



**Admiral Boats - BEST - Fast Finance - Kleba Invest
- Kredyt Inkaso - Mera - PCZ - Wind Mobile**

18.02.2015

Podsumowanie wyników za 4 kw. 2014r.

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

- W branży obrotu wierzytelnościami przeważały pozytywne nastroje. Końcówka roku była zdecydowanie udana dla Spółki Kredyt Inkaso, która odnotowała wzrost przychodów oraz poprawę marż zarówno na poziomie operacyjnym i netto. Bardzo dobre wyniki pokazała również Spółka BEST, której przychody wzrosły w 4 kw. 2014r. o 61,9% r/r a zysk do poziomu 22,0 mln PLN (vs. 7,1 mln PLN w 4 kw. 2013r.) dzięki zwiększeniu portfela wierzytelności oraz objęciu pełnej kontroli nad BEST II NSFIZ. Fast Finance w po raz kolejny raporcie kwartalnym pokazuje lekko słabnące wyniki sprzedażowe oraz istotny wzrost zysku netto wynikający głównie ze wzrostu wartości certyfikatów funduszu Fast Finance NS FIZ.
- Polski Holding Medyczny ostatnim kwartale odnotował spadki przychodów oraz pogorszenie rentowności. Spółce nie udało się osiągnąć prognozowanych w połowie ubiegłego roku rocznych przychodów (99,8 mln PLN), natomiast zaraportowano zysk 18,8 mln PLN (powyżej prognozy 11,7 mln PLN).
- Wind Mobile w 4 kwartale 2014r. pokazała rekordowe wyniki sprzedażowe, będące rezultatem m.in. dalszej konsolidacji ze spółką Software Mind. Pośredni wpływ na wyniki ma także cykliczność w branży, w związku z czym końcówka roku to okres realizacji większości przychodów. Spółce nie udało zrealizować się prognoz 9 mln zysku na koniec roku – w sprawozdaniu wykazała nieco ponad 7 mln PLN.
- Spółka MERA, jeden z największych producentów schodów w Polsce, kolejny kwartał z rzędu opublikował solidne wyniki finansowe. Poprawie wyników sprzyja koniunktura w branży drzewnej oraz dodatkowe finansowanie, które Spółka pozyskała poprzez emisję obligacji.
- Spółka Admiral Boats, producent łodzi rekreacyjnych, zaprezentowała słabe wyniki za 4 kw. 2014r., obciążone akwizycją Stoczni Tczew, której modernizacja wciąż generuje wysokie zapotrzebowanie na nakłady inwestycyjne.
- Kleba Invest, spółka działająca w obszarze realizacji i komercjalizacji nieruchomości, pokazała solidne wyniki za 4 kw. 2014r. Zysk netto wyniósł 9,2 mln PLN przy przychodach 11,0 mln PLN (spółka zdecydowaną większość swoich przychodów pokazuje z pozostałych przychodach operacyjnych, wynoszących 10,8 mln PLN, w tej kategorii zaksięgowywana jest sprzedaż nieruchomości komercyjnych inwestorom zewnętrznym, stanowiące główne źródło dochodów).

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 (mln PLN)	Przychody zmiana r/r	EBITDA (mln PLN)	EBITDA zmiana r/r	Zysk netto (mln PLN)	Zysk netto zmiana r/r	Dług netto / EBITDA (x)	Wskaźnik ogólnego zadłużenia
Admiral Boats	5,6	-0,5	-0,3	-1,3	0,0	n.a.	3,3	59%
BEST	40,5	62%	21,8	189%	22,0	382%	2,3	53%
Fast Finance	6,6	-1%	3,4	-1%	3,7	76%	4,4	83%
Kleba Invest	0,2	n.a.	8,7	n.a.	9,2	n.a.	4,6	73%
Kredyt Inkaso	27,4	30%	19,5	36%	12,2	58%	4,5	61%
MERA	15,3	-8%	2,4	37%	0,7	16%	4,5	53%
PCZ	17,1	-6%	0,9	-97%	9,4	-61%	n.a.	20%
Wind Mobile	23,7	605%	6,4	81%	4,4	86%	0,8	37%

Źródło: 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.

Admiral Boats

Wyniki pod znakiem wysokich inwestycji

Admiral Boats, producent łodzi rekreacyjnych i sportowych oraz serwisant lodołamaczy, a od niedawna wytwórca produktów z laminatu technicznego i konstrukcji stalowych, zaprezentował wyniki za 4 kw. 2014. Wpływ na nie niewątpliwie ma zrealizowana akwizycja Stoczni Tczew, której modernizacja wciąż generuje wysokie zapotrzebowanie na nakłady inwestycyjne. Ponadto spółka musi zmierzyć się z kwietniowym wykupem (lub zrolowaniem, co równie prawdopodobne) obligacji o wartości nominalnej 10,7 mln PLN.

