

**Catalyst: Obligacje wg tygodniowych zmian cen**

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Digate	DGT0414	7.00	2.68
Ekopaliwa Ch.	EPC0716	3.14	39.27
Dekpol	DKP0214	2.25	2.60
Polfa	PLF0814	1.56	57.00
Nettle	NEL0414	1.02	12.31
Kruk	KRU0818	1.00	23.03
Masterform	MAS0215	1.00	5.18
Robyg	ROB0616	0.95	39.76
Admiral Boats	ADM0415	0.86	15.49
BBF	BBF0615	0.80	3.00
Włodarzewska	WLO1214	-1.00	387.84
Best	BST0514	-1.00	117.77
MO-BRUK	MBR0814	-1.00	29.28
BOŚ	BOE1014	-1.00	5.07
Robyg	ROG0116	-1.20	265.56
Mera	MER0614	-1.49	20.23
Gant Dev.	GNT0814	-1.49	8.19
PTI	PTI0615	-2.96	6.14
Orzeł	ORL0814	-5.00	433.20
Milimex	MLX0714	-9.01	6.83

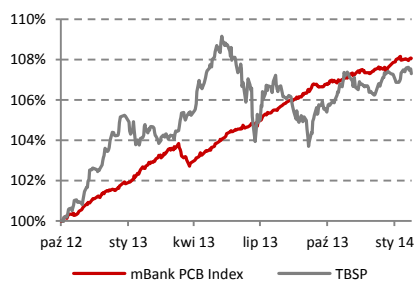
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Catalyst: Dzień ustalenia praw do odsetek**

Dzień	Spółka	Seria	Oprocentowanie
27.01	PCC Cons. Pr. Kruk	KOS0516 KRU0214	6.80% WIBOR3M+3.50%
28.01	E-Kancelaria Kruk	EKA0515 EKA1115 KRU1116	12.00% 10.00% WIBOR3M+4.60%
30.01	M.W. Trade	MWD1115	WIBOR3M+4.35%
31.01	Getin Noble Granit-Color P.R.E.S.C.O. VIG	GNB0817 GRA0816 PRE0815 VIG0515	WIBOR6M+3.47% 9.50% WIBOR6M+5.00% 12.00%

Źródło: GPW Catalyst

**mBank Polish Corporate Bond Index**



Tygodniowa zmiana mBank PCB Index	0.03%
Tygodniowa zmiana TBSP Index	-0.27%

Źródło: Bloomberg

**Krzysztof Kubiszewski**

(+48) 22 378 9195

Krzysztof.Kubiszewski@investors.pl

## Tydzień w skrócie – główne wydarzenia.

**ECHO INVESTMENT** – Spółka rozważa program publicznej emisji obligacji do PLN 200m. Deweloper planuje wprowadzić wyemitowane serie obligacji na Catalyst.

**P4** – Spółka zakończyła proces emisji obligacji i pozyskała z rynku EUR 900m, o EUR 30m więcej niż wynosił pierwotny plan. Emisja jest podzielona na trzy transze, dwie w EUR i jedną w PLN.

**PGE** – Spółka zakłada możliwość emisji obligacji lub euroobligacji w związku z inwestycją w Opolu. Wartość inwestycji wynosi PLN 11.6bn.

**PKN ORLEN** – Spółka rozważa emisję euroobligacji w tym roku. Wartość emisji miałyby wynieść EUR 500m. Wg wiceprezesa lepsza na emisję byłaby pierwsza połowa roku.

## Kredyt Pod Lupą: Rank Progress.

Spółka odnotowała znaczną poprawę wyników na przestrzeni ostatnich czterech kwartałów. EBITDA skorygowana o rewaluację nieruchomości wzrosła do 51%, do PLN 9.3m, w porównaniu z PLN 6.1m w okresie 4Q11-3Q12. Marża EBITDA wzrosła do 23.5% w porównaniu z 4.3% rok wcześniej.

Zadłużenie brutto spółki na koniec 3Q wynosiło PLN 485.8m (w porównaniu do kapitału własnego PLN 442.9m). W tym roku spółce zapada dług o wartości PLN 205m, natomiast poziom gotówki na koniec 3Q wynosił PLN 9m. Prezes spółki ogłosił, że obecnie jest w trakcie negocjacji sprzedaży 4 obiektów o łącznej wartości PLN 277m, z której może pozyskać od PLN 117m do PLN 140m gotówki netto.

Nowo pozyskane środki pozwolą na spłatę najważniejszych zobowiązań w tym roku, jednak uważamy, że nie są one wystarczające do realizacji programu inwestycyjnego na 2014 (PLN 360m inwestycji, z czego PLN 160m ze środków własnych). Oczekujemy, że spółka może w tym celu emitować nowe serie obligacji. Szacujemy również, że w wyniku poprawy wskaźników po sprzedaży obiektów handlowych marże na kolejnych emisjach mogą ulec obniżeniu.

## Nowe emisje.

Spółka	Oprocentowanie	Zabezpieczenie	Termin wykupu	Wartość nominalna (PLN)	Status
Echo Investment		b.d.	b.d.	200.000.000	w planie
P4	5.25%, 6.5%, WIB3M+3.5%	tak (2/3 transze)	2018	*900.000.000	zakończona
PGE		b.d.	b.d.	b.d.	w planie
PKN Orlen		b.d.	b.d.	*500.000.000	w planie
Aforti Holding	9.00%	brak	2015	5.000.000	w trakcie
Austrada Wlkp.		b.d.	2028	3.000.000.000	w planie
BGK		b.d.	b.d.	1.500.000.000	w planie
CI Games		b.d.	b.d.	5.000.000	w planie
Enea		b.d.	b.d.	5.000.000.000	w planie
Ghelamco Invest		b.d.	tak	250.000.000	w trakcie
GTC		b.d.	b.d.	*50.000.000	w planie
Kompania Węglowa		b.d.	b.d.	1.230.000.000	w planie
Mieszko	4.00%	brak	2015	123.417.000	w trakcie
MIT		b.d.	b.d.	55.000.000	w planie
Orphée		b.d.	b.d.	40.000.000	w planie
PCZ	WIBOR3M+5.50%	b.d.	2016	50.000.000	w trakcie
PKO BP (progr. EMTN)	2.32%	brak	2019	*500.000.000	zakończona
PTH	11.00% (12.00%)	b.d.	2020	*300.000.000	w planie
Siódemka		b.d.	brak	60.000.000	w planie
Tauron		b.d.	b.d.	1.500.000.000	w planie

