

Vantage Development

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Vantage Development po wynikach za 2Q17 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji.

PROFIL SPÓŁKI:

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

Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
L	15	5,5%
M	10	5,8%
N	11	5,6%
O	65	n.d.
Suma	101	

- Gdyby spółka wybudowała wszystkie lokale w ramach obecnie realizowanych i planowanych projektów oraz sprzedała ok. 60% lokali z potencjału sprzedażowego (oferta + bank ziemi), to powinna być w stanie: (i) spłacić wszystkie zobowiązania przypisane do segmentu deweloperskiego, (ii) opłacić koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w okresie 3 lat (wtedy zapadają obligacje serii O), oraz (iii) wypłacać dywidendę w wysokości 10 mln zł rocznie. Przy tym poziomie sprzedaży spółce pozostałoby ok. 808 gotowych do sprzedaży i wolnych od długu lokali, pozostałe aktywa tego segmentu oraz wszystkie aktywa z działalności komercyjnej.
- Po terminie spłaty ostatnich obligacji spółki w 2020 r. zapadają kredyty o wartości 89 mln zł, które w całości są przypisane do działalności komercyjnej. Zatem w perspektywie 3 lat zapadają zobowiązania finansowe na kwotę 222 mln zł (w tym ok. 38 mln zł stanowi leasing biurowca Promenady Epsilon – oczekujemy refinansowania projektu). Wyłączając ww. leasing oraz uwzględniając posiadaną przez Vantage Development gotówkę, w ciągu 3 lat wymagalnych będzie ok. 127 mln zł zobowiązań finansowych netto.
- Potencjał do generowania gotówki z działalności komercyjnej tkwi w sprzedaży aktywów. Gdyby spółka sprzedała komercyjne nieruchomości pracujące po wycenie bilansowej i z otrzymanych środków spłaciłaby całość zobowiązań przypisanych do tego segmentu, to uwolnionych zostałoby 94 mln zł. Dodatkowo, do tej działalności przypisane są 4 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 70 mln zł (wolne od długu). Nie dostrzegamy znaczącego potencjału do generowania gotówki z bieżącej działalności tego segmentu. Co istotne, póki co spółka nie zamierza inwestować w nowe projekty komercyjne i obecnie nie buduje żadnego projektu tego typu.
- Skonsolidowany poziom długu netto do kapitałów własnych wynosi 71% (vs. 64% na koniec 1Q17). Średni wskaźnik LTV dla projektów komercyjnych wyniósł 59% (bez zmian kw/kw).
- Spółka posiada 57 mln zł gotówki, podczas gdy krótkoterminowe zobowiązania finansowe wynoszą 20 mln zł (+10 mln zł na przedterminową spłatę obligacji serii K). W 2017 r. spółka zamierza zwiększyć bank ziemi o 800 lokali. Szacujemy wydatki na zakupy nowych gruntów w kwocie ok. 50 mln zł.

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

W czerwcu 2017 r. miał miejsce przymusowy wykup akcji VTG. Na dzień publikacji sprawozdania finansowego spółki za 2Q17 (5 września 2017 r.) większościami akcjonariuszem był Grzegorz Dzik, który za pośrednictwem Nutit A.S. i Fedha sp. z o.o. posiadał łącznie 75,7% udziałów. Pakiet 20,8% akcji VTG poprzez Trade Bridge Czechy A.S. posiadał Józef Biegaj, a pozostałe 3,5% stanowiły akcje własne.

Przymusowy wykup akcji przyczyni się do delistingu akcji VTG z giełdy. Wykluczenie akcji z obrotu bezpośrednio naruszy kowenanty obligacji serii VTG0518 (I), VTT0919 (M) oraz VTG0120 (N) o łącznej wartości 30,5 mln zł. Z kolei naruszenie WEO obligacji serii VTG0919 (K) oraz VTD0919 (L) o łącznej wartości 25 mln zł miałyby miejsce w przypadku, gdyby przed terminem spłaty stały się wymagalne inne zobowiązania VTG (z wyłączeniem przedterminowego wykupu na żądanie emitenta) o wartości przekraczającej 5% skonsolidowanych kapitałów własnych (358 mln zł kapitałów własnych na koniec 2Q17, 5% z 358 = 18 mln zł).

