



Catalyst: Obligacje wg tygodniowych zmian cen

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (tys. zł)
Dominium	DMM0714	5,50	2,11
M.W. Trade	MWT0416	1,19	1,02
Instalexport	INE1015	1,01	4,90
Unibep	UNI0516	1,00	30,99
Minox	MX0414	0,99	52,57
AOW Faktoring	AOW0416	0,60	5,84
Pragma Fakt.	PRF0315	0,55	25,73
Getin Noble B.	GNB0320	0,50	445,37
Best	BST0916	0,50	259,99
BBF	BBF0615	0,50	68,50
Milmex	MLX0714	-2,00	9,73
BGK	IDS1018	-2,29	66,82
Kredyt Inkaso	KRI0916	-2,50	36,49
Hygienika	HGN1115	-2,80	48,68
East Pictures	EAP1213	-2,80	2,73
BBi Zeneris	BBZ1213	-3,00	18,20
Blue Tax Group	BTG1113	-3,00	9,88
Trust	TRU0614	-3,00	0,95
Gant Dev.	GNT0314	-10,00	3,28
Gant Dev.	GNT0814	-15,00	48,48

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Dzień ustalenia praw do odsetek

Dzień	Spółka	Seria	Oprocentowanie
21.10	Mult. Pol.	MMP0416	WIBOR6M+3,00%
	Meritum B.	MRT0421	WIBOR6M+5,80%
22.10	Nettle	NEL0414	WIBOR6M+8,00%
	Pragma In.	PIN1014	WIBOR6M+5,00%
	PPUH VIG	VIG0115	12,00%
23.10	Admiral B.	ADM0714	WIBOR3M+6,50%
	Echo Inv.	ECH0417	WIBOR6M+3,80%
	GTC	GTC0418	WIBOR6M+4,00%
24.10	Kruk	KRU0214	WIBOR3M+3,50%
	E-Kanc.	EKA0515	12,00%
25.10	E-Kanc.	EKA1115	10,00%
	Kruk	KRU1116	WIBOR3M+4,60%

Źródło: GPW Catalyst

Catalyst: Obligacje zapadające do końca listopada

Data wykupu	Spółka	Wartość (mln zł)	Premia/dyskonto
2013-11-07	ZM H. Kania	5	-0,20%
2013-11-14	Blue Tax Gr.	1	-6,40%
2013-11-15	Navi Group	5	0,50%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Piotr Ludwiczak

(+48) 22 378 9166

Piotr.Ludwiczak@investors.pl

Krzysztof Kubiszewski

(+48) 22 378 9195

Krzysztof.Kubiszewski@investors.pl

Tydzień w skrócie – główne wydarzenia.

INDEKS OBLIGACJI – BRE Bank rozpoczął publikację mBank Polish Corporate Bond Index – pierwszego indeksu obligacji korporacyjnych w kraju. Indeks liczony jest w oparciu o najbardziej płynne papiery z rynku Catalyst.

AUTOSTRADA WIELKOPOLSKA – Spółka rozważa emisję 15 letnich obligacji do wartości 3 mld zł w celu refinansowania zadłużenia zaciągniętego w EBI i bankach komercyjnych.

CI GAMES – Spółka pracuje nad uplasowaniem emisji obligacji o wartości do 20 mln zł na sfinansowanie produkcji dwóch nowych gier. Jako alternatywę rozważa emisję akcji.

GANT DEVELOPMENT – Spółka złożyła wniosek o ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu.

KOMPANIA WĘGLOWA – Spółka zamierza wyemitować 5 letnie obligacje do kwoty 1,23 mld zł. Celem emisji jest finansowanie bieżącej działalności i wykup obligacji za 700 mln zł.

MULTIMEDIA POLSKA – Spółka poinformowała o zamiarze wcześniejszego wykupu obligacji serii MMP1115 o łącznej wartości emisji 400 mln zł. Wykup ma nastąpić 30 listopada.

POLIMEX-MOSTOSTAL – Spółka podpisała z wierzycielami porozumienie określające warunki drugiego etapu restrukturyzacji spółki.

TVN – Spółka wykupiła przedterminowo euroobligacje zapadające w 2017 o wartości 593 mln euro. Łączna cena wykupu wyniosła 657 mln euro.

WARIMPEX – Zarząd spółki chce pozyskać łącznie 65 mln zł z emisji obligacji zwykłych oraz zamiennych.

Kredyt Pod Lupą: Altman EM Score.

Jedną z najbardziej znanych miar ryzyka kredytowego jest wskaźnik Altmana. W tym wydaniu naszego cyklu „Kredyt Pod Lupą” obliczyliśmy wskaźnik Altmana (jego wersję EM Score, przygotowaną dla spółek z rynków wschodzących) dla spółek niefinansowych analizowanych w naszych poprzednich raportach. Ponadto do oceny dołączony został Gant Development w celu przedstawienia wyników wycień dla spółki, która złożyła wniosek o ogłoszenie upadłości układowej.

Nadchodzące wydarzenia.

23.10.2013: Planowany termin wykupu 1 mln zł obligacji serii D Admiral Boats.

25.10.2013: Planowany termin wykupu 25 mln zł obligacji serii D Gant Development.

25.10.2013: Planowany termin wykupu 20 mln zł obligacji serii A Nickel Development.

Nowe emisje.

Spółka	Oprocentowanie	Zabezpieczenie	Termin wykupu	Wartość nominalna (zł)	Status
2C Partners	b.d.	b.d.	2016	5.000.000	w trakcie
Austrada Wlkp	b.d.	b.d.	2028	3.000.000.000	w planie
BGK	b.d.	b.d.	b.d.	1.500.000.000	w planie
CI Games	b.d.	b.d.	b.d.	20.000.000	w planie
Enea	b.d.	b.d.	b.d.	5.000.000.000	w planie
Kompania Węglowa	b.d.	b.d.	2018	1.230.000.000	w planie
Kruk	b.d.	b.d.	b.d.	150.000.000	w planie
MIT	b.d.	b.d.	b.d.	55.000.000	w planie
Orphée	b.d.	b.d.	b.d.	40.000.000	w planie
PCZ	WIBOR3M+5,50%	b.d.	2016	50.000.000	w trakcie
Polnord	b.d.	majątek spółki	2016	50.000.000	w planie
PTI	WIBOR6M+5,00%	brak	2015	9.000.000	w trakcie
PTH	11,00% (12,00%)	b.d.	2020	*300.000.000	w planie
Siódemka	b.d.	brak	b.d.	60.000.000	w planie
Tatra Mountain R.	b.d.	b.d.	b.d.	*70.000.000	w planie
Tauron	b.d.	b.d.	b.d.	1.500.000.000	w planie
Warimpex	b.d.	b.d.	b.d.	65.000.000	w planie

*Dane w euro

Źródło: Dane spółek, PAP, Bloomberg, Parkiet, Dziennik Gazeta Prawna, Rzeczpospolita, Puls Biznesu



Catalyst: Obligacje z najwyższą premią oraz dyskontem

Spółka	Seria	Kurs	Bież. oproc.
BGK	IDS1018	110,71	6,25
Kanc. Medius	KME1014	110,00	11,50
BGK	IDS1022	108,50	5,75
Meritum Bank	MRT0421	108,50	8,98
E-Kancelaria	EKA1213	107,00	15,00
Warimpex	WXB0316	106,40	9,70
BBI Dev.	BBI0215	106,00	9,21
Uboat-Line	UBT0914	106,00	12,20
Dominium	DMM0714	105,50	9,68
Multimedia P.	MMP0617	105,00	6,67
Trust	TRU0614	91,90	7,42
Werth-Holz	WHH1214	90,50	8,90
East Pictures	EAP1213	90,10	17,00
Trust	TRU1214	90,00	7,67
BBI Zeneris	BBZ1213	88,00	9,53
GPF Causa	GPF0214	82,00	15,00
Gant Dev.	GNT0314	65,00	8,20
Orzeł	ORL0814	60,00	11,00
Digate	DGT0414	49,00	14,00
Gant Dev.	GNT0814	40,00	11,00

Źródło: GPW Catalyst

Wzrosty i spadki. Największe obroty.

W ostatnim tygodniu największy wzrost kursu wśród obligacji notowanych na Catalyst zanotowały papiery **Dominium**. Kurs DMM0714 wzrósł o 5,50 punktu procentowego do 105,50. Drugi największy wzrost kursu odnotował papier MWT0416 (**M.W. Trade**), obligacje tej spółki podrożały o 1,19 punktu procentowego do 101,70. Obrót na papierach Dominium wyniósł 2,1 tys. zł, natomiast na papierach M.W. Trade 1,0 tys. zł.

Z kolei największe spadki kursu kolejny tydzień z rzędu zanotowały dwie serie obligacji **Gant Development**. Obligacje serii GNT0814 spadły o 15 punktów procentowych do 40,00, natomiast kurs serii GNT0314 zmalał o 10 punktów procentowych do 65,00. Obrót na serii zapadającej w sierpniu 2014 wyniósł 48,5 tys. zł, natomiast na serii zapadającej w marcu 2014 wyniósł 3,3 tys. zł.

