



Podsumowanie wyników za 3 kw. 2014r.

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

- Ostatni kwartał nie był udany dla branży usług medycznych. W 3 kw. 2014r. każda z analizowanych przez nas spółek: Scanmed Multimedias, PCZ i Voxel odnotowała pogorszenie rentowności na poziomie netto w porównaniu do 3 kw. 2013r.
- W branży obrotu wierzycielkami panowały mieszane nastroje. BEST S.A., opublikowała dane wskazujące na rosnące przychody i nieznaczne pogorszenie rentowności. Fast Finance w raporcie kwartalnym pokazuje lekko słabnące wyniki sprzedażowe oraz poprawę rentowności. Najgorzej radziła sobie P.R.E.S.C.O. Group, która zaprezentowała słabe wyniki zarówno za sam 3 kwartał, jak i narastająco za 9 miesięcy 2014r. Sygnały wskazujące na pogorszenie w branży wierzycielkami pojawiły się również w wynikach półrocznych spółek Grupa Raport i Navi Group (poprzednia publikacja – Podsumowanie wyników półrocznych).
- Pragma Faktoring pokazała dobre wyniki za 3 kw. Firma od 2013r. koncentruje się na zbudowaniu płynnego i zdywersyfikowanego portfela należności generującego stale rosnące przychody co ma odzwierciedlenie w wynikach.
- Spółka MERA, jeden z największych producentów schodów w Polsce opublikował solidne wyniki finansowe za 3 kw. 2014r. Poprawie wyników sprzyja koniunktura w branży drzewnej oraz dodatkowe finansowanie, które Spółka pozyskała poprzez emisję obligacji.
- Admiral Boats zaprezentował wyniki za 3 kw. 2014. z nieznacznie spadającymi przychodami (wynikającymi ze zmian umów z dealerami z Niemiec i Holandii i brakiem realizacji zamówień z Rosji) oraz poprawą marż osiągniętą dzięki procesowi restrukturyzacji.
- Spółka Wind Mobile w 3kw. 2014r. pochwaliła się dużym wzrostem przychodów w porównaniu do 3 kw. 2013r. osiągniętemu dzięki przejęciu Software Mind. Niestety wzrostowi sprzedaży towarzyszyło pogorszenie rentowności.
- Vantage Development w 3 kw. 2014r. poprawił wyniki sprzedażowe oraz zmniejszył stratę netto (r/r). Spółka właśnie rozpoczęła sprzedaż lokali w nowych inwestycjach oraz zapowiada szybkie oddanie kolejnych projektów dzięki czemu ma szansę poprawić dotychczasowe wyniki.

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

| 3 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 skor. (x) | Wskaźnik ogólnego zadłużenia |
|----------------------|------------------------|-------------------------|---------------------|----------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------------------|------------------------------------|
| Admiral Boats | 9,3 | -11% | 1,7 | 110% | 0,2 | 471% | 2,9 | 60% |
| BEST | 28,8 | 23% | 12,5 | 9% | 8,5 | 7% | 1,2 | 45% |
| Fast Finance | 6,5 | -10% | 3,1 | -10% | 2,2 | 14% | 5,0 | 84% |
| MERA | 13,7 | -22% | 3,1 | 94% | 0,8 | 194% | 5,3 | 54% |
| PCZ | 19,6 | 9% | 5,5 | 0% | 1,0 | -31% | n.d. | 21% |
| Pragma Faktoring | 120,4 | 30% | 2,3 | 11% | 0,9 | 11% | 5,0 | 58% |
| P.R.E.S.C.O. | 8,2 | -47% | 1,9 | -68% | 0,2 | -95% | 4,9 | 35% |
| Scanmed Multimedias | 27,9 | 29% | 0,0 | -99% | -3,2 | n.d. | 25,0 | 51% |
| Vantage Developement | 4,8 | 81% | 0,3 | n.d. | -0,7 | n.d. | 47,2 | 35% |
| Voxel | 25,2 | -23% | 2,6 | -27% | -1,1 | n.d. | 4,0 | 51% |
| Wind Mobile | 11,8 | 1521% | 0,7 | -17% | 0,1 | -80% | 1,2 | 33% |

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 inwestycji

Admiral Boats, producent i serwisant łodzi rekreacyjnych, sportowych i użytkowych, a od niedawna także wytwórca produktów z laminatu technicznego, aluminium i stali, zaprezentował wyniki za 3 kw. 2014. Wpływ na wyniki ostatnich kwartałów niewątpliwie ma inwestycja w Stocznnię Tczew, której celem jest skoncentrowanie produkcji w jednym zakładzie oraz umożliwianie rozszerzenia podstawowej działalności. Rezultatem ma być ograniczenie sezonowości działalności.

- Przychody ze sprzedaży w 3 kw. 2014r. wyniosły 9,3 mln zł (-10,5% r/r). W okresie tym sprzedano 119 łodzi (-51% r/r), zaś narastająco od stycznia do września wolumen sprzedaży osiągnął poziom 659 sztuk (-17,7% r/r). Spadki sprzedaży były spowodowane zmianami umów z dealerami z Niemiec i Holandii oraz brakiem realizacji zamówień z Rosji na skutek mocnego osłabienia rubla w ostatnich miesiącach (ok. 95% przychodów Spółki generuje eksport).
- Dzięki przeprowadzonej restrukturyzacji Spółka poprawiła rentowność operacyjną:
 - Marża brutto na sprzedaży wzrosła z 24,8% w 3 kw. 2013r. do 37,9% w 2014r.
 - marża EBITDA wzrosła z 7,9% w 3 kw. 2013r. do 18,5% w 3 kw. 2014r.
- Wpływ na wyniki spółki także kupno Stoczni Tczew od syndyka o około 11 mln zł poniżej wartości księgowej. Odpisy wartości z tych aktywów wpłynęły na większe odpisy amortyzacyjne w trzech kwartałach 2014.
- Zysk netto w 3 kwartałach 2014 wyniósł 172 tys. zł, co przełożyło się na marżę netto 1,9% (+1,6pp r/r). Pomimo coraz niższych kosztów finansowania wzrasta zadłużenie przedsiębiorstwa, co przełożyło się na koszty odsetek w 3 kw. 2014r. w wysokości 260tys. zł (vs. 220 tys. zł w 3 kw. 2013r.).
- Wskaźnik zadłużenia pozostaje na stabilnym poziomie i na stan z końca III kw. wynosi 0,6. Natomiast wskaźnik płynności bieżącej obniżył się do 1,4 z 2,91, przede wszystkim na skutek przekwalifikowania obligacji z zobowiązań długo- na krótkoterminowe, i mimo to nadal pozostaje na bezpiecznym poziomie.
- Warunki emisji obligacji nie zostały naruszone. Kowenanty ustalone w warunkach emisji zakładają: wskaźnik ogólnego zadłużenia na poziomie 0,75 (spółka osiągnęła 0,6) i zysk netto min -2 mln zł (zysk netto po 9 mies. 0,6 mln zł). Wartości graniczne dotyczą wyników na koniec roku sprawozdawczego.**

| Branża: | | Produkcja | |
|---------|----------------------|-----------------|--|
| Seria | Wartość emisji (mln) | Kupon | |
| ADB0115 | 1,1 PLN | WIBOR 3M + 7% | |
| ADB0415 | 5,3 PLN | 9,50% | |
| ADM0115 | 3,3 PLN | WIBOR 3M + 7% | |
| ADM0415 | 5,4 PLN | WIBOR 3M + 7,2% | |

