



Zapraszamy do zapoznania się z raportem na temat **Grupy Kapitałowej Wind Mobile S.A.** przygotowanym przez analityków Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych.

Spis treści:

1. Profil Spółki
2. Akcjonariat
3. Ocena jakości komunikacji Spółki z rynkiem
4. Analiza i perspektywy sektora/branży - pozycja Spółki
5. Analiza wyników finansowych
6. Ocena perspektyw finansowych i plany rozwoju Spółki
7. Analiza wskaźnikowa
8. Analiza techniczna
9. Podsumowanie raportu i wnioski

Wind Mobile

1. Profil Spółki

Grupa Kapitałowa Wind Mobile S.A. zajmuje się dostawą kompleksowych rozwiązań mobilnych w obszarach rozrywki, marketingu oraz infrastruktury. Emitent tworzy także oprogramowanie dedykowane głównie dla klientów z branż finansowej i telekomunikacyjnej, a ponadto oferuje nowatorskie rozwiązania multimedialne.

Działalność Wind Mobile podzielić można na trzy następujące obszary:

- produkty - obszar najbardziej rentowny i perspektywiczny, którego udział w strukturze sprzedaży Grupy systematycznie rośnie (w 2015 roku



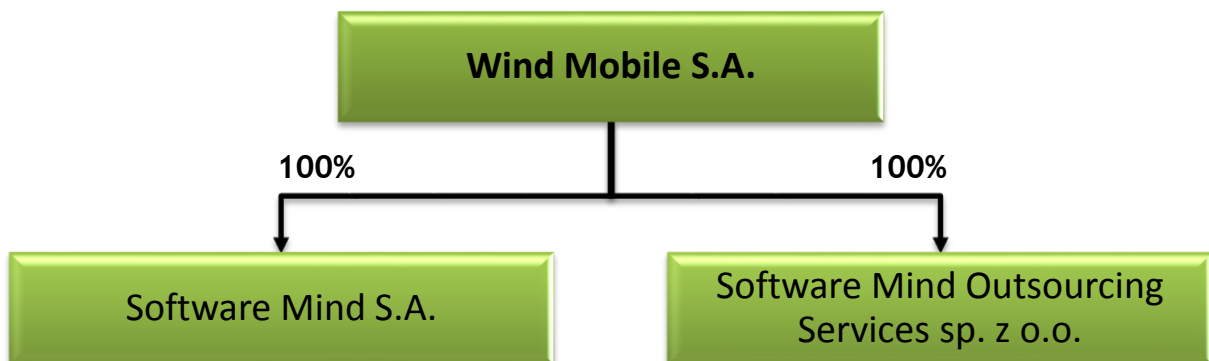
odpowiada za ponad 30 proc. sprzedaży i blisko 50 proc. EBITDA, podczas gdy rok wcześniej było to odpowiednio 25 proc. i 37 proc.). W jego ramach oferowane są produkty: iLumio (system interaktywnej obsługi gości hotelowych, zapewniający multimedialną rozrywkę klientom, usprawniający pracę zaplecza hotelowego oraz stanowiący efektywny kanał sprzedaży usług hotelu), LiveBank (rozwiązanie z zakresu wirtualnej bankowości, umożliwiające obsługę klientów w banku w kanałach online i mobile oraz oferowanie skomplikowanych produktów przy jednoczesnym obniżeniu kosztów i czasu obsługi), a także Ringback Tones (muzyka cyfrowa w formie halodzwońków, czyli dźwięków zastępujących standardowy sygnał oczekiwania na połączenie telefoniczne);

- projekty - obszar stanowiący źródło produktów, które powstają we współpracy z klientami, a także przepływów pieniężnych dla Grupy Wind Mobile. W jego ramach Emitent oferuje innowacyjne technologie i rozwiązania dla sektora finansowego (Digital Banking - bankowość internetowa i mobilna, LeadBase, Leasing Front Office) oraz dla sektora telekomunikacyjnego (m.in. platformy VAS - Value Added Services);
- outsourcing - usługi IT oferowane dla klientów w Stanach Zjednoczonych i krajach Europy Zachodniej. To obszar, który nie jest dla Spółki strategiczny, ale stanowi stabilne źródło przepływów pieniężnych, a także zaplecze programistyczne dla projektów i produktów.

Grupa Kapitałowa Wind Mobile może pochwalić się przy tym pozycją lidera na krajowym rynku sprzedaży muzyki cyfrowej w formie halodzwońków. Ponadto jej produkt - iLumio - został wdrożony w takich hotelach jak Hilton, Best Western, Puro, Arłamów czy Mikołajki, jak również na stadionach oraz w placówkach medycznych. Inny produkt Emitenta - LiveBank - wykorzystywany jest przez takie banki jak mBank, ING Bank Śląski czy Bank Zachodni WBK, a na przełomie 2014 i 2015 roku podpisano kontrakt na jego wdrożenie na rynku niemieckim dla Commerzbank AG.



Grupę Kapitałową Wind Mobile tworzy jednostka dominująca Wind Mobile S.A., a także dwie jednostki zależne - Software Mind S.A. i Software Mind Outsourcing Services sp. z o.o. - w których Wind Mobile S.A. posiada udział w kapitale zakładowym na poziomie 100 proc. Spółka Software Mind S.A. znajduje się w Grupie Kapitałowej Emitenta od 2014 roku, kiedy to została przejęta przez Wind Mobile S.A. w celu dywersyfikacji działalności oraz wejścia w nowe, atrakcyjne segmenty rynku (interaktywna obsługa gości hoteli, wirtualne oddziały dla branży finansowej). Spółka Software Mind Outsourcing Services sp. z o.o. jest natomiast odpowiedzialna za realizację kontraktu z firmą Wipro Ltd na rozwój i utrzymanie systemów telekomunikacyjnych T-Mobile Polska.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

2. Akcjonariat

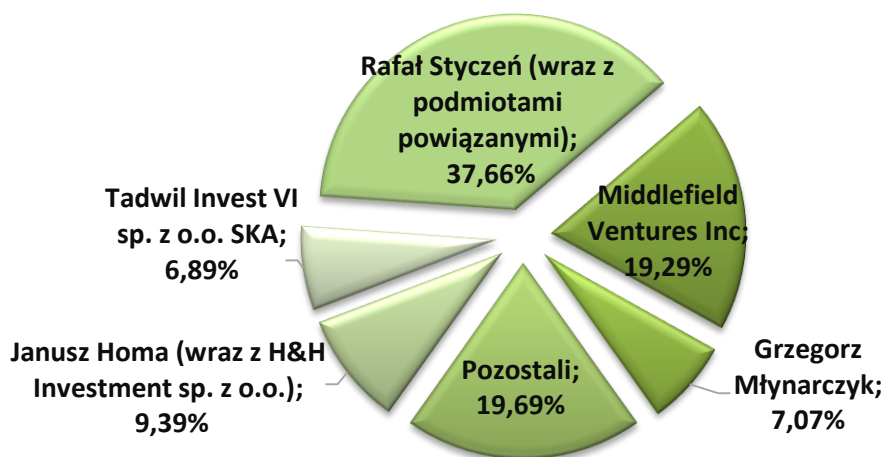
Kapitał zakładowy Wind Mobile S.A. wynosi 3.481.651,2 zł i składa się z 11.605.504 akcji o wartości nominalnej 0,3 zł każda, z czego 3.981.830 walorów to akcje uprzywilejowane co do głosu (na jedną akcję przypadają dwa głosy).

