

Catalyst: Obligacje wg tygodniowych zmian cen

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Werth-Holz	WHH1214	3.00	37.41
BGK	IDS1022	1.55	565.17
BBF	BBF0615	1.40	1.62
PCC Rokita	PCR0615	1.28	52.76
E-Kancelaria	EKA1016	1.00	24.57
AOW Faktoring	AOW0416	0.99	2.57
Marvipol	MVP0914	0.80	35.00
PCC Rokita	PCR1014	0.80	34.01
BGK	IDS1018	0.80	1.11
Organika	ORK0314	0.75	3.12
PCC Rokita	PCR0416	-1.09	31.59
Admiral Boats	ADM0714	-1.10	37.17
PC Guard	PCG0415	-1.20	10.41
Uniserv-Piecbud	PCB1015	-1.20	1.04
Minox	MNX0414	-1.55	49.95
SAF	SAF1115	-1.96	31.29
Orzeł	ORL0814	-3.00	7.63
GC Investment	GCI0414	-4.00	9.27
Milmex	MLX0714	-7.50	1.55
Jedynka	JED0415	-10.97	0.27

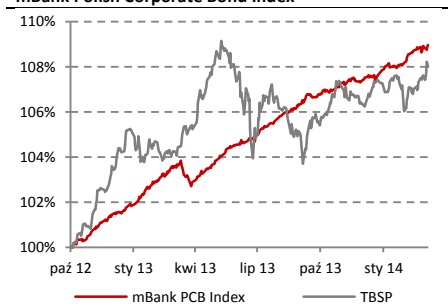
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Dzień ustalenia praw do odsetek

Dzień	Spółka	Seria	Bież. oproc.
	PCC Rokita	PCR0615	8.30%
10.03	CI Games	CIG1214	8.15%
	Invista	INV0615	9.65%
11.03	M.W. Trade	MWT0316	7.13%
12.03	Dominium	DMM0914	9.83%
	Getin Noble Bank	GNQ0917	6.20%
	Am. Heart of Pol.	AHP0916	7.23%
13.03	Fast Finance	FFI0315	10.23%
	Kruk	KRU0316	7.08%
	Akcept Finance	AFC0314	11.20%
14.03	Getin Noble Bank	GNB0318	6.28%
	Invista	INV1215	8.95%

Źródło: GPW Catalyst

mBank Polish Corporate Bond Index



Tygodniowa zmiana mBank PCB Index	0.05%
Tygodniowa zmiana TBSP Index	0.36%

Źródło: Bloomberg

Marek Szymański

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@investors.pl

Maciej Wardejn

(+48) 22 378 9216

Maciej.Wardejn@investors.pl

Tydzień w skrócie – główne wydarzenia.

OBROTY NA CATALYST – Wartość obrotów na oblig. korp. w lutym wyniosła PLN 162, w porównaniu z PLN 374 w styczniu (-57% m/m). Wartość emisji nie zmieniła się m/m (PLN 53 mld).

CI GAMES – Spółka przygotowuje się do emisji obligacji o wartości PLN 5m. Środki mają zostać przeznaczone na ukończenie produkcji gier Enemy Front i Lords of the Fallen.

NETTLE – Spółka zakończyła przydział obligacji serii L o wartości PLN 15m. Termin zapadalności papierów wynosi 3 lata. Papiery mają trafić na rynek Catalyst.

ORGANIKA – Spółka zakończyła emisję obligacji serii D. Maksymalna wartość emisji wyniosła PLN 10m. Inwestorzy złożyli zapisy na papiery o wartości nominalnej PLN 6.2m.

WIND MOBILE – Spółka podjęła uchwałę o emisji obligacji do PLN 15m w celu przejęcia Software Mind. Oprocentowanie trzyletnich papierów wyniesie WIBOR3M+5.9%.

Spółki po wynikach.

GINO ROSSI – W 2013 spółka poprawiła marżę brutto o 3pp do 45%. Mimo nowej emisji obligacji o wartości PLN 15m dług netto pozostał płasko w porównaniu z poprzednim kwartałem (PLN 45m).

MULTIMEDIA – Dług brutto spadł o PLN 62m k/k w wyniku dalszego procesu przedterminowego wykupu obligacji. Zysk netto w 2013 wyniósł PLN 71m i wzrósł o 44% r/r.

PRÓCHNIK – Spółka na koniec 4Q13 posiadała PLN 3m gotówki netto oraz płynność znacznie przekraczającą średnią w branży. Dzięki poprawie wyników może zwiększać dzwignię finansową.