| mln PLN | 3 kw. 2014r. | 3 kw. 2013r. | r/r | 2 kw. 2014r. | q/q | 9 mies. 2014r. | 9 mies. 2013r. | r/r |
|--|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| Przychody | 9,3 | 10,4 | -10,5% | 16,6 | -44,3% | 33,5 | 37,5 | -10,6% |
| Zysk brutto na sprzedaży | 4,7 | 2,0 | 133,6% | 5,2 | -8,8% | 12,7 | 9,6 | 32,1% |
| marża brutto | 51,2% | 19,6% | | 31,3% | | 38,0% | 25,7% | |
| PPO/PKO | -2,1 | -0,1 | | 0,2 | | -5,4 | -0,9 | |
| EBITDA | 1,7 | 0,8 | 110,3% | 4,3 | -60,2% | 4,3 | 6,0 | -28,6% |
| marża EBITDA (%) | 18,5% | 11,6% | | 25,8% | | 12,9% | 16,1% | |
| EBITDA skorygowana | 3,8 | 0,9 | 328,8% | 4,1 | -6,5% | 9,7 | 6,9 | 40,8% |
| skorygowana marża EBITDA | 11,4% | 8,6% | | 24,6% | | 29,1% | 18,5% | |
| Zysk netto | 0,2 | 0,0 | 470,6% | 2,9 | -94,0% | 0,6 | 2,5 | -75,6% |
| marża netto | 1,9% | 0,3% | | 17,3% | | 1,8% | 6,7% | |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 0,4 | 6,5 | | -1,2 | | -4,0 | 7,9 | |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -3,4 | -12,8 | | 2,2 | | -2,3 | -18,9 | |
| Przepływy z działalności finansowej | 3,6 | 5,5 | | -0,9 | | 6,5 | 17,4 | |
| Przepływy pieniężne netto | 0,5 | -0,8 | | 0,1 | | 0,2 | 6,4 | |
| Dług netto | 35,1 | 17,2 | | 31,9 | | | | |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)* | 2,9 | 2,2 | | 5,4 | | | | |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 0,60 | 0,54 | | 0,59 | | | | |

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

BEST

Neutralny trzeci kwartał

BEST S.A., spółka z głównego parkietu warszawskiej GPW, specjalizująca się w obrocie i zarządzaniu wierzytelnościami nieregularnymi, opublikowała dane dotyczące 3 kw. 2014r. wskazujące na rosnące przychody i nieznaczne pogorszenie rentowności. Firma oprócz inwestycji w portfele wierzytelności poprzez fundusze sekurytyzacyjne, świadczy usługi windykacyjne za zlecenie podmiotów oferujących usługi masowe, takich jak banki, firmy telekomunikacyjne, czy energetyczne.

- Przychody ze sprzedaży w 3 kw. 2014r. wyniosły 28,8 mln zł (+23% r/r; +13% q/q). Narastająco za 9 miesięcy 2014 przychody osiągnęły poziom 82,7 mln zł wobec 106,4 mln rok wcześniej (-22% r/r). Kwartałny wzrost przychodów był spowodowany większymi wpływami z obsługi wierzytelności funduszy oraz windykacji na zlecenie. Pozytywnie na dochody wpłynęła też renegecja stawek wynagrodzenia za zarządzanie wierzytelnościami funduszu BEST III NSFIZ.
- Rentowność na poziomie operacyjnym uległa nieznacznemu pogorszeniu – marża EBITDA spadła z poziomu 48,8% w 3 kw. 2013r. do 43,3% w 3 kw. 2014r. Powodem spadku marż jest wzrost kosztów prowadzenia działalności (przede wszystkim podatki i opłaty), który można było obserwować w ostatnich 3 kwartałach tego roku.
- Marża netto w 3 kw. 2014r. spadła o 4,5 pp r/r do poziomu 29,6% wskutek rosnących kosztów finansowych.
- Wzrost o 1 mln kosztów finansowych to rezultat dwóch nowych emisji o wartości 61mln zł (przy wykupie obligacji o wartości 10 mln zł) w tym roku. Należy dodać, że po publikacji raportu, tj. 30 października miała miejsce kolejna 50-milionowa emisja.
- Obecny wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 0,45 i utrzymuje się na stabilnym poziomie.
- Warunki emisji obligacji nie zostały naruszone. Wskaźnik Dług Netto/Kapitały Własne wyniósł 0,37, 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 | 3 kw. 2014r. | 3 kw. 2013r. | r/r | 2 kw. 2014r. | q/q | 9 mies. 2014r. | 9 mies. 2013r. | r/r |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| Przychody | 28,8 | 23,5 | 22,8% | 33,3 | -13,4% | 82,7 | 106,4 | -22,3% |
| Zysk brutto na sprzedaży | 11,9 | 11,0 | 8,2% | 22,1 | -46,3% | 46,2 | 72,4 | -36,2% |
| marża brutto | 41,2% | 46,7% | | 66,4% | | 55,9% | 68,1% | |
| PPO/PKO | -0,1 | 0,0 | | 0,2 | | 0,2 | 0,6 | |
| EBITDA | 12,5 | 11,5 | 9,0% | 23,0 | -45,7% | 48,2 | 74,3 | -35,1% |
| marża EBITDA (%) | 43,3% | 48,8% | | 69,0% | | 58,4% | 69,9% | |
| EBITDA skorygowana | 12,6 | 11,4 | 9,9% | 22,8 | -44,7% | 48,1 | 73,8 | -34,9% |
| skorygowana marża EBITDA | 43,6% | 48,7% | | 68,3% | | 58,1% | 69,4% | |
| Zysk netto | 8,5 | 7,8 | 8,4% | 19,3 | -56,3% | 36,8 | 65,2 | -43,6% |
| marża netto | 29,3% | 33,2% | | 58,1% | | 44,5% | 61,3% | |
| Przepływy z działalności operacyjnej | -10,7 | -5,9 | | 16,2 | | 2,19 | 5,6 | |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -2,9 | -0,7 | | -1,4 | | -6,76 | -1,8 | |
| Przepływy z działalności finansowej | -3,1 | 3,8 | | 42,8 | | 43,33 | -5,0 | |
| Przepływy pieniężne netto | -16,7 | -2,7 | | 57,7 | | 38,75 | -1,19 | |
| Dług netto | 69,4 | 65,9 | | 53,2 | | | | |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)* | 1,2 | 1,3 | | 1,0 | | | | |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 0,45 | 0,42 | | 0,47 | | | | |

Źródło: Emitent, szacunki NWA I DM

Fast Finance

Przychody na minus, zysk netto na plus

Fast Finance – podmiot działający na rynku skupu i odzyskiwania na rachunek własny i zlecenie wierzytelności detalicznych, w opublikowanym ostatnio raporcie kwartalnym pokazał lekko słabnące wyniki sprzedażowe, które jednak nie przełożyły się na spadki zysków.

