni kwartału wzrosły o 6 mln zł, zatem relacja długu netto do kapitałów własnych na koniec 3Q17 wyniosła 38%, tj. o 22 pkt. proc. mniej kw/kw. Analizując bilans segmentu deweloperskiego warto zwrócić także uwagę na wycenę udziałów w projekcie Centauris. Pomimo faktu, że na koniec 3Q17 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 3Q17), dlatego zakładamy, że w Centaurisie znajdowały się głównie płynne aktywa jak m.in. pożyczka do VTG. 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 o ok. 14 mln zł, co gdyby miało miejsce na koniec 3Q17 spowodowałoby spadek wskaźnika dług netto/kapitały własne do ok. 30%.

Na początku 2017 r. spółka komunikowała o planach zakupów gruntów na ok. 800 lokali. Od początku roku spółka podpisała jak na razie trzy umowy przedwstępne dotyczące zakupu nieruchomości, z czego jedną rozwiązała. Dwie umowy, które nie zostały rozwiązane dotyczą wrocławskich gruntów za łączną kwotę 15,9 mln zł na łącznie ok. 450 lokali. Zwracamy uwagę, że w ciągu 4 kwartałów mają zostać oddane do użytku 3 warszawskie projekty (Dom Saski w 4Q17, Living Point Mokotów II w 2Q18 oraz Vena Mokotów w 3Q18) o

łączonej liczbie lokali 412 i na ten moment spółka nie posiada żadnego gruntu, który mógłby pozwolić na utrzymanie tempa rozwoju VTG w Warszawie.

Na przestrzeni ostatniego kwartału wartość nieruchomości inwestycyjnych pracujących przypisanych do **działalności komercyjnej** wzrosła o 5,0 mln zł do 256 mln zł. Nieistotnie zmieniła się również suma zobowiązań finansowych (+5 mln zł kw/kw) do 152 mln zł. Dodatkowo, spółka rozpoznaje nieruchomości inwestycyjne niepracujące (grunty), które mają wycenę księgową 80 mln zł (70 mln zł przypisanych do segmentu komercyjnego) i są wolne od długu. Relacja długu netto do kapitałów własnych dla segmentu komercyjnego wynosi 84%, tj. o 1 pkt. proc. więcej kw/kw. 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    | 160 675                    | 4 960                       | 90 633         | 56%        | 1%                            |
| Promenady Epsilon | 54 172                     | -352                        | 37 794         | 70%        | 1%                            |
| Delta 44          | 26 082                     | 709                         | 17 861         | 68%        | -3%                           |
| Grona Park        | 12 499                     | -357                        | 5 729          | 46%        | 2%                            |
| Pozostałe         | 2 397                      | -18                         | 0              | 0%         | 0%                            |
| <b>RAZEM</b>      | <b>255 825</b>             | <b>4 942</b>                | <b>152 017</b> | <b>59%</b> | <b>1%</b>                     |

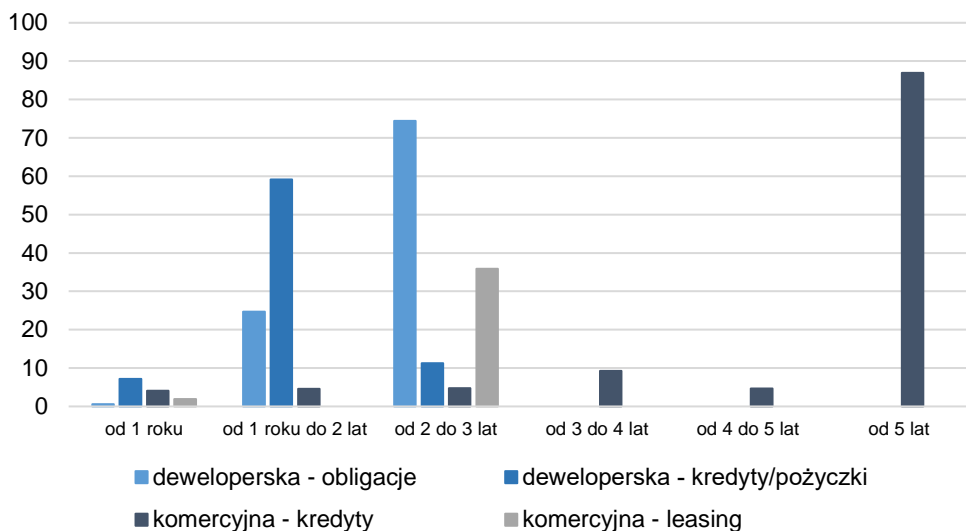
Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Sumarycznie, skonsolidowany dług netto dla całej grupy kapitałowej wyniósł 220 mln zł (-34 mln zł kw/kw), a relacja długu netto do kapitałów własnych była równa 60% (vs. 71% na koniec 2Q17). Zwracamy uwagę, że po wyłączeniu pożyczek od Centaurisa wskaźnik ten wyniósłby 56%.