Kredyt po Lupą: Ronson Europe NV.

Wyniki Ronsona za czwarty kwartał 2014 były słabsze, zarówno w porównaniu z poprzednim kwartałem, jak i czwartym kwartałem 2012, jednak wyższe od oczekiwań rynkowych. Dług netto spadł o PLN 7m k/k, do PLN 120m i jest najniższy od końca 2011.

W wyniku spadku EBITDA pogorszył się stosunek długu netto do EBITDA, do 6.21x na koniec 2013 z 6.04x na koniec 2012. Jednocześnie dług netto/kapitał własny spadł do 0.26x z 0.36x w 2012.

Spółka planuje w najbliższym czasie zamknięcie transakcji zakupu nowych gruntów przy ulicy Jaśminowej na warszawskim Mokotowie. Ronsonowi do zapłaty pozostało PLN 63m, które według wypowiedzi zarządu spółka mogłaby częściowo pozyskać w drodze emisji obligacji.

Nowe emisje.

Spółka	Oprocentowanie	Zabezp.	Termin wykupu	Wartość nominalna (PLN)	Status
CI Games	b.d.	b.d.	b.d.	5.000.000	w planie
Credit Agricole Polska	b.d.	brak	2017	300.000.000	w trakcie
Nettle	b.d.	wierzyt.	2017	15.000.000	zakończona
Organika	8.25%	hipoteka	2017	10.000.000	w trakcie
Polfa	b.d.	b.d.	b.d.	1.067.000	zakończona
Wind Mobile	WIBOR3M+5.9%	akcje	2017	15.000.000	w trakcie
Autostrada Wlkp.	b.d.	b.d.	2028	3.000.000.000	w planie
Best	b.d.	b.d.	b.d.	300.000.000	w planie
BGK	b.d.	b.d.	b.d.	1.500.000.000	w planie
Bogdanka	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	w planie (2014)
BZ WBK	b.d.	b.d.	b.d.	3.000.000.000	w planie (1H14)
Enea	b.d.	b.d.	b.d.	5.000.000.000	w planie
GTC	b.d.	b.d.	b.d.	200.000.000	w trakcie
Integer	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	w planie
Kompania Węglowa	b.d.	b.d.	2018	1.230.000.000	w planie
Millennium	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	w planie (1H14)
Mirbud	b.d.	b.d.	2017/18	50.000.000	w planie (02.2014)
PCC Rokita	b.d.	b.d.	b.d.	200.000.000	w trakcie
PGE	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	w planie
PKN Orlen	b.d.	b.d.	b.d.	*500.000.000	w planie
PTH	11.00%/ 12.00%	b.d.	2020	*300.000.000	w planie
PZ Cormay	b.d.	tak	2017	40.000.000	w planie
PZU	b.d.	b.d.	ok. 2024	3.000.000.000	w planie (1H14)
Tauron	zmiennie	b.d.	2019-2028	5.000.000.000	w planie
Unibep	b.d.	b.d.	b.d.	20.000.000	w planie (02.2014)
Warimpex	b.d.	b.d.	b.d.	*50.000.000	w planie (2016-2018)
Wikana	b.d.	hipoteka	2016	4.000.000	w trakcie

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	IDS1022	109.45	5.75
BGK	IDS1018	109.00	6.25
Meritum Bank	MRT0421	108.50	8.50
Warimpex	WXB0316	106.05	9.70
BBI Dev.	BBI0215	106.00	9.24
Dominium	DMM0714	105.50	9.70
Ekopaliwa Ch.	EPC0716	104.51	15.00
E-Kancelaria	EKA0515	104.50	12.00
Kredyt Inkaso	KRI0916	104.50	8.44
Multimedia Pol.	MMP0617	104.45	6.70
Cash Flow	CFL0414	85.00	12.00
Trust	TRU1214	82.00	7.70
Werth-Holz	WHH1214	81.00	8.91
Gant Dev.	GNT0314	78.99	8.20
Milmex	MLX0414	73.99	9.01
Milmex	MLX0714	49.96	9.70
Digate	DGT0414	40.00	14.00
Jedynka	JED0415	35.03	8.46
Orzeł	ORL0814	30.00	11.00
Gant Dev.	GNT0814	27.10	11.00

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Obligacje wg tygodniowego obrotu