Największym akcjonariuszem Spółki jest Rafał Styczeń, pełniący jednocześnie funkcję Prezesa Zarządu Wind Mobile S.A., wraz z podmiotami powiązanymi (IIF Ventures B.V., IIF S.A., RMS Ventures LLC), posiadając udział w kapitale



zakładowym na poziomie 37,66 proc. oraz udział w głosach na walnym zgromadzeniu równy 43,65 proc. Następna pod tym względem w kolejności - należąca do Intel Capital spółka Middlefield Ventures Inc. - ma natomiast na swoim rachunku akcje stanowiące 19,29 proc. w kapitale zakładowym i 24,29 proc. w głosach na walnym zgromadzeniu. Powyżej ustawowego progu 5 proc. w akcjonariacie Wind Mobile S.A. znajdują się także: Janusz Homa wraz z podmiotem powiązanym H&H Investment sp. z o.o. (udział w kapitale zakładowym na poziomie 9,39 proc., udział w ogólnej liczbie głosów na poziomie 6,99 proc.), Grzegorz Młynarczyk (pełniący jednocześnie funkcję Wiceprezesa Zarządu Wind Mobile S.A.; udział w kapitale zakładowym na poziomie 7,07 proc., a w ogólnej liczbie głosów na poziomie 5,27 proc.), a także Tawil Invest VI Sp. z o.o. SKA (odpowiednio 6,89 proc. i 5,13 proc.). Walory pozostałych akcjonariuszy stanowią 19,69 proc. w kapitale zakładowym oraz 14,66 proc. w ogólnej liczbie głosów.

Akcyonariat Wind Mobile S.A. (udział w kapitale zakładowym)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących Emitenta.

Obecnie w związku z planowanym debiutem Spółki na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie ofertą publiczną objętych jest łącznie



do 1.370.000 akcji zwykłych na okaziciela, w tym 750.000 akcji nowej emisji oraz do 620.000 akcji zbywanych przez: IIF SA (do 250.000 akcji), Janusza Homę (do 30.000 akcji), H&H Investment sp. z o.o. (do 220.000 akcji) oraz Grzegorza Młynarczyka (120.000 akcji).

3. Ocena jakości komunikacji Spółki z rynkiem

Pod względem jakości prowadzonych relacji inwestorskich Grupa Kapitałowa Wind Mobile wyróżnia się pozytywnie na tle wielu pozostałych emitentów notowanych na rynku NewConnect. Na rynku regulowanym, do którego pretenduje Spółka, poprzeczka powinna zostać podniesiona wyżej, jednak również i w tym gronie obecny sposób komunikacji Wind Mobile z otoczeniem nie powinien być powodem do wstydu.

Korporacyjna strona internetowa oraz raporty okresowe Spółki są przejrzyste i zawierają zarówno elementy obowiązkowe, jak i sporo informacji dodatkowych, umożliwiających dokładniejsze zapoznanie się działalnością prowadzoną przez Grupę Wind Mobile czy np. charakterystyką jej otoczenia. Należy przy tym pochwalić Emitenta za publikowanie na stronie internetowej szczegółowych danych finansowych dostępnych do pobrania w formacie xls, co znacznie ułatwia analizę finansową przedsiębiorstwa, a jest na polskim rynku kapitałowym praktyką stosowaną relatywnie rzadko.

W 2012 roku przedstawiciele Spółki Wind Mobile byli obecni na konferencji WallStreet, która jest dedykowana inwestorom indywidualnym. Emitent nie bierze udziału w czatach inwestorskich, choć zamiast tego (z różną regularnością) organizuje konferencje internetowe, na których Zarząd udziela odpowiedzi na pytania zadawane przez akcjonariuszy, analityków i przedstawicieli mediów. Z drugiej strony, można nieco ubolewać, że na stronie internetowej Wind Mobile brakuje wyodrębnionej zakładki, na której



znajdowałyby się archiwalne nagrania ze wszystkich zorganizowanych konferencji. Drobnym inwestorom brakować może także prezentacji wyników Wind Mobile, choć zamiast tego Spółka udostępnia na swojej stronie internetowej pigułę informacyjną, której forma i treść jest zbliżona do prezentacji wyników sporządzanych i publikowanych przez niektórych innych emitentów.

4. Analiza i perspektywy sektora/branży - pozycja Spółki

Grupa Kapitałowa Wind Mobile działa na trzech następujących rynkach: rynek telekomunikacji mobilnej (platformy usług dodanych dla operatorów sieci mobilnych), rynek hotelowy/hospitality (aplikacje interaktywne w ramach usług hotelowych - iLumio) i rynek finansowy (rozwiązania wirtualnej placówki bankowej - LiveBank). Znaczna część przychodów ze sprzedaży osiągnana jest także ze sprzedaży usług informatycznych.

Według danych Urzędu Komunikacji Elektronicznej¹ w 2014 roku łączna wartość polskiego rynku telekomunikacyjnego wyniosła 39,2 mld zł i była nieznacznie niższa niż w roku poprzednim, odnotowując spadek o 2,6 proc. Przychody samego segmentu telefonii ruchomej stanowiły 17,6 mld zł i były mniejsze o ponad 5,1 proc. w stosunku do roku 2014, a powodami spadku były głównie obniżki cen roamingu oraz duża konkurencja na rynku detalicznym.

Spadek przychodów odbywa się przy systematycznym wzroście liczby użytkowników telefonii komórkowej, choć polski rynek jest już wysoko nasycony - w 2014 roku operatorzy komórkowi mieli zarejestrowanych w swoich bazach łącznie 57,8 mln kart SIM, co implikuje wartość wskaźnika penetracji na poziomie aż 150,2 proc. Zwiększa się także całkowity czas zrealizowanych połączeń głosowych, który w 2014 roku wynosił 82,6 mld minut (średnio

¹ Urząd Komunikacji Elektronicznej, *Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2014 roku*.



2145 minut przypadających na pojedynczego użytkownika), natomiast dynamika liczby wysłanych wiadomości SMS od 2013 roku wyhamowała i oscyluje obecnie wokół poziomu 51,9 mld wiadomości tekstowych (średnio 918 na osobę). Usługi telefonii ruchomej w 2014 roku były świadczone w Polsce przez 27 operatorów, z czego 7 to podmioty działające w oparciu o własną infrastrukturę. Do największych graczy należą: T-Mobile Polska (sieć T-Mobile), Orange Polska (sieć Orange), Polkomtel (sieć Plus) oraz P4 (sieć Play).

Zgodnie z szacunkami firmy MarketsandMarkets² światowy rynek usług dodanych VAS (*Value Added Services*) do 2020 roku powinien osiągnąć wartość ponad 655 miliardów dolarów wobec 330 miliardów dolarów w 2015 roku, co daje średnioroczne tempo wzrostu rzędu aż 14,7 proc. Według danych podawanych przez RealNetworks³ w 2011 roku globalny rynek RBT (halodzwonków) obejmował natomiast 150-200 mln subskrybentów i wyceniany były na około 4 miliardy dolarów.

