

## Vantage Development

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Vantage Development (Spółka, Emitent, Vantage, VTG) po wynikach finansowych za 2Q19 i danych odnośnie sprzedaży oraz przekazania za 3Q19.

- W 1H19 Spółka rozpoznała przychody z przekazania 130 mieszkań w kwocie 59,8 mln zł osiągając zysk brutto na sprzedaży 15,2 mln zł przy marży 23,7%. Dodatkowo w 3Q19, po dacie bilansowej, Spółka przekazała 135 mieszkań, a jej celem na cały 2019 r. jest 800 przekazania. Z kolei sprzedaż w 1H19 wyniosła 403 mieszkania, a planem na 2019 r. jest sprzedaż ok. 900 lokali.
- Na koniec 2Q19 oferta Spółki zawierała 869 lokali, a ponad 3500 lokali znajdowało się w banku ziemi. Oznacza to, że pełny potencjał sprzedażowy Emitenta kształtuje się na poziomie ok. 4400 lokali. Po dacie bilansowej Spółka wprowadziła do oferty jeszcze 249 mieszkań i sprzedała 202 lokale.
- W ramach rozpoczętej współpracy z Rank Progress (RNK) przy realizacji projektu Port Popowice Spółka istotnie zwiększyła swój bank ziemi. Projekt zakłada realizację ok. 2500 mieszkań, oraz 14 tys. m<sup>2</sup> powierzchni komercyjnej w perspektywie do 2028 r.
- Gdyby Spółka wybudowała lokale w ramach obecnie realizowanych i planowanych projektów (których harmonogramy zakończenia budowy są znane i wypadają przed terminem spłaty ostatniej serii obligacji w październiku 2022 r.) oraz sprzedała ok. 73% tych lokali, to powinna być w stanie spłacić wszystkie zobowiązania przypisane do segmentu deweloperskiego oraz opłacić koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w okresie 3 lat, a także wypłacić dostępny limit dywideny. Obliczenia nie uwzględniają podatków.
- Po terminie spłaty ostatnich obligacji Spółki w 2022 r. zapadają kredyty o wartości 107 mln zł, które w całości są przypisane do działalności komercyjnej. Zatem w perspektywie 3 lat zapadają zobowiązania finansowe na kwotę 81 mln zł, a stan gotówki na koniec 2Q19 wynosił 94,3 mln zł.
- Potencjał do generowania gotówki z działalności komercyjnej upatrujemy w ewentualnej sprzedaży aktywów. Wartość bilansowa nieruchomości pracujących wynosi 237,4 mln zł, a przypisane do segmentu zobowiązania 149,4 mln zł. Dodatkowo, do tej działalności przypisane jest 9,8 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 88,4 mln zł (wolne od długu). Średni wskaźnik LTV dla projektów komercyjnych wyniósł 55%.
- Skonsolidowany poziom długu netto Spółki wynosi 267,4 mln zł a wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wynosi 63% (vs. 59% na koniec 4Q18)

## PROFIL SPÓŁKI:

Deweloper  
mieszaniowo-  
komercyjny  
prowadzący działalność  
głównie we Wrocławiu

## Outstanding obligacji:

Seria	mln zł	YTM
VTG0520	65	6,11%
VTG0521	70	5,82%
VTG0721	10	5,77%
VTG1022	45,4	6,05%
Suma	170,4	

## Strategia Spółki

W styczniu 2019 r. Spółka ogłosiła przegląd opcji strategicznych. Zgodnie z komunikatem: *Zarząd Spółki będzie rozważał różne opcje strategiczne, w tym, ale nie wyłącznie rozważy poszukiwanie nowego inwestora strategicznego lub inwestorów strategicznych, pozyskanie partnera strategicznego, dokonanie strategicznych zmian w strukturze własnościowej lub aktywów Emitenta czy zawarcia umowy joint venture z innym podmiotem. Zarząd Emitenta analizować będzie i rozważy również inne opcje strategiczne, które pojawić się mogą w toku realizacji procesu.*

Do tej pory jednak przegląd opcji strategicznych nie doprowadził do zmiany strategii Spółki i aktualne są plany założone przez Spółkę jeszcze przed rozpoczęciem przeglądu.

### Plany Spółki na 2019 r.:

- wprowadzenie do oferty ok. 1 000 lokali,
- sprzedaż lokali mieszkaniowych na poziomie około 900 lokali rocznie,
- przekazanie ok. 800 lokali,
- Rozbudowę banku ziemi o grunty pozwalające na realizację 800-900 lokali
- utrzymanie jednej z czołowych pozycji na rynku wrocławskim,
- zwiększenie poziomu komercjalizacji projektów biurowych i handlowych, poprzez zawarcie nowych umów najmu, powierzchni biurowych we Wrocławiu na poziomie ponad 5 tys. m<sup>2</sup>,
- zmniejszenie zaangażowania aktywów w projekty komercyjne,
- optymalizowanie kosztów struktur, projektowania i budowy.

Z kolei w sprawozdaniu zarządu za pierwsze półrocze 2019 r., Spółka zakomunikowała, iż w II półroczu 2019 roku planuje:

- Wprowadzić ponad 300 lokali do oferty,
- Przekazać ponad 600 lokali.

## Projekty mieszkaniowe

W 2019 r. Emitent wprowadził do oferty 4 etapy projektów na łącznie 650 lokali. Wśród nich znajdują się Popowice I B (144 lokale), Popowice IC (136) i Legnicka 33 (249 – po dacie bilansowej w lipcu 2019 r.) oraz Buforowa I (121). Wszystkie wprowadzone do oferty etapy są nowymi inwestycjami Spółki, a nie kontynuacjami prowadzonych wcześniej już wieloetapowych inwestycji.

Na koniec 2018 r. Spółka zapowiadała, że w 2019 r. planuje wprowadzić do oferty ok. 1 000 lokali, ale wydaje się, że cel nie będzie osiągnięty i liczba ta wyniesie niecałe 900 lokali: co obejmuje rozpoczęte już etapy 1A, 1B, 1C Portu Popowice, Buforową I oraz projekt Legnicka 33, a także Buforową II (145) i Dorzecze Legnickiej IV (45), które mają wejść do oferty w 4Q19. Rozpoczęcie budowy Popowic IIA (157), pierwotnie również planowane na 4Q19, prawdopodobnie przesunie się na 1Q20.

