

Vantage Development S.A.

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Vantage Development („Spółka”) po wynikach za 2016 r. pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

- Gdyby Spółka wybudowała wszystkie lokale w ramach obecnie realizowanych i planowanych projektów oraz sprzedała 70% lokali z potencjału sprzedażowego, to powinna być w stanie: (i) spłacić wszystkie zobowiązania przypisane do segmentu deweloperskiego, (ii) opłacić koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w latach 2017-2020, oraz (iii) wypłacać dywidendę w wysokości 10 mln zł rocznie w latach 2017-2020. Przy tym poziomie sprzedaży Spółce pozostałoby ok. 735 gotowych do sprzedaży i wolnych od długu lokali.
- Na koniec 2016 r. dług netto przypisany do segmentu deweloperskiego (mieszkaniowego) wyniósł 113 mln zł, podczas gdy kapitały własne były równe 165 mln zł (DN/KW = 69% vs. 51% na koniec 2015 r.). Spółka posiadała na bilansie zapasy o wartości księgowej 312 mln zł (+110% r/r).
- W 2017 r. Spółka zamierza zwiększyć bank ziemi o 800 lokali. Szacujemy wydatki na zakupy nowych gruntów w kwocie ok. 70 mln zł.
- Po terminie spłaty ostatnich obligacji Spółki w 2020 r. zapadają kredyty o wartości 94 mln zł, które w całości są przypisane do działalności komercyjnej. Zatem do końca 2020 r. zapadają zobowiązania finansowe na kwotę 243 mln zł (w tym ok. 40 mln zł stanowi leasing biurowca Promenady Epsilon – oczekujemy refinansowania projektu). Wyłączając ww. leasing oraz uwzględniając posiadaną przez Grupę gotówkę, do 2020 r. wymagalnych będzie ok. 102 mln zł zobowiązań finansowych netto.
- Wartość księgowa komercyjnych nieruchomości pracujących wynosiła 260 mln zł przy 123 mln zł długu netto. Relacja długu netto do kapitałów własnych dla tej działalności była równa 65% (vs. 57% na koniec 2015 r.), a średni wskaźnik LTV wyniósł 59%.
- Potencjał do generowania gotówki z działalności komercyjnej tkwi w sprzedaży aktywów. Gdyby Spółka sprzedała komercyjne nieruchomości pracujące po wycenie bilansowej i z otrzymanych środków spłaciłaby całość zobowiązań przypisanych do tego segmentu, to uwolnionych zostałoby 76 mln zł. Dodatkowo, do tej działalności przypisanych jest 30 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 75 mln zł (wolne od długu). Nie dostrzegamy znaczącego potencjału do generowania gotówki z bieżącej działalności. Co istotne, póki co Spółka nie zamierza inwestować w nowe projekty komercyjne i obecnie nie buduje żadnego projektu tego typu.

PROFIL SPÓŁKI:

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

Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
VTG0617	23,5	5,06%
G (0218)	5,0	n.d.
VTG0518	10,0	5,47%
VTG0919	10,0	5,91%
VTD0919	15,0	5,38%
VTT0919	10,0	5,69%
VTG0120	10,5	5,77%
O (0520)	65,0	n.d.
Suma	149,0	

Istotne wydarzenia od ostatniego raportu o Spółce

W kwietniu 2017 r. Emitent poinformował o zamiarze dokonania przedterminowego wykupu nienotowanych obligacji serii G o wartości nominalnej 5 mln zł. Jedyne obligatariusz (fundusz inwestycyjny niepowiązany ze Spółką) otrzyma premię w wysokości 1,0% z tytułu wcześniejszego wykupu. Pierwotnie obligacje miały zostać wykupione w lutym 2018 r.