Istotnymi dla rozwoju Grupy Kapitałowej Wind Mobile obszarami w ramach telekomunikacji mobilnej są także rynek reklamy mobilnej i mobilnej rozrywki, które jednak są obecnie w Polsce na wczesnym etapie rozwoju. Biorąc pod uwagę trendy światowe oraz rosnącą popularność smartfonów, w najbliższych latach mogą być one jednak jednymi z najszybciej rozwijających się segmentów rynku.

Zwrócić warto uwagę, że Spółka Wind Mobile dostarcza produkty, które zwiększają sprzedaż telekomów, co jest istotne z punktu widzenia dużego nasycenia rynku i spadającego ARPU (średniego przychodu na użytkownika). Część z tych produktów (np. halodzwonki, poczta głosowa nowej generacji) oferowana jest w modelu podziału przychodów (*revenue share*), który powoduje,

² MarketsandMarkets, *Mobile Value Added Services (MVAS) Market by Solution, by End User, by Vertical, & by Geography – Global Forecast and Analysis to 2020*, kwiecień 2015.

³ K. Murphy, *10 Things You Need To Know about Ringback Tones*, www.mefminute.com.



że przychody osiągane przez Emitenta z tego tytułu nie są jednorazowe, lecz są odnawiane w kolejnych okresach. Ponadto sektor telekomunikacji się konsoliduje - rozproszony dotychczas na wielu dostawców outsourcing rozwoju systemów staje się coraz bardziej scentralizowany. Korzysta na tym Wind Mobile, czego przykładem jest niedawno podpisany kontrakt na rozwój i utrzymanie 40 systemów IT operatora T-Mobile Polska.

Patrząc na rynek hotelowy, zauważyć można rosnącą z roku na rok liczbę osób korzystających z turystycznych obiektów noclegowych, w tym przede wszystkim właśnie z hoteli. Jak pokazują dane GUS⁴, w pierwszym półroczu 2014 roku w hotelach zatrzymało się 7,5 mln osób, co stanowiło wzrost o 11,2 proc. w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej (6,7 mln osób). Hotele cieszą się także największą popularnością wśród wszystkich obiektów noclegowych - w pierwszych sześciu miesiącach ubiegłego roku taką formę noclegu wybrało 66,5 proc. turystów. W tym samym okresie stopień wykorzystania miejsc noclegowych w obiektach hotelowych wyniósł 32 proc. Liczba hoteli, która została objęta sprawozdaniem GUS za pierwsze półrocze 2014 roku wyniosła 2250, co oznacza wzrost o 6,8 proc. w stosunku do lipca 2013 roku oraz o 37,7 proc. w perspektywie pięcioletniej, kiedy to liczba takich obiektów była równa 1634. Według prognoz Horwath HTL Poland⁵ w tym roku ich liczba ma natomiast się zwiększyć o około 80.

Warto przy tym zauważyć, że w ostatnich latach w Polsce powstawały głównie hotele o wyższym standardzie (trzygwiazdkowe i lepsze), co z punktu widzenia Emitenta może mieć znaczenie istotne - w takich obiektach skłonność do inwestycji w innowacje technologiczne (takie jak np. oferowany przez Wind Mobile produkt iLumio) jest większa. Co więcej, ogólnie rzecz biorąc, poziom

⁴ Główny Urząd Statystyczny, *Baza noclegowa według stanu w dniu 31 lipca 2014 roku i jej wykorzystanie w I półroczu 2014 roku*.

⁵ J. Mitulski, *Rynek hoteli w 2015: pojawią się marki dotychczas nieobecne*, www.eurobuildcee.com.



technologiczny w branży hotelarskiej obecnie nie jest zbyt wysoki (np. w wielu hotelach są wciąż przestarzałe systemy telewizji hotelowej, a także brak jest możliwości dokonania rezerwacji konkretnego pokoju czy zameldowania się do hotelu przez Internet), przez co istnieje duża szansa dla firm oferujących innowacyjne produkty i rozwiązania dla tej branży.

Według portalu Statista⁶ globalna branża hotelarska osiągnie 550 miliardów dolarów przychodów w 2016 roku, a do największych światowych graczy należą: InterContinental Hotels Group, Hilton Worldwide czy Marriott International. Liderem rynku hotelowego w Polsce jest natomiast Grupa Hotelowa Orbis, w której strukturze na koniec 2014 roku funkcjonowało 69 hoteli pod markami Accor (Sofitel, Novotel, Mercure, Ibis, Ibis budget, Ibis Styles) oraz Orbis Hotels.

W przypadku rynku finansowego w kontekście przedmiotu działalności Grupy Kapitałowej Wind Mobile warto zwrócić uwagę na coraz częstsze w ostatnim czasie działania podejmowane przez banki zmierzające do zwiększenia ich efektywności poprzez optymalizację zatrudnienia i sieci sprzedaży. Dodatkowo proces ten wzmocniły dwie duże fuzje przeprowadzone w poprzednich latach, jak również stały rozwój bankowości elektronicznej i mobilnej. W 2014 roku zatrudnienie w polskim sektorze bankowym zmniejszyło się o 1,6 tys. osób i wyniosło 172,7 tys. osób, natomiast liczba placówek bankowych zmalała o 243 do poziomu ok. 15,1 tys. placówek. Dla porównania - w 2012 roku liczba placówek bankowych przekraczała 15,4 tys., natomiast zatrudnienie wynosiło blisko 175,1 tys. osób⁷.

Według danych Związku Banków Polskich⁸ na dzień 31 marca 2015 roku blisko 26 milionów klientów indywidualnych miało podpisaną umowę umożliwiającą

⁶ Statista, *Hotels – Statista Dossier. Facts and statistics on the global hotel industry*, sierpień 2015, www.statista.com.

⁷ Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Raport o sytuacji banków w 2014 r.*, Warszawa 2015.

⁸ Związek Banków Polskich, *NetB@nk. Bankowość internetowa i płatności bezgotówkowe. I kwartał 2015 r.*



korzystanie z bankowości internetowej, co stanowiło wzrost rok do roku o 15,7 proc. Liczba aktywnych klientów indywidualnych wyniosła natomiast 13,2 mln osób i była wyższa o 3,2 proc. w porównaniu do pierwszego kwartału roku ubiegłego. Wzrost odnotowano także w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw, w którego przypadku na koniec marca bieżącego roku liczba klientów mających możliwość korzystania z usług bankowości internetowej wyniosła 2,2 miliona (wzrost rok do roku o 10,84 proc.), natomiast liczba aktywnych klientów była równa 1,3 miliona (wzrost rok do roku o 14,23 proc.).

Jeszcze silniej rozwija się bankowość mobilna, a wzrost ten w ostatnich latach znacznie przyspieszył, głównie ze względu na rosnącą popularność smartfonów. Z danych udostępnionych przez 13 banków serwisowi PRNews⁹ wynika, że liczba aktywnych użytkowników bankowości mobilnej w Polsce przekroczyła w marcu 2015 roku 4 miliony osób wobec 3,5 mln aktywnych użytkowników w grudniu ubiegłego roku (choć wówczas nie uwzględniono klientów Banku Millennium, który w pierwszym kwartale 2015 roku miał 235 tys. użytkowników).

