



10.10.2014

## Podsumowanie wyników za 1H 2014r.

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

- Spółki: Ghelamco, HB Reavis oraz Murapol pokazały spadające r/r przychody. Biorąc pod uwagę realizowane i planowane ukończenia inwestycji spodziewamy się że każda ze spółek odnotuje wzrost przychodów w kolejnych okresach.
- Victoria Dom w ujęciu rocznym poprawiła przychody oraz wyniki operacyjne, jednak prawie cała waga rocznych rezultatów oparta będzie o drugie półrocze, kiedy to spółka planuje oddanie osiedla w Warszawie.
- Minione półrocze nie było najlepszym dla spółek działających w sektorze wierzycelności. Grupa Raport podobnie jak Navi Group, odnotowała istotny spadek rezultatów na wszystkich poziomach rachunku zysków i strat w IH 2014 r. w porównaniu do tego samego okresu 2013 r.
- GRANIT-COLOR – spółka prowadząca działalność polegającą na hurtowym handlu płytami granitowymi i nagrobkami istotnie poprawiła wyniki oraz przepływy pieniężne z działalności operacyjnej.
- Grupa Medort, producent i dystrybutor sprzętu medycznego, zaskoczyła rynek wzrostem przychodów o 155% r/r oraz poprawą rentowności, które są efektem poprawy pozycji rynkowej oraz włączenia do Grupy nowych podmiotów.
- Polbrand pokazał wyniki za pierwsze półrocze 2014 r., które są blisko dwukrotnie wyższe od zeszłorocznych i w sposób znaczący uprawdopodobniają przedstawioną przez zarząd prognozę rocznych rezultatów.
- Grupa Ferratum, specjalizująca się w udzielaniu mikro pożyczek pokazała przyzwoite wyniki za 2 kwartały 2014r. W pierwszym półroczu Grupa rozpoczęła działalność na nowych rynkach – w Rumunii, Litwie, Estonii, Bułgarii oraz w Niemczech.

### Adrianna Kocięda

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

### Łukasz Siwek

Doradca Inwestycyjny  
Analitik  
lukasz.siwek@nwai.pl  
tel: 22 201 97 61

1 półrocze 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
Coccodillo	71,7	10%	9,7	232%	6,1	n.d.	1,3	58%
Ghelamco Group (EUR)	10,3	-22%	14,2	-65%	4,3	-82%	17,1	53%
GRANIT-COLOR	25,8	202%	1,4	64%	0,9	57%	2,4	69%
Grupa Ferratum (EUR)	30,8	14%	5,6	39%	3,0	49%	3,5	75%
Grupa Medort	126,6	155%	17,4	387%	10,6	701%	2,1	57%
Grupa Raport	6,5	-18%	1,0	-62%	3,9	-22%	61,2	48%
HB Reavis (EUR)	35,3	-6%	55,0	7%	41,7	80%	17,1	43%
Murapol	55,4	-34%	15,6	107%	9,0	124%	19,0	63%
NAVI Group	7,5	-11%	0,8	-72%	-0,9	n.d.	1,8	137%
Polbrand	102,0	74%	7,1	114%	4,0	105%	2,4	64%
Victoria Dom	15,8	64%	-0,3	n.d.	-1,5	n.d.	0,4	69%

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.

## CDRL S.A.

### W drodze na parkiet

**CDRL S.A. właściciel marki Coccodillo, dystrybutor odzieży dziecięcej w Polsce i krajach CEE, zaprezentował solidne wyniki za I półrocze 2014r. W październiku b.r. Emitent spłacił obligacje serii A o łącznej wartości nominalnej 9,6 mln zł oraz rozpoczął proces IPO.**

- W dniu 7 października b.r. zakończyły się zapisy na 1 mln akcji CDRL S.A., oferowanych w ramach IPO po cenie maks. 17,4 PLN. Jednocześnie Spółka wykupiła obligacje serii A.
- W I poł. 2014r. Spółka odnotowała wzrost przychodów o 10% r/r oraz poprawę marż operacyjnych (marża netto na sprzedaży +8,6pp; marża EBITDA +9,2pp r/r). Wzrost rentowności operacyjnej został osiągnięty dzięki utrzymaniu większości kosztów operacyjnych na stałym lub niższym poziomie.
- Koszty sprzedanych materiałów i towarów, stanowiące ponad połowę kosztów operacyjnych zostały obniżone o 5,5%, dzięki przeniesieniu produkcji do krajów takich jak Birma czy Bangladesz.
- Koszty finansowe netto w I poł 2014r. wyniosły 0,7 mln PLN i były niższe o 59% w stosunku do I poł. 2013r. Spadek kosztów finansowych wynikał z mniejszego zadłużenia w ostatnim półroczu.
- Wzrost stanu zapasów (+8,1 mln PLN) oraz spadek zobowiązań handlowych (-4,1 mln PLN) przy niewielkim spadku stanu należności (-1,8 mln PLN) przełożył się na ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 1 półroczu b.r., które wyniosły -1,4 mln PLN (vs. +1,1 mln PLN w I poł. 2013r.).
- Spółka prognozuje osiągnięcie w 2014r. sprzedaży na poziomie 159,4 mln PLN, EBITDA na poziomie 18,5 mln PLN oraz zysku netto na poziomie 10,9 mln PLN.