Na koniec 2Q19 w ofercie Spółki znajdowało się 869 lokali, z czego 353 w trzech etapach Portu Popowice, 247 w trzech ostatnich etapach Promenad Wrocławskich i 126 w dwóch pozostałych etapach Dorzecza Legnickiej. W lipcu br. wprowadzono do oferty jeszcze 249 lokali w projekcie Legnicka 33, co przy sprzedaży na poziomie 202 lokali implikuje ofertę 906 lokali na koniec 3Q19.

Spółka w 2019 r. uruchomiła projekty jedynie we Wrocławiu i tam też skupia poszukiwania nowych gruntów pod inwestycje wycofując się póki co z inwestycji w Warszawie.

Tabela: Projekty mieszkaniowe realizowane przez Spółkę (wg stanu na koniec 2Q19)

Projekt	Data	Liczba lokali w projekcie	Łącznie PUM (tys. m2)	Lokale	
	zakończenia budowy			nieprzekazane	Lokale niesprzedane
Promenady Wrocławskie VIII (A i B)	4Q19	187	9,4	139	48
Promenady Wrocławskie VIII C	2Q19	22	1,1	2	3
Promenady Wrocławskie IX	4Q19	133	6,5	107	26
Promenady Wrocławskie X	3Q20	236	11,5	66	170
Login City	2Q18	159	10,1	0	2
Dorzecze Legnickiej etap IA	4Q18	198	11,1	1	0
Dorzecze Legnickiej etap IB	2Q19	85	4,8	3	0
Dorzecze Legnickiej etap II	3Q19	142	7,0	128	14
<b>Oferta</b> Dorzecze Legnickiej etap III	4Q19	204	11,6	92	112
Nowy Gaj etap II	2Q18	163	8,6	0	1
Buforowa I	4Q20	121	6,3	16	105
Popowice I A	4Q19	164	9,4	52	112
Popowice I B	2Q20	144	8,9	4	140
Popowice I C	4Q20	136	8,2	35	101
Kameralna Klecina	4Q19	79	4,3	45	34
Vena Mokotów	3Q18	186	10,8	4	0
Dom Saski	4Q17	57	3,4	2	1
<b>Razem</b>		<b>2 416</b>	<b>133</b>	<b>696</b>	<b>869</b>
Dorzecze Legnickiej etap IV	4Q20	45	2,3	0	45
Buforowa II	1Q20	145	7,5	0	145
Buforowa III	2021	153	8,0	0	153
Popowice II A	2021	157	8,2	0	157
Popowice- pozostałe etapy	2028	1 900	100,3	0	1 900
Iwiny	4Q21	108	5,6	0	108
Legnicka 33*	4Q20	249	12,9	0	249
Międzyzleska	bd	780	39,0	0	780
<b>Razem</b>		<b>3 537</b>	<b>183,8</b>	<b>0</b>	<b>3 537</b>

W 3Q19 Spółka sprzedała 202 i przekazała 135 lokali

\* Projekt wprowadzony do oferty w 3Q19

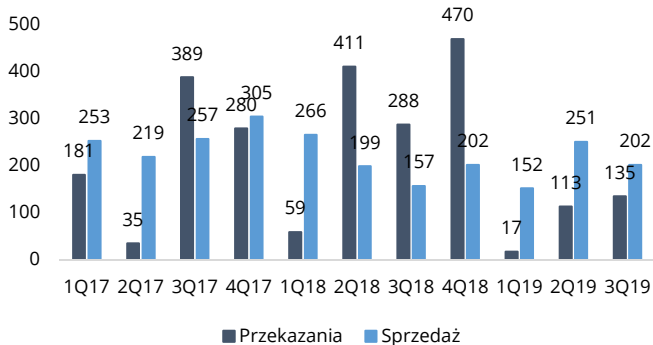
Źródło: Dane Spółki

## Sprzedaż i przekazania

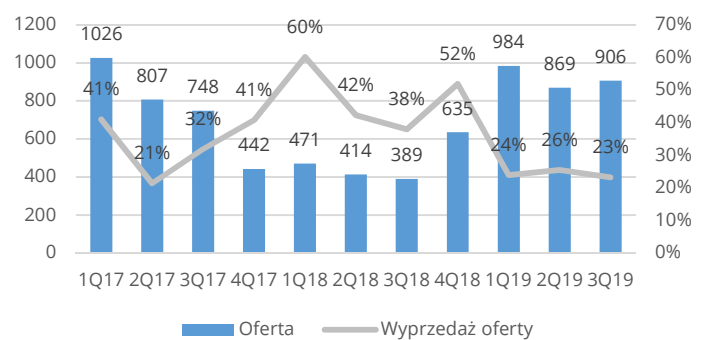
W 1H19 Spółka zanotowała sprzedaż na poziomie 403 mieszkań, co implikuje 13% spadek względem wyniku zrealizowanego w 1H18 (465 lokali). Najwięcej lokali, bo 145 zostało sprzedanych w projekcie Promenady Wrocławskie (etapy VIII, IX, X), oraz 101 w projekcie Dorzecze Legnickiej (etapy IA, IB, II i III). W nowym projekcie Port Popowice odnotowano sprzedaż na poziomie 87 lokali na 444 znajdujące się w ofercie w etapach IA, IB i IC. (w całej inwestycji, która ma być realizowana do 2027 r. ma powstać ok. 2500 lokali). Nowe projekty na ogół odnotowują na początku słabszą sprzedaż, ponieważ klienci mniej chętnie kupują „dziurę w ziemi” – spodziewamy się, że wraz z postępami budowy sprzedaż w projekcie Popowice będzie rosła.

W 1H19 Spółka przekazała 130 lokali (wobec 470 w 1H18; -72%). Najwięcej lokali przekazano w projekcie Dorzecze Legnickiej IB – 82 lokale. Większość przekazania na ten rok planowana jest na 4Q19, kiedy zakończy się budowa projektów Promenady VIII (A i B), Promenady IX, Dorzecze Legnickiej III, Port Popowice I A i Kameralna Klecina.

Wykres: Sprzedaż i przekazania lokali w latach 2017-2019\*



Wykres: Sprzedaż w relacji do oferty na początek okresu



\*uwzględniając informację o sprzedaży w 3Q19 z raportu bieżącego Spółki i wprowadzenie do oferty projektu Legnicka 33  
Źródło: Dane Spółki  
Źródło: Dane Spółki

Na koniec 2Q19 Spółka posiadała 696 lokali sprzedanych i nieprzekazanych, a 12 z nich znajdowało się w projektach ukończonych i kolejne 563 w projektach, których budowa ma się zakończyć w 2019 r. Wśród 869 lokali znajdujących się w ofercie na koniec 2Q19, 7 znajduje się w projektach ukończonych, 346 zostanie ukończonych w 2019 r.; a pozostałe 516 w 2020 r.

