

---

# Navigator Debt Advisory<sup>®</sup>

Value delivered.

---

Podsumowanie wyników za 3Q 2017 r.  
Unibep S.A., Lokum Deweloper S.A. oraz Developres sp. z o.o.

---

Warszawa, 20 listopada 2017

---



Seria	Ticker	Wartość emisji (mln PLN)	Kupon	Data emisji	Data wykupu	Zabezpieczenie	Rynek notowań
C	UNI0618	30,0	WIBOR 6M + 2,50%	2015-06-02	2018-06-01	Brak	BondSpot ASO, GPW ASO
D	UNI0719	30,0	WIBOR 6M + 2,50%	2016-07-08	2019-07-08	Brak	BondSpot ASO, GPW ASO

## Grupa Unibep notuje rekordowe przychody ze sprzedaży po trzech kwartałach

- Przychody ze sprzedaży Grupy Unibep w pierwszych trzech kwartałach 2017 r. po raz pierwszy w historii przekroczyły **1 mld zł** i osiągnęły poziom **1,07 mld zł** (+30% r/r), natomiast wynik na poziomie netto wyniósł **23,5 mln zł** (+5,8% r/r). Grupa wyraźnie zwiększyła skalę działalności segmentu kubaturowego (wzrost przychodów o 42,1% r/r), a także poprawiła rentowności w segmencie budownictwa modułowego. Nieco słabiej w pierwszych trzech kwartałach prezentowały się wyniki segmentu drogowo-mostowego oraz deweloperskiego, które zostały szerzej skomentowane w dalszej części opracowania.
- Na koniec trzeciego kwartału Spółka posiadała **portfel zamówień** w wysokości **1,4 mld zł** na 2018 rok oraz **0,6 mld zł** na kolejne lata. Unibep podkreśla, że backlog jest na satysfakcjonującym poziomie, zaś Grupa nie odczuwa presji startu we wszystkich przetargach budowlanych.
- Tradycyjnie, większość przychodów Grupy jest generowana przez rynek krajowy (**843,1 mln zł**), zaś udział eksportu w całkowitych przychodach Grupy na koniec 3Q 2017 r. wynosił **21,3%**.
- Pod koniec października b.r. rozpoczęto budowę nowej hali produkcyjnej Fabryki Domów Modułowych Unihouse w Bielsku Podlaskim. Hala ma zostać oddana do użytkowania w pierwszym kwartale 2018 r., natomiast moce przerobowe zwiększą się z obecnych **1 000 modułów do ponad 1 700 modułów rocznie**.

## Struktura przychodów Grupy Unibep z podziałem na segmenty w 3Q 2017 oraz 3Q 2016

	Działalność budowlana kubaturowa	Działalność budowlana drogowo-mostowa	Działalność deweloperska	Działalność - budownictwo modułowe	Korekty sprzedaży na rzecz innych segmentów	Razem kwoty dotyczące całej Grupy
<b>3Q 2017</b>						
Przychody ze sprzedaży	853,9	124,8	28,7	136,4	-72,7	1 071,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>46,6</b>	<b>-8,9</b>	<b>1,2</b>	<b>12,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>48,1</b>
% zysku brutto ze sprzedaży	5,46%	-7,15%	4,31%	9,03%	4,30%	4,50%
<b>3Q 2016</b>						
Przychody ze sprzedaży	600,7	91,5	66,9	109,0	-49,8	818,3
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>33,7</b>	<b>2,8</b>	<b>12,6</b>	<b>4,5</b>	<b>0,3</b>	<b>54,0</b>
% zysku brutto ze sprzedaży	5,61%	3,06%	18,87%	4,17%	-0,64%	6,60%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

## Segment kubaturowy

- Od początku roku Spółka podpisała **13 znaczących kontraktów** w segmencie kubaturowym o łącznej wartości ponad **582 mln zł**. Udział działalności kubaturowej w całkowitych przychodach Grupy wyniósł **79,7%** na koniec 3Q 2017 r. Należy przypomnieć, że we wrześniu b.r., jedna z największych realizacji Unibepu, **Galeria Północna** otrzymała pozwolenie na użytkowanie.
- W samym trzecim kwartale 2017 r. Grupa podpisała łącznie 6 istotnych kontraktów (2 z segmentu mieszkaniowego, 1 z biurowego oraz 3 z przemysłowego) o wartości ponad **265 mln zł**.
- Po 30.09.2017 r. Unibep podpisał 1 istotną umowę (z segmentu mieszkaniowego, 2 etap inwestycji Ursa Park) o wartości **33,4 mln zł**.

## Istotne umowy podpisane w segmencie kubaturowym w 3Q 2017

Nazwa inwestycji	Zamawiający	Rozpoczęcie projektu	Zakończenie projektu	Wynagrodzenie [mln PLN]	Liczba mieszkań/lokalii
Mołdawska	Osiedle Młodych sp. z o.o.	2017 3Q	2018 4Q	29,5	114
Ogrodowa Office	WX Office Development 2 sp. z o.o.	2017 3Q	2019 1Q	114,2	n/d
Budynek produkcyjno-magazynowy w Białymstoku	Bravilor Bonamat sp. z o.o.	2017 3Q	2018 2Q	26,7	n/d
Centrum Logistyczne na Białorusi	Bremino Group sp. z o.o.	2017 3Q	2018 4Q	54,2	n/d
Osiedle przy Verdiego	GreenWood I sp. z o.o.	2017 3Q	2018 4Q	28,2	159
Rozbudowa i modernizacja oczyszczalni ścieków w Łasku	MPWiK w Łasku	2017 3Q	2019 4Q	12,6	n/d

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

## Segment drogowo-mostowy

- Poniżej oczekiwań prezentuje się segment drogowo-mostowy. Chociaż sprzedaż jest wyższa w ujęciu rocznym **(+36,4% r/r)**, osiągając wartość blisko **125 mln zł**, to Spółka zanotowała stratę na sprzedaży w wysokości **8,9 mln zł**. Spadek marżowości spowodowany był podpisywaniem kontraktów w dołku cenowym oraz wzrostem kosztów podwykonawców a także wzrostem cen materiałów sypkich oraz kruszyw.
- W trzecim kwartale b.r. Grupa Unibep podpisała łącznie 6 kontraktów drogowych (w tym jeden na Ukrainie, w formie umowy przedwstępnej) o łącznej wartości ponad **124,8 mln zł**. W połowie października Unibep jako lider konsorcjum podpisał umowę na budowę oraz rozbudowę Drogi Wojewódzkiej nr 682. Wartość kontraktu wyniosła **70,7 mln zł**