Branża: Handel		
Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon
CDL1014	9,6	WIBOR3M+ 5,5%

mln PLN	1 poł. 2014r.	1 poł. 2013r.	r/r	12 mies. 2013r.
<b>Przychody</b>	<b>71,7</b>	<b>65,4</b>	<b>10%</b>	148,7
Zysk netto na sprzedaży	9,4	2,9	219%	9,8
marża netto na sprzedaży	13,1%	4,5%	+8,6 pp	6,6%
PPO/PKO	-1,0	-1,3	-22%	-2,2
<b>EBITDA</b>	<b>9,7</b>	<b>2,9</b>	<b>232%</b>	<b>10,2</b>
marża EBITDA (%)	13,5%	4,5%	+9,2pp	6,8%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>10,7</b>	<b>4,2</b>	<b>153%</b>	<b>12,4</b>
skorygowana marża EBITDA	14,9%	6,5%	+8,6pp	8,3%
<b>Zysk netto</b>	<b>6,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>n.d.</b>	<b>3,0</b>
marża netto	8,5%	-1,1%		2,0%
Przepływy z działalności operacyjnej	-1,4	1,1		16,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,3	-0,4		-0,6
Przepływy z działalności finansowej	1,7	-0,4		-16,2
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>		<b>0,0</b>
Dług netto (mln PLN)	24,9	27,5		22,1
Dług netto / skor. EBITDA (x)	1,3	b.d.		1,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,6	0,7		0,6

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

\* Wskaźnik Dług netto/skor. EBITDA na koniec półrocza obliczany na podstawie zannualizowanej wartości EBITDA skorygowanej o wartości pozostały przychodów i kosztów operacyjnych.

## Ghelamco Group (Granbero Holdings Ltd.)

### Przejęciowy spadek wyników

Wyniki dewelopera po dwóch kwartałach 2014r. prezentowały spadek sprzedaży oraz wyniku netto. Jednak zaraz po zakończeniu okresu sprawozdawczego Ghelamco sfinalizowało transakcje sprzedaży trzech projektów: Katowice Business Point (ok. 17 tys. m<sup>2</sup>), Marynarska 12/T- Mobile Office Park (ok. 41 tys. m<sup>2</sup>) oraz biurowca Łopuszańska Business Park (ok. 16.5 tys. m<sup>2</sup>). Inwestycje zostały sprzedane za 189 mln EUR, generując po spłacie zadłużenia wpływ gotówki w wartości 80 mln EUR.

- W pierwszym półroczu 2014r. Spółka koncentrowała się na dewelopemencie biurowca Warsaw Spire (poziom wynajęcia budynku B na poziomie ok. 70%) oraz sprzedaży loftów Q-Bik (dotychczas sprzedano 65% z 350 apartamentów w ofercie).
- Większość przychodów wygenerowanych w I pół. 2014r. pochodziła ze sprzedaży loftów w inwestycji Q-Bik (8,2 mln EUR) oraz czynszów z biurowców Katowice Business Point; Marynarska 12/T- Mobile Office Park i Łopuszańska Business Park.
- Wartość portfolio inwestycji w budowie spadła w ciągu półrocza z 480,8 mln EUR na koniec 2013r. do poziomu 358,9 ml EUR na koniec czerwca 2014r. Zmiany te wynikają min. z: (i) nakładów zwiększających wartość inwestycji w budowie o 40 mln EUR; (ii) sklasyfikowania projektów Katowice Business Point; Marynarska 12/T- Mobile Office Park i Łopuszańska Business Park jako inwestycji na sprzedaż; (iii) przeszacowania inwestycji o 23,4 mln EUR.
- Inwestycje były wyceniane w pierwszym półroczu 2014r. przy yieldach od 6.75% do 9.25% (vs. 6.25% do 8.50% na koniec 2013r.).

Branża: Deweloperska		
Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon
GHC0718	30,8	WIBOR 6M + 6,00%
GHE0118	114,5	WIBOR 6M + 4,50%
GHE0415	55,8	WIBOR 6M + 5,00%
GHE0418	27,2	WIBOR 6M + 4,50%
GHE0716	20,0	WIBOR 6M + 5,00%
GHE0718	120,4	WIBOR 6M + 5,00%
GHE0816	9,2	WIBOR 6M + 4,00%
GHE1116	6,4	WIBOR 6M + 4,00%
GHI0415	3,2	WIBOR 6M + 6,00%
GHI0718	30,0	WIBOR 6M + 4,50%
GHI0718	30,0	WIBOR 6M + 4,50%
GHK0718	11,2	WIBOR 6M + 4,50%

mln EUR	1 poł. 2014r.	1 poł. 2013r.	r/r
<b>Przychody</b>	<b>10,3</b>	<b>13,2</b>	<b>-22%</b>
<b>Zysk z przeszacowań</b>	<b>23,4</b>	<b>40,0</b>	
PPO/PKO	-11,3	-5,4	107%
<b>EBITDA</b>	<b>14,2</b>	<b>40,4</b>	<b>-65%</b>
marża EBITDA (%)	137,9%	306,4%	
<b>EBIT</b>	<b>14,2</b>	<b>40,4</b>	<b>-65%</b>
marża EBIT	137,9%	306,4%	
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>25,5</b>	<b>45,8</b>	<b>-44%</b>
skorygowana marża EBITDA	247,0%	347,7%	
<b>Zysk netto</b>	<b>4,3</b>	<b>23,2</b>	<b>-82%</b>
marża netto	41,2%	176,0%	
Przepływy z działalności operacyjnej	-41,4	-47,1	
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-24,5	66,7	
Przepływy z działalności finansowej	79,0	-26,0	
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>13,2</b>	<b>-6,4</b>	
Dług netto	433,1	367,3	
Dług netto / skor. EBITDA (x)	17,1	b.d.	
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,5	0,5	

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

\* Wskaźnik Dług netto/skor. EBITDA na koniec półrocza obliczany na podstawie zannualizowanej wartości EBITDA skorygowanej o wartości pozostały przychodów i kosztów operacyjnych.