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

\*Dane w euro

**Catalyst: Obligacje z najwyższą premią oraz dyskontem**

Spółka	Seria	Kurs	Bież. oproc.
BGK (GPW)	IDS1018	111.00	6.25
BGK (BS)	IDS1018	110.13	6.25
BGK	IDS1022	108.60	5.75
Meritum Bank	MRT0421	107.00	8.50
IPF Investments	IPP0615	106.10	10.21
Warimpex	WXB0316	106.05	9.70
BBI Dev.	BBI0215	106.00	9.21
Dominium	DMM0714	105.50	9.70
Multimedia P.	MMP0617	105.45	6.70
E-Kancelaria	EKA0515	105.30	12.00
Cash Flow	CFL0414	85.00	12.00
Trust	TRU1214	82.00	7.70
Milmex	MLX0414	73.99	9.01
Werth-Holz	WHH1214	73.00	8.85
GPF Causa	GPF0214	72.00	15.00
Gant Dev.	GNT0314	60.94	8.20
Milmex	MLX0714	60.48	9.70
Digate	DGT0414	37.00	14.00
Orzeł	ORL0814	35.00	11.00
Gant Dev.	GNT0814	28.00	11.00

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Wzrosty i spadki. Największe obroty.**

Wzrosty kursów w minionym tygodniu odbyły się przy bardzo małych wolumenach. Najwyższy obrót wśród 10 najbardziej zyskujących papierów wyniósł jedynie PLN 57k. Obrót na najbardziej drożących papierach: DGT0414 spółki **Digate** wyniósł jedynie PLN 2.7k. W wyniku transakcji na tej serii kurs urósł o 7pp, do 37% wartości nominalnej. YTM tej zapadającej w kwietniu serii wynosi obecnie 950%. Znaczny wzrost kursu odnotowały też debiutujące w zeszły poniedziałek obligacje EPC0716 spółki **Ekopaliwa Chełm**. Kurs tej serii wzrósł o 3.1pp przy obrocie PLN 39k, a cena na koniec tygodnia uplasowała się na poziomie 103.1% wartości nominalnej.

Największy spadek kursu odnotowano na obligacjach **Milmexu** serii MLX0714, które potaniały o 9pp, do 60.5% wartości nominalnej. Obrót na serii wyniósł jednak tylko PLN 6.8k. Znaczny obrót odnotowano na obligacjach ORL0814 spółki **Orzeł**, które potaniały o 5pp przy obrocie przekraczającym PLN 400k. Seria z 8 miesięcznym okresem do wykupu jest obecnie handlowana na 35% wartości nominalnej, a YTM obligacji wynosi 245%.

Największy obrót w minionym tygodniu odnotowano na notowanych na BondSpot obligacjach **mBanku** MBK1223. W ciągu tygodnia wartość obrotu na serii wyniosła PLN 7.8m, a kurs serii spadł o 1pp do 101%. Obroty na całym rynku wyniosły PLN 38.7m, 25% mniej niż tydzień wcześniej.

**Informacje ze spółek.**

**ECHO INVESTMENT (21.01)** – Spółka rozważa program publicznej emisji obligacji, którego celem będzie pozyskanie środków do PLN 200m. Deweloper planuje wprowadzić wyemitowane serie obligacji na Catalyst. Spółka nie złożyła jeszcze prospektu do KNF.

Echo Investment posiada obecnie pięć emisji obligacji, z których trzy są notowane na Catalyst. łączna wartość nominalna emisji dewelopera wynosi PLN 945m. Za ostatnią ofertę publiczną, z czerwca 2013, spółka płaci kupon w wysokości 3.5pp ponad WIBOR6M.

**P4 (20.01)** – Spółka zakończyła proces emisji obligacji i pozyskała z rynku EUR 900m, o EUR 30m więcej niż wynosił pierwotny plan. Papiery są podzielone na trzy transe:

1. Transza zabezpieczona o wartości EUR 600m. 5-letni termin do wykupu, możliwość wcześniejszego wykupu po 2 latach. Oprocentowanie na poziomie 5.25%.
2. Transza zabezpieczona, o wartości PLN 130m (EUR 30m). 5-letni termin do wykupu, możliwość wcześniejszego wykupu po roku. Transza o zmiennym oprocentowaniu WIBOR3M+3.5%.
3. Transza bez zabezpieczenia, o wartości EUR 270m. 5-letni termin do wykupu, możliwość wcześniejszego wykupu po 2.5 roku. Oprocentowanie na poziomie 6.50%.

Środki mają być wykorzystane głównie na refinansowanie zadłużenia w chińskich bankach. Ponadto P4 zamierza po raz pierwszy wypłacić dywidendę z pozyskanych środków. Jej wartość może wynieść PLN 1.3bn oraz ma być alternatywą do sprzedaży spółki przez obecnych akcjonariuszy.

Moody's przyznał spółce dominującej rating B1 z perspektywą stabilną. Taki sam rating otrzymały zabezpieczone transe, natomiast transza bez zabezpieczenia otrzymała rating B2.

**PGE (24.01)** – Spółka zakłada możliwość emisji obligacji lub euroobligacji w związku z inwestycją w Opolu. Wartość inwestycji wynosi PLN 11.6bn, kwota ma zostać pozyskana zarówno ze środków zewnętrznych, jak i wewnętrznych. Przedstawiciele PGE dodali, że otrzymali już pozytywny odzew od potencjalnych kredytodawców. Nakłady inwestycyjne w tym roku mają wynieść PLN 0.7bn, natomiast w przyszłym PLN 3.8bn.

**PKN ORLEN (24.01)** – Wiceprezes poinformował na konferencji, że spółka nie wyklucza emisji euroobligacji w tym roku. Wartość emisji miałyby wynieść EUR 500m. Wiceprezes dodał, że lepsza na emisję byłaby pierwsza połowa roku, jednak na razie czeka na odpowiedni moment.

Do tej pory spółka skupiała się na emisji obligacji na rodzimym rynku. Orlen jest w trakcie programu emisji obligacji detalicznych o wartości PLN 1bn, do tej pory w ramach programu spółka pozyskała PLN 700m. Atrakcyjne pozostaje także oprocentowanie obligacji w ramach tego programu, za najnowszą emisję Orlen płaci 1.3pp ponad WIBOR3M (obecnie 4.0%). Dla porównania posiadające euroobligacje spółki takie jak Energa czy PGNiG płacą za emisje kupon w wysokości odpowiednio 3.25% i 4.00% wartości nominalnej.

