

Komentarz do wyników finansowych emitentów notowanych wyłącznie na GPW Catalyst po I półroczu 2015 r.

W raporcie przedstawione zostały podstawowe dane i wskaźniki finansowe emitentów z GPW Catalyst spełniających jednocześnie trzy kryteria: 1) spółki, których akcje nie są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym GPW lub NewConnect; 2) łączna wartość wprowadzonych przez nich do obrotu na GPW Catalyst obligacji wynosiła co najmniej 10 mln zł na koniec września 2015 r.; 3) przedsiębiorstwa - przedmiotem raportu nie są banki, JST czy ARP. W przypadku emitentów działających w formie spółek celowych, których obligacje poręczane są przez podmioty prowadzące działalność operacyjną, przedstawiono dane poręczycieli. Dla emitentów tworzących grupy kapitałowe przyjęto dane skonsolidowane. Zgodnie z regulacjami ASO Catalyst podmioty te raportują półrocznie, a w większości przypadków raporty za I półrocze roku obrotowego zaprezentowane zostały na koniec września. Grupę tych 27 spółek można podzielić na trzy segmenty: finansowy (obejmujący spółki pożyczkowe, windykacyjne, faktoringowe), deweloperski oraz pozostałe podmioty. Przy wyliczeniu mediany, dynamiki EBITDA i zysku netto nie uwzględniono spółek, które przynajmniej w jednym z porównywniach okresów wykazały stratę.

Branża finansowa

Tabela 1. Branża finansowa - wyniki

Dane w tys. zł	Kapitał własny	Dług netto	Przychody	EBITDA	Zysk netto	CFO	Wartość Obligacji na GPW Catalyst
Data/Okres	30.06.2015	30.06.2015	IH 2015	IH 2015	IH 2015	IH 2015	30.09.2015
AOW Faktoring S.A.	17 246	28 800	4 106	3 146	1 404	4 149	15 000
Best II NSFIZ	113 556	26 493	15 718	21 730	21 730	-1 704	40 000
Best III NSFIZ	204 838	17 877	37 128	27 553	27 553	32 909	21 139
Casus Finanse S.A.	32 427	75 070	33 045	7 663	3 235	-4 175	33 651
Everest Capital sp. z o.o. (dane poręczyciela)	87 950	63 759	59 079	12 675	16 073	15 255	30 000
Ferratum Capital Poland S.A. (dane gwaranta w tys. EUR)	70 691	14 289	49 796	6 776	4 549	-16 459	20 500 tys. zł
GNB Auto Plan Sp. z o.o.	5	570 229	27 992	27 326	0	226 323	125 445
IPF Investments Polska Sp. z o.o. (dane poręczyciela w tys. GBP)	361 600	461 000	372 900	50 500	26 900	4 500	200 000 tys. zł
Kredyt Inkaso I NSFIZ	186 038	61 552	18 963	7 605	7 605	24 671	50 000
Mikrokasa S.A.	8 269	22 888	6 032	3 208	1 536	-4 313	12 485
Pragma Inwestycje Sp. z o.o.	2 921	13 581	1 744	1 574	527	1 580	10 000

Źródło: Emitenci, GPW Catalyst

Tabela 2. Branża finansowa - wskaźniki

	Dług netto/ EBITDA 12 M	Dług netto/ EBITDA 12 M	Dług netto/ Kapitał własny	Dług netto/ Kapitał własny	Przychody 6M	EBITDA 6M	Zysk netto 6M	Dług netto dynamika za 6M
Data/Okres	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	r/r	r/r	r/r	30.06.2015
AOW Faktoring S.A.	4,99	5,01	1,69	1,67	4%	10%	82%	6%
Best II NSFIZ	n/d	1,38	0,36	0,23	75%	n/d	n/d	-24%
Best III NSFIZ	0,57	0,31	0,16	0,09	33%	20%	20%	-42%
Casus Finanse S.A.	2,84	2,93	1,92	2,32	54%	328%	n/d	34%
Everest Capital sp. z o.o. (dane poręczyciela)	2,4	2,58	0,5	0,72	28%	133%	36%	52%
Ferratum Capital Poland S.A. (dane gwaranta)	3,3	1,05	1,91	0,2	62%	21%	51%	-65%
GNB Auto Plan Sp. z o.o.	10,93	8,86	169151,6	114045,8	-32%	-32%	n/d	-33%
IPF Investments Polska Sp. z o.o. (dane poręczyciela)	3,05	3,49	1,14	1,27	-5%	-5%	70%	12%
Kredyt Inkaso I NSFIZ	1,26	0,98	0,34	0,33	-11%	n/d	n/d	-9%
Mikrokasa S.A.	3,87	4,25	4,91	2,77	192%	150%	240%	71%
Pragma Inwestycje Sp. z o.o.	28,77	6,47	10,29	4,65	-48%	377%	n/d	-45%
Mediana	3,18	2,93	1,69	1,27	28%	21%	61%	-9%