### Istotne umowy podpisane w segmencie drogowo-mostowym w 3Q 2017

Nazwa inwestycji	Lokalizacja	Zamawiający	Rozpoczęcie projektu	Zakończenie projektu	Wynagrodzenie [mln PLN]
Budowa Trasy Niepodległości	Białystok	Miasto Białystok	2017 3Q	2018 3Q	52,4
Rozbudowa DK nr 66	Przeście przez Suchowolce	GDDKiA	2017 3Q	2019 4Q	9,7
Remont DK nr 8	Chodorówka - Suchowola - Horodnianka	GDDKiA	2017 3Q	2017 4Q	7,6
Remont DK nr 63	Czyżew - Czyżew Sutki	GDDKiA	2017 3Q	2017 4Q	3,3
Remont drogi T-14-03	Obwód Lwowski	Służba Drogowa w Obwodzie Lwowskim	2017 3Q	2019 4Q	14,8
Rozbudowa DK nr 66	Bielsk Podlaski - Podbiele	GDDKiA Białystok	2017 3Q	2019 4Q	37,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

## Segment modułowy

- Grupa Unibep wyraźnie poprawia wyniki w segmencie modułowym. Przychody po trzech kwartałach 2017 r. wzrosły o **25,1% r/r** do poziomu **136,4 mln zł** przy bardzo dobrym wyniku brutto na sprzedaży (**12,3 mln zł, wzrost o 173,3% r/r**).
- Pod koniec sierpnia, Unibep podpisał umowę na zaprojektowanie i wykonanie 3 budynków mieszkalnych na rynek norweski o wartości **24,2 mln zł**.
- Po 30.09.2017 Spółka podpisała jedną umowę na dostawę domów na rynek norweski o wartości **13,6 mln zł**.

### Istotne umowy podpisane w segmencie modułowym w 3Q 2017

Nazwa inwestycji	Zamawiający	Rozpoczęcie projektu	Zakończenie projektu	Wynagrodzenie [mln PLN]	Liczba mieszkań
Brdalsvegen	Bissmiet AS (Heimdal Bolig AS)	2017 4Q	2018 3Q	24,2	52

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

## Segment deweloperski

- Działalność deweloperska Grupy Unibep odnotowała spadek przychodów r/r **(-57,1% r/r)**, co bezpośrednio wpłynęło na rentowność na sprzedaży, która w 3Q 2017 r. wyniosła **4,0%**. Dużo niższa sprzedaż oraz marżowość w tym okresie spowodowana jest cyklem prowadzonych inwestycji, których przekazania mają mieć miejsce w **czwartym kwartale b.r.**
- Pod koniec września 2017 r. Unidevelopment podpisała przedwstępną umowę sprzedaży nieruchomości w Warszawie w dzielnicy Bemowo o powierzchni **3,78 ha** za kwotę około **31,5 mln zł brutto**. Unidevelopment w 2017 r. planuje przekazać m.in. **Ursus Smart City (E2) na 176 mieszkań, Dom Awangarda na 336 mieszkań, 360° (Kapelanów E2) na 112 mieszkań oraz Zielony Sołacz w Poznaniu na 61 lokali**.

## Finanse

Grupa Unibep   RZIS [w mln PLN]	2013	2014	2015	2016	3Q 2016	3Q 2017
<b>Przychody</b>	<b>920,5</b>	<b>1079,7</b>	<b>1242,9</b>	<b>1249,2</b>	<b>818,3</b>	<b>1071,0</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>58,3</b>	<b>66,7</b>	<b>67,2</b>	<b>84,0</b>	<b>54,0</b>	<b>48,1</b>
Koszty sprzedaży	4,5	5,8	7,6	8,7	4,2	2,9
% przychodów	0,48%	0,54%	0,61%	0,70%	0,51%	0,27%
Koszty ogólnego zarządu	26,4	29,1	32,3	36,9	23,7	28,9
% przychodów	2,87%	2,69%	2,60%	2,95%	2,90%	2,70%
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>27,4</b>	<b>31,8</b>	<b>27,3</b>	<b>38,3</b>	<b>26,1</b>	<b>16,3</b>
marża na sprzedaży (%)	3,0%	2,9%	2,2%	3,1%	3,2%	1,5%
Pozostałe przychody operacyjne	10,0	5,6	8,1	11,6	9,7	0,9
Pozostałe koszty operacyjne	9,3	12,2	11,9	16,6	6,5	3,0
<b>EBITDA</b>	<b>34,0</b>	<b>32,1</b>	<b>31,3</b>	<b>41,8</b>	<b>35,6</b>	<b>26,5</b>
marża EBITDA (%)	3,7%	3,0%	2,5%	3,3%	4,4%	2,5%
<b>EBIT</b>	<b>28,1</b>	<b>25,1</b>	<b>23,5</b>	<b>33,3</b>	<b>29,3</b>	<b>19,1</b>
marża EBIT (%)	3,1%	2,3%	1,9%	2,7%	3,6%	1,8%
Przychody finansowe	5,3	10,2	13,2	14,0	10,1	8,1
Koszty finansowe	10,3	7,4	7,9	13,4	10,6	2,3
<b>Zysk netto</b>	<b>16,2</b>	<b>20,9</b>	<b>23,3</b>	<b>31,9</b>	<b>22,2</b>	<b>23,5</b>
marża netto (%)	1,8%	1,9%	1,9%	2,6%	2,7%	2,2%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

■ Grupa Unibep odnotowała po trzech kwartałach 2017 r. lepsze wyniki na sprzedaży głównie za sprawą działalności kubaturowej, która jest odpowiedzialna za **blisko 80% przychodów**. Marżowość tego segmentu wyniosła **5,5%**, czego zasługą są głównie inwestycje realizowane w kraju. Gorsze rentowności segmentu deweloperskiego oraz działalności budowlanej drogowo-mostowej spowodowały spadek marży na sprzedaży całej Grupy do **1,5%**. W czwartym kwartale b.r. można oczekiwać znacznej poprawy rentowności głównie za sprawą przypadających na ten okres przekazania mieszkań kończących się inwestycji segmentu deweloperskiego.

■ W pierwszych trzech kwartałach b.r. miał miejsce spadek kosztów sprzedaży oraz wzrost kosztów ogólnego zarządu rok do roku w relacji do przychodów ze sprzedaży. Ich udział w przychodach to odpowiednio **0,3%** oraz **2,7%** na koniec 3Q 2017 r. Wzrost kosztów zarządu o ponad 5 mln zł rok do roku wynika z rozwoju struktur, głównie zaangażowanych w rozwój oraz obsługę nowych rynków. Celem Zarządu jest utrzymanie wskaźnika kosztów ogólnego zarządu do przychodów w okolicach **3% na koniec 2017 r.**