Spółka	Seria	Zmiana (%)	Obrót (PLNk)
Ghelamco Inv.	GHI0714	0.50	5 071.53
HB Reavis Fin.	HBR1117	0.50	5 033.20
Getin Noble	GNB0819	-0.15	2 163.56
PKN Orlen	PKN1117	-0.02	2 038.19
Eurocash	EUH0618	0.00	2 018.19
Polnord	PND0116	-1.00	1 062.85
PKN Orlen	PK11117	-0.10	714.85
Robyg	ROB0116	0.00	630.36
PKN Orlen	PKN0617	-0.31	616.34
Getin Noble	GNB0218	0.00	603.59

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Retowność polskich obligacji, stawki WIBOR, stopa procentowa

Retowność obligacji dwuletnich	3.04%
Retowność obligacji pięcioletnich	3.67%
Retowność obligacji dziesięcioletnich	4.28%
WIBOR6M	2.74%
WIBOR3M	2.71%
Stopa referencyjna	2.50%

Źródło: Bloomberg

Największe obroty. Wzrosty i spadki.

Obroty na rynku Catalyst w minionym tygodniu wyniosły PLN 29.1m w porównaniu z PLN 40.8m tydzień wcześniej. Najwyższe obroty odnotowano na obligacjach **Ghelamco Invest**, wartość obrotów na serii GHI0714 wyniosła PLN 5.1m, a kurs wzrósł o 50 punktów bazowych, do 100.5% wartości nominalnej. Obrót na obligacjach spółki **HB Reavis Finance** serii HBR1117 wyniósł PLN 5.0m, a kurs tych obligacji wzrósł o 50 punktów bazowych, do 100.5% wartości nominalnej.

Najwyższy wzrost kursu odnotowano na obligacjach serii WHH1214 spółki **Werth-Holz**. Kurs obligacji wzrósł o 3 punkty procentowe, do 81% wartości nominalnej. Obrót na serii wyniósł jedynie PLN 37k. W wyniku wzrostu kursu rentowność serii spadła do 39.5%. Obligacje **BGK** serii IDS1022 podrożały o 155 punktów bazowych, do 109.45% wartości nominalnej przy obrocie wynoszącym prawie PLN 600k.

Silne spadki w minionym tygodniu odbyły się przy bardzo małych obrotach, które nie przekraczały zwykle PLN 50k. Najwyższy spadek kursu kolejny tydzień z kolei odnotowano na papierach **Jedynki**, która pod koniec lutego złożyła wniosek o upadłość. Kurs serii JED0415 obniżył się o 11 punktów procentowych przy obrocie nieprzekraczającym PLN 1k. Znaczną obniżkę kursu odnotowano również na papierach **Milmexu** serii MLX0714, który w czwartek podał wyniki. Na czwartkowej sesji obligacje potaniały o 7.5 punktu procentowego, 50% wartości nominalnej przy obrocie PLN 2k. O 1 punkt procentowy, do 100% wartości nominalnej, potaniały obligacje **Polnordu** serii PND0116 przy obrocie wynoszącym PLN 1.1m.

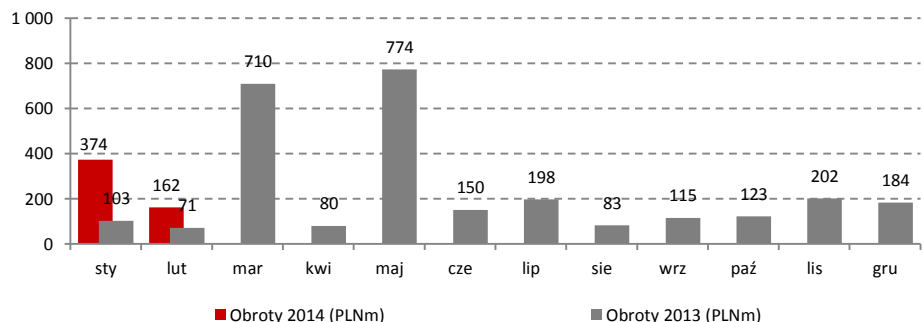
Obroty na Catalyst w lutym.

Wartość obrotów na obligacjach korporacyjnych (z wyłączeniem listów zastawnych i obligacji spółdzielczych) w lutym wyniosła PLN 162m, w porównaniu z PLN 374m w styczniu, co oznacza spadek o 57% m/m. W lutym zeszłego roku jednak obroty też były niższe w porównaniu ze styczniem (PLN 71m w lutym vs. PLN 103m w styczniu). Najwyższe obroty odnotowano na papierach Kredyt Inkaso – KRI1216 oraz GTC – GTC0418, wyniosły one odpowiednio PLN 14.1m i PLN 10.0m.