Największy obrót w ostatnim tygodniu zanotowano na papierach PKN0517 (**PKN Orlen**) – 10,1 mln zł, a kurs obligacji w trakcie tygodnia spadł o 0,16 punktu procentowego. Drugi największy obrót zanotowały obligacje **MO-BRUK** serii MBR0814, wartość obrotu wyniosła 2,9 mln zł. Wysoki obrót w ostatnim tygodniu zanotowały także obligacje spółki **Organika** (seria ORK0314), na których obrócono 2,1 mln zł oraz długoterminowe papiery MMP0520 spółki **Multimedia Polska**, na których obrót wyniósł 1,4 mln zł.

Catalyst: Obligacje wg tygodniowego obrotu (tys. zł)

Spółka	Seria	Obrót
PKN Orlen	PKN0517	10 111,42
MO-BRUK	MBR0814	2 920,61
Organika	ORK0314	2 051,03
Multimedia Polska	MMP0520	1 435,34
Kredyt Inkaso	KRIO615	1 049,49
PKN Orlen	PKN0617	903,23
Ferratum Capital Poland	FRR0514	526,55
Getin Noble Bank	GNB0320	445,37
Getin Noble Bank	GNB0318	429,65
Fast Finance	FFI0315	359,24

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Informacje

INDEKS OBLIGACJI – BRE Bank rozpoczął publikację indeksu obligacji korporacyjnych mBank Polish Corporate Bond Index. Jest to pierwszy taki indeks w Polsce. Bazę do wyliczania wartości indeksu stanowią najbardziej płynne emisje z rynku Catalyst. W skład indeksu wchodzi zarówno obligacje o stałym, jak i zmiennym oprocentowaniu oraz obligacje z wbudowanymi opcjami. Wyłączone są natomiast m.in. obligacje zamienne, zerokuponowe i papiery z gwarancjami rządowymi.

Do indeksu wchodzić będą jedynie emisje o wartości nominalnej przekraczającej 10 mln zł, jednak wartość wszystkich notowanych serii obligacji jednego emitenta nie może przekroczyć 100 mln zł.

Obecnie indeks wyliczany jest na podstawie 34 serii obligacji 27 emitentów z 11 różnych branż. Maksymalny udział jednego emitenta nie może przekroczyć 6%.

Informacje ze spółek.

2C PARTNERS (17.10) – Spółka podjęła uchwałę w sprawie emisji obligacji serii E o wartości do 5 mln zł. Termin wykupu obligacji został ustalony na 30 kwietnia 2016. Spółka nie podała innych parametrów obligacji dodając jedynie w raporcie, że są one zbliżone do parametrów poprzednich serii.

Notowane na rynku Catalyst 2,5 letnie papiery serii B są oprocentowane według stopy WIBOR3M powiększonej o marżę w wysokości 700 punktów bazowych. Ostatnią emisję 2C Partners przeprowadziła w pierwszej połowie września pozyskując wtedy z rynku maksymalną oczekiwaną kwotę w wysokości 2,1 mln zł.

AUTOSTRADA WIELKOPOLSKA (18.10) – Spółka rozważa emisję 15-letnich obligacji o maksymalnej wartości 3 mld zł. Celem emisji miałyby być refinansowanie zadłużenia zaciągniętego w EBI i bankach komercyjnych. Spółka podaje na stronie internetowej, że jej całkowite zadłużenie wynosi około 1,86 mld euro, z czego 1,23 mld euro pochodzi z funduszy EBI.

BLOOPER TEAM (15.10) – Spółka zamierza wyemitować niezabezpieczone obligacje serii C o wartości nominalnej do 1,5 mln zł. Planowany termin wykupu obligacji ma przypadać na 1,5 roku od daty przydziału.

CI GAMES (18.10) – Spółka pracuje nad uplasowaniem obligacji o wartości 20 mln zł. Celem emisji jest pozyskanie przez spółkę środków na bieżącą działalność w perspektywie najbliższych dziewięciu miesięcy, a w szczególności na produkcję dwóch gier, których łączny budżet spółka szacuje na 50 mln zł, a ponad połowa tej kwoty została już wydana.

Catalyst: Obligacje zapadające od grudnia

Data wykupu	Spółka	Wartość (mln zł)	Premia/dyskonto
2013-12-02	Navi Group	1	0,10%
2013-12-06	Marvipol	30	0,01%
2013-12-06	Siódemka	75	0,00%
2013-12-06	Mera	1	1,60%
2013-12-09	Rank Progr.	55	-0,20%
2013-12-12	P.R.E.S.C.O.	30	0,10%
2013-12-12	Trakcja	0	-0,50%
2013-12-13	Marvipol	10	0,00%
2013-12-15	Lokaty Bud.	6	-2,00%
2013-12-15	Trust	14	0,00%
2013-12-17	Navi Group	2	0,00%
2013-12-18	BBI Zeneris	4	-12,00%
2013-12-20	East Pictures	1	-9,90%
2013-12-21	Kofola	3	0,60%
2013-12-22	e-Kancelaria	1	7,00%
2013-12-29	Poznań. 37	14	3,00%
2014-01-04	Marvipol	20	0,01%
2014-01-11	e-Kancelaria	1	0,75%
2014-01-20	NMV	2	-1,00%
2014-01-29	IIF	5	0,20%
2014-02-04	Kruk	20	4,50%
2014-02-17	Dekpol	13	-0,10%
2014-02-17	Marka	4	0,15%
2014-02-21	BBI Dev.	27	-0,01%
2014-02-21	BBI Dev.	5	0,00%
2014-02-23	GPF Causa	0	-18,00%
2014-02-26	East Pictures	1	-3,41%
2014-02-28	AOW Faktoring	10	2,00%
2014-03-03	Navi Group	1	0,00%
2014-03-23	Akcept Finance	3	1,00%
2014-03-26	Oshee Polska	5	-0,10%
2014-03-27	Gant Dev.	26	-35,00%
2014-03-27	Organika	35	2,00%
2014-03-31	MCI Mgmt	35	0,90%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

W przypadku niepowodzenia emisji obligacji spółka planuje dokonać emisji akcji w ilości maksymalnej wynoszącej 75% obecnej ilości akcji.

EGB INVESTMENTS (15.10) – Zarząd spółki zależnej EGB Finanse podjął uchwałę w sprawie emisji obligacji serii J o wartości maksymalnej 2 mln zł. Celem emisji jest pozyskanie przez spółkę środków na bieżącą działalność.

GANT DEVELOPMENT (16.10) – Spółka złożyła wniosek o ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu. 2 października do sądu wpłynęły trzy wnioski od wierzycieli o ogłoszenie upadłości likwidacyjnej. Posiedzenie sądu zostało wyznaczone na dzień 30 października.

Według raportu spółki na koniec pierwszego półrocza 2013 Gant posiadał 607 mln zł zobowiązań krótkoterminowych, w tym 504 mln zł z tytułu kredytów i obligacji. Ponadto Gant posiada 27 mln zł zobowiązań długoterminowych. W swoim portfelu spółka posiada gotowe nieruchomości o wartości bilansowej 121 mln zł, inwestycje w przygotowaniu o wartości 185 mln zł oraz nieruchomości inwestycyjne o wartości bilansowej 310 mln zł.

Na rynku Catalyst notowane są jeszcze dwie serie obligacji Ganta o wartości 22 i 26 mln zł. Ponadto 25 października zapada seria D, która w środę została wycofana z publicznego obrotu.

HYGIENIKA (16.10) – Spółka podjęła uchwałę o wcześniejszym wykupie obligacji serii D o wartości 2,6 mln zł. Dniem ustalenia prawa do wcześniejszego wykupu jest 19 listopada. Termin zapadalności obligacji przypadła na listopad 2015.

Na początku października spółka poinformowała o zamiarze wcześniejszego wykupu serii C o wartości 4,25 mln zł w dniu 8 listopada. Po wykupach spółce pozostanie jedna emisja na rynku Catalyst – seria E o wartości 2,4 mln zł zapadająca 31 grudnia 2014 i oprocentowana stałą stopą 10,5%.

KOMPANIA WĘGLOWA (18.10) – Spółka zamierza wyemitować 5 letnie obligacje do kwoty 1,23 mld zł. Celem emisji jest finansowanie bieżącej działalności, a w szczególności nakładów inwestycyjnych i kapitału obrotowego. Ponadto spółka chce wykupić warte 700 mln zł obligacje krótkoterminowe.

MILMEX (15.10) – Spółka zaproponowała układ swoim wierzycielom. Obligatariusze będą mieli możliwość, w miejsce niespłaconej serii obligacji KOM12D, której planowany termin wykupu minął 30 sierpnia, otrzymać nowe 12 miesięczne papiery serii KOM13C. Nowe papiery mają być oprocentowane stałą stawką w wysokości 11%. Posiadaczom obligacji, którzy nie zgodzą się na nowy układ Milmex proponuje wykup starej serii do 20 listopada. Inwestorzy chcący przystąpić do układu mają 7 dni na zgłoszenie tego spółce.

MULTIMEDIA POLSKA (15.10) – Spółka poinformowała o zamiarze wcześniejszego wykupu obligacji serii MMP1115 o łącznej wartości emisji 400 mln zł. Spółka podała, że wykup ma nastąpić w dacie wcześniejszego wykupu przypadającej na 30 listopada, a kwota wykupu zostanie powiększona o premię w wysokości 3%. W raporcie półrocznym Multimedia Polska podała, że na koniec lipca spółce pozostało do wykupu 27,5 mln zł papierów tej serii.