W marcu 2017 r. Fedha sp. z o.o. (w imieniu wszystkich stron porozumienia, tj. Grzegorza Dzika, Józefa Biegaja, Nutit A.S. oraz TradeBridge Czechy A.S.) nabyła w wezwaniu 15,1 mln akcji Spółki. Przed ogłoszeniem wezwania Fedha posiadała 69,92% akcji VTG, a w wyniku transakcji udział ten wzrósł do 94,1%. Akcje zostały skupione za łącznie 56 mln zł (3,7 zł za sztukę).

W listopadzie 2016 r. Grupa Kapitałowa zawarła przyrzeczoną umowę nabycia gruntu we Wrocławiu przy ul. Małopanewskiej za cenę 34,3 mln zł. Na nieruchomości VTG chce wybudować 620 lokali o powierzchni użytkowej ok. 33 tys. m². Przy ww. parametrach średni koszt gruntu na 1 m² powierzchni użytkowej wynosi 1 039 zł (wg nas przy tej cenie Spółka powinna być w stanie zrealizować marżę brutto ze sprzedaży na projekcie w okolicach 20%).

W lipcu 2016 r. Spółka wypłaciła dywidendę w wysokości 8,1 mln zł (polityka dywidendowa zakłada wypłaty do 10 mln zł rocznie).

Analiza rachunku zysków i strat za 2016 r.

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

Działalność deweloperska w 2016 r. wygenerowała 118 mln zł przychodów (+44% r/r), co wynikało z przekazania 344 lokali (+18% r/r) w projektach, które były realizowane przez spółki w 100% zależne od Emitenta. Dodatkowo, 169 lokali zostało przekazanych w projekcie Centauris w którym Spółka posiada 50% udział, a przychody z Centaurisa nie są księgowane w przychodach tylko 50% zysków z projektu znajduje się w pozycji „Udział w zysku jednostek wycenianych metodą praw własności”. Sumarycznie, we wszystkich projektach realizowanych przez Grupę przekazano 513 lokali (+44% r/r), w tym 133 lokale, które zostały zrealizowane na zlecenie Funduszu Mieszkań na Wynajem. W 2017 r. Spółka chciałaby przekazać ponad 800 lokali (181 przekazano już w 1Q17, +115% r/r), z czego 138 jest realizowanych na zlecenie ww. FMnW. Warto zaznaczyć, że w 2017 r. VTG zacznie przekazywać projekty warszawskie (Living Point Mokotów I oraz Dom Saski), dlatego można oczekiwać wyższego wzrostu przychodów w skali roku niż wynikałoby to z dynamiki wzrostu przekazywanych przez Grupę mieszkań (średnie jednostkowe ceny mieszkań w Warszawie są wyższe niż we Wrocławiu). Co więcej, na 2017 r. pozostało do przekazania jedynie 7 lokali w Centaurisie, a więc potencjalnie ok. 99% lokali, które mogą zostać przekazane w 2017 r. (vs. 67% w 2016 r.) zostanie uwzględnionych w rachunku zysków i strat już na poziomie przychodów.

Dynamicznie rośnie i dalej ma rosnąć sprzedaż lokali. W 2016 r. VTG sprzedało 812 lokali (+32% r/r), a w 1Q17 sprzedaż wyniosła 253 sztuki (+126% r/r bez uwzględnienia transakcji sprzedaży 138 lokali do FMnW oraz +1% r/r z uwzględnieniem tej transakcji). VTG chce sprzedać w tym roku ok. 900 lokali, a w 2018 r. – 1 000.

Spółka w 2016 r. wygenerowała 23 mln zł zysku brutto ze sprzedaży, co przekłada się na rentowność rzędu 20%. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły łącznie 10 mln zł przekładając się na rentowność EBIT na poziomie 11%. Dodatkowo, Spółka poniosła 3 mln zł kosztów finansowych i tyle samo wygenerowała zysku w jednostkach wycenianych metodą praw własności. Zyski te pochodziły z projektu Centauris, w którym VTG posiada 50% udziałów. W przyszłości zyski z tego projektu nie będą odgrywały istotnej roli, ponieważ w Centaurisie zostało już tylko 7 nieprzekazanych lokali (wg danych na koniec 2016 r.).