Wartość emisji obligacji korporacyjnych na koniec lutego wynosiła PLN 53 mld i nie zmieniła się w porównaniu do końca stycznia. Liczba emitentów zmniejszyła się o 2 spółki, do 133, natomiast liczba emisji obligacji korporacyjnych wzrosła o 4 serie, do 296 emisji.

W lutym na Catalyst zadebiutowało 15 nowych emisji, w tym 4 nowych emitentów, o łącznej wartości PLN 223m.

Catalyst: Wartość obrotów na obligacjach korporacyjnych*



* z wyłączeniem listów zastawnych i obligacji spółdzielczych
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Obligacje zapadające do końca września 2014

Data wykupu	Spółka	Wartość (PLNm)	Premia/dyskonto
2014.03.03	Navi Group	1	n.d.
2014.03.23	Akcept Finance	3	-2.0%
2014.03.26	Oshee Polska	5	0.0%
2014.03.27	Gant Dev.	26	-21.0%
2014.03.27	Organika	35	-0.2%
2014.03.31	MCI Mgmt	35	-0.5%
2014.04.05	Digate	1	-60.0%
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	-9.6%
2014.04.26	Cash Flow	1	-15.0%
2014.04.29	GC Investment	18	-12.0%
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	0.4%
2014.05.29	Ferratum Capital	6	0.8%
2014.06.03	Trust	22	-10.0%
2014.06.12	Indygotech Mat.	1	-0.3%
2014.06.17	Mera	4	0.0%
2014.06.27	Prefabet-B.B.	5	-6.0%
2014.06.30	Admiral Boats	3	-0.8%
2014.07.09	Milmex	5	-50.0%
2014.07.10	Bank Pocztowy	200	0.0%
2014.07.15	Masterform	1	1.0%
2014.07.15	Erbud	50	0.0%
2014.07.16	Dominium	2	5.5%
2014.07.21	Ghelamco Invest	150	0.3%
2014.07.21	Ghelamco Invest	50	0.5%
2014.07.30	PTI	5	1.0%
2014.07.31	Admiral Boats	3	0.0%
2014.08.12	MO-BRUK	50	-8.1%
2014.08.13	Kopa-Haus	6	0.2%
2014.08.22	Murapol	25	0.0%
2014.08.22	Orzeł	10	-70.0%
2014.08.23	P.R.E.S.C.O.	30	0.7%
2014.08.23	Redan	0	-1.0%
2014.08.28	Gant Dev.	22	-72.9%
2014.08.29	Polfa	3	0.0%
2014.09.05	Koncept WS	12	0.7%
2014.09.06	Kruk	35	1.5%
2014.09.08	The Farm 51 Gr.	1	3.6%
2014.09.11	Uboat - Line	1	0.9%
2014.09.16	Marvipol	31	0.0%
2014.09.22	Dominium	5	-1.0%
2014.09.30	2C Partners	2	0.2%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Spółki po wynikach.

MULTIMEDIA POLSKA – Przychody spółki w 2013 wyniosły PLN 699m, co oznacza wzrost o 2% r/r. Na wzrost sprzedaży pozytywnie wpłynął 7% wzrost r/r w segmencie usług internetowych, który został jednak częściowo zniwelowany przez 7% spadek r/r w segmencie usług telefonicznych. Zysk EBITDA w 2013 wyniósł PLN 340m i wzrósł o 2% r/r, a marża EBITDA pozostała na tym samym poziomie, co rok wcześniej – 48.5%. O 44% r/r zwiększył się zysk netto w 2013 i wyniósł PLN 71m. Jest to głównie wyniki naliczenia dodatniego odroczonego podatku w wysokości PLN 28m.

W porównaniu z trzecim kwartałem 2013 pogorszyła się płynność spółki, wartość aktywów obrotowych spadła ze 107% zobowiązań bieżących na koniec 3Q13 do 97% na koniec 4Q13. Poprawiło się natomiast pokrycie zadłużenia generowanym zyskiem EBITDA oraz kapitałem własnym. Dług brutto spadł w ciągu czwartego kwartału o PLN 62m, głównie w wyniku kontynuacji procesu przedterminowego wykupu obligacji serii MMP0416, MMP0617 i MMP1115. Ich wykup był warunkiem emisji obligacji konsolidacyjnych z maja 2013 MMP0520 o wartości PLN 1.04 mld.

