

Vantage Development S.A.

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową spółki Vantage Development S.A. pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji. Sytuacja finansowa na koniec marca 2016 r. skłania ku twierdzeniu, że spółka nie powinna mieć problemów ze spłatą obligacji.

- Spółkę charakteryzuje wyraźny podział na źródła finansowania projektów mieszkaniowych i komercyjnych - pracujących (niepracujące są wolne od długu). Na koniec 1. kwartału 2016 r. dług projektów mieszkaniowych z tytułu obligacji wyniósł 116 mln zł, a zadłużenie projektów komercyjnych z tytułu kredytów, pożyczek i leasingu stanowiło 150 mln zł.
- Bilansowa wartość projektów mieszkaniowych wyniosła 236 mln zł (+40 mln zł gotówki), a komercyjnych - pracujących 249 mln zł (+10 mln zł).
- Istotna część płatności kapitałowych zadłużenia komercyjnego przewidziana jest po wykupie wyemitowanych obligacji.
- Bieżąca działalność spółki powinna wygenerować przepływy gotówkowe wystarczające na spłatę wyemitowanych obligacji, pokrycie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu oraz wypłaty dywidend.
- W przypadku dalszego rozwoju działalności, spółka będzie sięgać po dodatkowe źródła finansowania (w szczególności po kredyty budowlane).
- Przy inwestycji w obligacje należy uwzględnić ryzyko przedterminowego wykupu na żądanie emitenta, ponieważ wszystkie serie mają wbudowaną tę opcję, a nie w każdej serii przewidziana jest premia za przedterminowy wykup.

PROFIL SPÓŁKI:

Deweloper mieszkaniowo-komercyjny, prowadzący obecnie działalność na 3 rynkach:

- Wrocław,
- Warszawa,
- Zielona Góra.

Od 2012 r. jest podmiotem notowanym na GPW w Warszawie.

Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
VTG0617	23,5	4,97%
G (0218)	10,0	n.d.
VTG0418	24,5	6,66%
VTG0518	10,0	6,03%
VTG0618	13,3	5,88%
VTG0919	10,0	6,40%
VTD0919	15,0	6,12%
VTT0919	10,0	6,53%
Suma	116,3	

Podstawowe skonsolidowane dane finansowe (w tys. zł):

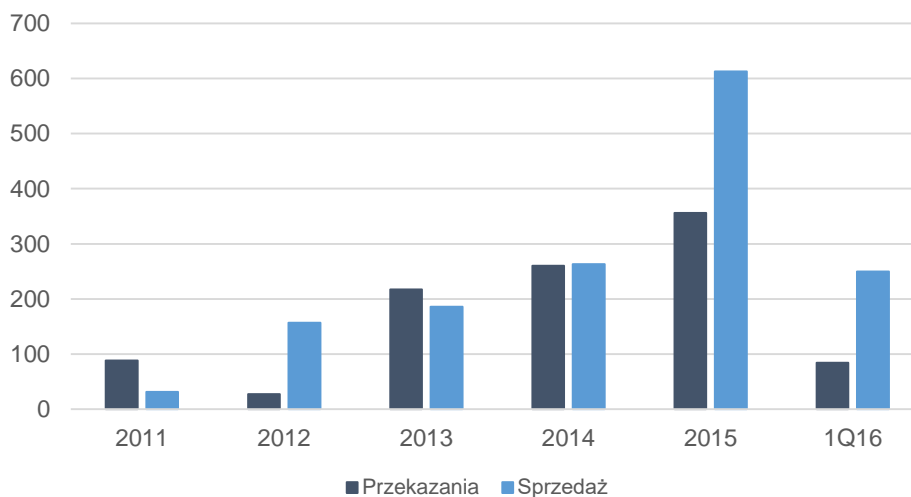
Bilans	31.03.2016	31.12.2015	Sprawozdanie z całkowitych dochodów	1Q16	2015
Aktywa trwałe	375 606	411 435	Przychody - dz. mieszkaniowa	18 831	79 850
- Nierucho. inwesty. pracujące	249 123	239 616	Przychody - dz. komercyjna	3 795	12 261
- Nierucho. inwesty. niepracujące	91 159	135 130	Koszty - dz. mieszkaniowa	-14 758	-63 702
Aktywa obrotowe	296 841	220 705	Koszty - dz. komercyjna	-1 241	-3 898
- Zapasy	219 349	149 048	Zysk brutto ze sprzedaży	5 697	24 867
- Środki pieniężne	49 748	59 008	Zysk ze sprzedaży	2 600	11 905
Aktywa razem	672 447	632 140	Zysk po przeszacowaniach	2 784	17 506
			Zysk z działalności operacyjnej	2 739	16 778
Kapitał własny	339 106	337 438	Zysk brutto	1 867	9 147
Zobowiązania długoterminowe	289 192	260 746	Zysk netto	1 664	11 997
- Finansowe - mieszkaniowe	111 447	104 708			
- Finansowe - komercyjne	146 347	130 914	Rachunek przepływów pieniężnych		
Zobowiązania krótkoterminowe	44 149	33 956	Przepływy z działalności operacyjnej	-24 122	33 997
- Finansowe - mieszkaniowe	4 177	678	Przepływy z działalności inwestycyjnej	-5 849	-48 187
- Finansowe - komercyjne	3 936	5 681	Przepływy z działalności finansowej	20 711	38 027
Pasywa razem	672 447	632 140	Zmiana stanu środków pieniężnych	-9 260	23 837

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

Opis spółki

Vantage Development S.A. jest deweloperem mieszkaniowo-komercyjnym, którego obligacje i akcje notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Dotychczas spółka wybudowała ponad 1,1 tys. lokali oraz ponad 32 tys. m² powierzchni komercyjnej. Spółka prowadzi większość projektów we Wrocławiu, rozwija się na rynku warszawskim i posiada inwestycję komercyjną w Zielonej Górze. Na koniec 1. kwartału 2016 r. spółka miała 455 lokali w ofercie, a liczba sprzedanych, ale jeszcze nieprzekazanych lokali wyniosła 534. Spółka posiadała bank ziemi na kolejnych ok. 1,8 tys. lokali. Powierzchnia oferowana w projektach komercyjnych wyniosła 42,6 tys. m² (z uwzględnieniem nieukończonych jeszcze etapów D+A w projekcie Promenady Zita i sprzedanego w 2. kwartale 2016 r. parku handlowego Galaktyka). Głównym celem spółki jest rozwój działalności mieszkaniowej.

Wykres: Historyczna sprzedaż i przekazania lokali



Źródło: Sprawozdania zarządu z działalności GK VTG, sprzedaż 1Q16 uwzględnia 138 lokali sprzedanych Funduszowi Mieszkań na Wynajem

Poniżej przedstawiam udział akcjonariuszy w kapitale zakładowym spółki na dzień 10.05.2016 r.

Akcjonariusz	Udział w kapitale
Grzegorz Dzik – pośrednio	50,07%
Józef Biegaj – pośrednio	20,76%
N-N OFE	9,09%
Dariusz Pawlukowicz, CFO	0,06%
Pozostali	20,02%

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

Projekty mieszkaniowe na koniec 1Q16

Bilansowa wartość projektów mieszkaniowych na 31 marca 2016 r. wyniosła 236 mln zł, z czego 219 mln zł stanowiły zapasy, a 16 mln zł przypadało na akcje i udziały w jednostkach wycenianych metodą praw własności (projekt Centauris). Po stronie zobowiązań finansowych do projektów mieszkaniowych były przypisane wyłącznie obligacje, bowiem pożyczki, kredyty i leasing finansowały jedynie projekty komercyjne. Zobowiązania z tytułu obligacji stanowiły 116 mln zł, zatem zadłużenie projektów mieszkaniowych wyniosło jedynie 49%. Dług ten był znacząco niższy od wartości gruntów przypisanych do projektów mieszkaniowych (wyłączając nawet udziały w Centaurisie), które stanowiły 161 mln zł.

1. Promenady Wrocławskie (Wrocław)

Największy projekt mieszkaniowy w historii spółki. Szacowana liczba lokali do zrealizowania w projekcie wynosi ponad 2,2 tys., a ich powierzchnia to ok. 110 tys. m² PUM. Wartość bilansowa projektu na koniec 1. kwartału 2016 r. wyniosła 117 mln zł.

Etap 1

Etap zakończony w 2013 r. Na 31 marca 2016 r. w ofercie spółki znajdował się 1 lokal z 256 wybudowanych, a 2 lokale nie były przekazane (1 lokal został przekazany w okresie kwiecień-maj 2016 r.).

Etap 2

Etap ukończony w 2014 r. W projekcie zostały wybudowane 224 lokale, z czego 219 było sprzedanych na koniec 1. kwartału 2016 r., a 213 przekazanych. Na koniec maja 2016 r. w ofercie znajdowały się 3 lokale, a 8 lokali było nieprzekazanych.