Grupa Unibep   Bilans [w mln PLN]	2013	2014	2015	2016	3Q 2017
<b>Suma bilansowa</b>	<b>554,1</b>	<b>666,6</b>	<b>766,7</b>	<b>1069,6</b>	<b>1089,4</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>144,9</b>	<b>172,3</b>	<b>209,8</b>	<b>224,4</b>	<b>209,2</b>
-środki trwałe	65,5	64,8	76,0	78,4	77,1
-kaucje z tytułu umów o budowę	17,6	25,2	35,4	42,5	47,2
-pożyczki udzielone	8,6	11,5	33,0	0,0	0,0
-aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	16,8	32,0	37,4	63,0	41,2
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>409,2</b>	<b>494,4</b>	<b>556,9</b>	<b>845,2</b>	<b>880,2</b>
-zapasy	109,8	107,3	145,4	227,3	314,0
-należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	153,0	162,3	191,3	279,1	279,1
-kaucje z tytułu umów o budowę	21,9	19,1	19,9	33,3	45,5
-kwoty należne od odbiorców z tytułu umów o budowę	22,5	61,3	53,7	120,4	125,9
-środki pieniężne	90,5	126,1	129,9	150,1	85,4
<b>Kapitał własny</b>	<b>185,8</b>	<b>203,0</b>	<b>217,2</b>	<b>235,9</b>	<b>250,9</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>74,6</b>	<b>89,2</b>	<b>115,5</b>	<b>182,2</b>	<b>102,4</b>
-zobowiązania finansowe	34,2	37,7	57,8	110,0	38,3
-zobowiązania z tytułu obligacji	21,9	31,4	50,2	60,6	29,1
-kredyty, pożyczki i inne zobowiązania finansowe	12,4	6,3	7,6	49,4	9,3
-kaucje z tytułu umów o budowę	28,5	29,7	37,9	40,3	41,8
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>293,6</b>	<b>374,4</b>	<b>434,0</b>	<b>651,5</b>	<b>736,1</b>
-zobowiązania finansowe	33,1	27,8	21,7	46,6	57,9
-zobowiązania z tytułu obligacji	0	11,0	11,0	27,7	31,6
-kredyty, pożyczki i inne zobowiązania finansowe	33,1	16,8	10,7	18,9	26,3
-zobowiązania z tytułu dostaw i usług	127,3	153,4	168,4	260,6	209,5
-kaucje z tytułu umów o budowę	25,4	30,5	33,1	34,6	41,4
-zaliczki otrzymane	25,9	46,9	52,1	82,7	44,2
-przychody przyszłych okresów	3,6	7,4	15,1	19,3	169,4
-rezerwy na zobowiązania krótkoterminowe i RMB	48,7	71,0	100,3	141,6	148,2
Kapitał obrotowy netto	115,5	120,0	122,9	193,7	144,1
Wskaźnik płynności	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2
Wskaźnik płynności szybki	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
Wskaźnik wypłacalności gotówkowej	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1
<b>Cykl konwersji gotówki</b>	<b>39,8</b>	<b>26,0</b>	<b>42,3</b>	<b>64,1</b>	<b>84,1</b>
Rotacja zapasów w dniach	43,5	36,3	42,7	66,4	76,3
Rotacja należności w dniach	46,7	41,5	49,0	73,9	58,8
Rotacja zobowiązań w dniach	50,5	51,9	49,4	76,2	50,9
Zadłużenie finansowe	67,4	65,8	79,6	156,6	96,2
Dług netto	-23,1	-60,3	-50,3	6,6	10,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	66%	70%	72%	78%	77%
Zadłużenie finansowe/suma bilansowa	12%	10%	10%	15%	9%
<b>Kowenanty obligacji:</b>					
Dług netto / kapitał własny (%) <130% - UNI0618, UNI0719	-12%	-30%	-23%	3%	4%
Grupa Unibep   RPP [w mln PLN]	2013	2014	2015	2016	3Q 2017
Przeptywy z działalności operacyjnej	45,8	57,1	40,0	-13,9	2,6
Przeptywy z działalności inwestycyjnej	80,7	-9,0	-30,0	-9,0	10,4
Przeptywy z działalności finansowej	-72,3	-12,8	-9,8	42,3	-83,3
<b>Przeptywy pieniężne netto</b>	<b>54,3</b>	<b>35,4</b>	<b>0,2</b>	<b>19,4</b>	<b>-70,4</b>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

■ W 3Q 2017 r. Spółka nieznacznie zwiększyła sumę bilansową w stosunku do końca 2016 r. o niecałe **20 mln zł (+1,8%)**, głównie za sprawą wyższego salda zapasów (+86,7 mln zł). Wartym odnotowania jest znaczący wzrost pozycji półproduktu w toku w stosunku do końca 2016 r. (**+37,0 mln zł**) oraz towarów (**+16,2 mln zł**) za sprawą prowadzonych projektów deweloperskich.

■ Na koniec trzeciego kwartału 2017 r. Grupa Unibep zanotowała wyższe saldo zobowiązań finansowych od środków pieniężnych. Spowodowane jest to głównie spadkiem środków pieniężnych m.in. ze względu na wypłatę dywidendy w wysokości **6,8 mln zł**, spłatę kredytów deweloperskich oraz wykup obligacji przez Unidevelopment oraz Monday Development.

■ Zmiany w kapitale obrotowym przełożyły się na wzrost cyklu konwersji gotówki, który wynosi obecnie około **84 dni**, głównie za sprawą dłuższej rotacji należności niż zobowiązań. Pomimo wydłużenia cyklu konwersji gotówki, wskaźniki płynności utrzymały poziom z końca roku 2016.

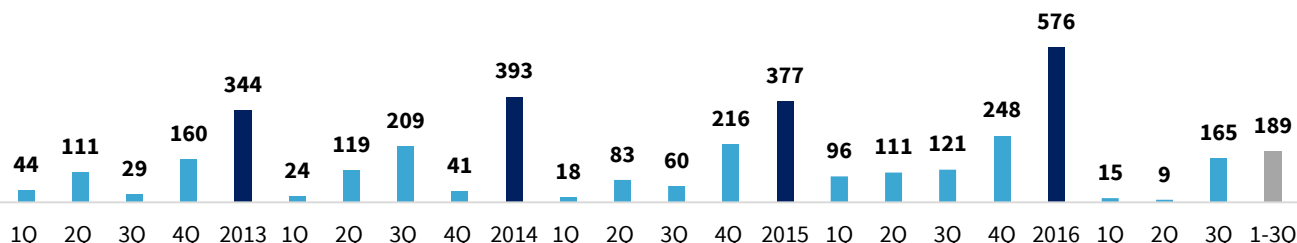
Seria	Ticker	Wartość emisji (mln PLN)	Kupon	Data emisji	Data wykupu	Zabezpieczenie	Rynek notowań
C	LKD0719	40,0	WIBOR 6M + 3,60%*	2016-07-20	2019-07-20	Brak	BondSpot ASO, GPW ASO
D	LKD0420	75,0	WIBOR 6M + 3,20%*	2017-04-26	2020-04-26	Brak	BondSpot ASO, GPW ASO

