

---

**Navigator** Debt Advisory®  
Value delivered.

---

Podsumowanie wyników po 1Q 2019 r.  
Everest Capital sp. z o.o.

---

Warszawa, 24 czerwca 2019

---



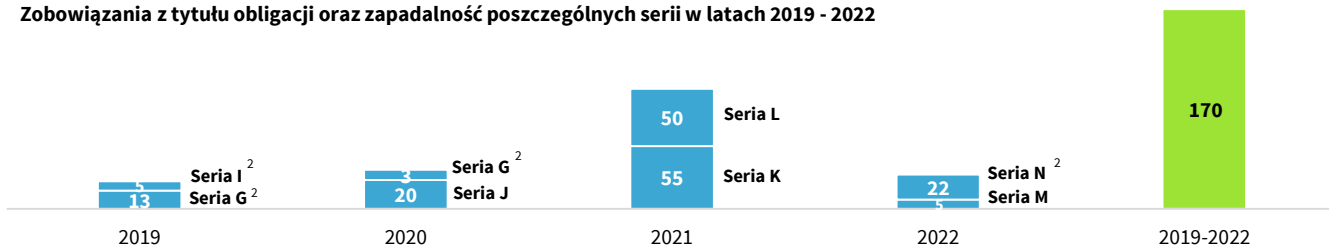
Seria	Ticker	Wartość emisji (mln PLN)	Kupon	Data emisji	Data wykupu	Zabezpieczenie	Wartość zastawu na 31.03.2019 r. (mln PLN)	Rynek notowań
K	EVC0621	55,0	WIBOR 6M + 5,00%	2017-12-08	2021-06-08	Zastaw na wierzytelnościach w wysokości 150% wartości emisji + poręczenie oraz oświadczenie z art. 777 KPC	100,8 mln zł	BondSpot ASO GPW ASO
L	EVC0921	50,0	WIBOR 6M + 5,00%	2018-03-09	2021-09-09	Zastaw na wierzytelnościach w wysokości 150% wartości emisji + poręczenie oraz oświadczenie z art. 777 KPC	85,7 mln zł	BondSpot ASO GPW ASO
M	- <sup>1</sup>	5,0	WIBOR 6M + marża <sup>1</sup>	2019-02-27	2022-08-14	Zastaw na wierzytelnościach w wysokości 150% wartości emisji + poręczenie oraz oświadczenie z art. 777 KPC	28,1 mln zł	- <sup>1</sup>

<sup>1</sup> - obligacje jeszcze niewprowadzone do obrotu w ASO

## Nowe emisje oraz wykupy obligacji w Everest Capital sp. z o.o.

- Dla przypomnienia, w niniejszym materiale analizowane są dane z połączonego sprawozdania proforma spółek Everest Finance Sp. z o.o. sp.k. oraz Everest Finance S.A., które poręczyły całym swoim majątkiem za zobowiązania z tytułu obligacji, gdyż w najlepszym stopniu pokazuje ono zdolność Grupy Everest Finance do spłaty zadłużenia z tytułu obligacji.
- Wartości zbiorów wierzytelności stanowiących zabezpieczenie obligacji serii K, L oraz M na dzień 31.03.2019 r. wyniosły odpowiednio 100,8 mln zł, 85,7 mln zł oraz 28,1 mln zł i stanowiły **183%** wartości wyemitowanych papierów dłużnych serii K, **171%** obligacji serii L oraz **562%** obligacji serii M. Powyższa wycena została wykonana przez zewnętrzną firmę CMT Advisory.
- W 1Q 2019 r. Grupa Everest Finance dokonała sprzedaży portfela wierzytelności o wartości nominalnej **15,7** mln zł. Po dniu bilansowym Grupa dokonała kolejnej sprzedaży portfela wierzytelności, tym razem o wartości nominalnej **5** mln zł, a kupującym był ULTIMO NS FIZ.
- W 1Q 2019 r. podjęto uchwałę w sprawie rozwiązania przejętej w październiku 2017 r. spółki zależnej Tempo Finance sp. z o.o. Odpis wartości inwestycji związany z wypłatą dywidendy i przesuwaniem portfeli wierzytelności spółki do Grupy Everest Finance miał istotnie negatywny wpływ na wynik 2018 r. (-13 mln zł), jak również na wynik 1Q 2019 r. (-3,8 mln zł).
- W dniu 26.02.2019 r. Everest Capital sp. z o.o. dokonała emisji obligacji **serii M** o wartości nominalnej równej **5 mln zł** z terminem wykupu w sierpniu 2022 r. Obligacje tej serii będą przedmiotem ubiegania się o wprowadzenie do obrotu na rynku Catalyst. Po dniu bilansowym, w dniu 05.04.2019 r. Everest Capital sp. z o.o. dokonała kolejnej emisji obligacji tj. **serii N** o wartości **22 mln zł**. Celem emisji było pozyskanie środków na wcześniejszy wykup lub nabycie celem umorzenia obligacji **serii I** o wartości **18 mln zł**, jak również pozyskanie środków na wcześniejszy wykup obligacji **serii G** o wartości **4 mln zł**. Równocześnie zmieniono również maksymalny termin wykupu pozostałych obligacji serii G z 08.04.2019 r. na 30.03.2020 r. W maju 2019 r. doszło również do wykupu obligacji **serii H** o wartości **5 mln zł**.