Emitent ogłosił przedterminowy wykup obligacji serii VTG0518 (10 mln zł; brak premii) oraz VTG0919 (10 mln zł; premia 0,75%), których termin wcześniejszego wykupu ustalono na 3Q17. Żądania obligatariuszy mogą się zatem ograniczyć do kwoty 20,5 mln zł (serie M i N), co z przedterminowo wykupionymi seriami (I oraz K) daje łącznie 40,5 mln zł, podczas gdy na koniec 2Q17 VTG posiadało 57 mln zł w gotówce. Zarząd spółki przygotował się na możliwość delistingu akcji i ustalił z obligatariuszami obligacji serii O, że nie będą one wymagalne w przypadku zniesienia akcji spółki z giełdy, co wiązało się z podniesieniem marży z 4,15% do 4,9%.

Mimo rekomendacji zarządu i pozytywnej opinii Rady Nadzorczej co do wypłaty dywidendy w kwocie 8,1 mln zł, akcjonariusze zdecydowali o niewypłacie dywidendy. Niemniej jednak, w 3Q17 spółka nabyła akcje własne stanowiące 3,5% kapitału VTG od Fedha sp. z o.o. za kwotę 8,1 mln zł (3,7 zł na akcję, tj. po cenie z przymusowego wezwania).

Spółka rozwiązała przedwstępną umowę zakupu działki w Warszawie. Na terenie przy ulicy Kopalnianej miało powstać 200 mieszkań na powierzchni 1,6 ha. Cena działki została ustalona na 14,7 mln zł. Strony umowy oznajmiły, że nie będą wnosić wobec siebie żadnych roszczeń z tytułu zerwania umowy, co więcej, spółka nie dokonała żadnych wpłat na rzecz sprzedającego.

Spółka zależna VTG zawarła przedwstępną warunkową umowę nabycia prawa użytkowania wieczystego oraz udziałów w takim prawie dotyczącą nieruchomości we Wrocławiu przy ul. Stabłowickiej, w których skład wchodzi zabudowane nieruchomości gruntowe o powierzchni równej 2,3 ha. Na tej powierzchni spółka planuje wybudować 300 mieszkań. Cena nieruchomości to 8,8 mln zł. Przyrzeczona umowa ma zostać zawarta do 20 grudnia br.

Analiza rachunku zysków i strat za 2Q17

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

Działalność deweloperska (mieszkaniowa) w 2Q17 wygenerowała 12 mln zł przychodów ze sprzedaży lokali (+19% r/r), co wynikało z przekazania 32 lokali (+10% r/r) w projektach, które były realizowane przez spółki w 100% zależne od emitenta. Segment ten w 2Q17 wygenerował 2,2 mln zł zysku brutto ze sprzedaży (vs. 0,7 mln zł w 2Q16), co dało rentowność rzędu 18% (+12 pkt. proc. r/r). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły łącznie 3,8 mln zł przekładając się na ujemny wynik EBIT (analogicznie do 2Q16).

Spośród 32 przekazanych lokali w 2Q17, 31 mieszkań znajdowało się w projekcie Promenady Wrocławskie IV. Dodatkowo, 3 lokale zostały przekazane 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”. Na koniec 2Q17 VTG nie miało już żadnych lokali w projekcie Centauris. Sumarycznie, we wszystkich projektach realizowanych przez grupę przekazano 35 lokali (-3% r/r). W 2017 r. spółka chciałaby przekazać ponad 800 lokali, z czego 138 jest realizowanych na zlecenie Funduszu Mieszkań na Wynajem (planowany termin oddania tego projektu to 4Q17). Dodatkowo, w tym roku mają zostać oddane następujące projekty: Nowe Żerniki (3Q17; 60 lokali w projekcie z czego 55 na koniec 2Q17 było sprzedanych), Nowy Gaj etap I (3Q17; 131; 91), Living Point Mokotów I (3Q17; 173; 149), Promenady Wrocławskie V (4Q17; 195; 175) oraz Dom Saski (4Q17; 57; 25). Gdyby spółka do końca 2017 r. przekazała wyłącznie sprzedane na dzień 30 czerwca 2017 r. lokale z ww. projektów, to w całym roku liczba przekazanych wyniosłaby 849 (216 przekazanych po 1H17), zatem plany spółki wydają się realne. Ze sprzedanych i nieprzekazanych jeszcze lokali, które mają zostać ukończone do końca 2017 r. VTG powinno wygenerować 197 mln zł przychodów, co w sumie z 61 mln zł przychodów wygenerowanych z działalności deweloperskiej w 1H17 powinno się przełożyć na rekordowe wyniki w historii spółki.