Multimedia Polska: Wyniki finansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2012	2013	%r/r
Przychody ze sprzedaży	686	699	2%
Zysk brutto ze sprzedaży	135	133	-2%
EBITDA	332	340	2%
EBIT	133	144	8%
Zysk netto	49	71	44%
3Q13			
4Q13			
Aktywa	1 388	1 635	18%
Aktywa obrotowe	350	226	-35%
Gotówka	130	102	-21%
Kapitał własny	165	213	29%
Zobowiązania długoterminowe	1 245	1 188	-5%
Zobowiązania bieżące	328	233	-29%
Dług brutto	1 323	1 261	-5%
Dług netto	1 443	1 319	-9%
Aktywa obrotowe/zob. bieżące	1.07x	0.97x	
Dług netto/kapitał własny	8.74x	6.18x	
Dług netto/12M EBITDA	3.95x	3.88x	

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

GINO ROSSI – Przychody spółki w 2013 wyniosły PLN 219m, 4% więcej niż w 2012. W wyniku wzrostu zysku brutto ze sprzedaży o 12% r/r, do PLN 99m, marża brutto ze sprzedaży wzrosła do 45% z 42% w 2012. W wyniku wzrostu kosztów finansowych netto zysk po opodatkowaniu spadł o 59% r/r i wyniósł PLN 1.8m.

W ciągu minionego kwartału spółka pozyskała finansowanie w wysokości PLN 15m w drodze emisji obligacji w celu zwiększenia kapitału obrotowego. W efekcie stosunek krótkoterminowych aktywów i zobowiązań wzrósł do 1.5x na koniec 2013, z 1.0x na koniec trzeciego kwartału. Mimo nowej emisji dług netto pozostał na tym samym poziomie k/k, gdyż spółka większość pozyskanych środków wciąż trzyma w gotówce. Stosunek długu netto do EBITDA uległ dalszemu obniżeniu do 3.18x na koniec 2013, z 3.55x na koniec 2012 i 3.25x na koniec trzeciego kwartału.

Gino Rossi: Wyniki finansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2012	2013	%r/r
Przychody ze sprzedaży	209.2	218.5	4%
Zysk brutto ze sprzedaży	88.5	98.9	12%
EBITDA	12.4	14.0	13%
EBIT	6.4	8.2	28%
Zysk netto	4.2	1.8	-59%
3Q13			
4Q13			
Aktywa	172.2	187.0	9%
Aktywa obrotowe	72.5	109.8	51%
Gotówka	3.2	12.3	286%
Kapitał własny	67.6	69.1	2%
Zobowiązania długoterminowe	30.4	45.5	49%
Zobowiązania bieżące	74.2	72.5	-2%
Dług brutto	47.3	56.9	20%
Dług netto	44.1	44.6	1%
Aktywa obrotowe/zob. bieżące	0.98x	1.51x	
Dług netto/kapitał własny	0.65x	0.65x	
Dług netto/12M EBITDA	3.25x	3.18x	

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Spółki po wynikach.

PRÓCHNIK – Przychody spółki w 2013 wyniosły PLN 31.5m i były wyższe o 51% r/r. Zysk brutto ze sprzedaży wzrósł o 66%, do PLN 17.9m, a marża poprawiła się do 57% w 2013 z 52% w 2012. W wyniku 30% wzrostu kosztów sprzedaży oraz spadku pozostałych przychodów operacyjnych netto zysk EBITDA wzrósł jedynie o 13% r/r, do PLN 14m.

Spółka poprawiła płynność w porównaniu z trzecim kwartałem, stosunek aktywów obrotowych od zobowiązań bieżących wzrósł z 2.6x do 2.8x. W Próchniku wysoka wartość tego wskaźnika to przede wszystkim efekt trzymania zapasów o wartości ponad PLN 16m, podczas gdy zobowiązania handlowe wynoszą jedynie PLN 5.5m.

W czwartym kwartale spółka dokonała nowej emisji obligacji o wartości PLN 6m. W wyniku spłaty części pozostałych zobowiązań finansowych dług brutto wzrósł o PLN 2.2m k/k.