\* Marża może ulec zmianie zgodnie z warunkami emisji

## Lokum Deweloper utrzymuje wysoką sprzedaż i przygotowuje się do przekazania rekordowej liczby lokali

- Po bardzo udanej pierwszej połowie roku Lokum utrzymuje wysokie tempo sprzedaży - w okresie 1-3Q 2017 r. wrocławski deweloper sprzedał 651 lokali w ramach umów przedwstępnych i deweloperskich w porównaniu do 421 lokali w analogicznym okresie 2016 r. (+54,6% r/r). Na dzień 30.09.2017 kolejne 271 lokali było objętych umowami rezerwacyjnymi (+142% r/r), które, podobnie jak w poprzednich okresach, w znacznym stopniu zostaną przekształcone w 4Q 2017 r. na umowy deweloperskie i przedwstępne. Łączna liczba umów przedwstępnych, deweloperskich i rezerwacyjnych podpisanych w okresie 1-3Q 2017 r. wyniosła 919, co oznacza 72,4% wzrost w stosunku do analogicznego okresu 2016 r.
- Obecność na rynku krakowskim i realizacja kolejnych etapów inwestycji we Wrocławiu pozwoliły na utrzymanie wysokiego poziomu oferty (810 lokali, +49% r/r) oraz wpłynęły na bardzo wysoką liczbę lokali w realizacji (1 767, +210% r/r), co pozwala zakładać, że zarówno poziomy sprzedaży, jak i przekazania lokali w 2017 i 2018 roku osiągną wysokie wartości (potencjał przekazania w 2017 r. wynosi 679 mieszkań, z czego 93% zostało wyprzedane). Celem Zarządu Grupy Lokum na 2017 r. jest osiągnięcie sprzedaży na poziomie 1 000 lokali.
- W 3Q 2017 r. znacznie wzrosła w stosunku do 1H 2017 r. liczba lokali rozpoznanych w wyniku Grupy, m.in. z racji na oddanie do użytkowania inwestycji Lokum di Trevi VI i VII (352 lokale) oraz Lokum Victoria IVA (54 lokale). Zdecydowana większość sprzedanych mieszkań planowanych do przekazania w 2017 r. zostanie rozpoznana w wyniku w czwartym kwartale, gdy przekazane zostanie większość mieszkań w inwestycjach Lokum di Trevi VII oraz Lokum Victoria.
- 17 października Lokum Deweloper dokonał wykupu obligacji serii A o wartości nominalnej 30 mln zł. Była to druga, po serii B, seria obligacji korporacyjnych wykupiona przez Spółkę w 2017 r. Wykup nastąpił w terminie ustalonym w Warunkach Emisji Obligacji serii A. Była to jedyna zabezpieczona seria obligacji wyemitowana do tej pory przez Spółkę.
- W czerwcu b.r. spółka zależna Lokum Deweloper S.A. zawarła umowę przedwstępną nabycia prawa użytkowania wieczystego nieruchomości gruntowej położonej przy ulicy Góralskiej we Wrocławiu, o powierzchni 4,29 ha. Zawarcie umowy nabycia nieruchomości nastąpi do 9 grudnia 2018 r., cena sprzedaży została ustalona na kwotę 32,1 mln zł netto. Nieruchomość przylega do innych nieruchomości gruntowych położonych przy ulicy Góralskiej, o łącznej powierzchni 0,83 ha, których prawo wieczystego użytkowania spółka zależna nabyła 30.05.2017 za 6 mln zł netto.
- Lokum Deweloper w 3Q 2017 r. rozpoczął realizację prestiżowej inwestycji Lokum VENA. Inwestycja zakłada budowę 181 mieszkań położonych w ścisłym centrum Wrocławia, w pobliżu Ostrowa Tumskiego i Rynku. Inwestycja finansowana będzie m.in. kredytem na 33,8 mln zł udzielonym we wrześniu b.r. przez Alior Bank.

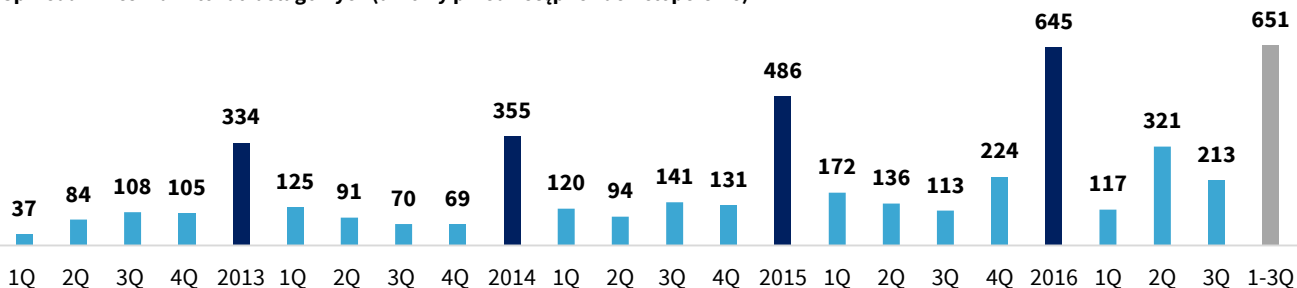
### Rozpoznania w wyniku mieszkań i lokali usługowych



Od 1 stycznia 2016 r. przedstawiono informacje dotyczące przekazania lokali lub zawartych aktów notarialnych. Do końca 2015 roku przedstawiono informacje dotyczące podpisanych aktów notarialnych przenoszących własność lokalu.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

### Sprzedaż mieszkań i lokali usługowych (umowy przedwstępne i deweloperskie)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

## Bank ziemi

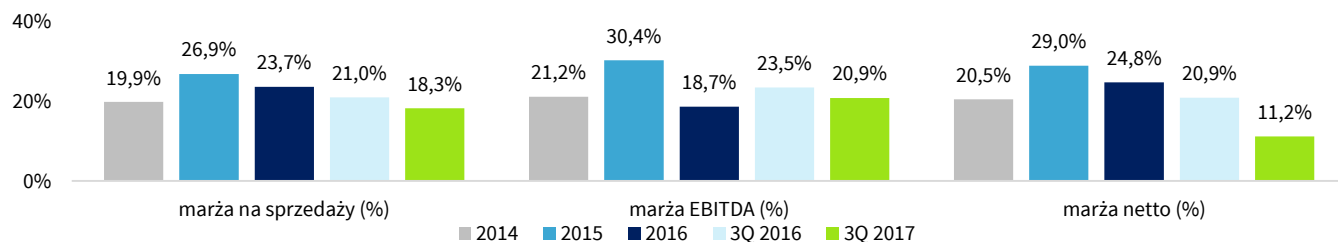
	Powierzchnia (ha)	Liczba lokali	Cena (mln PLN)
<b>Wrocław</b>	<b>11,8</b>	<b>2 323</b>	<b>65,5</b>
Międzyzleska/Gazowa	2,5	473	17,4
Gnieźnieńska	4,2	850	10,0
Górska*	5,1	1 000	38,1
<b>Kraków</b>	<b>5,8</b>	<b>1 202</b>	<b>59,8</b>
Kobierzyńska	2,5	461	26,6
Sławka	3,3	741	33,2
<b>Razem</b>	<b>17,6</b>	<b>3 525</b>	<b>125,3</b>

