

## Vantage Development

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Vantage Development (Spółka, Emitent, Vantage, VTG) po wynikach za 3Q18.

- 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.*
- 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. W ramach współpracy RNK wnosi grunt o wartości księgowej 160 mln zł, VTG zobowiązał się do dokapitalizowania spółki celowej kwotą 88 mln zł (dotychczas 65 mln zł). Vantage pełni pełną kontrolę operacyjną nad spółką celową i konsoliduje ją metodą pełną, posiadając obecnie 77%, a docelowo 55% udziałów w spółce.
- Gdyby Spółka wybudowała lokale w ramach obecnie realizowanych i planowanych projektów (uwzględniając jedynie etapy 1A, 1B, 1C i 2A Portu Popowice) oraz sprzedała ok. 82% tych lokali, to powinna być w stanie spłacić wszystkie zobowiązania przypisane do segmentu deweloperskiego, wypłacić maksymalny limit dywidendy oraz opłacić koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w okresie 3 lat. Obliczenia nie uwzględniają podatków.
- Po terminie spłaty ostatnich obligacji Spółki w 2021 r. zapadają kredyty o wartości 104 mln zł, które w całości są przypisane do działalności komercyjnej. Zatem w perspektywie 3 lat zapadają zobowiązania finansowe na kwotę 251 mln zł (w tym ok. 35 mln zł stanowi leasing biurowca Promenady Epsilon, którego spodziewamy się refinansowania, oraz 14 mln zł pożyczki od Centaurisa). Wyłączając ww. leasing oraz pożyczki, w ciągu 3 lat wymagalnych będzie ok. 201 mln zł zobowiązań finansowych, a stan gotówki na koniec 3Q18 wyniósł również 201 mln zł.
- Potencjał do generowania gotówki z działalności komercyjnej tkwi w sprzedaży aktywów. Spółka na sprzedaży Delta 44 uwolni ok. 11,5 mln zł (podpisana umowa przedwstępna), a gdyby sprzedała pozostałe komercyjne nieruchomości pracujące po wycenie bilansowej i z otrzymanych środków spłaciłaby całość zobowiązań przypisanych do tego segmentu, to uwolnionych zostałoby kolejne 89 mln zł. Dodatkowo, do tej działalności przypisane jest 9 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 67 mln zł (wolne od długu). Nie dostrzegamy znaczącego potencjału do generowania gotówki z bieżącej działalności tego segmentu.
- Skonsolidowany poziom długu netto do kapitałów własnych wynosi 39% (vs. 52% na koniec 2Q18). Średni wskaźnik LTV dla projektów komercyjnych wyniósł 58%. Spółka posiada 201 mln zł gotówki, podczas gdy krótkoterminowe zobowiązania finansowe wynoszą 40 mln zł.
- W 4Q18 Spółka wypłaciła 27,4 mln zł dywidendy oraz dokonała skupu akcji własnych na kwotę 18 mln zł co *ceteris paribus* zwiększyłoby dług netto do 199 mln zł i wskaźnik dług netto/kapitały własne do 57%.

## PROFIL SPÓŁKI:

Deweloper mieszkaniowo-komercyjny prowadzący działalność we Wrocławiu oraz Warszawie

## Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
VTG0520	65	4,71%
VTG0521	70	5,55%
VTG0721	10	5,50%
Suma	145	

## *Realizacja planów strategicznych*

### **Plany strategiczne Spółki na 2018 r przedstawione na koniec 2017 r. zakładały:**

- Wprowadzenie do oferty ponad 1 400 lokali
- Sprzedaż ponad 900 lokali
- Przekazanie ponad 1 100 lokali
- Rozbudowę banku ziemi o grunty pozwalające na realizację 600 lokali
- Pozyskanie najemców na 8 tys. m<sup>2</sup> powierzchni komercyjnej

### **Zgodnie z informacjami ze sprawozdań finansowych i raportów bieżących Spółka:**

- Wprowadziła do oferty 1261 lokali
- Sprzedała 824 lokale
- Przekazała 1228 lokali
- Pozyskała najemców na blisko 3 tys. m<sup>2</sup> powierzchni komercyjnej
- Rozbudowała bank ziemi na realizację ok. 630 lokali

### **Plany Spółki na 2019 r.:**

- Wprowadzenie do oferty ok. 1 000 lokali
- Sprzedaż ok. 850 lokali
- Przekazanie ok. 800 lokali
- Rozbudowę banku ziemi o grunty pozwalające na realizację 800-900 lokali
- Dalsza komercjalizacja budynków biurowych

Powyższe operacyjne plany Spółki oparte są na zapowiedziach sprzed komunikatu o przeglądzie opcji strategicznych ze stycznia 2019 r. Spółka zapowiedziała, że: rozważy 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. Póki co nie są znane dalsze szczegóły, więc zakładamy, że powyższe plany operacyjne są obowiązujące.

## *Projekty mieszkaniowe*

8 etapów uruchomionych w 2018 r. obejmuje łącznie 1 261 lokali, z czego 1 018 jest realizowanych w kolejnych etapach już wcześniej prowadzonych projektów – 581 w ramach Promenady Wrocławskie VIII, IX i X, oraz 437 w Dorzeczu Legnickiej IB, II oraz III. Wśród nowych projektów, które pojawiły się w ofercie jest etap 1A projektu Port Popowice (164 lokale), oraz projekt Kameralna Klecina (79 lokali). Nie została uruchomiona sprzedaż I etapu projektu Buforowa (157 lokali), ale budowa projektu ruszyła już w grudniu 2018 r., a mieszkania wejdą do oferty jeszcze w 1Q19. Spółka w 2018 r. uruchomiła projekty jedynie we Wrocławiu i tam też skupia poszukiwania nowych gruntów pod inwestycje wycofując się póki co z inwestycji w Warszawie.

W 2019 r. Spółka planuje wprowadzić do oferty ok. 1 000 lokali co obejmuje etapy 1B, 1C, 2A Portu Popowice, Buforową I oraz nowy projekt przy ul. Lubińskiej.