## Zobowiązania z tytułu obligacji oraz zapadalność poszczególnych serii w latach 2019 - 2022



<sup>2</sup> Emisja obligacji serii N, wcześniejszy wykup obligacji serii G o wartości 4 mln zł oraz nabycie i umorzenie obligacji serii I o wartości 18 mln zł miały miejsce po dniu bilansowym

## Projekt nowej regulacji rynku pożyczkowego w Polsce i jej potencjalny wpływ na działalność Grupy

Przedłożony przez Ministerstwo Sprawiedliwości projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w celu przeciwdziałania lichwie z dnia 14.06.2019 r. został przyjęty przez Radę Ministrów. Projekt zaostrza przepisy dla branży choć jest znacznie mniej restrykcyjny od projektu ustawy z grudnia 2016 r. Ustawa już w lipcu może zostać przyjęta przez Parlament.

Zmiana	Wpływ na działalność Grupy Everest Finance
Zmniejszenie limitu maksymalnych pozaodsetkowych kosztów pożyczki z 55% do 45% (dla rocznych pożyczek). Projekt z grudnia 2016 r. zakładał 20% limit.	Wpływ na zmniejszenie przychodów spółki
Pozaodsetkowe koszty kredytu konsumenckiego w całym okresie nie mogą być wyższe niż 75% całkowitej kwoty kredytu (wcześniej 100%)	Zmiana ma wpływ na pożyczki długoterminowe. W Grupie Everest Finance pożyczki udzielne są na maksymalnie 82 tygodnie (średnio 62 tygodnie w 2018 r.), w związku z czym zmiana nie będzie miała istotnego wpływu na wynik
Za dwukrotne przekroczenie maksymalnego limitu pozaodsetkowych kosztów pożyczki będzie groziła odpowiedzialność karna	Spółka udziela pożyczek mieszczących się w limitach wyznaczonych przez prawo
Planowany jest nadzór KNF nad instytucjami pożyczkowymi	Regulowanie rynku przez KNF może spowodować lepsze postrzeganie branży pożyczkowej przez instytucje finansowe.
Identyfikacja „mechanizmów łańcuchowych” celem wykluczenia obchodzenia przepisów o tzw. rolowaniu pożyczek	Zmiana nie dotyczy Grupy. Działalność pożyczkowa prowadzona jest jedynie przez podmiot Everest Finance S.A.
Wprowadzenie zmian w zakresie zabezpieczeń pożyczek poprzez ustanowienie maksymalnego poziomu zabezpieczenia	Grupa nie zabezpiecza pożyczek na majątku ruchomym czy nieruchomościach pożyczkobiorcy
Obowiązek badania stanu zadłużenia osoby starającej się o pożyczkę w BIK lub w Biurach Informacji Gospodarczej	Grupa pozyskuje obecnie informacje o klientach z Biura Informacji Gospodarczej oraz FWWI (którego jest współzałożycielem).