## Harmonogram spłaty zadłużenia

Suma zobowiązań finansowych VTG na koniec 3Q17 wynosiła 329 mln zł (+19 mln zł kw/kw). Warto zwrócić uwagę, że po terminie spłaty ostatnich obligacji spółki w 2020 r. zapadają kredyty o wartości 101 mln zł, które w całości są przypisane do działalności komercyjnej. Zatem w perspektywie 3 lat zapadają zobowiązania finansowe na kwotę 228 mln zł, z czego ok. 38 mln zł stanowi leasing biurowca Promenady Epsilon. Umowa leasingu zapada w 2019 r., ale przy obecnym poziomie komercjalizacji (95%) można założyć, że spółka nie powinna mieć problemów z refinansowaniem tego projektu. Wyłączając z harmonogramu spłat ww. leasing oraz pożyczki od Centaurisa (14 mln zł), w perspektywie 3 lat spółce zapadnie ok. 177 mln zł zobowiązań finansowych, podczas gdy skonsolidowane saldo środków pieniężnych na koniec 3Q17 wynosiło 110 mln zł.

Wykres: Harmonogram spłaty zadłużenia



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström, dane w 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 3Q17 nie były sprzedane, oraz (ii) liczbę sprzedanych w przyszłości lokali (vs. oferta 748 lokali + liczba lokali do wybudowania na gruntach znajdujących w zapasach = ok. 1 759). Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 3Q17 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%   | 255                            | 284 | 314 | 343 | 373  |
|                               | -5%  | 228                            | 256 | 284 | 312 | 340  |
|                               | -10% | 202                            | 228 | 255 | 281 | 308  |
|                               | -15% | 175                            | 200 | 225 | 250 | 276  |
|                               | -20% | 149                            | 172 | 196 | 220 | 243  |
|                               | -25% | 122                            | 144 | 166 | 189 | 211  |
|                               | -30% | 96                             | 116 | 137 | 158 | 178  |
|                               | -35% | 69                             | 88  | 107 | 127 | 146  |
|                               | -40% | 43                             | 60  | 78  | 96  | 113  |
|                               | -45% | 16                             | 32  | 48  | 65  | 81   |
|                               | -50% | -11                            | 4   | 19  | 34  | 48   |

Źródło: Dane spółki, szacunki i obliczenia DM Michael/Ström

Na koniec 3Q17 zadłużenie obligacyjne przypisane do działalności deweloperskiej wyniosło 100 mln zł (-20 mln zł kw/kw). Segment ten generuje ok. 12 mln zł kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu rocznie, co w perspektywie 3 lat daje ok. 36 mln zł. Wydatki te razem z zadłużeniem sumują się do 136 mln zł, a po odjęciu środków pieniężnych przypisanych do działalności deweloperskiej (105 mln zł) wynoszą 30 mln zł. Z analizy wrażliwości wynika, że przepływy z tego segmentu niezbędne do pokrycia ww. wydatków i spłaty zadłużenia zostałyby wygenerowane, gdyby spółka sprzedała i przekazała ok. 53% lokali (ok. 932 lokale) 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 3Q17 (ok. 1 759). Oznacza to, że przy sprzedaży ok. 932 lokali i pokryciu ww. wydatków, spółce pozostałoby ok. 827 gotowych do sprzedaży lokali, które byłyby wolne od długu. W powyższych wyliczeniach nie uwzględniamy wypłaty dywidend oraz podatków. Gdyby spółka chciała wypłacać 10 mln zł w formie dywidendy (lub skupu akcji własnych), to w skali trzech lat przeznaczylaby na to 30 mln zł, co sprawiłoby, że musiałaby sprzedać o 5 pkt. proc. więcej mieszkań (58%). Warto zwrócić uwagę, że w aktywach tego segmentu znajdowały się jeszcze nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości bilansowej 10 mln zł i należności wyceniane przez spółkę na 24 mln zł, które nie są uwzględnione w powyższych obliczeniach.