Źródło: Emitenci, GPW Catalyst.

Dla sprawozdań NS FIZ wartość wyniku z operacji przyjęto w miejsce EBITDA i zysku netto. Best II NS FIZ, Pragma Inwestycje oraz Casus Finanse wykazały zysk netto (dodatni wynik z operacji) wobec straty w I półroczu 2014 r. Kredyt Inkaso I NS FIZ zanotowało niewielki ujemny wynik z operacji wobec dodatniego wyniku przed rokiem. W przypadku Kredyt Inkaso I NS FIZ za wartość przychodów przyjęto wartość wpływów z tytułu posiadanych lokat (spłaty z wierzytelności).

Uwagę zwraca dynamiczny wzrost przychodów emitentów z branży finansowej. Mediana wskazuje również na wzrost EBITDA oraz zysku netto w obserwowanej grupie. Dynamika zmiany zadłużenia jest bardzo zróżnicowana w zależności od podmiotu, generalnie jednak w obserwowanej grupie dynamika zmiany długu netto była istotnie niższa niż dynamika zmiany przychodów/EBITDA. Na podstawie tych danych można wysnuć tezę o obniżaniu się ryzyka inwestycyjnego wśród emitentów z branży finansowej.

Każdy z trzech NS FIZ obniżył swój dług netto. Fundusze te dokonywały w ubiegłym półroczu relatywnie niewielkich zakupów (w BEST III brak nabyć portfeli), utrzymując jednocześnie poziom spłat na zbliżonym poziomie r/r.

Spółki pożyczkowe, z wyjątkiem lidera rynku rosły bardzo dynamicznie. Sam IPF w segmencie Polska-Litwa odnotował 5% spadek przychodów wyrażonych w funtach. Przy czym średni poziom kursu złotego w I półroczu 2015 r. wyrażony w funtach spadł o 10% r/r. Mniejszym podmiotom pożyczkowym, o niższych udziałach rynkowych łatwiej jest rosnąć w oparciu o nowo pozyskiwane finansowanie. Umiejętność pozyskiwania środków w drodze emisji obligacji należałoby uznać za przewagę tych spółek nad mniejszymi i średnimi podmiotami konkurencyjnymi z branży pożyczkowej. Na GPW Catalyst obecne z branży są jeszcze SMS Kredyt Holding, Eurocent, Capital Service. Grupa Ferratum po pozyskaniu 46,2 mln

euro z IPO przeprowadzonego na giełdzie we Frankfurcie wyraźnie polepszyła swój standing finansowy (pozytywny czynnik dla wyceny obligacji emitowanych przez Ferratum Capital Poland).

W Pragma Inwestycje nastąpił dynamiczny spadek skali działalności i zadłużenia, co jest celowym działaniem związanym z realokacją środków na inne obszary działalności w ramach Grupy Kapitałowej Pragma Inkaso.

W wyniku zmiany polityki rachunkowości (skutkującego spadkiem kapitałów własnych) w Casus Finanse doszło do złamania kowenantu zadłużeniowego dla obligacji serii C (9,65 mln zł), o czym spółka poinformowała w raporcie bieżącym w dniu 02.10.2015 r. Wskaźnik dług netto/EBITDA wyniósł 2,33 wobec dozwolonego poziomu 2,15. Niemniej I półrocze br. było kolejnym okresem dynamicznego wzrostu skali działalności Casus Finanse. 18 sierpnia br. do rady nadzorczej Spółki powołani zostali przedstawiciele nowego 100% akcjonariusza – norweskiej firmy windykacyjnej Lindorff.