## GRANIT-COLOR Sp. z o. o.

### Poprawa płynności

GRANIT-COLOR prowadzi działalność polegającą na hurtowym handlu płytami granitowymi, nagrobkami, tablicami granitowymi. W sierpniu 2013r. Spółka wyemitowała obligacje serii A, o wartości 8,2 mln PLN i oprocentowaniu 9,5% płatnym kwartalnie. Emitent skrócił cykl rotacji zapasów oraz wydłużył cykl rotacji zobowiązań co pozytywnie wpłynęło na przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. W wynikach za 1 półrocze 2014r. widzimy znaczny wzrost sprzedaży przy niewielkim spadku rentowności. Poprawa wyników widoczna jest w kursie papierów dłużnych serii GRA0816 notowanych po 102.00.

- Przychody wzrosły o 202% r/r dzięki czemu pomimo spadku marży brutto o 1,8 pp r/r, zysk na sprzedaży poprawił się w I półroczu 2014r. o 154% r/r.
- Marża EBITDA w pierwszej połowie 2014r. spadła o 4,5pp; jednak po oczyszczeniu wyniku EBITDA o wyniki zdarzeń jednorazowych widzimy utrzymanie marży EBITDA na tym samym poziomie 5,4%.
- Wskutek zwiększenia zadłużenia po emisji obligacji w wartości 8,2 mln PLN, koszty finansowe Spółki wzrosły z 37 tys PLN w I poł 2013r. do 349 tys. PLN w I poł. 2013r.
- Zwracamy uwagę na poprawę przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, które wyniosły w I poł. 2013r. 2,4 mln PLN (vs. -2,6 mln PLN w I poł. 2013r.). Poprawa wynika głównie z lepszego zarządzania kapitałem obrotowym.

Branża: Handel		
Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon
GRA0816	8,2	9,50%

mln PLN	1 poł. 2014r.	1 poł. 2013r.	r/r	12 mies. 2013r.
<b>Przychody</b>	<b>25,8</b>	<b>8,5</b>	<b>202%</b>	28,6
Zysk brutto na sprzedaży	2,5	1,0	154%	3,7
marża brutto	9,7%	11,5%	-1,8pp	12,9%
PPO/PKO	0,0	0,4	-99%	0,4
<b>EBITDA</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>64%</b>	<b>2,1</b>
marża EBITDA (%)	5,4%	10,0%	-4,5pp	7,2%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>203%</b>	<b>1,6</b>
skorygowana marża EBITDA	5,4%	5,4%		5,7%
<b>Zysk netto</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>57%</b>	<b>1,2</b>
marża netto	3,5%	6,7%	-3,2pp	4,2%
Przepływy z działalności operacyjnej	2,4	-2,7		-8,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,5	-0,2		2,7
Przepływy z działalności finansowej	-0,4	3,0		8,0
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>		<b>1,8</b>
Dług netto (mln PLN)	6,0	0,2		6,8
Dług netto / skor. EBITDA (x)	2,4	b.d.		4,1
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,7	0,3		0,7

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

\* Wskaźnik Dług netto/skor. EBITDA na koniec półrocza obliczany na podstawie zannualizowanej wartości EBITDA skorygowanej o wartości pozostały przychodów i kosztów operacyjnych.

## GRUPA FERRATUM

### Ekspansja na nowych rynkach

Grupa Ferratum, specjalizująca się w udzielaniu mikro pożyczek pokazała przyzwoite wyniki za 2 kwartały 2014r. Za 14%-m wzrostem przychodów podążała poprawa marż. Ponadto w pierwszym półroczu Grupa rozpoczęła działalność na nowych rynkach – w Rumunii, Litwie, Estonii, Bułgarii oraz w Niemczech.

- Dzięki wzmocnieniu pozycji rynkowej oraz ekspansji na nowych rynkach Spółce udało się w pierwszym półroczu 2014r zwiększyć przychody oraz odnotować kolejne rekordy obrotów. Marzec, kwiecień i czerwiec były dotychczas najlepszymi miesiącami pod względem przychodów.
- Najważniejszymi wydarzeniami w I połowie roku było rozpoczęcie działalności na nowych rynkach. Grupa Ferratum pojawiła się na rynku rumuńskim, estońskim, litewskim, bułgarskim oraz niemieckim.
- Spółka wprowadziła nowe produkty (min. pożyczki na raty) oraz rozwiązania biznesowe (nowe systemy sprawdzania wiarygodności kredytowej pożyczkobiorców).
- Portfolio mikro kredytów na koniec I półrocza 2014r. miało wartość 51,0 mln EUR (versus 44,6 mln EUR na koniec 2013r. i 42,3 mln EUR na koniec I półrocza 2013r.).
- Marża EBITDA w I połowie 2014r. wzrosła o 3,3pp r/r do poziomu 18,1% głównie dzięki niewielkiej redukcji kosztów zatrudnienia oraz kosztów administracyjnych.
- Wzrost zadłużenia przełożył się na wyższe koszty odsetek, które wyniosły 2,0 mln EUR w I połowie 2014r. versus 1,2 mln EUR w I połowie 2013r.