Etap 3

Ostatni z etapów zrealizowanych w tym projekcie, oddany do użytkowania w 2015 r. Na 31 marca 2016 r. w ofercie spółki było 6 lokali (z 210 wybudowanych), a na koniec maja 2016 r. jeden mniej. Analogicznie nieprzekazanych było 13 i 8 lokali.

Etap 4

Planowana data ukończenia etapu zaplanowana jest na 4. kwartał 2016 r. W projekcie znajduje się 331 lokali, z czego 125 było sprzedanych na koniec marca 2016 r., a 178 na koniec maja 2016 r. Lokale będą miały powierzchnię 15,6 tys. m² PUM. Średnia cena sprzedaży m² PUM szacowana jest na 5,7 tys. zł netto, co przekłada się na 89 mln zł wartości całego etapu. Docelowe nakłady na m² PUM (bez gruntu) zakładam na 3,5 tys. zł. Szacuję, że spółka poniesie jeszcze 41 mln zł tych kosztów (całość w 2016 r.), co może zostać sfinansowane kredytem. We wrześniu 2015 r. spółka realizująca ten etap projektu zawarła z Alior Bankiem umowę kredytu o wartości 62,5 mln zł. Zadłużenie z tego tytułu na koniec 1. kwartału 2016 r. wynosiło 0 zł, dlatego spółka może skorzystać z tej formy finansowania.

Etap 5

Prawdopodobny termin oddania etapu do użytkowania to okolice połowy 2017 r. W sprzedaży, która nie została jeszcze uruchomiona, znajduje się 195 lokali o powierzchni 9,5 tys. m² PUM. Przy cenie sprzedaży 5,8 tys. zł netto / m² PUM wartość etapu wynosi 55 mln zł. Szacuję, że do poniesienia zostały jeszcze 33 mln zł nakładów,

z czego zakładam, że 60% zostanie wydatkowanych w 2016 r., a 40% w 2017 r. Wydatki te mogą zostać sfinansowane długiem, aczkolwiek spółka nie zawarła jeszcze umowy kredytu.

Etap 6

Szacowana data ukończenia etapu to 2. połowa 2018 r. Zrealizowane mają zostać 284 lokale o powierzchni 14,2 tys. m² PUM. Przy zakładanej cenie sprzedaży 5,8 tys. zł / m² do spółki powinny trafić 82 mln zł. Szacuję, że spółka poniesie jeszcze 49 mln zł nakładów, po połowie w latach 2017-2018.

Etap 7 – Fundusz Mieszkań na Wynajem

Etap, który w całości zostanie sprzedany Funduszowi Mieszkań na Wynajem za cenę nie niższą niż 38,3 mln zł netto. Przekazanie 138 mieszkań powinno mieć miejsce w 4. kwartale 2017 r. Z uwagi na fakt, że mieszkania w momencie przekazania mają być już wykończone, szacuję docelowe nakłady na 4,3 tys. zł / m². Zakładam, że spółka poniesie jeszcze 27 mln zł tych kosztów (5 mln zł w 2016 r. oraz 21 mln zł w 2017 r.).

Etapy 8-10

W trzech ostatnich etapach projektu spółka powinna łącznie wybudować 573 lokali o powierzchni 28,6 tys. m² PUM. Przy średniej cenie sprzedaży 5,9 tys. zł netto / m² do spółki powinno spłynąć 169 mln zł, z czego 99 mln zł zostanie poniesione na nakłady (przy docelowych nakładach 3,5 tys. zł / m²). Zakładam, że etap VIII zostanie ukończony w 2019 r., IX w 2020 r., a X w 2021 r.

2. Patio House (Wrocław)

Projekt składający się z 61 lokali został ukończony w 2015 r. Na koniec 1. kwartału 2016 r. w ofercie znajdowało się 11 lokali, a na koniec maja – 2. Analogicznie, do przekazania pozostawało 31 i 18 lokali.

3. Dąbrowskiego – Fundusz Mieszkań na Wynajem (Wrocław)

Kolejna z inwestycji realizowanych na zlecenie Funduszu Mieszkań na Wynajem. Pod koniec 2016 r. oddane powinny zostać 133 wykończone mieszkania za cenę nie niższą niż 41,6 mln zł. Zakładam, że spółka poniesie jeszcze 16 mln zł nakładów w 2016 r.

4. Nowe Żerniki (Wrocław)

Etap składający się z 60 lokali o powierzchni 3,1 tys. m² PUM. Projekt powinien zostać oddany w 2017 r., a do spółki powinno razem trafić 16 mln zł. Szacuję, że spółka poniesie jeszcze 11 mln zł nakładów.

5. Nowy Gaj (Wrocław)

Etap 1

Pierwszy z etapów powinien zostać oddany do użytkowania w 2017 r. Spółka przekaże 131 mieszkań o powierzchni 7,4 tys. m² PUM. Zakładam średnią cenę sprzedaży na 6,0 tys. zł / m², co przekłada się na 44 mln zł wartości projektu. Szacuję, że spółka poniesie jeszcze 24 mln zł nakładów. Spółka ma już podpisany kredyt z Alior Bankiem na kwotę 67,6 mln zł na realizację dwóch etapów projektu. Na koniec marca 2016 r. w ofercie znajdowały się 123 mieszkania, a na koniec maja – 106.

Etap 2

Zakończenie drugiego z etapów planowane jest na 2018 r. Etap ten składa się ze 163 lokali o powierzchni 8,6 tys. m² PUM. Wartość projektu szacuję na 52 mln zł, a nakłady, które zostaną jeszcze poniesione na realizację projektu na 31 mln zł. Kredyt w Alior Banku powinien zatem wystarczyć na realizację obu etapów projektu.

6. Centauris (Wrocław)

Ostatni z projektów realizowanych we Wrocławiu, którego wartość wykazywana jest jako akcje i udziały w jednostkach wycenianych metodą praw własności z uwagi na 50% udział w tym projekcie.

Etap 3

Etap już zakończony, który w swojej ofercie na koniec marca 2016 r. miał 7 lokali, a liczba wszystkich lokali, które nie zostały jeszcze przekazane wyniosła 13.

Etap 4-5

2 ostatnie etapy Centaurisa. Łącznie oddanych zostanie 136 lokali, z czego tylko 32 zostały jeszcze w ofercie na koniec 1. kwartału 2016 r. Przekazania mieszkań planowane są na 3. kwartał 2016 r.

7. Living Point Mokotów (Warszawa)

Etap 1

Jeden z etapów realizowanych w Warszawie. Etap o powierzchni 8,0 tys. m² PUM będzie składał się ze 173 lokali. Jego oddanie planowane jest na 2. połowę 2017 r. Zakładając cenę sprzedaży 7,8 tys. zł netto / m² należy się spodziewać łącznych przepływów do spółki w kwocie 63 mln zł. Przy szacowanych docelowych nakładach 4,5 tys. zł / m² spółka zainwestuje jeszcze 34 mln zł. Inwestycje w projekt będą finansowane przez Bank Pekao z którym spółka podpisała umowę kredytu do 84,0 mln zł.

Etap 2

Ukończenie planowane jest na 1. połowę 2018 r. Projekt ma się składać ze 172 lokali o powierzchni 7,7 tys. m² PUM. Przy jednostkowych (z m² PUM) przychodach i kosztach takich samych jak w pierwszym etapie, wartość projektu można szacować na 60 mln zł, a nakłady na 34 mln zł (będą sfinansowane przez Bank Pekao).

8. Dom Saski (Warszawa)

Najmniejszy projekt warszawski, bowiem jego powierzchnia wynosi 3,4 tys. m² PUM i składa się z 57 lokali. Jego oddania spodziewam się na początku 2018 r. Średnią cenę sprzedaży zakładam na 8,0 tys. zł netto / m², a za docelowe nakłady przyjmuję 4,8 tys. zł / m². Wartość projektu powinna wynieść 27 mln zł, z czego 16 mln zł spółka zainwestuje w jego budowę.

9. Dolny Mokotów (Warszawa)

Projekt składający się z 200 lokali o powierzchni 10,5 tys. m² PUM. Jego oddanie planowane jest na początek 2018 r. Projekt może być wart aż 84 mln zł (przy cenie sprzedaży 8,0 tys. zł netto / m²). Szacowane nakłady na projekt wyniosą jeszcze 45 mln zł.

10. Podsumowanie

Tabela poniżej przedstawia prognozowane przepływy netto z projektów do końca 2019 r. W przypadku wartości z minusem, zakładam, że nakłady poniesione w okresie przewyższą przychody z projektu. Poniższa tabela nie uwzględnia finansowania nakładów przez pożyczki i kredyty.