**Catalyst: Obligacje wg tygodniowego obrotu**

Spółka	Seria	Zmiana (%)	Obrót (PLNk)
mBank	MBK1223	-1.00	7 847.59
BGK	IDS1018	0.00	5 627.05
BGK	IDS1022	0.00	5 500.10
BGK	BGK1016	0.00	4 046.76
GTC	GTC0418	-1.00	2 513.55
Multimedia P.	MMP0520	-0.40	1 685.93
PKN Orlen	PKN0617	0.10	1 413.34
PKN Orlen	PKN1117	0.14	1 202.74
Getin Noble	GNB1219	0.00	700.80
Getin Noble	GNB0318	0.30	627.87

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Retowność polskich obligacji, stawki WIBOR, stopa procentowa**

Retowność obligacji dwuletnich	3.01%
Retowność obligacji pięcioletnich	3.68%
Retowność obligacji dziesięcioletnich	4.42%
WIBOR6M	2.72%
WIBOR3M	2.70%
Stopa referencyjna	2.50%

Źródło: Bloomberg

Catalyst: Obligacje zapadające do końca czerwca

Data wykupu	Spółka	Wartość (PLNm)	Premia/dyskonto
2014.01.29	IIF	5	n.d.
2014.02.04	Kruk	20	n.d.
2014.02.17	Dekpol	13	0.0%
2014.02.17	Marka	4	-4.0%
2014.02.21	BBI Development	27	-0.5%
2014.02.21	BBI Development	5	0.0%
2014.02.23	GPF Causa	0	-28.0%
2014.02.26	East Pictures	1	-7.0%
2014.02.28	AOW Faktoring	10	0.7%
2014.03.03	Navi Group	1	0.0%
2014.03.23	Akcept Finance	3	-0.7%
2014.03.26	Oshee Polska	5	0.5%
2014.03.27	Gant Dev.	26	-39.1%
2014.03.27	Organika	35	-0.5%
2014.03.31	MCI Mgmt	35	0.3%
2014.04.04	Kredyt Inkaso	60	0.7%
2014.04.05	Digate	1	-63.0%
2014.04.15	LC Corp	100	0.6%
2014.04.18	Ronson Europe	5	0.0%
2014.04.25	Milmex	13	-26.0%
2014.04.25	Minox	5	-3.2%
2014.04.26	Cash Flow	1	-15.0%
2014.04.29	GC Investment	18	-2.0%
2014.04.30	Nettle	1	0.0%
2014.05.06	Warimpex	26	0.0%
2014.05.11	BGK	1000	0.1%
2014.05.23	Ferratum Capital	28	0.0%
2014.05.25	Kruk	25	1.4%
2014.05.26	Best	10	0.5%
2014.05.29	Ferratum Capital	6	0.8%
2014.06.03	Trust	22	-10.0%
2014.06.12	Indygotech Mat.	1	0.5%
2014.06.17	Mera	4	0.0%
2014.06.22	Best II NS FIZ	30	2.5%
2014.06.27	Prefabet-B. B.	5	-0.3%
2014.06.30	Admiral Boats	3	0.6%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

## Kredyt Pod Lupą: Rank Progress.

### Wyniki spółki za trzeci kwartał 2013

Przychody spółki w ciągu ostatnich czterech kwartałów (4Q12-3Q13) spadły do PLN 39.5m, o 72% w porównaniu z analogicznym okresem rok wcześniej (4Q11-3Q12). Zmiana ta to przede wszystkim efekt wysokiej bazy związanej ze zdarzeniami jednorazowymi, które wystąpiły pod koniec 2011. W szczególności była to sprzedaż hipermarketu OBI za PLN 31.8 i sprzedaż gruntu spółce IKEA za PLN 39.2m. Z perspektywy samych czynszów z najmu powierzchni, które są kluczowym elementem powtarzalnych przychodów spółki, wpływy z czynszów w ostatnich czterech kwartałach obniżyły się jedynie o 5.4% r/r, do PLN 38.2m.

EBITDA skorygowana o przeszacowania wartości nieruchomości wzrosła w ciągu ostatnich 4 kwartałów o 51%, do PLN 9.29m. W efekcie dzięki niższej bazie przychodów marża EBITDA wzrosła do 23.5%, z 4.3% rok wcześniej. Wynik netto, po skorygowaniu o rewaluację nieruchomości, różnice kursowe oraz po znormalizowaniu stopy podatku dochodowego, w okresie 4Q12-3Q13 wyniósł PLN -12.2m i był wyższy o PLN 1.3m w porównaniu z okresem 4Q11-3Q12.

### Rank Progress: Wyniki finansowe

	3Q12	3Q13	% YoY	4Q11-3Q12	4Q12-3Q13	% YoY
Przychody ogółem	8.896	9.821	10.4%	142.757	39.515	-72.3%
Przychody z najmu	9.021	9.920	10.0%	40.395	38.199	-5.4%
Zysk netto ze sprzedaży	0.534	0.770	44.2%	10.082	1.814	-82.0%
Rewaluacje	28.386	-10.663		18.817	20.095	
EBITDA*	0.652	1.176	80.4%	6.148	9.286	51.0%
marża EBITDA	7.3%	12.0%		4.3%	23.5%	
EBIT*	0.292	0.840	187.7%	4.831	7.851	62.5%
marża EBIT	3.3%	8.6%		3.4%	19.9%	
Koszty finansowe netto**	-4.400	-7.807		-21.404	-22.893	
Skoryg. wynik netto***	-3.327	-5.643	n.m.	-13.424	-12.184	n.m.