Próchnik: Wyniki finansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2012	2013	%r/r
Przychody ze sprzedaży	20.8	31.5	51%
Zysk brutto ze sprzedaży	10.8	17.9	66%
EBITDA	12.4	14.0	13%
EBIT	0.6	2.2	264%
Zysk netto	0.3	4.2	1440%
	3Q13	4Q13	
Aktywa	78.8	83.0	5%
Aktywa obrotowe	32.1	32.1	0%
Gotówka	9.3	10.0	7%
Kapitał własny	61.5	63.3	3%
Zobowiązania długoterminowe	4.4	7.8	78%
Zobowiązania bieżące	12.4	11.6	-7%
Dług brutto	4.7	6.9	47%
Dług netto	-4.6	-3.1	-33%
Aktywa obrotowe/zob. bieżące	2.59x	2.77x	
Dług netto/kapitał własny	-0.07x	-0.05x	
Dług netto/EBITDA	n.m.	n.m.	

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Informacje ze spółek.

CI GAMES (06.03) – W najbliższym czasie spółka planuje przeprowadzić emisję obligacji o wartości PLN 5m. Środki mają zostać przeznaczone na ukończenie produkcji Enemy Front i Lords of the Fallen. Prezes poinformował, że po emisji spółka nie będzie już w tym roku potrzebować dodatkowego finansowania.

W sierpniu 2013 r. spółka informowała, że potrzebuje ponad PLN 20m na dokończenie produkcji Enemy Front (FPS na Play Station 3, Xbox360 i PC) oraz Lords of the Fallen (dark-fantasy action RPG na nową generację konsol i PC). We wrześniu zostały wyemitowane niezabezpieczone obligacje serii E (CIG1214) za PLN 5.7m, w grudniu CI Games pozyskało PLN 11m z emisji akcji, a w lutym spółka otrzymała kredyt w wysokości PLN 5m zabezpieczony na akcjach prezesa.

Obligacje wyemitowane we wrześniu są oprocentowane WIBOR3M+5.5% i zapadają w grudniu 2014. Spłata kredytu przypada na marzec 2015, a jego oprocentowanie wynosi WIBOR1M+3.0%.

CREDIT AGRICOLE POLSKA (5.03) – Spółka rozpoczęła sprzedaż trzyletnich obligacji o wartości maksymalnej PLN 300m. Budowa księgi popytu potrwa do 17 marca, współprowadzącymi emisję są Pekao, mBank oraz ING. Nie podano szczegółów emisji.

Jest to druga emisja obligacji banku. W październiku 2013 Credit Agricole dokonał emisji trzyletnich obligacji o wartości PLN 200m. Oprocentowanie tej emisji jest oparte na stopie WIBOR3M powiększonej o 110 punktów bazowych marży.

NETTLE (04.03) – Spółka zakończyła emisję obligacji serii L o wartości PLN 15m. Termin zapadalności papierów wynosi 3 lata. Obligacje zostały objęte przez kilka podmiotów oraz kilkanaście osób fizycznych. Zarząd poinformował, że seria trafi na Catalyst w ciągu dwóch tygodni od zakończenia subskrypcji. Oprocentowanie papierów zostanie podane w momencie wprowadzenia papierów do obrotu.

ORGANIKA (06.03) – Spółka zakończyła emisję obligacji serii D. Maksymalna wartość emisji wynosiła PLN 10m. Inwestorzy złożyli zapisy na papiery o wartości nominalnej PLN 6.2m. Dolną granicą powodzenia emisji były zapisy na obligacje o wartości co najmniej PLN 6m. Termin zapisu na obligacje serii D miał pierwotnie trwać do 18 lutego, spółka przedłużyła jednak ten termin o kolejne 2 tygodnie – do 4 marca. Zarząd planuje wprowadzić serię do obrotu na Catalyst.

W dniu 27 marca mija termin zapadalności obligacji serii C2 (ORK0314) o wartości PLN 35m. Seria C jest jedyną serią obligacji spółki notowaną obecnie na Catalyst.

POLFA (04.03) – Spółka zakończyła emisję obligacji serii D. Maksymalna wartość emisji wynosiła PLN 2m, zapisy złożyło 21 inwestorów, którzy objęli papiery o łącznej wartości PLN 1.07m. Według informacji podawanych w styczniu mają to być obligacje trzyletnie. Celem emisji ma być zakup pakietu większościowego w fabryce farmaceutycznej zlokalizowanej w Rosji.

Spółka była jednym z pierwszych emitentów, którzy zdecydowali się na emisję obligacji w trybie publicznym bez publikowania prospektu emisyjnego. W grudniu Polfa zamknęła publiczną emisję obligacji serii C, z której pozyskała PLN 6m.