Przychody z działalności komercyjnej w 2016 r. wyniosły 16 mln zł (+13% r/r), a koszty operacyjne 12 mln zł, zatem zysk ze sprzedaży stanowił 24% przychodów segmentu. W minionym roku oddane do użytku zostały budynki A i D w projekcie Promenady Zita, co miało istotny wpływ na przeszacowanie nieruchomości inwestycyjnych (łącznie przeszacowania wyniosły 19 mln zł). Istotną rolę odegrało saldo działalności finansowej, które wyniosło -6 mln zł. Gdyby przy wyliczaniu zysku brutto nie uwzględniać przeszacowania, to strata przed opodatkowaniem wyniosłaby 2 mln zł, co by świadczyło o ujemnej rentowności tego segmentu. Warto dodać, że na saldo działalności finansowej wpływ miało oddanie budynku C w Promenadach Zita pod koniec 2015 r. (2016 r. był pierwszym pełnym rokiem w którym koszty odsetkowe przypisane do tego projektu były uwzględniane w rachunku zysków i strat) oraz umocnienie się EURPLN (finansowanie działalności komercyjnej z wyłączeniem budynku Delta 44 denominowane jest w euro). Oczekujemy poprawy wyników działalności komercyjnej w 2017 r. z uwagi na rozpoczęcie procesu komercjalizacji nowo oddanych biurów. W 1Q17 Spółka podpisała umowę najmu powierzchni biurowej w Promenadach Zita o wartości 24 mln zł w skali 5 lat od czerwca 2017 r. (12 euro / m²). Potencjał przychodów prezentuje poniższa tabela.

Projekt	Powierzchnia (m ²)	Poziom najmu (dane na koniec 3Q 16)	Roczny potencjał przychodów (tys. zł)*
Promenady Zita	22 218	50%	13 590
Promenady Epsilon	7 132	89%	4 465
Delta 44	4 213	88%	2 401
Grona Park	3 705	68%	1 508
RAZEM	37 268		21 964

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Vantage Development za 2016 r., Prezentacja inwestorska za 3Q 16, *zakładając docelowy poziom wynajmu 95% i utrzymanie bieżących stawek najmu

Analiza bilansu na koniec 2016 r.

Suma aktywów działalności deweloperskiej na koniec ubiegłego roku wyniosła 434 mln zł (+53% r/r), z czego 312 mln zł stanowiły zapasy (+110% r/r), a 71 mln zł gotówka (+74% r/r). Po stronie pasywów istotną rolę odgrywały zobowiązania finansowe (184 mln, +69% r/r) oraz kapitały własne (165 mln zł, +23% r/r). Dług netto w skali roku zwiększył się o 66% do 113 mln zł. Warto zwrócić uwagę na nominalne wzrosty zapasów i długu netto. W skali roku wartość zapasów wzrosła aż o 163 mln zł (z czego zapasy o wartości księgowej 43 mln zł zostały przetransferowane z nieruchomości inwestycyjnych niepracujących), podczas gdy dług netto wzrósł jedynie o 45 mln zł. Relacja długu netto do kapitałów własnych na koniec 2016 r. wyniosła 69%, tj. o 18 pkt. proc. więcej r/r. Analizując bilans segmentu deweloperskiego warto zwrócić także uwagę na wycenę udziałów w projekcie Centauris. Pomimo faktu, że na koniec 2016 r. w projekcie pozostawało zaledwie 7 lokali do przekazania, a Emitent posiadał 50% udziałów w Centaurisie, to wartość tych udziałów była wyceniana w bilansie Vantage Development na 14 mln zł. Centauris jest m.in. pożyczkodawcą dla spółek zależnych od Emitenta (12

mln zł na koniec 2016 r.), dlatego zakładam, że w Centarusie oprócz zapasów znajdowały się inne płynne aktywa jak m.in. pożyczka dla Emitenta.