POLIMEX-MOSTOSTAL (14.10) – Spółka podpisała z wierzycielami wstępne porozumienie określające warunki drugiego etapu restrukturyzacji spółki. Porozumienie zakłada spłatę zadłużenia do końca 2019 po obniżonych stawkach oprocentowania. Płatność zobowiązań będzie rozbita na dwie części: stawka referencyjna i część marży będzie spłacana na bieżąco, natomiast pozostała część marży w równych ratach w latach 2016-2019.

Dodatkowo w celu restrukturyzacji spółka musi sprzedać nieruchomości, z których wpływy Polimex szacuje na ponad 200 mln zł. Ponadto spółka będzie dalej zbywać aktywa niezwiązane z podstawową działalnością, m.in. udziały w spółkach zależnych czy zbędne aktywa trwałe. Do końca 2015 Polimex jest zobowiązany do pozyskania z tego tytułu kwoty co najmniej 600 mln zł (dotychczas udało mu się spieniężyć 258 mln zł). Spółka jest także zobowiązana do pozyskania kapitału w wysokości 240 mln zł z tytułu emisji akcji lub sprzedaży spółek zależnych do końca maja 2015.

PTI (16.10) – Spółka podjęła decyzję o publicznej emisji obligacji serii C o wartości nominalnej do 9 mln zł. Termin wykupu obligacji przewidziany jest przez emitenta na 8 listopada 2015. Oprocentowanie papierów będzie oparte na stawce WIBOR6M powiększonej o 500 punktów bazowych. Minimalna wartość zapisów potrzebna, aby emisja doszła do skutku wynosi 4 mln zł. Taką kwotę PTI pozyskało z ostatniej emisji w czerwcu, gdy maksymalna wartość zapisów wynosiła 10 mln zł. Seria C jest oprocentowana niżej od obecnych serii PTI0714 i PTI0615 notowanych na Catalyst, dla których marża wynosi odpowiednio 6,5% i 6,0%.



TVN (16.10) – Spółka wykupiła przedterminowo euroobligacje zapadające w 2017 o wartości 593 mln euro. Łączna cena wykupu wyniosła 657 mln euro. Spółka podaje, że środki na wykup pochodzą z emisji euroobligacji zapadających w 2020 o wartości 430 mln euro oraz ze sprzedaży grupy Onet.pl. Spółce po wykupie pozostały jeszcze dwie emisje euroobligacji, o wartości 430 mln euro i 175 mln euro, które zapadają odpowiednio w 2020 i 2018.

VEDIA (14.10) – Spółka dokonała całkowitej spłaty zadłużenia z tytułu obligacji serii C. Obligatariusze otrzymali zaległą kwotę 0,7 mln zł powiększoną o narosłe odsetki. W zeszłym tygodniu spółka spłaciła zaległą kwotę 1,8 mln zł z tytułu tej serii obligacji. Całkowita wartość nominalna emisji wynosiła 4 mln zł, a termin jej wykupu przypadał na 3 czerwca 2013.

WARIMPEX (15.10) – Zarząd spółki zdecydował o emisji obligacji zamiennych na akcje. Obligacje będą uprawniały do zamiany na 9 mln akcji spółki. Spółka posiada obecnie 54 mln akcji, a cena otwarcia na dzień publikacji raportu wynosiła 6,01 zł. Celem emisji jest refinansowanie zobowiązań krótkoterminowych oraz sfinansowanie nowych projektów.

Ponadto w dniu 21 października spółka poinformowała, że planuje pozyskać łącznie 65 mln zł, jednak decyzja o proporcjach środków pozyskanych z obligacji zamiennych w stosunku do obligacji zwykłych nie została jeszcze podjęta.

Warimpex posiada obecnie 3 serie obligacji notowanych na rynku Catalyst. Dwie najnowsze serie, wyemitowane w marcu 2013, posiadają 3 letni termin wykupu. Pierwsza z nich jest emisją obligacji zamiennych na akcje i jej oprocentowanie jest oparte na stałej stawce 4,875%. Druga emisja to seria obligacji zwykłych, której oprocentowanie jest oparte na stawce WIBOR6M powiększonej o marżę w wysokości 7 punktów procentowych.

Kredyt Pod Lupą: Altman EM Score

Jedną z najbardziej znanych miar ryzyka kredytowego jest wskaźnik Altmana. W tym wydaniu naszego cyklu „Kredyt Pod Lupą” obliczyliśmy wskaźnik Altmana (jego wersję EM Score, przygotowaną dla spółek z rynków wschodzących) dla spółek niefinansowych analizowanych w naszych poprzednich raportach. Ponadto do oceny dołączony został Gant Development w celu przedstawienia wyników wyliczeń dla spółki, która złożyła wniosek o ogłoszenie upadłości układowej.

Wskaźnik Altmana EM Score składa się z sumy poniższych wartości:

$$EM\ Score = 6,56 \cdot (X1) + 3,26 \cdot (X2) + 6,72 \cdot (X3) + 1,05 \cdot (X4) + 3,25$$

gdzie: X1 = kapitał pracujący/aktywa; X2 = zyski zatrzymane/aktywa; X3 = EBIT/aktywa; X4 = kapitał własny/zobowiązania.

Obliczenia wskaźnika EM Score dokonaliśmy dla grupy deweloperów: BBI Development; Dom Development, Gant, LC Corp, Marvipol, Robyg, oraz Ronson, oraz dla Ciechu, Multimedia Polska i PCC Rokita. Obliczeń dokonaliśmy bazując na skonsolidowanych danych półrocznych za ostatnie 5 lat (od 2H08), z wyjątkiem Robygu (dane od 2H10) oraz PCC Rokita (dane od 2H10).

Tabela 1. Deweloperzy: Altman EM Score

	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13
BBI Development	7,45	6,92	8,09	6,79	6,00	5,99	6,61
Dom Development	9,86	9,77	8,89	8,98	9,34	10,53	10,63
Gant Development	6,39	6,39	5,67	5,42	5,87	1,46	-1,12
LC Corp	10,34	10,67	10,46	9,73	9,12	8,76	8,38
Marvipol	7,26	6,81	7,89	8,39	7,29	6,92	6,79
Robyg	n.d.	8,06	7,66	6,87	7,07	6,41	6,55
Ronson	8,74	10,05	10,19	9,40	9,03	10,19	10,45

Źródło: Dane spółek, obliczenia DI Investors

Tabela 2. Pozostałe spółki: Altman EM Score

	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13
Ciech	2,30	2,57	4,57	2,72	1,60	2,92	3,95
Multimedia Polska	5,41	4,13	3,55	4,07	3,64	3,60	4,32
PCC Rokita	n.d.	3,91	3,95	4,86	6,53	6,70	6,77

Źródło: Dane spółek, obliczenia DI Investors

Zakres wyliczonych wyników w ostatnim okresie to <-1,12; 10,63>. Najniższy wynik osiągnął Gant, wartość EM Score dla tej spółki była ujemna, po drastycznym spadku wyników za 2012. Najwyższy wynik osiągnęły Dom Development i Ronson. Zwracamy też uwagę na poprawę wskaźnika dla Ciechu (wzrost z 1,60 na koniec pierwszej połowy 2012 do 3,95 na koniec pierwszej połowy 2013) oraz PCC Rokita (wzrost z 3,91 na koniec 2010 do 6,77 obecnie).

Czynnikiem, który wpłynął najmocniej na wysokie wskaźniki Dom Development, Ronsona i ogólnie deweloperów okazał się stosunek kapitału obrotowego do aktywów. W pozostałych spółkach ten czynnik na ogół najbardziej zaniżał całkowitą wartość wskaźnika. Według nas wysoka waga kapitału obrotowego dla deweloperów wynika ze sposobu księgowania części gruntów i gotowych mieszkań jako zapasy. Zwiększa to majątek obrotowy deweloperów, który ze względu na swoją charakterystykę jest w większym stopniu finansowany przez kapitał własny lub zadłużenie długoterminowe.

Tabela 3. Deweloperzy: Uśrednione wartości poszczególnych składników formuły EM Score

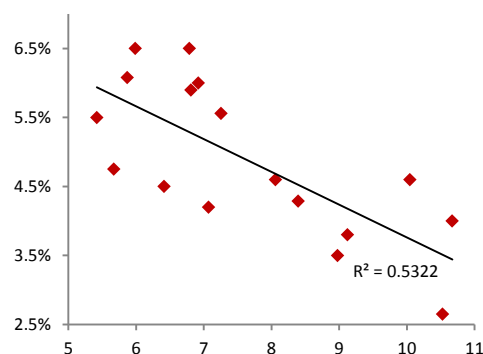
	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13
X1: kapitał obrotowy/aktywa	2,89	2,65	3,45	3,20	3,22	3,45	3,00	2,97	2,86	2,58
X2: zyski zatrzymane/aktywa	0,10	0,16	0,18	0,25	0,26	0,28	0,31	0,29	0,18	0,14
X3: zysk operacyjny/aktywa	0,33	0,36	0,25	0,24	0,34	0,29	0,30	0,21	-0,05	-0,04
X4: kap. własny/zobowiązania	0,71	0,85	1,15	1,40	1,31	1,14	1,07	0,95	0,95	0,96
EM Score	7,28	7,27	8,27	8,34	8,38	8,41	7,94	7,68	7,18	6,90

Źródło: Dane spółek, obliczenia DI Investors

W kolejnym kroku naszej analizy, sprawdziliśmy zależność pomiędzy wskaźnikiem EM Score, a wysokością marży ponad WIBOR dla emisji obligacji danych spółek. W przypadku deweloperów, zauważyliśmy istotną korelację, która jest jeszcze wyższa w przypadku analizy zależności między wskaźnikiem EM Score, a wielkością całkowitego kuponu obligacji. Dla pozostałych analizowanych spółek takiej zależności nie zauważyliśmy, jednak próba w drugim przypadku była dużo mniejsza.