- W 3 kwartale 2014r. przychody ze sprzedaży osiągnęły poziom 6,5 mln zł (-10% r/r; -14% q/q). Narastająco za 9 miesięcy br. spółka odnotowała przychody rzędu 20,7 mln zł, nieznacznie niższe (-2,5%) niż w roku ubiegłym.
- Powodem spadków przychodów było zmniejszenie wartości spraw związanych z inkasem wierzytelności w porównaniu do roku poprzedniego, pomimo utrzymywania stałych przychodów z tytułu umów przelewu wierzytelności (odzyskiwanie wierzytelności z nabytego portfela).
- Kwartalna marża EBITDA utrzymała się na poziomie podobnym do analogicznego okresu 2013r. wynoszącym 48,2% w 3 kw. 2014r. vs. 48,4% w 3 kw. 2013r. Lekkie obniżenie marży wynikało z min. wyższych o 4% kosztów zarządu.
- Słabsze wyniki sprzedaży i EBITDA nie poszły w parze z pozytywnym wynikiem zysku netto. Za sam 3 kwartał spółka osiągnęła zysk netto w wysokości 2,2 mln zł (+14% r/r), zaś narastająco za 9 miesięcy tego roku wyniósł on 6,4 mln zł (+5% r/r). Powód poprawy wyniku to przede wszystkim redukcja kosztów finansowych o 15% w porównaniu do trzech kwartałów roku poprzedniego.
- Podczas 3 kwartału 2014r. Spółka, poprzez Fast Finance NSFIZ, zakupiła portfel wierzytelności detalicznych o wartości nominalnej ponad 63 mln zł za kwotę 5,9 mln zł. Zakup w/w portfela wierzytelności został sfinansowany ze środków Fast Finance NSFIZ pozyskanych w wyniku emisji 25.480.000 niepublicznych certyfikatów inwestycyjnych serii D objętych przez Emitenta. **Łączna wartość obsługiwanego portfela wierzytelności wynosi 504 mln zł wg stanu na koniec września 2014 r.**
- W dniu 4 września 2014 roku nastąpiła rejestracja scalenia akcji Fast Finance w stosunku 4:1. Łączna liczba akcji wyemitowanych przez Emitenta uległa zmniejszeniu ze 100 mln do 25 mln sztuk.
- Współczynnik ogólnego zadłużenia znajduje się relatywnie wysokim poziomie 0,84, jednakże od długiego okresu jest on stabilny.
- Warunki emisji obligacji nie zostały naruszone: wskaźnik Dług Netto/Kapitał Własny wyniósł 1,29 (wartość graniczna dla obligacji serii D to 3,0, dla pozostałych serii to 2,5).**

| Branża: Windykacja | | |
|--------------------|----------------------|-----------------|
| Seria | Wartość emisji (mln) | Kupon |
| FFI0116 | 10,85 PLN | WIBOR 6M + 7% |
| FFI0315 | 30 PLN | WIBOR 6M + 7,5% |
| FFI0916 | 3,87 PLN | WIBOR 6M + 7% |
| FFI1116 | 8,6 PLN | WIBOR 6M + 7% |

| mln PLN | 3 kw. 2014r. | 3 kw. 2013r. | r/r | 2 kw. 2014r. | q/q | 9 mies. 2014r. | 9 mies. 2013r. | r/r |
|--|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|----------------|----------------|--------------|
| Przychody | 6,5 | 7,2 | -9,8% | 7,5 | -13,9% | 20,7 | 21,3 | -2,5% |
| Zysk brutto na sprzedaży | 5,9 | 6,4 | -8,0% | 6,7 | -12,5% | 18,6 | 19,1 | -2,4% |
| marża brutto | 90,5% | 88,8% | | 89,1% | | 89,8% | 89,8% | |
| PPO/PKO | 0,3 | 0,2 | | 0,1 | | 0,5 | 0,4 | |
| EBITDA | 3,1 | 3,5 | -10,2% | 3,7 | -14,5% | 10,0 | 10,8 | -6,7% |
| marża EBITDA (%) | 48,2% | 48,4% | | 48,5% | | 48,4% | 50,6% | |
| EBITDA skorygowana | 2,6 | 3,3 | -21,2% | 3,6 | -27,2% | 9,5 | 10,3 | -7,7% |
| skorygowana marża EBITDA | 40,1% | 45,9% | | 47,4% | | 45,9% | 48,5% | |
| Zysk netto | 2,2 | 1,9 | 14,1% | 2,2 | -2,7% | 6,4 | 6,1 | 4,6% |
| marża netto | 33,4% | 26,4% | | 29,6% | | 31,0% | 28,8% | |
| Przepływy z działalności operacyjnej | -0,4 | 3,7 | | 11,7 | | 8,47 | 13,0 | |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -5,7 | -0,3 | | -4,0 | | -9,74 | -4,3 | |
| Przepływy z działalności finansowej | 1,1 | -2,6 | | -3,0 | | -1,23 | -7,8 | |
| Przepływy pieniężne netto | -5,1 | 0,8 | | 4,8 | | -2,49 | 0,94 | |
| Dług netto | 63,1 | 56,7 | | 55,1 | | | | |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)* | 5,0 | 4,2 | | 4,1 | | | | |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 0,84 | 0,85 | | 0,84 | | | | |

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

MERA

Dobre wyniki napędzane koniunkturą w branży

Spółka MERA, spółka branży drzewnej i budowlanej, jeden z największych producentów schodów w Polsce opublikował solidne wyniki finansowe za 3 kw. 2014r. Poprawie wyników sprzyja koniunktura w branży drzewnej oraz dodatkowe finansowanie, które Spółka pozyskała poprzez emisję obligacji. Wspomogło płynność i tym samym przełożyło się na zwiększenie skali działalności oraz uzyskanie lepszych warunków we współpracy z dostawcami. Biorąc pod uwagę pozytywne perspektywy napędzanej eksportem branży drzewnej w Polsce, potencjalne inwestycje infrastrukturalne oraz fakt, iż MERA nadal dysponuje niewykorzystanymi mocami produkcyjnymi (70% wykorzystanych mocy), Spółka spodziewa się dalszych wzrostów sprzedaży w 2015r.

- Przychody za 3 kw. 2014r. wyniosły 13,7 mln PLN (-22,0% r/r; +1,2% q/q). Spadek przychodów w stosunku do analogicznego okresu 2013r. wynika głównie z zaprzestania konsolidacji spółki. NECTOR. Przychody skorygowane o przychody NECTOR (ok. 2 mln PLN) wykazują spadek o ok. 10% r/r oraz wzrost ok. 16% q/q.
- MERA, która konsolidowała spółkę NECTOR poprzez spółkę zależną SITCONTEC, zbyła NECTOR w lipcu 2014r. poprzez rozwiązanie umowy inwestycyjnej. Transakcja ta przełożyła się na koszt finansowy w postaci ujemnej wartości spółki w wysokości 1,3 mln PLN (po nabyciu spółki NECTOR w 2013r. MERA wykazała dodatnią wartość spółki dlatego w 3 kw. 2014r. ta wartość została odpisana).
- 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, niższe koszty surowców, niższe koszty 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 kosztu sprzedanych towarów i materiałów w kosztach ogółem z 10,7% w 3 kw. 2013r. do 4,3% w 3 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.
- Finansowe kowenanty nie zostały naruszone (kalkulowane na bazie danych jednostkowych). Wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 0,43 (wobec wart. granicznej 0,55), Dług netto/EBITDA wyniósł 3,82 (wobec wart. granicznej 4,85).**