WIND MOBILE (04.03) – Spółka podjęła uchwałę o emisji obligacji o maksymalnej wartości PLN 15m. Oprocentowanie trzyletnich papierów będzie oparte na stopie WIBOR3M powiększonej o 590 punktów bazowych. Aby emisja doszła do skutku inwestorzy muszą złożyć zapisy na obligacje o wartości co najmniej PLN 12m. Środki pozyskane z emisji zostaną przeznaczone na zakup 100% udziałów w spółce Software Mind, które jednocześnie będą stanowić zabezpieczenie papierów.

Zapisy na obligacje są prowadzone od 4-17 marca, a przydział obligacji ma według harmonogramu nastąpić 19 marca. Termin wprowadzenia serii na Catalyst jest przewidywany na 30 kwietnia. W plasowaniu emisji pomaga Noble Securities.

Kredyt pod Lupą: Ronson Europe NV.

Wyniki za czwarty kwartał 2014 słabsze r/r, jednak powyżej oczekiwań

Ronson Europe w czwartym kwartale 2013 odnotował przychody ze sprzedaży w wysokości PLN 39.1m. Przychody były 69% niższe niż w 4Q12 i 32% niższe niż w 3Q13, jednak 6% wyższe od oczekiwań rynkowych. Spadek przychodów to przede wszystkim efekt spadku przekazania mieszkań w ostatnim kwartale do 98 w porównaniu z 241 rok wcześniej i 135 w poprzednim kwartale. O 29% r/r wzrosła natomiast sprzedaż mieszkań, która wyniosła 154 lokale w 4Q13 (119 w 4Q12 i 123 w 3Q13). Wzrost ten odbył się pozytywnie na gotówkowych przepływach operacyjnych, które wyniosły w czwartym kwartale PLN 9.2m w porównaniu z PLN -1.7m rok wcześniej.

Znacząco spadła marża brutto ze sprzedaży, która wyniosła w 4Q13 15.5% i była niższa o 2.6pp k/k i 15.5pp r/r. Na spadek marży w czwartym kwartale miały wpływ przekazania lokali w projektach z ujemną marżą: Impresio (4 lokale) i Constans (2 domy) oraz w 2 projektach z marżą około 5%: Panoramika (6 lokali) i Chilli (18 lokali). Zysk operacyjny w 4Q13 wyniósł PLN 0.8m i był o 29m niższy niż rok wcześniej (rynek oczekiwał straty operacyjnej w wysokości PLN -0.1m). Na poziomie wyniku netto rynek również oczekiwał straty w wysokości PLN -0.1m, podczas gdy spółka odnotowała zysk netto w wysokości PLN 1.7m.

Ronson: Wyniki finansowe 4Q13.

W milionach PLN

	1Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	Zmiana r/r	Zmiana k/k
Sprzedaż mieszkań	119	132	163	123	154	29%	25%
Przekazania mieszkań	241	114	127	135	98	-59%	-27%
Przychody ze sprzedaży	125.3	54.1	56.5	57.3	39.1	-69%	-32%
Zysk brutto ze sprzedaży	39.0	15.0	11.2	10.3	6.1	-4%	-41%
Marża brutto (%)	31.1%	27.7%	19.8%	18.0%	15.6%	-	-
EBITDA	29.6	9.0	5.2	4.2	0.9	-97%	-79%
EBIT	29.5	8.9	5.0	4.1	0.8	-97%	-81%
Marża operacyjna (%)	23.5%	16.4%	8.8%	7.2%	2.0%	-	-
Zysk netto	32.9	8.8	3.9	4.1	1.7	-95%	-58%
Marża netto (%)	25.2%	6.6%	7.0%	7.8%	2.4%	-	-
Przepływy operacyjne (CFO)	-1.7	3.5	19.7	21.3	9.2	n.m.	-57%
Dług brutto	208	200	220	200	173	-17%	-14%
Gotówka	44	38	80	73	52	18%	-28%
Dług netto	163	162	140	127	120	-26%	-6%
Aktywa	787	765	783	765	754	-4%	-1%
Kapitał własny	40	469	465	469	467	2%	0%

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Struktura zadłużenia zdominowana przez długoterminowe obligacje