Po dacie bilansowej w 3Q19, Spółka sprzedała kolejne 202 mieszkania i przekazała 135, co implikuje, że przez 9M19 Spółka sprzedała już 605 mieszkań i przekazała 265, a oferta Spółki po wprowadzeniu do oferty 249 lokali w projekcie Legnicka 33 w lipcu br., wynosi 906 mieszkań na koniec 3Q19.

Na przestrzeni ostatnich dwóch lat (2017-2018) kwartalna sprzedaż Spółki kształtowała się na poziomie 40-50% oferty na początek kwartału, ale w 2019 r. spadła do ok. 25%, co oznacza, że Spółka potrzebuje mniej więcej roku na wyprzedaż swoje oferty, przy czym spadek procentowy nie wynika z mniejszych wolumenów sprzedaży, a ze zwiększenia oferty.

Celem sprzedażowym Spółki jest sprzedaż ok. 900 lokali w 2019 r. Zakładając wyprzedaż oferty z początku kwartału na poziomie 25%, Spółka powinna sprzedać jeszcze ok. 225 lokali w 4Q19, co oznaczałoby sprzedaż roczną na poziomie 830 lokali, czyli poniżej określonego celu. Nie wykluczamy jednak zwiększenia poziomów sprzedaży, jeśli poprawi się sprzedaż w projekcie Popowice wraz z postępem budowy, oraz ze względu na planowane wprowadzenie do oferty projektów Buforowa II i Dorzecze Legnickiej IV.

Pierwotnym planem Spółki na 2019 r. było przekazanie 800 lokali w 2019 r., a po przeglądzie opcji strategicznych 600 lokali w 2H19 (przy przekazaniach na poziomie 130 lokali w 1H19, czyli łącznie 730 lokali w 2019 r.). Według stanu na koniec 2Q19 Spółka miała 12 lokali sprzedanych i nieprzekazanych w projektach już ukończonych i dalszych 563 w projektach, które mają zostać ukończone do końca 2019 r. Gdyby w 2H19 Spółka przekazała wszystkie te mieszkania to w całym 2019 r. przekazałaby 705 mieszkań. Implikuje to, że Spółka w 2H19 musiałaby sprzedać ok. 95 mieszkań w projektach, w których przekazania mają się odbyć w 2019 r., aby

osiągnąć cel 800 przekazanych lokali. Uważamy, że jest to realne do spełnienia. Na koniec 2Q19, w projektach, których budowa się zakończyła lub ma się zakończyć w 2019 r., było jeszcze 349 lokali niesprzedanych z czego 7 w projektach już ukończonych.

### Port Popowice

Projekt Port Popowice realizowany jest przez spółkę Port Popowice sp. z o.o. Sp.k. w której Vantage posiada 65% udziałów. Pozostałe udziały należą do Rank Progress. Spółki podjęły współpracę przy realizacji projektu, który docelowo obejmować ma ok. 2 500 lokali mieszkalnych i usługowych oraz 14 tys. m<sup>2</sup> powierzchni komercyjnej na gruncie, który pierwotnie należał do Rank Progress. Grunt, który został wyceniony na 160 mln zł wniesiony został etapami do spółki celowej nad którą pełną kontrolę operacyjną posiada Vantage (spółka celowa jest konsolidowana metodą pełną w sprawozdaniu finansowym), a Rank Progress pełni rolę inwestora pasywnego. Póki co rozpoczęto realizację etapu 1A, 1B i 1C. Na początku 2020 r. planowane jest rozpoczęcie etapu 2A.

Vantage zaangażował w przedsięwzięcie ok. 105 mln zł i objął 65% udziałów. Zgodnie z informacją od Spółki całość gruntu została już wniesiona do Spółki, jak i Vantage w całości dokonał wpłaty kapitału do spółki celowej i nie planuje przeznaczać na projekt dalszych istotnych kwot.

### Rozbudowa banku ziemi

Zgodnie z deklaracjami z początku roku, w 2019 r. Spółka planuje kupić grunty pozwalające na uzupełnienie oferty o ok. 800-900 lokali, na co ma przeznaczyć 60-70 mln zł. Do dnia publikacji raportu Spółka dokupiła działki do realizowanych już projektów przy ulicy Buforowej za 7 mln zł, gdzie ma powstać ok. 150 lokali, oraz nabyła ostatnią część nieruchomości w Porcie Popowice za 40,9 mln zł. W przypadku nowych projektów Spółka zakupiła 50% udziałów w gruncie Międzyleska (Wrocław), gdzie ma powstać trzy-etapowy projekt na ok. 800 lokali. Spółka zapłaciła za 50% udziałów 23,5 mln zł i planuje sfinalizować zakup pozostałych 50% za ok. 26 mln zł. Dodatkowo Spółka zakupiła grunt przy ul. Stargardzkiej we Wrocławiu za 4 mln zł i do końca roku planuje sfinalizować zakup drugiej części gruntu za kolejne 6,5 mln zł. Łączna powierzchnia obu gruntów to 2,15 ha. Póki co nie są znane szczegóły odnośnie projektu, jaki miałyby tam powstać. Poza zakupami Spółka zabezpieczyła nabycie gruntu w Iwinach, gdzie podpisano umowę przedwstępną nabycia gruntu za 1,7 mln zł, gdzie ma powstać 108 lokali. Ponadto Spółka prowadzi rozmowy na różnym etapie zaawansowania na zakup gruntów, które mogłyby pozwolić na wybudowanie kolejnych ok. 500 lokali.

## Projekty komercyjne

W kwietniu 2019 r. Spółka dokonała sprzedaży projektu Delta 44 za kwotę 28,7 mln zł netto. Zadłużenie przypisane do projektu wyniosło 16,8 mln zł, co implikuje, że Spółka uwolniła na tej transakcji ok. 12 mln zł gotówki.

Łączna wartość portfela nieruchomości komercyjnych wynosi 236,2 mln zł, przy zadłużeniu segmentu na poziomie 130,8 mln zł, co implikuje LTV na poziomie 55%. Roczny potencjał przychodów segmentu deweloperskiego to ok. 20 mln zł.