Szybko rosnąca popularność bankowości internetowej i mobilnej kosztem bankowości tradycyjnej, a w konsekwencji redukcja liczby placówek i zatrudnienia, to zjawisko widoczne nie tylko na rynku polskim, ale także w krajach zachodnich. Wyniki ankiety przeprowadzonej w 2015 roku na 15 kluczowych światowych rynkach przez ING¹⁰ pokazują, że przeciętnie 41 proc. europejskich klientów korzysta z bankowości mobilnej, a kolejne 15 proc. spodziewa się jej użycia w ciągu następnego roku. W najbliższych latach spodziewać się można kontynuacji takiego trendu. W miejscu dużych oddziałów powstawać mogą małe, zautomatyzowane punkty obsługi, czemu dodatkowo sprzyjać mogą rosnące koszty pracy i wyższe ceny nieruchomości. Taki scenariusz byłby natomiast korzystny z punktu widzenia działalności Grupy

⁹ Raport PRNews.pl: Rynek bankowości mobilnej – I kw. 2015, www.prnews.pl.

¹⁰ ING, ING International Survey. Mobile Banking, New Technologies and Financial Behaviour.



Kapitałowej Wind Mobile w związku z oferowanym rozwiązaniem bankowości wirtualnej w postaci produktu LiveBank. Warto przy tym wspomnieć, że polska bankowość uznawana jest za jedną z najbardziej innowacyjnych na świecie, a nowoczesne rozwiązania stosowane przez krajowe banki, nierzadko stają się inspiracją dla zagranicznych instytucji finansowych. Oferowane przez Wind Mobile rozwiązanie LiveBank, dotychczas wdrożone głównie w bankach w Polsce, ma zatem potencjał globalny, czego potwierdzeniem może być podpisana niedawno umowa z Commerzbank AG na rynku niemieckim.

Globalny rynek usług IT szacowany jest przez spółkę Gartner na kwotę ponad 940 miliardów dolarów¹¹. Według danych firmy IDC w Polsce jego wartość w 2014 roku wyniosła 3,2 miliarda dolarów i była wyższa niż w roku poprzednim o 4,4 proc. Usługi IT, podobnie jak w krajach Europy Zachodniej, mają przy tym w dalszym ciągu zyskiwać na znaczeniu. Eksperti tej samej firmy spodziewają się dużo bardziej dynamicznego wzrostu usług hostingu aplikacji i hostingu infrastruktury, a także usług związanych z aplikacjami i rozwojem aplikacji mobilnych¹².

Analizując otoczenie konkurencyjne dla kluczowych produktów Wind Mobile, można zauważyć, że Emitent jest praktycznie monopolistą na rynku krajowym pod względem oferowanej usługi halodzwonków. Poza Polską do najważniejszych konkurentów w tej dziedzinie zaliczyć można spółki Huawei, RealNetworks czy OnMobile, jednak działają one tylko na wybranych rynkach. Rozwiązanie Wind Mobile cechuje się przy tym dużą skalowalnością, efektywnością kosztową oraz możliwością rozliczania w modelu revenue share, które są preferowane przez klientów i pozwalają na uzyskanie wysokiej konkurencyjności.

¹¹ Gartner, *Gartner Says Worldwide IT Spending to Decline 1.3 Percent in 2015*, www.gartner.com.

¹² E. Zborowska, *Aplikacje i hosting napędzają polski rynek usług IT. Te obszary rosną dwa razy szybciej niż cały sektor*, www.biznes.newseria.pl.



Usługa iLumio rywalizować musi najczęściej z przestarzałymi systemami telewizji hotelowej. Wśród podmiotów oferujących zbliżone produkty znajdują się firmy Acentic oraz Hibox Systems, przy czym mają one ograniczoną funkcjonalność. Rozwiązanie pierwszej z nich przystosowane jest tylko do określonych modeli TV, natomiast produkt drugiej wyżej wymienionej firmy nie posiada obsługi przez aplikację mobilną.

Trzeci kluczowy produkt Wind Mobile - LiveBank - nie posiada bezpośredniej konkurencji. Rozwiązanie o podobnym zastosowaniu oferuje np. Vidy, jednak jest to samo podłączenie video, które nie wspiera dodatkowych funkcjonalności wymaganych przez banki. Inne produkty, jak np. Avaya czy Genesys, to natomiast tradycyjne call center z możliwością wsparcia przez kanały video, audio i czat.

5. Analiza wyników finansowych

Wybrane dane finansowe (tys. zł)	1H 2015 r.	1H 2014 r.	2014 r.	2013 r.
Przychody ze sprzedaży	32 353	18 407	53 883	14 504
Zysk brutto ze sprzedaży	14 444	9 276	26 629	12 122
Zysk z działalności operacyjnej (EBIT)	5 210	3 148	9 289	4 851
Zysk netto	4 897	2 500	7 048	4 007
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	378	(2 209)	(71)	3 118
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	(437)	(6 893)	(10 405)	(2 591)
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	(616)	14 669	14 284	(97)

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

W pierwszym półroczu bieżącego roku przychody ze sprzedaży Grupy Kapitałowej Wind Mobile wyniosły 32,4 mln, co jest wielkością wyższą w porównaniu do pierwszego półrocza 2014 roku o 75,8 proc. W tym samym okresie zysk brutto ze sprzedaży osiągnął poziom 14,4 mln zł (wzrost rok do roku o 55,7 proc.), zysk operacyjny 5,2 mln zł (wzrost rok do roku o 65,5 proc.), a zysk netto był bliski

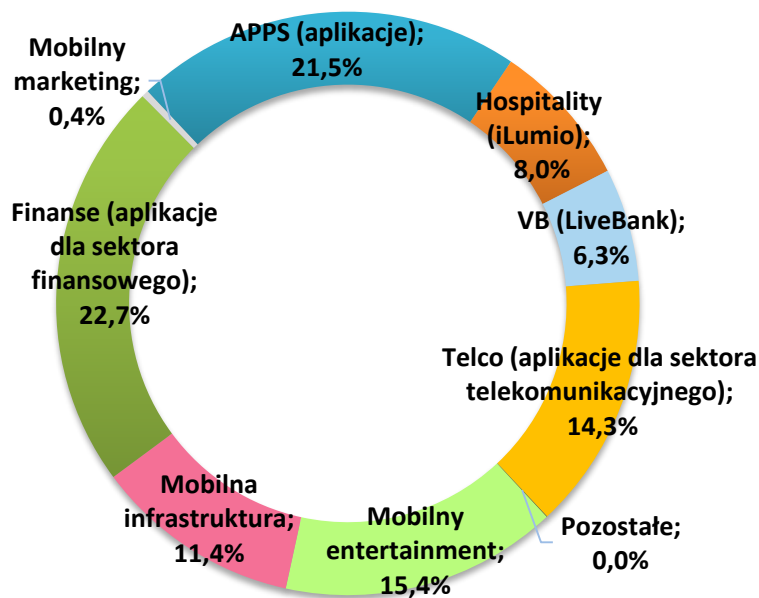


4,9 mln zł (wzrost rok do roku o 95,9 proc.). Jeszcze wyższą dynamikę wzrostu zauważyć można przy zestawieniu danych rocznych dotyczących 2014 i 2013 roku. Zwrócić przy tym jednak trzeba uwagę, że od kwietnia 2014 roku rozpoczęto konsolidację wyników przejętej firmy Software Mind. Skonsolidowane przychody ze sprzedaży za ostatnie 12 miesięcy (od 1 lipca 2014 roku do 30 czerwca 2015 roku) wyniosły 68 mln zł, natomiast zysk netto przekroczył 9 mln zł.