Przepływy netto (mln zł)	2Q-4Q16P	2017P	2018P	2019P
Patio House	7 153	0	0	0
Promenady Wrocławskie Etap I	624	0	0	0
Promenady Wrocławskie Etap II	3 105	0	0	0
Promenady Wrocławskie Etap III	3 389	0	0	0
Promenady Wrocławskie Etap IV	-10 467	45 602	6 331	644
Promenady Wrocławskie Etap V	-16 967	20 776	14 156	4 247
Promenady Wrocławskie Etap VI	0	-20 809	26 359	22 995
Promenady Wrocławskie Etap VII	2 341	9 366	0	0
Promenady Wrocławskie Etap VIII	0	0	-13 546	18 831
Promenady Wrocławskie Etap IX	0	0	0	-13 546
Promenady Wrocławskie Etap X	0	0	0	0
Warszawa - Living Point Mokotów - etap I	-13 500	26 325	11 803	3 765
Warszawa - Living Point Mokotów - etap II	0	-23 648	33 930	12 614
Wrocław - Dąbrowskiego	5 053	0	0	0
Nowe Żerniki (WUWA2)	-7 562	7 736	3 642	1 041
Wrocław - Nowy Gaj I	-12 008	19 288	10 994	1 619
Wrocław - Nowy Gaj II	0	-13 848	18 758	13 802
Warszawa - Dom Saski	-2 777	-9 480	20 324	2 863
Warszawa - Dolny Mokotów	-9 019	-25 268	54 290	17 220
Centauris	19 848			
Razem	-30 787	36 040	187 041	86 094

Źródło: Szacunki własne Michael/Ström DM

Suma przepływów netto z powyższych projektów w okresie 2Q16-2019 wynosi 278 mln zł. Wartość ta znacząco przewyższa zobowiązania wynikające z wyemitowanych obligacji (116 mln zł), a należy pamiętać, że w powyższych prognozach uwzględnione zostały jedynie przepływy do 2019 r. Część etapów skończy się po tym okresie, a więc należy spodziewać się dodatniego salda przepływów netto z tych etapów po 2019 r.

Projekty mieszkaniowe po 1Q16

W 2. kwartale 2016 r. spółka poinformowała o podpisaniu umów nabycia dotyczących dwóch gruntów.

1. Grabiszyńska (Wrocław)

Na gruncie zakupionym przy ul. Grabiszyńskiej we Wrocławiu spółka może wybudować ok. 170 lokali o powierzchni ok. 9,2 tys. m² PUM. Cena gruntu wyniosła 11,5 mln zł, a kolejne 34 mln zł zostaną wydane na nakłady (przy 3,7 tys. zł / m²). Przy szacowanej cenie sprzedaży 6,4 tys. zł netto / m² spółka może pozyskać ze sprzedaży lokali 59 mln zł. Szacuję, że projekt zostanie ukończony na początku 2018 r.

2. Małopanewska (Wrocław)

Największy tegoroczny nabytek spółki. Na gruncie o powierzchni 3 ha spółka może wybudować ok. 620 lokali o powierzchni 33 tys. m² PUM. Cena nabycia to 34,3 mln zł. Zakładam, że spółka może podzielić projekt na 3 etapy, z czego budowa pierwszego może się rozpocząć w 1. połowie 2017 r., a zakończyć w 2. połowie 2018 r. Wartość wszystkich etapów może wynieść ok. 200 mln zł (6,0 tys. zł netto / m²), a nakłady ok. 114 mln zł (3,5 tys. zł netto / m²).

3. Podsumowanie

Tabela poniżej przedstawia prognozowane przepływy netto z projektów do końca 2019 r. W przypadku wartości z minusem, zakładam, że nakłady poniesione w okresie przewyższą przychody z projektu. Poniższa tabela nie uwzględnia finansowania nakładów przez pożyczki i kredyty. Przepływy w 2016 r. odpowiadają kwotom zakupu gruntów.

Przepływy netto (mln zł)	2Q-4Q16P	2017P	2018P	2019P
Wrocław - Grabiszyńska	-11 500	-23 607	37 566	9 698
Wrocław - Małopanewska I	-11 429	-17 441	23 370	18 939
Wrocław - Małopanewska II	-11 429	0	-17 441	23 370
Wrocław - Małopanewska III	-11 429	0	0	-17 441
Razem	-45 786	-41 048	43 494	34 566

Źródło: Szacunki własne Michael/Ström DM

Projekty komercyjne

Spółka na koniec marca 2016 r. posiadała 5 projektów komercyjnych o wartości 249 mln zł. Kwota zadłużenia projektów wyniosła 150 mln zł, a więc były one zadłużone na 60%, co jest poziomem akceptowalnym. Zadłużenie tych projektów charakteryzuje się bardzo długim terminem spłaty, co jest korzystne dla obligatariuszy. Spółka nie finansuje tych projektów z obligacji.

1. Promenady Zita (Wrocław)

Etap B

Wartość projektu wyniosła 41,2 mln zł, a jego zadłużenie to 24,7 mln zł (LTV = 60%). Etap ten oferuje 5,7 tys. m² powierzchni, z czego 5,0 tys. m² było wynajętych (87%). Zakładam stawki czynszu na poziomie 11,5 EUR / m² / miesiąc.

Etap C

Wartość projektu wyniosła 45,6 mln zł, a jego zadłużenie to 24,0 mln zł (LTV = 53%). Etap ten oferuje 6,3 tys. m² powierzchni, z czego 3,2 tys. m² było wynajętych (50%). Pozwolenie na użytkowanie otrzymano w 4. kwartale 2015 r., co tłumaczy niewysoki poziom komercjalizacji. Zakładam stawki czynszu na poziomie 11,5 EUR / m² / miesiąc.

Etap D+A

Dwa etapy w budowie, których ukończenie planowane jest na 3. kwartał 2016 r. Projekt będzie oferował 10,2 tys. m² powierzchni (obecnie 0% komercjalizacji). Jego wartość księgowa wyniosła 35,6 mln zł, a zadłużenie 11,7 mln zł (33%). Szacuję, że w 2016 r. spółka poniesie jeszcze 25 mln zł nakładów na co ma zapewnione finansowanie bankowe. Zakładam, że spółka w tym etapie będzie realizować stawki czynszów analogiczne do dwóch poprzednich etapów, tj. 11,5 EUR / m² / miesiąc.

2. Promenady Epsilon (Wrocław)

Wartość projektu wyniosła 53,7 mln zł, a jego zadłużenie to 39,9 mln zł (LTV = 74%). Etap ten oferuje 7,1 tys. m² powierzchni, która w całości była wynajęta. Zakładam stawki czynszu na poziomie 11,5 EUR / m² / miesiąc. Projekt ten jako jedyny jest finansowany w formie leasingu. W 2014 r. spółka podpisała umowę leasingu zwrotnego na okres 5 lat. Zakładam, że po upływie tego okresu, tj. w 2019 r. (po spłacie dotychczas wyemitowanych obligacji) spółka podpisze nową umowę leasingu bądź też zrefinansuje projekt kredytem.

3. Delta 44 (Wrocław)

Wartość projektu wyniosła 25,9 mln zł, a jego zadłużenie to 19,5 mln zł (LTV = 75%). Etap ten oferuje 4,2 tys. m² powierzchni, z czego 3,7 tys. m² było wynajętych (88%). Zakładam stawki czynszu na poziomie 49,5 zł / m² / miesiąc.

4. Grona Park (Zielona Góra)

Jedyny projekt w Zielonej Górze, który wyceniany był na 14,4 mln zł przy zadłużeniu 6,1 mln zł (LTV = 42%). Projekt ma powierzchnię 3,7 tys. m², z czego 2,6 tys. m² było skomercjalizowane (69%). Zakładam, że stawka najmu kształtuje się w okolicy 7,0 EUR / m² / miesiąc.

5. Galaktyka Park (Wrocław)

Projekt, który został sprzedany w kwietniu 2016 r. Wartość bilansowa projektu na koniec 1. kwartału 2016 r. wyniosła 32,8 mln zł, a zadłużenie 20,4 mln zł. Zakładam, że z tytułu sprzedaży spółka uwolni 12,4 mln zł.

6. Podsumowanie

Tabela poniżej przedstawia prognozowany zysk brutto ze sprzedaży (z wynajmu lokali skorygowany o poniesione nakłady w przypadku Promenad Zita D+A) z projektów do końca 2019 r. W przypadku wartości z minusem, zakładam, że nakłady poniesione w okresie przewyższą zysk brutto ze sprzedaży z projektu. Poniższa tabela nie uwzględnia finansowania nakładów przez pożyczki i kredyty.

Przepływy netto (mln zł)	2Q-4Q16P	2017P	2018P	2019P
Promenady ZITA - etap B	1 617	2 196	2 244	2 292
Promenady ZITA - etap C	1 399	1 934	2 230	2 525
Promenady ZITA - etap D+A	-25 244	2 160	3 456	4 104
Promenady Epsilon	2 136	3 021	3 021	3 021
Delta 44	1 065	1 569	1 603	1 637
Grona Park	589	719	748	777
Razem	-18 438	11 600	13 302	14 357

Źródło: Szacunki własne Michael/Ström DM

Nieruchomości inwestycyjne niepracujące

Oprócz wspomnianych projektów spółka posiada grunty inwestycyjne na których obecnie nie są realizowane żadne projekty i konserwatywnie zakładam, że w okresie prognozy nic się w tym zakresie nie zmieni. Tabela poniżej przedstawia powierzchnię oraz wartość księgową (na koniec marca 2016 r.) gruntów. Na uwagę zasługuje fakt, że nieruchomości te w całości są wolne od długu, a część z nich (w projektach Promenady Wrocławskie oraz Słoneczne Sady) stanowi zabezpieczenie obligacji.