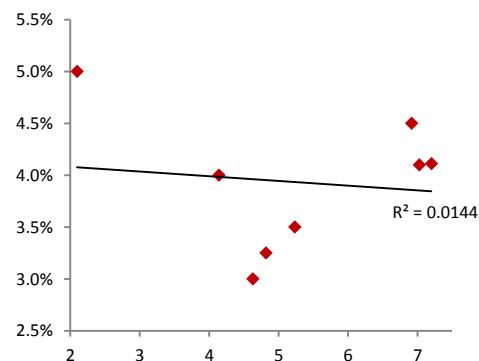


Wykres 1. Spółki deweloperskie. EM Score vs. marża obligacji

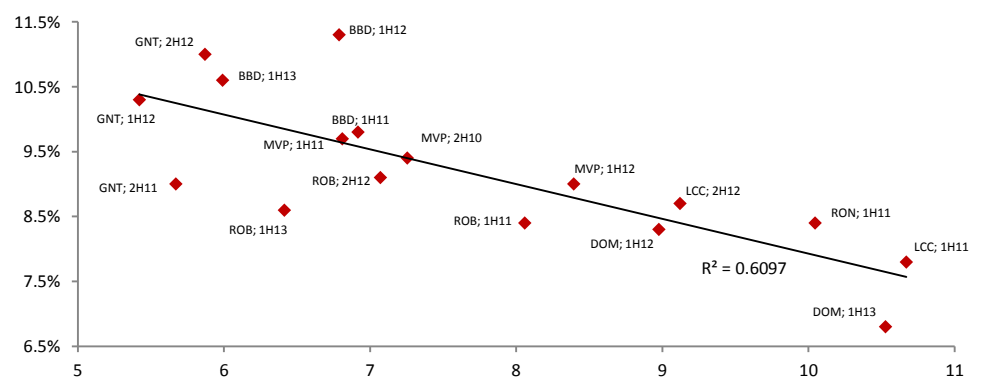


Źródło: Dane spółek, obliczenia DI Investors

Wykres 2. Spółki niedeweloperskie. EM Score vs. marża obligacji



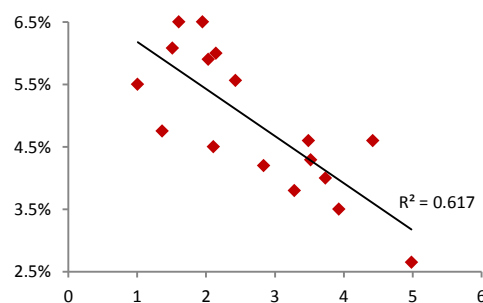
Wykres 3. Spółki deweloperskie: Kupon obligacji vs. EM Score na koniec półrocza przed emisją.



Źródło: Dane spółek, obliczenia DI Investors

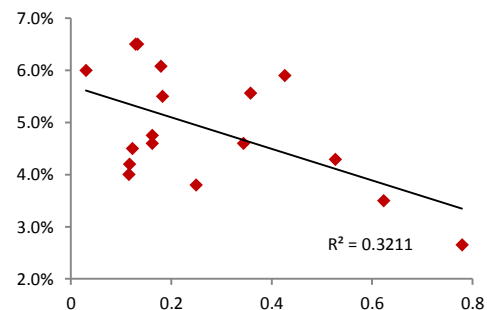
Po rozbiciu formuły Altmana na poszczególne wskaźniki można zauważyć, że największa zależność występuje pomiędzy marżą obligacji a składnikiem X1: $6,56 \cdot \text{Kapitał pracujący} / \text{Aktywa}$. Mniej istotny z punktu widzenia marży okazał się też stosunek zysku zatrzymanego do aktywów (X2). Natomiast prawie zupełny brak korelacji zauważyliśmy między marżą, a składnikami X3 (EBIT/aktywa) i X4 (kapitał własny/aktywa).

Wykres 4. Spółki deweloperskie: kapitał obrotowy/aktywa vs. marża obligacji



Źródło: Dane spółek, obliczenia DI Investors

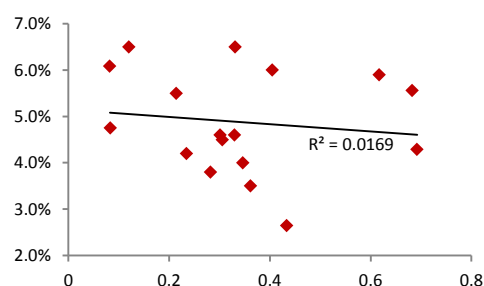
Wykres 5. Spółki deweloperskie: zyski zatrzymane/aktywa vs. marża obligacji



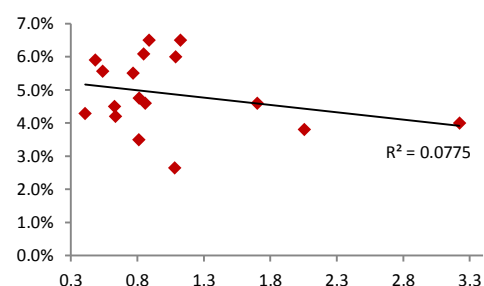
Źródło: Dane spółek, obliczenia DI Investors



Wykres 6. Spółki deweloperskie: EBIT/aktywa vs. marża obligacji



Wykres 7. Spółki deweloperskie: kapitał własny/zobowiązania vs. marża obligacji



Źródło: Dane spółek, obliczenia DI Investors

Podsumowując, wskaźnik Altmana EM Score nie wydaje się istotnie przydatny do oceny ratingu kredytowego pojedynczej spółki, spośród tych które były przez nas analizowane. Z drugiej strony, w obrębie spółek z danego sektora – w naszym przypadku w obrębie deweloperów mieszkaniowych – różnice w wysokości wskaźnika EM Score są skorelowane z różnicami w oprocentowaniu obligacji danych emitentów.

W naszych kolejnych analizach z cyklu Kredyt Pod Lupą, będziemy wyliczać wskaźnik EM Score dla wybranych emitentów, starając się zwrócić uwagę na zmiany historyczne wskaźnika i jego składowych, a także na porównanie z innymi emitentami z danego sektora.

Tabela 4. Wartości poszczególnych składników formuły EM Score dla analizowanych spółek

BBD	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13
X1	2,96	1,93	4,13	2,54	2,15	3,01	1,95	1,61	1,60	1,96
X2	0,01	-0,01	-0,06	0,09	0,03	0,13	0,13	0,13	0,13	0,15
X3	0,02	0,02	-0,12	0,27	0,41	0,35	0,33	0,14	0,12	0,10
X4	0,56	1,03	0,94	1,30	1,09	1,35	1,12	0,87	0,89	1,14
EM Score	6,80	6,23	8,14	7,45	6,92	8,09	6,79	6,00	5,99	6,61
CIE	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13
X1	-1,13	-0,72	-1,17	-1,08	-1,08	0,74	-1,10	-1,27	0,21	0,53
X2	-0,07	-0,05	-0,15	-0,17	-0,13	-0,13	-0,13	-0,42	-0,51	-0,47
X3	0,38	0,31	0,21	0,05	0,25	0,23	0,20	-0,32	-0,35	0,29
X4	0,26	0,28	0,27	0,25	0,28	0,48	0,50	0,35	0,33	0,35
EM Score	2,69	3,06	2,41	2,30	2,57	4,57	2,72	1,60	2,92	3,95
DOM	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13
X1	4,18	4,64	4,80	4,75	4,71	4,19	3,93	4,30	4,98	5,18
X2	0,41	0,53	0,59	0,61	0,61	0,54	0,62	0,59	0,78	0,70
X3	1,04	0,90	0,47	0,27	0,24	0,12	0,36	0,45	0,43	0,45
X4	0,66	0,83	0,95	0,99	0,96	0,79	0,81	0,75	1,08	1,05
EM Score	9,55	10,15	10,06	9,86	9,77	8,89	8,98	9,34	10,53	10,63
GNT	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13
X1	1,40	1,85	2,03	1,62	2,02	1,36	1,01	1,51	0,92	-1,15
X2	-0,01	0,12	0,14	0,20	0,13	0,16	0,18	0,18	-1,07	-1,32
X3	0,03	0,22	0,46	0,27	0,13	0,08	0,21	0,08	-1,96	-2,24
X4	0,58	0,83	0,95	1,05	0,86	0,81	0,77	0,85	0,32	0,35
EM Score	5,25	6,27	6,84	6,39	6,39	5,67	5,42	5,87	1,46	-1,12
LCC	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13
X1	2,76	2,65	3,63	3,94	3,73	4,02	3,35	3,29	3,03	2,50
X2	0,08	0,09	-0,01	0,06	0,12	0,18	0,24	0,25	0,34	0,40
X3	0,40	0,41	-0,24	-0,25	0,35	0,28	0,46	0,28	0,22	0,48
X4	1,40	1,34	2,47	3,34	3,22	2,73	2,43	2,05	1,92	1,76
EM Score	7,89	7,73	9,09	10,34	10,67	10,46	9,73	9,12	8,76	8,38