# Everest Capital Sp. z o.o.

## Sprawozdanie finansowe w okresie 2016 – 1Q 2019 (po korektach)

Everest Finance   RZiS [w mln PLN]	2016 <sup>1</sup>	2017 <sup>1</sup>	2018 <sup>2</sup>	1Q 2018 <sup>2</sup>	1Q 2019 <sup>2</sup>
<b>Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi</b>	<b>244,2</b>	<b>294,3</b>	<b>303,9</b>	<b>69,6</b>	<b>68,8</b>
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>108,5</b>	<b>115,0</b>	<b>128,4</b>	<b>30,5</b>	<b>29,5</b>
Amortyzacja	5,4	5,7	5,7	1,6	1,5
Zużycie materiałów i energii	4,3	4,3	4,1	1,0	0,8
Usługi obce	13,8	14,9	18,0	3,6	4,0
Podatki	7,9	3,5	2,5	0,8	0,8
Wynagrodzenia	52,5	65,4	69,1	16,4	15,9
Ubezpieczenia społeczne	12,6	7,8	10,6	2,6	2,7
Pozostałe koszty rodzajowe	12,0	13,2	17,8	4,3	4,0
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0	0	0,5	0,3	0
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>135,7</b>	<b>179,3</b>	<b>175,6</b>	<b>39,1</b>	<b>39,3</b>
marża na sprzedaży (%) <sup>3</sup>	55,6%	60,9%	57,8%	56,2%	57,1%
<b>Pozostałe przychody operacyjne</b>	<b>2,7</b>	<b>98,0</b>	<b>29,8</b>	<b>9,1</b>	<b>5,5</b>
<b>Pozostałe koszty operacyjne</b>	<b>81,5</b>	<b>182,3</b>	<b>146,0</b>	<b>40,0</b>	<b>30,4</b>
<b>EBITDA</b>	<b>62,4</b>	<b>100,7</b>	<b>65,1</b>	<b>9,8</b>	<b>15,8</b>
marża EBITDA (%) <sup>3</sup>	25,6%	34,2%	21,4%	14,0%	23,0%
<b>EBIT</b>	<b>57,0</b>	<b>95,0</b>	<b>59,3</b>	<b>8,2</b>	<b>14,3</b>
marża EBIT (%) <sup>3</sup>	23,3%	32,3%	19,5%	11,7%	20,8%
<b>Przychody finansowe</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>13,5</b>	<b>9,1</b>	<b>0,0</b>
Dywidendy i udział w zyskach	0,0	6,0	13,4	9,0	0,0
Inne	6,2	1,0	0,1	0,1	0,0
<b>Koszty finansowe</b>	<b>11,4</b>	<b>29,2</b>	<b>41,6</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>
Odsetki	11,2	14,0	15,2	3,8	4,4
Strata ze zbycia inwestycji	0,0	0,0	14,0	0,0	0,0
Aktualizacja wartości aktywów finansowych	0,0	15,1	12,4	4,1	3,8
<b>Zysk brutto</b>	<b>52,2</b>	<b>72,9</b>	<b>31,3</b>	<b>9,3</b>	<b>6,2</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>52,2</b>	<b>72,9</b>	<b>31,3</b>	<b>9,3</b>	<b>6,2</b>
marża netto (%) <sup>3</sup>	21,4%	24,8%	10,3%	13,3%	9,0%

<sup>1</sup> Połączone sprawozdanie Everest Finance sp. z o.o. oraz Everest Finance S.A. pro forma, dane finansowe przekształcone wynikające z wprowadzenia nowych zasad

<sup>2</sup> Połączone sprawozdanie Everest Finance sp. z o.o. oraz Everest Finance S.A. pro forma

<sup>3</sup> rentowności obliczane na podstawie przychodów netto ze sprzedaży i zrównanych z nimi, tj. nie uwzględniających przychodów finansowych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