\* Podpisana umowa przedwstępna

## Finanse

Lokum Deweloper   RZiS [w mln zł]	2014	2015	2016	3Q 2016	3Q 2017
<b>Przychody</b>	<b>126,7</b>	<b>129,2</b>	<b>189,3</b>	<b>106,6</b>	<b>65,0</b>
Koszty sprzedanych produktów	94,5	83,9	128,9	72,9	39,7
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>32,2</b>	<b>45,3</b>	<b>60,4</b>	<b>32,5</b>	<b>25,3</b>
Koszty sprzedaży	3,7	5,7	7,8	5,2	7,7
Koszty ogólnego zarządu	3,3	4,8	7,8	4,9	5,7
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>25,2</b>	<b>34,8</b>	<b>44,8</b>	<b>23,6</b>	<b>11,9</b>
marża na sprzedaży (%)	19,9%	26,9%	23,7%	21,0%	18,3%
Pozostałe przychody operacyjne	1,4	4,3	3,7	1,0	2,4
Pozostałe koszty operacyjne	0,4	0,6	14,2	0,4	1,6
<b>EBITDA</b>	<b>26,8</b>	<b>39,3</b>	<b>35,3</b>	<b>25,0</b>	<b>13,6</b>
marża EBITDA (%)	21,2%	30,4%	18,7%	23,5%	20,9%
<b>EBIT</b>	<b>26,2</b>	<b>38,4</b>	<b>34,3</b>	<b>24,2</b>	<b>12,7</b>
marża EBIT (%)	20,7%	29,8%	18,1%	22,7%	19,5%
Przychody finansowe	0,8	0,6	0,9	0,9	0,7
Koszty finansowe	0,8	1,8	4,9	3,4	5,8
<b>Zysk netto</b>	<b>26,0</b>	<b>37,5</b>	<b>46,9</b>	<b>22,3</b>	<b>7,2</b>
marża netto (%)	20,5%	29,0%	24,8%	20,9%	11,2%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.



Przychody ze sprzedaży Lokum Deweloper w okresie 1-3Q 2017 r. było mniejsze o 39,0% niż w analogicznym okresie 2016 r. **Sytuacja ta związana była z o 55,8% niższą liczbą przekazanych w analizowanym okresie niż rok wcześniej. Większość przekazanych lokali nastąpi w czwartym kwartale**, co wynika z harmonogramu realizacji inwestycji.

Pomimo niższej wartości przychodów należy zwrócić uwagę na **bardzo wysoką marżę brutto (38,9%)**, zrealizowaną na lokalach rozpoznanych w wyniku w okresie 1-3Q 2017 r. Wskazuje to na bardzo wysoką efektywność kosztową wrocławskiego dewelopera.

Niższa niż w analogicznym okresie ubiegłego roku wartość przychodów Emitenta przy wyższych niż w okresie 1-3Q 2016 r. kosztach sprzedaży i ogólnego zarządu przełożyła się na spadek marży na sprzedaży oraz marży EBITDA. **Należy przy tym zwrócić uwagę, że pomimo niskiej wartości przychodów ze sprzedaży marże na wszystkich poziomach są dodatnie i przekraczają 10%**. Z uwagi na charakter działalności spółek deweloperskich ocena efektywności operacyjnej Grupy będzie w pełni miarodajna dopiero po publikacji danych za 4Q 2017 r., kiedy Lokum rozpozna w przychodach większość lokali planowanych do przekazania w 2017 r.

Trzy kwartały 2017 r. zostały zakończone przez Lokum Deweloper zyskiem netto na poziomie 7,2 mln zł w porównaniu do 22,3 mln zł w okresie 1-3Q2016 r. Podobnie, jak w przypadku zysku ze sprzedaży jest to efekt niskich przychodów oraz poniesionych kosztów stałych i finansowych. **Niska wartość przychodów oraz zysku netto ściśle związana jest z harmonogramem realizacji inwestycji oraz specyfiką branży deweloperskiej** (przychody rozpoznawane są najczęściej w dniu odbioru lub aktu notarialnego). **Wg zapowiedzi zarządu Emitenta wyniki Grupy znacząco poprawią się w czwartym kwartale 2017 r.** – potencjał rozpoznanych lokali w wyniku na 2017 r. wynosi 679 mieszkań, co przy sprzedaży w formie umów przedwstępnych, rezerwacyjnych i deweloperskich na koniec 3Q 2017 na poziomie 93% potencjału pozwala zakładać, że **liczba lokali przekazanych w 2017 r. może przekroczyć 650.**

Lokum Deweloper   Bilans [w mln zł]	2014	2015	2016	30.06.2017	30.09.2017
<b>Suma bilansowa</b>	<b>199,5</b>	<b>313,8</b>	<b>385,4</b>	<b>506,8</b>	<b>542,3</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>20,9</b>	<b>20,2</b>	<b>37,1</b>	<b>37,8</b>	<b>37,9</b>
-budynki	7,8	7,8	7,9	7,8	7,8
-nieruchomości inwestycyjne	8,8	8,8	9,0	9,0	9,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>178,5</b>	<b>293,6</b>	<b>348,3</b>	<b>469,1</b>	<b>504,4</b>
-zapasy	136,3	174,1	256,2	335,8	360,0
-należności krótkoterminowe	11,0	20,7	35,5	47,7	69,7
-środki pieniężne	31,1	98,5	56,0	84,1	73,6
<b>Kapitał własny</b>	<b>148,4</b>	<b>210,0</b>	<b>243,0</b>	<b>214,4</b>	<b>228,9</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>30,4</b>	<b>73,4</b>	<b>75,8</b>	<b>137,5</b>	<b>126,1</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>20,6</b>	<b>30,4</b>	<b>66,7</b>	<b>155,0</b>	<b>187,3</b>
-przychody przyszłych okresów	9,5	19,1	3,5	53,9	71,1
Wskaźnik płynności	8,7	9,7	5,2	3,0	2,7
Wskaźnik płynności szybki	2,1	3,9	1,4	0,9	0,8
Wskaźnik wypłacalności gotówkowej	1,5	3,2	0,8	0,5	0,4
Zadłużenie finansowe	30,6	68,6	101,2	165,2	160,3
Dług netto	-0,5	-29,9	45,2	81,1	86,8
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	26%	33%	37%	58%	58%
Dług netto/kapitał własny	0%	-14%	19%	38%	38%
Zadłużenie finansowe / suma bilansowa	15%	22%	26%	33%	30%
Kowenanty:					
Wskaźnik dźwigni finansowej < 100% (seria C)			23%	64%	78%
Wskaźnik dźwigni finansowej < 120% (seria D)				27%	16%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