Nieruchomość	m ²	mln zł
Promenady Wrocławskie (Wrocław)	49 494	62 801
Nieruchomość (Serock)	20 684	1 480
Gamma Office (Wrocław)	4 731	9 860
Słoneczne Sady (Sadków)	97 683	10 829
Działka inwestycyjna z budynkiem (Wrocław)	5 130	5 865
Pozostałe		324
Razem	177 722	91 159

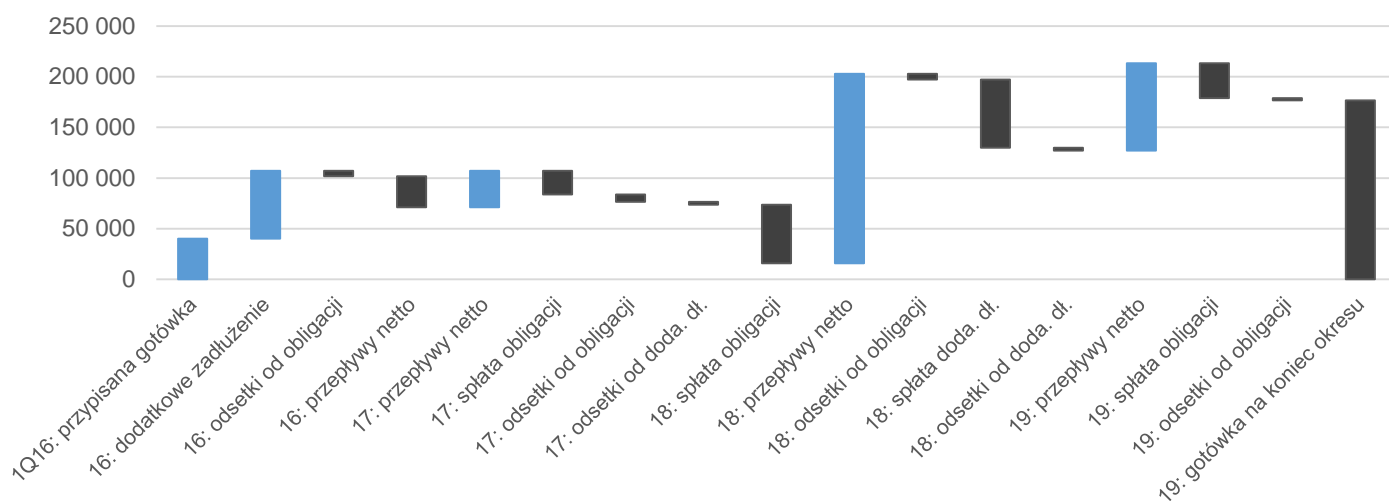
Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Vantage Development oraz Prezentacja dla inwestorów za 1Q 2016 r.

Przepływy gotówkowe

1. Działalność mieszkaniowa

Na poniższym wykresie dokonana została analiza tylko i wyłącznie projektów oraz zadłużenia, które były w spółce na koniec 1. kwartału 2016 r. i dotyczą wyłącznie działalności mieszkaniowej.

Wykres: Prognoza przepływów pieniężnych w okresie 2Q16-2019 r. (tys. zł)



Źródło: Szacunki własne Michael/Ström DM

Przyjmując, że na początku 2. kwartału 2016 r. do działalności mieszkaniowej było przypisanych 40 mln zł gotówki, zakładam zaciągnięcie dodatkowego finansowania w 2Q-4Q16 na pokrycie 50% tegorocznych nakładów inwestycyjnych. Spłatę tego długu zakładam w 2018 r. Przepływy netto wygenerowane na przestrzeni lat 2Q16-2019 powinny w zupełności wystarczyć na spłatę wszystkich obligacji wyemitowanych przez spółkę i dodatkowego zadłużenia. Z powyższej symulacji wynika, że na koniec 2019 r. do projektów mieszkaniowych będzie przypisanych 177 mln zł gotówki i 0 zł zadłużenia, co pozwala sądzić, że spółka bez problemów powinna spłacić wszystkie wyemitowane obligacje.

Szacunki przepływów pieniężnych były oparte na założeniach dotyczących sprzedaży i przekazania lokali zawartych w tabeli poniżej.

	2Q-4Q16P	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż	328	570	622	326
Przekazania	286	718	778	384

Źródło: Szacunki własne Michael/Ström DM

Zwracam uwagę, że powyższe szacunki nie dotyczą gruntów i projektów z nimi związanymi, które spółka nabyła lub nabędzie po 31 marca 2016 r. Z racji tego, że spółka zamierza rozwijać działalność mieszkaniową należy się spodziewać wydatków na przyszłe projekty. W 2. kwartale 2016 r. spółka nabyła nieruchomości położone we Wrocławiu za łączną kwotę 46 mln zł. Z wypowiedzi zarządu można się spodziewać, że w tym roku spółka może przeznaczyć jeszcze do 30 mln zł na zakupy gruntów. Zakładając czysto hipotetycznie, że spółka

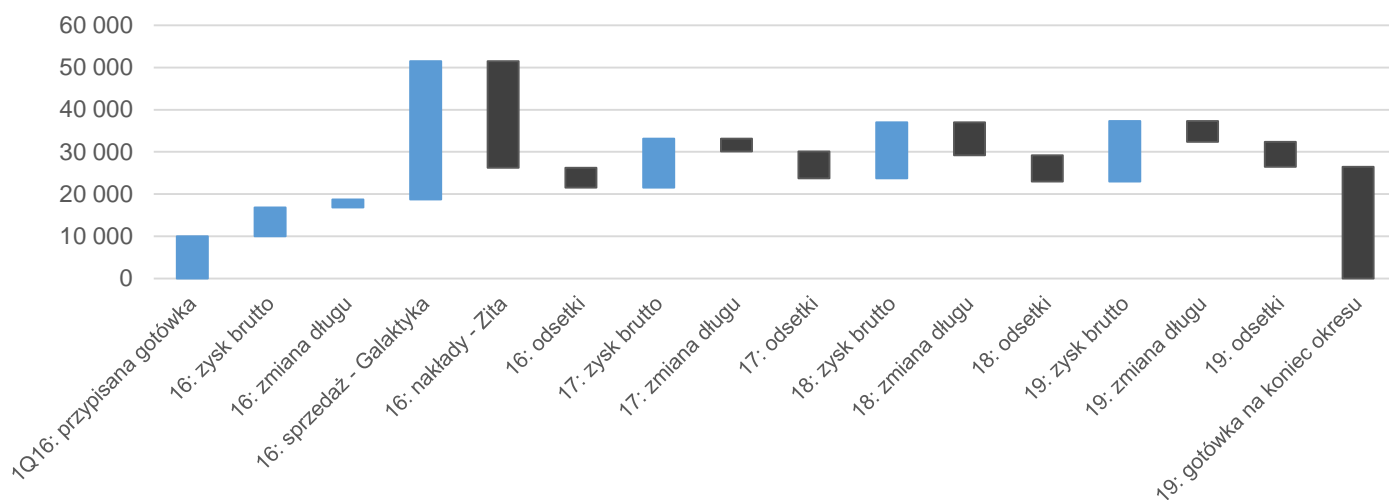
chciałaby sprzedawać rocznie 1000 mieszkań, z czego 600 we Wrocławiu i 400 w Warszawie, to przy średniej wielkości mieszkania 50 m² i średnich cenach gruntów odpowiednio 1,2 tys. zł / m² PUM (Wrocław) oraz 1,8 tys. zł / m² PUM (Warszawa), spółka musiałaby wydawać 72 mln zł.

Spółka w 2015 r. poniosła łącznie 13 mln zł kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Na ostatnim Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy uchwalona została polityka dywidendowa, która zakłada wypłaty maksymalnie 10 mln zł. Z powyższego wykresu wynika, że przez najbliższe lata spółka byłaby w stanie ponosić te koszty, wypłacać dywidendę i redukować zadłużenie przypisane do działalności mieszkaniowej. A nie jest to jedyne źródło generowania gotówki przez spółkę.

2. Działalność komercyjna

W tym akapicie przeprowadzona została analiza projektów komercyjnych z uwzględnieniem sprzedaży parku Galaktyka.