W 2017 r. VTG planuje rozbudować portfel nieruchomości mieszkaniowych poprzez zakupy nieruchomości, pozwalające na realizację kolejnych 800 lokali. Przyglądając się bankowi ziemi można wysnuć wniosek, że Spółka będzie zainteresowana zakupami gruntów przede wszystkim w Warszawie. Zakładając, że w tym roku VTG zakupiłoby grunty pozwalające wybudować 600 lokali w Warszawie i 200 we Wrocławiu, po średniej cenie odpowiednio 2 000 zł / m² PUM (zbliżone do ceny gruntu w projekcie Vena Mokotów) oraz 1 100 zł / m² PUM (zbliżone do ceny gruntów w projektach Login City oraz Małopanewska), przyjmując średnią wielkość mieszkań na poziomie 50 m² PUM, to suma inwestycji wyniosłaby 71 mln zł.

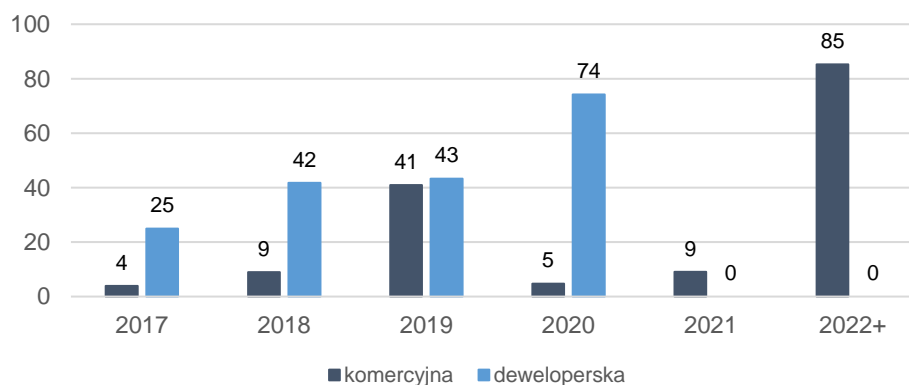
Struktura bilansu działalności komercyjnej nie uległa istotnym zmianom na przestrzeni ostatniego roku. Wartość księgową nieruchomości pracujących wynosiła 260 mln zł przy 123 mln zł długu netto. Dodatkowo, Spółka rozpoznaje nieruchomości inwestycyjne niepracujące (grunty), które mają wycenę księgową 75 mln zł i są wolne od długu. Relacja długu netto do kapitałów własnych dla segmentu komercyjnego wynosi 65% (vs. 57% na koniec 2015 r.), a wskaźniki LTV dla poszczególnych inwestycji pracujących przedstawia poniższa tabela.

Projekt	Wartość księgową (tys. zł)	Dług (tys. zł)	LTV
Promenady Zita	162 541	88 187	54%
Promenady Epsilon	55 771	40 225	72%
Delta 44	25 769	18 365	71%
Grona Park	13 302	6 147	46%
RAZEM	259 771	152 924	59%

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

Sumarycznie, skonsolidowany dług netto dla całej Grupy Kapitałowej wyniósł 236 mln zł, a relacja długu netto do kapitałów własnych była równa 67% (vs. 54% na koniec 2015 r.).

Harmonogram spłaty zadłużenia



Źródło: Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Vantage Development za 2016 r., obliczenia własne Michael/Ström DM, dane w mln zł

Suma zobowiązań finansowych VTG na koniec 2016 r. wynosiła 337 mln zł. Warto zwrócić uwagę, że po terminie spłaty ostatnich obligacji Spółki w 2020 r. zapadają kredyty o wartości 94 mln zł, które w całości są przypisane do działalności komercyjnej. Zatem do końca 2020 r. zapadają zobowiązania finansowe na kwotę 243 mln zł, z czego ok. 40 mln zł stanowi leasing biurowca Promenady Epsilon. Umowa leasingu zapada w 2019 r., ale przy obecnym poziomie komercjalizacji (89% wg prezentacji za 3Q 16) można założyć, że Spółka nie powinna mieć problemów z refinansowaniem tego projektu. Wyłączając leasing z harmonogramu spłat, do 2020 r. Spółce zapadnie nieco ponad 200 mln zł zobowiązań finansowych, podczas gdy skonsolidowane saldo środków pieniężnych na koniec 2016 r. wynosiło 101 mln zł.