Branża: Mikropożyczki

Seria (notowana)	Wartość emisji (mln)	Kupon
FRR0615	10,4	WIBOR 6M + 6,50%
FRR0517	20,5	WIBOR 6M + 6,50%

mln EUR	1 poł. 2014r.	1 poł. 2013r.	r/r	12 mies. 2013r.
<b>Przychody</b>	<b>30,8</b>	<b>27,0</b>	<b>14%</b>	58,2
PPO/PKO	-4,1	-3,8	9%	0,1
<b>EBITDA</b>	<b>5,6</b>	<b>4,0</b>	<b>39%</b>	<b>7,9</b>
marża EBITDA (%)	18,1%	14,8%	+3,3pp	13,5%
<b>EBIT</b>	<b>5,3</b>	<b>3,7</b>	<b>42%</b>	<b>7,3</b>
marża EBIT	17,2%	13,8%	+3,4pp	12,6%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>9,7</b>	<b>7,8</b>	<b>24%</b>	<b>7,7</b>
skorygowana marża EBITDA	31,4%	28,8%	+2,6pp	13,3%
<b>Zysk netto</b>	<b>3,0</b>	<b>2,0</b>	<b>49%</b>	<b>3,5</b>
marża netto	9,8%	7,5%	+2,3pp	6,1%
Przepływy z działalności operacyjnej	-5,3	-3,1		-8,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,5	-0,5		-1,0
Przepływy z działalności finansowej	-1,3	5,8		25,1
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>-7,1</b>	<b>2,2</b>		<b>15,9</b>
Dług netto	34,1	22,2		28,3
Dług netto / skor. EBITDA (x)	3,5	2,0		3,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,7	0,7		0,8

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

\* Wskaźnik Dług netto/skor. EBITDA na koniec półrocza obliczany na podstawie zannualizowanej wartości EBITDA skorygowanej o wartości pozostały przychodów i kosztów operacyjnych.

## Grupa Medort S.A.

### Wzrost przychodów i poprawa marż dzięki akwizycjom

Grupa Medort, producent i dystrybutor sprzętu medycznego (głównie rehabilitacyjnego), opublikowała dobre wyniki za I półrocze 2014r. Skokowy wzrost przychodów i rentowności są efektem poprawy pozycji rynkowej, ekspansji na rynkach CEE oraz włączenia do Grupy nowych podmiotów. Podkreślamy, że jednocześnie Spółka odnotowała pogorszenie przepływów pieniężnych.

Branża: Medyczna		
Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon
MDR1016	25,9	WIBOR 6M + 5,40%

- Przychody w I półroczu 2014r. wzrosły o 155% r/r do poziomu 126,6 mln PLN, głównie dzięki włączeniu do Grupy spółki Meyra GmbH, która kontrybuowała przychody w wysokości 63 mln PLN.
- Półroczne przychody skorygowane o sprzedaż Meyra GmbH wyniosły 63,6 mln PLN co przekłada się na wzrost o 28% w porównaniu do analogicznego okresu 2013r.
- Udział eksportu w sprzedaży I półrocza 2014r. wzrósł do 24% z 6% w 1 półroczu 2013r.
- W I połowie 2014r. Grupa Medort odnotowała ujemne przepływy pieniężne netto w wartości -6,3 mln PLN (versus -2,1 mln PLN w 1 połowie 2013r).
- Emitent przewiduje, iż w 2014r. przychody przekroczą 300 mln PLN.
- Najważniejszymi wydarzeniami w 1 półroczu 2014r. było przejęcie pięciu zagranicznych podmiotów: (i) MEYRA Denmark Aps w Danii ; (ii) MEYRA-ORTOPEDIA Kft. na Węgrzech; (iii) Meyra Vertriebsgesellschaft Osteuropa GmbH w Niemczech ; (iv) OOO Meyra RU w Rosji; (v) MEYRA ČR s.r.o. w Czechach.

mln PLN	1 poł. 2014r.	1 poł. 2013r.	r/r	12 mies. 2013r.
<b>Przychody</b>	<b>126,6</b>	<b>49,7</b>	<b>155%</b>	<b>123,6</b>
Zysk brutto na sprzedaży	9,5	2,8	241%	8,1
marża brutto	7,5%	5,6%	+1,9pp	6,5%
PPO/PKO	5,2	-0,1		-1,1
<b>EBITDA</b>	<b>17,4</b>	<b>3,6</b>	<b>387%</b>	<b>9,4</b>
marża EBITDA (%)	13,7%	7,2%	+6,6pp	7,6%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>12,2</b>	<b>3,7</b>	<b>231%</b>	<b>10,5</b>
skorygowana marża EBITDA	9,7%	7,4%	+2,2pp	8,5%
<b>Zysk netto</b>	<b>10,6</b>	<b>1,3</b>	<b>701%</b>	<b>-0,6</b>
marża netto	8,4%	2,7%	+5,7pp	-0,5%
Przepływy z działalności operacyjnej	-8,7	-0,7		10,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,9	-0,6		-25,9
Przepływy z działalności finansowej	10,3	-0,8		44,7
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>-6,3</b>	<b>-2,1</b>		<b>8,8</b>
Dług netto	40,3	13,0		31,0
Dług netto / skor. EBITDA (x)*	2,1	2,4		3,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,6	0,5		0,6

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

\* Wskaźnik Dług netto/skor. EBITDA na koniec półrocza obliczany na podstawie zannualizowanej wartości EBITDA skorygowanej o wartości pozostały przychodów i kosztów operacyjnych.