MVP	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13
X1	1,74	1,39	1,83	2,43	2,03	2,99	3,52	2,99	2,55	2,45
X2	0,05	0,12	0,29	0,36	0,43	0,47	0,53	0,45	0,48	0,46
X3	0,28	0,38	0,66	0,68	0,62	0,79	0,69	0,25	0,28	0,32
X4	0,21	0,28	0,46	0,54	0,48	0,39	0,41	0,35	0,35	0,31
EM Score	5,52	5,42	6,49	7,26	6,81	7,89	8,39	7,29	6,92	6,79

ROB	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13
X1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,49	3,44	2,76	2,84	2,11	2,28
X2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,16	0,15	0,15	0,12	0,12	0,10
X3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,30	0,16	0,06	0,23	0,31	0,29
X4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,86	0,66	0,65	0,64	0,63	0,62
EM Score	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	8,06	7,66	6,87	7,07	6,41	6,55

RON	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13
X1	4,32	3,42	4,25	3,94	4,42	5,13	4,49	4,28	4,80	4,82
X2	0,08	0,10	0,16	0,17	0,34	0,30	0,33	0,32	0,45	0,51
X3	0,19	0,23	0,25	0,21	0,33	0,25	0,01	0,02	0,22	0,35
X4	0,83	0,81	1,11	1,17	1,70	1,26	1,32	1,16	1,46	1,52
EM Score	8,66	7,81	9,02	8,74	10,05	10,19	9,40	9,03	10,19	10,45

MMP	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13
X1	-0,80	-0,96	-0,58	0,52	-0,78	-1,36	-0,96	-1,19	-1,18	0,11
X2	0,05	0,14	0,22	0,28	0,45	0,53	0,68	0,66	0,69	0,35
X3	0,60	0,62	0,59	0,61	0,76	0,77	0,81	0,70	0,61	0,51
X4	1,33	1,46	1,25	0,74	0,45	0,35	0,29	0,22	0,24	0,10
EM Score	4,44	4,50	4,74	5,41	4,13	3,55	4,07	3,64	3,60	4,32

PCC	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	2H11	1H12	2H12	1H13
X1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-0,12	-0,15	0,07	-0,02	0,11	0,33
X2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,32	0,28	0,83	1,67	1,72	1,63
X3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,06	0,21	0,34	0,49	0,42	0,49
X4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,40	0,36	0,36	1,14	1,20	1,07
EM Score	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,91	3,95	4,86	6,53	6,70	6,77

Źródło: Dane spółek, obliczenia DI Investors



Ratingi i notowania.

Ratingi Fitch na polskie banki

Spółka	Alior Bank	Millennium	BRE	Getin N.B.	BOŚ	Pekao	ING
Rating	BB	BBB-	A	BB	BBB	A-	A
Data	9/5/2013	5/20/2013	5/20/2013	5/20/2013	4/30/2013	3/20/2013	2/6/2013
Perspektywa	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	negatywna

Źródło: Fitch

Ratingi Fitch na pozostałe spółki

Spółka	Energa	PKN Orlen	PGE	Tauron	Enea	Aquanet	EFL
Rating	BBB	BBB-	BBB+	BBB	BBB	BBB-	A
Data	10/11/2013	8/30/2013	8/9/2013	6/21/2013	4/4/2013	3/13/2013	12/11/2012
Perspektywa	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	negatywna

Źródło: Fitch

Euroobligacje polskich emitentów

Emitent	Data wykupu	Kupon	Waluta	Wartość emisji (mln)	Tygodniowa zmiana ceny (pkt. proc.)	Kurs zamknięcia (18.10.2013)	Z-spread z zamknięcia 18.10.2013
BOŚ	11.05.2016	6,00%	EUR	250	0,080	109,340	133,997
BRE Bank	12.10.2015	2,75%	EUR	500	0,163	102,245	89,750
BRE Bank	08.10.2018	2,50%	CHF	200	0,171	99,801	182,527
Ciech	30.11.2019	9,50%	EUR	245	0,272	111,785	583,785
Cyfrowy Polsat	20.05.2018	7,13%	EUR	350	0,271	107,776	148,934
Energa	19.03.2020	3,25%	EUR	500	0,391	101,731	134,695
PGNiG	14.02.2017	4,00%	EUR	500	0,236	106,136	114,406
PKO BP	21.12.2015	2,54%	CHF	500	-0,107	102,542	105,952
PKO BP	21.10.2015	3,73%	EUR	800	0,024	104,570	69,722
PKO BP	07.07.2016	3,54%	CHF	250	0,082	105,417	112,196
PKO BP	26.09.2022	4,63%	USD	1 000	1,310	100,560	207,459
Polish Television H.	15.05.2017	11,25%	EUR	260	0,000	103,000	-1598,184
Polkomtel	31.01.2020	11,75%	EUR	543	0,336	118,482	464,690
Polkomtel	31.01.2020	11,63%	USD	500	0,000	116,100	581,451
Polkomtel	15.08.2020	14,25%	USD	201	0,355	107,730	b.d.
TPSA	22.05.2014	6,00%	EUR	700	-0,107	103,093	15,226
TVN	15.11.2018	7,88%	EUR	175	0,401	105,978	272,772
TVN	15.12.2020	7,38%	EUR	430	0,615	103,470	524,125
ZłOMREX	01.02.2014	8,50%	EUR	170	0,000	62,063	b.d.

Źródło: Bloomberg, obliczenia DI Investors

Wskaźniki zadłużenia: Deweloperzy.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 2013

Spółka	Seria (ostatnia emisja na Catalyst)	YTM	Kurs zamknięcia (18.10.2013)		Dług netto/EBITDA	EBIT/Odsetki zapłacone	Dług netto/Kapitały własne	
			Oprocentowanie				Dług netto/Aktywa	
BBI Development	BBI0216	9,40%	100,00	WIBOR6M+6,50%	n.d.	n.d.	65%	34%
Dom Development	DOM0318	5,19%	100,88	WIBOR6M+2,65%	1,1x	3,4x	16%	8%
Gant Development	GNT0814	238,9%	40,00	11,00%	n.d.	n.d.	228%	60%
LC Corp	LCC0515	6,60%	100,00	WIBOR6M+3,80%	8,1x	2,1x	31%	19%
Marvipol	MVP0914	8,48%	98,90	WIBOR3M+4,29%	9,3x	1,2x	175%	40%
Polnord	PND0116	7,68%	100,10	WIBOR3M+4,85%	n.d.	n.d.	48%	28%
Rank Progress	RNK1213	9,21%	99,80	WIBOR6M+5,00%	n.d.	n.d.	102%	47%
Robyg	RBG0616	6,48%	101,99	WIBOR6M+4,50%	2,8x	2,3x	33%	14%
Ronson	RON0716	7,37%	100,00	WIBOR6M+4,55%	3,1x	2,5x	30%	18%
Warimpex	WXB0316	6,93%	106,40	WIBOR6M+7,00%	11,0x	**1,1x	*219%	67%
Wikana	WIK0713	n.d.	n.d.	n.d.	17,9x	0,4x	125%	37%
Włodarzewska***	WLD0516	11,39%	98,30	WIBOR3M+7,50%	12,9x	0,7x	101%	37%

*NNNAV zamiast Kapitałów własnych, **EBITDA zamiast EBIT, ***Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 grudnia 2012, ****Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 marca 2013

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Wskaźniki zadłużenia: Spółki wierzytelnościowe.**

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 2013

Spółka	Seria (ostatnia emisja na Catalyst)	YTM	Kurs zamknięcia		Dług netto/EBITDA	EBIT/Odsetki zapłacone	Dług netto/Kapitały własne	
			(18.10.2013)	Oprocentowanie			własne	Dług netto/Aktywa
Best	BST0916	8,37%	102,00	8,98%	0,7x	11,0x	42%	24%
Cash Flow	CFL0414	16,62%	98,20	12,00%	12,1x	0,8x	243%	63%
Debt Trading*	DTP1114	7,74%	102,00	WIBOR3M+6,75%	3,6x	1,7x	23%	15%
Fast Finance	FFI0116	8,41%	102,91	WIBOR6M+7,00%	4,0x	1,7x	151%	23%
Kredyt Inkaso	KRI0916	6,96%	104,00	WIBOR6M+5,70%	n.d.	n.d.	141%	53%
Kruk	KRU0818	6,75%	102,38	WIBOR3M+4,50%	3,9x	3,0x	165%	58%
Magellan	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	15,6x	n.d.	312%	74%
MW Trade	MWT0616	6,62%	101,40	WIBOR6M+4,40%	26,5x	1,2x	754%	84%
Pr. Faktoring	PRF0315	5,75%	102,00	WIBOR6M+4,50%	6,2x	2,2x	154%	59%
Pr. Inkaso	Seria B	n.d.	n.d.	n.d.	5,9x	2,5x	184%	60%
PRESCO	PRE0815	5,70%	103,50	WIBOR6M+5,00%	2,3x	2,9x	49%	28%

*Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 grudnia 2012

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Podsumowanie tygodnia.