Wykres: Prognoza przepływów pieniężnych w okresie 2Q16-2019 r. (tys. zł)



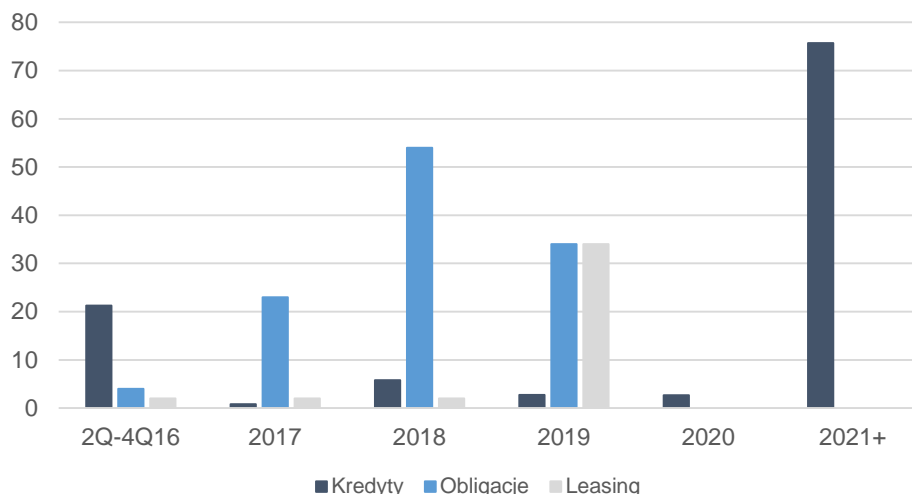
Źródło: Szacunki własne Michael/Ström DM

Kolejną działalnością spółki przynoszącą dodatnie przepływy pieniężne są projekty komercyjne. Zakładam, że na koniec 1. kwartału 2016 r. do tej działalności przypisanej było 10 mln zł gotówki. Przepływy wygenerowane przez te projekty pozwalają na spłatę odsetek i redukcję zadłużenia. Powyższy wykres skorygowany jest o transakcję zbycia parku Galaktyka. W drugiej kolumnie „zmiana długu w 2016 r.” uwzględniona jest spłata kredytu przypisana do parku Galaktyka, ale założono także zaciągnięcie długu na nakłady związane z Promenadami Zita D+A. Wykres uwzględnia refinansowanie projektu Promenady Epsilon.

3. Harmonogram spłaty zadłużenia

Na poniższym wykresie został przedstawiony harmonogram spłaty zadłużenia na koniec marca 2016 r. skorygowany o transakcję zbycia parku Galaktyka (spłata 20,4 mln zł).

Wykres: Harmonogram spłaty zadłużenia w mln zł (stan na 31 marca 2016 r.)



Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Vantage Development 1Q 2016 r., szacunki własne Michael/Ström DM

Z punktu widzenia obligatariuszy bardzo korzystnie rozkłada się harmonogram spłaty zobowiązań. Zdecydowana większość kredytów, pożyczek i leasingów zapada po spłacie ostatniej serii obligacji. Płatność leasingowa w 2019 r. wypada po terminie spłaty obligacji, a i tak najprawdopodobniej spółka zrefinansuje leasing, biorąc pod uwagę wysoki poziom komercjalizacji. Duża płatność kredytowa przypada na 2Q-4Q16, ale wynika ona ze spłaty kredytu przypisanego do parku Galaktyka (środki na spłatę będą pochodziły z jego sprzedaży). Taka struktura zapadalności długu jest korzystna dla obligatariuszy.

Porównanie z konkurencją

Poniższa tabela przedstawia porównanie zadłużenia (na 31.03.2016 r.) i rentowności spółki z konkurencją.

	Dług netto / Kapitały własne	Marża brutto ze sprzedaży
Vantage Development	64% / 31%*	21%
Atal	37%	27%
Dom Development	5%	22%
Inpro	7%	27%
JW Construction	49%	20%
Polnord	54%	-12%
Robyg	48%	16%
Ronson	25%	18%

Źródło: Sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne Michael/Ström DM, *z wyłączeniem długu komercyjnego zapadającego po wykupie obligacji

Marża brutto ze sprzedaży za okres 12 miesięcy zakończony 31 marca 2016 r. dotyczy działalności mieszkaniowej spółek konsolidowanych metodą pełną. W przypadku Vantage Development marża nie uwzględnia projektu Centauris, a w przypadku spółki Robyg pominięte zostały projekty JV. Biorąc pod uwagę marżę, Vantage Development plasuje się w środku stawki. Natomiast w przypadku zobowiązań finansowych netto do kapitałów własnych, Vantage Development charakteryzuje się najwyższym zadłużeniem. Należy jednak pamiętać, że znacząca część długu przypisana jest do specyficznej działalności spółki Vantage Development, tj. działalności komercyjnej. Dług przypisany do tej działalności, który zapada po spłacie wyemitowanych obligacji wynosi ok. 112 mln zł. Gdyby wyłączyć tę część długu do obliczeń w powyższej tabeli, wskaźnik dług netto do kapitałów własnych wyniósłby 31%, co uplasowałoby spółkę w środku tabeli.

Wyemitowane obligacje

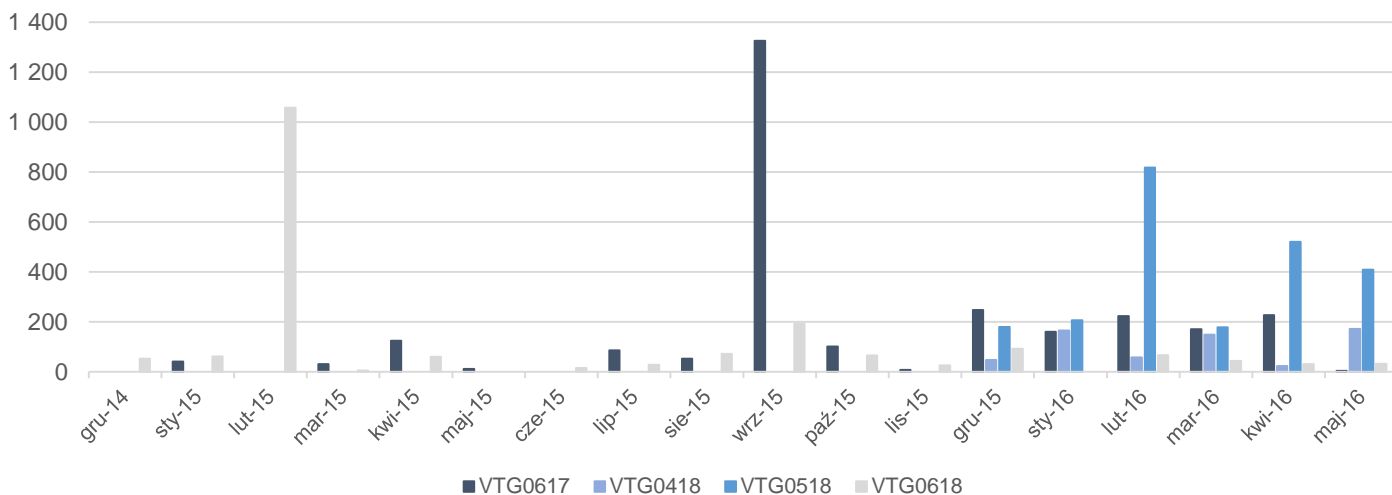
Spółka na koniec marca 2016 r. miała wyemitowanych 8 serii obligacji, z czego 7 na dzień sporządzenia raportu było notowanych na rynku Catalyst. W tabeli poniżej znajdują się podstawowe informacje dotyczące każdej z notowanych serii. Obliczenia były przeprowadzane na dzień 4. lipca 2016 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 30. czerwca 2016 r. Wartość kolejnych kuponów odsetkowych była obliczana na podstawie sumy marży i odpowiednio stawek WIBOR3M (1,71%) oraz WIBOR6M (1,79%). Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

	VTG0617	VTG0418	VTG0518	VTG0618	VTG0919	VTD0919	VTT0919
Wartość emisji (mln zł)	23,5	24,5	10,0	13,3	10,0	15,0	10,0
Wartość nominalna (zł)	1000	1000	100	1000	1000	1000	100
Dzień wykupu	2017-06-16	2018-04-16	2018-05-14	2018-06-16	2019-09-10	2019-09-22	2019-09-22
Stopa referencyjna	WIBOR3M	WIBOR3M	WIBOR6M	WIBOR3M	WIBOR3M	WIBOR3M	WIBOR6M
Marża	4,30%	5,00%	4,30%	4,95%	4,90%	4,30%	4,95%
Bieżące oprocentowanie	5,98%	6,67%	6,04%	6,63%	6,58%	6,00%	6,69%
Oprocentowanie kolejnych okresów	6,01%	6,71%	6,09%	6,66%	6,61%	6,01%	6,74%
Rentowność do wykupu (YTM)	4,97%	6,66%	6,03%	5,88%	6,40%	6,12%	6,53%
Cena czysta - 30.06.2016	101,00	100,30	100,20	100,99	101,00	100,00	100,85
Narosłe odsetki (zł) - 6.07.2016	3,28	14,80	0,81	3,63	4,69	2,30	2,42
Cena brudna	101,328	101,780	101,010	101,353	101,469	100,230	103,270
Zabezpieczenie	hipoteka	brak	hipoteka	brak	brak	hipoteka	brak
Amortyzacja obligacji	nie	nie	nie	tak	nie	nie	nie
Prawo VTG do przedterminowego wykupu	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM, GPW Catalyst