Tabela: Projekty mieszkaniowe realizowane przez Spółkę (wg stanu na koniec 3Q18)

	Projekt	Data zakończenia budowy	Łącznie lokale	Łącznie PUM (tys. m <sup>2</sup> )	Lokale sprzedane i nieprzekazane	Lokale niesprzedane
Oferta	Promenady Wrocławskie IV	2016	331	15,6	0	1
	Promenady Wrocławskie V	4Q17	195	9,5	1	0
	Promenady Wrocławskie VI	4Q18	285	14,2	222	6
	Promenady Wrocławskie VIII	4Q19	209	10,5	78	131
	Promenady Wrocławskie IX	2Q19	133	6,4	40	93
	Promenady Wrocławskie X	3Q20	239	11,6	0	239
	Dorzecze Legnickiej etap IA	4Q18	198	11,1	191	7
	Dorzecze Legnickiej etap IB	2Q19	85	4,8	63	22
	Dorzecze Legnickiej etap II	4Q19	142	7,0	49	93
	Dorzecze Legnickiej etap III	2Q20	210	11,6	0	210
	Login City	2Q18	159	10,1	14	3
	Nowy Gaj etap I	3Q17	131	7,4	2	1
	Nowy Gaj etap II	2Q18	163	8,6	3	1
	Living Point Mokotów II	2Q18	169	7,8	3	1
	Vena Mokotów	3Q18	186	10,8	20	27
	Dom Saski	4Q17	57	3,4	5	3
	<b>Razem</b>		<b>2892</b>	<b>150,4</b>	<b>691</b>	<b>838</b>
Bank ziemi	Buforowa I	2020	157	8,2	0	157
	Buforowa II	2021	145	7,6	0	145
	Buforowa III	2021	153	8,0	0	153
	Kameralna Klecina*	4Q19	79	4,3	0	79
	Port Popowice I A*	4Q19	164	9,4	0	164
	Port Popowice I B, C	2Q20	256	15,9	0	256
	Port Popowice II A	2021	180	9,4	0	180
	Port Popowice- pozostałe etapy	2022-2028	1900	100,0	0	2080
	Iwiny		72	3,7	0	72
	Lubińska	2020	259	13,5	0	259
	<b>Razem</b>		<b>3365</b>	<b>180,0</b>	<b>0</b>	<b>3365</b>

W 4Q18 Spółka sprzedała 202 i przekazała 470 lokali

\* Wprowadzone do oferty w4Q18

Projekt przy ulicy Buforowej realizowany jest na działkach, co do których przedwstępne umowy sprzedaży podpisane zostały w 4Q17, ale do końca 3Q18 transakcja nie została jeszcze rozliczona, dlatego grunty nie znajdowały się w zapasach na koniec 3Q18. Umowa przyrzeczona zakupu gruntów pod etapy I i II została podpisana w październiku 2018 r. (cena – 14 mln zł netto), a dla etapu III w styczniu 2019 r. (cena – 7 mln zł netto). Łącznie powstanie 455 lokali o łącznym PUM 24 tys. m<sup>2</sup>, co przy łącznej cenie gruntu 21 mln zł implikuje średni koszt gruntu 875 zł/PUM. Projekt znajduje się w południowej części Wrocławia w dzielnicy Jagodno, w odległości około 6,5 km od centrum. Pierwotny planowany termin uruchomienia inwestycji zakładał 3Q18, ale przesunął się na 1Q19.

Projekt Kameralna Klecina obejmował będzie 79 lokali w dzielnicy Klecina, ok. 8 km od centrum Wrocławia. Grunt nabyty został w styczniu 2018 r. Zakup gruntu za 3,9 mln zł implikuje koszt gruntu na 898 zł/PUM.

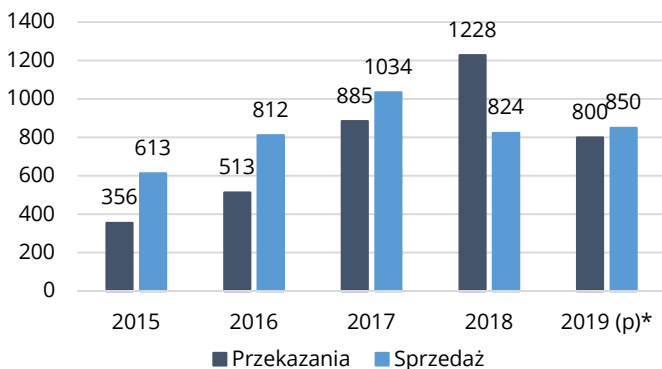
W 4Q18 Spółka rozpoczęła realizację etapu 1A projektu Port Popowice realizowanego w ramach współpracy z Rank Progress, którą dokładniej opisujemy w następnym rozdziale. Całość pierwszego etapu ma obejmować realizację 3 budynków (1A, 1B i 1C) na łącznie co najmniej 420 lokali (415 mieszkań, i 5 lokali usługowych) i uruchomione mają zostać w dwóch fazach (budynek A, następnie B i C). Dodatkowo w 2019 r. Spółka planuje rozpocząć realizację i wprowadzić do oferty pierwszy budynek drugiego etapu obejmujący 160-180 lokali.

### Sprzedaż i przekazania

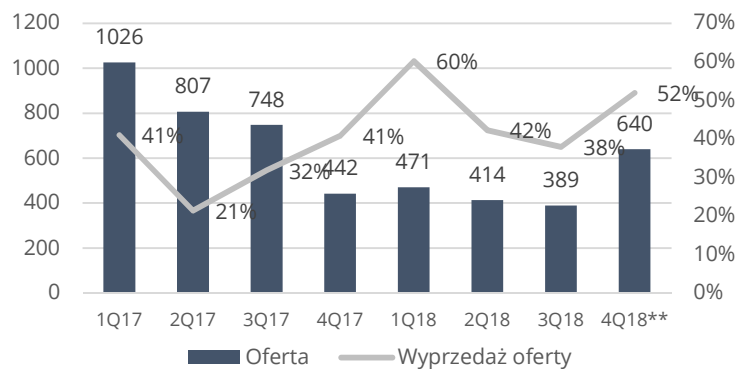
Sprzedaż na poziomie 824 mieszkań i przekazania na poziomie 1228 lokali implikują odpowiednio 20% spadek i 39% wzrost względem wyników zrealizowanych w 2017 r. Spółka zrealizowała cel przekazania, ale nie zrealizowała celu sprzedażowego. Jest to trend widoczny na całym rynku deweloperskim i wynika raczej nie ze spadku popytu na mieszkania, ale z bronią marż przez deweloperów, w obliczu dynamicznie rosnących kosztów realizacji, wynikających w dużej mierze ze wzrostu kosztów robocizny. W związku z tym firmy są skłonne sprzedawać wolniej, ale po wyższych cenach, co również widać po wolniejszym wprowadzaniu lokali do oferty.

Oferta Vantage na koniec 3Q18 wynosiła 471 lokali. Przy realizacji planowanych na ten rok uruchomień nowych etapów sprzedaż 900 lokali implikuje wyprzedz 50% oferty.