## Grupa Raport

### Wyniki poniżej oczekiwań

Minione półrocze nie było najlepszym dla działającej w sektorze wierzycelności Grupy Raport, która odnotowała w IH 2014 r. w porównaniu do tego samego okresu 2013 r. istotny spadek rezultatów na wszystkich poziomach rachunku zysków i strat.

- Grupa Raport koncentruje się na działalności dotyczącej obsługi funduszy sekurytyzacyjnych. W IH 2014 r. przychody spółki zmalały o 18% r/r osiągając poziom 6,5 mln PLN.
- Spadek przychodów niekorzystnie wpłynął na uzyskiwane marże, zysk ze sprzedaży spadł do 1 mln PLN (-57% r/r), EBITDA skorygowana do 1,1 mln PLN (-53% r/r). Jako źródło ograniczonego rozwoju spółka podaje znaczącą konkurencję rynkową przekładającą się na wysokie ceny zakupu wierzycelności.
- 3,9 mln zł zysku netto (-22% r/r) to efekt zysków po aktualizacji wartości inwestycji, która wynika z przeszacowania wartości posiadanych pakietów lub certyfikatów inwestycyjnych.
- Pomimo dodatnich przepływów operacyjnych (1,0 mln PLN) oraz przepływów z działalności inwestycyjnej (2,0 mln PLN) przepływy pieniężne netto wyniosły -0,7 mln PLN, co wiązało się ze spłatą obligacji i obsługą odsetkową zadłużenia (odpowiednio 2,0 mln PLN i 1,5 mln PLN).
- Na koniec czerwca 2014 r. zobowiązanie i rezerwy wynosiły 31,8 mln PLN z czego ok. 25 mln PLN związanych jest z wyemitowanymi obligacjami.

Branża: Wierzycelności

Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon
RAP0215	10 PLN	WIBOR 6M + 5,50%
RAP0815	15 PLN	WIBOR 6M + 5,20%

mln PLN	1 poł. 2014r.	1 poł. 2013r.	r/r	12 mies. 2013r.
<b>Przychody</b>	<b>6,5</b>	<b>7,9</b>	<b>-18%</b>	<b>14,9</b>
Zysk ze sprzedaży	1,0	2,4	-57%	1,5
marża brutto	15,7%	29,7%		9,8%
PPO/PKO	-0,1	0,2		0,5
<b>EBITDA</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>	<b>-62%</b>	<b>2,2</b>
marża EBITDA (%)	15,5%	33,0%		14,5%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>1,1</b>	<b>2,4</b>	<b>-53%</b>	<b>1,7</b>
skorygowana marża EBITDA	17,6%	30,7%		11,4%
<b>Zysk netto</b>	<b>3,9</b>	<b>5,0</b>	<b>-22%</b>	<b>-0,6</b>
marża netto	60,9%	63,5%		-3,8%
Przepływy z działalności operacyjnej	1,0	2,3		-10,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	2,0	3,6		3,1
Przepływy z działalności finansowej	-3,6	-3,6		1,2
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,4</b>		<b>-5,8</b>
Dług netto	24,3	15,8		23,6
Dług netto / skor. EBITDA (x)*	61,2	bd		14,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	48%	51%		52%

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

\* Wskaźnik Dług netto/skor. EBITDA na koniec półrocza obliczany na podstawie zannualizowanej wartości EBITDA skorygowanej o wartości pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych.



## HB Reavis

### Stabilne wyniki, bezpieczny poziom zadłużenia

Opublikowane przez słowackiego dewelopera wyniki finansowe potwierdzają stabilność prowadzonego biznesu, a kolejne inwestycje powinny przełożyć się na poprawę wyników w następnych okresach.

- W I półroczu 2014r. HB Reavis odnotowało nieznaczny spadek przychodów z wynajmu do poziomu 35,3 mln EUR (-5,9% r/r). Niższe niż zeszłoroczne wpływy wynikają ze sprzedaży w 2013 r. centrum handlowego Žilina, który obniżył rezultat z czynszów z segmentu handlowego z 13,6 mln EUR w IH 2013r. do 8,6 mln EUR w minionym okresie. Pomimo sprzedaży w marcu 2014 r. City Business Center III-V dzięki nowo oddanym inwestycjom w pierwszym półroczu tego roku wzrosły przychody segmentu biurowego z 18,1 do 21,4 mln EUR (+18,2% r/r). Biorąc pod uwagę kolejne realizowane jako i planowane ukończenia spodziewamy się istotnego wzrostu przychodów w kolejnych okresach.
- Grupa poprawiła rentowność NOI z 70,7% w IH 2013 roku do 71,7% w minionym półroczu głównie dzięki ograniczeniu kosztów mediów z 5,7 do 4,7 mln EUR.
- Po uwzględnieniu przeszacowań na kwotę 37,6 mln PLN oraz sprzedaży 3,6 mln PLN w okresie 01.01 do 30.06.2014 HBR wypracowało 55 mln EBITDA (+7,2% r/r).
- Deweloper poprawiła nieznacznie wskaźnik ogólnego zadłużenia, który na koniec półrocza wynosił 43% i utrzymuje się na jednym z niższych w tej branży poziomie, co odzwierciedlają notowania obligacji stale utrzymujące się na poziomie 101.