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

\* EBIT i EBITDA skorygowane w wpływ przeszacowań wartości nieruchomości

\*\* Koszty finansowe netto skorygowane o różnice kursowe

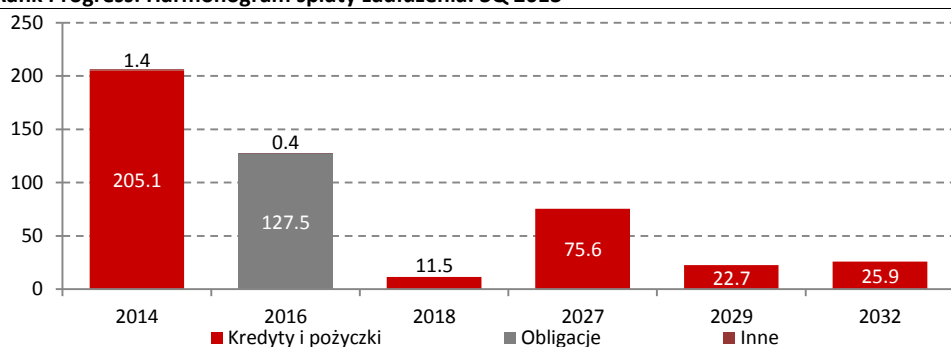
\*\*\* Wynik netto skorygowany o rewaluację nieruchomości, różnice kursowe oraz po znormalizowaniu stopy podatku dochodowego

### Zadłużenie

Na koniec 3Q Rank Progress posiadał PLN 485.8m zadłużenia brutto, głównie kredyty i pożyczki, które stanowiły 60% wartości zadłużenia. Obligacje natomiast odpowiadały za 39% wartości długu. Poziom gotówki wynosił PLN 8.9m, zadłużenie netto na koniec kwartału PLN 476.8m. Po ostatnim dniu bilansowym zaszły istotne zmiany w strukturze zadłużenia. Deweloper dokonał w grudniu częściowego wykupu obligacji serii D o wartości PLN 23.3m od spółki ElSORIA będącej w posiadaniu byłego członka zarządu spółki. W zamian ElSORIA udzieliła deweloperowi pożyczki w wysokości PLN 25.0m. Ponadto na końcu listopada BRE udzielił spółce kredytu na EUR 5.4m (PLN 22.7m). W grudniu zapadła emisja obligacji spółki serii C, której wartość nominalna wynosiła PLN 55m. W celu zebrania brakujących środków na spłatę papierów na początku grudnia spółka wyemitowała nową serię obligacji E o wartości PLN 18m.

Obecnie szacujemy, że wartość długu brutto powinna być niższa o PLN 15.8m i wynosić ok. PLN 470m, a udział kredytów wzrósł do 73% wartości długu. W tym roku spółce zapada dług o wartości PLN 206.5m. Głównie są to dwa kredyty związane z Galerią Piastów w Legnicy o wartości EUR 42.7m (PLN 180.0m), zapadające na końcu sierpnia oraz pożyczka od spółki ElSORIA na PLN 25m.

### Rank Progress: Harmonogram spłaty zadłużenia. 3Q 2013\*



Źródło: Dane spółki, GPW Catalyst, cBonds, obliczenia DI Investors

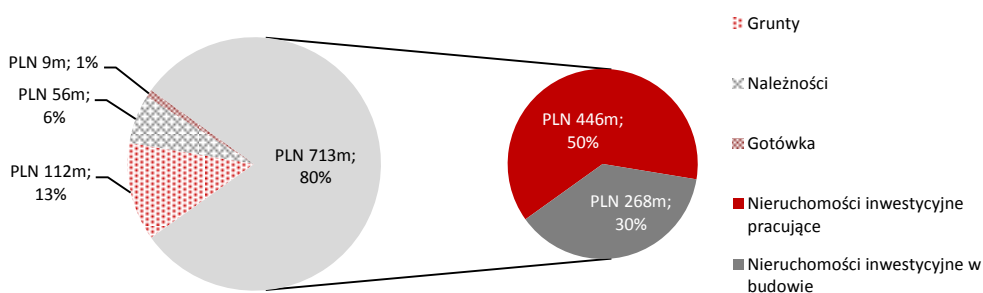
\* harmonogram skorygowany o nowe kredyty, pożyczki i wykupy obligacji

### Portfel nieruchomości

Ze względu na specyfikę działalności polegającą na budowie i wynajmie powierzchni handlowych 73% wartości aktywów stanowią nieruchomości inwestycyjne (PLN 713m), z czego PLN 446m (50% sumy bilansowej) to gotowe nieruchomości przynoszące przychody z najmu. Ponadto na portfel nieruchomości Rank Progress składają się także grunty o wartości bilansowej PLN 112m (13% struktury aktywów). Wartość bilansowa całego portfela nieruchomości na koniec trzeciego kwartału wyniosła PLN 825m.

W swoim portfelu Rank Progress posiada 10 nieruchomości pracujących, z których największe projekty to Galeria Piastów w Legnicy, jej 3 etapy zostały wycenione przez spółkę na PLN 251.0m, oraz Galeria Świdnicka (PLN 118.8m). Kolejne 15 nieruchomości spółka klasyfikuje jako będące w budowie, wśród tej grupy największe projekty to obiekty w Chojnicach (PLN 117.3m) i w Pile (PLN 43.1m).

### Rank Progress: Struktura aktywów. 3Q 2013.



*Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors*

Struktura aktywów w najbliższym czasie może ulec znacznej zmianie. Prezes spółki ogłosił, że jest w trakcie negocjacji sprzedaży 4 obiektów: dwóch gotowych – Galerii Świdnickiej i Parku Handlowego Pasaż Wiśłany w Grudziądzu (łącna wartość bilansowa PLN 140.7m) oraz dwóch obiektów, które na koniec 3Q znajdowały się w budowie – jednego w Chojnicach oraz jednego w Oleśnicy (łącna wartość bilansowa PLN 135.5m).

Łączna wartość bilansowa obiektów przeznaczonych do sprzedaży wynosi PLN 276.2m, dług związany z obiektami wynosi ok. PLN 160m. Sprzedaż obiektów po cenie bilansowej może przynieść spółce PLN 116m. Jeżeli sprzedaż wszystkich obiektów dojdzie do skutku po cenie bilansowej, to wartość portfela nieruchomości spadnie o 33%, do PLN 550m i będzie stanowić 67% wartości aktywów (wcześniej 85%). Rank Progress ocenia jednak, że sprzedaż obiektów może przynieść nawet PLN 140m gotówki netto.

Prezes spółki Jan Mrocza w wywiadzie dla Parkietu zapewnia, że w bieżącym roku zamierza wydać na inwestycje PLN 360m, z czego PLN 200m pozyska z kredytów. Kluczowe inwestycje dla spółki w najbliższym czasie to centra handlowe w Mielcu, Olsztynie, Kielcach i Wejherowie. W wywiadzie dla Pulsu Biznesu prezes szacuje, że wydatki na te inwestycje w bieżącym roku wyniosą PLN 146m.