- Lokum Deweloper S.A. zwiększył **sumę bilansową z 506,8 mln zł** na koniec 2Q2017 r. do **542,3 mln zł** na dzień 30 września 2017 r. (+7,0%). **Wzrost wartości zapasów o 24,2 mln zł** wywołany był zwiększeniem wartości wyrobów gotowych, związanym z zakończeniem realizacji części inwestycji mieszkaniowych, przy tylko nieznacznym spadku wartości produkcji w toku.
- Dług netto Grupy Lokum wzrósł w stosunku do końca 1H 2017 r. (**+5,7 mln zł**), co związane było ze zmniejszeniem stanu środków pieniężnych posiadanych przez Grupę, przy niewielkim spadku wartości zadłużenia finansowego. **Należy zauważyć, że w październiku doszło do istotnego obniżenia poziomu zadłużenia finansowego Grupy z uwagi na wykup obligacji serii A o wartości nominalnej 30 mln zł** oraz spłatę kredytu otrzymanego od Alior Banku, o wartości **3 mln EUR**.
- Pomimo zwiększenia wartości zadłużenia netto Grupy Lokum wzrost wartości kapitałów własnych spowodował, że wskaźnik dług netto/kapitał własny utrzymał się na poziomie zbliżonym do wartości na koniec 1H 2017 r. (**38%**). Wskaźnik dźwigni finansowej dla C wyniósł **78%**, zaś dla serii D **16%**. Wartości te utrzymują się nadal w bezpiecznej odległości od wartości granicznych kowenantów, wynoszących <100% dla serii C oraz <120% dla serii D.

Lokum Deweloper   RPP [w mln zł]	2014	2015	2016	3Q 2016	3Q 2017
Przepływy z działalności operacyjnej	16,9	5,0	-55,8	-63,7	-17,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,2	2,5	0,1	1,0	-0,6
Przepływy z działalności finansowej	7,5	60,0	13,2	16,8	35,2
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>17,3</b>	<b>67,5</b>	<b>-42,5</b>	<b>-45,</b>	<b>17,3</b>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

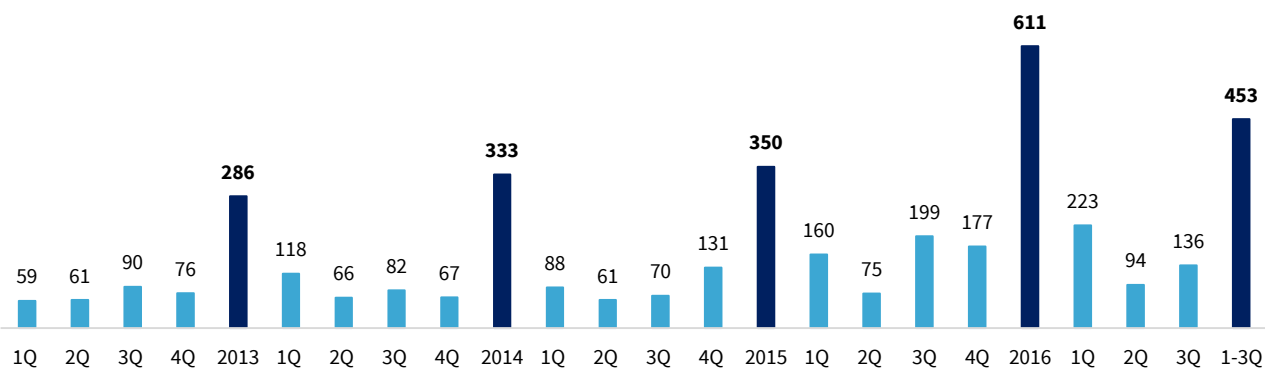
- Saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w ciągu ostatnich dziewięciu miesięcy wyniosło **-17,4 mln zł**. Ujemna wartość przepływów operacyjnych związana była przede wszystkim ze wzrostem wartości zapasów o **103,8 mln zł** oraz zmianą stanu należności o **+34,2 mln zł**.
- Saldo przepływów z działalności finansowej wyniosło **+35,2 mln zł** i było głównie skutkiem emisji obligacji serii D o wartości **75 mln zł**, przedterminowym wykupem obligacji serii B o wartości **30 mln zł** oraz zmianą salda kredytów i pożyczek o **12,5 mln zł**.
- Całkowita wartość przepływów pieniężnych netto za 3 kwartały 2017 r. wyniosła **+17,3 mln zł**.

Seria	Ticker	Wartość emisji (mln PLN)	Kupon	Data emisji	Data wykupu	Zabezpieczenie	Rynek notowań
A	DVR0318	15,0	WIBOR 6M + 5,00%	2015-03-06	2018-03-06	Hipoteka na biurowcu SkyRes do 150% wartości emisji + cesja z polisy + oświadczenie z art. 777 KPC	BondSpot ASO
C	-	35,0	WIBOR 6M + marża	2017-02-17	2019-05-28	oświadczenie z art. 777 KPC	-

## Developres nie zwalnia tempa i w planach ma rozpoczęcie kolejnych projektów mieszkaniowych

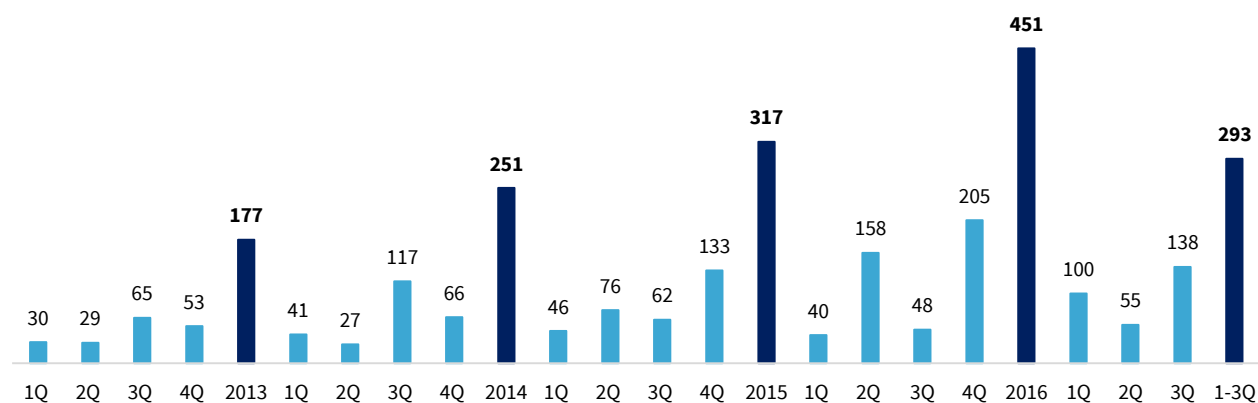
- W okresie pierwszych trzech kwartałów 2017 r. Developres poprawił bardzo dobre wyniki sprzedażowe osiągnięte w okresie 1-3Q 2016 r. **Liczba przedsprzedanych lokali – 453 – była wyższa o 4,4% r/r.** Liczba mieszkań rozpoznanych w wyniku osiągnęła **293**, co oznacza wzrost o 19,1 % w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku.
- Wyniki sprzedażowe w 3Q 2017 r. kształtowane były w większości przez sprzedaż mieszkań w dwóch inwestycjach: **Osiedle Uroczę Nowe Miasto (39 lokali), Osiedle Skyres III etap (49 lokali).** Ponadto Spółka sprzedała łącznie 30 mieszkań w inwestycjach **Osiedle Zawiszy Etap IX i X.**
- Liczba lokali rozpoznanych w wyniku w 3Q 2017 r. wynikała w zdecydowanej większości z przekazania lokali w inwestycji **Osiedle Zawiszy etap IX (126 lokali).**
- Pod koniec b.r. planowane jest rozpoczęcie III etapu inwestycji **SkyRes**, który został już wprowadzony do sprzedaży i cieszy się wysokim zainteresowaniem wśród nabywców mieszkań. W ramach jednego budynku mieszkalnego ma powstać **233 lokali**, o całkowitym **PUM 10 252 m<sup>2</sup>**. Budowa ma się rozpocząć w czwartym kwartale 2017 r. a jej zakończenie planowane jest na **drugi kwartał 2019 r.**
- Developres w najbliższych miesiącach planuje rozpoczęcie budowy pierwszego etapu **Osiedla Bella Dolina** – dwóch budynków mieszkalnych o łącznej liczbie **154 lokali mieszkalnych.** Docelowo, w ramach Osiedla Bella Dolina, na działce o powierzchni ok. 10 ha planowane jest wybudowanie ponad **1.800 lokali mieszkalnych w 22 budynkach.**
- Developres w dalszym ciągu prowadzi działania, mające na celu pozyskanie najemców na powierzchnię biurową w budynku **SkyRes.** W czerwcu b.r. Developres otrzymał podpisany aneks do umowy najmu z firmą Deloitte CE Business Services, na mocy którego zwiększeniu ulegnie powierzchnia najmu z **2 550 m<sup>2</sup> do 3 400 m<sup>2</sup>.** Firma Deloitte jest jak dotąd największym najemcą budynku, pozostałą powierzchnię wynajmują m.in. takie podmioty jak **PwC, Polska Agencja Kosmiczna** oraz **Volwerk Polska.**