Wykres: Sprzedaż i przekazania lokali w latach 2015-2019\*



Wykres: Sprzedaż w relacji do oferty na początek okresu



\*prognoza Spółki

\*\*uwzględniając informację o sprzedaży w 4Q18 z raportu bieżącego Spółki i wprowadzenie do oferty projektu Port Popowice 1A

Na koniec 3Q18 r. Spółka posiadała 691 lokali sprzedanych i nieprzekazanych, a 271 z nich znajdowało się w projektach ukończonych. Wśród 389 lokali znajdujących się w ofercie na koniec 3Q18 43 znajduje się w projektach ukończonych, 7 zostanie ukończonych w 2018 r.; a pozostałe 339 w 2019 r. W 4Q18 Spółka sprzedała 202 mieszkania i przekazała 470, a także wprowadziła do oferty 453 lokale. Powyższe implikuje, że na koniec 2018 r. Spółka posiadała 640 lokali w ofercie i 423 lokale sprzedane, ale nieprzekazane.

Na przestrzeni ostatnich dwóch lat kwartalna sprzedaż Spółki kształtowała się na poziomie 40-50% oferty na początek kwartału, co implikuje, że Spółka jest w stanie wyprzedzić całą swoją ofertę w niewiele ponad dwa kwartały. Z drugiej strony widoczne jest zmniejszenie oferty w 2018 r. względem 2017 r., co potwierdza rynkowy trend ograniczania podaży w celu utrzymania marż.

W 2019 r. Spółka planuje sprzedać mniej więcej tyle mieszkań ile w 2018 r, co przy założeniu pełnej wyprzedz mieszkań znajdujących się już w ofercie na koniec 4Q18 i zaledwie 20% planowanej do wprowadzenia oferty (1000 lokali) wydaje się założeniem realnym.

Z kolei znacząco zmniejszy się ilość przekazania, co wynika z harmonogramu realizacji inwestycji – wg założeń Spółki będzie to ok. 800 lokali. Wg naszych kalkulacji przy pełen sprzedaży lokali w projektach już wybudowanych, lub których budowa zakończy się w 2019 r. Spółka może przekazać 792 lokale.

### **Projekty komercyjne**

W 2018 r. Spółka pozyskała najemców na 3,1 tys. m<sup>2</sup> powierzchni komercyjnej wobec planu pozyskania najemców na 8 tys. m<sup>2</sup> powierzchni, i osiągnęła średni poziom komercjalizacji na poziomie 85%. Plan Spółki zakładał komercjalizację na średnim poziomie 98%, ale projektem, którego komercjalizacja opóźnia się są Promenady Zita (komercjalizacja 78%) – 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 tego projekty komercyjne spółki są w stanie generować przychody pozwalające na spłatę zobowiązań zaciągniętych na ich realizację.

Spółka poinformowała o podpisaniu przedwstępnej umowy sprzedaży projektu Delta 44 za kwotę 28,7 mln zł netto, ale transakcja jeszcze się nie rozliczyła. Póki co Spółka nie planuje nowych projektów strictly 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.

### **Rozbudowa banku ziemi**

W 2018 r. Spółka powiększyła bank ziemi o grunty pozwalające na realizację ok. 630 lokali, co było zgodne z planem Spółki na 2018 r. Spółka zakupiła grunt na ulicy Buforowej (ok. 300 lokali), przy ulicy Lubińskiej (259 lokali) i w Iwinach (79 lokali). Wszystkie te nieruchomości znajdują się we Wrocławiu i okolicach. Spółka zapłaciła kolejno za grunty: 14 mln zł, 18 mln zł oraz 2 mln zł. Już w styczniu 2019 r. Spółka podpisała przyrzeczoną umowę nabycia nieruchomości na ul. Buforowej (ok. 150 lokali) za 7 mln zł. Ponadto Spółka zawarła umowy przedwstępne zakupu (jedna umowa była od razu przenoszącą własność druga przedwstępna) dwóch nieruchomości przy ulicy Stargardzkiej na łączną kwotę 9,4 mln zł. Umowy przyrzeczone zostaną najprawdopodobniej podpisane w 2019 r.

Według deklaracji, ze względu na niską dostępność gruntów na rynku warszawskim, Spółka będzie koncentrować się na rozbudowie banku ziemi we Wrocławiu. Plan Spółki na 2019 r. zakłada zabezpieczenie banku ziemi na ok. 800-900 lokali i chce na ten cel przeznaczyć 60-70 mln zł.

### **Port Popowice**

Projekt Port Popowice realizowany jest przez spółkę Port Popowice sp. z o.o. w której Vantage objął początkowo 55% udziałów, a w maju 2018 r. zwiększył zaangażowanie do 77%, pozostałe udziały należą do Rank Progress. Spółki podjęły współpracę przy realizacji projektu, który docelowo obejmować ma ok. 2 500 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 inwestycji na 164 lokale. W 2019 r. planowane jest rozpoczęcie etapów 1B, 1C i 2A oraz rozpoczęcie budowy budynku biurowego.

Dotychczas Vantage zaangażował w przedsięwzięcie ok. 65 mln zł wobec pierwotnie deklarowanych 88 mln zł, i posiada obecnie 77% udziałów w Port Popowice, wobec 55% deklarowanych w pierwotnej umowie współpracy. Zaangażowanie pozostałych 23 mln zł według postanowień umowy powinno zostać przekazane do spółki celowej przed majem 2020 r. Z kolei Rank Progress ma jeszcze wnieść do spółki celowej kolejne grunty co przywróci podział udziałów do 55/45. Obecną strukturę udziałów traktujemy jako tymczasową i w analizie zakładamy zarówno realizację drugiego etapu inwestycji, zaangażowanie pozostałych 23 mln zł, jak i podział zysków z przedsięwzięcia w proporcjach 55/45.

## Polityka dywidendowa

W marcu 2018 r. spółka uchyliła swoją politykę dywidendową ze względu na obecną strukturę akcjonariatu, w której 100% akcji spółki należy do podmiotów działających w porozumieniu, bezpośrednio i pośrednio zależnych od Grzegorza Dzik i Józefa Biegaj, będących w RN spółki. Na obligacjach serii R (zapadających w maju 2021 r.) ustanowiony został kowenant ograniczający możliwości spółki do dokonywania wypłat na rzecz właścicieli w jakiegokolwiek formie do 100 mln zł przed wykupem serii. Kowenanty przewidują podwyższenie limitu w przypadku sprzedaży projektu komercyjnego – o połowę uzyskanej za niego ceny netto (cena sprzedaży pomniejszona o wartość kredytu obciążającego budynek). Do dnia publikacji raportu kredytowego Spółka wypłaciła w formie dywidendy i skupu akcji własnych 96,9 mln zł, przy czym podpisana jest umowa przedwstępna umowa sprzedaży budynku komercyjnego Delta 44 za 28,7 mln zł netto, którego zadłużenie kredytem wynosi ok. 17,2 mln zł, co oznacza, że Spółka będzie mogła wypłacić po transakcji ok. 5,8 mln zł dodatkowej dywidendy (ponad 100 mln zł). Zakładamy, że pozostała kwota zostanie wykorzystana w całości do terminu wykupu obligacji. Analogiczny kowenant ustanowiony został na obligacjach serii S zapadających w lipcu 2021 r.