### Przepływy pieniężne i zdolność do spłaty zobowiązań

Przepływy operacyjne w spółce uległy znacznej poprawie w ciągu ostatnich czterech kwartałów, w porównaniu z analogicznym okresem rok wcześniej. Po słabym roku 2012 w okresie 4Q12-3Q13 operacyjne przepływy pieniężne wyniosły PLN 4.5m w porównaniu z PLN -22.9m w okresie 4Q11-3Q12. Po skorygowaniu CFO o zmiany w kapitale obrotowym w ostatnich czterech kwartałach przepływy operacyjne wyniosły PLN -3.7m. Dodatni przepływ operacyjny przed korektą to przede wszystkim efekt wzrostu zobowiązań.

W ostatnim okresie spółka uzyskała znacznie niższe wpływy z tytułu sprzedaży nieruchomości niż rok wcześniej. W okresie 4Q12-3Q13 Rank Progress sprzedał nieruchomości jedynie za PLN 8m, w porównaniu z PLN 180m rok wcześniej. Taka zmiana wymusiła na spółce znaczny wzrost zadłużenia, z PLN 372 na koniec 3Q12 do PLN 486m na koniec 3Q13, aby utrzymać wielkość inwestycji.

### Rank Progress: Przepływy pieniężne i zadłużenie

	3Q12	3Q13	4Q11-3Q12	4Q12-3Q13
CFO	-2.0	2.7	-22.9	4.5
CFO Pre-WC	-3.1	1.6	-27.5	-3.7
Wpływy ze sprzedaży nieruchomości	2.2	0.1	179.7	8.0
Inwestycje w nieruchomości	21.7	21.2	103.0	84.4
Odsetki	-2.3	-2.6	-21.9	-18.5
Aktywa*			842.0	961.6
Kapitał własny			440.5	442.9
Dług brutto*			372.3	470.0
Dług netto			323.6	476.8
Gotówka			48.7	8.9

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

\* skorygowane o nowe kredyty, pożyczki i wykupy obligacji

Obecnie spółka jest w stanie znów zredukować poziom zadłużenia w związku z szansą sprzedaży czterech obiektów. Jeżeli Rank Progress sprzedałby inwestycje po wartości bilansowej na koniec 3Q, to zainkasowałby PLN 276.2m. Po spłacie zadłużenia w wysokości ok. PLN 160m deweloperowi zostałoby PLN 117m gotówki lub jak szacuje prezes spółki nawet PLN 140m, gdyż wartość bilansowa dwóch obiektów na koniec 3Q wciąż była ujmowana jako nieruchomości w budowie.

### Rank Progress: Wskaźniki zadłużenia przed i po sprzedaży nieruchomości\*

	Przed	Po
Aktywa (PLNm)	977.4	818.3
Dług brutto (PLNm)	485.8	325.8
Dług netto (PLNm)	476.8	200.7
Dług netto/kapitał własny	1.08	0.45
Dług netto/aktywa	0.49	0.25

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

\* wskaźniki przy założeniu ceny sprzedaży nieruchomości po wart. bilansowej

Jeżeli spółka zainkasuje PLN 276m w gotówce, to dług netto obniży się o tę samą kwotę, do PLN 201m. Dług brutto spadnie natomiast o wartość spłaconego zadłużenia: PLN 160m, do kwoty ok. PLN 326m. Pasywa spółki również spadną o wartość spłaconego zadłużenia – PLN 160m, do PLN 803m. W efekcie stosunek długu netto do kapitału własnego obniży się z 1.08 do 0.49, a dług netto/aktywa do 0.25 z 0.45.

Po planowanych transakcjach sprzedaży centrów handlowych spółka powinna pozyskać PLN 117m – PLN 140m gotówki. Na końcu sierpnia zapadają dwa kredyty związane z Galerią Piastów o wartości PLN 180m, a następnie, pod koniec listopada, pożyczka od spółki ElSORIA na kwotę PLN 25m. Oznacza to, że spółka będzie potrzebowała w drugiej połowie roku PLN 65m – PLN 88m środków na spłatę zobowiązań lub zdecydować się refinansować niektóre umowy kredytowe.

### Emisje obligacji

Po dokonaniu w grudniu terminowego wykupu serii C o wartości nominalnej PLN 55m spółce pozostały dwie emisje obligacji. Pierwsza z nich została wyemitowana w czerwcu zeszłego roku, a jej głównym celem, tak samo jak kolejnej emitowanej serii E, było zebranie środków na wykup grudniowej serii C. Od razu po czerwcowej emisji Rank Progress dokonał częściowego wykupu serii C w wysokości PLN 45m (początkowa wartość serii wynosiła PLN 100m). Najnowsza emisja obligacji – seria E została wyemitowana 9 dni przed terminem wykupu serii C, aby zebrać brakujące na wykup środki.

Oczekujemy, że spółka może dokonać kolejnych emisji obligacji w tym roku w związku z zapadającymi zobowiązaniami finansowanymi na kwotę PLN 205m. Ponadto spółka planuje pozyskać dodatkowe PLN 200m w postaci kredytu inwestycyjnego, a kolejne PLN 160m chce przeznaczyć na inwestycje ze środków własnych. Jednak w obecnej sytuacji finansowej, aby spłacić zapadający dług i utrzymać plan inwestycyjny oczekujemy, że Rank Progress może dokonać emisji obligacji.

Jeżeli wskaźniki spółki poprawią się według naszych oczekiwań to deweloper powinien liczyć na niższe marże na oprocentowaniu niż dotychczas. Z oczekiwanymi po spłacie długu wskaźnikami dług netto/kapitał własny i dług netto/aktywa na poziomie odpowiednio 0.45 i 0.25 spółka obniży dźwignię do podobnego poziomu do Polnordu czy LC Corp, odpowiednio dług/kapitał własny i dług/aktywa na poziomie 0.47 i 0.27 dla Polnordu oraz 0.40 i 0.25 dla LC Corp. Spółki te po raz ostatni emitowały obligacje płacąc odpowiednio 4.85pp marży ponad WIBOR w przypadku Polnordu i 3.80pp w przypadku LC Corp.

### Rank Progress: Emisje obligacji

Seria	Wart. emisji (PLNm)	Data emisji	Data wykupu	Oprocentowanie	YTM (24.12)	Cena (24.12)
RNK0616, D	131.750	2013-06-14	2016-06-14	WIBOR6M+5.50%	8.13%	99.98%
RNK0616, E	18.000	2013-12-04	2016-06-14	WIBOR6M+marża	b.d.	b.d.