- W 1Q 2019 r. Grupa Everest Finance odnotowała przychody w wysokości **68,8 mln zł (-1,04% r/r)**. Przychody nieznacznie spadły, jednak należy mieć na uwadze, że wydłużeniu ulega średni czas trwania udzielanych pożyczek.
- W porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego, w 1Q 2019 r. koszty operacyjne były na podobnym poziomie aczkolwiek Grupa odnotowała niewielki spadek kosztów zużycia materiałów i energii, wynagrodzeń, podatków, amortyzacji, sprzedanych towarów i materiałów oraz pozostałych kosztów (razem **-1,5 mln zł**) przy jednoczesnym niewielkim wzroście kosztów usług obcych oraz ubezpieczeń społecznych (razem **+0,5 mln zł**). Łącznie koszty spadły o niecały **1 mln zł**, dzięki czemu Grupa Everest Finance odnotowała niewielki wzrost zysku ze sprzedaży, tj. o **0,2 mln zł** w ujęciu rok do roku.
- W 1Q 2019 r. marża na sprzedaży wyniosła **57,1%** (+0,2 p.p. r/r). Marża na sprzedaży w całym analizowanym okresie jest relatywnie stała i waha się w granicach **55-61%**. Wahania zysku netto wynikają głównie z pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych związanych ze zbywaniem i wyceną portfeli wierzytelności oraz przychodów i kosztów finansowych.
- Istotnymi pozycjami w RZiS Grupy są pozostałe przychody i koszty operacyjne, które wynikają ze sprzedaży portfeli wierzytelności oraz odpisów na portfelach bieżących i sprzedawanych. Łączny wpływ tych pozycji na wynik w 1Q 2019 r. wyniósł **-25,0 mln zł (-19,3% r/r)**. Warto przy tym podkreślić, że wartość pożyczek na koniec 1Q 2019 r. wzrosła o **23,3%** w stosunku do wartości pożyczek na koniec 1Q 2018 r. co przy niższych pozostałych kosztach operacyjnych oznacza, iż Grupa odnotowała w 1Q 2019 r. wyraźnie niższą szkodowość. W efekcie marża EBITDA w 1Q 2019 r. wyniosła **23,0% (+9,0 p.p. r/r)**.
- W 1Q 2019 r. poza kosztami odsetkowymi w wysokości **4,4 mln zł** Grupa Everest Finance odnotowała koszty finansowe związane z odpisami wartości Tempo Finance w wysokości **3,8 mln zł**. W okresie porównawczym tj. 1Q 2018 r. w związku z wypłatą dywidendy i przesuwaniem portfeli wierzytelności spółki Tempo finance do Grupy Everest Finance odnotowano z tego tytułu przychody finansowe przewyższające koszty o **4,9 mln zł**. Zdarzenie to należy rozpatrywać jednak jako jednorazowe ponieważ w całym 2018 r. koszty finansowe z tego tytułu były już o 13 mln zł wyższe od przychodów.
- W efekcie zdarzeń związanych z przychodami i odpisami na Tempo Finance, pomimo znacząco lepszych wyników z działalności operacyjnej, zysk netto Grupy Everest Finance spadł w 1Q 2019 r. do **6,2 mln zł (-33,5% r/r)** osiągając marżę netto w wysokości **9,0%**. Zakończenie odpisów na Tempo Finance, które nastąpi w 2019 r. oraz wzrost wartości portfeli daje nadzieję na poprawę marży netto w całym 2019 r. i w latach kolejnych.

Everest Finance   Bilans [w mln PLN]	31.12.2016 <sup>1</sup>	31.12.2017 <sup>1</sup>	31.12.2018 <sup>2</sup>	31.03.2018 <sup>2</sup>	31.03.2019 <sup>2</sup>
<b>Suma bilansowa</b>	<b>353,4</b>	<b>461,2</b>	<b>511,3</b>	<b>469,0</b>	<b>524,3</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>86,0</b>	<b>128,7</b>	<b>103,3</b>	<b>115,6</b>	<b>86,5</b>
- rzeczowe aktywa trwałe	15,4	15,1	11,7	14,6	11,4
- udzielone pożyczki	63,3	63,5	79,0	55,3	65,6
- udziały lub akcje w jednostkach powiązanych	5,0	47,3	8,8	43,2	5,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>267,4</b>	<b>332,5</b>	<b>408,0</b>	<b>353,4</b>	<b>437,8</b>
- udzielone pożyczki	252,8	291,4	363,7	311,1	386,1
- należności	13,5	16,1	40,0	32,7	46,6
- środki pieniężne	7,6	24,0	3,5	8,6	4,3
<b>Kapitał własny</b>	<b>175,4</b>	<b>228,7</b>	<b>256,1</b>	<b>237,9</b>	<b>261,2</b>
- zysk netto	52,2	72,9	31,9	9,3	6,2
Zobowiązania długoterminowe	140,0	138,4	125,7	184,7	130,9
- wobec powiązanych	118,6	111,8	117,4	160,9	123,1
- kredyty i pożyczki	13,2	10,7	2,0	9,9	2,0
- inne zobowiązania finansowe	8,3	8,6	6,3	7,0	5,8
Zobowiązania krótkoterminowe	32,5	90,7	128,0	43,2	130,6
- wobec powiązanych	8,4	38,2	56,8	12,6	57,9
- kredyty i pożyczki	5,9	19,1	42,4	0,0	39,2
- pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	7,5	20,8	14,7	17,1	14,2
Kapitał obrotowy netto	234,9	241,8	280,0	310,2	307,2
Wskaźnik płynności bieżącej	8,2	3,7	3,2	8,2	3,4
Wskaźnik płynności gotówkowej	0,23	0,26	0,03	0,20	0,03
Zadłużenie finansowe	160,4	193,9	228,8	197,1	232,1
Dług netto	152,8	169,9	225,2	188,5	227,9
Wskaźnik zadłużenia finansowego	45,4%	42,0%	44,7%	42,0%	44,3%
Dług netto/EBITDA annualizowana	2,4	1,7	3,5	4,8	3,6
Dług netto/LTM EBITDA	2,4	1,7	3,5	2,2	3,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	50,3%	50,4%	49,9%	49,3%	50,2%
<b>Kowenanty:</b>					
(Zobowiązania - RM przychodów)/KW <1,5	1,01	1,02	1,00	0,97	1,01
<b>Everest Finance   RPP [w mln PLN]</b>	<b>2016<sup>1</sup></b>	<b>2017<sup>1</sup></b>	<b>2018<sup>2</sup></b>	<b>1Q 2018<sup>2</sup></b>	<b>1Q 2019<sup>2</sup></b>
Przepływy z działalności operacyjnej	-0,4	41,9	-59,2	-22,9	3,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,9	-14,5	24,1	9,0	0,1
Przepływy z działalności finansowej	10,2	-10,9	14,7	-1,5	-3,1
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>5,8</b>	<b>16,4</b>	<b>-20,5</b>	<b>-15,4</b>	<b>0,7</b>