Z kolei działalność komercyjna najwięcej gotówki mogłaby wygenerować dzięki sprzedaży aktywów. Wartość księgowa nieruchomości pracujących wynosiła 256 mln zł na koniec 3Q17, podczas gdy suma wszystkich zobowiązań tego segmentu wynosiła 161 mln zł. Trzeba także pamiętać, że do tej działalności przypisane są 4 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 70 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, spółka deklaruje, że co najmniej do sprzedaży któregośkolwiek z projektów komercyjnych spółka nie zamierza inwestować w nowe projekty tego typu.

## Notowane obligacje

Na dzień sporządzenia Raportu kredytowego spółka miała wyemitowane 4 serie obligacji (wszystkie były notowane na rynku Catalyst). W tabeli poniżej znajdują się podstawowe informacje dotyczące każdej z notowanych serii. Obliczenia były przeprowadzane na dzień 17 listopada 2017 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 16 listopada 2017 r. Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

Tabela: Notowane obligacje Vantage Development

|                                      | VTD0919 / L | VTT0919 / M | VTG0120 / N | VTG0520 / O |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Wartość emisji (mln zł)              | 15,0        | 10,0        | 10,5        | 65,0        |
| Wartość nominalna (zł)               | 1 000       | 100         | 100         | 100         |
| Dzień wykupu                         | 2019-09-22  | 2019-09-22  | 2020-01-22  | 2020-05-29  |
| Stopa referencyjna                   | WIBOR3M     | WIBOR6M     | WIBOR3M     | WIBOR3M     |
| Marża                                | 4,30%       | 4,95%       | 4,32%       | 4,40%       |
| Cena zamknięcia                      | 100,50      | 102,05      | 100,70      | 100,00      |
| Rentowność do wykupu (YTM) brutto    | 5,74%       | 5,56%       | 5,70%       | 6,13%       |
| Zabezpieczenie                       | hipoteka    | brak        | brak        | brak        |
| Prawo VTG do przedterminowego wykupu | tak         | tak         | tak         | tak         |

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia własne DM Michael/Ström

Zwracamy uwagę, że obligacje serii L (VTD0919) zostaną przedterminowo wykupione 22 grudnia 2017 r. i w związku z tym obligatariuszom przysługiwać będzie premia w wysokości 0,5% wartości nominalnej. Spółka poinformowała o zamiarze przeprowadzenia emisji obligacji serii R do kwoty 60 mln zł, a wydaje się, że w obecnej sytuacji VTG nie potrzebuje tak znaczących wolnych środków pieniężnych, dlatego nie można wykluczyć kolejnych przedterminowych wykupów.

## Skonsolidowane dane finansowe

Tabela: Bilans GK Vantage Development (tys. zł)