Branża:		Produkcja	
Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon	
ADB0415	5,3 PLN	9,50%	
ADM0415	5,4 PLN	WIBOR 3M + 7,2%	

- Przychody ze sprzedaży w roku 4 kw. 2014 wyniosły 5,9 mln PLN., co oznacza spadek 50,1 % w porównaniu do roku poprzedniego. Wynikał on w dużej mierze ze zmniejszenia się liczby sprzedanych łodzi (z 274 do 121), spowodowanej zmianami zasad współpracy z dealerem w Niemczech oraz brakiem realizacji dostaw produktów do Rosji.
- Odnotowany został wzrost zysku brutto ze sprzedaży i tym samym poprawa marży brutto ze sprzedaży o 10 pp. w całym roku. Osiągnięte to zostało dzięki sprzedaży lepiej wyposażonych, wysokomarżowych modeli łodzi oraz znacznemu obniżeniu kosztów wytworzenia sprzedanych produktów.
- Niższy niż przed rokiem wynik EBITDA wynikają z wysokich nakładów wciąż ponoszonych na modernizację stoczni w Tczewie. Ukształtowały się one na poziomach odpowiednio -0,3 mln PLN (-125,7% r/r). Symboliczny zysk netto wyniósł 0,03 mln PLN.
- Przepływy pieniężne netto osiągnęły poziom -0,3 mln PLN. Widoczna jest znaczna poprawa w obrębie Cash Flow'ów z działalności operacyjnej (7,4 mln PLN w 4 kw. 2014r. wobec -7,0 mln PLN w 2013r.), która niemal całkowicie pokrywa zapotrzebowanie na nakłady inwestycyjne (głównie modernizacja stoczni) i spłatę finansowania.
- Obniżyły się wskaźniki płynnościowe emitenta, wynikające głównie z przeklasyfikowania zapadających w kwietniu 2015 obligacji o wartości nominalnej 10,7 mln PLN ze zobowiązań długoterminowych na krótkoterminowe (obecnie notowane po 97,6 – 99,0 procent wartości nominalnej).
- **Spółka spóźniła się o jeden dzień roboczy z wykupem obligacji serii D w styczniu, nie naruszono kowenantów finansowych. Wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł w ostatnim kwartale 0,59, a spółka osiągnęła 0,7 mln PLN zysku netto. Wartości graniczne ustalone w warunkach emisji to odpowiednio 0,75 oraz -2 mln.**

mln PLN	4 kw. 2014r.	4 kw. 2013r.	r/r	3 kw. 2014r.	q/q	12 mies. 2014r.	12 mies. 2013r.	r/r
Przychody	5,6	11,1	-50,1%	9,3	-39,9%	39,1	48,5	-19,4%
Zysk brutto na sprzedaży	1,4	3,3	-56,1%	4,7	-69,7%	14,2	12,7	11,4%
marża brutto	25,8%	29,3%		51,2%		36,3%	26,2%	
PPO/PKO	-0,8	-1,1		-2,1		-6,2	-1,4	
EBITDA	-0,3	1,0	-125,7%	1,7	-115,6%	4,1	7,5	-45,9%
marża EBITDA (%)	-4,8%	9,3%		18,5%		10,4%	15,5%	
Zysk netto	0,03	-0,5	n.a.	0,2	-81,2%	0,7	2,3	-70,3%
marża netto	0,6%	-4,3%		1,9%		1,7%	4,7%	
Przepływy z działalności operacyjnej	7,4	-7,0		0,4		3,4	0,9	
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-6,1	-9,7		-3,4		-8,4	-28,6	
Przepływy z działalności finansowej	-1,6	9,3		3,6		4,8	26,7	
Przepływy pieniężne netto	-0,3	-7,4		0,5		-0,1	-1,0	
Dług netto	33,8	28,6		35,1				
Dług netto / EBITDA	8,4	3,8		2,9				
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,59	0,59		0,60				

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

BEST

Podwojenie wyniku dzięki objęciu 100% w BEST II NSFIZ.

BEST S.A., spółka z głównego parkietu warszawskiej GPW, specjalizująca się w obrocie i zarządzaniu wierzytelnościami nieregularnymi, opublikowała zaskakująco dobre wyniki finansowe za 4 kw. 2014r. Kwartalne przychody wzrosły o 61,9% r/r, zaś zysk do poziomu 22,0 mln PLN z 7,1 mln PLN w 3 kw. 2013r. Tak istotna poprawa wyników jest rezultatem zwiększenia portfela wierzytelności oraz konsolidacją wyniku BEST II NSFIZ.

- Sprzedaż w 4 kw. 2014r. odnotowała istotny wzrost do poziomu 40,5 mln PLN (+61,9% r/r; +40,6% q/q). Na przychody w 4 kw. 2014r. miały wpływ:
 - Wyższe przychody z tytułu wzrostu wartości udziału jednostek współkontrolowanych w wysokości 7,8 mln PLN (vs. 3,9 mln PLN w 4 kw. 2013r.)
 - Niższe przychody z tytułu umorzenia certyfikatów w wysokości 8,0 mln PLN (vs. 9 mln PLN w 4 kw. 2013r.)
 - Wyższa korekta wartości godziwej wierzytelności w wysokości -4,5 mln PLN (vs. -3,5 mln PLN w 4 kw. 2013r.)
- Wartość wierzytelności nabytych na koniec 2014r. wynosiła 251,0 mln PLN vs. 116,6 mln PLN na koniec 2013r.
- W 4 kw. 2014r. Grupa BEST objęła kontrolę nad BEST II NSFIZ (zwiększając swój udział z 17,03% do 100%), co przełożyło się na wzrost wyniku o 8,7 mln PLN ze względu na wzrost wartości aktywów netto tego funduszu.
- W lutym 2015 r. Emitent podjął uchwałę o wykonaniu opcji wcześniejszego wykupu wszystkich obligacji serii H i I, o wartości nominalnej odpowiednio 10 mln PLN i 15 mln zł. Dzień wykupu obligacji serii H ustalony został na 11 marca 2015 roku, a obligacji serii I na 28 marca 2015 roku.
- W 2014 roku. BEST planuje wyemitowanie obligacji o łącznej wartości emisyjnej nie wyższej niż 35 mln PLN, oprocentowane według zmiennej stopy WIBOR 3M + 3,3%.
- Kowenanty finansowe nie zostały naruszone. Wskaźnik Dług Netto/Kapitały Własne wyniósł 0,8, podczas gdy wartości graniczne dla obligacji serii H, I, K1 i K2 to 2,5 a dla serii G 2,0.**