Przejęcie spółki Software Mind miało znaczący wpływ na strukturę sprzedaży Grupy Kapitałowej Wind Mobile i dywersyfikację źródeł jej przychodów. W efekcie Emitent w dużym stopniu uniezależnił się od dotychczasowego kluczowego segmentu, jakim była mobilna infrastruktura. W 2014 roku segment Finanse (aplikacje do sektora finansowego) odpowiadał za 22,72 proc. wszystkich skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży. Niewiele mniejszy w nich udział, bowiem na poziomie 21,49 proc., miał segment APPS (segment aplikacji), a następne w kolejności segmenty - mobilny entertainment oraz Telco (aplikacje dla sektora telekomunikacyjnego) - stanowiły odpowiednio 15,36 proc. i 14,27 proc. Udział mobilnej infrastruktury był natomiast równy 11,44 proc., segmentu hospitality (sektor hotelowy - produkt iLumio) 8,04 proc., natomiast segmentu VB (produkt LiveBank) 6,27 proc.



Struktura przychodów ze sprzedaży w 2014 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

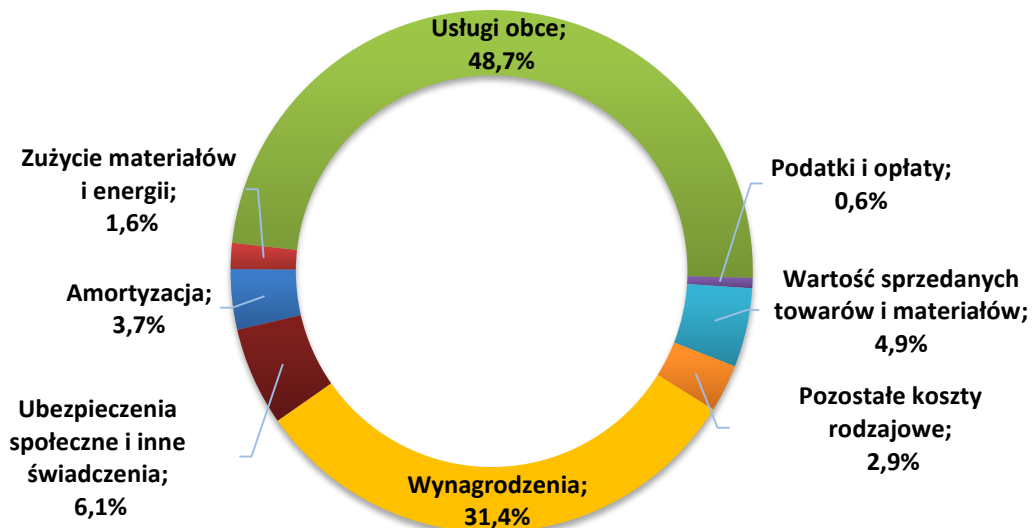
W podziale na poszczególne rodzaje działalności (docelowe rynki sprzedaży) w 2014 roku rynek telekomunikacji mobilnej odpowiadał za 26,2 proc. przychodów ze sprzedaży Emitenta, rynek hotelowy (hospitality - produkt iLumio) za 7,8 proc., rynek finansowy (LiveBank) za 6,1 proc., natomiast pozostałe przychody ze sprzedaży (sprzedaż usług informatycznych dla sektorów: IT, telekomunikacyjnego i finansowego) stanowiły 56,4 proc. całkowitych przychodów ze sprzedaży.

Na przestrzeni ostatnich lat w związku z transakcją przejęcia firmy Software Mind dosyć znaczącym zmianom uległa także struktura przychodów pod względem geograficznym Emitenta (nastąpił wzrost znaczenia eksportu). W 2014 roku sprzedaż krajowa wyniosła blisko 42 mln zł, co stanowiło 77,9 proc. całkowitej sprzedaży. Eksport był natomiast na poziomie 11,9 mln zł i odpowiadał za 22,1 proc. przychodów ze sprzedaży.



Istotną pozycją kosztów działalności operacyjnej Grupy Kapitałowej Wind Mobile są usługi obce (przede wszystkim płatności dla dostawców kontentu i podwykonawców), których wartość w 2014 roku wyniosła 22,6 mln zł, stanowiąc 48,7 proc. sumy wszystkich kosztów działalności operacyjnej. Ponadto znaczące są także koszty osobowe (wynagrodzenia wraz z ubezpieczeniami społecznymi i innymi świadczeniami na rzecz pracowników), które w ubiegłym roku były bliskie 17,4 mln zł, co stanowiło 37,5 proc. kosztów działalności operacyjnej ogółem.

Struktura kosztów operacyjnych w 2014 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu emisyjnego Emitenta.

W 2014 roku udział kosztów zmiennych w sumie kosztów ogółem Grupy Emitenta wynosił 55,2 proc. wobec udziału kosztów stałych na poziomie 44,8 proc.

Wybrane elementy bilansu (tys. zł)	30.06.2015 r.	31.12.2014 r.
Aktywa trwałe	48 070	49 003
Rzeczowe aktywa trwałe	3 899	3 422
Wartość firmy	36 684	36 684
Pozostałe aktywa niematerialne	7 181	7 840
Aktywa obrotowe	36 162	38 120
Zapasy	3 789	1 598



Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	19 299	25 458
Należności z tytułu kontraktów budowlanych i podobne	5 668	2 920
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6 004	6 679
Kapitał własny ogółem	60 205	55 308
Zobowiązania długoterminowe	18 198	18 848
Długoterminowe zobowiązania z tytułu obligacji, kredytów i pożyczek, w tym umowy leasingu	16 740	16 926
Zobowiązania krótkoterminowe	5 829	12 967
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	2 759	3 793
Krótkoterminowe zobowiązania z tytułu obligacji, kredytów i pożyczek, w tym umowy leasingu	1 533	1 401
Pozostałe zobowiązania	554	4 393
Suma bilansowa	84 232	87 123

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Na koniec pierwszego półrocza 2015 roku aktywa trwałe Grupy Kapitałowej Wind Mobile miały wartość 48,1 mln zł, co stanowiło 57 proc. całkowitej sumy bilansowej. Wśród nich najistotniejszą pozycją była wartość firmy w kwocie 36,7 mln zł, która powstała w wyniku przejęcia kontroli nad firmą Software Mind w 2014 roku. Następne w kolejności pozostałe aktywa niematerialne (głównie skapitalizowane prace rozwojowe - systemy informatyczne służące świadczeniu usług w modelach transakcyjnych i powtarzanych, jak np. platforma Ringback Tones) były na poziomie 7,2 mln zł. Rzeczowe aktywa trwałe ujęte zostały natomiast w kwocie 3,9 mln zł, za co odpowiadają głównie maszyny i urządzenia.