Branża: Deweloper komercyjny

Notowane Serie	Wartość emisji (mln)	Kupon
HBR1117	111 PLN	WIBOR 3M + 3,95%

mln EUR	1 poł. 2014r.	1 poł. 2013r.	r/r	12 mies. 2013r.
<b>Przychody</b>	<b>35,3</b>	<b>37,5</b>	<b>-5,9%</b>	<b>75,7</b>
NOI	25,3	26,5	-4,5%	51,7
marża brutto	71,7%	70,7%		68,3%
Przeszacowania i sprzedaże	41,2	37,3		80,8
<b>EBITDA</b>	<b>55,0</b>	<b>51,3</b>	<b>7,2%</b>	<b>106,9</b>
marża EBITDA (%)	155,8%	136,8%		141,2%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>13,8</b>	<b>14,0</b>	<b>-1,4%</b>	<b>26,1</b>
skorygowana marża EBITDA	39,1%	37,3%		34,5%
<b>Zysk netto</b>	<b>41,7</b>	<b>23,2</b>	<b>79,7%</b>	<b>80,0</b>
marża netto	118,1%	61,9%		105,7%
Przepływy z działalności operacyjnej	-1,9	6,4		9,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-42,9	-5,8		-123,9
Przepływy z działalności finansowej	47,7	25,4		116,2
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>2,9</b>	<b>26,0</b>		<b>1,3</b>
Dług netto	473,3	360,7		418,8
Dług netto / skor. EBITDA (x)*	17,1	12,9		16,0
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	43%	44%		45%

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

\* Wskaźnik Dług netto/skor. EBITDA na koniec półrocza obliczany na podstawie zannualizowanej wartości EBITDA proforma



## Murapol

### Udane półrocze zamaskowane w wynikach

Murapol w I półroczu 2014 r. uplasował się na drugim miejscu wśród deweloperów mieszkaniowych pod względem podpisanych umów sprzedaży kontraktując 1003 mieszkania (+75% r/r). Silny wzrost sprzedaży następuje m.in. dzięki realizacji przez spółkę strategii ekspansji poprzez powielanie modelu biznesowego, polegającego na joint venture z innymi deweloperami. Na koniec okresu sprawozdawczego deweloper prowadził 12 aktywnych inwestycji deweloperskich, w 9 miastach Polski.

- W okresie 01.01-30.06.2014 Grupa osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie 55,4 mln zł (-34% r/r). Spadek przychodów jest wynikiem transferu projektów w toku do struktur niekonsolidowanych, znajdujących się w FIZ.
- W 2014 dominującym źródłem przychodów były przychody ze sprzedaży usług, które wyniosły prawie 50,1 mln PLN wobec niemal 32,8 mln PLN w roku poprzednim. Sytuacja taka wynika bezpośrednio z istotnego wzrostu skali działalności w omawianym roku. Na przychody z tej działalności składają się bowiem usługi generalnego wykonawstwa oraz w mniejszym stopniu usługi aranżacyjno-wykończeniowe i usługi związane z zarządzaniem inwestycjami.
- Zysk z działalności operacyjnej wyniósł 15,2 mln PLN wobec 7,2 mln PLN rok wcześniej. Wyższy poziom zysku operacyjnego wynika ze specyfiki Spółki związanej z realizacją znacznej części projektów w spółkach celowych znajdujących się w strukturach FIZ wykazanych w pozostałych przychodach operacyjnych jako zysk z inwestycji.
- Uwagę warto zwrócić na wzrost przychodów przyszłych okresów, które wyniosły na koniec IH 2014r. 61,5 mln PLN wobec 15,9 na koniec 2013r. oraz wypracowane znaczące przepływy operacyjne w kwocie 13,1 mln PLN.

Branża: Deweloper mieszkaniowy

Notowane serie	Wartość emisji (mln)	Kupon
MUR0415	7,50 PLN	WIBOR 3M +5,21%
MUR0515	7,50 PLN	WIBOR 3M +5,22%
MUR1115	5,35 PLN	WIBOR 3M +6,00%

mln PLN	1 poł. 2014r.	1 poł. 2013r.	r/r	12 mies. 2013r.
<b>Przychody</b>	<b>55,4</b>	<b>84,3</b>	<b>-34%</b>	<b>170,0</b>
Zysk brutto na sprzedaży	13,2	23,2	-43%	48,7
marża brutto	23,8%	27,5%		28,6%
PPO/PKO	17,5	-3,0		-12,0
<b>EBITDA</b>	<b>15,6</b>	<b>7,5</b>	<b>107%</b>	<b>7,6</b>
marża EBITDA (%)	28,2%	8,9%		4,4%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>-1,9</b>	<b>10,5</b>	<b>-118%</b>	<b>19,6</b>
skorygowana marża EBITDA	-3,4%	12,5%		11,5%
<b>Zysk netto</b>	<b>9,0</b>	<b>4,0</b>	<b>124%</b>	<b>43,5</b>
marża netto	16,3%	4,8%		25,6%
Przepływy z działalności operacyjnej	13,1	-3,8		10,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11,9	-1,4		-49,4
Przepływy z działalności finansowej	19,8	5,1		37,6
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>21,0</b>	<b>-0,2</b>		<b>-1,1</b>
Dług netto	136,0	106,4		128,2
Dług netto / skor. EBITDA (x)*	19,0	-		6,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	63%	63%		54%

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

\* Wskaźnik Dług netto/skor. EBITDA na koniec półrocza 2014 r. obliczany na podstawie rocznej prognozy zarządu, dla 2013r. zannualizowanej wartości EBITDA skorygowanej o wartości pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych.