Źródło: Dane spółki, GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

## Ratingi i notowania.

### Ratingi Fitch na polskie banki

Spółka	ING	Pekao	BZ WBK	Alior Bank	Millennium	BRE	Getin Noble
Rating	A	A-	BBB	BB	BBB-	A	BB
Data	24/01/2014	24/01/2014	12/04/2013	9/5/2013	5/20/2013	5/20/2013	5/20/2013
Perspektywa	negatywna	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna

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 (m)	Tygodniowa zmiana ceny (pkt. proc.)	Kurs zamknięcia (24.01.2014)	Z-spread z zamknięcia (24.01.2014)
BOŚ	11.05.2016	6.000%	EUR	250	0.01	109.45	108.95
mBank	12.10.2015	2.750%	EUR	500	-0.01	102.46	68.01
mBank	08.10.2018	2.500%	CHF	200	0.35	101.98	148.94
Ciech	30.11.2019	9.500%	EUR	245	-0.49	114.93	394.73
Cyfrowy Polsat	20.05.201	7.125%	EUR	350	-0.15	106.98	-19.20
Energa	19.03.2020	3.250%	EUR	500	0.32	103.41	123.54
PGNiG	14.02.2017	4.000%	EUR	500	-0.08	106.61	102.01
PKO BP	21.12.2015	2.536%	CHF	500	0.13	102.83	84.16
PKO BP	21.10.2015	3.733%	EUR	800	-0.04	104.35	58.81
PKO BP	07.07.2016	3.538%	CHF	250	0.09	105.83	85.12
PKO BP	26.09.2022	4.630%	USD	1 000	0.78	101.15	191.11
PKO BP	23.01.2019	2.324%	EUR	500	-0.09	100.54	107.98
Polish Television H.	15.05.2017	11.25%	EUR	260	0.00	103.00	b.d.
Polkomtel	31.01.2020	11.75%	EUR	543	-0.14	121.03	301.32
Polkomtel	31.01.2020	11.63%	USD	500	0.00	119.50	371.43
Polkomtel	15.08.2020	14.25%	USD	201	-1.29	109.58	b.d.
TPSA	22.05.2014	6.000%	EUR	700	-0.10	101.66	15.80
TVN	15.11.2018	7.875%	EUR	175	0.37	106.62	-738.97
TVN	15.12.2020	7.375%	EUR	430	-0.22	109.56	417.50
ZŁOMREX	01.02.2014	8.500%	EUR	170	0.56	72.13	b.d.

Źródło: Bloomberg, obliczenia DI Investors

## Wskaźniki zadłużenia: Deweloperzy.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 września 2013

Spółka	Seria (ostatnia emisja na Catalyst)		Kurs zamknięcia (27.01.2014)		Dług netto/EBITDA	EBIT/Odsetki zapłacone	Dług netto/Kapitały własne	
	YTM			Oprocentowanie			własne	Dług netto/Aktywa
BBI Development	BBI0216	9.11%	100.00%	WIBOR6M+6.50%	14.8x	1.0x	65%	34%
Dom Development	DOM0318	5.10%	100.80%	WIBOR6M+2.65%	1.2x	2.1x	10%	5%
Gant Development	GNT0814	299.3%	28.00%	11.00%	-1.9x	-8.5x	211%	61%
LC Corp	LCC0515	6.35%	100.00%	WIBOR6M+3.80%	3.1x	7.5x	40%	25%
Marvipol	MVP0914	7.48%	99.50%	WIBOR3M+4.29%	6.9x	1.7x	168%	36%
Polnord	PND0116	6.89%	101.00%	WIBOR3M+4.85%	10.8x	1.0x	47%	27%
Rank Progress	RNK0616	8.13%	99.98%	WIBOR6M+5.00%	16.2x	1.5x	108%	49%
Robyg	ROB0616	5.33%	104.00%	WIBOR6M+4.50%	3.5x	1.5x	34%	12%
Ronson	RON0716	5.63%	103.50%	WIBOR6M+4.55%	2.7x	1.8x	27%	17%
Warimpex**	WXB0316	6.57%	106.05%	WIBOR6M+7.00%	7.8x	1.0x	*214%	65%
Wikana	WIK0713	n.d.	n.d.	n.d.	8.0x	1.5x	91%	26%
Włodarzewska**	WLD0516	11.14%	97.90%	WIBOR3M+7.50%	3.3x	4.6x	103%	37%

\*NNNAV zamiast Kapitałów własnych, \*\*Dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 2013

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

## Wskaźniki zadłużenia: Spółki wierzytelnościowe.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 września 2013

Spółka	Seria (ostatnia emisja na Catalyst)		Kurs zamknięcia (27.01.2014)		Dług netto/EBITDA	EBIT/Odsetki zapłacone	Dług netto/Kapitały własne	
	YTM			Oprocentowanie			własne	Dług netto/Aktywa
Best	BST0916	8.04%	102.00%	8.98%	0.8x	9.2x	45%	26%
Cash Flow	CFL0414	87.08%	85.00%	12.00%	-46.2x	-0.3x	259%	64%
DTP	DTP1114	7.19%	101.60%	WIBOR3M+6.75%	0.5x	9.0x	14%	9%
Fast Finance*	FFI0116	7.32%	104.10%	WIBOR6M+7.00%	4.0x	1.7x	140%	21%
Kredyt Inkaso*	KRI0916	6.42%	104.50%	WIBOR6M+5.70%	4.1x	2.0x	141%	53%
Kruk	KRU1018	6.23%	103.69%	WIBOR3M+4.00%	3.4x	3.1x	143%	50%
MW Trade	MWT0616	6.33%	101.50%	WIBOR6M+4.40%	25.2x	1.0x	731%	87%
Pr. Faktoring	PRF0315	6.05%	101.00%	WIBOR6M+4.50%	6.8x	2.5x	156%	58%
Pr. Inkaso	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	6.2x	2.9x	174%	56%
PRESCO	PRE0815	5.16%	103.50%	WIBOR6M+5.00%	2.3x	2.8x	45%	25%