Na ten sam moment wyceny aktywa obrotowe Grupy Kapitałowej Wind Mobile miały wartość 36,2 mln zł, stanowiąc 43 proc. całkowitej sumy bilansowej. Wśród nich dominują należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności, które na dzień 30 czerwca 2015 roku wynosiły 19,3 mln zł. Jak wskazuje Emitent, ryzyko kredytowe kontrahentów w przypadku stałej grupy obiorców, którą stanowią głównie czołowi operatorzy komórkowi oraz duzi partnerzy zagraniczni, jest niewielkie. Większe rozdrobnienie odbiorców występuje w przypadku segmentów LiveBank, Finanse i Telco, jednakże również



są to duże firmy typu banki i telecomy. Natomiast w segmencie Hospitality (iLumio), gdzie głównymi odbiorcami są hotele, co stanowi grupę docelowo o zwiększonym ryzyku nieściągalności należności, Grupa Kapitałowa Wind Mobile stosuje system wpłacania zaliczek przed rozpoczęciem prac oraz bardziej sformalizowany i restrykcyjny system zarządzania należnościami. Na koniec pierwszego półrocza bieżącego roku środki pieniężne i ekwiwalenty miały wartość 6 mln zł, natomiast należności z tytułu kontraktów budowlanych i podobne (dotyczące kontraktów związanych z usługami informatyczno-projektowymi) znajdowały się na poziomie 5,7 mln zł.

Źródłem finansowania działalności Emitenta jest głównie jej kapitał własny, który na koniec czerwca bieżącego roku miał wartość 60,2 mln zł, stanowiąc 71,5 proc. sumy bilansowej. Zobowiązania ogółem były na poziomie 24 mln zł, co daje ich udział w pasywach ogółem równy 28,5 proc. Zobowiązania długoterminowe wynosiły przy tym 18,2 mln zł, natomiast zobowiązania krótkoterminowe przekraczały 5,8 mln zł. Zadłużenie finansowe Grupy Kapitałowej Wind Mobile pochodzi głównie z emisji obligacji na okaziciela o wartości 15 mln zł, która została przeprowadzona w 2014 roku celem współfinansowania procesu przejęcia kontroli nad spółką Software Mind, a termin spłaty tych obligacji ustalono na 19 marca 2017 roku.

6. Ocena perspektyw finansowych i plany rozwoju Spółki

Strategia Grupy Kapitałowej Wind Mobile zakłada rozwój w obszarach mobilnych usług dodanych dla operatorów telekomunikacyjnych, finansów oraz hospitality poprzez sprzedaż istniejących oraz inwestycje w komplementarne produkty, które rozwijane są razem z klientami i według ich potrzeb, wpisując się w obserwowane trendy rynkowe. Emitent wykorzystuje przy tym swoje doświadczenia z rynków telekomunikacyjnych, gdzie przeszedł z modelu dostawcy rozwiązań informatycznych do zarządzania usługami i sprzedaży



po stronie operatora, zamierzając wypracować analogiczny model rozwoju produktów i modeli biznesowych na rynkach finansowych i hospitality. Wprowadzony transakcyjny model rozliczeń zapewniać ma powtarzalność przychodów w kolejnych okresach i wzrost wraz z rozwojem całego rynku.

Jednocześnie Wind Mobile realizuje strategię rozwoju międzynarodowego. Dla halodzwonków głównymi rynkami docelowymi mają być kraje Unii Europejskiej, Bliskiego Wschodu oraz Północnej Afryki, a dla Live Banku kraje Unii Europejskiej, Bliskiego Wschodu oraz Azji. Natomiast w przypadku iLumio są to kraje Unii Europejskiej oraz Bliskiego Wschodu. Ponadto, realizując pierwsze projekty na Bliskim Wschodzie, m.in. w Arabii Saudyjskiej i Zjednoczonych Emiratach Arabskich, Grupa Wind Mobile pracowała nad nawiązaniem partnerstw na tamtych rynkach. Na początku 2015 roku Emitent podpisał także umowę na strategiczne partnerstwo z izraelską firmą Matrix, która ma być odpowiedzialna za sprzedaż platformy LiveBank w Izraelu, jak również z amerykańską firmą NAMU Systems, dla której usługa LiveBank ma być jednym z filarów rozwiązań mobilnych oferowanych globalnym bankom detalicznym. Rozmowy dotyczące tego samego produktu aktualnie toczą się też w Norwegii czy Singapurze, a dzięki niedawno podpisanej umowie wdrożenia platformy LiveBank w Commerzbanku, Spółka liczy na kolejne podobne kontrakty na rynku niemieckim. Nawiązanie współpracy z globalnymi sieciami hotelowymi, jak Hilton czy InterContinental Hotels Group, stanowi natomiast szansę dla Grupy Wind Mobile na rozwój produktu iLumio m.in. w Austrii, Niemczech, Szwajcarii czy Zjednoczonych Emiratach Arabskich. Co więcej, Spółka zamierza również rozpocząć oferowanie usługi halodzwonków w kilku krajach Europy Środkowej i Wschodniej.

W najbliższym czasie w wyniku planowanej oferty publicznej Emitent zamierza pozyskać środki na inwestycje związane z rozwojem produktów iLumio oraz LiveBank, jak również na rozwój ekspansji zagranicznej. Wielkość nowej emisji



ustalono na poziomie 750.000 akcji. Cena emisyjna póki co nie jest znana, jednak biorąc pod uwagę podany przez Spółkę przedział cenowy, który wynosi 7,8-9,2 zł, wpływy z emisji wyniosłyby 5,85-6,9 mln zł. Plany Emitenta zakładają, że około połowa z tej kwoty posłuży rozwojowi funkcjonalności produktów iLumio oraz LiveBank, poprzez m.in.: wprowadzanie narzędzi dostosowujących systemy do nowych segmentów rynku (np. sektor medyczny), adaptację technologiczną i biznesową produktów do ewoluujących modeli biznesowych, wprowadzanie kolejnych innowacyjnych elementów aplikacji budujących przewagę rynkową. Druga połowa pozyskanej kwoty ma zostać przeznaczona na wzrost sprzedaży eksportowej. Systematyczny wzrost sprzedaży produktów Grupy Emitenta na rynkach zagranicznych wymaga sukcesywnej rozbudowy sieci oraz obsługi klientów na tych rynkach, zatem wydatki Grupy Kapitałowej Wind Mobile w tym obszarze będą obejmowały przede wszystkim wynagrodzenia dla handlowców wspierających działalność sprzedażową, jak również na uczestnictwo w branżowych targach i konferencjach. W razie niepowodzenia oferty publicznej, Emitent nie zamierza odstąpić od realizacji powyższych celów emisyjnych - do ich sfinansowania posłużą wówczas środki własne generowane w ramach działalności operacyjnej, kredyty bankowe lub inne źródła kapitału obcego.

Patrząc na perspektywy finansowe Grupy Kapitałowej Wind Mobile, zwrócić warto także uwagę na istotne umowy, które podpisane zostały przez Emitenta w ostatnim czasie. Wśród nich wymienić należy w szczególności 5-letni kontrakt o wartości ok. 100 mln zł zawarty z Wipro Ltd, który dotyczy rozwoju i utrzymania ponad 40 strategicznych systemów IT T-Mobile Polska, istotnie zwiększający dotychczasowe zaangażowanie Wind Mobile w T-Mobile Polska (Spółka realizowała wcześniej dla operatora rozwój i utrzymanie 10 systemów telekomunikacyjnych).