Branża:	Windykacje	
Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon
BST0418	45 PLN	WIBOR 3M + 3,8%
BST0516	39 PLN	WIBOR 6M + 4,7%
BST0916	14,7 PLN	9,0%
BST1018	50 PLN	6,0%

mln PLN	4 kw. 2014r.	4 kw. 2013r.	r/r	3 kw. 2014r.	q/q	2014r.	2013r.	r/r
Przychody	40,5	25,0	61,9%	28,8	40,6%	123,2	131,4	-6,2%
Zysk na sprzedaży	21,1	7,1	198,8%	11,9	77,7%	67,3	79,5	-15,3%
marża brutto	52,1%	28,2%	+23,9pp	41,2%	+10,9pp	54,6%	60,5%	-5,9pp
PPO/PKO	-0,2	0,0		-0,1		0,1	0,8	
EBITDA	21,8	7,5	188,7%	12,5	74,6%	70,0	82,1	-14,7%
marża EBITDA (%)	53,8%	30,1%	+23,6pp	43,3%	+10,4pp	56,8%	62,5%	-5,6pp
EBIT	21,0	7,1	197,4%	12,6	66,9%	67,3	80,3	-16,1%
marża EBIT (%)	51,8%	28,2%	+23,6pp	43,6%	+8,2pp	54,7%	61,1%	-6,4pp
Zysk netto	22,0	4,6	382,4%	8,5	160,0%	58,7	69,7	-15,8%
marża netto	54,2%	18,2%	+36,0pp	29,3%	+24,9pp	47,7%	53,1%	-5,4pp
Przepływy z działalności operacyjnej	-46,7	10,4		-10,7		-44,5	16,0	
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,7	-0,1		-2,9		-8,4	-1,9	
Przepływy z działalności finansowej	26,9	11,6		-3,1		70,2	6,6	
Przepływy pieniężne netto	-21,4	8,7		-16,7		17,3	7,5	
Dług netto	160,8	58,0		69,4				
Dług netto / EBITDA (x)	2,3	0,7		1,2				
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,53	0,45		0,45				

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

Fast Finance

Poprawa zysku netto dzięki wzrostowi wartości certyfikatów inwestycyjnych funduszu Fast Finance NS FIZ

Czwarty kwartał 2014r. był kolejnym okresem, kiedy Fast Finance – podmiot działający na rynku skupu i odzyskiwania wierzytelności detalicznych, zaprezentował słabnącą sprzedaż, powtarzalne wyniki operacyjne i poprawę wyniku netto.

- W 4 kwartale 2014r. przychody ze sprzedaży nieznacznie spadły w ujęciu rocznym do poziomu 6,6 mln PLN (-1,3 r/r; +1,5% q/q) ze względu zmniejszenie wartości spraw związanych z inkasem wierzytelności w porównaniu do analogicznego okresu 2013r.
- Koszty zarządu w 4 kw. wzrosły o 22% r/r do poziomu 3,4 mln PLN z powodu wzrostu kosztów operacyjnych bezpośrednio związanych z obsługą zarządzanych portfeli.
- Wynik netto za 4 kw. 2014r. wyniósł 3,7 mln PLN vs. 2,1 mln PLN w 4 kw. 2013r. Istotny wzrost zysku netto wynika z dodatniego salda z działalności finansowej 2,1 mln PLN w 4 kw. 2014r. vs. -0,6 mln PLN w 4 kw. 2013r. Wzrost przychodów finansowych wynika ze wzrostu wartości certyfikatów inwestycyjnych funduszu Fast Finance NS FIZ (wartość 2,9 mln PLN) oraz odsetek od pożyczek w wysokości 3,7 mln PLN.
- W czwartym kwartale 2014 r. podmiot zależny Fast Finance NS FIZ nabył portfel wierzytelności detalicznych o łącznej wartości nominalnej 2,5 mln PLN. Łączna wartość obsługiwane portfela wierzytelności wynosi 500 mln PLN wg stanu na koniec 2014 r.
- W dniu 23 marca 2014r. zapadają obligacje serii D o wartości 30 mln PLN. Spółka rozważa refinansowanie zapadających w marcu obligacji.
- Kowenanty finansowe nie zostały naruszone. Wskaźnik Dług Netto/Kapitał Własny na koniec 2014r. wyniósł 1,13 (wartość graniczna dla obligacji serii D to 3,0, dla pozostałych serii to 2,5).**