## 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.

Działalność deweloperska (mieszaniowa) w 3Q18 wygenerowała 116 mln zł przychodów (-6% r/r, -21% kw/kw), co wynikało z przekazania 288 lokali (wobec 289 w 3Q17 i 411 w 2Q18). Przekazania nastąpiły głównie w warszawskim projekcie Vena Mokotów (139 lokali), którego przekazania zaczęły się w 3Q18 wraz z zakończeniem budowy inwestycji. Przez 9M18 Spółka wygenerowała 294 mln zł przychodów (+57% r/r) co wynikało z przekazania 758 lokali (165 lokali – Living Point Mokotów etap II, 159 lokali – Nowy Gaj etap II, 142 lokale – Login City, 139 lokali – Vena Mokotów).

Segment deweloperski w 3Q18 wygenerował 26,4 mln zł zysku brutto ze sprzedaży (vs 22,2 mln zł w 3Q17 i 29,2 mln zł w 2Q18), przy 22% marży brutto (wyższej o 4 p.p. względem 3Q17 i bez zmian względem 2Q18). Z kolei przez 9M18 Spółka wygenerowała 65,2 mln zł zysku brutto na sprzedaży przy 22% marży brutto (35,7 mln zł i 19% przez 9M17). Wzrost marży wynikał ze wzrostów cen mieszkań na rynku. Zwracamy uwagę na rosnące koszty gruntów oraz robocizny co może mieć negatywny wpływ na poziom marż w przyszłości, bądź może ograniczać sprzedaż jeśli Spółka zdecyduje się walczyć o marżę poprzez ograniczanie podaży. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły łącznie 3,6 mln zł w 3Q18 i 11,4 mln zł przez 9M18 (w porównaniu do 3,1 mln w 3Q17 i 9,5 mln zł przez 9M18), co przełożyło się na wynik EBIT 22,7 mln zł w 3Q18 i 53,8 przez 9M18 (przy marży kolejno 19% i 18%). W poprzednim roku EBIT wyniósł 19,1 mln zł w 3Q17 i 26,6 przez 9M17 przy marżach kolejno 15% i 14%.

Na koniec 3Q18 VTG miało sprzedanych i nieprzekazanych 691 lokali o łącznej wartości 255,7 mln zł. Po uwzględnieniu wpłaconych dotychczas zaliczek (146 mln zł) Spółka oczekuje wpływu rzędu ok. 110 mln zł; z czego w projektach już gotowych liczba tych lokali wynosi 270, a ich wartość 95 mln zł. Planowany termin ukończenia wszystkich pozostałych sprzedanych i nieprzekazanych lokali planowany jest na 2019 r. Na koniec 3Q18 w ofercie spółki znajdowało się 389 lokali, z czego 43 w projektach ukończonych. W 4Q18 r. Vantage rozpoczął jeszcze realizację etapu 1A projektu Port Popowice

Przychody z działalności komercyjnej w 3Q18 wyniosły 5,7 mln zł i były wyższe o 33% w ujęciu r/r, oraz 8% w ujęciu kw/kw. Przez 9M18 przychody te wyniosły 15,6 mln zł i były wyższe o 22% w ujęciu r/r. Zysk brutto ze sprzedaży w 3Q18 wyniósł 4,5 mln zł i implikował marżę 78% - wyższą o odpowiednio 19 p.p. r/r i 12 p.p. kw/kw (przez 9M18 zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 10,5 mln zł przy marży 67%, co oznacza wzrost wyniku o 38% r/r i marży o 6 p.p.). Wynik EBIT segmentu wyniósł -0,1 mln zł w 3Q18 (w wyniku straty z tytułu przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych o 3,7 mln zł), a przez 9M18 wynik EBIT wyniósł 15 mln zł (w 3Q17 3,6 mln zł a przez 9M17 2,9 mln zł). Wynik Funds From Operations (FFO) szacujemy na 2,4 mln zł w 3Q18 wobec 0,9 mln zł w 3Q17. Z kolei przez 9M18 wynik ten wyniósł 3,7 mln zł wobec 0,5 mln zł w analogicznym okresie roku ubiegłego – poprawa nastąpiła głównie dzięki wyższym przychodom z nieruchomości pracujących co jest wynikiem postępującej komercjalizacji.



Tabela: Projekty komercyjne – dane operacyjne

Projekt	Powierzchnia (m <sup>2</sup> )	Poziom najmu Na koniec 3Q18	Przychody z nieruchomości 9M18 (mln zł)	Roczny potencjał przychodów (mln. zł)*
Promenady Zita	22 329	78%	8,9	14,7
Promenady Epsilon	7 132	95%	4,0	4,8
Delta 44	4 323	89%	1,8	2,5
Grona Park	3 703	100%	0,9	1,5
<b>RAZEM</b>	<b>37 488</b>	<b>85%</b>	<b>15,6</b>	<b>23,5</b>

Źródło: Dane spółki

## Analiza bilansu

Suma aktywów działalności deweloperskiej na koniec 3Q18 wyniosła 611,9 mln zł (+27,5 mln zł kw/kw), z czego 362,4 mln zł stanowiły zapasy (-34,3 mln zł kw/kw), a 191,8 mln zł gotówka (+72,7 mln zł kw/kw). Spadek wielkości zapasów i wzrost wartości gotówki ma bezpośredni związek z przekazaniami zrealizowanymi w 3Q18.

Po stronie pasywów segmentu deweloperskiego istotny udział stanowiły zobowiązania finansowe 201,8 mln zł (+35,3 mln zł kw/kw). Wzrost zadłużenia w 3Q18 wynikał głównie z wykorzystania kredytów budowlanych (+34 mln zł). Od czasu ostatniego raportu kredytowego. W trakcie 3Q18 dług netto spadł o 37,4 mln zł do zaledwie 9,9 mln zł. Kapitały własne segmentu deweloperskiego na przestrzeni kwartału wzrosły o 20,6 mln zł – co odpowiada wynikowi finansowemu za kwartał. Relacja długu netto do kapitałów własnych na koniec 3Q18 wyniosła 5%, tj. o 20 pkt. proc. mniej kw/kw.