7. Analiza wskaźnikowa

Wybrane wskaźniki finansowe Emitenta	1H 2015 r.	1H 2014 r.	2014 r.	2013 r.
Marża brutto ze sprzedaży	44,6%	50,4%	49,4%	83,6%
Rentowność EBIT	16,1%	17,1%	17,2%	33,4%
Rentowność sprzedaży netto (ROS)	15,1%	13,6%	13,1%	27,6%
Wskaźnik płynności bieżącej	6,20	3,89	2,94	3,08
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,29	0,34	0,37	0,27

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów okresowych Emitenta.

Przy analizie wskaźnikowej Grupy Kapitałowej Wind Mobile należy zwrócić uwagę na transakcję przejęcia spółki Software Mind, której wyniki konsolidowane są od kwietnia 2014 roku (z tego względu dane w powyższej tabeli za rok 2013 są danymi jednostkowymi, podczas gdy pozostałe są danymi skonsolidowanymi). Transakcja ta miała istotny wpływ na wielkość i strukturę majątku Emitenta, jak również na wartość jego przychodów i zysków. W szczególności w sposób znaczący nastąpił wzrost aktywów i pasywów oraz poziom uzyskiwanych wyników finansowych, przy jednoczesnym obniżeniu rentowności (Software Mind charakteryzuje się niższym poziomem rentowności produktów i usług).

W pierwszym półroczu 2015 roku marża brutto na sprzedaży wyniosła 44,6 proc. w porównaniu do 50,4 proc. rok wcześniej. W tym samym okresie rentowność EBIT była równa 16,1 proc., a rentowność sprzedaży netto ROS przekroczyła poziom 15,1 proc. Analogiczne wartości dla pierwszego półrocza ubiegłego roku to odpowiednio 17,1 proc. oraz 13,6 proc. Warto przy tym jednak zauważyć, że w strukturze sprzedaży Grupy Emitenta systematycznie rośnie udział produktów (tj. halodzwonki, iLumio i LiveBank), które charakteryzują się wysoką rentownością i które w dużym stopniu determinować mogą wzrost wartości Spółki w najbliższych latach.



Patrząc na wartości wskaźników Grupy Kapitałowej Wind Mobile, stwierdzić można, że Emitent charakteryzuje się wysoką płynnością. Wskaźnik płynności bieżącej na koniec pierwszego półrocza bieżącego roku wyniósł 6,2, po odnotowanym znaczącym wzroście w porównaniu do stanu z pierwszego półrocza (3,89) i grudnia poprzedniego roku (2,94), co było efektem przede wszystkim zmniejszenia kwoty zobowiązań krótkoterminowych. Warto przy tym także zauważyć, że na koniec czerwca 2015 roku środki pieniężne i ich ekwiwalenty o wartości ponad 6 mln zł z nawiązką pokrywały sumę wszystkich zobowiązań krótkoterminowych Emitenta równą 5,8 mln zł.

Wskaźnik ogólnego zadłużenia Grupy Wind Mobile na koniec pierwszego półrocza bieżącego roku wynosił 0,29 wobec 0,34 rok wcześniej, a oba te poziomy można uznać za bezpieczne. Biorąc pod uwagę jedynie zobowiązania z tytułu obligacji, kredytów i pożyczek oraz umów leasingu (długoterminowe i krótkoterminowe), wskaźnik zadłużenia na koniec czerwca 2015 roku przyjąłby natomiast wartość równą 0,22.

Wybrane wskaźniki rynkowe Emitenta (02.09.2015 r.)	
Kapitalizacja (mln zł)	87 041 280
P/BV	1,45
P/E (TTM)	9,22

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów okresowych Emitenta.

Według cen zamknięcia notowań z 2 września 2015 roku kapitalizacja Emitenta wynosi nieco ponad 87 mln złotych. Biorąc pod uwagę wartość kapitału własnego na dzień 30 czerwca 2015 roku równą 60,2 mln zł, daje to wskaźnik ceny do wartości księgowej (P/BV) na poziomie 1,45. Wskaźnik ceny do zysku, do którego wyznaczenia użyto sumy zysku netto za ostatnie cztery kwartały, tj. 9,45 mln zł, wynosi natomiast 9,22.

Wykorzystanie powyższych wielkości do analizy porównawczej ma jednak pewne ograniczenia. Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie ciężko bowiem



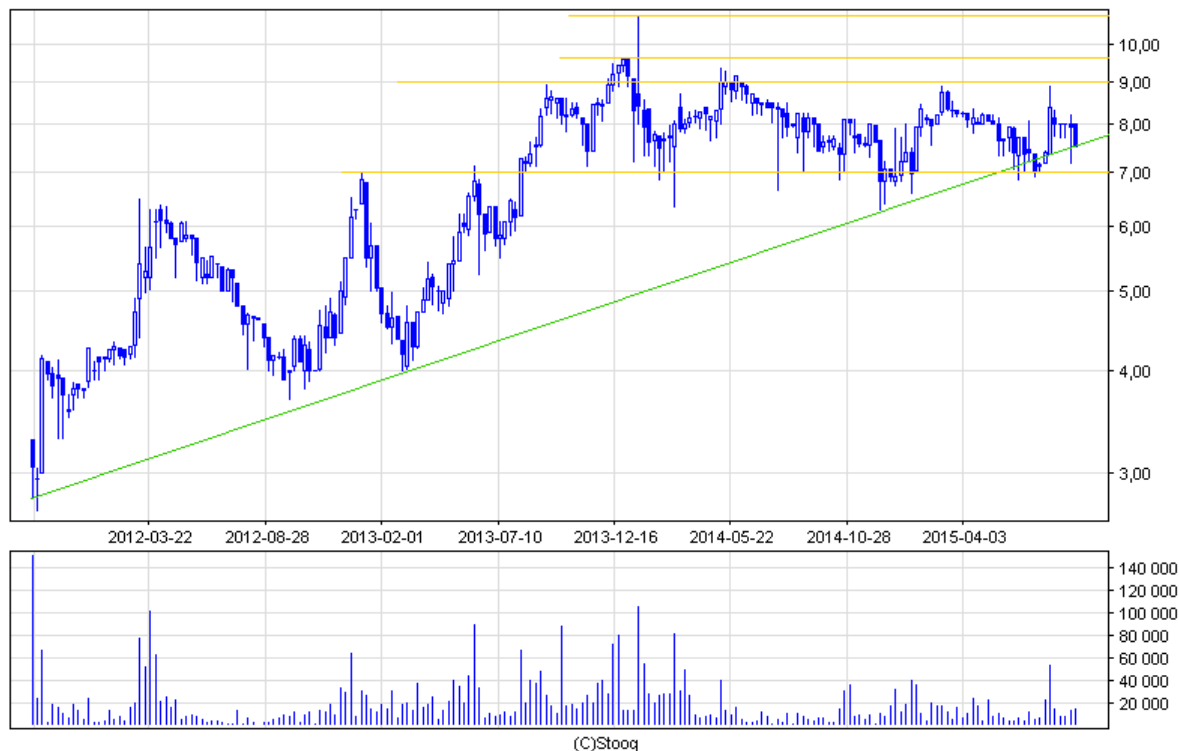
znaleźć podmiot, którego specyfika działalności odpowiadałaby tej, jaką prowadzi Grupa Kapitałowa Wind Mobile. Być może pewnym na to sposobem byłoby dokonanie podziału działalności Emitenta na dwa obszary - pierwszy związany z usługami outsourcingowymi, a drugi dotyczący produktów LiveBank, iLumio i hałodzwońków - próbując przy tym oszacować wysokość zaangażowanego majątku w poszczególnych obszarach oraz generowane przez te obszary wyniki i przepływy finansowe. Wówczas wyliczone na tej podstawie wskaźniki finansowe dla powyższych dwóch obszarów można byłoby porównać z konkurencyjnymi firmami o podobnej charakterystyce działalności.