Póki co Spółka nie planuje nowych projektów *stricto* komercyjnych – jedynie w ramach projektu Port Popowice powstaną powierzchnie biurowe o łącznym GLA 14 tys. m<sup>2</sup>. Dodatkowo Spółka posiada grunt na ul. Ślężnej, gdzie możliwa jest mała inwestycja biurowa na 9 tys. m<sup>2</sup> GLA.

Tabela: Projekty komercyjne – dane operacyjne

Projekt	Powierzchnia (m <sup>2</sup> )	Poziom najmu na koniec 2Q19	Wartość księgowa na koniec 2Q19 (mln zł)	Roczny potencjał przychodów (mln. zł)*	Zadłużenie na koniec 2Q19 (mln zł)	LTV
Promenady Zita	22 329	86%	168,5	14,2	89,2	53%
Promenady Epsilon	7 132	98%	56,7	4,6	33,8	60%
Grona Park	3 703	96%	11,0	1,4	7,8	71%
<b>RAZEM</b>	<b>33 164</b>	<b>89,4%</b>	<b>236,2</b>	<b>20,3</b>	<b>130,8</b>	<b>55%</b>

Źródło: Dane Spółki

W 1H19 Spółka pozyskała najemców na ok. 2 tys. m<sup>2</sup> powierzchni komercyjnej wobec planu pozyskania najemców na 5 tys. m<sup>2</sup> powierzchni w 2019 r. Średni poziom komercjalizacji wyniósł 89,4% na koniec 2Q19. Plan Spółki zakłada komercjalizację na średnim

poziomie 98%, ale projektem, którego komercjalizacja opóźnia się są Promenady Zita (komercjalizacja 86%) – jest to największy projekt komercyjny spółki o GLA wynoszącym 22,3 tys. m<sup>2</sup>. Opóźnienia w komercjalizacji wynikają z dużej podaży nowej powierzchni biurowej we Wrocławiu, a lokalizacji Promenady Zita nie jest lokalizacją *premium*. Mimo niepełnej komercjalizacji projekty komercyjne są w stanie generować przychody pozwalające na spłatę zobowiązań zaciągniętych na ich realizację.

### *Analiza rachunku zysków i strat*

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

#### **Segment deweloperski**

W I półroczu 2019 roku przychody i wyniki segmentu deweloperskiego były niższe niż w analogicznym okresie 2018 roku w związku z mniejszą liczbą przekazanych lokali, co wynika z harmonogramu planów operacyjnych Grupy na 2019 rok. Kumulacja przekazanych lokali w 2019 roku planowana jest na IV kwartał. Działalność mieszkaniowa w 1H19 wygenerowała 64,3 mln zł przychodów (-111,6 mln zł względem 1H19; -63% r/r), co wynikało z przekazania 130 lokali (wobec 470 w 1H18).

Segment deweloperski w 1H19 wygenerował 15,2 mln zł zysku brutto ze sprzedaży (vs 38,9 mln zł w 1H18), przy 23,6% marży brutto (wyższej o 1,6 p.p. względem 1H18). Wzrost marży wynikał ze wzrostów cen mieszkań na rynku. Wg danych NBP wzrost cen transakcyjnych we Wrocławiu na rynku pierwotnym wyniósł 9% r/r wg stanu na 2Q19. Zwracamy uwagę, że górka wzrostów cen gruntów i robocizny miała miejsce w 2018 r., co oznacza, że jej efekty będą widoczne głównie w mieszkaniach przekazywanych w 2H19 i 2020 r.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu przypisane do segmentu deweloperskiego wyniosły łącznie 8,2 mln zł w (w porównaniu do 7,8 mln zł w 1H19), co przełożyło się na wynik EBIT 7,1 mln zł w 1H19. W analogicznym okresie ubiegłego EBIT wyniósł 15,1 mln zł.

Ponadto zwracamy uwagę, że Spółka kapitalizuje koszty odsetkowe dla finansowania związanego z projektami przez co z jednej strony wykazuje niższą marżę brutto na sprzedaży (koszty odsetkowe zawarte są w koszcie sprzedaży w momencie przekazania mieszkań), ale z drugiej strony wykazuje niższe koszty finansowe w rachunku zysków i strat.

Na koniec 2Q19 Spółka posiadała 691 lokali sprzedanych i nieprzekazanych o łącznej szacowanej przez nas wartości 265 mln zł. Po uwzględnieniu wpłaconych dotychczas zaliczek (146 mln zł), Spółka oczekuje wpływu rzędu ok. 120 mln zł; z czego w projektach już gotowych, liczba tych lokali wynosi 12. Planowany termin ukończenia wszystkich pozostałych sprzedanych i nieprzekazanych lokali planowany jest na 4Q19 i 2020 r.

#### **Segment komercyjny**

Przychody z działalności komercyjnej w 1H19 wyniosły 11,7 mln zł i były wyższe o 1,8 mln zł (18%) w ujęciu r/r. Zysk brutto ze sprzedaży w 1H19 wyniósł 8,1 mln zł i implikował marżę 70% - wyższą o 9 p.p. r/r. Wyniki te obejmują jednak jeszcze projekt Delta 44 sprzedany w 2Q19. Po sprzedaży tego projektu, pozostałe budynki przy obecnym poziomie najmu powinny generować ok. 18 mln zł przychodów rocznie i 20 mln zł docelowo przy pełnej komercjalizacji. Funds from operations (FFO) wypracowane w 1H19 wyniosło 4,7 mln zł wobec 1,4 mln zł w analogicznym okresie roku poprzedniego. Szacujemy, że po sprzedaży projektu Delta 44 segment komercyjny jest w stanie wypracować ok. 4 mln zł FFO rocznie, przy obecnym poziomie komercjalizacji.

## *Analiza bilansu*

### **Segment deweloperski**

Suma aktywów działalności deweloperskiej na koniec 2Q19 wyniosła 657,3 mln zł wobec 496,2 mln zł na koniec 4Q18. Najważniejszym składnikiem aktywów były zapasy, których wartość na koniec 2Q19 wyniosła 451,1 mln zł (+130,9 mln zł vs 4Q18). Wzrost wartości zapasów wynika przede wszystkim z poniesionych nakładów na budowę (+104,2 mln zł) oraz zakupu gruntu przy ul. Międzyzleskiej za 23,2 mln zł, przy stosunkowo niewielkiej ilości przekazanych mieszkań.