## NAVI Group S.A.

### Marże pod presją rosnących kosztów usług obcych i wynagrodzeń

NAVI Group, spółka działająca w sektorze obrotu wierzytelnościami, opublikowała wyniki za pierwsze półrocze 2014r. wskazujące na spadek przychodów oraz marż. Aktualne notowania obligacji serii NAV0216 na poziomie 94.00; NAV0515 na poziomie 97.50 i NAV0915 na poziomie 92.90 świadczą o tym, iż inwestorzy już zdyskontowali słabe wyniki.

- Marża EBITDA w I półroczu 2014r. spadła o 23,7 pp w stosunku do poziomu marży EBITDA w I półroczu 2013r. Spadek rentowności wynika głównie rosnącego udziału kosztów usług obcych oraz kosztów wynagrodzeń w przychodach ogółem.
- Spadek skorygowanego wyniku EBITDA w I półroczu 2014r. przy stałym poziomie długu netto w stosunku do I półrocza 2013r. przekłada się na wzrost wskaźnika dług netto/EBITDA do poziomu 1,8x.
- Zwracamy uwagę na fakt, że Spółka wykazuje w bilansie ujemne kapitały. Kapitał własny w I połowie 2014r. wyniósł -4,5 mln PLN versus -3,6 mln PLN na koniec 2013r.
- Spółka zależna KANCELARIA PRAWNA NAVILEX Sp. k. kontrybuowała do wyniku zysk netto w wysokości 787,9 tys. PLN.

Branża: Wierzytelności		
Seria	Wartość emisji (mln)	Kupon
NAV0216	2,0	WIBOR 3M + 6,00%
NAV0515	2,0	WIBOR 3M + 6,00%
NAV0915	3,7	WIBOR 3M + 6,50%

mln PLN	1 poł. 2014r.	1 poł. 2013r.	r/r	12 mies. 2013r.
<b>Przychody</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>	<b>-11%</b>	<b>15,8</b>
Zysk netto na sprzedaży	0,7	2,2	-67%	2,9
marża netto na sprzedaży	9,9%	26,7%	-16,8pp	18,6%
PPO/PKO	-0,1	0,5		0,6
<b>EBITDA</b>	<b>0,8</b>	<b>2,9</b>	<b>-72%</b>	<b>3,9</b>
marża EBITDA (%)	11,0%	34,7%	-23,7pp	24,7%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>0,9</b>	<b>2,4</b>	<b>-63%</b>	<b>3,3</b>
skorygowana marża EBITDA	11,9%	28,5%	-16,6pp	20,8%
<b>Zysk netto</b>	<b>-0,9</b>	<b>4,9</b>	<b>-119%</b>	<b>-0,9</b>
marża netto	-12,1%	58,0%		-5,7%
Przepływy z działalności operacyjnej	1,1	3,3		6,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,9	-0,3		0,5
Przepływy z działalności finansowej	0,1	-3,8		-6,6
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>		<b>0,6</b>
Dług netto	5,9	5,8		6,1
Dług netto / skor. EBITDA (x)*	1,8	1,1		1,9
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	1,4	1,0		1,3

Źródło: Emitent, szacunki Nwai DM

\* Wskaźnik Dług netto/skor. EBITDA na koniec półrocza obliczany na podstawie zannualizowanej wartości EBITDA skorygowanej o wartości pozostały przychodów i kosztów operacyjnych.

## Polbrand

### Podwojenie wyników operacyjnych

Przedstawione przez spółkę wyniki za pierwsze półrocze 2014 r. są blisko dwukrotnie wyższe od zeszłorocznych i w sposób znaczący uprawdopodobniają przedstawioną przez zarząd prognozę rocznych rezultatów.

- W pierwszej połowie roku przychody z importu oraz sprzedaży węgla wyniosły 102,0 mln PLN wobec 58,8 mln PLN przed rokiem (+74%). Biorąc pod uwagę, że w 2013 roku II półrocze było pod względem wyników finansowych lepsze od pierwszego, wydaje się, że spółka może pobić opublikowaną w czerwcu prognozę wyników wynoszącą 190,5 mln PLN. Prognoza zarządu oparta jest o: już podpisane kontrakty, kontrakty negocjowane oraz założenie, że część z dotychczasowych klientów Spółki będzie kontynuowała współpracę, rozpoczęcie importu węgla koksującego, półkoksującego i antracytu oraz sprzedaży węgla z kopalni Silesia.
- Należy jednak pamiętać o zwiększonym ryzyku geopolitycznym związanym z branżą w której działa spółka.
- Wzrost skali działalności pozwolił spółce na poprawę marżowości, co przełożyło się na podwojenie wyników operacyjnych i zysku netto. Również w tym przypadku półroczny poziom realizacji prognozy, istotnie przekraczający 50% pozwala przypuszczać, że ostateczne rezultaty mogą być wyższe od założeń zarządu, które wynoszą: 10,9 mln PLN EBITDA oraz 6,4 mln PLN zysku netto.
- Na uwagę zasługują wysokie przepływy operacyjne spółki wynoszące 7,4 mln PLN, wynikające w znacznej mierze ze spadku zapasów.
- Poprawa wyników obniżyła w stosunku do końca 2013 r. wskaźniki zadłużenia, pomimo nieznacznie wyższego długu netto.