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

| mln PLN | 3 kw. 2014r. | 3 kw. 2013r. | r/r | 2 kw. 2014r. | q/q | 9 mies. 2014r. | 9 mies. 2013r. | r/r |
|--|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|----------------|----------------|--------------|
| Przychody | 13,7 | 17,6 | -22,0% | 13,6 | 1,2% | 38,7 | 37,3 | 3,8% |
| Zysk na sprzedaży | 1,7 | 1,0 | 65,7% | 1,6 | | 5,0 | 3,6 | 40,6% |
| marża brutto | 12,1% | 5,7% | +6,4pp | 11,7% | +0,4pp | 13,0% | 9,6% | +3,4pp |
| PPO/PKO | 1,0 | 0,0 | | -0,1 | | 0,7 | 0,2 | |
| EBITDA | 3,1 | 1,6 | 93,6% | 2,1 | 45,7% | 7,4 | 5,0 | 49,2% |
| marża EBITDA (%) | 22,3% | 9,0% | +13,3pp | 15,5% | +6,8pp | 19,1% | 13,3% | +5,8pp |
| EBITDA skorygowana | 2,1 | 1,5 | 36,3% | 2,2 | -5,5% | 6,7 | 4,8 | 40,0% |
| skorygowana marża EBITDA | 15,4% | 8,8% | +6,6pp | 16,4% | -1,1pp | 17,2% | 12,8% | +4,5pp |
| Zysk netto | 0,8 | 0,3 | 193,7% | 0,3 | | 1,6 | 1,0 | 57,3% |
| marża netto | 5,9% | 1,6% | +4,3pp | 2,1% | +3,8pp | 4,0% | 2,6% | +1,4pp |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 4,4 | 2,3 | | 2,4 | | 4,1 | 2,4 | |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -7,9 | -4,3 | | 5,3 | | -1,3 | -5,5 | |
| Przepływy z działalności finansowej | 3,9 | 0,5 | | -6,9 | | -3,4 | 3,7 | |
| Przepływy pieniężne netto | 0,3 | -1,5 | | 0,8 | | -0,6 | 0,6 | |
| Dług netto | 46,4 | 46,4 | | 46,9 | | | | |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)* | 5,3 | 6,2 | | 6,3 | | | | |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 0,54 | 0,54 | | 0,54 | | | | |

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

Polski Holding Medyczny

Wyniki obciążone kosztami restrukturyzacji

Polski Holding Medyczny (PCZ), spółka działająca na rynku medycznym, skupiająca 11 spółek, zaprezentowała wyniki za 3 kwartał 2014r. wskazujące na wzrost przychodów oraz pogorszenie rentowności, wynikające z dodatkowych kosztów związanych z restrukturyzacją niedawno przejętej placówki szpitalnej w Górze.

- Przychody ze sprzedaży w 3 kwartale osiągnęły poziom 19,5 mln PLN (+9,3% r/r).
- Marża EBITDA spadła z 30,7% w 3 kw. 2013r. do 28,0% w 3 kw. 2014r. Pogorszenie rentowności było efektem prowadzonej restrukturyzacji w przejętej w grudniu 2013r. spółce Polskie Centrum Zdrowia Góra Śląska Sp. z o.o., prowadzącej szpital w miejscowości Góra w województwie dolnośląskim (obejmującej m.in. koszty modernizacji budynku).
- Zwracamy uwagę na pogorszenie przepływów pieniężnych w 3 kw. 2014r. które wyniosły -6,7 mln PLN (vs. -0,5 mln PLN w 3 kw. 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 uzdrowisku Przerzeczyn Zdrój.
- Plany rozwojowe spółki: (i) dalszy rozwój hurtowni farmaceutycznej CeFarMed; (ii) kontynuacja budowy szpitala uzdrowskiego „PLATAN” w Przerzeczynie Zdroju; (iii) modernizacja infrastruktury parku uzdrowskiego, uzdrowskiej sieci wodociągowej i sanatorium CIS; (iv) przejęcie przynajmniej jednego podmiotu medycznego w regionie południowo-zachodniej Polski.
- Prognozy Zarządu na poziomie skonsolidowanym na 2014r. zakładają: przychody na poziomie 99,8 mln PLN oraz zysk netto na poziomie 11,7 mln PLN.
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia na koniec 3 kw. 2014r. kształtuje się na relatywnie niskim poziomie 0,21, wzrósł nieznacznie na przestrzeni ostatniego roku o +3pp.
- **Finansowe warunki emisji nie zostały naruszone. 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 zł. Na koniec 3 kw. 2014 wyniosły one 21% oraz 16,9 mln zł.**

| 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% |

| mln PLN | 3 kw. 2014r. | 3 kw. 2013r. | r/r | 2 kw. 2014r. | q/q | 9 mies. 2014r. | 9 mies. 2013r. | r/r |
|--|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| Przychody | 19,6 | 17,9 | 9,3% | 20,3 | -3,5% | 65,3 | 55,5 | 17,7% |
| Zysk ze sprzedaży | 0,6 | 0,4 | 50,3% | 5,7 | -88,8% | 1,1 | 0,6 | 74,2% |
| marża na sprzedaży | 3,3% | 2,4% | | 28,0% | | 1,7% | 1,2% | |
| PPO/PKO | 3,0 | 0,3 | | 1,2 | | 0,5 | -0,3 | |
| EBITDA | 5,5 | 5,5 | -0,3% | 8,2 | -33,4% | 21,3 | 21,0 | 1,1% |
| marża EBITDA (%) | 28,0% | 30,7% | | 40,5% | | 32,6% | 37,9% | |
| EBITDA skorygowana | 2,4 | 5,2 | -53,3% | 7,0 | -65,1% | 20,7 | 21,3 | -2,8% |
| skorygowana marża EBITDA | 12,5% | 29,1% | | 34,4% | | 31,7% | 38,4% | |
| Zysk netto | 1,0 | 1,5 | -31,1% | 4,0 | -74,8% | 9,4 | 12,1 | -22,3% |
| marża netto | 5,1% | 8,2% | | 19,6% | | 14,4% | 21,8% | |
| Przepływy z działalności operacyjnej | -0,4 | -2,9 | | -5,5 | | -10,12 | 2,0 | |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -5,2 | -0,5 | | 0,4 | | -16,04 | -20,0 | |
| Przepływy z działalności finansowej | -1,1 | 2,8 | | 5,3 | | 21,59 | 19,9 | |
| Przepływy pieniężne netto | -6,7 | -0,5 | | 0,2 | | -4,57 | 1,87 | |
| Dług netto | n.d. | n.d. | | n.d. | | | | |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)* | n.d. | n.d. | | n.d. | | | | |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 0,21 | 0,18 | | 0,23 | | | | |

Źródło: Emitent, Szacunki Nwai DM

Pragma Faktoring

Stabilny kwartał

Pragma Faktoring, spółka świadcząca usługi faktoringowe oraz pożyczkowe, pokazała solidne wyniki za trzeci kwartał tego roku. Firma od 2013r. koncentruje się na zbudowaniu płynnego i zdywersyfikowanego portfela należności generującego stale rosnące przychody. Zmiany w modelu biznesowym dotyczą koncentracji działalności na usługach faktoringu, nadając transakcjom pożyczkowym charakter uzupełniający. Taki model najwyraźniej służy rezultatom osiąganym przez Pragma Faktoring.