Przychody z **działalności komercyjnej** w 2Q17 wyniosły 3,8 mln zł (+7% r/r), a koszty operacyjne 2,1 mln zł (+36% r/r), zatem zysk ze sprzedaży stanowił 44% (-14 pkt. proc. r/r) przychodów segmentu. W minionym kwartale miało miejsce przeszacowanie nieruchomości, które w rachunku zysków i strat VTG zostało zaksięgowane na kwotę -1,7 mln zł. Dodatkowo, saldo działalności operacyjnej i finansowej było ujemne (-1,5 mln zł) i rozpoznano zysk ze sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych (1,0 mln zł). Summa summarum, działalność komercyjna wygenerowała stratę netto rzędu 100 tys. zł. Oczekujemy poprawy wyników działalności komercyjnej w 2H17 z uwagi na rozpoczęcie procesu komercjalizacji nowo oddanych biurowców (Promenady Zita A+D). W 1Q17 Spółka podpisała umowę najmu powierzchni biurowej w Promenadach Zita o wartości 24 mln zł w okresie 5 lat od czerwca 2017 r. (12 euro / m²). Potencjał przychodów z biurowców prezentuje poniższa tabela.

Tabela: Projekty komercyjne – dane operacyjne

Projekt	Powierzchnia (m ²)	Poziom najmu (dane na koniec 2Q17)	Zmiana komercjalizacji kw/kw (pkt. proc.)	Roczny potencjał przychodów (tys. zł)*
Promenady Zita	22 210	72%	+25	13 590
Promenady Epsilon	7 132	95%	+4	4 465
Delta 44	4 213	73%	-27	2 401
Grona Park	3 932	57%	-11	1 508
RAZEM	37 487	75%	+12	21 964

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

Analiza bilansu na koniec 2Q17

Suma aktywów **działalności deweloperskiej** na koniec czerwca 2017 r. wyniosła 487 mln zł (+42 mln zł kw/kw), z czego 373 mln zł stanowiły zapasy (+53 mln zł kw/kw), a 53 mln zł gotówka (-18 mln zł kw/kw). Po stronie pasywów istotny udział stanowiły zobowiązania finansowe 163 mln zł (-21 mln zł kw/kw). W skali kwartału dług netto spadł o 3 mln zł do 110 mln zł. Kapitały własne na przestrzeni kwartału wzrosły o 34 mln zł na co główny wpływ miała korekta ich wartości. Relacja długu netto do kapitałów własnych na koniec 2Q17 wyniosła 59%, tj. o 15 pkt. proc. mniej kw/kw (spadek procentowy wynika z ww. korekty). Analizując bilans segmentu deweloperskiego warto zwrócić także uwagę na wycenę udziałów w projekcie Centauris. Pomimo faktu, że na koniec 2Q17 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 15 mln zł. Centauris jest m.in. pożyczkodawcą dla spółek zależnych od emitenta (13 mln zł na koniec 2Q17), dlatego zakładamy, że w Centaurisie znajdowały się głównie płynne aktywa jak m.in. pożyczka do VTG.

W 2017 r. VTG planuje rozbudować portfel nieruchomości mieszkaniowych poprzez zakupy nieruchomości, pozwalające na realizację kolejnych 800 lokali. W tym roku spółka podpisała jak na razie dwie umowy przedwstępne dotyczące zakupu nieruchomości, z czego jedną rozwiązała. Umowa, która nie została rozwiązana dotyczy grunty o powierzchni równej 2,3 ha znajdującej się we Wrocławiu przy ul. Stabłowickiej. Na gruncie spółka planuje wybudować 300 mieszkań. Cena nieruchomości to 8,8 mln zł, a przyrzeczona umowa ma zostać zawarta do 20 grudnia br. Przyglądając się bankowi ziemi można wysnuć wniosek, że spółka będzie zainteresowana dalszymi zakupami gruntów przede wszystkim w Warszawie. Zakładając, że w tym roku VTG zakupiłoby kolejne grunty pozwalające wybudować 300 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 41 mln zł (+8,8 mln zł na grunt przy ul. Stabłowickiej).

Na przestrzeni ostatniego kwartału wartość nieruchomości inwestycyjnych pracujących przypisanych do **działalności komercyjnej** spadła o 0,4 mln zł do 251 mln zł. Nieistotnie zmieniła się również suma zobowiązań finansowych (-1 mln zł kw/kw) do 147 mln zł. Natomiast istotnie zmalało saldo gotówki przypisanej do tego segmentu (z 30 do 4 mln zł), co przyczyniło się do wzrostu długu netto o 26 mln zł kw/kw do 144 mln zł. Dodatkowo, spółka rozpoznaje nieruchomości inwestycyjne niepracujące (grunty), które mają wycenę księgową 80 mln zł (70 mln zł przypisanych do segmentu komercyjnego) i są wolne od długu. W 2Q17 miało miejsce rozliczenie sprzedaży nieruchomości „Gamma Office” za cenę 10,8 mln zł, której wartość księgową na koniec 1Q17 wynosiła 9,86 mln zł. Relacja długu netto do kapitałów własnych dla segmentu komercyjnego wynosi 83%, tj. o 26 pkt. proc. więcej kw/kw, co w głównej mierze wynika z ww. korekty kapitałów własnych. Wskaźniki LTV dla poszczególnych inwestycji pracujących przedstawia poniższa tabela.

Tabela: Projekty komercyjne – dane finansowe

Projekt	Wartość księgowa (tys. zł)	Zmiana W.K. kw/kw (tys. zł)	Dług (tys. zł)	LTV	Zmiana LTV kw/kw (pkt. proc.)
Promenady Zita	155 715	268	86 047	55%	0%
Promenady Epsilon	54 524	-305	37 590	69%	0%
Delta 44	25 373	-336	18 031	71%	0%
Grona Park	12 856	-57	5 676	44%	0%
Pozostałe	2 415	27	0	0%	0%
RAZEM	250 883	-403	147 344	59%	0%

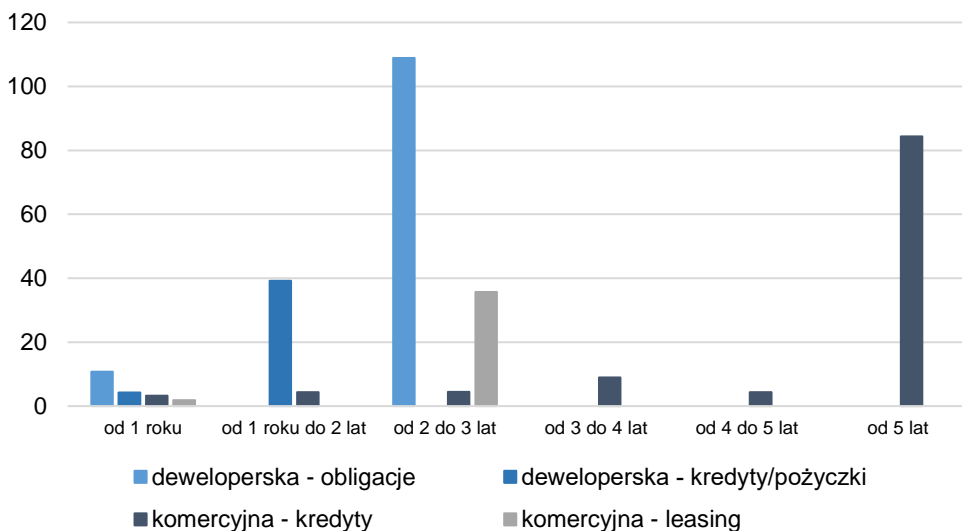
Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

Sumarycznie, skonsolidowany dług netto dla całej grupy kapitałowej wyniósł 253 mln zł (+23 mln zł kw/kw), a relacja długu netto do kapitałów własnych była równa 71% (vs. 64% na koniec 1Q17).

Harmonogram spłaty zadłużenia

Suma zobowiązań finansowych VTG na koniec 2Q17 wynosiła 310 mln zł (-22 mln zł kw/kw). Warto zwrócić uwagę, że po terminie spłaty ostatnich obligacji spółki w 2020 r. zapadają kredyty o wartości 89 mln zł, które w całości są przypisane do działalności komercyjnej. Zatem w perspektywie 3 lat zapadają zobowiązania finansowe na kwotę 222 mln zł, z czego ok. 38 mln zł stanowi leasing biurowca Promenady Epsilon. Umowa leasingu zapada w 2019 r., ale przy obecnym poziomie komercjalizacji (95%) można założyć, że spółka nie powinna mieć problemów z refinansowaniem tego projektu. Wyłączając leasing z harmonogramu spłat, w perspektywie 3 lat spółce zapadnie nieco ponad 184 mln zł zobowiązań finansowych, podczas gdy skonsolidowane saldo środków pieniężnych na koniec 2Q17 wynosiło 57 mln zł.

Wykres: Harmonogram spłaty zadłużenia



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

Potencjał do generowania gotówki

Tabela poniżej przedstawia wrażliwość oczekiwanych przepływów pieniężnych netto na: (i) ceny realizowane przez spółkę w przyszłości (vs. nasze założenia) na lokalach, które na koniec 2Q17 nie były sprzedane, oraz (ii) liczbę sprzedanych w przyszłości lokali (vs. oferta 807 lokali + liczba lokali do wybudowania na gruntach znajdujących w zapasach = ok. 2 019). Wyliczenia zakładają, że lokale sprzedane i nieprzekazane na koniec 2Q17 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%	343	377	410	444	478
	-5%	312	344	377	409	441
	-10%	282	312	343	373	404
	-15%	252	280	309	338	366
	-20%	221	248	275	302	329
	-25%	191	216	241	267	292
	-30%	160	184	208	231	255
	-35%	130	152	174	196	218
	-40%	100	120	140	160	181
	-45%	69	88	106	125	143
	-50%	39	56	73	89	106

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

Na koniec 2Q17 zadłużenie obligacyjne i pożyczki nieprojektowe (udzielone przez Centauris) przypisane do działalności deweloperskiej łącznie wyniosło 133 mln zł (-28 mln zł kw/kw). Segment ten generuje ok. 10 mln zł kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu rocznie. 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 perspektywie 3 lat dałoby 60 mln zł. Wydatki te razem z zadłużeniem sumują się do 193 mln zł, a po odjęciu środków pieniężnych przypisanych do działalności deweloperskiej (53 mln zł) wynoszą 139 mln zł. Z analizy wrażliwości wynika, że przepływy z tego segmentu niezbędne do pokrycia ww. wydatków i spłaty zadłużenia zostałyby wygenerowane, gdyby spółka sprzedała i przekazała ok. 60% lokali (ok. 1 211 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 2Q17 (ok. 2 019). Oznacza to, że przy sprzedaży ok. 1 211 lokali i pokryciu ww. wydatków, spółce pozostałoby ok. 808 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 25 mln zł oraz 18 mln zł należności.

Z kolei działalność komercyjna najwięcej gotówki mogłaby wygenerować dzięki sprzedaży aktywów. Wartość księgowa nieruchomości pracujących wynosiła 251 mln zł na koniec 2Q17, podczas gdy suma wszystkich zobowiązań tego segmentu wynosiła 157 mln zł. Trzeba także pamiętać, że do tej działalności przypisane są 4 mln zł środków pieniężnych oraz nieruchomości niepracujące (grunty) o wartości księgowej równej 70 mln zł. Jeśli chodzi o bieżącą działalność tego segmentu, to można oczekiwać kilku mln zł przepływów w perspektywie najbliższych lat, dlatego z punktu widzenia obligatariuszy nie jest to istotne źródło generacji gotówki. Co istotne, co najmniej do sprzedaży któregośkolwiek z projektów komercyjnych spółka nie zamierza inwestować w nowe projekty tego typu. Widać to w przepływach pieniężnych, a konkretnie w inwestycjach w nieruchomości oraz wartości niematerialne. W 1H17 wydatki te wyniosły 1,6 mln zł, podczas gdy w latach 2014-2016 wynosiły średniorocznie 43 mln zł. Naszym zdaniem jest to bardzo dobra wiadomość dla obligatariuszy, bowiem ograniczone inwestycje w segmencie komercyjnym (który nie generuje istotnych dla obligatariuszy przepływów pieniężnych) powinny przystopować wzrost zadłużenia spółki.

Notowane obligacje

Na dzień sporządzenia Raportu kredytowego spółka miała wyemitowane 4 serie obligacji, z czego 3 serie były notowane na rynku Catalyst. W tabeli poniżej znajdują się podstawowe informacje dotyczące każdej z notowanych serii. Obliczenia były przeprowadzane na dzień 11 września 2017 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 8 września 2017 r. Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

Tabela: Notowane obligacje Vantage Development

	VTD0919 / L	VTT0919 / M	VTG0120 / N
Wartość emisji (mln zł)	15,0	10,0	10,5
Wartość nominalna (zł)	1 000	100	100
Dzień wykupu	2019-09-22	2019-09-22	2020-01-22
Stopa referencyjna	WIBOR3M	WIBOR6M	WIBOR3M
Marża	4,30%	4,95%	4,32%
Cena zamknięcia	101,00	101,80	100,98
Rentowność do wykupu (YTM) brutto	5,5%	5,8%	5,6%
Zabezpieczenie	hipoteka	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)

	2014	2015	2016	1H17
Aktywa trwałe	390 982	411 435	382 359	363 934
Nieruchomości inwestycyjne pracujące	180 841	239 616	259 771	250 883
Nieruchomości inwestycyjne niepracujące	182 010	135 130	90 309	80 334
Akcje i udziały w jednostkach wycenianych metodą praw własności - Centauris	16 671	17 433	14 264	14 574
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	7 988	14 671	13 264	13 080
Pozostałe	3 472	4 585	4 751	5 063
Aktywa obrotowe	158 242	220 705	425 212	453 307
Zapasy	101 007	149 048	312 372	372 803
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	35 171	59 008	101 236	57 051
Należności krótkoterminowe	21 544	10 511	9 911	20 103
Pozostałe	520	2 138	1 693	3 350
Aktywa razem	549 224	632 140	807 571	817 241
Kapitał własny	323 425	337 438	354 677	358 491
Kapitał podstawowy	38 713	38 713	38 713	38 713
Zyski zatrzymane	277 251	287 211	291 091	316 411
Inne skumulowane całkowite dochody	-2 499	-483	-447	-220
Wynik finansowy za rok obrotowy	9 960	11 997	25 320	3 587
Zobowiązania długoterminowe	180 726	260 746	334 545	301 338
Obligacje długoterminowe	55 738	104 708	123 490	108 858
Długoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	80 140	92 164	146 579	145 708
Zobowiązania długoterminowe z tytułu leasingu finansowego	40 561	38 750	38 292	35 712
Przedpłaty na zakup lokali	0	14 150	13 796	0
Pozostałe	4 287	10 974	12 388	11 060
Zobowiązania krótkoterminowe	45 073	33 956	118 349	157 412
Obligacje krótkoterminowe	10 257	678	24 293	10 799
Krótkoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	3 132	3 877	2 596	7 481
Zobowiązania krótkoterminowe z tytułu leasingu finansowego	1 751	1 804	1 933	1 878
Przedpłaty na zakup lokali	8 380	6 832	42 096	79 908
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	20 055	18 997	45 192	54 532
Rezerwy krótkoterminowe	1 498	1 768	2 239	2 814
Pasywa razem	549 224	632 140	807 571	817 241
Dług brutto	191 579	241 981	337 183	310 436
Dług netto	156 408	182 973	235 947	253 385
Dług netto / Kapitały własne	48%	54%	67%	71%

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

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

	2014	2015	2016	1H17
Przychody ze sprzedaży	61 785	95 374	133 269	69 204
Przychody z nieruchomości	8 206	12 073	13 874	8 153
Przychody ze sprzedaży lokali	50 733	79 393	115 258	58 877
Pozostałe przychody	2 846	3 908	4 137	2 174
Koszt własny sprzedaży	-47 758	-70 507	-102 512	-50 710
Koszty utrzymania nieruchomości	-2 719	-3 898	-4 711	-2 950
Koszty wytworzenia sprzedanych lokali	-42 350	-61 257	-92 717	-44 492
Pozostałe koszty	-2 689	-5 352	-5 084	-3 268
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	14 027	24 867	30 757	18 494
Koszty sprzedaży	-5 024	-6 173	-9 404	-6 436
Koszty ogólnego zarządu	-5 055	-6 789	-4 419	-2 806
Zysk (strata) ze sprzedaży	3 948	11 905	16 934	9 252
Zysk (strata) z tytułu przeszacowania nieruchomości do wartości godziwej	6 326	5 601	19 329	-3 908
Zysk (strata) ze sprzedaży po uwzględnieniu przeszacowania nieruchomości	10 274	17 506	36 263	5 344
Zysk (strata) ze sprzedaży nieruchomości	-199	0	-275	994
Pozostałe przychody operacyjne	4 542	2 626	2 405	651
Pozostałe koszty operacyjne	-3 296	-3 354	-1 540	-205
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	11 321	16 778	36 853	6 784
Przychody finansowe	555	679	257	227
Koszty finansowe	-5 536	-9 072	-9 045	-3 193
Udział w zysku (stracie) jednostek wycenianych metodą praw własności	-131	762	2 753	310
Zysk (strata) brutto	6 209	9 147	30 818	4 128
Podatek dochodowy	3 751	2 850	-5 498	-541
Zysk (strata) netto	9 960	11 997	25 320	3 587

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

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

	2014	2015	2016	1H17
Przeplwy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-56 306	33 997	-35 996	-24 402
Zysk (strata) netto	9 960	11 997	25 320	3 587
Korekty razem	-66 266	22 000	-61 316	-27 989
(Zyski) straty z tytułu różnic kursowych	281	773	-3 312	586
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	2 939	4 890	6 125	2 453
(Zysk) strata z tytułu działalności inwestycyjnej	-7 591	-7 045	-19 870	2 911
Zmiana stanu rezerw	-3 453	4 832	4 410	-315
Zmiana stanu zapasów	-33 003	2 116	-115 654	-54 309
Zmiana stanu należności	-219	9 741	98	-10 182
Zmiana stanu zobowiązań, z wyjątkiem pożyczek i kredytów	-24 189	13 170	68 701	33 192
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-1 387	-7 275	520	-2 124
Inne korekty	356	798	-2 334	-201
Przeplwy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-41 041	-48 187	-14 191	8 981
Wpływy	6 324	883	21 106	11 198
Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne	2 965	230	2 182	10 975
Z aktywów finansowych	3 359	653	7 250	223
Inne wpływy inwestycyjne	0	0	11 674	0
Wydatki	-47 365	-49 070	-35 297	-2 217
Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne	-45 904	-47 738	-34 703	-1 586
Pozostałe	-1 461	-1 332	-594	-631
Przeplwy środków pieniężnych z działalności finansowej	81 154	38 027	92 415	-28 764
Wpływy	207 677	158 078	192 576	22 650
Zaciągnięcie kredytów i pożyczek	119 861	88 548	107 076	22 650
Zaciągnięcie zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	51 056	0	0	0
Emisja dłużnych papierów wartościowych	36 760	69 530	85 500	0
Wydatki	-126 523	-120 051	-100 161	-51 414
Dywidendy	0	0	-8 117	0
Splaty kredytów i pożyczek	-96 854	-76 632	-34 043	-14 837
Wykup dłużnych papierów wartościowych	-12 016	-29 900	-42 790	-28 500
Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	-9 734	-1 723	-1 842	-930
Odsetki	-7 184	-10 498	-13 369	-7 147
Inne wydatki finansowe	-735	-1 298	0	0
Przeplwy pieniężne netto, razem	-16 193	23 837	42 228	-44 185

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne DM Michael/Ström

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 11.09.2017 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 włożonym kapitale zakładowym w wysokości 815 591,49 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. z 2017 r. poz. 1219) i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
 - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t. j. : Dz.U. z 2017 r. poz. 459),
 - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów
 - porady inwestycyjnej,
 - usługi doradztwa inwestycyjnego.

Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoby przygotowujące raport nie są zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoby przygotowujące raport i osoba blisko z nimi związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2015 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t. j. : Dz.U. z 2016 poz.1636), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.
- Dom Maklerski 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 nie pełnił funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.

- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora 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 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 Dom Maklerski i Emitenta 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, 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