Potencjał do generowania gotówki

Na koniec 2016 r. Spółka posiadała 617 lokali w ofercie oraz zapasy pozwalające na budowę ok. 1 830 lokali. Dodatkowo, liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych wynosiła 679, zatem łącznie Spółka miała potencjał do przekazania ok. 3 130 lokali z realizowanych już i planowanych projektów. Szczegóły dotyczące poszczególnych projektów przedstawia poniższa tabela (dane na 31.12.2016).

Projekt	Data oddania do użytku	Liczba lokali w projekcie	Liczba lokali niesprzedanych	Liczba lokali sprzedanych i nieprzekazanych
Centauris etap IV-V (WRO / w ofercie)	2016	136	1	6
Promenady Wrocławskie I (WRO / w ofercie)	2013	256	1	0
Promenady Wrocławskie II (WRO / w ofercie)	2014	224	1	0
Promenady Wrocławskie III (WRO / w ofercie)	2015	210	1	1
Promenady Wrocławskie IV (WRO / w ofercie)	2016	331	51	179
Promenady Wrocławskie V (WRO / w ofercie)	4Q17	195	92	103
Promenady Wrocławskie VI (WRO)	3Q18	285	285	0
Promenady Wrocławskie VII (WRO / FMnW)	4Q17	138	0	138
Promenady Wrocławskie VIII (WRO)	2019	209	209	0
Promenady Wrocławskie IX (WRO)	2019	124	124	0
Promenady Wrocławskie X (WRO)	2020	239	239	0
Nowe Żerniki (WRO / w ofercie)	2Q17	60	28	32
Login City (WRO)	2Q18	168	168	0
Małopanewska (WRO)	18/19/20	620	620	0
Nowy Gaj etap I (WRO / w ofercie)	3Q17	131	70	61
Nowy Gaj etap II (WRO / w ofercie)	2Q18	132	132	0
Living Point Mokotów I (WAR / w ofercie)	3Q17	173	75	98
Living Point Mokotów II (WAR / w ofercie)	1Q18	169	120	49
Vena Mokotów (WAR)	2Q18	186	186	0
Dom Saski (WAR / w ofercie)	4Q17	57	45	12
Razem		4 043	2 448	679

Źródło: Spółka, szacunki i obliczenia własne Michael/Ström DM

Spółka w 2017 r. chciałaby przekazać ponad 800 lokali. Zakładając, że w kolejnych trzech latach średnioroczny cel może się utrzymać na podobnym poziomie (na 2018 r. i kolejne lata nie ma podpisanych umów z FMnW), to w latach 2017-2020 przekazanych miałyby zostać 3 200 lokali, podczas gdy potencjał VTG do przekazania wynosił ok. 3 130 lokali. Szacuję, że z realizacji i przekazania wszystkich mieszkań, które są w potencjale Spółki, VTG mogłoby wygenerować ok. 422 mln zł przepływów pieniężnych netto. Kwota ta uwzględnia szacowane przychody ze sprzedaży lokali oraz oczekiwane nakłady na budowę lokali. Dodatkowo, wartość ta bierze pod uwagę otrzymane przedpłaty, zobowiązania handlowe oraz kredyty przypisane do poszczególnych projektów.