Spółka	Seria	Data wykupu	Oproc. w bieżącym okresie (%)	Narosłe odsetki (zł)	Kurs zamknięcia					Tygodniowa zmiana kursu (pkt. proc.)	Tygodniowy obrót w tys. zł		
					18.10	17.10	16.10	15.10	14.10		Sesyjny	Pakietowy	Razem
A													
Admiral Boats	ADM0415	2015.04.16	9,88	2,17	102,09	101,80	101,80	102,10	101,70	-0,87	62,12	0,00	62,12
Admiral Boats	ADM0115	2015.01.16	9,68	2,12	101,75	103,00	103,00	103,00	103,00	-1,25	58,36	0,00	58,36
Airon Investment	ARN0315	2015.03.19	9,20	9,07	100,10	100,10	100,10	100,80	100,80	-0,70	7,06	0,00	7,06
Akcept Finance	AFC0314	2014.03.23	11,20	8,90	101,00	101,00	101,00	101,00	101,50	-0,97	11,22	0,00	11,22
AOW Faktoring	AOW0416	2016.04.26	7,70	0,00	100,60	100,60	100,60	100,60	100,60	0,60	5,84	0,00	5,84
AOW Faktoring	AOW0214	2014.02.28	10,20	1,54	102,00	102,00	102,00	102,00	102,00	-0,50	3,10	0,00	3,10
B													
BBF	BBF0615	2015.06.29	11,00	3,50	100,50	101,00	101,00	101,00	100,55	0,50	68,50	0,00	68,50
BBI Zeneris	BBZ1213	2013.12.18	9,53	32,90	88,00	89,90	89,90	86,00	86,00	-3,00	18,20	0,00	18,20
Best	BST0916	2016.09.28	8,98	0,59	102,00	102,00	102,00	101,50	101,50	0,50	259,99	0,00	259,99
Best	BST0514	2014.05.26	11,20	46,03	101,80	101,80	101,80	102,50	102,50	-0,65	77,38	0,00	77,38
Best	BST0516	2016.05.28	7,40	1,12	102,00	102,00	102,10	102,10	101,99	0,30	14,43	0,00	14,43
BGK	IDS1018	2018.10.24	6,25	0,00	110,71	111,50	111,50	113,00	113,00	-2,29	66,82	0,00	66,82
BGK	IPS1014	2014.10.24	5,75	0,00	102,00	102,00	102,95	102,95	102,95	-0,95	20,40	0,00	20,40
Blue Tax Group	BTG1113	2013.11.14	12,00	52,93	93,60	93,60	93,60	93,60	93,60	-3,00	9,88	0,00	9,88
BBF	BBF0615	2015.06.29	11,00	3,50	100,50	101,00	101,00	101,00	100,55	0,50	68,5	0,00	68,50
C													
Capital Park	CAP0715	2015.07.09	7,70	2,22	101,50	101,50	101,50	101,50	101,20	0,30	22,76	0,00	22,76
CDRL	CDL1014	2014.10.07	8,17	4,92	100,50	100,50	100,50	100,50	100,50	0,30	21,18	0,00	21,18
Czerwona Torebka	CZT0416	2016.04.15	7,71	14,79	100,20	100,20	100,51	100,51	100,51	-0,31	111,22	0,00	111,22
D													
Debt Trading	DTP1114	2014.11.28	9,45	14,24	102,00	102,00	102,00	102,50	102,50	-0,50	1,03	0,00	1,03
Dominium	DMM0714	2014.07.16	9,68	1,86	105,50	105,50	100,00	100,00	100,00	5,50	2,11	0,00	2,11
E													
East Pictures	EAP0214	2014.02.26	17,00	10,25	96,59	96,09	96,09	96,09	96,09	0,50	4,88	0,00	4,88
East Pictures	EAP1213	2013.12.20	17,00	10,25	90,10	90,10	90,10	90,11	90,11	-2,80	2,73	0,00	2,73
E-Kancelaria	EKA1115	2015.11.06	10,00	2,11	100,09	100,09	100,04	99,99	100,04	0,05	63,55	0,00	63,55
E-Kancelaria	EKA0616	2016.06.27	10,00	3,21	100,09	100,09	100,09	99,80	100,10	-0,01	52,57	0,00	52,57
E-Kancelaria	EKA1014	2014.10.29	9,10	0,00	100,05	100,09	99,50	99,50	99,35	0,25	48,78	0,00	48,78
E-Kancelaria	EKA0215	2015.02.26	11,00	17,18	100,71	100,71	101,00	101,02	101,02	-0,32	48,20	0,00	48,20
E-Kancelaria	EKA0715	2015.07.11	10,57	29,83	102,21	102,21	102,99	102,99	102,99	-0,78	10,52	0,00	10,52
E-Kancelaria	EKA1214	2014.12.17	8,73	8,37	99,72	99,72	100,60	100,60	100,60	-0,88	7,04	0,00	7,04
F													
F. Konstr. Drewnianych	FKD1014	2014.10.31	12,00	57,53	102,50	102,00	102,00	102,00	102,00	0,50	3,24	0,00	3,24
Fast Finance	FFI0315	2015.03.23	10,23	8,69	100,24	100,95	100,95	100,40	102,00	-1,76	359,24	0,00	359,24
Ferratum Capital Poland	FRR0514	2014.05.23	10,22	42,56	101,44	101,44	101,44	100,80	100,80	-0,05	526,55	0,00	526,55
Ferro	FRO0416	2016.04.04	8,21	4,05	103,40	103,40	103,40	103,90	103,90	-0,50	3,12	0,00	3,12
G													
Gant Development	GNT0814	2014.08.28	11,00	16,88	40,00	38,00	35,00	39,00	55,00	-15,00	48,48	0,00	48,48
Gant Development	GNT0314	2014.03.27	8,20	0,56	65,00	75,00	75,00	75,00	75,00	-10,00	3,28	0,00	3,28
Gant Development	GNT1013	2013.10.25	7,93				70,00	70,00		n.d	2,58	0,00	2,58
GC Investment	GCI0414	2014.04.29	9,68	0,00	98,00	98,00	98,00	98,50	98,50	-0,50	15,39	0,00	15,39
Getin Noble Bank	GNB0320	2020.03.30	5,80	3,50	100,00	100,00	99,80	99,70	99,70	0,50	445,37	0,00	445,37
Getin Noble Bank	GNB0318	2018.03.23	6,28	4,99	100,35	100,84	100,55	100,55	100,84	-0,49	429,65	0,00	429,65
Getin Noble Bank	GNB0218	2018.02.23	6,47	10,64	101,20	100,90	101,10	101,10	101,20	-0,08	335,55	0,00	335,55
Getin Noble Bank	GNB0819	2019.08.27	6,27	9,62	100,00	100,70	100,70	100,89	100,51	-0,51	244,03	0,00	244,03
Getin Noble Bank	GNB0418	2018.04.27	6,73	0,00	100,98	100,50	100,50	100,25	100,25	0,43	205,96	0,00	205,96
Getin Noble Bank	GNB1019	2019.10.21	6,90	0,17	100,85	100,85	100,85	100,85	101,09	-0,25	113,08	0,00	113,08
Getin Noble Bank	GNB1119	2019.11.18	6,31	27,49	100,65	100,20	100,20	100,00	100,00	0,35	105,77	0,00	105,77
Getin Noble Bank	GNB0220	2020.02.28	5,82	8,77	100,00	99,75	99,75	100,00	100,00	0,00	86,73	0,00	86,73
Getin Noble Bank	GNB0919	2019.09.26	6,26	4,46	100,95	100,60	100,60	100,60	100,60	0,35	80,81	0,00	80,81
Getin Noble Bank	GNB0420	2020.04.27	6,30	0,00	100,04	99,89	99,89	99,89	99,90	0,14	51,08	0,00	51,08
Getin Noble Bank	GNB0518	2018.05.23	6,29	26,19	100,25	100,50	100,50	100,55	100,50	-0,25	45,32	0,00	45,32
Getin Noble Bank	GNB0720	2020.07.10	5,71	16,27	100,00	100,00	99,50	99,50	99,50	0,50	5,08	0,00	5,08
GPF Causa	GPF0214	2014.02.23	15,00	25,07	82,00	82,00	82,00	82,00	82,00	0,00	2,53	0,00	2,53
GPW	GPW0117	2017.01.02	3,87	1,21	100,40	100,67	100,67	100,40	100,43	-0,11	107,11	0,00	107,11
H													
Hygienika	HGN1214	2014.12.31	10,50	3,28	102,00	102,00	104,00	104,00	104,00	-2,00	56,15	0,00	56,15
Hygienika	HGN1115	2015.11.27	8,45	12,96	101,00	102,50	103,80	103,80	103,80	-2,80	48,68	0,00	48,68
I													
Instalexport	INE1015	2015.10.19	10,10	0,78	98,01	97,00	97,00	97,00	97,00	1,01	4,90	0,00	4,90
Invista	INV1215	2015.12.21	9,00	7,64	99,47	99,47	100,00	100,00	100,00	-0,53	48,09	0,00	48,09
Invista	INV0615	2015.06.18	9,70	9,30	100,00	101,06	101,07	101,07	101,49	-1,00	21,3	0,00	21,30