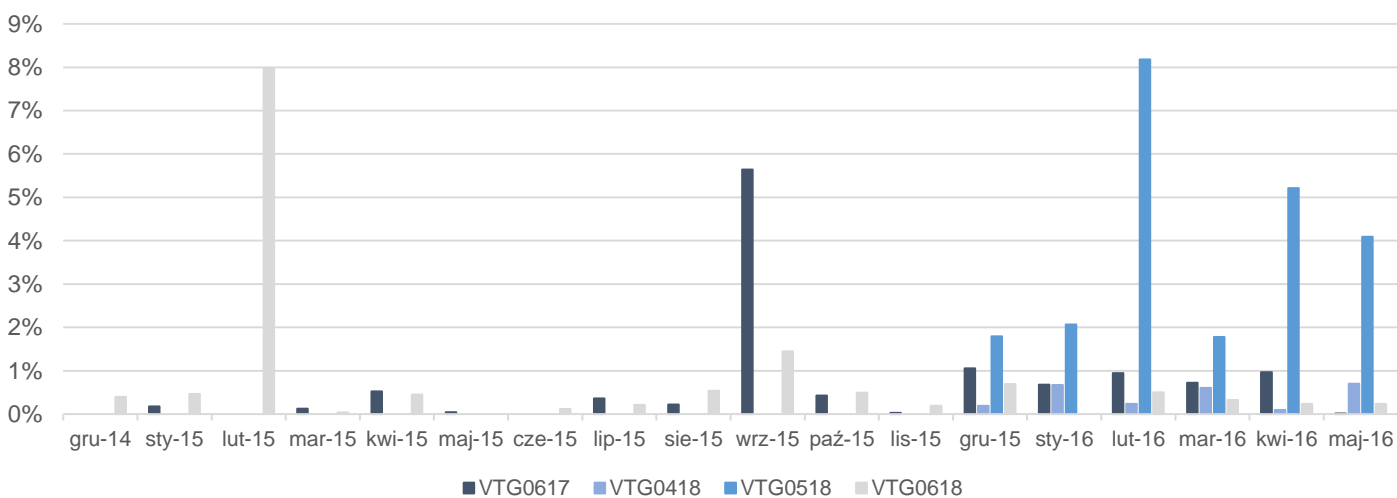
Na wykresach poniżej przedstawiony został obrót serii, które zostały wprowadzone do notowań na rynku Catalyst nie później niż w maju 2016 r. Z uwagi na krótki zakres notowań nie zostały uwzględnione serie VTG0919, VTD0919 oraz VTT0919. Od stycznia 2016 r. największy obrót, zarówno w wartościach nominalnych, jak i w relacji do wartości emisji przypada na serię VTG0518. Z kolei najmniejszy obrót od początku roku był na serii VTG0618.

Wykres: Miesięczny obrót serii VTG0617, VTG0418, VTG0518 oraz VTG0618 na rynku Catalyst (tys. zł)



Źródło: GPWCatalyst.pl, obliczenia własne Michael/Ström DM

Wykres: Miesięczny obrót serii VTG0617, VTG0418, VTG0518 oraz VTG0618 w relacji do wartości emisji



Źródło: GPWCatalyst.pl, obliczenia własne Michael/Ström DM

VTG0617 (seria F)

Seria została przydzielona 24 osobom. Zabezpieczeniem zobowiązań jest hipoteka łączna do sumy pieniężnej równej 120% wartości obligacji ustanowiona na prawie użytkowania wieczystego nieruchomości gruntowej niezabudowanej położonej we Wrocławiu przy ul. Rychtańskiej (tj. Promenady Wrocławskie) oraz prawie własności nieruchomości gruntowej niezabudowanej w Sadkowie. Spółce przysługuje prawo do przedterminowego wykupu obligacji w dowolnym terminie przypadającym po upływie 6 miesięcy od dnia emisji. Najpóźniej na miesiąc przed dniem przedterminowego wykupu spółka ma obowiązek ustalić i ogłosić szczegółowe warunki przedterminowego wykupu. W przypadku przedterminowego wykupu spółka wypłaci 1,00% wartości emisji w formie premii.

Daty związane z okresami odsetkowymi obligacji serii VTG0617.

Nr	1. dzień	Ostatni dzień / Dzień płatności odsetek	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ilość dni między płatnościami
1	2014-06-16	2014-09-16	2014-09-08	92
2	2014-09-16	2014-12-16	2014-12-08	91
3	2014-12-16	2015-03-16	2015-03-06	90
4	2015-03-16	2015-06-16	2015-06-08	92
5	2015-06-16	2015-09-16	2015-09-08	92
6	2015-09-16	2015-12-16	2015-12-08	91
7	2015-12-16	2016-03-16	2016-03-08	91
8	2016-03-16	2016-06-16	2016-06-08	92
9	2016-06-16	2016-09-16	2016-09-08	92
10	2016-09-16	2016-12-16	2016-12-08	91
11	2016-12-16	2017-03-16	2017-03-08	90
12	2017-03-16	2017-06-16	2017-06-07	92

Źródło: Nota informacyjna obligacji serii VTG0617

Analiza wrażliwości rentowności obligacji w zależności od ceny czystej i stawki WIBOR3M.

		cena czysta				
		100,50	100,75	101,00	101,25	101,50
WIBOR3M	1,56%	5,41%	5,13%	4,85%	4,57%	4,30%
	1,71%	5,53%	5,25%	4,97%	4,69%	4,42%
	1,86%	5,66%	5,38%	5,10%	4,82%	4,54%

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

VTG0418 (seria H)

Seria została przydzielona 13 osobom prawnym. Spółce przysługuje prawo do przedterminowego wykupu obligacji w dowolnym terminie przypadającym po upływie 6 miesięcy od dnia emisji. Najpóźniej na miesiąc przed dniem przedterminowego wykupu spółka ma obowiązek ustalić i ogłosić szczegółowe warunki przedterminowego wykupu na stronie internetowej. Z tytułu przedterminowego wykupu serii obligatariuszom nie przysługuje żadna premia. Uwagę inwestorów nieposiadających korzystnych podatkowo form inwestycji powinien zwrócić fakt, że dzień ustalenia prawa do kuponu za 5. okres odsetkowy przypada za 4 dni (8. lipca 2016 r.).

Daty związane z okresami odsetkowymi obligacji serii VTG0418.

Nr	1. dzień	Ostatni dzień / Dzień płatności odsetek	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ilość dni między płatnościami
1	2015-04-16	2015-07-16	2015-07-08	91
2	2015-07-16	2015-10-16	2015-10-08	92
3	2015-10-16	2016-01-16	2016-01-08	92
4	2016-01-16	2016-04-16	2016-04-08	91
5	2016-04-16	2016-07-16	2016-07-08	91
6	2016-07-16	2016-10-16	2016-10-07	92
7	2016-10-16	2017-01-16	2017-01-05	92
8	2017-01-16	2017-04-16	2017-04-07	90
9	2017-04-16	2017-07-16	2017-07-07	91
10	2017-07-16	2017-10-16	2017-10-06	92
11	2017-10-16	2018-01-16	2018-01-08	92
12	2018-01-16	2018-04-16	2018-04-06	90

Źródło: Nota informacyjna obligacji serii VTG0418

Analiza wrażliwości rentowności obligacji w zależności od ceny czystej i stawki WIBOR3M.

		cena czysta				
		99,80	100,05	100,30	100,55	100,80
WIBOR3M	1,56%	6,82%	6,67%	6,51%	6,35%	6,20%
	1,71%	6,97%	6,81%	6,66%	6,50%	6,34%
	1,86%	7,14%	6,98%	6,82%	6,66%	6,51%

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

VTG0518 (seria I)

Seria została przydzielona 51 podmiotom (49 osobom fizycznym i 2 osobom prawnym). Zabezpieczeniem zobowiązań jest hipoteka do kwoty 15 mln zł ustanowiona na prawie użytkowania wieczystego nieruchomości położonej we Wrocławiu przy ul. Zakładowej. Spółce przysługuje prawo do przedterminowego wykupu obligacji w dowolnym terminie, jednak nie wcześniej niż na koniec 2. okresu odsetkowego. Najpóźniej na 30 dni przed dniem przedterminowego wykupu spółka ma obowiązek zawiadomić obligatariuszy o skorzystaniu z tego prawa. Z tytułu przedterminowego wykupu serii obligatariuszom nie przysługuje żadna premia.

Daty związane z okresami odsetkowymi obligacji serii VTG0518.