Tabela poniżej przedstawia wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto na: (i) ceny realizowane przez Spółkę w przyszłości (vs. nasze założenia) na lokalach, które na koniec 2016 r. nie były sprzedane, oraz (ii) liczbę sprzedanych w przyszłości lokali (vs. oferta + liczba lokali do wybudowania na gruntach w zapasach = ok. 2 450). Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 2016 r. zostaną w 100% przekazane klientom po zakładanych przez nas cenach.

mln zł		Realizowane ceny vs. założenia				
		-10%	-5%	0%	+5%	+10%
Sprzedaż lokali vs. potencjał	0%	339	380	422	464	505
	-5%	301	341	380	420	459
	-10%	264	301	339	376	414
	-15%	226	261	297	332	368
	-20%	189	222	255	289	322
	-25%	151	182	214	245	276
	-30%	114	143	172	201	230
	-35%	76	103	130	157	184
	-40%	39	64	89	114	139
	-45%	1	24	47	70	93
	-50%	-36	-16	5	26	47

Źródło: Spółka, Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK Vantage Development za 2016 r., szacunki i obliczenia własne Michael/Ström DM

Na koniec 2016 r. zadłużenie obligacyjne i pożyczki nieprojektowe (udzielone przez Centauris) przypisane do działalności deweloperskiej łącznie wyniosło 159 mln zł. Segment ten wygenerował w minionym roku łącznie 10 mln zł kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Zakładając, że co roku Spółka będzie wypłacała 10 mln zł dywidendy, a środki na jej wypłaty będą pochodziły z działalności deweloperskiej, to przybliżone roczne wydatki segmentu (bez uwzględniania zakupów nowych gruntów) będą wynosiły ok. 20 mln zł, co w skali czterech lat dałoby 80 mln zł. Wydatki te razem z zadłużeniem sumują się do 239 mln zł, a po odjęciu środków pieniężnych przypisanych do działalności deweloperskiej (71 mln zł) wynoszą 168 mln zł. Z analizy wrażliwości wynika, że przepływy z tego segmentu niezbędne do pokrycia ww. wydatków zostałyby wygenerowane, gdyby Spółka sprzedała i przekazała ok. 70% lokali (ok. 1 710 lokali) ze swojego potencjału sprzedażowego po zakładanych przez nas cenach. Szacunki te zakładają, że Spółka wybudowałaby wszystkie mieszkania jakie były w jej potencjale sprzedażowym na koniec 2016 r. (ok. 2 450). Oznacza to, że przy sprzedaży ok. 1 710 lokali i pokryciu ww. wydatków, Spółce pozostałoby ok. 735 gotowych do sprzedaży lokali, które byłyby wolne od długu. Warto zwrócić uwagę, że w aktywach tego segmentu znajdowały się jeszcze nieruchomości niepracujące (grunty) i udziały w Centaurisie o łącznej wartości księgowej 30 mln zł oraz 17 mln zł należności.

Z kolei działalność komercyjna najwięcej gotówki mogłaby wygenerować dzięki sprzedaży aktywów. Wartość księgową nieruchomości pracujących wynosiła 260 mln zł na koniec 2016 r., podczas gdy suma wszystkich zobowiązań tego segmentu wynosiła 184 mln zł. Trzeba także pamiętać, że do tej działalności przypisanych jest 30 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 75 mln zł. Jeśli chodzi o bieżącą działalność tego segmentu, to można oczekiwać kilku mln zł rocznych przepływów w perspektywie najbliższych lat, dlatego z punktu widzenia Obligatariuszy nie jest to istotne źródło generacji gotówki. Co istotne, co najmniej do sprzedaży któregośkolwiek z projektów komercyjnych Spółka nie zamierza inwestować w nowe projekty tego typu.