|   | 2015           | 2016           | 2Q17           | 3Q17           |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>  | <b>411 435</b> | <b>382 359</b> | <b>363 934</b> | <b>369 442</b> |
| Nieruchomości inwestycyjne pracujące  | 239 616        | 259 771        | 250 883        | 255 903        |
| Nieruchomości inwestycyjne niepracujące                                     | 135 130        | 90 309         | 80 334         | 79 917         |
| Akcje i udziały w jednostkach wycenianych metodą praw własności - Centauris | 17 433         | 14 264         | 14 574         | 14 040         |
| Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego                             | 14 671         | 13 264         | 13 080         | 12 830         |
| Pozostałe   | 4 585          | 4 751          | 5 063          | 6 752          |
| <b>Aktywa obrotowe</b>  | <b>220 705</b> | <b>425 212</b> | <b>453 307</b> | <b>475 806</b> |
| Zapasy  | 149 048        | 312 372        | 372 803        | 336 564        |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty  | 59 008         | 101 236        | 57 051         | 109 663        |
| Należności krótkoterminowe  | 10 511         | 9 911          | 20 103         | 26 296         |
| Pozostałe   | 2 138          | 1 693          | 3 350          | 3 283          |
| <b>Aktywa razem</b>   | <b>632 140</b> | <b>807 571</b> | <b>817 241</b> | <b>845 248</b> |
| <b>Kapitał własny</b>   | <b>337 438</b> | <b>354 677</b> | <b>358 491</b> | <b>367 533</b> |
| Kapitał podstawowy  | 38 713         | 38 713         | 38 713         | 38 713         |
| Akcje własne  | 0              | 0              | 0              | -1 360         |
| Zyski zatrzymane  | 287 211        | 291 091        | 316 411        | 309 654        |
| Inne skumulowane całkowite dochody  | -483           | -447           | -220           | -130           |
| Wynik finansowy za rok obrotowy   | 11 997         | 25 320         | 3 587          | 20 656         |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>  | <b>260 746</b> | <b>334 545</b> | <b>301 338</b> | <b>330 481</b> |
| Obligacje długoterminowe  | 104 708        | 123 490        | 108 858        | 99 142         |
| Długoterminowe pożyczki i kredyty bankowe                                   | 92 164         | 146 579        | 145 708        | 180 591        |
| Zobowiązania długoterminowe z tytułu leasingu finansowego                   | 38 750         | 38 292         | 35 712         | 35 866         |
| Przedpłaty na zakup lokali  | 14 150         | 13 796         | 0              | 0              |
| Pozostałe   | 10 974         | 12 388         | 11 060         | 14 882         |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>   | <b>33 956</b>  | <b>118 349</b> | <b>157 412</b> | <b>147 234</b> |
| Obligacje krótkoterminowe   | 678            | 24 293         | 10 799         | 542            |
| Krótkoterminowe pożyczki i kredyty bankowe                                  | 3 877          | 2 596          | 7 481          | 11 207         |
| Zobowiązania krótkoterminowe z tytułu leasingu finansowego                  | 1 804          | 1 933          | 1 878          | 1 928          |
| Przedpłaty na zakup lokali  | 6 832          | 42 096         | 79 908         | 70 237         |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe                         | 18 997         | 45 192         | 54 532         | 59 922         |
| Rezerwy krótkoterminowe   | 1 768          | 2 239          | 2 814          | 3 398          |
| <b>Pasywa razem</b>   | <b>632 140</b> | <b>807 571</b> | <b>817 241</b> | <b>845 248</b> |
| <b>Dług brutto</b>  | <b>241 981</b> | <b>337 183</b> | <b>310 436</b> | <b>329 276</b> |
| <b>Dług netto</b>   | <b>182 973</b> | <b>235 947</b> | <b>253 385</b> | <b>219 613</b> |
| <b>Dług netto / Kapitały własne</b>   | <b>54%</b>     | <b>67%</b>     | <b>71%</b>     | <b>60%</b>     |

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström



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

|  | 2015           | 2016            | 3Q16           | 3Q17            |
|--|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>  | <b>95 374</b>  | <b>133 269</b>  | <b>18 265</b>  | <b>130 225</b>  |
| Przychody z nieruchomości  | 12 073         | 13 874          | 3 497          | 4 122           |
| Przychody ze sprzedaży lokali  | 79 393         | 115 258         | 13 986         | 124 135         |
| Pozostałe przychody  | 3 908          | 4 137           | 782            | 1 968           |
| <b>Koszt własny sprzedaży</b>  | <b>-70 507</b> | <b>-102 512</b> | <b>-14 270</b> | <b>-105 465</b> |
| Koszty utrzymania nieruchomości  | -3 898         | -4 711          | -825           | -1 399          |
| Koszty wytworzenia sprzedanych lokali                                    | -61 257        | -92 717         | -12 410        | -102 494        |
| Pozostałe koszty   | -5 352         | -5 084          | -1 035         | -1 572          |
| <b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>                                 | <b>24 867</b>  | <b>30 757</b>   | <b>3 995</b>   | <b>24 760</b>   |
| Koszty sprzedaży   | -6 173         | -9 404          | -2 383         | -2 333          |
| Koszty ogólnego zarządu  | -6 789         | -4 419          | -1 309         | -1 212          |
| <b>Zysk (strata) ze sprzedaży</b>  | <b>11 905</b>  | <b>16 934</b>   | <b>303</b>     | <b>21 215</b>   |
| Zysk (strata) z tytułu przeszacowania nieruchomości do wartości godziwej | 5 601          | 19 329          | 16 862         | 1 516           |
| Zysk (strata) ze sprzedaży po uwzględnieniu przeszacowania nieruchomości | 17 506         | 36 263          | 17 165         | 22 731          |
| Zysk (strata) ze sprzedaży nieruchomości                                 | 0              | -275            | 44             | 10              |
| Pozostałe przychody operacyjne   | 2 626          | 2 405           | 538            | 0               |
| Pozostałe koszty operacyjne  | -3 354         | -1 540          | -59            | -76             |
| <b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>                          | <b>16 778</b>  | <b>36 853</b>   | <b>17 688</b>  | <b>22 665</b>   |
| Przychody finansowe  | 679            | 257             | 47             | 160             |
| Koszty finansowe   | -9 072         | -9 045          | -1 507         | -1 744          |
| Udział w zysku (stracie) jednostek wycenianych metodą praw własności     | 762            | 2 753           | 2 452          | 66              |
| <b>Zysk (strata) brutto</b>  | <b>9 147</b>   | <b>30 818</b>   | <b>18 680</b>  | <b>21 147</b>   |
| Podatek dochodowy  | 2 850          | -5 498          | -3 766         | -4 078          |
| <b>Zysk (strata) netto</b>   | <b>11 997</b>  | <b>25 320</b>   | <b>14 914</b>  | <b>17 069</b>   |