Branża: Wierzytelności		
Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon
FFI0116	10,85	WIBOR 6M + 7,00%
FFI0315	30	WIBOR 6M + 7,50%
FFI0916	3,87	WIBOR 6M + 7,00%
FFI1116	8,6	WIBOR 6M + 7,00%

mln PLN	4 kw. 2014r.	4 kw. 2013r.	r/r	3 kw. 2014r.	q/q	2014r.	2013r.	r/r
Przychody	6,6	6,7	-1,3%	6,5	1,5%	27,3	27,9	-2,2%
Zysk na sprzedaży	5,9	6,0	-1,1%	5,9	0,9%	24,5	25,1	-2,1%
marża brutto	89,9%	89,7%	+0,2pp	90,5%	-0,6pp	89,9%	89,7%	+0,1pp
PPO/PKO	0,7	0,0		0,3		1,2	0,5	
EBITDA	3,4	3,4	-0,9%	3,1	7,2%	13,4	14,1	-5,3%
marża EBITDA (%)	50,9%	50,7%	+0,2pp	48,2%	+2,7pp	49,0%	50,6%	-1,6pp
EBIT	3,2	3,2	0,2%	3,0	7,7%	12,9	13,6	-5,4%
marża EBIT (%)	49,0%	48,3%	+0,8pp	46,2%	+2,8pp	47,1%	48,6%	-1,6pp
Zysk netto	3,7	2,1	75,7%	2,2	70,1%	10,1	8,2	22,8%
marża netto	56,0%	31,4%	+24,5pp	33,4%	+22,6pp	37,0%	29,5%	+7,5pp
Przepływy z działalności operacyjnej	10,7	2,6		-0,4		19,1	15,6	
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-5,3	-0,8		-5,7		-15,0	-5,1	
Przepływy z działalności finansowej	-2,3	-0,7		1,1		-3,6	-8,5	
Przepływy pieniężne netto	3,1	1,0		-5,1		0,6	2,0	
Dług netto	59,4	56,4						
Dług netto / EBITDA (x)	4,4	4,0						
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,83	0,85						

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

Kleba Invest

Pokażne zyski za czwarty kwartał

Kleba Invest to stosunkowo młoda spółka z New Connect działająca w obszarze realizacji i komercjalizacji nieruchomości na terenie Polski w mniejszych ośrodkach miejskich. Głównym segmentem działalności emitenta jest budowa parków handlowych („Prima Park”), które realizowane są obecnie w celu późniejszej odsprzedaży inwestorom zewnętrznym z wykorzystaniem spółek celowych. W kolejnych latach spółka zamierza zarządzać częścią budowanych nieruchomości i czerpać korzyści z ich najmu. Kleba Invest zajmuje się także projektami marketów spożywczych (m.in. Biedronka), co stanowi jej drugorzędny obszar działalności.

- Dopiero roczny staż na rynku publicznym Grupy Kapitałowej sprawia, że brak jest danych porównawczych dotyczących poprzednich okresów, oraz że elementy sprawozdania finansowego spółki nie są jeszcze do końca wyklarowane.
- Przychody ze sprzedaży w 4 kw. 2014r. wyniosły 0,2 mln PLN (za cały rok było to 0,7 mln PLN). Składają się na nie przychody z czynszów najmu zrealizowanych parków handlowych. Spółka do końca roku 2014 roku zrealizowała 21 obiektów komercyjnych, obecnie emitent zajmuje się komercjalizacją 4 kolejnych „Prima Parków”.
- Zdecydowaną większość swoich przychodów spółka pokazuje z pozostałych przychodach operacyjnych. W 2014 spółka wygenerowała ich 10,8 mln PLN, z czego 10,1 mln PLN to przychody z ostatniego kwartału (zazwyczaj w tym kwartale finalizowane są projekty spółki). W tej kategorii zaksięgowywana jest sprzedaż nieruchomości komercyjnych inwestorom zewnętrznym, stanowiące główne źródło dochodów.
- Zysk netto Grupy Kapitałowej za 2014 rok wyniósł 5,6 mln PLN - w samym 4 kwartale było to 9,2 mln PLN, co związane jest z finalizacją inwestycji w ostatnich miesiącach roku.
- Swoje projekty emitent finansuje emisjami obligacji i kredytami bankowymi, spłacanych po sprzedaży zrealizowanych projektów inwestycyjnych inwestorom zewnętrznym. W roku 2014 spółka wygenerowała 3,4 mln PLN środków pieniężnych, pochodzących głównie z działalności inwestycyjnej, na którą składającą się głównie przepływy ze zbycia nieruchomości i WNiP.
- Kleba Invest charakteryzuje się wysokim wskaźnikiem ogólnego zadłużenia na poziomie 0,73. Większość stanowi finansowanie krótkoterminowe, 13 mln PLN to krótkoterminowe zobowiązania z tyt. emisji obligacji. Trzy serie obligacji emitenta notowanych na Catalyst wygasają w tym roku, dwie z nich w marcu i kolejna w czerwcu o łącznej wartości nominalnej 8,23 mln PLN, które obecnie notowane od 100 do 101 procent nominalu.