Analizując bilans segmentu deweloperskiego warto zwrócić także uwagę na wycenę udziałów w projekcie Centauris. Pomimo faktu, że na koniec 3Q18 w projekcie nie zostały żadne lokale do przekazania, a emitent posiadał 50% udziałów w Centaurisie, to wartość tych udziałów była wyceniana w bilansie Vantage Development na 17,7 mln zł. Centauris jest m.in. pożyczkodawcą dla spółek zależnych od emitenta (14,5 mln zł na koniec 3Q18). Spodziewamy się, że w przyszłości VTG „wyczyści” bez przepływów gotówkowych bilans zarówno z udziałów w Centaurisie, jak i pożyczek od Centaurisa, bowiem kwoty wzajemnych udziałów/zobowiązań mniej więcej się równoważą, a jak wspomnieliśmy wcześniej Centauris nie realizuje już projektów mieszkaniowych. W przypadku „wyczyszczenia” bilansu należy się spodziewać spadku skonsolidowanego długu netto o ok. 14,5 mln zł, co gdyby miało miejsce na koniec 3Q18 spowodowałoby (*ceteris paribus*), że dług netto byłby dodatni, tzn. saldo gotówki przeważałoby zobowiązania finansowe w segmencie deweloperskim. „Wyczyszczenie” bilansu nastąpi najprawdopodobniej w 1Q19.

Na przestrzeni ostatniego kwartału wartość nieruchomości inwestycyjnych pracujących przypisanych do działalności komercyjnej spadła o 4,8 mln zł do 263 mln zł. Łącznie suma bilansowa segmentu spadła o 6,6 mln zł. Spółka rozpoznaje nieruchomości inwestycyjne niepracujące (grunty), które mają wycenę księgową 78,7 mln zł (67,5 mln zł przypisanych do segmentu komercyjnego) i są wolne od długu. Zadłużenie segmentu komercyjnego wyniosło 153 mln zł (spadek o 4,5 mln zł kw/kw) i przy stanie gotówki 9 mln zł implikowało 144 mln zł, czyli 78% kapitałów własnych (-1 pkt. procentowy kw/kw). Wskaźniki LTV dla poszczególnych inwestycji pracujących przedstawia poniższa tabela.

W 4Q18, po dacie bilansowej, Spółka wypłaciła dwa razy dywidendę w łącznej wysokości 27,4 mln zł oraz przeprowadziła skup akcji własnych na 18 mln zł, co *ceteris paribus* zwiększyłoby dług netto do 199 mln zł i wskaźnik dług netto/kapitały własne do 57%.

Tabela: Projekty komercyjne – dane finansowe

Projekt	Wartość księgowa (tys. zł)	Dług (tys. zł)	LTV
Promenady Zita	168,6	92,5	55%
Promenady Epsilon	55,2	35,4	64%
Delta 44	26,3	17,2	65%
Grona Park	12,3	8	65%
Pozostałe	0,8	0	0%
<b>RAZEM</b>	<b>263,2</b>	<b>153,1</b>	<b>58%</b>

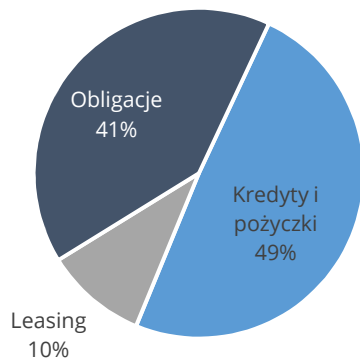
Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Sumarycznie, skonsolidowany dług netto dla całej grupy kapitałowej wyniósł 154,3 mln zł (-39,4 mln zł kw/kw), a relacja długu netto do kapitałów własnych wynosiła 0,39x.

## Zadłużenie finansowe

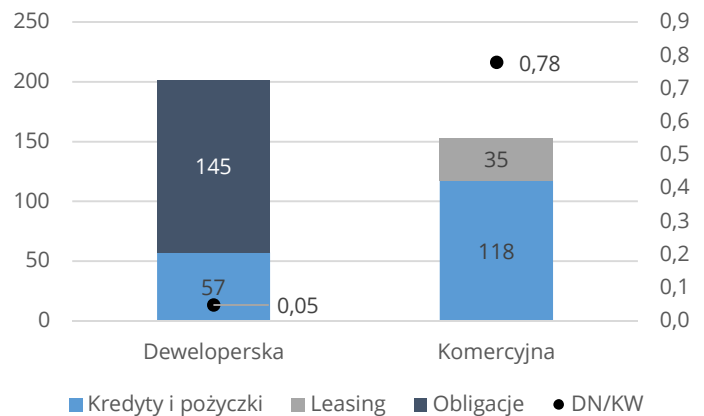
Łączne zadłużenie finansowe spółki na koniec 3Q18 wynosiło 355 mln zł (o 30 mln zł mniej niż na koniec 2017 r. i 31 mln zł więcej niż na koniec 2Q18). Wskaźnik zadłużenia netto do kapitałów własnych na koniec 3Q18 wyniósł 0,39x wobec kowenantu na obligacjach na poziomie 0,9x (w kwartałach 2019 r. spółka będzie musiała utrzymać wskaźnik na poziomie 0,8x).