Notowane obligacje

Spółka na koniec 2016 r. miała wyemitowanych 8 serii obligacji, z czego 6 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 18 kwietnia 2017 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 13 kwietnia 2017 r. Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

	VTG0617 / F	VTG0518 / I	VTG0919 / K	VTD0919 / L	VTT0919 / M	VTG0120 / N
Wartość emisji (mln zł)	23,5	10,0	10,0	15,0	10,0	10,5
Wartość nominalna (zł)	1 000	100	1 000	1 000	100	100
Dzień wykupu	2017-06-16	2018-05-14	2019-09-10	2019-09-22	2019-09-22	2020-01-22
Stopa referencyjna	WIBOR3M	WIBOR6M	WIBOR3M	WIBOR3M	WIBOR6M	WIBOR3M
Marża	4,30%	4,30%	4,90%	4,30%	4,95%	4,32%
Cena zamknięcia	100,15	100,65	101,60	101,46	102,39	100,70
Rentowność do wykupu (YTM) brutto	5,06%	5,47%	5,91%	5,38%	5,69%	5,77%
Zabezpieczenie	hipoteka	hipoteka	brak	hipoteka	brak	brak
Prawo VTG do przedterminowego wykupu	tak	tak	tak	tak	tak	tak

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia własne Michael/Ström DM

Skonsolidowane dane finansowe

Rachunek zysków i strat (tys. zł)

	2014	2015	2016
Przychody ze sprzedaży	61 785	95 374	133 269
Przychody z nieruchomości inwe. pracujących	8 206	12 073	13 874
Przychody ze sprzedaży lokali	50 733	79 393	115 258
Pozostałe przychody	2 846	3 908	4 137
Koszt własny sprzedaży	-47 758	-70 507	-102 512
Koszty utrzymania nieruchomości inwe. pracujących	-2 719	-3 898	-4 711
Koszty wytworzenia sprzedanych lokali	-42 350	-61 257	-92 717
Pozostałe koszty	-2 689	-5 352	-5 084
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	14 027	24 867	30 757
Koszty sprzedaży	-5 024	-6 173	-9 404
Koszty ogólnego zarządu	-5 055	-6 789	-4 419
Zysk (strata) ze sprzedaży	3 948	11 905	16 934
Zysk (strata) z tytułu przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych pracujących do wartości godziwej	6 326	5 601	19 329
Zysk (strata) ze sprzedaży po przeszacowaniach	10 274	17 506	36 263
Zysk (strata) ze sprzedaży nieruchomości inwe.	-199	0	-275
Pozostałe przychody operacyjne:	4 542	2 626	2 405
- Aktualizacja wartości nieru. inwe. niepracujących	1 680	1 272	1 901
- Inne przychody operacyjne	2 862	1 354	504
Pozostałe koszty operacyjne:	-3 296	-3 354	-1 540
- Aktualizacja wartości nieru. inwe. niepracujących	-736	-1 587	-985
- Inne koszty operacyjne	-2 560	-1 767	-555
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	11 321	16 778	36 853
Przychody finansowe:	555	679	257
- Odsetki	555	670	257
- Inne	0	9	0
Koszty finansowe:	-5 536	-9 072	-9 045
- Odsetki	-3 494	-5 560	-6 386
- Aktualizacja wartości inwestycji	-6	0	-3
- Inne	-2 036	-3 512	-2 656
Udział w zysku (stracie) jednostek wycenianych metodą praw własności	-131	762	2 753
Zysk (strata) brutto	6 209	9 147	30 818
Podatek dochodowy	3 751	2 850	-5 498
Zysk (strata) netto	9 960	11 997	25 320

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

Rachunek przepływów pieniężnych (tys. zł)

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

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

Bilans (tys. zł)

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

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

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 18.04.2017 r.

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

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

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

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

Przed opublikowaniem raport został przekazany do Emitenta.

Raport:

- skierowany jest tak do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t.j: Dz. U. 2013 r. Poz. 1422) i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
 - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t.j.: Dz.U. z 2016 r. poz. 380),
 - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 2016 poz. 1715),
 - porady inwestycyjnej,
 - usługi doradztwa inwestycyjnego.

Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoby przygotowujące raport nie są zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoby przygotowujące raport i osoba blisko z nimi związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2015 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 poz. 94), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- Dom Maklerski wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski pełnił funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora emitenta dla Emitenta.

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

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

Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.

Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany lub w jakikolwiek sposób konsultowany z Komisją Nadzoru Finansowego.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl