



**CI Games – CUBE.ITG – Ferratum – OT Logistics  
– Pragma Faktoring – Pragma Inwestycje – P.R.E.S.C.O. – Voxel**

**27.03.2015**

## Podsumowanie wyników za 4 kw. 2014r.

W niniejszym raporcie podsumowaliśmy wyniki finansowe za czwarty kwartał 2014r. opublikowane przez wybranych emitentów obligacji korporacyjnych.

- **CI Games** jeden z największych polskich producentów gier video opublikował wyniki, które nie spotkały się z wysokimi oczekiwaniami rynku. Negatywny wpływ na wyniki miała nieudana produkcja Enemy Front, z drugiej strony premiera gry Lords of the Fallen, która miała miejsce pod koniec października 2014r. pozwoliła Spółce wygenerować wysokie przychody w 4 kw. 2014r.
- Ostatni kwartał był udany dla **Cube.ITG**, która odnotowała istotny wzrost przychodów oraz zysków dzięki zamknięciu dużych kontraktów dla administracji publicznej.
- W 4 kw. 2014r. **OT Logistics** ponownie zaprezentowała dynamiczny wzrost przychodów będący efektem włączenia w 2014r. do Grupy C.Hartwig Gdynia oraz BTDG. Jednocześnie istotnie zwiększenie udziału niskomargowego biznesu spedycyjnego w całości przychodów przełożyło się na spadek rentowności w Grupie.
- **Ferratum Oyj** fińska grupa finansowa zajmująca się udzielaniem krótkoterminowych pożyczek konsumenckich zaprezentowała rekordowe wyniki za rok 2014. W ciągu roku firma zwiększyła liczbę klientów o 26% do 1 mln, świadcząc usługi w 20 krajach.
- **Pragma Faktoring** pokazała solidne wyniki za 4 kw. 2014r. Od 2013r. spółka wprowadza zmiany w modelu biznesowym dotyczące koncentracji działalności na usługach faktoringu, nadając transakcjom pożyczkowym charakter uzupełniający.
- **Pragma Inwestycje** powoli wygasza swoją działalność pożyczkową. W relacji do poprzedniego półrocza znacznie zmniejszyły się przychody spółki wynikające ze zmniejszenia skali jej działalności. Wartość pożyczek w należnościach zmniejszyła się o niemal 16 mln PLN r/r i 11 mln PLN w porównaniu do 1 pół 2014r.
- W 4 kw. 2014r. **P.R.E.S.C.O. Group** odnotowała spadek przychodów spowodowany zmianą w modelu operacyjnym oraz utrzymała wyniki EBIT i EBITDA poziomie podobnym do analogicznego okresu 2013r. W naszej ocenie rynek obrotu wierzytelnościami staje się coraz bardziej konkurencyjny, co może być w przyszłości czynnikiem powodującym osłabienie wyników małych i średnich graczy w tej branży.
- Spółka **Voxel** kolejny kwartał z rzędu pokazała słabe wyniki. Niepokojącym sygnałem może być fakt, że pomimo zapowiedzi poprawy wyników w ostatnim kwartale 2014r., znowu odnotowuje ona stratę netto i to znacznie wyższą aniżeli poprzednio.

### Adrianna Kocięda

Analitik  
adrianna.kocięda@nwai.pl  
tel: 22 201 97 66

### Grzegorz Balcerski

Makler Papierów Wartościowych  
grzegorz.balcerski@nwai.pl  
tel: 22 201 97 74

| 4 kw. 2014r.       | Przychody<br>(mln PLN) | Przychody<br>zmiana r/r | EBITDA<br>(mln PLN) | EBITDA<br>zmiana r/r | Zysk netto<br>(mln PLN) | Zysk netto<br>zmiana r/r | Dług netto<br>/ EBITDA<br>(x) | Wskaźnik<br>ogólnego<br>zadłużenia |
|--------------------|------------------------|-------------------------|---------------------|----------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------------|------------------------------------|
| CI Games           | 81,1                   | 1314%                   | 43,5                | n.d.                 | 22,4                    | n.d.                     | n.d.                          | 16%                                |
| Cube.ITG           | 55,2                   | 52%                     | 9,3                 | 47%                  | 5,7                     | 27%                      | 2,0                           | 60%                                |
| Ferratum (mln EUR) | 21,1                   | 43%                     | 3,5                 | 41%                  | 2,2                     | 1770%                    | 3,3                           | 73%                                |
| OT Logistics       | 220,9                  | 80%                     | 34,3                | 6%                   | 18,7                    | 1%                       | 2,1                           | 62%                                |
| P.R.E.S.C.O.       | 9,8                    | -10%                    | 2,0                 | 4%                   | 0,1                     | n.d.                     | 4,6                           | 35%                                |
| Pragma Faktoring   | 122,3                  | 33%                     | 2,1                 | 114%                 | 1,1                     | n.d.                     | 5,0                           | 58%                                |
| Pragma Inwestycje  | 3,0                    | -27%                    | 0,5                 | -80%                 | -0,9                    | -189%                    | 28,8                          | 92%                                |
| Voxel              | 33,5                   | 31%                     | 1,1                 | -75%                 | -2,7                    | -467%                    | 5,0                           | 52%                                |

Źródło: [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl), szacunki Nwai DM

Informacje dotyczące powiązań Nwai Dom Maklerski ze spółkami, będącymi przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

## CI Games

### Wyniki nie spotkały się z oczekiwaniami rynku

Ze względu na brak cykliczności wyników Spółki nie oceniamy 4 kw. 2014r. w porównaniu do 4 kw. 2013r.

CI Games jeden z największych polskich producentów gier video opublikował wyniki finansowe, które nie spotkały się z oczekiwaniami rynku, windowanymi sukcesem gry Lords of the Fallen. Jakkolwiek wyniki za sam 4 kw. 2014r. prezentują się atrakcyjne to w ujęciu rocznym kształtują się poniżej oczekiwań. Negatywny wpływ na wyniki miała nieudana produkcja Enemy Front, która obciążała marżę Spółki. Premiera gry Lords of the Fallen, która miała miejsce pod koniec października 2014r. pozwoliła Spółce wygenerować wysokie przychody w ostatnim kwartale roku, jednak 2 miesiące były zbyt krótkim okresem aby gra miała pełne przełożenie na zyski.

- W 4 kw. 2014r. Spółka osiągnęła przychody na poziomie 81,1 mln PLN, wygenerowane głównie w oparciu o sprzedaż gry "Lords of the Fallen". "Lords of the Fallen" miała debiut i została entuzjastycznie przyjęta na rynku, osiągając w pierwszym nakładzie sprzedaż do dystrybutorów w USA i Europie na poziomie 600 tys. egzemplarzy oraz 792 tys kopii w całym 4 kw. 2014r.
- Rozczarowujący wynik za cały 2014r. był efektem nieudanej produkcji Enemy Front, która nie cieszyła się powodzeniem u użytkowników oraz była przeznaczona na poprzednią generację konsol.
- Po wykupieniu w listopadzie 2014r. obligacji serii E, Spółka nie posiadała zadłużenia finansowego. Na dzień 31.12.2014r. CI Games raportowała gotówkę netto na poziomie 9,5 mln PLN. Spółka ma za sobą trzy emisje obligacji serii C, D i E, które zostały spłacone w terminie.
- Plany CI Games obejmują wydanie dodatku do gry „Ancient Labirynt” oraz produkcję wersji "Lords of the Fallen" na platformy mobilne. Rozpoczęto również prace nad produkcją 3 części kultowej gry Sniper Ghost Warrior, która ma mieć premierę w 1 poł. 2016r. Poprzednie edycje Snipera sprzedały się łącznie w nakładzie 5,5 mln sztuk generując przychody 264,4 mln PLN oraz zysk netto 127,3 mln PLN.

**Adrianna Kocięda**  
 Analityk  
 adrianna.kocięda@nwai.pl  
 tel: 22 201 97 66

| mln PLN                                | 4 kw.<br>2014r. | 4 kw.<br>2013r. | r/r            | 3 kw.<br>2014r. | q/q         | 2014r.       | 2013r.       | r/r            |
|--|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|----------------|
| <b>Przychody</b>                       | <b>81,1</b>     | <b>5,7</b>      | <b>1314,1%</b> | <b>2,1</b>      | <i>n.d.</i> | <b>109,0</b> | <b>107,3</b> | <b>1,6%</b>    |
| Zysk na sprzedaży                      | 41,0            | -3,9            | <i>n.d.</i>    | -3,5            | <i>n.d.</i> | 31,5         | 49,7         | -36,7%         |
| marża brutto                           | 50,5%           | -68,1%          |                | -169,1%         |             | 28,9%        | 46,3%        |                |
| PPO/PKO                                | - 4,4           | - 8,8           |                | - 0,4           |             | - 3,3        | - 9,1        |                |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>43,5</b>     | <b>-41,0</b>    | <i>n.d.</i>    | <b>-4,1</b>     | <i>n.d.</i> | <b>44,7</b>  | <b>1,2</b>   | <b>3701,6%</b> |
| marża EBITDA (%)                       | 53,7%           | -715,2%         |                | -195,6%         |             | 41,0%        | 1,1%         |                |
| <b>EBIT</b>                            | <b>22,8</b>     | <b>-15,6</b>    | <i>n.d.</i>    | <b>-7,1</b>     | <i>n.d.</i> | <b>2,4</b>   | <b>15,8</b>  | <b>-84,7%</b>  |
| marża EBIT (%)                         | 28,1%           | -271,5%         |                | -340,2%         |             | 2,2%         | 14,7%        |                |
| <b>Zysk netto</b>                      | <b>22,4</b>     | <b>-41,0</b>    | <i>n.d.</i>    | <b>-6,9</b>     | <i>n.d.</i> | <b>2,1</b>   | <b>29,7</b>  | <b>-93,0%</b>  |
| marża netto                            | 27,6%           | -715,0%         |                | -330,4%         |             | 1,9%         | 27,7%        |                |
| Przepływy z działalności operacyjnej   | 17,0            | 1,8             |                | 11,9            |             | 31,9         | 30,5         |                |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -5,0            | -10,6           |                | -7,1            |             | -27,4        | -31,0        |                |
| Przepływy z działalności finansowej    | -10,9           | 11,2            |                | -3,3            |             | -6,2         | -4,7         |                |
| <b>Przepływy pieniężne netto</b>       | <b>1,0</b>      | <b>2,4</b>      |                | <b>1,5</b>      |             | <b>-1,7</b>  | <b>-5,3</b>  |                |
| Dług netto                             | -9,5            | -5,5            |                | 2,3             |             |              |              |                |
| Dług netto / EBITDA (x)                | <i>n.d.</i>     | <i>n.d.</i>     |                | <i>n.d.</i>     |             |              |              |                |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia           | 0,16            | 0,18            |                | 0,32            |             |              |              |                |

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

### CUBE.ITG

#### Dobry kwartał dzięki rozliczeniu istotnych kontraktów

Ostatni kwartał roku, który jest z reguły najlepszym okresem dla spółek branży IT, był również udany dla CUBE.ITG. Spółka odnotowała istotny wzrost przychodów oraz wyników operacyjnych dzięki zamknięciu dużych kontraktów dla administracji publicznej.

- W ujęciu rocznym Spółka osiągnęła przychody zbliżone do 2013r. jednak kwartalne wzrosły one o 52,3% r/r głównie dzięki:
  - rozpoznaniu przychodów dwóch największych projektów z obszaru Telco i Utilities – Projektu Paszportyzacji Sieci Teletechnicznej realizowanego dla PSE S.A. oraz Projektu MOT realizowanego dla Integrated Solutions. Projekty te wygenerowały w 4 kw. 2014r. przychody w kwocie 2,8 mln PLN.
  - zakończeniu realizacji dużych projektów obejmujących dostawę infrastruktury IT min.: rozbudowę infrastruktury IT na rzecz Sądu Rejonowego w Lublinie (7,2 mln PLN); dostawę macierzy dyskowych dla NFZ (1,9 mln PLN), dostawę infrastruktury mobilnej dla PKP Przewozy Regionalne (1,0 mln PLN), dostawę Licencji dla Urban Polska (1,0 mln PLN) oraz dostawę infrastruktury i sprzętu komputerowego dla kilku klientów na łączną kwotę 11,2 mln PLN.
- W czwartym kwartale Spółka wykazała lepsze przepływy z działalności operacyjnej 19,5 mln PLN vs. 5,1 mln PLN w 4 kw. 2013r. Wynikało to z poprawy zmian w kapitale obrotowym – Spółka ściągnęła większość należności przypisanych do zamkniętych projektów dla sektora publicznego zamykanych pod koniec roku.
- Finansowe warunki emisji obligacji nie zostały naruszone. Wskaźnik dług netto/EBITDA wyniósł 2,0 (wartość graniczna to 4,0); wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 60% (wartość graniczna to 75,0%); wskaźnik dług netto/kapitał własny wyniósł 0,34 (wartość graniczna to 1,0).**

| Branża: IT |                      |                  |
|------------|----------------------|------------------|
| Seria      | Wartość emisji (mln) | Kupon            |
| CTG0417    | 3,5 PLN              | WIBOR 3M + 6,25% |

#### Adrianna Kocięda

Analitik  
adrianna.kocięda@nwai.pl  
tel: 22 201 97 66

| mln PLN                                | 4 kw. 2014r. | 4 kw. 2013r. | r/r          | 3 kw. 2014r. | q/q           | 2014r.       | 2013r.       | r/r           |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Przychody</b>                       | <b>55,2</b>  | <b>36,2</b>  | <b>52,3%</b> | <b>26,4</b>  | <b>109,3%</b> | <b>139,4</b> | <b>141,7</b> | <b>-1,6%</b>  |
| Zysk na sprzedaży                      | 19,0         | 19,3         | -1,6%        | 11,6         | 63,7%         | 56,4         | 66,7         | -15,5%        |
| marża brutto                           | 34,4%        | 53,2%        |              | 43,9%        |               | 40,4%        | 47,1%        |               |
| PPO/PKO                                | 1,5          | 1,4          |              | 0,8          |               | 2,6          | 1,8          |               |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>9,3</b>   | <b>6,3</b>   | <b>46,9%</b> | <b>0,4</b>   | <b>n.d.</b>   | <b>9,7</b>   | <b>10,4</b>  | <b>-6,3%</b>  |
| marża EBITDA (%)                       | 16,9%        | 17,5%        |              | 1,4%         |               | 7,0%         | 7,3%         |               |
| <b>EBIT</b>                            | <b>8,8</b>   | <b>5,9</b>   | <b>48,9%</b> | <b>0,0</b>   | <b>n.d.</b>   | <b>8,1</b>   | <b>8,4</b>   | <b>-3,8%</b>  |
| marża EBIT (%)                         | 16,0%        | 16,4%        |              | 0,0%         |               | 5,8%         | 6,0%         |               |
| <b>Zysk netto</b>                      | <b>5,7</b>   | <b>4,5</b>   | <b>26,7%</b> | <b>-0,6</b>  | <b>n.d.</b>   | <b>3,6</b>   | <b>4,9</b>   | <b>-26,6%</b> |
| marża netto                            | 10,4%        | 12,5%        |              | -2,5%        |               | 2,6%         | 3,4%         |               |
| Przepływy z działalności operacyjnej   | 19,5         | 5,1          |              | -5,2         |               | 14,0         | -42,4        |               |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | 0,1          | -0,1         |              | -0,5         |               | -0,3         | -0,8         |               |
| Przepływy z działalności finansowej    | -15,1        | -2,7         |              | 7,5          |               | -10,0        | 3,9          |               |
| <b>Przepływy pieniężne netto</b>       | <b>4,5</b>   | <b>2,3</b>   |              | <b>1,7</b>   |               | <b>3,7</b>   | <b>-39,2</b> |               |
| Dług netto                             | 19,3         | 24,2         |              | 25,8         |               |              |              |               |
| Dług netto / EBITDA (x)                | 2,0          | 2,3          |              | 2,2          |               |              |              |               |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia           | 0,60         | 0,58         |              | 0,51         |               |              |              |               |

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

## Ferratum Capital Poland

### Rekordowe wyniki Grupy Ferratum Oyj

Ferratum Oyj, fińska grupa finansowa zajmująca się udzielaniem krótkoterminowych pożyczek konsumenckich o wartości do 2 tys. EUR w swoim niezauważonym raporcie za rok 2014 zaprezentowała rekordowe wyniki. W ciągu roku firma zwiększyła liczbę swoich klientów o 26% do prawie 1 mln, świadcząc swoje usługi w 20 krajach i zatrudniając ponad 380 osób.

- Bardzo dynamicznie wzrosły przychody Grupy. Pod tym względem 4 kw. wypadł najlepiej ze wszystkich w roku 2014 – przychody w tym okresie wyniosły 21,1 mln EUR i były o 42,6% wyższe niż w analogicznym okresie roku 2013 i o 13,3% niż w poprzednim kwartale.
- Dynamiczny przyrost przychodów spółka zawdzięcza ekspansji geograficznej i dywersyfikacji portfela produktowego – spółka poszerzyła swoje usługi w ośmiu krajach o pożyczki ratalne, dzięki którym może je udzielać na wyższe kwoty spłacane przez dłuższy okres czasu.
- Znacząco wzrósł także wynik operacyjny spółki. EBITDA wzrosła ponad 40% r/r w 4 kw. 2014r. do poziomu 3,5 mln EUR (-8,5% q/q). W całym 2014r. było to 12,4 mln EUR (aż +58% r/r), co pozwoliło na wzrost marży EBITDA o 4 pp. do 17,6%.
- Wzrost efektywności operacyjnej Ferratum zawdzięcza polepszeniu się systemowi zarządzania ryzykiem kredytowym (system credit scoring – udzielanie pożyczek klientom będącym w stanie spłacić zobowiązanie). Przy zwiększeniu się należności z tytułu pożyczek o 38% r/r do poziomu 61,5 mln EUR spółka zmniejszyła wartość odpisów wartości udzielonych kredytów z 21,6 mln EUR do 20,4 mln EUR.
- W/w czynniki pozwoliły na osiągnięcie 2,2 mln EUR zysku netto w 4 kw. 2014. W całym 2014r. było to 6,8 mln EUR, co stanowi najlepszy wynik w historii spółki (3,5 mln PLN w 2013r.).
- **Warunki emisji obligacji nie zostały naruszone. Kowenanty ustalone w warunkach emisji zakładają: wskaźnik Dług netto/EBITDA 5,5 (spółka zanotowała 3,3) i wskaźnik Dług netto/Kapitały Własne 3 (spółka zanotowała 1,9).**

| Branża: Pożyczki |                      |                 |
|------------------|----------------------|-----------------|
| Seria            | Wartość emisji (mln) | Kupon           |
| FRR0517          | 20,5 PLN             | WIBOR 6M + 6,5% |
| FRR0615          | 10,38 PLN            | WIBOR 6M + 6,5% |

**Grzegorz Balcerski**  
 Makler Papierów Wartościowych  
 grzegorz.balcerski@nwai.pl  
 tel: 22 201 97 74

| mln EUR                                | 4 kw. 2014r. | 4 kw. 2013r. | r/r            | 3 kw. 2014r. | q/q          | 12 mies. 2014r. | 12 mies. 2013r. | r/r          |
|--|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|-----------------|-----------------|--------------|
| <b>Przychody</b>                       | <b>21,1</b>  | <b>14,8</b>  | <b>42,6%</b>   | <b>18,6</b>  | <b>13,3%</b> | <b>70,5</b>     | <b>58,2</b>     | <b>21,2%</b> |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>3,5</b>   | <b>2,5</b>   | <b>40,8%</b>   | <b>3,9</b>   | <b>-8,5%</b> | <b>12,4</b>     | <b>7,9</b>      | <b>58,2%</b> |
| marża EBITDA (%)                       | 16,7%        | 16,9%        |                | 20,7%        |              | 17,6%           | 13,5%           |              |
| <b>Zysk netto</b>                      | <b>2,2</b>   | <b>0,1</b>   | <b>1770,2%</b> | <b>1,6</b>   | <b>37,3%</b> | <b>6,8</b>      | <b>3,5</b>      | <b>90,9%</b> |
| marża netto                            | 10,3%        | 0,8%         |                | 8,5%         |              | 9,6%            | 6,1%            |              |
| Przepływy z działalności operacyjnej   | -3,4         | -3,6         |                | -1,3         |              | -9,9            | -8,2            |              |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -1,0         | -0,5         |                | -0,5         |              | -1,9            | -1,0            |              |
| Przepływy z działalności finansowej    | 3,1          | 19,5         |                | 0,9          |              | 2,7             | 25,1            |              |
| <b>Przepływy pieniężne netto</b>       | <b>-1,2</b>  | <b>15,3</b>  |                | <b>-0,8</b>  |              | <b>-9,1</b>     | <b>15,9</b>     |              |
| Dług netto                             | 40,9         | 28,3         |                | 36,8         |              |                 |                 |              |
| Dług netto / EBITDA                    | 3,3          | 3,6          |                | n.a.         |              |                 |                 |              |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia           | 0,73         | 0,78         |                | 0,74         |              |                 |                 |              |

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

## OT Logistics

### Oslabienie rentowności w segmencie spedycyjnym

W 4 kw. 2014r. Spółka ponownie zaprezentowała dynamiczny wzrost przychodów będący efektem włączenia w 2014r. do Grupy C.Hartwig Gdynia oraz BTDG. Jednocześnie istotnie zwiększenie udziału niskomargowego biznesu spedycyjnego w całości przychodów przełożyło się na spadek rentowności w Grupie. Wyniki operacyjne za 4 kw. 2014r. wartościowo kształtują się na poziomie podobnym do 4kw. 2013r., jednak po skorygowaniu ich o aktualizację wartości nieruchomości inwestycyjny obserwujemy istotną poprawę.

- Przychody w 4 kw. 2014r wzrosły o 79% r/r dzięki; (i) włączeniu do Grupy: C. Hartwig Gdynia oraz BTDG; (ii) realizacji wyższych wolumenów transportowanego węgla i kruszywo (łagodna zima sprzyjała żegludze), (iii) wyższej sprzedaży na rynku niemieckim.
- W ujęciu kwartalnym Spółka odnotowała spadek rentowności na poziomie operacyjnym marża EBITDA i EBIT spadły odpowiednio o 10,8pp i 8,9pp r/r. Po skorygowaniu wyników operacyjnych o aktualizację wartości nieruchomości inwestycyjnych (11,4 mln PLN w 4 kw. 2014r. i 20,3 mln PLN w 4 kw. 2013r.) marża EBIT i EBITDA rosną o odpowiednio: 2,5pp oraz 0,6pp r/r.
- Przychody w segmencie przewozów i usług transportowych w 4 kw. 2014r. wzrosły o 23% r/r, marża EBIT wzrosła o 7,0pp r/r, marża EBITDA spadła o 6,6pp r/r.
- Przychody w segmencie portowym wzrosły o 25% r/r, marża EBIT i EBITDA spadły odpowiednio o 1,8pp i 1,7pp.
- Pomimo podwojenia przychodów w segmencie spedycyjnym (+135% r/r), Spółka odczuła pogorszenie na poziomie operacyjnym. Marża EBITDA spadła z poziomu 20,5% w 4 kw. 2013r. do -0,5% w 4 kw. 2014r.
- Dzięki poprawie płynności Grupa odnotowała wzrost przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (32,1 mln PLN w 4 kw. 2014. vs. 16,5 mln PLN w 4 kw. 2013r.)
- Finansowe warunki emisji obligacji nie zostały naruszone. Wskaźnik dług netto/EBITDA wyniósł 2,1 (wartość graniczna to 3,5); wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 62% (wartość graniczna to 75,0%); marża EBITDA za 2014r. wyniosła 9,9% (wartość graniczna to min 5,0%).**

| Branża: Logistyczna |                      |                 |
|---------------------|----------------------|-----------------|
| Seria               | Wartość emisji (mln) | Kupon           |
| OTS0217             | 30 PLN               | WIBOR 6M + 4,0% |
| OTS0118             | 100 PLN              | WIBOR 6M + 3,9% |

**Adrianna Kocięda**  
 Analityk  
 adrianna.kocięda@nwai.pl  
 tel: 22 201 97 66

| mln PLN   | 4 kw. 2014r. | 4 kw. 2013r. | r/r          | 3 kw. 2014r. | q/q          | 2014r.       | 2013r.       | r/r          |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody</b>  | <b>220,9</b> | <b>122,8</b> | <b>79,8%</b> | <b>217,1</b> | <b>1,8%</b>  | <b>831,8</b> | <b>490,4</b> | <b>69,6%</b> |
| Zysk na sprzedaży   | 30,0         | 49,9         | -39,9%       | 32,2         | -6,8%        | 105,2        | 71,8         | 46,4%        |
| marża brutto  | 13,6%        | 40,6%        |              | 14,8%        |              | 12,6%        | 14,6%        |              |
| PPO/PKO   | 15,5         | 20,7         | -            | 0,83         |              | 18,4         | 23,6         |              |
| <i>w tym aktualizacja wartości nieruchomości inwestycyjnych</i> | <i>11,4</i>  | <i>20,3</i>  |              |              |              | <i>13,3</i>  | <i>20,3</i>  |              |
| <b>EBITDA</b>   | <b>34,3</b>  | <b>32,3</b>  | <b>6,0%</b>  | <b>21,7</b>  | <b>58,0%</b> | <b>82,0</b>  | <b>71,8</b>  | <b>14,2%</b> |
| marża EBITDA (%)  | 15,5%        | 26,3%        |              | 10,0%        |              | 9,9%         | 14,6%        |              |
| <b>EBIT</b>   | <b>24,9</b>  | <b>24,7</b>  | <b>0,7%</b>  | <b>14,0</b>  | <b>78,6%</b> | <b>52,8</b>  | <b>43,5</b>  | <b>21,6%</b> |
| marża EBIT (%)  | 11,3%        | 20,1%        |              | 6,4%         |              | 6,4%         | 8,9%         |              |
| <b>Skor. EBIT*</b>  | <b>13,6</b>  | <b>4,4</b>   | <b>207%</b>  | <b>14,0</b>  | <b>-3%</b>   | <b>39,6</b>  | <b>23,1</b>  | <b>71,0%</b> |
| skor. marża EBIT (%)  | 6,1%         | 3,6%         |              | 6,4%         |              | 4,8%         | 4,7%         |              |
| <b>Zysk netto</b>   | <b>18,7</b>  | <b>18,6</b>  | <b>0,6%</b>  | <b>7,8</b>   | <b>139%</b>  | <b>32,9</b>  | <b>28,3</b>  | <b>16,2%</b> |
| marża netto   | 8,5%         | 15,1%        |              | 3,6%         |              | 4,0%         | 5,8%         |              |
| Przepływy z działalności operacyjnej                            | 32,1         | 16,5         |              | 13,1         |              | 46,4         | 43,4         |              |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej                          | -4,1         | -13,7        |              | -50,7        |              | -61,3        | -21,5        |              |
| Przepływy z działalności finansowej                             | 8,4          | -5,2         |              | 0,1          |              | 40,8         | -8,1         |              |
| <b>Przepływy pieniężne netto</b>                                | <b>36,5</b>  | <b>-2,4</b>  |              | <b>-37,5</b> |              | <b>25,8</b>  | <b>13,8</b>  |              |
| Dług netto  | 169,4        | 90,1         |              | 191,2        |              |              |              |              |
| Dług netto / EBITDA (x)   | 2,1          | 1,3          |              | 2,4          |              |              |              |              |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia                                    | 0,62         | 0,50         |              | 0,61         |              |              |              |              |

\* EBIT skorygowany o wartość aktualizacji nieruchomości inwestycyjnych.

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

## Pragma Faktoring

### Wysoka dynamika zysków

Pragma Faktoring, spółka świadcząca usługi faktoringowe oraz pożyczkowe, pokazała solidne wyniki za czwarty kwartał tego roku. Od 2013 spółka wprowadza zmiany w modelu biznesowym dotyczące koncentracji działalności na usługach faktoringu, nadając transakcjom pożyczkowym charakter uzupełniający. Taki model najwyraźniej służy rezultatom osiąganym przez Pragma Faktoring.

- Przychody ze sprzedaży w 4 kwartale 2014 osiągnęły poziom 122,3 mln zł (+32,7% r/r; +1,5% q/q), narastająco za 12 miesięcy wyniosły one 427,0 mln zł (+25,9% r/r) – należy pamiętać że ten przychód w dużej mierze obciążają koszty faktoringu 407,3 mln PLN (95% przychodów brutto).
- W 4 kw. 2014r. wartość portfela faktoringowego stanowiła 75% portfela należności spółki. Segment ten wygenerował 4,1 mln PLN (+32,1% r/r) przychodu netto spółki w tym kwartale, tj. 81% przychodów netto ogółem. Widać zatem, że spółka postanowiła skoncentrować się na bardziej przychodowym biznesie, zmniejszając znaczenie segmentu pożyczek, cierpiącym na spadających stopach procentowych.
- Wynik EBITDA osiągnął poziom 2,1 mln zł w 4 kw. 2014r (+113,9% r/r) dzięki zwiększeniu przychodów przy utrzymaniu kosztów działalności operacyjnej na stałym poziomie (dźwignia operacyjna).
- Marża netto w 4 kw. 2014r. wyniosła 0,9% i była wyższa niż w poprzednim kwartale o 0,2 pp. odnotowując znaczną poprawę wobec straty netto w 4 kw. 2013r.
- Obecny wskaźnik ogólnego zadłużenia wynosi 0,58 i obserwuje się jego stabilizację. Aktywa emitenta charakteryzują się bardzo dużą płynnością – aktywa obrotowe stanowią 94% aktywów ogółem.
- Spółka w okresie ostatnich 3 miesięcy wykupiła 3 serie obligacji o łącznym nominale 40 mln PLN. Ponadto spółka uplasowała emisję 20 mln PLN obligacji serii E, prowadzona jest także procedura wprowadzenia na rynek kolejnych 10 mln PLN obligacji serii F.
- W dniu 31.12.2014r. doszło do połączenia emitenta ze spółką zależną Pragma Faktoring SA S.K.A., uzasadnionego względami optymalizacyjnymi. Zmiana widoczna jest w bilansie emitenta – zniknęła pozycja akcje i udziały.
- Finansowe warunki emisji obligacji nie zostały naruszone. Wskaźnik Dług Netto/Kapitały Własne wyniósł 1,16, podczas gdy wartości graniczne dla obligacji serii E to 2,5.**

| Branża: Usługi faktoringowe |                      |                 |
|-----------------------------|----------------------|-----------------|
| Seria                       | Wartość emisji (mln) | Kupon           |
| PRF1216                     | 20 PLN               | WIBOR 3M + 4,5% |

**Grzegorz Balcerski**  
 Makler Papierów Wartościowych  
 grzegorz.balcerski@nwai.pl  
 tel: 22 201 97 74

| mln PLN                                | 4 kw. 2014r. | 4 kw. 2013r. | r/r           | 3 kw. 2014r. | q/q          | 12 mies. 2014r. | 12 mies. 2013r. | r/r          |
|--|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|-----------------|-----------------|--------------|
| <b>Przychody</b>                       | <b>122,3</b> | <b>92,2</b>  | <b>32,7%</b>  | <b>120,4</b> | <b>1,5%</b>  | <b>427,0</b>    | <b>339,1</b>    | <b>25,9%</b> |
| Zysk brutto na sprzedaży               | 2,6          | 1,9          | 38,1%         | 2,6          | -1,9%        | 10,1            | 7,4             | 35,1%        |
| marża brutto                           | 2,1%         | 2,0%         |               | 2,2%         |              | 2,4%            | 2,2%            |              |
| PPO/PKO                                | -0,5         | -0,9         |               | -0,4         |              | -0,9            | -1,1            |              |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>2,1</b>   | <b>1,0</b>   | <b>113,9%</b> | <b>2,3</b>   | <b>-4,7%</b> | <b>9,4</b>      | <b>6,6</b>      | <b>42,5%</b> |
| marża EBITDA (%)                       | 1,8%         | 1,1%         |               | 1,9%         |              | 2,2%            | 1,9%            |              |
| <b>EBITDA skorygowana</b>              | <b>2,6</b>   | <b>1,9</b>   | <b>36,7%</b>  | <b>2,7</b>   | <b>-1,9%</b> | <b>10,3</b>     | <b>7,7</b>      | <b>34,0%</b> |
| skorygowana marża EBITDA               | 2,2%         | 2,1%         |               | 2,2%         |              | 2,4%            | 2,3%            |              |
| <b>Zysk netto</b>                      | <b>1,1</b>   | <b>-0,3</b>  | <i>n.a.</i>   | <b>0,9</b>   | <b>26,4%</b> | <b>4,0</b>      | <b>3,0</b>      | <b>31,9%</b> |
| marża netto                            | 0,9%         | -0,4%        |               | 0,7%         |              | 0,9%            | 0,9%            |              |
| Przepływy z działalności operacyjnej   | 2,6          | 1,0          |               | 0,6          |              | 8,91            | 6,4             |              |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -14,8        | 0,5          |               | 8,2          |              | -8,26           | -9,0            |              |
| Przepływy z działalności finansowej    | 14,7         | 1,3          |               | -9,9         |              | 1,25            | 4,4             |              |
| <b>Przepływy pieniężne netto</b>       | <b>2,6</b>   | <b>2,8</b>   |               | <b>-1,1</b>  |              | <b>1,91</b>     | <b>1,82</b>     |              |
| Dług netto                             | 47,1         | 58,0         |               | 48,4         |              |                 |                 |              |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)*         | 4,6          | 7,5          |               | 5,0          |              |                 |                 |              |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia           | 0,58         | 0,64         |               | 0,58         |              |                 |                 |              |

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI DM

## Pragma Inwestycje

### Znaczne pogorszenie wyników

Podstawowym segmentem działalności Pragma Inwestycje sp. z z.o. jest finansowanie m.in. transakcji kapitałowych, M&A i projektów inwestycyjnych, zazwyczaj poprzez udzielanie krótkoterminowych zabezpieczonych pożyczek o wartości do 10 mln PLN.

- W relacji do poprzedniego półrocza znacznie zmniejszyły się przychody spółki wynikające ze zmniejszenia skali jej działalności. Wartość pożyczek w należnościach zmniejszyła się o niemal 16 mln PLN r/r i 11 mln PLN w porównaniu do 1 pół 2014r.
- Spółka obecnie koncentruje się na monitorowaniu wiarygodności i zmniejszaniu wartości portfela pożyczek, co jest skutkiem otoczenia niskich stóp procentowych, obniżających zyskowność działalności pożyczkowej (ustawa antylichwiarska) i w związku z tym przesuwania zasobów kapitałowych w kierunku rentowniejszej działalności faktoringowej na poziomie GK Pragma Inkaso.
- W 2 półroczu 2014 jak i całym 2014r. na znaczne pogorszenie się wyniku EBITDA wpłynęły bardzo wysokie pozostałe koszty operacyjne, które obniżyły marżę EBITDA z 65,5% w 2 pół. 2013r. do 17,6% w analogicznym okresie roku 2014. PKO wynikały z odpisu aktualizującego wartość należności spółki (ponad 5 mln PLN za cały 2014r.)
- W/w odpis przełożył się także na stratę netto emitenta, która w zakończonym półroczu wyniosła 0,9 mln PLN wobec zysku netto w wysokości 1 mln PLN rok wcześniej.
- Dodatni przepływ z działalności operacyjnej w dużej mierze spółka zawdzięcza korekcie z tytułu zmiany stanu należności. Wysokie spłaty udzielonych pożyczek pozwoliły na pokrycie wypływu pieniądza w celu spłaty zobowiązań finansowych (w tym 10 mln PLN obligacji). Finalnie środki pieniężne na koniec okresu były o 0,1 mln PLN niższe niż na początku 2 półrocza 2014r.
- Spółka ma podpisaną z Pragmą Inkaso umowę o uruchomienie stałej linii pożyczkowej na finansowanie swojej działalności (co najmniej 20 mln PLN) w celu ograniczenia ryzyka dostępu do kapitału dłużnego.
- W październiku 2014 spółka terminowo wykupiła obligacje serii B o wartość nominalnej 10 mln PLN i jak informuje zarząd jest gotowa do wykupu zapadających w kwietniu br. obligacji serii C bez ich rolowania.
- Spółka charakteryzuje się bardzo wysokim wskaźnikiem ogólnego zadłużenia – 0,92. Niemal całość aktywów spółki stanowią aktywa obrotowe, które wyraźnie pokrywają zobowiązania bieżące emitenta – wskaźnik płynności bieżącej wynosi obecnie 1,88, choć nie do końca jasna jest jakość portfela pożyczkowego spółki, co należy mieć na uwadze.

| Branża: |                      | Pożyczki          |  |
|---------|----------------------|-------------------|--|
| Seria   | Wartość emisji (mln) | Kupon             |  |
| PIN0415 | 10 PLN               | WIBOR 6M + 4,5%   |  |
| PIN1016 | 10 PLN               | WIBOR 6M + 4,5-5% |  |

**Grzegorz Balcerski**

Makler Papierów Wartościowych  
 grzegorz.balcerski@nwai.pl  
 tel: 22 201 97 74

| mln PLN                                | 2 pół. 2014r. | 2 pół. 2013r. | r/r            | 1 pół. 2014r. | pół./pół.     | 12 mies. 2014r. | 12 mies. 2013r. | r/r            |
|--|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|----------------|
| <b>Przychody</b>                       | <b>3,0</b>    | <b>4,1</b>    | <b>-27,4%</b>  | <b>3,4</b>    | <b>-12,0%</b> | <b>6,4</b>      | <b>8,5</b>      | <b>-25,5%</b>  |
| Zysk brutto na sprzedaży               | 2,5           | 3,1           | -19,7%         | 2,8           | -13,2%        | 5,3             | 6,8             | -21,7%         |
| marża brutto                           | 83,1%         | 75,1%         |                | 84,1%         |               | 83,6%           | 79,6%           |                |
| PPO/PKO                                | -1,9          | -0,4          |                | -2,5          |               | -4,5            | -0,4            |                |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>0,5</b>    | <b>2,7</b>    | <b>-80,5%</b>  | <b>0,3</b>    | <b>58,8%</b>  | <b>0,9</b>      | <b>6,4</b>      | <b>-86,6%</b>  |
| marża EBITDA (%)                       | 17,6%         | 65,5%         |                | 9,8%          |               | 13,4%           | 75,0%           |                |
| <b>EBITDA skorygowana</b>              | <b>2,5</b>    | <b>3,1</b>    | <b>-19,7%</b>  | <b>2,8</b>    | <b>-13,2%</b> | <b>5,3</b>      | <b>6,8</b>      | <b>-21,7%</b>  |
| skorygowana marża EBITDA               | 83,1%         | 75,1%         |                | 84,2%         |               | 83,7%           | 79,6%           |                |
| <b>Zysk netto</b>                      | <b>-0,9</b>   | <b>1,0</b>    | <b>-189,0%</b> | <b>-1,4</b>   | <b>-36,7%</b> | <b>-2,3</b>     | <b>2,3</b>      | <b>-198,7%</b> |
| marża netto                            | -29,4%        | 24,0%         |                | -40,8%        |               | -35,5%          | 26,8%           |                |
| Przepływy z działalności operacyjnej   | 2,8           | 2,1           |                | 4,5           |               | 7,26            | 2,8             |                |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | 8,3           | 2,0           |                | 5,9           |               | 14,21           | -7,6            |                |
| Przepływy z działalności finansowej    | -11,2         | -4,6          |                | -10,3         |               | -21,46          | 2,5             |                |
| <b>Przepływy pieniężne netto</b>       | <b>-0,1</b>   | <b>-0,5</b>   |                | <b>0,1</b>    |               | <b>0,01</b>     | <b>-2,35</b>    |                |
| Dług netto                             | 24,6          | 43,2          |                | -0,2          |               |                 |                 |                |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)*         | 4,6           | 6,4           |                | 5,0           |               |                 |                 |                |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia           | 0,92          | 0,91          |                | 0,92          |               |                 |                 |                |

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI DM

## P.R.E.S.C.O. Group

### Ekspansja w Rosji oraz zmiana modelu operacyjnego

W 4 kw. 2014r. spółka P.R.E.S.C.O. Group odnotowała spadek przychodów spowodowany zmianą w modelu operacyjnym oraz utrzymała wyniki EBIT i EBITDA poziomie podobnym do analogicznego okresu 2013r. Nasze obawy budzi rozpoczęcie działalności na rynku rosyjskim, która może wiązać się z ryzykiem kursowym. W 2014r. P.R.E.S.C.O. powołała do życia spółkę zależną w Moskwie jednocześnie przeszacowując w dół wartość wierzycielności rosyjskich (-1,4 mln PLN) z powodu osłabienia rubla. W naszej ocenie rynek obrotu wierzycielnościami staje się coraz bardziej konkurencyjny, co może być w przyszłości czynnikiem powodującym osłabienie wyników małych i średnich graczy w tej branży.

- Przychody Spółki w 4 kw. 2014r. spadły o 9,8 % r/r zaś w całym 2014r. o 27,1% r/r. ze względu na przejście z modelu opartego na egzekucji komorniczej na procesy polubowne.
- Spółka zwraca uwagę na poprawę marż operacyjnych jednak dotychczasowe oszczędności z tytułu niższych kosztów sądowych i egzekucyjnych są równe spadkowi przychodów z tytułu zmiany modelu operacyjnego. W rezultacie wartościowo wyniki operacyjne pozostają na podobnym poziomie. W 4 kw. 2014r. marża EBIT wzrosła +2,3pp r/r; marża EBITDA o +2,7pp r/r, jednak wartościowo EBIT w 4 kw. 2014r. wyniósł 1,8 mln PLN vs. 1,7 mln PLN w 4 kw. 2013r.
- Spółka postrzegając rynek rosyjski jako perspektywiczny powołała do życia spółkę zależną w Moskwie a także zakupiła portfel wierzycielności konsumenckich o wartości nominalnej 159,5 mln PLN. Jednocześnie ze względu na osłabienie rubla dokonała ujemnej aktualizacji pakietów zakupionych w Rosji na kwotę -1,4 mln PLN.
- Aktualizacja wszystkich pakietów wierzycielności w 2014r. obejmowała weryfikację prognoz wpływów – 5, 2 mln PLN oraz weryfikację stopy dyskontowej 5,8 mln PLN.
- W 2014r. wartość nominalna nabytych portfeli wyniosła 132,2 mln PLN (+125% r/r), inwestycje wyniosły 16 mln PLN (+14% r/r). Spółka w 2014r. kupiła 14 portfeli wierzycielności w Polsce oraz jeden w Rosji.
- Finansowe warunki emisji obligacji nie zostały naruszone. Wskaźnik dług netto/kapitały własne wyniósł 0,39, podczas gdy jego wartość graniczna to 2,0.

| Branża: Wierzycielności |                      |                 |
|-------------------------|----------------------|-----------------|
| Seria                   | Wartość emisji (mln) | Kupon           |
| PRE0815                 | 10 PLN               | WIBOR 6M + 5%   |
| PRE1117                 | 35 PLN               | WIBOR 6M + 4,4% |

**Adrianna Kocięda**  
 Analityk  
 adrianna.kocięda@nwai.pl  
 tel: 22 201 97 66

| mln PLN                                | 4 kw. 2014r. | 4 kw. 2013r. | r/r          | 3 kw. 2014r. | q/q           | 2014r.       | 2013r.      | r/r           |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|-------------|---------------|
| <b>Przychody</b>                       | <b>9,8</b>   | <b>10,8</b>  | <b>-9,8%</b> | <b>8,2</b>   | <b>19,8%</b>  | <b>45,0</b>  | <b>61,8</b> | <b>-27,1%</b> |
| Zysk na sprzedaży                      | 2,8          | 2,2          | 29,5%        | 2,4          | 16,5%         | 11,5         | 15,7        | -26,5%        |
| marża brutto                           | 28,6%        | 19,9%        |              | 29,5%        |               | 25,6%        | 25,4%       |               |
| PPO/PKO                                | 0,0          | 0,0          |              | 0,0          |               | 0,2          | 0,0         |               |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>2,0</b>   | <b>2,0</b>   | <b>3,8%</b>  | <b>1,7</b>   | <b>23,3%</b>  | <b>9,5</b>   | <b>13,4</b> | <b>-28,9%</b> |
| marża EBITDA (%)                       | 20,8%        | 18,1%        |              | 20,2%        |               | 21,2%        | 21,7%       |               |
| <b>EBIT</b>                            | <b>1,8</b>   | <b>1,7</b>   | <b>2,9%</b>  | <b>1,7</b>   | <b>8,9%</b>   | <b>8,6</b>   | <b>12,6</b> | <b>-31,6%</b> |
| marża EBIT (%)                         | 18,4%        | 16,1%        |              | 20,2%        |               | 19,1%        | 20,4%       |               |
| <b>Zysk netto</b>                      | <b>0,1</b>   | <b>-0,3</b>  | <b>n.a.</b>  | <b>0,2</b>   | <b>-45,3%</b> | <b>2,0</b>   | <b>5,1</b>  | <b>-60,9%</b> |
| marża netto                            | 1,0%         | -2,8%        |              | 2,2%         |               | 4,4%         | 8,2%        |               |
| Przepływy z działalności operacyjnej   | -8,8         | -5,5         |              | 10,3         |               | 19,5         | 18,4        |               |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | 12,2         | 4,5          |              | -8,9         |               | -1,2         | -2,4        |               |
| Przepływy z działalności finansowej    | -3,3         | -8,9         |              | -21,7        |               | -28,6        | -13,0       |               |
| <b>Przepływy pieniężne netto</b>       | <b>0,2</b>   | <b>-9,9</b>  |              | <b>-20,4</b> |               | <b>-10,3</b> | <b>3,1</b>  |               |
| Dług netto                             | 44,2         | 53,7         |              | 45,9         |               |              |             |               |
| Dług netto / EBITDA (x)                | 4,6          | 4,0          |              | 4,9          |               |              |             |               |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia           | 0,35         | 0,41         |              | 0,35         |               |              |             |               |

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM



### Voxel

#### Wzrost sprzedaży, niższe zyski

Voxel gromadzi pod swoimi skrzydłami sieć podmiotów świadczących usługi radiologii i diagnostyki obrazowej oraz spółkę Alteris, dostarczającą systemy informatyczne do placówek medycznych. Spółka kolejny kwartał z rzędu pokazała słabe wyniki. Niepokojącym sygnałem może być fakt, że pomimo zapowiedzi poprawy wyników w ostatnim kwartale 2014r., znowu odnotowuje ona stratę netto i to znacznie wyższą aniżeli poprzednio.

- Przychody w 4 kwartale znacząco wzrosły do 33,5 mln zł (+30,5% r/r; +32,8% q/q). Za cały 2014r. przychody spółki wyniosły 102,9 mln (-0,3% r/r). Do wzrostu przychodów w równym stopniu przyczyniły się segmenty usług medycznych i produktów informatycznych.
- Spółka odnotowała jednak wyraźny spadek rentowności na poziomie operacyjnym osiągając w 4 kw. 2014r. poziom EBITDA 1,1 mln zł (-58,9% r/r; -74,7% q/q).
- Spadek rentowności Grupy usprawiedliwiany jest słabszymi niż oczekiwane wynikami spółki Alteris, która nie zanotowała sygnalizowanej w sprawozdaniu za poprzedni kwartał poprawy. Za rok 2014 segment produktów informatycznych i wyposażenia pracowni wygenerował 5,4 mln PLN straty operacyjnej (2 mln straty za sam 4 kw.), przy sprzedaży rzędu 31,8 mln PLN (w samym 4 kw. 16,4 mln).
- Tak słaby performance tego w/w segmentu wynika m.in. z bardzo wysokich kosztów SG&A na niego przypadających – w sumie ok. 11,5 mln PLN, z czego prawie 10 mln PLN to koszty administracyjne.
- Oslabienie wyników operacyjnych miało swoje bezpośrednie przełożenie na wynik netto grupy. W 4 kwartale spółka poniosła stratę netto w wysokości 2,7 mln zł (vs. zysk 0,7 mln zł w 4 kw. 2013r.).
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia od kilku kwartałów jest stabilny i utrzymuje się na poziomie 0,5.
- CF spółki był w poprzednich latach obciążony przez wydatki inwestycyjne, które nie są już planowane na kolejne okresy.
- Finansowe warunki dotyczące emisji obligacji nie zostały naruszone. Wartość zobowiązań oprocentowanych wyniosła 58, mln PLN i nie przekroczyła wyznaczonych 70 mln PLN.**

| Branża: Usługi medyczne |                      |                 |
|-------------------------|----------------------|-----------------|
| Seria                   | Wartość emisji (mln) | Kupon           |
| VOL0716                 | 10 PLN               | WIBOR 6M + 4,5% |
| VOX0716                 | 12 PLN               | WIBOR 6M + 5%   |

**Grzegorz Balcerski**  
Makler Papierów Wartościowych  
grzegorz.balcerski@nwai.pl  
tel: 22 201 97 74

| mln PLN                                | 4 kw. 2014r. | 4 kw. 2013r. | r/r            | 3 kw. 2014r. | q/q           | 12 mies. 2014r. | 12 mies. 2013r. | r/r           |
|--|--------------|--------------|----------------|--------------|---------------|-----------------|-----------------|---------------|
| <b>Przychody</b>                       | <b>33,5</b>  | <b>25,7</b>  | <b>30,5%</b>   | <b>25,2</b>  | <b>32,8%</b>  | <b>102,9</b>    | <b>103,2</b>    | <b>-0,3%</b>  |
| Zysk brutto na sprzedaży               | 4,8          | 7,4          | -34,2%         | 4,9          | -1,8%         | 23,1            | 26,3            | -12,2%        |
| marża brutto                           | 14,4%        | 28,6%        |                | 19,5%        |               | 22,4%           | 25,4%           |               |
| PPO/PKO                                | -2,0         | -0,3         |                | -0,3         |               | -2,5            | 1,0             |               |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>1,1</b>   | <b>4,3</b>   | <b>-74,7%</b>  | <b>2,6</b>   | <b>-58,9%</b> | <b>11,6</b>     | <b>16,4</b>     | <b>-28,9%</b> |
| marża EBITDA (%)                       | 3,2%         | 16,7%        |                | 10,5%        |               | 11,3%           | 15,9%           |               |
| <b>EBITDA skorygowana</b>              | <b>3,1</b>   | <b>4,6</b>   | <b>-33,3%</b>  | <b>2,9</b>   | <b>3,6%</b>   | <b>14,2</b>     | <b>15,3</b>     | <b>-7,7%</b>  |
| skorygowana marża EBITDA               | 9,1%         | 17,8%        |                | 11,7%        |               | 13,8%           | 14,9%           |               |
| <b>Zysk netto</b>                      | <b>-2,7</b>  | <b>0,7</b>   | <b>-466,6%</b> | <b>-1,1</b>  | <b>-</b>      | <b>-3,4</b>     | <b>3,0</b>      | <b>-</b>      |
| marża netto                            | -7,9%        | 2,8%         |                | -4,5%        |               | -3,3%           | 3,0%            |               |
| Przepływy z działalności operacyjnej   | 10,1         | 9,3          |                | 1,3          |               | 20,74           | 8,3             |               |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -1,9         | -9,0         |                | -1,1         |               | -16,47          | -29,9           |               |
| Przepływy z działalności finansowej    | -8,0         | 17,1         |                | -0,2         |               | -4,14           | 16,9            |               |
| <b>Przepływy pieniężne netto</b>       | <b>0,2</b>   | <b>17,5</b>  |                | <b>0,0</b>   |               | <b>0,13</b>     | <b>-4,75</b>    |               |
| Dług netto                             | 58,0         | 56,1         |                | 64,5         |               |                 |                 |               |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)*         | 5,0          | 3,4          |                | 4,2          |               |                 |                 |               |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia           | 0,52         | 0,49         |                | 0,51         |               |                 |                 |               |

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

## Objaśnienie używanej terminologii fachowej

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS  
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji  
EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA  
EV - dług netto + wartość rynkowa (EV - wartość ekonomiczna)  
BOOK VALUE - wartość księgowa  
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent  
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży  
marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży  
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

## Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Zgodnie z wiedzą Analityków, przedstawiciele NWAI Dom Maklerski S.A. nie zasiadają w zarządzie, radzie nadzorczej spółki będącej przedmiotem niniejszego raportu. Inwestorzy powinni zakładać, że NWAI Dom Maklerski ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy niniejszy raport.

NWAI Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla instrumentów finansowych wyemitowanych przez Cube.ITG, OT Logistics oraz CI Games i z tego tytułu otrzymuje wynagrodzenie od spółki. NWAI Dom Maklerski S.A. jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych wyemitowanych przez emitenta. Ponadto w ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAI Dom Maklerski S.A. pełnił funkcję oferującego dla instrumentów oferowanych przez spółek Cube.ITG oraz CI Games i otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.

Analityk sporządzający niniejszy dokument nie posiada instrumentów finansowych opisywanych w tym raporcie, ani jakichkolwiek instrumentów pochodnych z nim związanych. Pomiędzy analitykiem i jego osobami bliskimi a spółką, której raport dotyczy nie występują jakiegokolwiek powiązania.

## Pozostałe klauzule

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAI Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAI Dom Maklerski jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAI Dom Maklerski, a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAI Dom Maklerski w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Szczegółowe warunki sporządzania Rekomendacji określa Regulamin sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak NWAI Dom Maklerski nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania rekomendacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez NWAI Dom Maklerski bez uzgodnienia ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Rekomendacja mogła zostać udostępniona spółce jedynie w celu weryfikacji dotyczących jej faktów. NWAI Dom Maklerski nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. NWAI Dom Maklerski może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza.

Niniejszy raport został w zamierzeniu przygotowany i przeznaczony do udostępnienia klientom profesjonalnym w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz. U z 2014 r, poz. 94, z późn. zm.), może być także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa. NWAI Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.