- Przychody ze sprzedaży w 3 kwartale br. osiągnęły poziom 120,4 mln zł (+30,1% r/r; +16,9% q/q), narastająco za 9 miesięcy wyniosły one 304,7 mln zł (+23,4% r/r).
- W 3 kw. 2014r. wartość portfela faktoringowego (79% portfela należności spółki) oraz wygenerowane przez niego przychody wzrosły o ponad 20%, przy jednoczesnej redukcji portfela pożyczkowego. Przyrostom sprzedaży służy systematycznie rosnąca kontraktacja oraz ilość podpisywanych umów faktoringowych – od początku roku spółka pozyskała 99 nowych klientów.
- Wynik EBITDA osiągnął poziom 2,3 mln zł w 3 kw. 2014r (+11,1% r/r) dzięki efektowi dźwigni operacyjnej.
- Marża netto w 3 kw. 2014r. wyniosła 0,7% i była nieznacznie niższa niż analogicznym okresie 2013r. Podkreślamy, iż w 3 kw. 2013r. efektywna stopa podatkowa wyniosła 12,2% zaś w 3 kw. 2014r. wyniosła 26,6%.
- Obecny wskaźnik ogólnego zadłużenia wynosi 0,58 i obserwuje się jego stopniowe obniżanie. Aktywa emitenta charakteryzują się bardzo dużą płynnością – aktywa obrotowe stanowią 94% aktywów ogółem.
- **Finansowe warunki emisji obligacji nie zostały naruszone. Wskaźnik Dług Netto/Kapitały Własne wyniósł 1,21, podczas gdy wartości graniczne dla obligacji serii C i D to 2,0.**

| Branża: Usługi faktoringowe | | |
|-----------------------------|----------------------|-----------------|
| Seria | Wartość emisji (mln) | Kupon |
| PRF0115 | 10 PLN | WIBOR 6M + 4,5% |
| PRF0315 | 15 PLN | WIBOR 6M + 4,5% |
| PRF1214 | 15 PLN | WIBOR 6M + 4,5% |

| | 3 kw. 2014r. | 3 kw. 2013r. | r/r | 2 kw. 2014r. | q/q | 9 mies. 2014r. | 9 mies. 2013r. | r/r |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| Przychody | 120,4 | 92,6 | 30,1% | 103,0 | 16,9% | 304,7 | 246,9 | 23,4% |
| Zysk ze sprzedaży | 2,6 | 2,0 | 33,7% | 2,6 | 1,4% | 7,5 | 5,6 | 34,1% |
| marża na sprzedaży | 2,2% | 2,1% | | 2,5% | | 2,5% | 2,3% | |
| PPO/PKO | -0,4 | 0,0 | | 0,0 | | -0,4 | -0,2 | |
| EBITDA | 2,3 | 2,0 | 11,1% | 2,6 | -14,4% | 7,2 | 5,6 | 29,6% |
| marża EBITDA (%) | 1,9% | 2,2% | | 2,6% | | 2,4% | 2,3% | |
| EBITDA skorygowana | 2,7 | 2,0 | 32,5% | 2,6 | 1,2% | 7,7 | 5,8 | 33,1% |
| skorygowana marża EBITDA | 2,2% | 2,2% | | 2,6% | | 2,5% | 2,3% | |
| Zysk netto | 0,9 | 0,8 | 10,5% | 1,0 | -12,0% | 2,9 | 3,4 | -14,6% |
| marża netto | 0,7% | 0,9% | | 1,0% | | 0,9% | 1,4% | |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 0,6 | 3,1 | | 1,5 | | 6,3 | 5,4 | |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | 8,2 | -4,0 | | 4,8 | | 6,5 | -9,5 | |
| Przepływy z działalności finansowej | -9,9 | 1,9 | | -3,0 | | -13,5 | 3,1 | |
| Przepływy pieniężne netto | -1,1 | 1,0 | | 3,3 | | -0,7 | -1,0 | |
| Dług netto | 48,4 | 57,9 | | 56,1 | | | | |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)* | 5,0 | 7,1 | | 6,3 | | | | |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 0,58 | 0,63 | | 0,62 | | | | |

Źródło: Emitent, Szacunki Nwai DM

P.R.E.S.C.O.

Wyniki pod presją nowego modelu operacyjnego

Jedna z firm działających na rynku obrotu wierzytelnościami masowymi w Polsce – P.R.E.S.C.O. Group – zaprezentowała słabe wyniki zarówno za sam 3 kwartał, jak i narastająco za 9 miesięcy 2014 roku. Ostatnie kwartały to zmiany w modelu operacyjnym spółki, związane z przejściem z windykacji sądowo-komorniczej na polubowną.

- Wpływ na przychody ze sprzedaży ma korekta polityki rachunkowości w zakresie prezentacji przychodów z nabytych wierzytelności w RZiS. Przychody ze sprzedaży narastająco za 3 kwartały osiągnęły poziom 35,2 mln zł wobec 50,9 mln zł w roku ubiegłym, co oznacza 31% spadek (gdyby korekta rachunkowości nie była uwzględniona byłoby to odpowiednio 56,7 mln i 62,9 mln, co oznaczałoby 10% spadek). Zmiana taka nie ma jednak wpływu na osiągnięte przez spółkę wyniki operacyjne.
- Zmiana modelu operacyjnego ma przełożenie na wyniki sprzedażowe. Wspomniany spadek to skutek przede wszystkim obniżenia kwot wpłacanych przez dłużników o 10% oraz większa niż w poprzednich okresach amortyzacja pakietów wierzytelności.
- Z drugiej strony wprowadzenie polubownego modelu windykacji wpłynęło pozytywnie na koszty własne sprzedaży, które narastająco za 3 kwartały obniżyły się o 29% z poziomu 37,4 mln zł w 2013 do 26,5 mln zł w roku bieżącym.
- Wynik EBITDA za 3 kwartały 2014 wyniósł 7,5 mln zł, tj. 35% mniej w porównaniu do analogicznego okresu w 2013r.
- W/w zmiany modelu wpłynęły także na zrealizowane przez spółkę wydatki inwestycyjne w portfele wierzytelności. Jak dotąd obserwowany jest dwukrotny ich wzrost w porównaniu do 2013 roku (z 6,1 do 13,3 mln zł). Wartość nominalna nabytych portfeli wierzytelności w trzech kwartałach 2014 wyniosła 89,7 mln zł wobec 27,1 mln w 2013.
- Zarząd nie wyklucza kolejnych inwestycji w portfele wierzytelności, których finansowanie miałyby nastąpić ze zgromadzonych środków pieniężnych i/lub potencjalnej emisji obligacji niezabezpieczonych do kwoty 45mln zł.
- Wg Zarządu zmiany modelu operacyjnego powinny się przełożyć na polepszenie wyników w 2015r.
- **Finansowe warunki emisji obligacji nie zostały naruszone. Wskaźnik Dług netto/Kapitały Własne wyniósł 0,41, podczas gdy jego wartość graniczna to 2,0.**