Wykres: Struktura zadłużenia



Źródło: Dane spółki

Wykres: Struktura zadłużenia

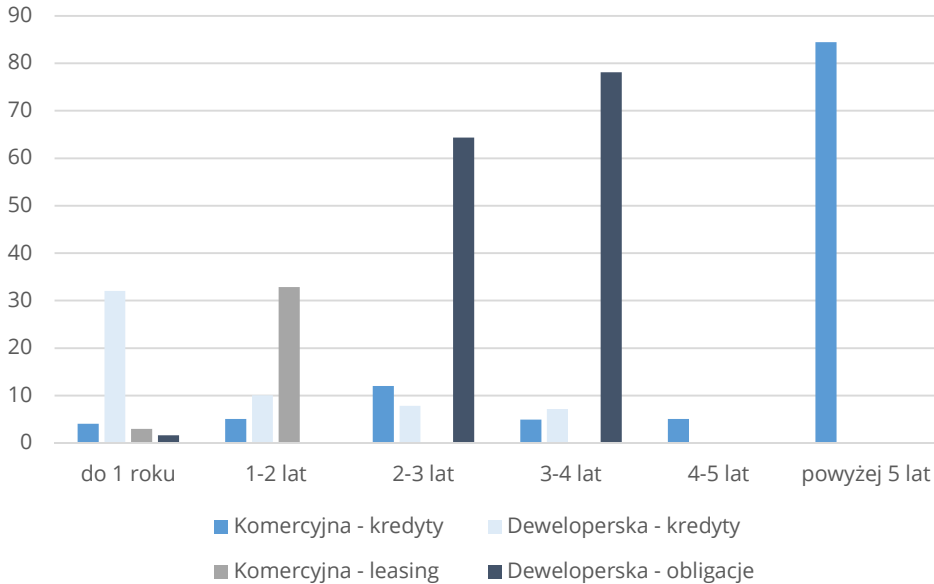


Źródło: Dane spółki

Zadłużenie z tytułu obligacji wynosiło 144,6 mln zł w trzech seriach, które zapadają w 2020 r. (seria O, 65 mln zł) i 2021 r. (seria R, 69 mln zł i seria S, 10 mln zł). Przed zapadalnością obligacji zapadają kredyty budowlane w działalności deweloperskiej na łącznie 51,3 mln zł, oraz leasing finansujący projekt komercyjny Promenady Epsilon na 35,4 mln zł. Na koniec 3Q18 obciążenie w tym projekcie wynosiło 95% (bez zmian kw/kw), więc zakładamy, że spółka nie powinna mieć problemu z refinansowaniem tego zadłużenia. Spłaty balonowe kredytów w działalności komercyjnej (86,5 mln zł) przypadają na okres po zapadalności obligacji co uważamy za atrakcyjne dla obligatariuszy. Wyłączając umowę leasingu (35 mln zł), oraz pożyczki od Centaurisa (14 mln zł), przed datami spłaty obligacji spółce zapadają zobowiązania finansowe na łącznie 36,8 mln zł, wobec stanu gotówki na koniec 3Q18 201 mln zł.



Wykres: Harmonogram spłaty zadłużenia



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

## Potencjał do generowania gotówki

Projekt Port Popowice (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 ponad 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, które powinny zostać zrealizowane przed datą zapadalności obligacji serii S (lipiec 2021). W wariantcie 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 mało prawdopodobne jest, aby Spółka rozpoczęła przekazania przed lipcem 2021. W analizie uwzględniamy całość nakładów do poniesienia na grunt pod Port Popowice. W analizie nie uwzględniamy realizacji projektów komercyjnych na tym gruncie, pomimo iż planowane jest uruchomienie 14 tys. m<sup>2</sup> GLA.

Projekt Port Popowice ma bardzo duży wpływ na nasze obliczenia ze względu na jego dużą skalę w stosunku do działalności spółki. Ponadto analiza wrażliwości zakłada konsekwentną realizację wszystkich etapów, nawet przy niesprzyjającym otoczeniu rynkowym, co uważamy za mało prawdopodobne przy projekcie realizowanym aż do 2028 r. Z tego względu prezentujemy analizę w dwóch wariantach – pierwszy (bazowy) z nich uwzględnia jedynie etapy 1A, 1B, 1C i 2A projektu Portu Popowice (niezmiennie zakładając całość wydatków na ten grunt jak i wydatek na grunt pod projekt Stargardzka), a drugi uwzględnia całość banku ziemi wraz z Portem Popowice (ale bez projektu Stargardzka, ponieważ podpisana jest jedynie umowa przedwstępna i nie wiadomo jeszcze ile miałyby tam powstać lokali – w tym wariantcie nie zakładamy również wydatku na ten grunt). Pomimo, iż w wariantcie bazowym zakładamy przepływy z początkowych etapów projektu to podkreślamy, że jest możliwość, że nadwyżki pieniężne generowane z wcześniejszych etapów będą przeznaczone na finansowanie realizacji następnych (jeśli Spółka nie korzystałaby z kredytów bankowych) i w takiej sytuacji środki pieniężne z projektu Port Popowice byłyby uwolnione w późniejszych latach.

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 obecnego udziału na poziomie 77% i docelowego 55%), ale widzimy możliwość, że nie będą to środki, którymi Spółka będzie mogła w pełni swobodnie dysponować.

Tabela poniżej przedstawia wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto na: (i) ceny realizowane przez spółkę w przyszłości (vs nasze założenia) na lokalach, które na koniec 3Q18 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. 3 000 lokali, lub ok 4 900 przy uwzględnieniu kolejnych etapów Portu Popowice). 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%	144	182	220	258	296
	95%	110	146	182	218	254
	90%	76	110	144	178	213
	85%	41	74	106	138	171
	80%	7	37	68	98	129
	75%	-27	1	30	58	87
	70%	-61	-35	-8	18	45
	65%	-96	-71	-46	-21	3
	60%	-130	-107	-84	-61	-39
	55%	-164	-143	-122	-101	-80
50%	-198	-179	-160	-141	-122	

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

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%	279	339	399	459	520
	95%	225	282	339	396	453
	90%	171	225	279	333	387
	85%	117	168	219	270	321
	80%	63	111	159	207	255
	75%	8	54	99	144	189
	70%	-46	-4	39	81	123
	65%	-100	-61	-22	17	57
	60%	-154	-118	-82	-46	-10
	55%	-208	-175	-142	-109	-76
50%	-262	-232	-202	-172	-142	

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

Według naszych szacunków Spółka jest w stanie wygenerować 220 mln zł z projektów obecnie realizowanych i znajdujących się w banku ziemi w perspektywie do połowy 2021 r., a uwzględniając wszystkie etapy Portu Popowice szacujemy, że Spółka jest w stanie wygenerować 399 mln zł w perspektywie do 2028 r. Pełny potencjał przekazania (mieszkania sprzedane i nieprzekazane + oferta + bank ziemi) wynosi ok. 4 900 lokali (z uwzględnieniem pozostałych etapów Portu Popowice).