Po incydentalnie słabszym I półroczu 2014 r. AOW Faktoring powróciło do historycznie obserwowanych poziomów rentowności. Zysk netto w I H 2015 r. wzrósł o 82% do poziomu 1,4 mln zł.

Branża deweloperska

Tabela 3. Branża deweloperska - wyniki

Dane w tys. zł	Kapitał własny	Dług netto	Przychody	EBITDA	Zysk netto	CFO	Wartość Obligacji na GPW Catalyst
Data/Okres	30.06.2015	30.06.2015	IH 2015	IH 2015	IH 2015	IH 2015	30.09.2015
Developres Sp z o.o.	51 555	37 663	27 679	7 974	6 402	2 414	15 000
Ghelamco Invest Sp z o.o. (dane poręczyciela w tys. EUR).	517 294	381 536	8 759	48 637	36 757	-9 599	ok. 644 144 tys. zł
HB Reavis Finance PL Sp. z o.o. (dane poręczyciela w tys. EUR)	1 006 800	481 400	34 800	108 800	109 500	-21 800	111 000 tys. zł
Lokum Deweloper S.A.	150 766	27 211	35 873	11 086	10 433	-22 212	30 000
Murapol S.A.	222 139	160 919	96 901	17 785	12 742	3 513	69 505
Nordic Development S.A.	51 941	45 093	11 869	-2 051	-3 020	-2 713	22 000
Poznańska 37 SPV Sp. z o.o.	-1 513	50 870	36	-114	-684	485	50 000
Unidevelopment S.A.	127 746	38 982	20 135	-799	64	-5 352	20 000
Victoria Dom S.A.	39 941	-3 884	6 973	-2 160	-2 986	6 996	23 050
Włodarzewska S.A.	212 644	152 538	9 050	663	-1 401	922	22 100

Źródło: Emitenci, GPW Catalyst

Tabela 4. Branża deweloperska - wskaźniki

	Dług netto/ EBITDA 12 M	Dług netto/ EBITDA 12 M	Dług netto/ Kapitał własny	Dług netto/ Kapitał własny	Przychody 6M	EBITDA 6M	Zysk netto 6M	Dług netto dynamika za 6M
Data/Okres	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	r/r	r/r	r/r	30.06.2015
Developres Sp z o.o.	1,23	1,86	0,35	0,73	73%	1630%	2624%	140%
Ghelamco Invest Sp. z o.o. (dane poręczyciela)	21,94	7,8	0,66	0,74	-15%	242%	763%	20%
HB Reavis Finance PL Sp. z o.o. (dane poręczyciela)	2,86	2,52	0,42	0,48	-1%	98%	156%	22%
Lokum Deweloper S.A.	-0,02	1,02	0	0,18	-23%	-1%	-7%	n/d
Murapol S.A.	2,05	2,14	0,7	0,72	67%	14%	41%	8%
Nordic Development S.A.	9,01	12,92	0,75	0,87	-36%	strata większa o 104%	strata większa o 23%	10%
Poznańska 37 SPV Sp. z o.o.	-228,58	237,71	-60,94	-33,62	-90%	Strata większa o- 79%	Strata mniejsza o- 17%	1%
Unidevelopment S.A.	4,41	8,51	0,22	0,31	49%	n/d	-94%	40%
Victoria Dom S.A.	n/d	n/d	n/d	n/d	-56%	strata większa o 655%	strata większa o 104%	n/d
Włodarzewska S.A.	11,15	24,09	0,74	0,72	-23%	-92%	n/d	-3%
Mediana	3,87	4,25	0,66	0,72	-15%	56%	104%	20%

Źródło: Emitenci, GPW Catalyst

W wyliczeniu Mediany nie uwzględniono Poznańska 37 SPV Sp. z o.o., ze względu na projektowy charakter Spółki. W Spółce Victoria Dom dług netto okazał się ujemny wobec niewielkiej dodatniej wartości na koniec 2014. Unidevelopment wykazało stratę EBITDA wobec zysku EBITDA przed rokiem. Włodarzewska miała stratę netto wobec zysku netto w I H 2014 r.