Branża:	Nieruchomości komercyjne	
Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon
KIN0315	3,5 PLN	11,50%
KIN0615	2,63 PLN	10,00%
KIW0315	2,1 PLN	11,50%

mln PLN	4 kw. 2014r.	4 kw. 2013r.	r/r	3 kw. 2014r.	q/q	12 mies. 2014r.	12 mies. 2013r.	r/r
Przychody	0,2	n.a.	n.a.	0,2	-1,5%	0,7	12,5	n.a.
Zysk brutto na sprzedaży	-0,9	n.a.	n.a.	-0,4	137,8%	-2,2	4,4	n.a.
marża brutto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	35,4%	n.a.
PPO/PKO	9,5	n.a.	n.a.	0,2	n.a.	9,7	n.a.	n.a.
EBITDA	8,7	n.a.	n.a.	-0,1	n.a.	7,7	7,0	10,7%
marża EBITDA (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	55,9%	n.a.
Zysk netto	9,2	n.a.	n.a.	-1,0	n.a.	5,6	4,2	n.a.
marża netto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Przepływy z działalności operacyjnej	0,7	n.a.	n.a.	-5,3	n.a.	-3,2	n.a.	n.a.
Przepływy z działalności inwestycyjnej	1,9	n.a.	n.a.	6,3	n.a.	11,1	n.a.	n.a.
Przepływy z działalności finansowej	0,2	n.a.	n.a.	-0,8	n.a.	-4,5	n.a.	n.a.
Przepływy pieniężne netto	2,9	n.a.	n.a.	0,1	n.a.	3,4	n.a.	n.a.
Dług netto	35,3	18,2	n.a.	26,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dług netto /EBITDA (x)	4,6	2,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,73	0,78	n.a.	0,79	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

Kredyt Inkaso

Wzrost przychodów i marż

Ostatni kwartał 2014r. był kolejnym okresem kiedy spółka Kredyt Inkaso odnotowała wzrost przychodów oraz poprawę marż zarówno na poziomie operacyjnym i netto. Czynniki, które spowodowały poprawę wyników to: wzrost odzysków portfeli oraz wyższe przychody z tytułu inkasa. Dodatkowo zaksięgowano 2,1 mln PLN przychodu z tytułu aktualizacji wyceny portfela wynikający głównie z obniżenia stopy dyskontowej.

- Kwartałne przychody wzrosły o 29,7% r/r do 27,4 mln PLN dzięki: (i) wzrostowi przychodów z inkasa; (ii) wzrostowi odzysków z portfeli do poziomu 33,6 mln PLN (+5% r/r).
- Amortyzacja do odzysków wyniosła 29,3% (+0,9pp r/r).
- Spółka zdecydowała się na obniżenie stopy dyskontującej portfele z 4,14% do 3,14%, co przełożyło się na zysk w wysokości 8,6 mln PLN. Jednocześnie obniżenie prognoz ze względu na odpis wartości spraw, których przewidywane nakłady przekroczyłyby planowane odzyski przełożyło się na stratę w wysokości 6,5 mln PLN. W związku z tym zysk z aktualizacji wyceny pakietów wyniósł 2,1 mln PLN.
- Nowe nakłady inwestycyjne wyniosły 44,2mln PLN. Inwestycje obejmowały min. portfel kredytów hipotecznych od BGŻ oraz certyfikaty inwestycyjne wyemitowane w związku z realizacją części zobowiązania koinwestycyjnego.
- Spółka utrzymuje stabilne wskaźniki zadłużenia. Zannualizowany wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec 2014r. wyniósł 4,5x (vs. 4,5x na koniec 2013r.). Wskaźnik ogólnego zadłużenia na koniec 2014r. nieznacznie spadł do poziomu 0,61 z 0,62 na koniec 2013r.
- Plany Spółki na 2015r. obejmują wejście na kolejne rynki zagraniczne min. Bałkany oraz zbudowanie istotnej pozycji na rynku rosyjskim.
- Według oczekiwań Zarządu w 2015r. w Polsce na rynek trafi około 14 mld PLN wierzytelności detalicznych oraz 5 mld wierzytelności hipotecznych.

Branża: Wierzytelności		
Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon
KR20116	5	WIBOR 6M + 5,40%
KRI0116	35	WIBOR 6M + 5,50%
KRI0118	17	WIBOR 6M + (4,40% - 4,65%)
KRI0416	15	WIBOR 6M + 6,00%
KRI0615	69	WIBOR 6M + 5,00%
KRI0717	53	WIBOR 6M + (4,20% - 4,45%)
KRI0916	30	WIBOR 6M + 5,70%
KRI1216	18	WIBOR 6M + 6,00%