Istotnie wzrosły należności i pożyczki, z 20,8 mln zł na koniec 4Q18 do 102,4 mln zł na koniec 2Q19, jednak jest to praktycznie w całości (75 mln zł) związane z wniesieniem ostatniej części gruntu do spółki celowej przez Rank Progress oraz wpłatą kapitału na ten grunt ze strony Emitenta, która to operacja rozliczyła się finalnie w lipcu 2019 r., czyli po dacie bilansowej, ale należności z tego tytułu były już widoczne w sprawozdaniu półrocznym. W następnym okresie sprawozdawczym należności te już nie będą widoczne na bilansie.

W 1H19 istotnie spadło saldo gotówki segmentu deweloperskiego o 36,4 mln zł (-30%) do poziomu 84,5 mln zł, co jest w głównym stopniu związane ze wzrostem zapasów spowodowanym m.in. zakupem gruntu Międzyzleska, a także zapłatą ostatniej transzy za grunt w Popowicach oraz poniesionymi kosztami budowy, przy stosunkowo niewielkiej liczbie przekazania lokali.

Po stronie pasywów segmentu deweloperskiego najbardziej istotny udział stanowiły zobowiązania finansowe 230,9 mln zł (+34,9 mln zł względem 4Q18). Wzrost zadłużenia w 1H19 wynikał głównie z emisji obligacji serii T o wartości nominalnej 45,4 mln zł przy równoczesnym nabyciu w celu umorzenia 20 mln zł obligacji serii O (pierwotna wartość nominalna tej serii to 65 mln zł). Dodatkowo wzrosło saldo kredytów budowlanych o 9 mln zł i leasing finansowy o 0,9 mln zł.

Kapitały własne segmentu deweloperskiego w ciągu pierwszego półrocza wzrosły o 49,8 mln zł – przy czym 12 mln zł to wzrost odnoszący się do kapitałów własnych przypadających akcjonariuszom jednostki dominującej i wynika z osiągniętego wyniku netto w pierwszym półroczu, a pozostałe 38 mln zł to wzrost kapitałów przypadających udziałowcom niesprawnym kontroli, co dotyczy Rank Progress i wniesienie gruntu do projektu Port Popowice.

Relacja długu netto do kapitałów własnych segmentu deweloperskiego na koniec 2Q19 wyniosła 65%, tj. o 22 pkt. proc. więcej niż na koniec 4Q18. Istotny spadek wskaźnika wynika z jednej strony ze wzrostu długu brutto w związku z emisją obligacji, a z drugiej ze spadku salda gotówki, spowodowanego wzrostem zapasów, co zwiększyło dług netto.

### **Segment komercyjny**

Na koniec 2Q19 suma bilansowa segmentu komercyjnego wyniosła 344,9 mln zł i spadła o 21,7 mln zł (6%) względem 4Q18. Na przestrzeni ostatniego półrocza spadła wartość nieruchomości inwestycyjnych przypisanych o 23,9 mln zł do 237,4 mln zł, co wynika ze sprzedaży projektu Delta 44 za 28,7 mln zł.

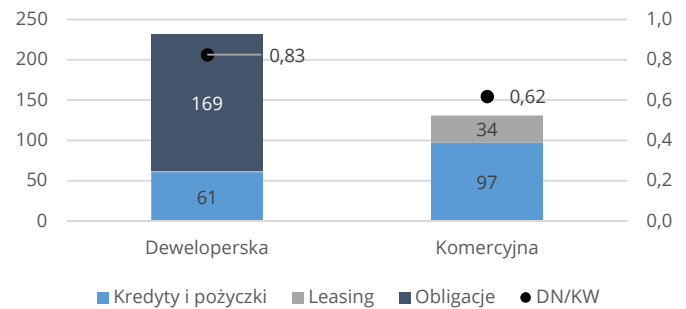
Spółka rozpoznaje nieruchomości inwestycyjne niepracujące (grunty), które mają wycenę księgową 88,4 mln zł (87,7 mln zł na koniec 4Q18) i są wolne od długu.

Zadłużenie finansowe brutto segmentu komercyjnego wyniosło 130,8 mln zł (-21,6 mln zł względem 4Q18) i przy stanie gotówki 9,8 mln zł implikowało dług netto na poziomie 121 mln zł (-24,3 mln zł względem 4Q18), czyli 62% kapitałów własnych (-13 p.p. względem 4Q18). Spadek zadłużenia wynika przede wszystkim ze spłaty zadłużenia przypisanego do projektu Delta 44 w kwocie 16,8 mln zł.

## Zadłużenie finansowe

Łączne zadłużenie finansowe brutto Spółki na koniec 3Q18 wynosiło 361,6 mln zł (o 13 mln zł więcej niż na koniec 2018 r. Sumarycznie, skonsolidowany dług netto Emitenta wyniósł 267,4 mln zł (+47 mln zł względem 4Q18), a relacja długu netto do kapitałów własnych wynosiła 0,63x. wobec kowenantu na obligacjach na poziomie 0,8x.