W tej grupie spółek dane dotyczące dynamiki przychodów, EBITDA oraz zysku netto na przestrzeni 6 miesięcy mają niewielką wartość informacyjną. Ze względu na specyfikę branży (rozpoznanie przychodów po przekazaniu mieszkań lub po akcie notarialnym) raportowany poziom przychodów może mocno fluktuować. Przykładowo, Victoria Dom osiągnęła wysokie przychody w II półroczu 2014 r. wobec niskiego poziomu przychodów w I półroczu 2014 oraz I półroczu 2015 r.

Niemal wszystkie podmioty na przestrzeni I półroczu zwiększyły swoje zadłużenie. Sytuacja ta płynnie wpisuje się w obserwowany wzrost całego rynku deweloperów mieszkaniowych. Dobra koniunktura w branży przekłada się na wzrost liczby realizowanych projektów mieszkaniowych i komercyjnych. Utrzymywanie się niskiego poziomu stóp oraz wysokiego popytu na mieszkania na głównych rynkach deweloperskich jest korzystne dla kondycji finansowej deweloperów mieszkaniowych, a tym samym posiadaczy ich obligacji. Czynnikiem ryzyka dla obligatariuszy w przyszłości jest sytuacja, w której w momencie spadku koniunktury dany emitent przeinwestuje – zaangażuje bardzo znaczące środki w grunty i projekty w toku w relacji do swojego zadłużenia nieprojektowego.

Względnie wysokie wskaźniki zadłużenia są alarmujące dla dwóch spółek, które znajdują się w trudnej sytuacji finansowej – Nordic Development oraz Włodarzewska. W przypadku spółki Murapol wskaźniki standardowo liczone dla spółek deweloperskich nie odzwierciedlają pełnego obrazu spółki. Wynika to z faktu niestandardowej polityki rachunkowości związanej z posiadaniem w grupie funduszu inwestycyjnego zamkniętego. W konsekwencji bilans nie odzwierciedla w

pełni aktywów i zadłużenia spółki, a przychody nie obejmują dużej części projektów prowadzonych w spółkach pod FIZem. Unidevelopment, Lokum Developer oraz Victoria Dom są nisko zadłużone w relacji do skali prowadzonej działalności. Dla Developres wskaźnik dług netto/kapitały własne (0,73) jest już dość wysoki, przy czym Spółka bardzo pozytywnie wyróżnia się szybką rotacją aktywów.

Wzrost zadłużenia w Ghelamco i HB Reavis należy wiązać z postępującą realizacją projektów (dla Ghelamco w szczególności Warsaw Spire)

Pozostałe

Tabela 5. Pozostałe - wyniki

Dane w tys. zł	Kapitał własny	Dług netto	Przychody	EBITDA	Zysk netto	CFO	Wartość Obligacji na GPW Catalyst
Data/Okres	30.06.2015	30.06.2015	IH 2015	IH 2015	IH 2015	IH 2015	30.09.2015
American Heart of Poland S.A.	387 176	374 867	294 931	76 129	37 779	21 004	125 000
Medort S.A.	59 979	58 311	138 651	7 932	1 074	-7 753	25 880
Multimedia Polska S.A.	177 351	1 261 041	339 084	160 702	23 936	125 146	1 038 000
Polbrand Sp. z o.o.	84 530	39 671	75 392	5 243	58 608	53 862	18 054
WB Electronics S.A.	167 186	16 990	104 368	19 662	6 270	13 290	80 000
Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne Sp. z o.o.	86 091	394 682	59 177	-24 017	-44 086	-66 859	124 172