Spółka	Seria	Data wykupu	Oproc. w bieżącym okresie (%)	Narostę odsetki (zł)	Kurs zamknięcia					Tygodniowa zmiana kursu (pkt. proc.)	Tygodniowy obrót w tys. zł		
					18.10	17.10	16.10	15.10	14.10		Sesyjny	Pakietowy	Razem
K													
Klon	KLN0215	2015.02.15	9,19	1,71	101,20	101,20	101,00	101,00	101,00	0,20	0,30	0,00	0,30
Kofola	KFL1214	2014.12.21	7,09	24,09	101,90	101,90	102,11	102,11	102,11	-0,21	14,6	0,00	14,60
Kopahaus	KOP0814	2014.08.13	8,21	15,75	102,20	102,20	102,21	102,21	102,21	-0,01	7,26	0,00	7,26
Kredyt Inkaso	KRI0615	2015.06.08	7,66	28,33	102,20	102,20	102,20	102,00	102,00	0,20	1 049,49	0,00	1 049,49
Kredyt Inkaso	KRI0916	2016.09.05	8,43	10,86	104,00	104,00	104,00	103,00	103,00	-2,50	36,49	0,00	36,49
Kredyt Inkaso	KRI0116	2016.01.02	8,21	25,19	103,49	103,49	103,49	103,49	103,49	0,39	21,11	0,00	21,11
Kruk	KRU0317	2017.03.07	7,30	9,00	102,49	102,30	102,40	102,49	102,49	0,18	51,61	0,00	51,61
Kruk	KRU0818	2018.08.13	7,20	13,81	102,38	102,38	102,37	102,38	102,38	0,00	49,74	0,00	49,74
Kruk	KR10517	2017.05.20	6,90	11,91	101,70	101,70	101,99	101,99	101,99	-0,29	17,48	0,00	17,48
Kruk	KRU1216	2016.12.06	7,30	9,20	102,60	102,49	102,49	102,20	102,20	0,40	4,14	0,00	4,14
L													
LST Capital	LST0614	2014.06.12	11,50	41,59	101,90	102,00	102,00	102,00	102,00	-0,10	4,23	0,00	4,23
M													
M.W. Trade	MWD0316	2016.03.28	7,12	0,47	101,94	101,75	101,75	101,75	101,49	0,45	114,68	0,00	114,68
M.W. Trade	MWT1115	2015.11.06	7,45	3,45	101,50	101,50	101,50	101,20	101,10	0,40	101,07	0,00	101,07
M.W. Trade	MWT0316	2016.03.19	7,13	0,64	101,00	101,50	101,50	100,81	100,80	-0,45	90,63	0,00	90,63
M.W. Trade	MWT0616	2016.06.11	7,06	2,57	101,40	101,40	101,39	101,39	101,39	0,00	72,96	0,00	72,96
M.W. Trade	MWT1215	2015.12.17	7,10	2,47	101,25	101,00	101,00	101,00	101,20	0,05	42,42	0,00	42,42
M.W. Trade	MWD0216	2016.02.19	7,13	1,25	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	0,50	10,26	0,00	10,26
M.W. Trade	MWD1115	2015.11.07	7,05	1,47	101,00	101,00	101,00	101,00	101,00	0,00	8,20	0,00	8,20
M.W. Trade	MWT0416	2016.04.26	7,60	0,00	101,70	101,70	100,51	100,51	100,51	1,19	1,02	0,00	1,02
Marvipol	MVP0415	2015.04.08	8,58	0,33	99,60	99,00	99,00	99,00	99,58	0,02	184,36	0,00	184,36
Marvipol	MVP0914	2014.09.16	6,99	6,89	98,90	98,90	99,00	99,00	99,00	-0,10	9,96	0,00	9,96
Marvipol	MVP0114	2014.01.04	9,45	0,47	100,01	100,01	100,24	100,24	100,24	-0,23	8,54	0,00	8,54
Marvipol	MVF1213	2013.12.06	9,45	1,19	100,01	100,01	100,01	100,01	100,01	0,00	5,26	0,00	5,26
Masterform	MAS0714	2014.07.15	9,43	1,81	101,90	101,74	101,74	101,74	101,74	0,16	13,23	0,00	13,23
Masterform	MAS0215	2015.02.13	7,70	14,77	101,45	101,45	101,25	101,25	101,25	0,20	5,13	0,00	5,13
MCI Management	MCI0314	2014.03.31	6,71	4,04	100,90	100,90	100,90	100,90	100,50	0,40	3,04	0,00	3,04
Mera	MER0616	2016.06.27	7,95	5,66	100,60	100,60	100,60	100,60	100,60	0,00	14,15	0,00	14,15
Milmex	MLX0414	2014.04.25	9,65	0,00	99,00	99,00	99,00	99,70	99,70	-0,70	11,41	0,00	11,41
Milmex	MLX0714	2014.07.09	9,68	3,45	97,00	97,00	97,00	99,00	99,00	-2,00	9,73	0,00	9,73
Minox	MNX0414	2014.04.25	12,00	0,00	99,99	99,99	99,00	98,30	98,00	0,99	52,57	0,00	52,57
MO-BRUK	MBR0814	2014.08.12	7,71	15,00	95,49	92,60	95,00	95,00	92,01	0,49	149,61	2 771,00	2 920,61
Multimedia Polska	MMPO520	2020.05.10	6,25	2 825,34	99,00	100,00	100,00	100,00	100,00	-1,00	1 435,34	0,00	1 435,34
Murapol	MUR0515	2015.05.16	7,91	1,45	100,10	100,10	100,10	100,00	100,00	0,10	145,25	0,00	145,25
N													
Nanotel	NAN0415	2015.04.16	12,00	0,20	101,00	101,00	101,00	102,00	102,00	-1,00	38,64	0,00	38,64
Nettle	NEL0414	2014.04.30	11,10	53,52	100,00	100,00	100,00	100,00	100,85	-0,85	2,10	0,00	2,10
O													
Organika	ORK0314	2014.03.27	10,23	7,29	102,00	102,00	102,00	102,00	102,00	0,00	1,03	2 050,00	2 051,03
Orzeł	ORL0814	2014.08.22	11,00	18,38	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	0,00	25,91	0,00	25,91
P													
P.R.E.S.C.O. Group	PRE1213	2013.12.12	7,67	27,74	100,10	100,10	100,10	100,28	100,28	-0,18	290,90	0,00	290,90
P.R.E.S.C.O. Group	PRE0814	2014.08.23	7,92	13,02	100,50	100,50	100,20	100,20	100,20	-0,20	9,15	0,00	9,15
PC Guard	PCG0415	2015.04.13	8,71	2,86	103,11	102,90	102,90	102,90	102,90	0,26	17,52	0,00	17,52
PCC Rokita	PCR0517	2017.05.28	6,80	1,04	101,95	101,82	101,71	101,66	101,66	-0,01	63,72	0,00	63,72
PCC Rokita	PCR0416	2016.04.15	7,50	0,16	103,19	103,19	103,19	102,91	103,00	0,19	42,75	0,00	42,75
PCC Rokita	PCR0615	2015.06.18	8,30	0,80	103,60	103,60	103,60	103,60	103,10	0,50	14,18	0,00	14,18
PCC Rokita	PCR1014	2014.10.03	9,00	0,49	103,05	103,05	103,05	103,05	103,25	-0,83	12,41	0,00	12,41
PCZ	PCZ0416	2016.04.15	10,00	6,03	100,90	101,33	101,32	101,32	101,49	-0,60	145,64	0,00	145,64
PCZ	PCZ0615	2015.06.30	8,67	5,23	101,40	101,44	101,43	101,47	101,47	-0,09	113,12	0,00	113,12
PCZ	PCZ1015	2015.10.31	11,00	6,63	102,20	102,30	102,45	102,45	102,45	-0,49	61,77	0,00	61,77
PKN Orlen	PKN0517	2017.05.28	4,20	1,69	100,45	100,49	100,50	100,45	100,51	-0,16	9 090,42	1 021,00	10 111,42
PKN Orlen	PKN0617	2017.06.03	4,17	1,61	100,46	100,50	100,52	100,51	100,55	-0,14	903,23	0,00	903,23
PKO BP	PKO0922	2022.09.14	4,37	454,96	103,00	102,99	102,99	102,99	103,00	0,00	310,22	0,00	310,22
Polfa	PLF0814	2014.08.29	9,71	14,37	99,00	99,00	99,00	99,00	99,00	0,00	39,12	0,00	39,12
Polnord	PND0116	2016.01.22	7,54	0,00	100,10	100,10	100,00	100,00	100,00	0,10	9,11	0,00	9,11
Pragma Faktoring	PRF0315	2015.03.06	7,23	9,31	102,00	102,00	102,00	101,45	101,45	0,55	25,73	0,00	25,73
Pragma Faktoring	PRF1214	2014.12.12	7,17	26,13	101,65	101,65	101,65	101,30	101,30	0,35	16,68	0,00	16,68
Pragma Faktoring	PRF0115	2015.01.29	7,21	16,99	101,90	101,50	101,50	101,50	101,50	0,39	10,33	0,00	10,33
Pragma Inwestycje	PIN1014	2014.10.30	8,10	39,06	101,34	101,34	101,34	101,34	101,24	0,10	11,56	0,00	11,56
PTI	PTI0615	2015.06.22	8,70	29,56	101,20	101,20	101,20	101,20	101,20	-1,05	10,40	0,00	10,40
R													
Rank Progress	RNK0616	2016.06.14	8,20	29,21	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	0,00	10,28	0,00	10,28
Rank Progress	RNK1213	2013.12.09	7,67	28,16	99,80	100,00	100,00	100,00	100,00	-0,20	4,10	0,00	4,10
Raport	RAP0815	2015.08.13	7,91	1,52	101,50	101,50	101,50	101,20	101,00	0,50	20,55	0,00	20,55
Raport	RAP0215	2015.02.21	8,22	1,40	101,50	101,50	101,50	101,50	101,00	0,50	10,28	0,00	10,28
Robyg	ROB0415	2015.04.18	8,90	0,10	100,61	100,61	100,70	100,60	100,90	-0,29	141,34	0,00	141,34
Robyg	ROB0615	2015.06.20	6,49	2,20	100,90	100,90	100,90	100,90	100,44	0,46	17,98	0,00	17,98
Robyg	ROB0616	2016.06.23	7,20	24,66	100,90	100,90	101,30	101,30	101,25	-0,35	3,10	0,00	3,10