Do pewnego stopnia punktem odniesienia dla Grupy Wind Mobile może być indeks WIG-informatyka, który zgodnie z danymi udostępnianymi przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie według stanu na 2 września 2015 roku charakteryzował się wskaźnikami P/BV i P/E na poziomie odpowiednio 1,33 oraz 14,07.

8. Analiza techniczna

Spółka Wind Mobile S.A. zadebiutowała na rynku NewConnect 12 października 2011 roku. Obecnie, po blisko czterech latach notowań w alternatywnym systemie obrotu, Emitent ubiega się o dopuszczenie i wprowadzenie jego akcji na rynek regulowany na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Kurs akcji Emitenta znajduje się w długoterminowym trendzie wzrostowym. Opór wyznaczyć można na poziomie 9 zł, a następnie w okolicach 10,5-10,8 zł, gdzie znajdują się historyczne maksima ustalone podczas sesji giełdowych w połowie stycznia bieżącego roku. Wsparciem może być natomiast poziom 7 zł.



(C)Stooq

Źródło: opracowanie własne w serwisie internetowym Stooq.pl.

9. Podsumowanie raportu i wnioski

Grupa Kapitałowa Wind Mobile zajmuje się dostarczaniem specjalizowanych produktów dla branży finansowej, telekomunikacyjnej i hotelarskiej. Ponadto świadczy także outsourcingowe usługi informatyczne dla klientów zarówno krajowych, jak i międzynarodowych.

Działalność prowadzona przez Emitenta skupia się na trzech obszarach: produktów (najbardziej rentowny i perspektywiczny obszar, w ramach którego oferowane są rozwiązania: iLumio, LiveBank, Ringback Tones), projektów (obszar stanowiący źródło produktów, w ramach którego oferowane są innowacyjne technologie i rozwiązania dla sektora finansowego i telekomunikacyjnego), a także outsourcingu usług IT dla klientów w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej (obszar ten nie jest dla Spółki strategiczny,



ale stanowi stabilne źródło przepływów pieniężnych, jak również zaplecze programistyczne dla projektów i produktów). Udział w strukturze sprzedaży pierwszego obszaru - produktów - systematycznie rośnie, co może stanowić istotny czynnik wzrostu wartości Spółki Wind Mobile w kolejnych okresach.

Jednym z przełomowych dla Emitenta momentów było dokonane w 2014 roku przejęcie firmy Software Mind, które to umożliwiło stworzenie Grupy o bogatej ofercie produktowej w obszarze usług mobilnych i interaktywnych dedykowanych sektorom telefonii, wirtualnej bankowości oraz hospitality. W ten sposób obecna Grupa Kapitałowa Wind Mobile pochwalić się może między innymi pozycją lidera na krajowym rynku sprzedaży muzyki cyfrowej w formie halodzwonków, pozycją istotnego gracza w Polsce i w Europie w zakresie nowatorskich produktów z obszarów telekomunikacji i IT, a także ofertą unikalnych rozwiązań dla branży bankowej (LiveBank) oraz hotelarskiej (iLumio). Warto przy tym zwrócić uwagę, że Emitent, stawiając na rozwój autorskich produktów, realizuje coraz bardziej zaawansowane projekty, które cieszą się rosnącą popularnością wśród klientów. Potwierdzeniem tego mogą być podpisane przez Wind Mobile umowy z dużymi instytucjami finansowymi (np. Bank Zachodni WBK, Commerzbank) na wdrożenie usługi LiveBank oraz z globalnymi sieciami hotelowymi (Hilton, InterContinental Hotels Group) na wdrożenie rozwiązania iLumio. Komercjalizacja obszarów produktowych tworzy natomiast trwałość i powtarzalność przychodów, a także buduje przewagę technologiczną i zmniejsza krańcowe koszty kolejnych wdrożeń.

W pierwszym półroczu 2015 roku Emitent wypracował 32,4 mln zł przychodów ze sprzedaży - niemal o 76 proc. więcej niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Znaczącą poprawę odnotowano także na poziomie zysku brutto ze sprzedaży, który zwiększył się rok do roku o 56 proc. do kwoty 14,4 mln zł, a także na poziomie zysku operacyjnego i zysku netto które wyniosły odpowiednio 5,2 mln zł (wzrost rok do roku o 66 proc.) i 4,9 mln zł (wzrost rok



do roku o 96 proc.), przy czym zaznaczyć należy, że wyniki przejętej firmy Software Mind konsolidowane są dopiero od kwietnia 2014 roku. Biorąc pod uwagę strukturę aktywów i pasywów oraz wartości obliczonych wskaźników finansowych według stanu z 30 czerwca 2015 roku, sytuację finansową i płynnościową Grupy Emitenta uznać można za stabilną.

Kolejny ważny etap w historii działalności Grupy Wind Mobile może nastąpić już w najbliższych tygodniach. Spółka ubiega się obecnie o przeniesienie jej akcji z alternatywnego systemu obrotu NewConnect, gdzie notowana jest od 2011 roku, na rynek regulowany Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Oferta publiczna, w związku z którą prospekt emisyjny został już zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego, obejmuje sprzedaż do 620.000 akcji przez dotychczasowych właścicieli, jak również emisję do 750.000 nowych akcji. Przedział cenowy ustalony został przez Spółkę na poziomie 7,8-9,2 zł, co oznacza, że wpływy z emisji mogą wynieść ok. 5,85-6,9 mln zł. Zamiarem Wind Mobile jest wykorzystanie połowy tej kwoty na rozwój produktów iLumio oraz LiveBank, poprzez m.in. wprowadzenie narzędzi dostosowujących systemy do nowych segmentów rynku czy wprowadzenie kolejnych elementów aplikacji. Druga połowa tej kwoty ma natomiast sfinansować rozwój ekspansji zagranicznej Grupy.

Paweł Juszcza

Analitik giełdowy SII

pjuszcza@sii.org.pl

Autorzy niniejszej Analizy nie są powiązani w żaden sposób z Emitentem. W ciągu ostatnich 12 miesięcy SII świadczyło usługi z zakresu relacji inwestorskich Grupie Kapitałowej Wind Mobile S.A. Stowarzyszenie nie wyklucza także złożenia oferty świadczenia takich usług Spółce w przyszłości.

Treść powyższej Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Jedynym prawnie wiążącym źródłem informacji o ofercie publicznej spółki jest [Prospekt Emisyjny](#). Niniejsza publikacja ma jedynie charakter informacyjny.