Branża: Handel

Notowane serie	Wartość emisji (mln)	Kupon
PBD0116	12,56	11,00%
PBD0616	3,94	9,00%

mln PLN	1 poł. 2014r.	1 poł. 2013r.	r/r	12 mies. 2013r.
<b>Przychody</b>	<b>102,0</b>	<b>58,8</b>	<b>74%</b>	<b>133,9</b>
Zysk ze sprzedaży	7,7	3,3	132%	7,0
marża zysku ze sprzedaży	7,6%	5,7%		5,3%
PPO/PKO	0,6	0,0		3,9
<b>EBITDA</b>	<b>7,1</b>	<b>3,3</b>	<b>114%</b>	<b>11,0</b>
marża EBITDA (%)	7,0%	5,7%		8,2%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>6,6</b>	<b>3,3</b>	<b>97%</b>	<b>7,0</b>
skorygowana marża EBITDA	6,4%	5,7%		5,3%
<b>Zysk netto</b>	<b>4,0</b>	<b>2,0</b>	<b>105%</b>	<b>7,1</b>
marża netto	3,9%	3,3%		5,3%
Przepływy z działalności operacyjnej	7,4	5,7		-0,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,0	-0,5		0,0
Przepływy z działalności finansowej	-1,7	-4,9		6,4
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>5,8</b>	<b>0,2</b>		<b>5,8</b>
Dług netto	26,3	11,9		24,8
Dług netto / skor. EBITDA (x)*	2,4	1,8		3,5
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64%	54%		70%

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

\* Wskaźnik Dług netto/skor. EBITDA na koniec półrocza 2014 r. obliczany na podstawie rocznej prognozy zarządu, dla 2013r. zannualizowanej wartości EBITDA skorygowanej o wartości pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych.

## Victoria Dom

### Ciężar rocznych wyników oparty na II półroczu

Victoria Dom w ujęciu rocznym poprawiła przychody oraz wyniki operacyjne, jednak prawie cała waga rocznych rezultatów oparta będzie o drugie półrocze, kiedy to spółka planuje oddanie osiedla w Warszawie przy ulicy Ceramicznej i rozpoznania przychodów z tego tytułu.

- Przychody w 1 półroczu 2014r. wzrosły o 64% r/r do poziomu 15,8 mln PLN, głównie dzięki sprzedaży posiadanego portfola domów jednorodzinnych. Prognozowana przez zarząd sprzedaż ma wynieść w tym roku 88 mln PLN. Wyniki te ma wygenerować przede wszystkim oddanie do użytkowania osiedla przy ul Ceramicznej w Warszawie (oferta 203 lokali całkowicie sprzedana na bazie umów deweloperskich), które jak podano w raporcie będzie realizowane począwszy od IV kwartału 2014r. i zamknie się do końca grudnia 2014r.
- Spółka zaraportowała ujemne wyniki operacyjne oraz zysk netto, co związane było z cyklem rozliczenia prowadzonych inwestycji. Ambitna roczna prognoza zakłada osiągnięcie w 2014 r. 14,4 mln PLN EBITDA oraz 9,3 mln PLN zysku netto.
- Raportowany na koniec I półrocza dług netto spółki to zaledwie 3,2 mln PLN, warto jednak zwrócić uwagę, że wśród wykazanych środków pieniężnych 27,5 mln PLN stanowi kategoria „inne”. Związana w naszej ocenie z zaliczkami na poczet prowadzonych projektów, o czym świadczyć mogą rozliczenia międzyokresowe wykazane w pasywach na kwotę 33,1 mln PLN.
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły w IH 2014 r. 1,7 mln PLN wobec straty w tożsamym okresie roku ubiegłego na poziomie - 4,9 mln PLN.

Branża: Deweloper Mieszkaniowy

Notowane Serie	Wartość emisji (mln)	Kupon
VDM0217	18,05 PLN	WIBOR 6M + 5,90%

mln PLN	1 poł. 2014r.	1 poł. 2013r.	r/r	12 mies. 2013r.
<b>Przychody</b>	<b>15,8</b>	<b>9,6</b>	<b>64%</b>	<b>60,8</b>
Zysk brutto na sprzedaży	2,7	1,8	52%	14,1
marża brutto	17,3%	18,6%		23,2%
PPO/PKO	0,0	0,0		0,1
<b>EBITDA</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,6</b>	-	<b>7,7</b>
marża EBITDA (%)	-1,8%	-6,7%		12,6%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	-	<b>7,6</b>
skorygowana marża EBITDA	-1,7%	-6,8%		12,5%
<b>Zysk netto</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>	-	<b>4,3</b>
marża netto	-9,3%	-15,2%		7,1%
Przepływy z działalności operacyjnej	1,7	-4,9		12,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	10,2	3,3		-0,6
Przepływy z działalności finansowej	0,5	0,0		-1,2
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>12,4</b>	<b>-1,6</b>		<b>10,3</b>
Dług netto	3,2	15,6		2,9
Dług netto / skor. EBITDA (x)*	0,4	bd		0,4
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	69%	57%		52%

Źródło: Emitent, szacunki NWAI DM

\* Wskaźnik Dług netto/skor. EBITDA na koniec półrocza 2014 r. obliczany na podstawie rocznej prognozy zarządu

## 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 i animatora emitenta dla instrumentów finansowych wyemitowanych przez Victora Dom S.A. i Navi Group S.A. i z tego tytułu otrzymuje wynagrodzenie od spółki. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAI Dom Maklerski S.A. pełnił funkcję oferującego dla obligacji spółki Victora Dom S.A. i Navi Group S.A. i HB Reavis Finance PL Sp. z o.o., i otrzymał z tego tytułu 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 inwestowaniu w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.