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

| mln PLN | 3 kw. 2014r. | 3 kw. 2013r. | r/r | 2 kw. 2014r. | q/q | 9 mies. 2014r. | 9 mies. 2013r. | r/r |
|---|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| Przychody | 8,2 | 15,3 | -46,6% | 7,8 | 4,5% | 35,2 | 50,9 | -30,8% |
| Zysk brutto na sprzedaży | 2,4 | 7,3 | -67,1% | -1,2 | - | 8,7 | 13,5 | -35,5% |
| marża brutto | 29,5% | 47,8% | | -15,0% | | 24,7% | 26,5% | |
| PPO/PKO | 0,0 | 0,0 | | 0,0 | | 0,1 | 0,0 | |
| EBITDA | 1,9 | 5,9 | -67,6% | 3,4 | -44,1% | 7,5 | 11,4 | -34,5% |
| marża EBITDA (%) | 23,3% | 38,3% | | 43,5% | | 21,2% | 22,5% | |
| EBITDA skorygowana | 1,9 | 5,9 | -67,2% | 3,4 | -43,4% | 7,4 | 11,4 | -35,5% |
| skorygowana marża EBITDA | 23,8% | 38,6% | | 43,9% | | 20,9% | 22,5% | |
| Zysk netto | 0,2 | 3,7 | -95,1% | 1,6 | -88,8% | 1,9 | 5,4 | -64,9% |
| marża netto | 2,2% | 24,0% | | 20,5% | | 5,3% | 10,5% | |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 10,3 | 10,2 | | 11,3 | | 28,27 | 23,9 | |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -8,9 | -4,9 | | -2,6 | | -13,38 | -6,8 | |
| Przepływy z działalności finansowej | -21,7 | -0,2 | | -2,0 | | -25,36 | -4,1 | |
| Przepływy pieniężne netto | -20,4 | 5,1 | | 6,7 | | -10,46 | 12,98 | |
| Dług netto | 45,9 | 50,4 | | 46,1 | | | | |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)* | 4,9 | 2,3 | | 3,5 | | | | |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 0,35 | 0,44 | | 0,42 | | | | |

Źródło: Emitent, szacunki Nwai DM

Scanmed Multimedis

Zmiany właścicielskie

Scanmed Multimedis ma za sobą okres zmian właścicielskich, które przełożyły się na istotne zmiany w strukturze finansowania oraz dalszych planach Spółki. Nowy właściciel, **Dadley Investments**, spółka zależna od południowoafrykańskiego Life Healthcare, w listopadzie 2014r. dokonała wcześniejszego wykupu obligacji serii A o wartości nominalnej 19,5 mln PLN i jednocześnie dokapitalizowała Spółkę poprzez emisję akcji serii F. Nowy akcjonariusz planuje wycofanie Scanmed Multimedis z rynku New Connect.

- W 3 kwartale 2014r. Scanmed Multimedis osiągnęła przychody w wysokości 27,9 mln PLN (+29,2% r/r oraz -6,1% q/q). Wzrost przychodów wynikał głównie z akwizycji oraz zwiększenia bazy klientów.
- W sierpniu Spółka przejęła jeden z największych ośrodków gastroenterologii ambulatoryjnej i jednodniowej w Polsce Gastromed Poland. Dzięki temu sieć placówek Scanmedu powiększyła się do 28 centrów zlokalizowanych w 11 miastach w Polsce.
- W 3 kwartale Scanmed objęła opieką 6,5 tys. nowych klientów podpisując 123 umowy o świadczenia usług medycznych. Rozszerzono też ofertę świadczeń ambulatoryjnych.
- Pomimo wzrostu przychodów odnotowano pogorszenie rentowności zarówno na poziomie operacyjnym jak i netto. Obniżenie skorygowanej marży EBITDA z poziomu 0,6% w 3 kw. 2013r. do poziomu -3,1% w 3 kw. 2014r. wynika z wyższego udziału usług obcych w kosztach ogółem (47,6% w 3 kw. 2014r. vs. 43,0% 3 kw. 2013r. oraz zwiększania zużycia materiałów i energii.
- W listopadzie 2014r. Scanmed Multimedis podwyższyła kapitał z 27,4 mln PLN do 37,0 mln PLN poprzez emisję 9,6 mln akcji serii F, które objął nowy właściciel Dadley Investments. Łączna cena emisyjna akcji serii F wyniosła 40,0 mln PLN i została opłacona poprzez umowne potrącenie z częścią wierzytelności wynikającej z „Umów Pożyczek” zawartych z Dadley Investments Sp. z o.o.
- W listopadzie 2014r. Spółka przedterminowo wykupiła 19 tys. sztuk obligacji serii A o wartości 19,5 mln PLN (wykup na żądanie emitenta). Spółka zapłaciła z tego tytułu premię opcyjną w wysokości 0,50% wielkości nominalnej jednej obligacji.
- Podczas NWZ mającego miejsce 5 listopada 2014r. akcjonariusze postanowili wycofać akcje Scanmed Multimedis z obrotu w alternatywnym systemie obrotu NewConnect.

| mln PLN | 3 kw. 2014r. | 3 kw. 2013r. | r/r | 2 kw. 2014r. | q/q | 9 mies. 2014r. | 9 mies. 2013r. | r/r |
|--|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-------------------|-------------------|---------------|
| Przychody | 27,9 | 21,6 | 29,2% | 29,7 | -6,0% | 83,5 | 66,3 | 25,8% |
| Zysk na sprzedaży | -1,7 | -1,7 | n.d. | 0,1 | n.d. | -1,5 | -1,3 | n.d. |
| marża brutto | -5,9% | -7,9% | +2pp | 0,2% | -6,1pp | -1,8% | -1,9% | +0,1pp |
| PPO/PKO | 0,9 | 5,3 | | 1,3 | | 2,3 | 8,6 | |
| EBITDA | 0,0 | 5,5 | -99,3% | 3,9 | -99,1% | 6,4 | 12,5 | -48,9% |
| marża EBITDA (%) | 0,1% | 25,2% | -25,1pp | 13,1% | -13,0pp | 7,7% | 18,8% | -11,2pp |
| EBITDA skorygowana | -0,9 | 0,1 | n.d. | 2,6 | n.d. | 4,1 | 3,8 | 7,4% |
| skorygowana marża EBITDA | -3,1% | 0,6% | -3,7pp | 8,8% | -11,9pp | 4,9% | 5,8% | -0,8pp |
| Zysk netto | -3,2 | 2,6 | n.d. | -1,2 | n.d. | -6,4 | 2,7 | n.d. |
| marża netto | -11,4% | 11,9% | -23,3pp | -4,2% | -7,2pp | -7,7% | 4,1% | -11,8pp |
| Przepływy z działalności operacyjnej | -1,9 | -0,1 | | -9,2 | | -12,0 | 2,4 | |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -18,1 | -8,7 | | -19,1 | | -39,5 | -15,8 | |
| Przepływy z działalności finansowej | 18,6 | 19,3 | | 26,4 | | 41,7 | 28,5 | |
| Przepływy pieniężne netto | -1,4 | 10,5 | | -1,9 | | -9,8 | 15,1 | |
| Dług netto | 111,4 | 85,2 | | 128,9 | | | | |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)* | 25,0 | n.d. | | n.d. | | | | |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 0,51 | 0,57 | | 0,62 | | | | |