Wykres: Struktura zadłużenia wg stanu na koniec 2Q19

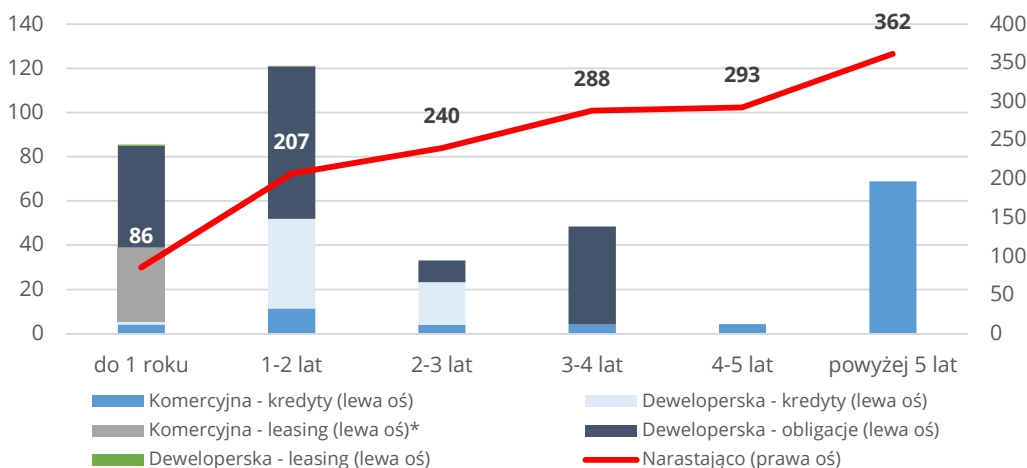


Źródło: Dane Spółki

Źródło: Dane Spółki

Zadłużenie z tytułu obligacji wyniosło łącznie 169,1 mln zł w czterech seriach, które zapadają w 2020 r. (seria O, 45 mln zł), 2021 r. (seria R, 69 mln zł i seria S, 10 mln zł) i 2022 r. (seria T, 45 mln zł). Przed zapadalnością obligacji zapadają kredyty budowlane w działalności deweloperskiej na łącznie 60,8 mln zł oraz kredyty w działalności komercyjnej na 23,8 mln zł. Według stanu na koniec 2Q19 jeszcze w tym roku miało zapadać finansowanie projektu Epsilon (33,8 mln zł leasingu finansowego), ale już wiadomo, że Spółka refinansowała to zadłużenie pozyskując kredyt na 9,1 mln EUR (ok. 39 mln zł) zapadający w 2025 r. Znaczna część spłat kredytów w działalności komercyjnej (86,5 mln zł) przypada na okres po zapadalności obligacji co uważamy za atrakcyjne dla obligatariuszy. Przed datami spłaty obligacji Spółce zapadają zobowiązania finansowe na łącznie 85,5 mln zł, wobec stanu gotówki 94,3 mln zł na koniec 2Q19.

Wykres: Harmonogram spłaty zadłużenia wg stanu na 30.06.2019 r. (mln zł)



\* Dotyczy finansowania projektu Epsilon, które zostało zrefinansowane w październiku 2019 r.

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström



## Notowane obligacje

Na dzień sporządzenia Raportu kredytowego Spółka miała wyemitowane 4 serie obligacji (wszystkie notowane na rynku Catalyst). W tabeli poniżej znajdują się podstawowe informacje dotyczące każdej z notowanych serii. Obliczenia były przeprowadzane na dzień 04 listopada 2019 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 31 października 2019 r. Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

Tabela: Notowane obligacje Vantage Development

	VTG0520 / O-O1	VTG0521 / R	VTG0721 / S	VTG1022 / T
Wartość emisji (mln zł)	65	70	10	45,4
Wartość nominalna (zł)	100	1000	1000	1000
Dzień wykupu	29.05.2020	30.05.2021	02.07.2021	25.10.2022
Stopa referencyjna	WIBOR3M	WIBOR6M	WIBOR3M	WIBOR6M
Marża	4,40%	4,00%	4,00%	4,70%
Oprocentowanie	6,11%	5,79%	5,71%	6,49%
Cena zamknięcia	100	99,95	99,9	101,18
Rentowność do wykupu (YTM) brutto	6,10%	5,82%	5,77%	6,05%
Zabezpieczenie	brak	brak	brak	brak
Prawo VTG do przedterminowego wykupu	tak	tak	tak	tak

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia własne DM Michael/Ström

Na obligacjach serii R (zapadających w maju 2021 r.) ustanowiony został kowenant ograniczający możliwości Spółki do dokonywania wypłat na rzecz właścicieli w jakiegokolwiek formie do 100 mln zł przed wykupem serii. Zapisy przewidują podwyższenie limitu w przypadku sprzedaży projektu komercyjnego – o połowę uzyskanej za niego ceny netto (cena sprzedaży pomniejszona o wartość kredytu obciążającego budynek). Po sprzedaży projektu Delta limit dywidendy wzrósł o 5,9 mln zł i Spółka może wypłacić jeszcze 9 mln zł dywidendy w ramach zapisanego ograniczenia. Dodatkowo warunki emisji serii T przewidują, że obligatariusze mogą żądać przedterminowego wykupu, jeśli Emitent wypłaci dywidendę przekraczającą 40 proc. skonsolidowanego zysku netto osiągniętego w latach 2018-2021. Dodatkowo obligatariusze mogą żądać przedterminowego wykupu jeśli:

- wskaźnik skonsolidowane kapitały własne/skorygowana suma skonsolidowanych pasywów emitenta spadnie poniżej 0,4x (zgromadzenie obligatariuszy na wniosek emitenta może ustalić niższy limit),
- wskaźnik zadłużenia finansowego netto przekroczy 0,8x (zgromadzenie obligatariuszy na wniosek emitenta może ustalić niższy limit).

## Potencjał do generowania gotówki

Projekt Port Popowice (łącznie ok. 2500 lokali) realizowany we współpracy z Rank Progress w znaczący sposób wpływa na zdolność generowania gotówki przez Spółkę. Uwzględnienie całości tego projektu w naszych kalkulacjach zwiększyłoby potencjał przekazania blisko dwukrotnie i w znacznym stopniu wartość oczekiwanych przepływów pieniężnych. Warto jednak pamiętać że projekt jest wieloetapowy a obecny plan zakłada realizację ostatniego z etapów w 2028 r. Obligacje wyemitowane przez Spółkę zapadają w okresie 3 lat, w związku z czym skupimy się na analizie przepływów w tym okresie, tak aby oszacować możliwość ich spłaty. Dlatego też przyjmujemy przepływy pieniężne z etapów 1A, 1B, 1C, 2A, które powinny zostać zrealizowane przed datą zapadalności obligacji serii T (październik 2022). W wariantach bazowym nie przyjmujemy przepływów z kolejnych etapów Portu Popowice, aczkolwiek można zakładać uruchomienie kolejnych etapów jeszcze w tym okresie.

W analizie wrażliwości uwzględniamy nakłady na zakup gruntu przy ulicy Stargardzkiej, który obecnie jest objęty umową przedwstępną, ale póki co nie uwzględniamy środków z jego sprzedaży, ponieważ nie ma jeszcze harmonogramu inwestycji i nie znamy szczegółów odnośnie projektu.

Poniżej przedstawiamy analizę przepływów pieniężnych w dwóch wariantach. pierwszy z nich (bazowy) uwzględnia jedynie etapy IA, IB, IC i 2A projektu Portu Popowice i nie uwzględnia projektu Międzyleska, ponieważ nie znamy harmonogramu inwestycji i nie wiemy, czy rozpoczną się w nim przekazania przed październikiem 2022 r. (uwzględniamy z kolei płatność drugiej transzy za ten grunt w wysokości 26 mln zł)

Drugi wariant uwzględnia całość banku ziemi wraz z Portem Popowice oraz projektem Międzyleska.