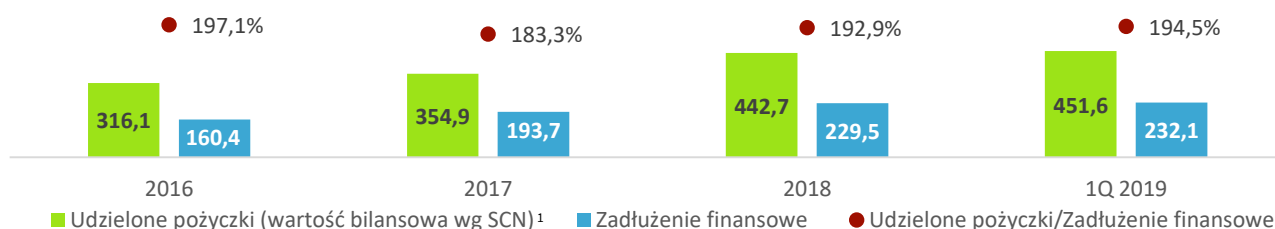
<sup>1</sup> Połączone sprawozdanie Everest Finance sp. z o.o. oraz Everest Finance S.A. pro forma, dane finansowe przekształcone wynikające z wprowadzeniem nowych zasad

<sup>2</sup> Połączone sprawozdanie Everest Finance sp. z o.o. oraz Everest Finance S.A. pro forma

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

- Suma bilansowa Emitenta wyniosła w 1Q 2019 r. **524,3 mln zł** co oznacza wzrost w ujęciu rok do roku o **11,8%**. Na uwagę zasługuje istotny, regularny wzrost wartości udzielonych pożyczek z **366,4 mln zł** na koniec 1Q 2018 r. do **451,6 mln zł** na koniec 1Q 2019 r. (**+23,3%**). Pożyczki długoterminowe stanowią przy tym **14,5%** wartości całego portfela pożyczek.
- Środki pieniężne na koniec 1Q 2019 r. zmalały w stosunku do 1Q 2018 r. o **4,3 mln zł** i wyniosły również **4,3 mln zł**. W samym 1Q 2019 r. dzięki dodatnim przepływom z działalności operacyjnej środki pieniężne wzrosły o **0,7 mln zł**.
- W 1Q 2019 r. Grupa nieznacznie zwiększyła zadłużenie finansowe z **229,5 mln zł** do **232,1 mln zł (+1,2%)**, natomiast w ujęciu rok do roku zadłużenie finansowe wzrosło o **35,1 mln zł (+17,8%)**. Wskaźnik zadłużenia finansowego na koniec 1Q 2019 r. wyniósł **44,3%** i spadł o **0,4 p.p.** w stosunku do końca roku 2018 oraz wzrósł o **2,3 p.p.** w stosunku do końca 1Q 2018 r. Wskaźnik ogólnego zadłużenia wzrósł o **0,3 p.p.** w stosunku do końca roku 2018 r. oraz o **0,9 p.p.** w stosunku do końca 1Q 2018 r.
- Wartość współczynnika zadłużenia wyznaczonego w warunkach emisji, którego konstrukcja została szerzej objaśniona w sekcji „Słownik pojęć”, osiągnęła wartość **1,01** na koniec 1Q 2019 r. Wskaźnik ten pozostaje wciąż na poziomie znacząco niższym względem wartości granicznej kowenantu (1,5x).