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

Vantage Development

Stabilne wyniki, perspektywy wzrostu sprzedaży

Vantage Development, spółka realizująca projekty w segmencie mieszkaniowym i biurowym zaprezentowała stabilne wyniki za 3 kwartał 2014r. W ostatnim kwartale deweloper koncentrował się na sprzedaży projektów mieszkaniowych oraz utrzymaniu płynności finansowej. Biorąc pod uwagę aktualnie prowadzoną sprzedaż oraz planowane rozpoczęcie sprzedaży Patio House, WUWA 2, Dąbrowskiego 40 oraz Konstruktorskiej oczekujemy, iż Spółka będzie na bieżąco generować gotówkę pokrywającą potrzeby inwestycyjne oraz obsługę długu. Ewentualne ryzyko płynnościowe, może pojawić się w związku z opóźniającą się sprzedażą projektu biurowego Delta 44. Aby uwolnić dodatkową gotówkę Spółka podpisała umowę leasingu zwrotnego biurowca Promenady EPSILON.

| Branża: Deweloperzy | | |
|---------------------|----------------------|-----------------|
| Seria | Wartość emisji (mln) | Kupon |
| VTG0816 | 20,0 PLN | WIBOR 3M + 5,5% |

- W 3 kwartale 2014r. deweloper odnotował wzrost przychodów o 80,6% r/r do poziomu 4,8 mln PLN, wynikający głównie ze zwiększenia sprzedaży lokali mieszkalnych (1,9 mln PLN w 3 kw. 2014r. vs. 0,4 mln PLN w 3 kw. 2013r.) W 3 kw. 2014r. Spółka sprzedawała mieszkania w ramach projektu Promenady Mieszkaniowe etap I podczas gdy w analogicznym okresie 2013r. sprzedawano jedynie lokale z inwestycji Słoneczne Sady. Ponadto Vantage Development osiągnął wyższe przychody z tytułu doraźnego najmu powierzchni, które jeszcze nie zostały oddane do użytku.
- Wzrost przychodów w kolejnych kwartałach powinien być wspierany sprzedażą mieszkań w projektach: (i) Centaurus etap II; Promenady Wrocławskie etap II i III (419 lokali); (ii) Patio House (61 lokali), WUWA 2 (66 lokali), Dąbrowskiego 40 (114 lokali); (iii) Inwestycja na Konstruktorskiej w Warszawie (300 lokali).
- W 3 kw. 2014r. nastąpiła poprawa rentowności operacyjnej, wynikająca z efektu niskiej bazy – 3 kw. 2013r. sprzedano dom w ramach projektu Słoneczne Sady z ujemną marżą.
- W sierpniu jednostka zależna od Grupy Vantage Development - zawarła przedwstępną umowę sprzedaży biurowca „Delta 44”. Umowa pierwotnie miała zostać zawarta do 29.09.2014r. ma zostać zawarta w IV kw. br. Kwota transakcji ma wynieść 25,5 mln PLN.
- Spółka dokonała transakcji leasing zwrotnego w ramach której podpisała umowę sprzedaży na rzecz mLeasing budynku biurowego Promenady EPSILON za 50,9 mln PLN. Z uzyskanej gotówki splacono kredyt w BZ WBK (28 mln PLN) natomiast zobowiązania z tytułu umowy leasing wzrosły o 41,6 mln PLN. Umowa leasingowa ma obowiązywać 60 miesięcy, po tym czasie nastąpi wykup nieruchomości za 32 mln PLN.
- Finansowe warunki emisji obligacji nie zostały naruszone. Wskaźnik Dług netto/Kapitały Własne wyniósł 0,34, podczas gdy jego wartość graniczna to 0,8.**

| mln PLN | 3 kw. 2014r. | 3 kw. 2013r. | r/r | 9 mies. 2014r. | 9 mies. 2013r. | r/r |
|--|-----------------|-----------------|--------------|-------------------|-------------------|---------------|
| Przychody | 4,8 | 2,7 | 80,6% | 33,2 | 7,9 | 317,8% |
| Zysk brutto na sprzedaży | 2,3 | 0,4 | 508,1% | 8,1 | 2,6 | 215,2% |
| marża brutto | 48,3% | 14,3% | | 24,3% | 32,2% | |
| PPO/PKO | -0,1 | -0,1 | | -0,2 | -0,6 | |
| EBITDA | 0,3 | -1,1 | n.d. | 0,7 | 1,5 | -54,4% |
| marża EBITDA (%) | 5,4% | -41,3% | | 2,0% | 18,5% | |
| EBITDA skorygowana | 0,3 | -1,0 | n.d. | 0,9 | 2,0 | -56,3% |
| skorygowana marża EBITDA | 6,5% | -39,3% | | 2,7% | 25,6% | |
| Zysk netto | -0,7 | -2,5 | n.d. | -1,8 | 3,1 | n.d. |
| marża netto | -13,8% | -92,3% | | -5,5% | 38,5% | |
| Przepływy z działalności operacyjnej | -21,0 | 0,4 | | -31,9 | -1,7 | |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -10,6 | -0,9 | | -18,5 | -10,0 | |
| Przepływy z działalności finansowej | -8,4 | 27,9 | | 22,2 | 56,9 | |
| Przepływy pieniężne netto | -40,0 | 27,3 | | -28,2 | 45,3 | |
| Dług netto | 105,8 | 69,4 | | | | |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)* | 47,2 | n.d. | | | | |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 0,35 | 0,38 | | | | |

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

Voxel

Słabnąca sprzedaż, spadające marże

Voxel gromadzi pod swoimi skrzydłami sieć Medycznych Centrów Diagnostycznych, świadczących usługi radiologii, Centrum Diagnostyki Obrazowej zajmującej się diagnostyką obrazową oraz spółkę Alteris, dostarczającą systemy informatyczne do placówek medycznych. Spółka pokazała słabe wyniki za 3 kw. 2014r. Niepokojącym sygnałem może być fakt, kolejny kwartał z rządu Spółka raportuje stratę netto.

- Przychody w 3 kwartale wyniosły 25,2 mln zł (-23% r/r; +11% q/q). Narastająco za 9 miesięcy 2014 przychody spółki wyniosły 69,4 mln (-10,5% r/r). Spadek przychodów to rezultat obniżenia sprzedaży segmentu produktów informatycznych o ponad 40%.
- Spółka odnotowała również spadek rentowności na poziomie operacyjnym osiągając w 3 kw. 2014r. poziom 2,6 mln zł -26,5% r/r; -8,2% q/q).
- Wpływ na osłabienie marż mają słabe rezultaty segmentu produktów informatycznych, prowadzonego przez spółkę zależną Alteris. Za 3 kwartały tego roku segment ten poniósł 3,4 mln straty operacyjnej.
- Oslabienie wyników operacyjnych miało swoje bezpośrednie przełożenie na wynik netto grupy. W 3 kwartale spółka poniosła stratę netto w wysokości 1,1mln zł (vs. 0,4 mln zł w 3 kw. 2013r.)
- Spółka podaje, że w ostatnim kwartale tego roku spodziewana jest zdecydowana poprawa rentowności oraz przychodów segmentu produktów informatycznych. Pozytywny wpływ na wynik na koniec roku mają mieć również nowe kontrakty z NFZ na badanie PET w pracowniach w Białymstoku i Brzozowie.
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia od kilku kwartałów jest stabilny i utrzymuje się na poziomie 0,5.
- Spółka spodziewa się poprawy wyników w IV kw. b.r. w spółce zależnej ALTERIS SA. Prognoza ta jest oparta na corocznej sezonowości sprzedaży branży obserwowanej od wielu lat oraz dynamicznym rozwojem nowego obszaru działalności – robotami aptecznymi.
- Finansowe warunki dotyczące emisji obligacji nie zostały naruszone. Wartość zobowiązań oprocentowanych wyniosła 62,4 mln zł i nie przekroczyła wyznaczonych 70 mln zł.**