Nr	1. dzień	Ostatni dzień / Dzień płatności odsetek	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ilość dni między płatnościami
1	2015-05-18	2015-11-18	2015-11-09	184
2	2015-11-18	2016-05-18	2016-05-10	182
3	2016-05-18	2016-11-18	2016-11-09	184
4	2016-11-18	2017-05-18	2017-05-10	181
5	2017-05-18	2017-11-18	2017-11-10	184
6	2017-11-18	2018-05-14	2018-05-04	177

Źródło: Nota informacyjna obligacji serii VTG0518

Analiza wrażliwości rentowności obligacji w zależności od ceny czystej i stawki WIBOR6M.

		cena czysta				
		99,70	99,95	100,20	100,45	100,70
	1,64%	6,20%	6,05%	5,90%	5,76%	5,61%
WIBOR6M	1,79%	6,32%	6,17%	6,03%	5,88%	5,73%
	1,94%	6,45%	6,30%	6,15%	6,00%	5,86%

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

VTG0618 (seria E)

Seria została przydzielona 9 podmiotom. Obligacje podlegają okresowej amortyzacji, której stawka została przedstawiona w ostatniej kolumnie tabeli poniżej. Spółce przysługuje prawo do przedterminowego wykupu obligacji w dowolnym terminie przypadającym po upływie 6 miesięcy od dnia przydziału. W przypadku przedterminowego wykupu spółka wypłaci 1,00% wartości emisji w formie premii.

Daty związane z okresami odsetkowymi obligacji serii VTG0618.

Nr	1. dzień	Ostatni dzień / Dzień płatności odsetek	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ilość dni między płatnościami	Premia za wcześniejszy wykup	Amortyzacja narastająco
1	2014-06-16	2014-09-16	2014-09-08	92		0%
2	2014-09-16	2014-12-16	2014-12-08	91		0%
3	2014-12-16	2015-03-16	2015-03-06	90	1,00%	0%
4	2015-03-16	2015-06-16	2015-06-08	92	1,00%	0%
5	2015-06-16	2015-09-16	2015-09-08	92	1,00%	0%
6	2015-09-16	2015-12-16	2015-12-08	91	1,00%	0%
7	2015-12-16	2016-03-16	2016-03-08	91	1,00%	0%
8	2016-03-16	2016-06-16	2016-06-08	92	1,00%	0%
9	2016-06-16	2016-09-16	2016-09-08	92	1,00%	0%
10	2016-09-16	2016-12-16	2016-12-08	91	1,00%	25%
11	2016-12-16	2017-03-16	2017-03-08	90	1,00%	25%
12	2017-03-16	2017-06-16	2017-06-07	92	1,00%	50%
13	2017-06-16	2017-09-16	2017-09-08	92	1,00%	50%
14	2017-09-16	2017-12-16	2017-12-08	91	1,00%	75%
15	2017-12-16	2018-03-16	2018-03-08	90	1,00%	75%
16	2018-03-16	2018-06-16	2018-06-08	92	1,00%	100%

Źródło: Nota informacyjna obligacji serii VTG0618

Analiza wrażliwości rentowności obligacji w zależności od ceny czystej i stawki WIBOR3M.

		cena czysta				
		100,49	100,74	100,99	101,24	101,49
WIBOR3M	1,56%	6,20%	5,97%	5,74%	5,52%	5,29%
	1,71%	6,33%	6,11%	5,88%	5,65%	5,43%
	1,86%	6,47%	6,24%	6,02%	5,79%	5,57%

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

VTG0919 (seria K)

Seria została przydzielona 63 podmiotom. Spółka ma prawo do wykupu obligacji w dniu wypłaty odsetek, za zapłatą premii, której wartość podana jest w ostatniej kolumnie tabeli poniżej.

Daty związane z okresami odsetkowymi obligacji serii VTG0919.

Nr	1. dzień	Ostatni dzień / Dzień płatności odsetek	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ilość dni między płatnościami	Premia za wcześniejszy wykup
1	2015-09-10	2015-12-10	2015-12-02	91	
2	2015-12-10	2016-03-10	2016-03-02	91	
3	2016-03-10	2016-06-10	2016-06-02	92	
4	2016-06-10	2016-09-10	2016-09-02	92	1,00%
5	2016-09-10	2016-12-10	2016-12-02	91	0,75%
6	2016-12-10	2017-03-10	2017-03-02	90	0,75%
7	2017-03-10	2017-06-10	2017-06-02	92	0,75%
8	2017-06-10	2017-09-10	2017-09-01	92	0,75%
9	2017-09-10	2017-12-10	2017-12-01	91	0,50%
10	2017-12-10	2018-03-10	2018-03-02	90	0,50%
11	2018-03-10	2018-06-10	2018-06-01	92	0,50%
12	2018-06-10	2018-09-10	2018-08-31	92	0,50%
13	2018-09-10	2018-12-10	2018-11-30	91	0,25%
14	2018-12-10	2019-03-10	2019-03-01	90	0,25%
15	2019-03-10	2019-06-10	2019-05-31	92	0,25%
16	2019-06-10	2019-09-10	2019-09-02	92	

Źródło: Nota informacyjna obligacji serii VTG0919

Analiza wrażliwości rentowności obligacji w zależności od ceny czystej i stawki WIBOR3M.

		cena czysta				
		100,50	100,75	101,00	101,25	101,50
WIBOR3M	1,56%	6,43%	6,34%	6,25%	6,16%	6,07%
	1,71%	6,59%	6,49%	6,40%	6,31%	6,22%
	1,86%	6,72%	6,63%	6,54%	6,45%	6,36%

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

VTD0919 (seria L)

Seria została przydzielona 90 podmiotom. Zabezpieczeniem zobowiązań jest hipoteka umowna do kwoty nie mniejszej niż 150% wartości nominalnej istniejących i niewykupionych obligacji ustanowiona na prawie użytkownika wieczystego nieruchomości położonej we Wrocławiu przy ul. Zakładowej. Spółka ma prawo do wykupu obligacji w dniu wypłaty odsetek, za zapłatą premii, której wartość podana jest w ostatniej kolumnie tabeli poniżej.

Daty związane z okresami odsetkowymi obligacji serii VTD0919.

Nr	1. dzień	Ostatni dzień / Dzień płaćności odsetek	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ilość dni między płaćnościami	Premia za wcześniejszy wykup
1	2015-09-22	2015-12-22	2015-12-14	91	
2	2015-12-22	2016-03-22	2016-03-14	91	
3	2016-03-22	2016-06-22	2016-06-14	92	
4	2016-06-22	2016-09-22	2016-09-14	92	1,00%
5	2016-09-22	2016-12-22	2016-12-14	91	0,75%
6	2016-12-22	2017-03-22	2017-03-14	90	0,75%
7	2017-03-22	2017-06-22	2017-06-13	92	0,75%
8	2017-06-22	2017-09-22	2017-09-14	92	0,75%
9	2017-09-22	2017-12-22	2017-12-14	91	0,50%
10	2017-12-22	2018-03-22	2018-03-14	90	0,50%
11	2018-03-22	2018-06-22	2018-06-14	92	0,50%
12	2018-06-22	2018-09-22	2018-09-14	92	0,50%
13	2018-09-22	2018-12-22	2018-12-14	91	0,25%
14	2018-12-22	2019-03-22	2019-03-14	90	0,25%
15	2019-03-22	2019-06-22	2019-06-13	92	0,25%
16	2019-06-22	2019-09-22	2019-09-13	92	

Źródło: Nota informacyjna obligacji serii VTD0919

Analiza wrażliwości rentowności obligacji w zależności od ceny czystej i stawki WIBOR3M.

		cena czysta				
		99,50	99,75	100,00	100,25	100,50
WIBOR3M	1,56%	6,17%	6,08%	5,99%	5,90%	5,81%
	1,71%	6,30%	6,21%	6,12%	6,03%	5,94%
	1,86%	6,46%	6,37%	6,28%	6,19%	6,10%

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

VTT0919 (seria M)

Seria została przydzielona 41 podmiotom (40 osobom fizycznym i 1 osobie prawnej). Spółce przysługuje prawo do przedterminowego wykupu obligacji w dowolnym terminie, jednak nie wcześniej niż na koniec 2. okresu odsetkowego. Najpóźniej na 30 dni przed dniem przedterminowego wykupu spółka ma obowiązek zawiadomić obligatariuszy o skorzystaniu z tego prawa. Z tytułu przedterminowego wykupu serii obligatariuszom nie przysługuje żadna premia.

Daty związane z okresami odsetkowymi obligacji serii VTT0919.