mln PLN	4 kw. 2014r.	4 kw. 2013r.	r/r	3 kw. 2014r.	q/q	9M 2014r.	9M 2013r.	r/r
Przychody	27,4	21,1	29,7%	24,0	14,2%	73,0	64,4	13,4%
PPO/PKO	0,0	0,0		0,0		-0,1	-0,3	
EBITDA	19,5	14,4	35,5%	17,9	8,9%	50,6	45,6	10,9%
marża EBITDA (%)	71,1%	68,0%	+3,5pp	74,6%	-3,5pp	69,3%	70,9%	-1,6pp
EBIT	18,9	13,8	37,4%	17,3	9,2%	48,7	43,9	11,0%
marża EBIT (%)	68,9%	65,0%	+3,9pp	72,1%	-3,2pp	66,7%	68,1%	-1,4pp
Zysk netto	12,2	7,7	58,0%	8,9	36,9%	28,5	25,6	11,3%
marża netto	44,4%	36,5%	+0,8pp	37,1%	+7,4pp	39,0%	39,8%	-0,7pp
Przepływy z działalności operacyjnej	2,5	7,9		-3,2		15,8	-11,9	
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-18,2	-3,3		1,2		-17,3	-12,9	
Przepływy z działalności finansowej	-2,7	-8,9		-31,4		9,5	-3,2	
Przepływy pieniężne netto	-18,4	-4,4		-33,5		8,0	-28,0	
Dług netto	290,0	258,4						
Dług netto / EBITDA (x)	4,5	4,5						
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,61	0,62						

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

MERA

Koniunktura w branży sprzyja poprawie wyników

Czwarty kwartał 2014r. był kolejnym udanym okresem dla Spółki MERA, operującej branży drzewnej i budowlanej oraz będącej jednym z największych producentów schodów w Polsce. Spółka nadal korzysta z poprawy płynności, rozszerzenia skali działalności oraz lepszych warunków współpracy z dostawcami. Biorąc pod uwagę pozytywne perspektywy napędzanej eksportem branży drzewnej, potencjalne inwestycje infrastrukturalne oraz fakt, iż MERA nadal dysponuje niewykorzystanymi mocami produkcyjnymi (70% wykorzystanych mocy), oczekujemy dalszych wzrostów sprzedaży w 2015r.

Branża: Drzewna		
Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon
MER0616	12,3 PLN	WIBOR 3M + (5,25% - 7,22%)

- Przychody za 4 kw. 2014r. wyniosły 15,3 mln PLN (-7,8% r/r; +11,2% q/q). Spadek przychodów w stosunku do analogicznego okresu 2013r. wynika głównie z zaprzestania konsolidacji spółki NECTOR. Przychody skorygowane o przychody NECTOR w 4 kw. 2013r. (ok. 3,2 mln PLN) wykazują wzrost o ok. 14,9% r/r.
- Na przestrzeni ostatniego roku MERA poprawiła rentowność – wpłynęły na to 3 czynniki:
 - Efekt skali – generując większe obroty Spółka korzysta z lepszych warunków współpracy z kontrahentami takich jak niższe koszty surowców i finansowania;
 - Zwiększenie sprzedaży wysoko przetworzonych produktów – w segmencie drzewnym sprzedaje się więcej schodów i mebli a mniej tarcicy i innych materiałów – widoczne jest to spadku udziału kosztów usług obcych z 35% w 4 kw. 2013r. do 30% w 4 kw. 2014r.
 - W segmencie hydrotechnicznym Spółka realizuje bardziej skomplikowane roboty, które pozwalają generować wyższe marże.
 - Poprawa płynności – dodatkowe środki pozyskane w drodze emisji obligacji pozwalają na lepszą gospodarkę kapitałem obrotowym co przekłada się min. na niższe koszty zobowiązań handlowych oraz niższe ceny surowców.
- Aktualnie Spółka pracuje nad pozyskaniem dotacji unijnych na sfinansowanie suszarni. Realizacja projektu umożliwi Spółce pełne wykorzystanie mocy przy aktualnych lub wyższych rentownościach co w naszej ocenie przełoży się na dalszą poprawę wyników.
- Finansowe kowenanty nie zostały naruszone (kalkulowane na bazie danych jednostkowych). Wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 0,41 (wobec wart. granicznej 0,55), Dług netto/EBITDA wyniósł 4,40 (wobec wart. granicznej 4,85).

mln PLN	4 kw. 2014r.	4 kw. 2013r.	r/r	3 kw. 2014r.	q/q	2014r.	2013r.	r/r
Przychody	15,3	16,6	-7,8%	13,7	11,2%	54,0	53,8	0,3%
Zysk netto na sprzedaży	2,0	1,6	30,9%	1,7		7,1	5,1	37,7%
marża netto na sprzedaży	13,3%	9,4%	+3,9pp	12,1%		13,1%	9,5%	+3,6pp
PPO/PKO	-0,2	-0,4		1,0		0,6	-0,2	
EBITDA	2,4	1,8	37,4%	3,1	-20,4%	9,8	6,7	46,1%
marża EBITDA (%)	16,0%	10,7%	+5,3pp	22,3%		18,2%	12,5%	+5,7pp
EBIT	1,9	1,2	56,1%	2,6	-28,5%	7,6	5,0	53,5%
marża EBIT (%)	12,3%	7,3%	+5,0pp	19,1%		14,1%	9,2%	+4,9pp
Zysk netto	0,7	0,6	15,7%	0,8	-9,2%	2,1	1,1	82,8%
marża netto	4,8%	3,8%	+1,0pp	5,9%		3,9%	2,1%	+1,8pp
Przepływy z działalności operacyjnej	2,7	2,4		4,4		6,8	4,8	
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,9	-1,2		-7,9		-4,2	-6,7	
Przepływy z działalności finansowej	-0,8	-0,7		3,9		-4,3	3,0	
Przepływy pieniężne netto	-1,1	0,5		0,3		-1,7	1,1	
Dług netto	44,1	44,8		46,4				
Dług netto / EBITDA (x)	4,5	6,6		5,3				
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,53	0,54		0,54				

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

Polski Holding Medyczny

Przepływy obciążone nakładami na restrukturyzację

Polski Holding Medyczny (PCZ), spółka działająca na rynku medycznym w zakresie kompleksowej obsługi medycznej (od podstawowej opieki zdrowotnej, poprzez poradnie specjalistycznie, rehabilitację, po usługi ubezpieczeniowe i wiele innych), zaprezentowała wyniki za 4 kwartały 2014r. wskazujące na spadki przychodów w ostatnim kwartale (w odniesieniu zarówno do poprzedniego roku i kwartału) oraz pogorszenie rentowności. Nie udało się tym samym osiągnąć prognozowanych w połowie ubiegłego roku wielkości dotyczących przychodów (prognoza 99,8 mln PLN) – w zamian emitent zanotował wyższy niż wstępnie oczekiwano poziom zysku netto (prognoza 11,7 mln PLN), co zawdzięcza w dużej mierze wysokim przychodom finansowym osiągniętych w ostatnim kwartale roku.

- Przychody ze sprzedaży za 4 kwartał 2014 roku osiągnęły poziom 17,1 mln PLN (-5,7% r/r i -12,7% q/q), w całym roku 2014 było to 82,4 mln PLN (+11,9%).
- Skorygowana o pozostałą działalność operacyjną marża EBITDA spadła z 25,5% w 2013r. do 21,8% w 2014r. Pogorszenie rentowności było efektem prowadzonej restrukturyzacji w przejętej spółce Polskie Centrum Zdrowia Góra Śląska, (obejmującej m.in. koszty modernizacji budynku) oraz przesunięcie w czasie zakładanego tempa rozwoju Polskiej Centrali Zaopatrzenia CeFarMed.
- Zwracamy uwagę na pogorszenie przepływów pieniężnych w 2014r. które wyniosły -5,0 mln PLN (vs. 0,03 mln w 2013r.). Pogorszenie przepływów wynika głównie z wysokich nakładów inwestycyjnych związanych z modernizacją budynku szpitalnego w Górze oraz kontynuacją prac budowlanych dotyczących szpitala uzdrowskiego PLATAN w uzdrowsku Przerzeczyn Zdrój.
- Plany rozwojowe spółki: (i) rozwój hurtowni farmaceutycznej CeFarMed; (ii) kontynuacja budowy szpitala uzdrowskiego „PLATAN”; (iii) modernizacja infrastruktury parku uzdrowskiego i sanatorium CIS; (iv) przejęcie przynajmniej jednego podmiotu medycznego w regionie południowo-zachodniej Polski.
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia na koniec 2014r. kształtuje się na relatywnie niskim poziomie stabilnie oscylującym wokół 0,20. Większość zadłużenia stanowią notowane na Catalist w przedziale 99,75-101 procent wartości nominalnej obligacje.
- **Nie naruszono kowenantów finansowych. Odnoszące się do danych na koniec roku sprawozdawczego wartości graniczne dla Wskaźnika Ogólnego Zadłużenia i Straty z działalności operacyjnej ustalone zostały odpowiednio na poziomie 50% oraz -5mln PLN. Na koniec 2014r. wyniosły one 20% oraz 16,7 mln PLN.**

Branża:	Usługi medyczne	
Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon
PCZ0117	10 PLN	9,50%
PCZ0416	10,7 PLN	10%
PCZ0615	8 PLN	WIBOR 3M + 6%
PCZ0617	10 PLN	9,40%
PCZ0916	10 PLN	WIBOR 3M + 5,50%
PCZ1015	13 PLN	11,00%
PCZ1117	10 PLN	9,40%

mln PLN	4 kw. 2014r.	4 kw. 2013r.	r/r	3 kw. 2014r.	q/q	12 mies. 2014r.	12 mies. 2013r.	r/r
Przychody	17,1	18,1	-5,7%	19,6	-12,7%	82,4	73,6	11,9%
Zysk ze sprzedaży	-3,8	-4,0	-2,8%	0,6	-704,5%	12,6	13,4	-6,2%
marża na sprzedaży	-22,5%	-21,8%		3,3%		15,2%	18,2%	
PPO/PKO	3,6	28,4		3,0		4,1	28,2	
EBITDA	0,9	25,9	-96,7%	5,5	-84,2%	22,1	46,9	-52,9%
marża EBITDA (%)	5,1%	143,0%		28,0%		26,9%	63,8%	
EBITDA skorygowana	-2,7	-2,5	8,6%	2,4	-212,6%	18,0	18,8	-4,3%
skorygowana marża EBITDA	-16,1%	-13,9%		12,5%		21,8%	25,5%	
Zysk netto	9,4	24,3	-61,3%	1,0	834,2%	18,8	36,4	-48,3%
marża netto	55,0%	134,0%		5,1%		22,8%	49,4%	
Przepływy z działalności operacyjnej	12,7	34,6		-0,4		2,5	32,6	
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-22,1	-37,5		-5,2		-38,1	-57,5	
Przepływy z działalności finansowej	9,0	5,0		-1,1		30,6	24,8	
Przepływy pieniężne netto	-0,4	2,1		-6,7		-5,0	0,0	
Dług netto	n.a.	n.a.		n.a.				
Dług netto / skor. EBITDA (x)*	n.a.	n.a.		n.a.				
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,20	0,19		0,21				