### Przedsprzedaż mieszkań (umowy przedwstępne i deweloperskie)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

### Rozpoznania w wyniku mieszkań (akty notarialne)



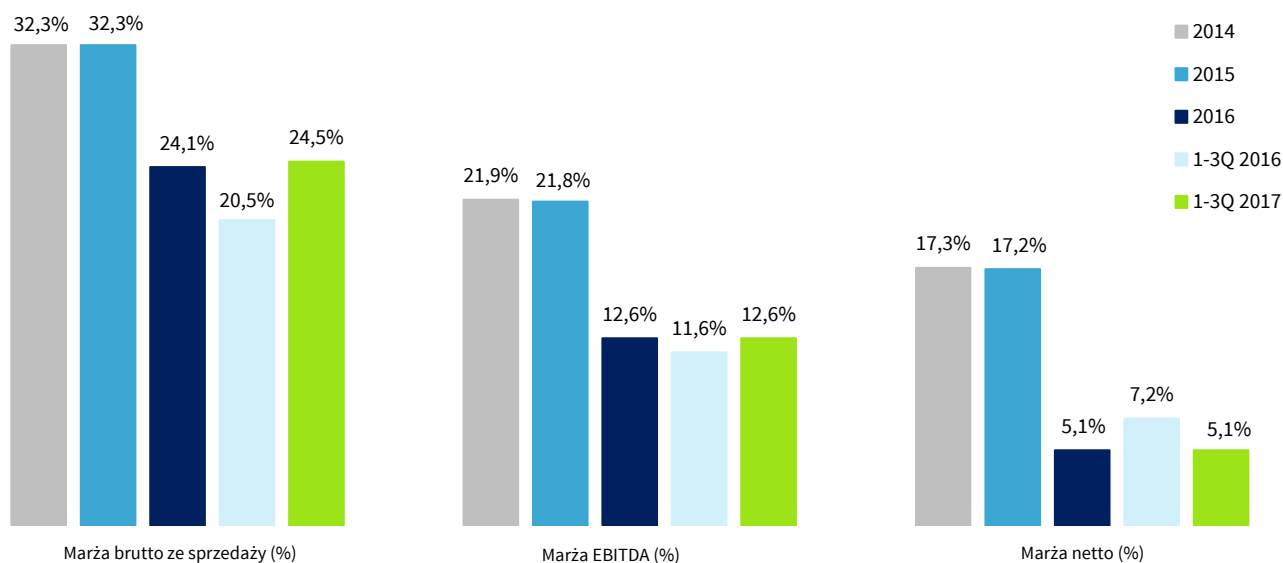
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.



## Finanse

Developres   RZiS [w mln zł]	2014	2015	2016	1-3Q 2016*	1-3Q 2017*
<b>Przychody</b>	<b>58,2</b>	<b>77,1</b>	<b>107,2</b>	<b>61,2</b>	<b>66,1</b>
Koszty sprzedanych produktów	39,4	52,2	81,4	48,6	49,9
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>18,8</b>	<b>24,9</b>	<b>25,8</b>	<b>12,6</b>	<b>16,2</b>
Koszty sprzedaży	2,4	3,9	5,5	3,5	4,9
Koszty ogólnego zarządu	3,5	4,1	6,3	4,6	5,0
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>12,9</b>	<b>16,9</b>	<b>13,9</b>	<b>4,4</b>	<b>6,2</b>
<i>marża na sprzedaży (%)</i>	22,1%	21,9%	13,0%	7,3%	9,4%
Pozostałe przychody operacyjne	0,9	0,7	1,5	1,3	0,6
Pozostałe koszty operacyjne	1,4	1,3	0,4	0,2	0,3
<b>EBITDA</b>	<b>12,8</b>	<b>16,8</b>	<b>17,2</b>	<b>7,1</b>	<b>8,3</b>
<i>marża EBITDA (%)</i>	21,9%	21,8%	16,0%	11,6%	12,6%
<b>EBIT</b>	<b>12,4</b>	<b>16,3</b>	<b>15,0</b>	<b>5,5</b>	<b>6,5</b>
<i>marża EBIT (%)</i>	21,3%	21,1%	14,0%	11,8%	8,2%
Przychody finansowe	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1
Koszty finansowe	0,0	0,1	3,1	0,2	2,4
<b>Zysk netto</b>	<b>10,1</b>	<b>13,3</b>	<b>9,7</b>	<b>4,4</b>	<b>3,3</b>
<i>marża netto (%)</i>	17,3%	17,2%	9,1%	7,2%	5,1%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę; \* Dane niezaudytowane



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę.