Źródło: Emitenci, GPW Catalyst

Tabela 6. Pozostałe - wskaźniki

	Dług netto/ EBITDA 12 M	Dług netto/ EBITDA 12 M	Dług netto/ Kapitał własny	Dług netto/ Kapitał własny	Przychody 6M	EBITDA 6M	Zysk netto 6M	Dług netto dynamika za 6M
Data/Okres	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	r/r	r/r	r/r	30.06.2015
American Heart of Poland S.A.	3,25	2,82	1,03	0,97	19%	42%	53%	5%
Medort S.A.	1,56	2,65	0,74	0,97	9%	-43%	-84%	34%
Multimedia Polska S.A.	3,12	3,76	5,15	7,11	0%	-2%	-4%	20%
Polbrand Sp. z o.o.	3,8	5,66	1,39	0,47	-26%	-32%	1365%	10%
WB Electronics S.A.	0,49	0,31	0,16	0,1	12%	12%	-46%	-35%
Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne Sp. z o.o.	4,25	7,25	2,26	4,58	6%	Strata większa o 159%	Strata większa o 45%	34%
Mediana	3,18	3,29	1,21	0,97	8%	-2%	-4%	15%

Źródło: Emitenci, GPW Catalyst

W prezentowanej Grupie jedynie AHP oraz WB Electronics zmniejszyły poziom wskaźnika dług netto/EBITDA. W pozostałej czwórce nastąpił wyraźny wzrost poziomu wskaźnika. Powinno to zwiększyć czujność obligatariuszy tych spółek.

DN/EBITDA za ostatnie 12 miesięcy osiągnął w spółce WSIP alarmujący poziom 7,25. I półrocze jest zwyczajowo okresem, w którym spółka osiąga stratę, uwagę zwraca jednak jej pogłębienie r/r. W sprawozdaniu zarządu spółka tłumaczy pogorszenie wyniku wyższymi nakładami na marketing oraz przesunięciem sprzedaży (opóźnienie sprzedaży). W naszej ocenie mimo tego nie można wykluczyć, że II półrocze również będzie wiązało się z pogorszeniem wyników r/r.

Zdarzenie jednorazowe podbiło zysk netto Polbrand o 56,2 mln zł. Prawdopodobnie było to związane z rozliczeniem przejścia „Carbo - Proces Recykling” Sp. z o.o. Spółka w IH 2015 r. zanotowała spadek przychodów r/r i jednocześnie 10% przyrost długu netto.

Wyniki Multimedia Polska mogą wskazywać na coraz trudniejszy rynek. Spółce nie udało się zwiększyć przychodów, jednocześnie zanotowała delikatny spadek EBITDA i CFO r/r.

Raport finansowy Medort wskazuje na wysoką dynamikę wzrostu bazy kosztowej, co w efekcie doprowadziło do 43% spadku EBITDA r/r. Spółka wspomina również o dużej presji na rynku rosyjskim („będący dotąd w bumie rynek medyczny jest w fazie odwrotu, a przetargi są odwoływane”).

Podsumowanie

W obserwowanej grupie podmiotów 9 emitentów zmniejszyło swój dług netto, a w przypadku 18 nastąpił jego wzrost. Mediana wzrostu długu netto na przestrzeni I półrocza 2015 r. dla prezentowanej grupy (przyjmując do wyliczeń ujemną dynamikę dla Victoria Dom) wyniosła +7,5%. W tym samym czasie wartość kredytów dla przedsiębiorstw w oparciu o statystyki NBP wzrosła o 5,1%. Przyrost dla przedstawionej grupy okazał się wyższy, ale nie odbiega istotnie od przeciętnego przyrostu zadłużenia kredytowego..

Rynek Catalyst przyciąga spółki rozwojowe - chcące zwiększyć skalę działalności. Bardzo dobrze widać to na przykładzie spółek pożyczkowych oraz deweloperów mieszkaniowych, którzy niedawno debiutowali na rynku (np. Lokum Developer, Developress).

Mediana wskaźnika dług netto/EBITDA za ostatnie 12 miesięcy wzrosła do poziomu 3,21 wobec 3,09 na dzień 31.12.2014 r. Jednocześnie mediana wskaźnika dług netto/kapitały własny pozostała na praktycznie niezmiennym poziomie (0,73). W oparciu o powyższe dane można wysnuć wniosek o braku istotnej zmiany poziomu ryzyka kredytowego w odniesieniu do obserwowanej grupy jako całości na przestrzeni ostatnich 6 miesięcy. Z pewnością pozytywnie na wyniki i standing finansowy obserwowanych spółek wpływa utrzymujący się niski poziom stóp procentowych.