Przypominamy, że spółka celowa realizująca Port Popowice jest konsolidowana w sprawozdaniu metodą pełną, więc wszystkie środki pieniężne przez nią wygenerowane będą widoczne w skonsolidowanym sprawozdaniu Spółki (pomimo udziału na poziomie 65%), ale widzimy możliwość, że nie będą to środki, którymi Spółka będzie mogła swobodnie dysponować. Dlatego też w naszej analizie w obu wariantach przyjmujemy przepływy z Portu Popowice proporcjonalnie do udziału Spółki (65%).

Tabela poniżej przedstawia wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto na: (i) ceny realizowane przez spółkę w przyszłości (vs nasze założenia) na lokalach, które na koniec 2Q19 nie były sprzedane, oraz (ii) liczbę sprzedanych w przyszłości lokali (względem całego potencjału, czyli oferta lokali + liczba lokali do wybudowania na gruntach znajdujących się w zapasach = ok. 1 700 lokali, lub ok 4 400 przy uwzględnieniu kolejnych etapów Portu Popowice i gruntu Międzyleska). Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec roku zostaną w 100% przekazane klientom po zakładanych cenach

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%	243	272	302	331	360
	95%	217	245	272	300	328
	90%	191	217	243	270	296
	85%	165	189	214	239	264
	80%	139	162	185	208	232
	75%	112	134	156	178	200
	70%	86	106	127	147	168
	65%	60	79	98	117	136
	60%	34	51	69	86	104
	55%	7	23	40	56	72
	50%	243	272	302	331	360

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

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%	386	456	525	595	664
	95%	324	390	456	522	588
	90%	261	324	386	449	511
	85%	199	258	317	376	435
	80%	137	192	248	303	359
	75%	74	126	178	230	282
	70%	12	60	109	157	206
	65%	-51	-6	39	85	130
	60%	-113	-72	-30	12	53
	55%	-176	-138	-99	-61	-23
	50%	386	456	525	595	664

Źródło: Dane Spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Według naszych szacunków Spółka jest w stanie wygenerować 302 mln zł z projektów obecnie realizowanych i znajdujących się w banku ziemi w perspektywie do 2022 r, a uwzględniając wszystkie etapy Portu Popowice szacujemy, że Spółka jest w stanie wygenerować 525 mln zł w perspektywie do 2028 r.

Pełny potencjał przekazań (mieszkania sprzedane i nieprzekazane + oferta + bank ziemi) wynosi ok. 5 100 lokali (z uwzględnieniem pozostałych etapów Portu Popowice).

Zadłużenie z tytułu obligacji, w całości przypisane do działalności deweloperskiej, na koniec 2Q19 wynosiło **169 mln zł**, a zadłużenie kredytowe (zapadające przed termin wykupu ostatniej serii obligacji) **85 mln zł**.

Segment deweloperski generuje ok. 15 mln zł kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu rocznie, co w perspektywie 3 lat daje ok. **45 mln zł**. Zakładamy, że Spółka wypłaci cały dostępny limit dywidendy, czyli 9 mln zł.

Łączne odpływy (koszty + spłata zadłużenia + dywidenda) w okresie do wykupu ostatniej serii obligacji wynoszą szacunkowo ok. **142 mln zł**.

Aby zrealizować przepływy w tej wysokości Spółka, przy naszych założeniach w scenariuszu bazowym, musiałaby przekazać wszystkie lokale sprzedane i nieprzekazane (696) oraz sprzedać **73%** wszystkich pozostałych lokali w realizowanych projektach (czyli ok. 1225).

Nasze szacunki zakładają, że Spółka wybudowałaby wszystkie mieszkania jakie były w jej potencjale sprzedażowym na koniec 2Q19 (1 726 lokali). Oznacza to, że przy sprzedaży ok. 1 225 lokali i pokryciu ww. wydatków, Spółce pozostałoby ok. 500 gotowych do sprzedaży lokali, które byłyby wolne od długu, oraz bank ziemi pozwalający na realizację kolejnych blisko 2 700 lokali (kolejne etapy portu Popowice + projekt Międzyzyleska).

Z kolei działalność komercyjna najwięcej gotówki mogłaby wygenerować dzięki sprzedaży aktywów. Wartość księgowa nieruchomości pracujących na koniec 2Q19 wynosiła 237 mln zł, podczas gdy suma wszystkich zobowiązań tego segmentu wynosiła 149 mln zł.

Trzeba także pamiętać, że do działalności komercyjnej przypisane jest 10 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 88 mln zł.

Jeśli chodzi o bieżącą działalność tego segmentu, można oczekiwać 12-15 mln zł wygenerowanego FFO w perspektywie 3 lat, dlatego z punktu widzenia obligatariuszy nie jest to istotne źródło generacji gotówki.