Zadłużenie z tytułu obligacji, w całości przypisane do działalności deweloperskiej, na koniec 3Q18 wynosiło 144 mln zł, a zadłużenie kredytowe (zapadające przed termin wykupu ostatniej serii obligacji) 37 mln zł. Segment generuje ok. 15 mln zł kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu rocznie, co w perspektywie 3 lat daje ok. 45 mln zł. Zakładamy, że Spółka wykorzysta w tym okresie całość możliwych wypłat na rzecz właścicieli, czyli ok. 3 mln zł (po ewentualnej finalizacji transakcji sprzedaży projektu Delta 44 dodatkowe 6 mln zł, ale środki te zostaną pozyskane ze sprzedaży projektu komercyjnego, a nie z działalności deweloperskiej, więc dodatkowa dywidenda w naszym scenariuszu nie „obciąża” przepływów ze sprzedaży mieszkań). Dodatkowo Spółka już po dacie bilansowej wypłaciła łącznie w ramach dywidend i skupu akcji własnych 45 mln zł. Łącznie daje to 274 mln zł wydatków, a pomniejszając o wartość środków pieniężnych przypisanych do segmentu deweloperskiego (192 mln zł), wydatki w okresie do wykupu ostatniej serii obligacji szacunkowo wynoszą 82 mln zł. Aby zrealizować przepływy w tej wysokości Spółka, przy naszych założeniach w scenariuszu bazowym, musiałaby sprzedać 82% wszystkich lokali (ok. 2 450 mieszkań). Nasze szacunki zakładają, że Spółka wybudowałaby wszystkie mieszkania jakie były w jej potencjale sprzedażowym na koniec 3Q18 (3 000 lokali). Oznacza to, że przy sprzedaży ok. 2 450 lokali i pokryciu ww. wydatków, spółce pozostałoby ok. 550 gotowych do sprzedaży lokali, które byłyby wolne od długu, oraz bank ziemi pozwalający na realizację kolejnych ponad 1 900 lokali (kolejne etapy portu Popowice + projekt Stargardzka, gdzie jeszcze nie wiadomo ile docelowo powstanie lokali).

Zakładając, że Spółka realizuje wszystkie etapy Port Popowice oraz całość nakładów na grunt w tym projekcie wartość 82 mln zł zostaje osiągnięta przy sprzedaży 74% lokali (ok. 3 600 mieszkań).

Z kolei działalność komercyjna najwięcej gotówki mogłaby wygenerować dzięki sprzedaży aktywów. Sprzedaż projektu Delta 44 nastąpi prawdopodobnie w 1Q19, co pozwoli uwolnić ok. 11,5 mln zł (cena sprzedaży pomniejszona o zaciągnięty kredyt), ale także pozwoli na wypłatę dywidendy ok. 6 mln zł. Wartość księgowa pozostałych nieruchomości pracujących na koniec 3Q18 wynosiła 237 mln zł, podczas gdy suma wszystkich zobowiązań tego segmentu (pomniejszona o kredyt inwestycyjny projektu Delta 44) wynosiła 148 mln zł. Trzeba także pamiętać, że do tej działalności przypisane jest 9 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 67 mln zł. Jeśli chodzi o bieżącą działalność tego segmentu, to można oczekiwać kilku mln zł przepływów w perspektywie 3 lat, dlatego z punktu widzenia obligatariuszy nie jest to istotne źródło generacji gotówki.

## Notowane obligacje

Na dzień sporządzenia Raportu kredytowego Spółka miała wyemitowane 3 serie obligacji (wszystkie notowane na rynku Catalyst). W tabeli poniżej znajdują się podstawowe informacje dotyczące każdej z notowanych serii. Obliczenia były przeprowadzane na dzień 29 stycznia 2019 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 28 stycznia 2019 r. Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

Tabela: Notowane obligacje Vantage Development

	VTG0521 / R	VTG0520 / O-O1	VTG0721 / S
Wartość emisji (mln zł)	70	65	10
Wartość nominalna (zł)	1000	100	1000
Dzień wykupu	30.05.2021	29.05.2020	02.07.2021
Stopa referencyjna	WIBOR6M	WIBOR3M	WIBOR3M
Marża	4,00%	4,40%	4,00%
Cena zamknięcia	100,50	100,51	100,50
Rentowność do wykupu (YTM) brutto	5,55%	4,71%	5,50%
Zabezpieczenie	brak	brak	brak
Prawo VTG do przedterminowego wykupu	tak	tak	tak

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia własne DM Michael/Ström

## Skonsolidowane dane finansowe

Tabela: Bilans GK Vantage Development (tys. zł)

	2015	2016	2017	3Q18
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>411 435</b>	<b>382 359</b>	<b>360 320</b>	<b>372 553</b>
Nieruchomości inwestycyjne pracujące	239 616	259 771	249 594	263 185
Nieruchomości inwestycyjne niepracujące	135 130	90 309	76 816	78 701
Akcje i udziały w jednostkach wycenianych metodą praw własności - Centauris	17 433	14 264	14 448	15 174
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	14 671	13 264	12 198	8 731
Pozostałe	4 585	4 751	7 264	6 762
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>220 705</b>	<b>425 212</b>	<b>560 551</b>	<b>589 069</b>
Zapasy	149 048	312 372	377 059	362 413
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	59 008	101 236	132 124	200 875
Należności krótkoterminowe	10 511	9 911	49 219	23 151
Pozostałe	2 138	1 693	2 149	2 630
<b>Aktywa razem</b>	<b>632 140</b>	<b>807 571</b>	<b>920 871</b>	<b>961 622</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>337 438</b>	<b>354 677</b>	<b>383 436</b>	<b>392 445</b>
Kapitał podstawowy	38 713	38 713	37 353	32 433
Akcje własne	0	0		0
Zyski zatrzymane	287 211	291 091	298 208	285 912
Inne skumulowane całkowite dochody	-483	-447	-87	0
Wynik finansowy za rok obrotowy	11 997	25 320	22 958	55 122
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>260 746</b>	<b>334 545</b>	<b>328 922</b>	<b>336 442</b>
Obligacje długoterminowe	104 708	123 490	132 518	142 888
Długoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	92 164	146 579	147 101	138 755
Zobowiązania długoterminowe z tytułu leasingu finansowego	38 750	38 292	34 180	33 471
Przedpłaty na zakup lokali	14 150	13 796	0	0
Pozostałe	10 974	12 388	15 123	21 328
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>33 956</b>	<b>118 349</b>	<b>208 513</b>	<b>232 735</b>
Obligacje krótkoterminowe	678	24 293	683	1 684
Krótkoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	3 877	2 596	42 340	36 128
Zobowiązania krótkoterminowe z tytułu leasingu finansowego	1 804	1 933	1 885	1 952
Przedpłaty na zakup lokali	6 832	42 096	102 247	146 059
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	18 997	45 192	57 119	43 091
Rezerwy krótkoterminowe	1 768	2 239	4 239	3 821
<b>Pasywa razem</b>	<b>632 140</b>	<b>807 571</b>	<b>920 871</b>	<b>961 622</b>
<b>Dług brutto</b>	<b>241 981</b>	<b>337 183</b>	<b>358 707</b>	<b>354 878</b>
<b>Dług netto</b>	<b>182 973</b>	<b>235 947</b>	<b>226 583</b>	<b>154 003</b>
<b>Dług netto / Kapitały własne</b>	<b>54%</b>	<b>67%</b>	<b>59%</b>	<b>39%</b>

Zródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

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

	2015	2016	2017	3Q17	3Q18
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>95 374</b>	<b>133 269</b>	<b>292 477</b>	<b>130 225</b>	<b>123 599</b>
Przychody z nieruchomości	12 073	13 874	16 900	4 122	5 541
Przychody ze sprzedaży lokali	79 393	115 258	269 661	124 135	116 137
Pozostałe przychody	3 908	4 137	5 916	1 968	1 921
<b>Koszt własny sprzedaży</b>	<b>-70 507</b>	<b>-102 512</b>	<b>-232 736</b>	<b>-105 465</b>	<b>-92 765</b>
Koszty utrzymania nieruchomości	-3 898	-4 711	-6 227	-1 399	-1 019
Koszty wytworzenia sprzedanych lokali	-61 257	-92 717	-219 502	-102 494	-89 468
Pozostałe koszty	-5 352	-5 084	-7 007	-1 572	-2 278
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>24 867</b>	<b>30 757</b>	<b>59 741</b>	<b>24 760</b>	<b>30 835</b>
Koszty sprzedaży	-6 173	-9 404	-13 445	-2 333	-2 808
Koszty ogólnego zarządu	-6 789	-4 419	-7 189	-1 212	-1 662
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>11 905</b>	<b>16 934</b>	<b>39 107</b>	<b>21 215</b>	<b>26 365</b>
Zysk (strata) z tytułu przeszacowania nieruchomości	5 601	19 329	-5 125	1 516	-3 716
Zysk (strata) ze sprzedaży po przeszacowania nieruchomości	17 506	36 263	33 982	22 731	22 648
Zysk (strata) ze sprzedaży nieruchomości	0	-275	2 007	10	24
Pozostałe przychody operacyjne	2 626	2 405	869	0	27
Pozostałe koszty operacyjne	-3 354	-1 540	-3 785	-76	-104
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>16 778</b>	<b>36 853</b>	<b>33 073</b>	<b>22 665</b>	<b>22 596</b>
Przychody finansowe	679	257	536	160	263
Koszty finansowe	-9 072	-9 045	-6 429	-1 744	-1 627
Udział w zysku (stracie) jednostek wycenianych metodą praw własności	762	2 753	748	66	314
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>9 147</b>	<b>30 818</b>	<b>27 928</b>	<b>21 147</b>	<b>21 546</b>
Podatek dochodowy	2 850	-5 498	-5 108	-4 078	-1 271
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>11 997</b>	<b>25 320</b>	<b>22 820</b>	<b>17 069</b>	<b>20 275</b>

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

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

	2015	2016	2017	3Q17	3Q18
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej</b>	<b>33 997</b>	<b>-35 996</b>	<b>47 317</b>	<b>48 490</b>	<b>44 664</b>
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>11 997</b>	<b>25 320</b>	<b>22 958</b>	<b>17 069</b>	<b>20 252</b>
<b>Korekty razem</b>	<b>22 000</b>	<b>-61 316</b>	<b>24 359</b>	<b>31 421</b>	<b>24 412</b>
(Zyski) straty z tytułu różnic kursowych	773	-3 312	439	-267	-2
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	4 890	6 125	4 987	1 298	1 101
(Zysk) strata z tytułu działalności inwestycyjnej	-7 045	-19 870	5 972	-1 505	3 694
Zmiana stanu rezerw	4 832	4 410	4 697	4 317	-2 456
Zmiana stanu zapasów	2 116	-115 654	-28 496	37 825	36 772
Zmiana stanu należności	9 741	98	-20 345	-6 196	8 380
Zmiana stanu zobowiązań, z wyjątkiem pożyczek i kredytów	13 170	68 701	59 613	-3 356	-27 791
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-7 275	520	-1 634	-678	4 809
Inne korekty	798	-2 334	-874	-17	-95
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-48 187</b>	<b>-14 191</b>	<b>9 316</b>	<b>-91</b>	<b>-4 309</b>
<b>Wpływy</b>	<b>883</b>	<b>21 106</b>	<b>14 741</b>	<b>2 116</b>	<b>767</b>
Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne	230	2 182	13 701	1 458	549
Z aktywów finansowych	653	7 250	1 040	658	218
Inne wpływy inwestycyjne	0	11 674	0	0	0
<b>Wydatki</b>	<b>-49 070</b>	<b>-35 297</b>	<b>-5 425</b>	<b>-2 207</b>	<b>-5 076</b>
Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne	-47 738	-34 703	-3 999	-1 513	-4 954
Pozostałe	-1 332	-594	-1 426	-694	-122
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej</b>	<b>38 027</b>	<b>92 415</b>	<b>-25 745</b>	<b>4 213</b>	<b>29 783</b>
<b>Wpływy</b>	<b>158 078</b>	<b>192 576</b>	<b>181 086</b>	<b>54 293</b>	<b>53 497</b>
Zaciągnięcie kredytów i pożyczek	88 548	107 076	115 099	54 293	53 497
Zaciągnięcie zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	0	0	0	0	0
Emisja dłużnych papierów wartościowych	69 530	85 500	65 987	0	0
<b>Wydatki</b>	<b>-120 051</b>	<b>-100 161</b>	<b>-206 831</b>	<b>-50 080</b>	<b>-23 714</b>
Dywidendy / Nabycia akcji własnych	0	-8 117	-38 543	-8 117	0
Spłaty kredytów i pożyczek	-76 632	-34 043	-70 253	-17 747	-20 868
Wykup dłużnych papierów wartościowych	-29 900	-42 790	-81 819	-20 000	0
Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	-1 723	-1 842	-1 866	-464	-466
Odsetki	-10 498	-13 369	-14 350	-3 752	-2 380
Inne wydatki finansowe	-1 298	0	0	0	0
<b>Przepływy pieniężne netto, razem</b>	<b>23 837</b>	<b>42 228</b>	<b>30 888</b>	<b>52 612</b>	<b>105 258</b>



## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

**Data pierwszego udostępnienia raportu: 29.01.2019**

**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 901.991,49 PLN w całości opłacony, adres e-mail: [kontakt@michaelstrom.pl](mailto:kontakt@michaelstrom.pl).

**Raport nie stanowi sugestii jakiegokolwiek zachowania inwestycyjnego** i nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej. Raport sporządzony został tylko i wyłącznie na podstawie publicznie dostępnych danych i nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie koniecznych do oceny jego sytuacji finansowej ani do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

W ocenie Domu Maklerskiego raport sporządzony został z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w raporcie.

Przed opublikowaniem raport został przekazany do Emitenta.

### Raport:

- skierowany jest zarówno do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl) oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t. j. Dz. U. z 2017 r. poz. 1219 ze zm.) i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
  - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (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 więź 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 powiązonym 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 S.A.”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl).**

**Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski S. A.**

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

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