\*Dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 2013

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

## Catalyst: Podsumowanie tygodnia.

Spółka	Seria	Data wykupu	Oprac. w bieżącym okresie (%)	Narosłe odsetki (PLN)	Kurs zamknięcia					Tygodniowa zmiana kursu (pkt. proc.)	Tygodniowy obrót w PLNk		
					24.01	23.01	22.01	21.01	20.01		Sesyjny	Pakietowy	Razem
2C Partners	2CP0415	2015.04.30	11.5000	0.00	100.74	100.25	100.26	100.26	100.30	0.44	36.14	0.00	36.14
2C Partners	2CP0914	2014.09.30	9.6600	0.74	100.06	100.06	100.06	100.06	100.06	0.00	3.42	0.00	3.42
<b>A</b>													
Admiral Boats	ADM0415	2015.04.16	9.9000	4.07	102.86	103.00	103.00	103.00	102.00	0.86	15.49	0.00	15.49
Admiral Boats	ADM0614	2014.06.30	9.1600	0.70	100.60	100.50	100.50	101.00	101.00	-0.40	42.49	0.00	42.49
Akcept Finance	AFC0314	2014.03.23	11.2000	38.97	99.30	99.30	99.30	99.30	98.70	0.60	41.23	0.00	41.23
AOW Faktoring	AOW0214	2014.10.28	10.2000	1.70	100.68	100.68	100.68	100.68	100.68	0.58	5.62	0.00	5.62
AOW Faktoring	AOW0416	2016.04.26	7.6600	0.04	101.50	101.50	101.50	101.50	101.50	0.00	1.93	0.00	1.93
Airon Investment	ARN0315	2015.03.19	9.1500	10.78	99.58	99.63	99.63	99.63	99.74	-0.16	8.05	0.00	8.05
<b>B</b>													
BBF	BBF0615	2015.06.29	11.0000	0.93	99.80	99.00	99.00	99.00	99.00	0.80	3.00	0.00	3.00
Best	BST0514	2014.05.26	11.2000	19.64	100.50	100.50	100.50	100.50	101.50	-1.00	117.77	0.00	117.77
Best	BST0516	2016.05.28	7.3500	1.23	101.40	101.40	101.40	101.40	101.50	-0.10	103.95	0.00	103.95
Best	BST0916	2016.09.28	8.9800	3.00	102.00	102.00	102.00	102.00	102.00	0.00	105.68	0.00	105.68
BGK	BGK1016	2016.10.05	3.7100	11.69	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	4 046.76	0.00	4 046.76
BGK	IDS1018	2018.10.24	6.2500	16.44	111.00	111.00	111.00	111.00	111.00	0.00	5 627.05	0.00	5 627.05
BGK	IDS1022	2022.10.25	5.7500	14.97	108.60	108.60	108.60	108.60	108.60	0.00	5 500.10	0.00	5 500.10
BOŚ	BOE1014	2014.10.04	4.4100	14.14	100.00	101.00	101.00	101.00	101.00	-1.00	5.07	0.00	5.07
<b>C</b>													
Capital Park	CAP0715	2015.07.09	7.7200	0.40	101.20	101.20	101.00	100.50	100.98	0.25	56.99	0.00	56.99
Casus Finanse	CAS0515	2015.05.28	7.5500	1.26	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	0.00	10.23	0.00	10.23
CDRL	CDL1014	2014.10.07	8.2100	6.30	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	16.08	0.00	16.08
Ciech	CI11217	2017.12.05	7.7000	116.03	104.05	104.05	104.05	104.00	104.00	0.05	105.13	0.00	105.13
CI Games	CIG1214	2014.12.18	8.1500	9.15	100.00	100.00	100.29	99.90	99.90	0.06	45.38	0.00	45.38
Czerwona Torebka	CZT0416	2016.04.15	7.7100	221.79	99.50	99.25	99.50	99.25	99.00	0.50	111.61	0.00	111.61
<b>D</b>													
Digate	DGT0414	2014.04.05	14.0000	8.82	37.00	40.00	40.00	36.00	33.00	7.00	2.68	0.00	2.68
Dekpol	DKP0214	2014.02.17	8.9600	4.07	99.98	99.98	99.98	99.98	97.73	2.25	2.60	0.00	2.60
Debt Trading	DTP1114	2014.11.28	9.4000	15.71	101.60	101.60	101.60	101.60	101.60	0.00	3.09	0.00	3.09
<b>E</b>													
E-Kancelaria	EKA0215	2015.02.26	11.0000	18.99	101.00	101.10	101.10	101.10	101.10	-0.10	22.64	0.00	22.64
E-Kancelaria	EKA0616	2016.06.27	10.0000	0.88	101.05	100.60	100.60	100.25	100.70	0.35	39.16	0.00	39.16
E-Kancelaria	EKA0715	2015.07.11	10.5800	4.93	102.69	103.00	103.00	101.92	101.92	0.77	41.01	0.00	41.01
E-Kancelaria	EKA1014	2014.10.29	8.7000	21.69	99.90	99.70	99.70	99.70	99.94	0.20	16.30	0.00	16.30
E-Kancelaria	EKA1115	2015.11.06	10.0000	2.27	100.10	100.70	100.70	100.70	100.70	-0.60	0.51	0.00	0.51
E-Kancelaria	EKA1214	2014.12.17	8.7000	10.01	99.68	99.68	99.68	99.68	100.40	-0.72	6.03	0.00	6.03
Ekopaliwa Chełm	EPC0716	2016.07.31	15.0000	0.00	103.14	102.10	102.20	104.00	101.62	3.14	39.27	0.00	39.27
Eurocent	ERC0815	2015.08.30	10.0000	1.62	100.09	100.09	100.09	100.09	100.09	-0.06	29.80	0.00	29.80
<b>F</b>													
Ferro	FRO0416	2016.04.04	8.2100	26.09	102.80	102.80	102.80	102.80	102.80	0.29	38.99	0.00	38.99
<b>G</b>													
Gant Development	GNT0814	2014.08.28	11.0000	18.99	28.00	28.00	28.00	29.49	29.49	-1.49	8.19	0.00	8.19
GC Investment	GCI0414	2014.04.29	9.2000	23.19	98.00	98.00	97.50	97.50	97.50	0.50	4.01	0.00	4.01
Getin Noble	GNB1020	2020.10.07	5.7100	17.68	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.50	9.15	0.00	9.15
Getin Noble Bank	GNB0218	2018.02.23	6.4700	28.01	101.49	101.48	101.38	101.39	100.31	0.06	562.99	0.00	562.99
Getin Noble Bank	GNB0220	2020.02.28	5.8200	24.40	100.20	100.20	100.20	100.20	100.25	-0.05	15.37	0.00	15.37
Getin Noble Bank	GNB0318	2018.03.23	6.2800	21.85	100.81	100.33	100.65	100.65	100.60	0.30	627.87	0.00	627.87
Getin Noble Bank	GNB0320	2020.03.30	5.8000	19.07	99.50	99.50	99.50	99.50	100.20	-0.70	38.52	0.00	38.52
Getin Noble Bank	GNB0418	2018.04.27	6.2500	15.75	100.20	101.00	101.00	101.00	101.00	-0.51	59.16	0.00	59.16
Getin Noble Bank	GNB0420	2020.04.27	5.8000	14.62	99.50	99.30	99.30	99.30	99.57	-0.07	85.75	0.00	85.75
Getin Noble Bank	GNB0518	2018.05.23	6.2500	10.96	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	-0.50	14.28	0.00	14.28
Getin Noble Bank	GNB0620	2020.06.05	5.7000	8.43	99.90	99.90	99.90	99.50	99.50	0.40	113.39	0.00	113.39
Getin Noble Bank	GNB0720	2020.07.10	5.7200	2.82	99.50	99.60	99.60	99.50	99.50	0.00	150.63	0.00	150.63
Getin Noble Bank	GNB0819	2019.08.27	6.2700	26.45	100.80	101.00	101.00	101.00	100.75	-0.30	104.48	0.00	104.48
Getin Noble Bank	GNB0820	2020.08.28	5.7200	23.98	99.95	99.95	99.95	100.00	100.00	-0.05	4.09	0.00	4.09
Getin Noble Bank	GNB0919	2019.09.26	6.2600	21.27	100.80	100.80	100.80	100.80	100.80	-0.20	15.42	0.00	15.42
Getin Noble Bank	GNB1019	2019.10.21	6.2600	16.98	100.35	100.55	100.55	100.55	100.55	-0.20	30.65	0.00	30.65
Getin Noble Bank	GNB1119	2019.11.18	6.1500	11.96	100.54	101.00	101.00	101.00	101.00	-0.46	3.05	0.00	3.05
Getin Noble Bank	GNB1219	2019.12.23	6.1500	6.07	100.50	100.50	100.50	100.60	100.50	0.00	700.80	0.00	700.80
Gino Rossi	GRI0615	2015.06.26	9.4700	8.56	103.00	103.20	103.20	103.20	103.20	-0.20	2.08	0.00	2.08
GPW	GPW0117	2017.01.02	3.8900	0.30	100.35	100.30	100.30	100.38	100.44	-0.09	306.46	0.00	306.46
Granit-Color	GRA0816	2016.08.08	9.5000	21.08	100.50	100.50	100.50	100.50	100.50	0.00	2.05	0.00	2.05
GTC	GTC0418	2018.04.30	6.7000	1 633.70	99.00	99.00	99.00	99.00	100.00	-1.00	2 513.55	0.00	2 513.55
<b>I</b>													
Instalexport	INE1015	2015.10.19	9.4600	26.18	98.90	98.90	98.90	98.90	99.49	-0.59	10.14	0.00	10.14
Invista	INV0615	2015.06.18	9.6500	11.10	97.20	97.20	97.20	97.20	97.20	0.00	26.54	0.00	26.54