Nr	1. dzień	Ostatni dzień / Dzień płatności odsetek	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ilość dni między płatnościami
1	2016-02-25	2016-08-23	2016-08-12	180
2	2016-08-23	2017-02-23	2017-02-15	184
3	2017-02-23	2017-08-23	2017-08-14	181
4	2017-08-23	2018-02-23	2018-02-15	184
5	2018-02-23	2018-08-23	2018-08-14	181
6	2018-08-23	2019-02-23	2019-02-15	184
7	2019-02-23	2019-09-22	2019-09-13	211

Źródło: Nota informacyjna obligacji serii VTT0919

Analiza wrażliwości rentowności obligacji w zależności od ceny czystej i stawki WIBOR6M.

		cena czysta				
		100,35	100,60	100,85	101,10	101,35
WIBOR6M	1,64%	6,56%	6,47%	6,38%	6,29%	6,20%
	1,79%	6,71%	6,62%	6,53%	6,44%	6,35%
	1,94%	6,85%	6,76%	6,67%	6,58%	6,49%

Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM

Dane finansowe

Rachunek zysków i strat (tys. zł)

	2014	2015	1Q15	1Q16	12M
Przychody ze sprzedaży	61 785	95 374	10 403	23 209	108 180
Przychody z nieruchomości inwe. pracujących	8 206	12 261	2 987	3 795	13 069
Przychody ze sprzedaży lokali	50 733	79 850	6 853	18 831	91 828
Pozostałe przychody	2 846	3 263	563	583	3 283
Koszt własny sprzedaży	-47 758	-70 507	-7 722	-17 512	-80 297
Koszty utrzymania nieruchomości inwe. pracujących	-2 719	-3 898	-833	-1 241	-4 306
Koszty wytworzenia sprzedanych lokali	-42 350	-63 702	-5 830	-14 758	-72 630
Pozostałe koszty	-2 689	-2 907	-1 059	-1 513	-3 361
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	14 027	24 867	2 681	5 697	27 883
Koszty sprzedaży	-5 024	-6 173	-1 234	-1 888	-6 827
Koszty ogólnego zarządu	-5 055	-6 789	-1 479	-1 209	-6 519
Zysk (strata) ze sprzedaży	3 948	11 905	-32	2 600	14 537
Zysk (strata) z tytułu przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych pracujących do wartości godziwej	6 326	5 601	-368	184	6 153
Zysk (strata) ze sprzedaży po przeszacowaniach	10 274	17 506	-400	2 784	20 690
Zysk (strata) ze sprzedaży nieruchomości inwe.	-199	0	0	66	66
Pozostałe przychody operacyjne:	4 542	2 626	333	14	2 307
- Aktualizacja wartości nieru. inwe. niepracujących	1 680	1 272	0	0	1 272
- Inne przychody operacyjne	2 862	1 354	333	14	1 035
Pozostałe koszty operacyjne:	-3 296	-3 354	-458	-125	-3 021
- Aktualizacja wartości nieru. inwe. niepracujących	-736	-1 587	0	0	-1 587
- Inne koszty operacyjne	-2 560	-1 767	-458	-125	-1 434
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	11 321	16 778	-525	2 739	20 042
Przychody finansowe:	555	679	173	65	571
- Odsetki	555	670	74	65	661
- Inne	0	9	99	0	-90
Koszty finansowe:	-5 536	-9 072	-1 374	-1 380	-9 078
- Odsetki	-3 494	-5 560	-966	-1 325	-5 919
- Aktualizacja wartości inwestycji	-6	0	0	-1	-1
- Inne	-2 036	-3 512	-408	-54	-3 158
Udział w zysku (stracie) jednostek wycenianych metodą praw własności	-131	762	-84	443	1 289
Zysk (strata) brutto	6 209	9 147	-1 810	1 867	12 824
Podatek dochodowy	3 751	2 850	137	-203	2 510
Zysk (strata) netto	9 960	11 997	-1 673	1 664	15 334

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

Rachunek przepływów pieniężnych (tys. zł)

	2014	2015	1Q15	1Q16	12M
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-56 306	33 997	-2 166	-24 122	12 041
Zysk (strata) netto	9 960	11 997	-1 673	1 664	15 334
Korekty razem	-66 266	22 000	-493	-25 786	-3 293
Amortyzacja	215	399	99	115	415
(Zyski) straty z tytułu różnic kursowych	281	773	-3	-164	612
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	2 939	4 890	1 127	1 260	5 023
(Zysk) strata z tytułu działalności inwestycyjnej	-7 591	-7 045	368	-249	-7 662
Zmiana stanu rezerw	-3 453	4 832	197	-481	4 154
Zmiana stanu zapasów	-33 003	2 116	-5 969	-25 272	-17 187
Zmiana stanu należności	-219	9 741	5 938	-14 777	-10 974
Zmiana stanu zobowiązań, z wyjątkiem pożyczek i kredytów	-24 189	13 170	-962	15 436	29 568
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-1 387	-7 275	-1 389	-1 106	-6 992
Inne korekty	141	399	101	-548	-250
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-41 041	-48 187	-7 701	-5 849	-46 335
<u>Wpływy</u>	<u>6 324</u>	<u>883</u>	<u>74</u>	<u>3 118</u>	<u>3 927</u>
Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne	2 965	230	0	538	768
Z aktywów finansowych	3 359	653	74	2 580	3 159
<u>Wydatki</u>	<u>-47 365</u>	<u>-49 070</u>	<u>-7 775</u>	<u>-8 967</u>	<u>-50 262</u>
Nabycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-1 316	-302	-18	-35	-319
Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne	-45 904	-47 738	-7 757	-8 932	-48 913
Na aktywa finansowe	-145	-1 030	0	0	-1 030
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	81 154	38 027	8 131	20 711	50 607
<u>Wpływy</u>	<u>207 677</u>	<u>158 078</u>	<u>26 728</u>	<u>24 675</u>	<u>156 025</u>
Zaciągnięcie kredytów i pożyczek	119 861	88 548	16 728	14 675	86 495
Zaciągnięcie zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	51 056	0	0	0	0
Emisja dłużnych papierów wartościowych	36 760	69 530	10 000	10 000	69 530
<u>Wydatki</u>	<u>-126 523</u>	<u>-120 051</u>	<u>-18 597</u>	<u>-3 964</u>	<u>-105 418</u>
Spląty kredytów i pożyczek	-96 854	-76 632	-16 183	-453	-60 902
Wykup dłużnych papierów wartościowych	-12 016	-29 900	0	0	-29 900
Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	-9 734	-1 723	-428	-438	-1 733
Odsetki	-7 184	-10 498	-1 977	-3 073	-11 594
Inne wydatki finansowe	-735	-1 298	-9	0	-1 289
Przepływy pieniężne netto	-16 193	23 837	-1 736	-9 260	16 313

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

Bilans (tys. zł)

	2014	2015	1Q16
Aktywa trwałe	390 982	411 435	375 606
Nieruchomości inwestycyjne pracujące	180 841	239 616	249 123
Nieruchomości inwestycyjne niepracujące	182 010	135 130	91 159
Akcje i udziały (Centauris)	16 671	17 433	16 376
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	7 988	14 671	14 292
Pozostałe	3 472	4 585	4 656
Aktywa obrotowe	158 242	220 705	296 841
Zapasy	101 007	149 048	219 349
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	35 171	59 008	49 748
Należności	21 544	10 511	25 139
Pozostałe	520	2 138	2 605
AKTYWA RAZEM	549 224	632 140	672 447
Kapitał własny	323 425	337 438	339 106
Kapitał podstawowy	38 713	38 713	38 713
Zyski zatrzymane	277 251	287 211	299 208
Inne skumulowane całkowite dochody	-2 499	-483	-479
Wynik finansowy za rok obrotowy	9 960	11 997	1 664
Zobowiązania długoterminowe	180 726	260 746	289 192
Obligacje	55 738	104 708	111 447
Pożyczki i kredyty bankowe	80 140	92 164	108 000
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	40 561	38 750	38 347
Przedpłaty na zakup lokali	0	14 150	20 811
Pozostałe	4 287	10 974	10 587
Zobowiązania krótkoterminowe	45 073	33 956	44 149
Obligacje	10 257	678	4 177
Pożyczki i kredyty bankowe	3 132	3 877	2 113
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	1 751	1 804	1 823
Przedpłaty na zakup lokali	8 380	6 832	7 681
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	20 055	18 997	26 574
Rezerwy	1 498	1 768	1 781
PASYWA RAZEM	549 224	632 140	672 447
Dług brutto	191 579	241 981	265 907
Dług netto	156 408	182 973	216 159

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

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 4.07.2016 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 sporządzony został za wynagrodzeniem i na zlecenie **Vantage Development S.A.** z siedzibą we Wrocławiu (dalej: „**Emitent**”), przy ul. Dąbrowskiego 44, wpisanej do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej we Wrocławiu, VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000030117, posiadającą numer REGON 93077802, NIP 896-000-07-01, o kapitale zakładowym 38.712.940,74 zł, e-mail: biuro@vantage-sa.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 przekazany został 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.
- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoba przygotowująca raport i osoba blisko z nią 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 dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.

- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełniły 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 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 nie obowiązywała umowa inna niż wskazana w niniejszym zastrzeżeniu między Domem Maklerskim lub podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- Dom Maklerski otrzymuje 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 powiązanym a Emitentem.
- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta w tym umowa o oferowanie obligacji.
- Autor 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.