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

| mln PLN | 3 kw. 2014r. | 3 kw. 2013r. | r/r | 2 kw. 2014r. | q/q | 9 mies. 2014r. | 9 mies. 2013r. | r/r |
|--|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|----------------|----------------|---------------|
| Przychody | 25,2 | 32,9 | -23,3% | 22,7 | 11,1% | 69,4 | 77,5 | -10,5% |
| Zysk brutto na sprzedaży | 4,9 | 6,7 | -26,9% | 6,0 | -18,5% | 18,2 | 18,9 | -3,6% |
| marża brutto | 19,5% | 20,5% | | 26,6% | | 26,2% | 24,4% | |
| PPO/PKO | -0,3 | -0,3 | | -0,3 | | -0,5 | 1,3 | |
| EBITDA | 2,6 | 3,6 | -26,5% | 2,9 | -8,2% | 10,6 | 12,1 | -12,7% |
| marża EBITDA (%) | 10,5% | 10,9% | | 12,6% | | 15,2% | 15,6% | |
| EBITDA skorygowana | 2,9 | 3,9 | -25,3% | 3,2 | -7,2% | 11,1 | 10,8 | 3,2% |
| skorygowana marża EBITDA | 11,7% | 12,0% | | 14,0% | | 16,0% | 13,9% | |
| Zysk netto | -1,1 | 0,4 | - | -0,9 | - | -0,8 | 2,3 | - |
| marża netto | -4,5% | 1,4% | | -3,7% | | -1,1% | 3,0% | |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 1,3 | 0,9 | | 2,6 | | 10,7 | -1,1 | |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -1,1 | -4,0 | | -1,7 | | -14,6 | -21,0 | |
| Przepływy z działalności finansowej | -0,2 | -19,2 | | -0,9 | | 3,8 | -0,2 | |
| Przepływy pieniężne netto | 0,0 | -22,3 | | 0,0 | | -0,1 | -22,2 | |
| Dług netto | 62,1 | 48,4 | | 61,1 | | | | |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)* | 4,0 | 2,1 | | 3,7 | | | | |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 0,51 | 0,49 | | 0,50 | | | | |

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

Wind Mobile

Rekordowa sprzedaż plus dalsza ekspansja

Spółka Wind Mobile – dostawca innowacyjnych rozwiązań technologicznych dla branż finansowo-bankowej, telekomunikacyjnej i hotelarskiej, w III kwartale 2014r. pokazała rekordowe wyniki sprzedażowe, będące m.in. rezultatem konsolidacji ze spółką Software Mind. Pośredni wpływ na wyniki ma także cykliczność w branży, w związku z czym III kwartał ma bardziej produkcyjny charakter, związany z realizacją zamówień z I półrocza. Spółka zapowiada więc pokazanie dobrych rezultatów w kolejnym kwartale i podtrzymuje prognozy 9 mln zł zysku netto na koniec tego roku.

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

- W okresie 9M Spółka osiągnęła przychody ze sprzedaży w wysokości 30,2 mln zł (+340% r/r). W samym III kw. przychody osiągnęły 11,8 mln zł (+532% r/r; -25% q/q).
- Wpływ na dynamikę przychodów ze sprzedaży miały:
 - dołączenie dwóch ofert produktowych związanych z przejęciem Software Mind, tj. iLumio i LiveBranch (multimedialna obsługa hotelowa, Internet and mobile banking), które z sukcesem wspierają dotychczasowy podstawowy produkt spółki Ringback Tones (RBT);
 - wdrożenie systemu iLumio w hotelu Hilton;
 - uruchomienie nowatorskich wersji internetowego i mobilnego dostępu do usług bankowych w Biz Banku i Bank Smart;
 - udana kampania produktu RBT dla jednego z operatorów komórkowych.
- Kwartalna EBITDA wyniosła 0,7 mln zł (vs. 0,8 mln zł w 3 kw. 2013r.), co przełożyło się na marżę EBITDA w 3 kw. 2014r. 2,3% (vs. m. EBITDA = 44,6% w 3kw. 2013r). Spadek marży EBITDA w 3 kw. 2014r. wynika z wyższych kosztów zarządu 2,2 mln zł (vs. 1,0 mln zł w 3 kw. 2013r.) oraz wyższych kosztów sprzedaży – 2,2 mln zł w 3 kw. 2014r. (vs. 0,3 mln zł w 3 kw. 2013r.).
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia na koniec 3 kw. 2014 wyniósł 0,33 (vs. 0,1 na koniec 3 kw. 2013r).
- Dług netto/skorygowana EBITDA wyniósł 1,2 (vs. -0,6 na koniec 3 kw. 2013r. ze względu na to, iż Spółka prezentowała w bilansie gotówkę netto 2,1 mln zł).
- Ze względu na zainteresowanie produktami Spółki na rynkach arabskich, Wind Mobile planuje rozwój eksportu na Bliskim Wschodzie m.in. poprzez akwizycję w tym regionie.

| mln PLN | 3 kw. 2014r. | 3 kw. 2013r. | r/r | 2 kw. 2014r. | q/q | 9 mies. 2014r. | 9 mies. 2013r. | r/r |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|----------------|----------------|-------------|
| Przychody | 11,8 | 1,9 | 1521% | 15,8 | -25% | 30,2 | 6,9 | 340% |
| Zysk brutto na sprzedaży | 4,5 | 1,8 | 145% | 6,8 | -34% | 13,7 | 5,8 | 134% |
| marża brutto | 14,9% | 98,7% | | 43,3% | | 45,3% | 85,3% | |
| PPO/PKO | 0,0 | 0,0 | | 0,1 | | 0,1 | 0,2 | -64% |
| EBITDA | 0,7 | 0,8 | -17% | 3,0 | -77% | 4,6 | 2,3 | 104% |
| marża EBITDA (%) | 2,3% | 44,6% | | 19,1% | | 15,3% | 33,0% | |
| EBITDA skorygowana | 0,7 | 0,8 | -18% | 2,9 | -77% | 4,5 | 2,1 | 120% |
| skorygowana marża EBITDA | 2,3% | 44,5% | | 18,7% | | 15,1% | 30,2% | |
| Zysk netto | 0,1 | 0,6 | -80% | 1,5 | -92% | 2,5 | 1,5 | 71% |
| marża netto | 0,4% | 30,9% | | 9,6% | | 8,4% | 21,6% | |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 1,4 | 0,1 | | -2,2 | | -0,7 | 0,8 | |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -0,1 | -0,2 | | -6,8 | | -6,7 | -1,1 | |
| Przepływy z działalności finansowej | -1,0 | 0,0 | | -0,1 | | 13,5 | -0,1 | |
| Przepływy pieniężne netto | 0,3 | -0,1 | | -9,0 | | 6,1 | -0,3 | |
| Dług netto | 9,7 | -2,1 | | 6,7 | | | | |
| Dług netto / skor. EBITDA (x)* | 1,2 | n.d. | | 0,8 | | | | |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia | 0,3 | 0,1 | | 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 złożenia 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 z inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.