Spółka	Seria	Data wykupu	Oproc. w bieżącym okresie (%)	Narosłe odsetki (zł)	Kurs zamknięcia					Tygodniowa zmiana kursu (pkt. proc.)	Tygodniowy obrót w tys. zł		
					18.10	17.10	16.10	15.10	14.10		Sesyjny	Pakietowy	Razem
S													
SMT	SMT1114	2014.11.16	8,76	38,40	101,40	102,50	102,50	102,50	102,50	-0,05	19,00	0,00	19,00
T													
The Farm 51 Group Trust	F510914 TRU0614	2014.09.08 2014.06.03	11,70 7,42	1,47 28,66	103,10 91,90	103,10 91,90	103,10 91,90	103,10 91,90	103,10 94,90	0,00 -3,00	0,10 0,95	0,00 0,00	0,10 0,95
U													
Uboat - Line	UBT0415	2015.04.22	8,99	0,00	102,45	102,45	102,45	102,45	102,45	-0,02	2,05	0,00	2,05
Uboat - Line	UBT0914	2014.09.11	12,20	13,70	106,00	106,90	106,90	106,90	106,90	-0,90	1,07	0,00	1,07
Unibep	UNI0516	2016.05.28	5,95	2,40	101,00	101,00	101,00	101,00	101,00	1,00	30,99	0,00	30,99
Uniserv-Piecbud	PCB1015	2015.10.02	9,21	0,50	100,55	100,55	100,55	100,55	100,40	-0,25	21,25	0,00	21,25
V													
Voxel	VOX0716	2016.07.31	7,71	17,74	102,50	102,50	102,60	102,60	102,60	-0,05	40,66	0,00	40,66
W													
Werth-Holz	WHH1214	2014.12.07	8,90	1,10	90,50	90,50	90,50	90,50	90,50	0,00	9,15	0,00	9,15
Włodarzewska	WLD0516	2016.05.15	10,20	19,00	98,30	98,30	98,30	98,00	98,00	-0,20	20,99	0,00	20,99
Włodarzewska	WLO0516	2016.05.15	10,19	18,98	99,50	100,00	100,00	100,00	100,00	-0,50	6,08	0,00	6,08
WZRT-Energia	WZR1115	2015.11.16	9,69	1,78	104,99	104,90	104,90	104,90	104,90	0,09	7,68	0,00	7,68
Z													
ZM Henryk Kania	KAN1113	2013.11.07	9,00	19,23	99,80	99,70	99,70	99,70	99,61	0,19	14,22	0,00	14,22
ZPS Krzętle	ZPS1214	2014.12.30	12,50	0,79	98,20	98,20	98,30	98,20	99,80	-1,10	64,60	0,00	64,60
RAZEM											19 946,40	5 842,00	25 788,40

Źródło: GPW Catalys, obliczenia DI Investors

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Materiał ten został opracowany przez Dom Inwestycyjny Investors S.A. (DI Investors), spółkę podlegającą przepisom ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r. (Dz. U. nr 211 z 2010 r., poz. 1384 - tekst jednolity, z późniejszymi zmianami), ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 r. (Dz. U. nr 185 z 2009 r., poz. 1439 – tekst jednolity z późniejszymi zmianami), ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym z dnia 29 lipca 2005 r. (Dz. U. nr 183 z 2005 r., poz. 1537 z późniejszymi zmianami).

Analitycy działali z należytą starannością przy sporządzaniu tego materiału. Niniejsza analiza stosownych spółek lub instrumentów finansowych jest oparta na osobistych opiniach analityków. Opublikowane w niniejszym raporcie opinie, prognozy i szacunki odzwierciedlają osobiste przekonania analityków w czasie, gdy ta publikacja została wydana.

DI Investors, jego dyrektorzy lub pracownicy mogą posiadać pozycję w papierach wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie, lub posiadają opcje, warranty lub stosowne do nich prawa, lub do innych papierów wartościowych takich emitentów i mogą oddziaływać na rynek lub w inny sposób działać jako zleceniodawca przy transakcjach dotyczących każdego z tych papierów wartościowych. Wyżej wymienione osoby mogły nabyć wspomniane instrumenty finansowe na własny rachunek przed wydaniem niniejszej publikacji. DI Investors oraz jego dyrektorzy lub pracownicy DI Investors mogą od czasu do czasu świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej lub usługi konsultingowe, lub zajmować stanowisko dyrektora spółki opisanej w niniejszym dokumencie.

NINIEJSZA PUBLIKACJA JEST PRZEZNACZONA WYŁĄCZNIE DO CELÓW INFORMACYJNYCH ORAZ DO UŻYTKU INWESTORÓW, OD KTÓRYCH SIĘ OCZEKUJE, ABY PODEJMOWALI SWOJE WŁASNE DECYZJE INWESTYCYJNE.

Inwestorzy muszą podejmować swoje własne decyzje o zasadności inwestycji dokonywanych w dowolne papiery wartościowe, o których mowa w niniejszym dokumencie, w oparciu o istniejące przesłanki merytoryczne oraz zagrożenia, swoją własną strategię inwestycyjną oraz swoją pozycję prawną, podatkową oraz finansową. Wcześniejsze wyniki nie stanowią gwarancji wyników w przyszłości. Nikt z DI Investors oraz jego pracowników nie będzie odpowiedzialny za podjęcie jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej publikacji.

DI Investors jest autorem tego dokumentu. DI Investors mógł nie podjąć żadnych kroków w celu zapewnienia, że papiery wartościowe, o których mowa w niniejszym raporcie, są odpowiednie dla danego inwestora. DI Investors nie będzie traktował odbiorców niniejszego raportu jako swoich klientów ze względu na fakt otrzymania przez nich tego raportu. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być właściwe dla konkretnego inwestora i zaleca się konsultację u niezależnego doradcy inwestycyjnego w przypadku pojawienia się wątpliwości dotyczących wspomnianych inwestycji bądź usług inwestycyjnych. Niniejszy materiał nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub podatkowej, lub oświadczenia, że dowolna inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora lub że w inny sposób stanowi osobistą rekomendację dla konkretnego inwestora.

Informacje oraz opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały skompilowane lub zebrane przez DI Investors z źródeł uznawanych za wiarygodne, jednak DI Investors oraz jego podmioty stowarzyszone nie ponoszą żadnej odpowiedzialności prawnej ani finansowej w odniesieniu do jakichkolwiek niedokładności lub pominięć w dokumencie przygotowanym przez DI Investors w stosunku do dowolnej osoby i w związku z ofertą instrumentów finansowych, a każda taka osoba jest odpowiedzialna za przeprowadzenie własnego dochodzenia i analizy informacji zawartych lub wymienionych w niniejszym dokumencie oraz za dokonanie oceny merytorycznej i zagrożeń związanych z instrumentami finansowymi stanowiącymi przedmiot tego lub innego podobnego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą ulec zmianie bez powiadomienia.

DI Investors nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające ze składania zleceń na podstawie niniejszego dokumentu.

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

DI Investors informuje, że lokowanie aktywów w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub wszystkich zainwestowanych aktywów.

Wyniki historyczne nie są gwarancją osiągnięcia takich samych wyników w przyszłości.

DI Investors wskazuje, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub nie mogą być zależne od emitenta i jego wyników biznesowych. Wspomniane czynniki to np.: zmiany ekonomiczne, prawne, polityczne lub uwarunkowania podatkowe.

DECYZJA O ZAKUPIE JEDNEGO Z INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA ZOSTAĆ PODJĘTA TYLKO NA PODSTAWIE PROSPEKTU EMISYJNEGO, MEMORANDUM LUB INNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW, KTÓRE SĄ OGÓLNIENIE PUBLIKOWANE NA PODSTAWIE POLSKIEGO PRAWA.

Wszelkie znaki towarowe, oznaczenia i loga zawarte w niniejszym dokumencie stanowią znaki towarowe, oznaczenia lub loga DI Investors lub podmiotów powiązanych.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym materiale, o ile wyraźnie nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi DI Investors. Żaden materiał, jego treść, ani jego kopie nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub dystrybuowane bez uprzedniej pisemnej zgody DI Investors.