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI DM

Wind Mobile

Innowacje nakręcają rosące przychody

Spółka Wind Mobile – dostawca innowacyjnych rozwiązań technologicznych dla branż bankowej, telekomunikacyjnej i hotelarskiej, w raporcie za 4 kwartał 2014r. pokazała rekordowe wyniki sprzedażowe, będące rezultatem m.in. dalszej konsolidacji ze spółką Software Mind. Pośredni wpływ na wyniki ma także cykliczność w branży, w związku z czym 4 kwartał to okres realizacji większości przychodów emitenta, w coraz większym stopniu generowanym przez segmenty B2B. Spółce nie udało zrealizować się prognoz 9 mln zysku na koniec roku – w sprawozdaniu wykazała nieco ponad 7 mln PLN.

Branża:	IT	
Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon
WMO0317	15 PLN	WIBOR 3M + 5,9%

- W 2014 roku Spółka osiągnęła przychody ze sprzedaży w wysokości 53,9 mln PLN (+272% r/r). Na sam 4 kwartał przypadało 23,7 mln PLN (+605 r/r; +101% q/q).
- Wpływ na wysokość przychodów ze sprzedaży miały m.in. wzrost ich jakości – zwiększył się udział przychodów ze sprzedaży produktów własnych, przejętych wraz z Software Mind, wspierające dotychczasowe usługi dla operatorów telekomunikacyjnych i usługi programistyczne:
 - iLumio** – po wdrożeniu systemu w hotelach sieci takich jak Hilton Worldwide i InterContinental Hotels Group spółka zdobyła kolejnego znacznego klienta – Holiday Inn. System z powodzeniem wszedł również na rynek placówek medycznych – podpisano kontrakty na wdrożenie platformy iLumio w pojedynczych szpitalach we Wrocławiu i Krakowie (wzrost przychodów o 50 % z tego segmentu).
 - LiveBank** – w grudniu system został udostępniony klientom banku BZ WBK. W 2015 roku platforma będzie dostępna dla klientów Commerzbanku AG, co otwiera spółce furtkę do dalszej ekspansji na rynku zachodnim (wzrost przychodów o 70 % z tego segmentu).
- Wynik EBITDA za rok 2014 wyniósł ok. 11 mln PLN, co przełożyło się na zysk netto w wysokości 7 mln PLN. Marża EBITDA i netto wyniosły odpowiednio 20,4% i 13,1%, co stanowi niższe wartości w porównaniu do poprzedniego roku, osiągane przy dynamicznie rosnących przychodach. Powodem był ponad proporcjonalny wzrost kosztów sprzedanych usług oraz niemal dwukrotny wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu.
- Wskaźniki zadłużenia znajdują się na bezpiecznych poziomach – wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 0,37 a Dług netto/skor. EBITDA 0,8. Większość ze zobowiązań spółki stanowią obligacje wygasające w marcu 2017 roku o nominale 15 mln PLN.
- Spółka odnotowała bardzo wysoki poziom Kapitału Obrotowego Netto – 25 mln PLN. Odzwierciedla ona bardzo dobrą sytuację płynnościową emitenta. Wskaźnik Płynności Bieżącej znajduje się na poziomie 2,94.

mln PLN	4 kw. 2014r.	4 kw. 2013r.	r/r	3 kw. 2014r.	q/q	12 mies. 2014r.	12 mies. 2013r.	r/r
Przychody	23,7	7,6	605%	11,8	101%	53,9	14,5	272%
Zysk brutto na sprzedaży	12,8	6,1	109%	4,5	184%	27,3	2,4	1044%
marża brutto	54,0%	80,0%		38,2%		50,6%	16,4%	
PPO/PKO	0,2	-0,2		0,0		0,3	0,0	
EBITDA	6,4	3,5	81%	0,7	831%	11,0	5,8	90%
marża EBITDA (%)	27,0%	46,3%		5,8%		20,4%	40,0%	
Zysk netto	4,4	2,4	86%	0,1	3660%	7,0	4,0	76%
marża netto	18,5%	30,9%		1,0%		13,1%	27,6%	
Przepływy z działalności operacyjnej	-1,3	0,9		1,4		-0,1	3,1	
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,3	-0,1		-0,1		-10,4	-2,6	
Przepływy z działalności finansowej	0,6	0,0		-1,0		14,3	-0,1	
Przepływy pieniężne netto	-2,1	0,8		0,3		3,8	0,4	
Dług netto	11,6	-2,8		9,7				
Dług netto / EBITDA	1,1	n.a.		1,7				
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,4	0,3		0,3				

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 PLNożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy niniejszy raport.

NWAI Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla instrumentów finansowych wyemitowanych przez Admiral Boats dla obligacji serii C, D, E i H 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.

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 dotyczą analizy.

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.