## Relacja udzielonych pożyczek oraz zadłużenia finansowego w okresie 2016 – 1Q 2019



<sup>1</sup> Skorygowana cena nabycia

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

# Słownik pojęć

- **Grupa Everest Finance** – Everest Finance S.A. oraz Everest Finance Sp. z o.o. sp. k., które nie tworzą grupy kapitałowej z punktu widzenia Ustawy o Rachunkowości
- **Przychody z podstawowej działalności** – Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi + przychody finansowe
- **EBIT** – zysk operacyjny
- **EBITDA** – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
- **Marża na sprzedaży** – zysk ze sprzedaży/przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi
- **Marża EBITDA** – EBITDA/przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi
- **Marża EBIT** – EBIT/przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi
- **Marża netto** – zysk netto/przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi
- **Kapitał obrotowy netto** – aktywa obrotowe – zobowiązania krótkoterminowe
- **Wskaźnik płynności bieżącej** – aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe
- **Wskaźnik płynności gotówkowej** – środki pieniężne i ekwiwalenty/zobowiązania krótkoterminowe
- **Zadłużenie finansowe** – kredyty i pożyczki + papiery dłużne + inne zobowiązania finansowe
- **Dług netto** – zadłużenie finansowe – środki pieniężne i ekwiwalenty
- **Wskaźnik ogólnego zadłużenia** – zobowiązania i rezerwy na zobowiązania/suma bilansowa
- **Wskaźnik zadłużenia finansowego** – zadłużenie finansowe/suma bilansowa
- **(Zobowiązania – RM przychodów)/KW** – (zobowiązania i rezerwy na zobowiązania + zobowiązania pozabilansowe – rozliczenia międzyokresowe przychodów)/kapitał własny

## Zastrzeżenie

Niniejszy materiał został opracowany przez Navigator Debt Advisory Sp. z o.o. (Debt Advisory)

Osoby sporządzające niniejszy materiał działały z należytą starannością przy jego sporządzaniu. Niniejsza analiza oraz wnioski z niej wynikającego oparte są na osobistych opiniach osób sporządzających niniejszy materiał i mają one charakter wyłącznie poglądowy.

Przy zbieraniu danych stanowiących podstawę niniejszego opracowania osoby działającej w imieniu Debt Advisory korzystały wyłącznie z ogólnodostępnych dokumentów oraz z materiałów uznawanych za wiarygodne. Debt Advisory nie gwarantuje, że wskazane dane są kompletne i precyzyjne. W szczególności informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą ulec zmianie bez powiadomienia odbiorców.

Niniejszy materiał jest przeznaczony wyłącznie do celów informacyjnych oraz do użytku osób, które samodzielnie podejmują decyzje inwestycyjne. Niniejszy materiał nie stanowi porady inwestycyjnej ani rekomendacji. Debt Advisory w żadnym przypadku nie ponosi odpowiedzialności ze decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału, nawet gdyby informacje w nim zawarte okazały się niezgodne ze stanem faktycznym.

Debt Advisory nie będzie traktował odbiorców niniejszego materiału jako swoich klientów ze względu na fakt otrzymania przez nich tego dokumentu. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu Cywilnego oraz nie stanowi również zobowiązania do świadczenia jakichkolwiek usług na rzecz jakiegokolwiek podmiotu.

Debt Advisory wykonywał zlecenie na rzecz podmiotów wskazanych w niniejszym opracowaniu w ramach emisji obligacji, które oni przeprowadzali.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym materiale są objęte prawami autorskimi Debt Advisory. Zabronione jest kopiowanie niniejszej prezentacji, w całości lub części, streszczanie, korzystanie z jej fragmentów, cytowanie lub publiczne powoływanie się na niniejszą prezentację, jak również omawianie jej lub ujawnianie osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody Debt Advisory.

---

---

**Navigator** Debt Advisory®  
Value delivered.

ul. Twarda 18

00-105 Warszawa

Tel.: (22) 630 83 33

fax: (22) 630 83 30

mail: [obligacje@debtadvisory.pl](mailto:obligacje@debtadvisory.pl)

[www.navigatorcapital.pl](http://www.navigatorcapital.pl)

---

---