## Bilans

	2017	2018	2Q19	zmiana	zmiana %
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>360 320</b>	<b>387 933</b>	<b>347 781</b>	<b>-40 152</b>	<b>-10%</b>
Nieruchomości inwestycyjne pracujące	249 594	261 305	237 424	-23 881	-9%
Nieruchomości inwestycyjne niepracujące	76 816	94 236	94 545	309	0%
Akcje i udziały w jednostkach wycenianych metodą praw własności - Centauris	14 448	15 259	114	-15 145	-99%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	12 198	9 130	7 891	-1 239	-14%
Pozostałe	7 264	8 003	7 807	-196	-2%
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>560 551</b>	<b>474 808</b>	<b>654 356</b>	<b>179 548</b>	<b>38%</b>
Zapasy	377 059	320 207	451 081	130 874	41%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	132 124	127 986	94 267	-33 719	-26%
Należności krótkoterminowe	49 219	24 668	105 855	81 187	329%
Pozostałe	2 149	1 947	3 153	1 206	62%
<b>Aktywa razem</b>	<b>920 871</b>	<b>862 741</b>	<b>1 002 137</b>	<b>139 396</b>	<b>16%</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>383 436</b>	<b>370 798</b>	<b>421 186</b>	<b>50 388</b>	<b>14%</b>
Kapitał własny przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej:	<b>358 432</b>	<b>351 852</b>	<b>364 311</b>	<b>12 459</b>	<b>4%</b>
Kapitał podstawowy	37 353	32 433	32 433	0	0%
Akcje własne		-2 324	-2 324	0	0%
Zyski zatrzymane	298 208	242 856	322 024	79 168	33%
Inne skumulowane całkowite dochody	-87	0	0	0	
Wynik finansowy za rok obrotowy	22 958	78 887	12 178	-66 709	-85%
Kapitały przypadające udziałowcom niesprawującym kontroli	18 946	18 946	56 875	37 929	200%
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>328 922</b>	<b>310 064</b>	<b>306 730</b>	<b>-3 334</b>	<b>-1%</b>
Obligacje długoterminowe	132 518	143 088	123 124	-19 964	-14%
Długoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	147 101	135 270	152 602	17 332	13%
Zobowiązania długoterminowe z tytułu leasingu finansowego	34 180	0	646	646	
Zobowiązania długoterminowe z tytułu opłat za prawa wieczystego użytkowania gruntu	0	7 369	8 923	1 554	21%
Pozostałe	15 123	24 337	21 435	-2 902	-12%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>208 513</b>	<b>181 879</b>	<b>274 121</b>	<b>92 242</b>	<b>51%</b>
Obligacje krótkoterminowe	683	825	45 967	45 142	5472%
Krótkoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	42 340	33 963	5 221	-28 742	-85%
Zobowiązania krótkoterminowe z tytułu leasingu finansowego	1 885	35 170	34 079	-1 091	-3%
Przedpłaty na zakup lokali	102 247	58 852	111 107	52 255	89%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	57 119	46 505	73 036	26 531	57%
Rezerwy krótkoterminowe	4 239	5 628	3 179	-2 449	-44%
<b>Pasywa razem</b>	<b>920 871</b>	<b>862 741</b>	<b>1 002 037</b>	<b>139 296</b>	<b>16%</b>
				0	
<b>Dług brutto</b>	<b>358 707</b>	<b>348 316</b>	<b>361 639</b>	<b>13 323</b>	<b>4%</b>
<b>Dług netto</b>	<b>226 583</b>	<b>220 330</b>	<b>267 372</b>	<b>47 042</b>	<b>21%</b>
<b>Dług netto / Kapitały własne</b>	<b>59%</b>	<b>59%</b>	<b>63%</b>	<b>4 p.p.</b>	

## Rachunek zysków i strat

	2017	2018	1H18	1H19	zmiana	zmiana%
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>292 477</b>	<b>489 516</b>	<b>185 762</b>	<b>75 944</b>	<b>-109 818</b>	<b>-59%</b>
Przychody z nieruchomości	16 900	20 930	9 588	11 229	1 641	17%
Przychody ze sprzedaży lokali	269 661	462 288	173 665	59 871	-113 794	-66%
Pozostałe przychody	5 916	6 298	2 509	4 844	2 335	93%
<b>Koszt własny sprzedaży</b>	<b>-232 736</b>	<b>-367 813</b>	<b>-140 869</b>	<b>-52 591</b>	<b>88 278</b>	<b>-63%</b>
Koszty utrzymania nieruchomości	-6 227	-5 510	-2 779	-3 252	-473	17%
Koszty wytworzenia sprzedanych lokali	-219 502	-352 213	-133 968	-43 583	90 385	-67%
Pozostałe koszty	-7 007	-10 090	-4 122	-5 756	-1 634	40%
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>59 741</b>	<b>121 703</b>	<b>44 893</b>	<b>23 353</b>	<b>-21 540</b>	<b>-48%</b>
Koszty sprzedaży	-13 445	-12 547	-6 457	-6 052	405	-6%
Koszty ogólnego zarządu	-7 189	-7 523	-3 597	-4 103	-506	14%
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>39 107</b>	<b>101 633</b>	<b>34 839</b>	<b>13 198</b>	<b>-21 641</b>	<b>-62%</b>
Zysk (strata) z tytułu przeszacowania nieruchomości do wartości godziwej	-5 125	2 002	11 327	3 156	-8 171	-72%
Zysk (strata) ze sprzedaży po uwzględnieniu przeszacowania nieruchomości	33 982	103 635	46 166	16 354	-29 812	-65%
Zysk (strata) ze sprzedaży nieruchomości	2 007	11	-8	943	951	-11888%
Pozostałe przychody operacyjne	869	370	225	251	26	12%
Pozostałe koszty operacyjne	-3 785	-2 066	-169	-341	-172	102%
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>33 073</b>	<b>101 950</b>	<b>46 214</b>	<b>17 207</b>	<b>-29 007</b>	<b>-63%</b>
Przychody finansowe	536	744	309	163	-146	-47%
Koszty finansowe	-6 429	-6 427	-3 162	-3 308	-146	5%
Udział w zysku (stracie) jednostek wycenianych metodą praw własności	748	811	412	517	105	25%
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>27 928</b>	<b>97 078</b>	<b>43 773</b>	<b>14 579</b>	<b>-29 194</b>	<b>-67%</b>
Podatek dochodowy	-5 108	-18 407	-9 095	-2 824	6 271	-69%
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>22 820</b>	<b>78 671</b>	<b>34 678</b>	<b>11 755</b>	<b>-22 923</b>	<b>-66%</b>
- przypadający na akcjonariuszy podmiotu dominującego	78 887	22 958	34 956	12 178	-22 778	-65%
- przypadający na udziałowców niekontrolujących	-216	-138	-111	-423	-312	281%

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

**Data pierwszego udostępnienia raportu: 04.11.2019**

**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 925.691,49 PLN w całości opłacony, adres e-mail: [kontakt@michaelstrom.pl](mailto:kontakt@michaelstrom.pl).

Dom Maklerski posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności maklerskiej (decyzja z dn. 4 czerwca 2013 r.)

**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) oraz publikację handlową dla celów dyrektywy MiFID II 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 2018 r. poz.1025 ze 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.
- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoba przygotowująca raport i osoby, z którymi łączy ją więzy pokrewieństwa wskazane w art. 2 pkt 3a Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej

dyrektywy z dnia 25 kwietnia 2016 r. (Dz. Urz. UE. L 2017 nr 87, str. 1), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.

- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących 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 w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom nie pełnił funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych 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 powiązany a Emitentem.
- Autor 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.**  
[https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Regulamin\\_zarzadzania\\_konfliktami\\_interesow\\_wersja\\_zatwierdzona\\_22maja2019.docx.pdf](https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Regulamin_zarzadzania_konfliktami_interesow_wersja_zatwierdzona_22maja2019.docx.pdf)

**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**  
[https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Opis\\_istoty\\_instrumentow\\_f finansowych.pdf](https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Opis_istoty_instrumentow_f finansowych.pdf)