Spółka	Seria	Data wykupu	Oproc. w bieżącym okresie (%)	Narosłe odsetki (PLN)	Kurs zamknięcia					Tygodniowa zmiana kursu (pkt. proc.)	Tygodniowy obrót w PLNk		
					24.01	23.01	22.01	21.01	20.01		Sesyjny	Pakietowy	Razem
<b>U</b>													
Uboat - Line	UBT0415	2015.04.22	9.0000	1.73	100.08	100.05	100.10	100.10	100.10	-0.02	63.12	0.00	63.12
Uboat - Line	UBT0914	2014.09.11	12.1500	15.65	101.50	101.60	101.80	101.80	101.80	0.00	31.99	0.00	31.99
Uboat - Line	UBT0915	2015.09.27	8.7000	7.39	99.90	99.90	99.90	99.90	100.00	-0.10	30.16	0.00	30.16
Uniserv-Piecbud	PCB1015	2015.10.02	9.2100	2.98	100.30	100.30	100.30	100.30	100.30	0.00	12.28	0.00	12.28
<b>V</b>													
VIG	VIG0115	2015.01.30	12.0000	0.00	101.40	101.40	101.40	101.40	101.40	0.00	31.91	0.00	31.91
Voxel	VOX0716	2016.07.31	7.7100	0.00	102.55	102.50	102.50	102.50	102.50	0.05	12.31	0.00	12.31
<b>W</b>													
Werth-Holz	WHH1214	2014.12.07	8.8500	1.26	73.00	73.50	73.50	73.50	73.50	-0.50	7.13	0.00	7.13
Włodarzewska	WLO0516	2016.05.15	10.1600	20.60	97.40	97.40	97.40	97.40	98.00	-0.60	8.95	0.00	8.95
Włodarzewska	WLO1214	2014.12.15	8.1500	0.98	96.00	96.00	97.00	97.00	97.00	-1.00	387.84	0.00	387.84
Work Service	WSE1016	2016.10.04	7.4600	4.91	102.10	102.10	102.10	102.10	102.85	-0.75	13.33	0.00	13.33
WZRT-Energia	WZR1115	2015.11.16	9.6600	1.93	102.20	102.20	102.00	102.20	102.10	0.10	0.72	0.00	0.72
<b>Z</b>													
ZPS Krzętle	ZPS1214	2014.12.30	12.5000	0.99	98.00	98.89	96.50	98.90	98.90	-0.90	1.27	0.00	1.27
<b>RAZEM</b>										37 237.85	1 501.00	38 738.85	

Źródło: GPW Catalyst, 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).

Analicyści 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. Nikt z DI Investors oraz jego pracowników nie będzie odpowiedzialny za podjęcie jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej publikacji.

DI Investors jest autorem tego dokumentu. DI Investors nie gwarantuje, że podjął jakiegokolwiek kroki 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 ze 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 OGÓLNIJE PUBLIKOWANE NA PODSTAWIE POLSKIEGO PRAWA.

Wszelkie znaki towarowe, oznaczenia i logo zawarte w niniejszym dokumencie stanowią znaki towarowe, oznaczenia lub logo 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.