- Pierwsze trzy kwartały 2017 r. były bardziej udane niż analogiczny okres 2016 r. W wyniku rozpoznano łącznie **293 lokale (+19,1% r/r)** co przełożyło się na wzrost przychodów ze sprzedaży o **8,1% r/r**. Do końca roku Spółka najprawdopodobniej rozpozna w wyniku lokale w inwestycjach **Osiedle Zawiszy etap IX** oraz **X** (do tej pory Developres przekazał **126** mieszkań z **301** sprzedanych w ramach tych inwestycji do końca IIIQ 2017 r.).
- W okresie 1-3Q 2017 r. Developres osiągnął wyższą marżę brutto na sprzedaży niż w okresie 1-3Q 2016 roku, głównie za sprawą wysokich marż na projekcie **Osiedle nad Wisłokiem**.
- Wzrost kosztów finansowych w 2016 r. i 1-3Q 2017 spowodowany był decyzją Spółki o zmianie sposobu prezentacji kosztów odsetkowych z tytułu wyemitowanych obligacji serii A, B oraz C – w poprzednich okresach poniesione koszty odsetkowe z tytułu emisji obligacji zwiększały wartość środków trwałych w budowie, zaś począwszy od 2016 r. koszty te ujęte są w rachunku zysków i strat. Inny sposób prezentacji kosztów finansowych przełożył się na niższą marżę netto w tych okresach.

Developres   Bilans [w mln zł]	2014	2015	2016	3Q 2017*
<b>Suma bilansowa</b>	<b>124,7</b>	<b>183,2</b>	<b>196,5</b>	<b>237,9</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>23,9</b>	<b>62,7</b>	<b>71,0</b>	<b>75,5</b>
-środki trwałe w budowie	19,7	0,2	0,1	0,2
-budynki	2,4	57,9	65,3	69,7
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>100,8</b>	<b>120,5</b>	<b>125,5</b>	<b>162,5</b>
-zapasy	92,0	113,0	111,3	135,2
-należności krótkoterminowe	2,5	1,6	1,2	3,2
-środki pieniężne	5,3	5,4	12,7	23,7
<b>Kapitał własny</b>	<b>45,2</b>	<b>58,4</b>	<b>68,2</b>	<b>71,5</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>0,5</b>	<b>41,0</b>	<b>23,6</b>	<b>47,9</b>
-kredyty i pożyczki	0,0	0,4	7,8	12,3
-obligacje	0,0	40,0	15,0	35,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>78,8</b>	<b>83,5</b>	<b>102,9</b>	<b>116,1</b>
-kredyty i pożyczki	20,2	21,6	11,5	6,2
-obligacje	0,0	1,0	26,0	15,0
-zaliczki otrzymane na dostawy	43,4	45,1	46,4	71,3
Wskaźnik płynności	1,3	1,4	1,2	1,4
Wskaźnik płynności szybki	0,1	0,1	0,1	0,2
Wskaźnik wypłacalności gotówkowej	0,1	0,1	0,1	0,2
Zadłużenie finansowe	21,0	63,9	61,7	69,3
Dług netto	15,7	58,5	49,0	45,6
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	64%	68%	65%	70%
Zadłużenie finansowe / suma bilansowa	17%	35%	31%	29%
<b>Kowenanty:</b>				
Dług netto / kapitał własny (%) <150%	35%	100%	78%	64%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę; \* Dane niezaudytowane

- Developres zwiększył swoją sumę bilansową z 196,5 mln zł w 2016 r. do **237,9 mln zł** w 3Q 2017 r. (+21,1 %). Wzrost ten był spowodowany przede wszystkim zwiększeniem skali działalności za sprawą realizacji nowych inwestycji mieszkaniowych.
- Pomimo zwiększenia się salda zadłużenia z tytułu wyemitowanych przez Developres papierów dłużnych, **z uwagi na emisję obligacji serii C o wartości nominalnej 35 mln zł w lutym 2017 r., wartość długu netto w 3Q 2017 r. spadła**. Związane to było z przedterminowym wykupem obligacji serii B o wartości 25 mln zł, zmniejszeniem się salda kredytów i pożyczek oraz wzrostem wartości posiadanych środków pieniężnych.
- Powyższe czynniki, wraz ze wzrostem wartości kapitałów własnych Spółki, wywołały **spadek wskaźnika dług netto/kapitał własny z wartości 0,78x na koniec 2016 r. do poziomu 0,64x na koniec 3Q 2017 r.** Warto zwrócić uwagę, że powyższy wskaźnik jest daleki od wartości granicznych kowenantu, zawartego w WEO dla serii A w wysokości **1,5x**.

Developres   RPP [w mln zł]	2014	2015	2016	1-3Q 2016*	1-3Q 2017*
Przeptywy z działalności operacyjnej	14,5	-4,1	13,6	9,7	9,0
Przeptywy z działalności inwestycyjnej	-17,3	-36,2	-2,4	-7,5	-3,2
Przeptywy z działalności finansowej	6,7	40,4	-3,9	3,0	5,2
<b>Przeptywy pieniężne netto</b>	<b>3,9</b>	<b>0,1</b>	<b>7,3</b>	<b>5,2</b>	<b>11,0</b>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę; \* Dane niezaudytowane

- Saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w okresie 1-3Q 2017 r. było nieznacznie niższe niż w analogicznym okresie 2016 r. Największy wpływ na przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w analizowanym okresie miał wzrost wartości zapasów o **24,7 mln zł** oraz wzrost wartości zobowiązań z tytułu zaliczek otrzymanych od klientów o **24,9 mln zł**.
- Przepływy z działalności inwestycyjnej w kwocie **-3,2 mln zł** związane były głównie z nakładami inwestycyjnymi poniesionymi na wykończenie inwestycji biurowej Skyres.
- Dodatkowo saldo przepływów z działalności finansowej jest efektem **emisji obligacji serii C o wartości 35 mln zł** oraz wykupem obligacji serii B o wartości **25 mln zł**.

# Słownik pojęć

- EBIT – zysk operacyjny
- EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
- Marża na sprzedaży – zysk ze sprzedaży/przychody ze sprzedaży
- Marża EBITDA – EBITDA/przychody ze sprzedaży
- Marża EBIT – EBIT/przychody ze sprzedaży
- Marża netto – zysk netto/przychody ze sprzedaży
- Kapitał obrotowy netto – aktywa obrotowe – zobowiązania krótkoterminowe
- Wskaźnik płynności bieżącej – aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe
- Wskaźnik płynności szybki – (aktywa obrotowe – zapasy)/zobowiązania krótkoterminowe
- Wskaźnik wypłacalności gotówkowej – środki pieniężne i ekwiwalenty/zobowiązania krótkoterminowe
- Cykl konwersji gotówki – Rotacja zapasów w dniach + Rotacja należności w dniach – Rotacja zobowiązań w dniach
- Rotacja zapasów w dniach –  $365 \times \text{zapasy} / \text{przychody ze sprzedaży}$
- Rotacja należności w dniach –  $365 \times \text{należności handlowe} / \text{przychody ze sprzedaży}$
- Rotacja zobowiązań w dniach –  $365 \times \text{zobowiązania handlowe} / \text{przychody ze sprzedaży}$
- 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

## 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)

---

---