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

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

|   | 2015            | 2016            | 3Q16           | 3Q17           |
|---|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| <b>Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej</b>   | <b>33 997</b>   | <b>-35 996</b>  | <b>8 437</b>   | <b>48 490</b>  |
| <b>Zysk (strata) netto</b>  | <b>11 997</b>   | <b>25 320</b>   | <b>14 914</b>  | <b>17 069</b>  |
| <b>Korekty razem</b>  | <b>22 000</b>   | <b>-61 316</b>  | <b>-6 477</b>  | <b>31 421</b>  |
| (Zyski) straty z tytułu różnic kursowych                          | 773             | -3 312          | 1 573          | -267           |
| Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)                           | 4 890           | 6 125           | 900            | 1 298          |
| (Zysk) strata z tytułu działalności inwestycyjnej                 | -7 045          | -19 870         | -18 956        | -1 505         |
| Zmiana stanu rezerw   | 4 832           | 4 410           | 3 159          | 4 317          |
| Zmiana stanu zapasów  | 2 116           | -115 654        | -26 196        | 37 825         |
| Zmiana stanu należności   | 9 741           | 98              | -1 448         | -6 196         |
| Zmiana stanu zobowiązań, z wyjątkiem pożyczek i kredytów          | 13 170          | 68 701          | 35 514         | -3 356         |
| Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych                           | -7 275          | 520             | 1 917          | -678           |
| Inne korekty  | 798             | -2 334          | -2 940         | -17            |
| <b>Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</b> | <b>-48 187</b>  | <b>-14 191</b>  | <b>-12 306</b> | <b>-91</b>     |
| <b>Wpływy</b>   | <b>883</b>      | <b>21 106</b>   | <b>458</b>     | <b>2 116</b>   |
| Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne     | 230             | 2 182           | 397            | 1 458          |
| Z aktywów finansowych   | 653             | 7 250           | 36             | 658            |
| Inne wpływy inwestycyjne  | 0               | 11 674          | 25             | 0              |
| <b>Wydatki</b>  | <b>-49 070</b>  | <b>-35 297</b>  | <b>-12 764</b> | <b>-2 207</b>  |
| Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne            | -47 738         | -34 703         | -12 754        | -1 513         |
| Pozostałe   | -1 332          | -594            | -10            | -694           |
| <b>Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej</b>    | <b>38 027</b>   | <b>92 415</b>   | <b>14 749</b>  | <b>4 213</b>   |
| <b>Wpływy</b>   | <b>158 078</b>  | <b>192 576</b>  | <b>31 737</b>  | <b>54 293</b>  |
| Zaciągnięcie kredytów i pożyczek                                  | 88 548          | 107 076         | 21 237         | 54 293         |
| Zaciągnięcie zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego        | 0               | 0               | 0              | 0              |
| Emisja dłużnych papierów wartościowych                            | 69 530          | 85 500          | 10 500         | 0              |
| <b>Wydatki</b>  | <b>-120 051</b> | <b>-100 161</b> | <b>-16 988</b> | <b>-50 080</b> |
| Dywidendy / Nabycia akcji własnych                                | 0               | -8 117          | 0              | -8 117         |
| Spląty kredytów i pożyczek  | -76 632         | -34 043         | -249           | -17 747        |
| Wykup dłużnych papierów wartościowych                             | -29 900         | -42 790         | -13 260        | -20 000        |
| Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego           | -1 723          | -1 842          | -460           | -464           |
| Odsetki   | -10 498         | -13 369         | -3 019         | -3 752         |
| Inne wydatki finansowe  | -1 298          | 0               | 0              | 0              |
| <b>Przepływy pieniężne netto, razem</b>                           | <b>23 837</b>   | <b>42 228</b>   | <b>10 880</b>  | <b>52 612</b>  |

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 17.11.2017 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 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 zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoby przygotowujące raport i osoba blisko z nimi związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2015 r. o obrocie instrumentami finansowymi (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 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 powiązonym 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)**