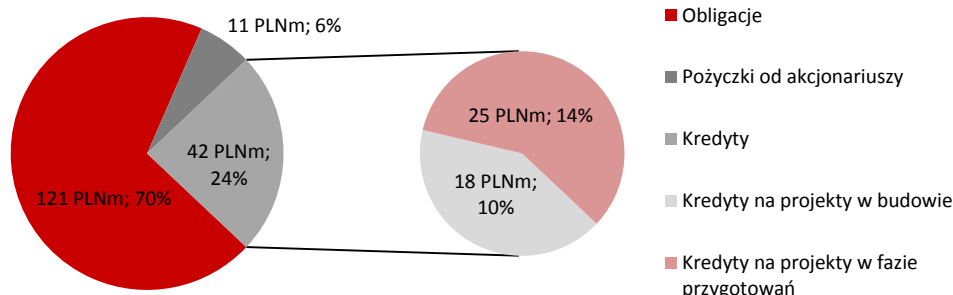
W czwartym kwartale 2013 zadłużenie brutto spółki wyniosło PLN 173m i było niższe o PLN 28m w porównaniu z poprzednim kwartałem. Poziom gotówki uległ obniżeniu o PLN 21m k/k do PLN 52m. Poziom ten wystarcza na pokrycie 260% krótkoterminowych zobowiązań finansowych spółki. Dług netto spadł w porównaniu z poprzednim kwartałem o PLN 7m, do PLN 120m.

W minionym roku deweloper dokonał trzech emisji obligacji na kwotę PLN 116m na przełomie czerwca i lipca. Spółce udało się też zakończyć w październiku przedterminowy wykup obligacji serii B z terminem zapadalności przypadającym na kwiecień 2014 o wartości PLN 15.7m. O kolejne PLN 8m zmniejszyło się saldo kredytów spółki, PLN 50m do PLN 42m.

Zadłużenie spółki składa się głównie z obligacji, stanowiących 70% całego długu. Kredyty przypisane do konkretnych projektów i zabezpieczone ich hipoteką odpowiadają za 24% zadłużenia (w tym 14% to kredyty na projekty w budowie, a 10% na projekty w przygotowaniu). Pozostałe 6% to pożyczki od akcjonariuszy i partnerów grupy. W bieżącym roku spółce zapada zadłużenie o wartości PLN 20m, w 2015 natomiast wymagalny staje się kredyt o wartości PLN 28m, w latach 2016-2017 Ronsonowi zapadają pozostałe zobowiązania finansowe o łącznej wartości PLN 128m. Największa wartość zobowiązań do spłaty przypada na 2017, gdy mija termin zapadalności obligacji serii C o wartości PLN 84m.

Ronson: Struktura zadłużenia. Stan na 4Q13

W milionach PLN



Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Emisje obligacji

Spółka posiada obecnie cztery serie obligacji, trzy z nich są notowane na rynku detalicznym Catalyst, natomiast czwarta jest dostępna w obrocie tylko na rynku Bond Spot. Oprocentowanie wszystkich serii jest oparte na stopie WIBOR6M przy średniej ważonej marży 3.99%. W 2014 do spłaty pozostało PLN 5m obligacji serii A (RNA0414). Kolejna spłata papierów dłużnych czeka spółkę w 2016, wtedy Ronsonowi zapadają obligacje warte PLN 33m.

Ronson: Emisje obligacji

Seria	Wartość emisji (PLNm)	Oprocentowanie	Data emisji	Data wykupu	Cena zamknięcia z 7.03.2013	YTM
RNA0414, A	5.00	WIBOR6M+4.25%	2011-04-18	2014-04-18	100.00%	4.71%
RON0616, D	23.55	WIBOR6M+4.55%	2013-06-14	2016-06-14	101.50%	6.45%
RN0716, E	9.25	WIBOR6M+4.55%	2013-07-15	2016-07-15	100.00%	6.38%
RON0617, C	83.5	WIBOR6M+3.75%	2013-06-14	2017-06-14	102.60%	5.98%

Źródło: Dane spółki, GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Spadek dźwigni finansowej, ale przy pogorszeniu wskaźników wypłacalności

W 2011 i 2012 przepływy operacyjne wyniosły odpowiednio PLN -15m i PLN -36m, podczas gdy w 2013 roku Ronson wykazał dodatnie przepływy operacyjne w wysokości PLN 54m. Zysk EBITDA w 2013 był niższy o 28% niż rok wcześniej, co mimo spadku długu netto r/r wpłynęło niekorzystnie na wskaźniki zadłużenia. Stosunek długu netto do EBITDA wzrósł z 6.04x do 6.21x, a pokrycie odsetek zyskiem EBITDA obniżyło się z 1.5x do 1.2x. Spadek długu netto o PLN 43m r/r wpłynął natomiast na poprawę wskaźnika dług netto/kapitał własny z 0.36x do 0.26x.

Ronson: Przepływy pieniężne i wskaźniki wypłacalności

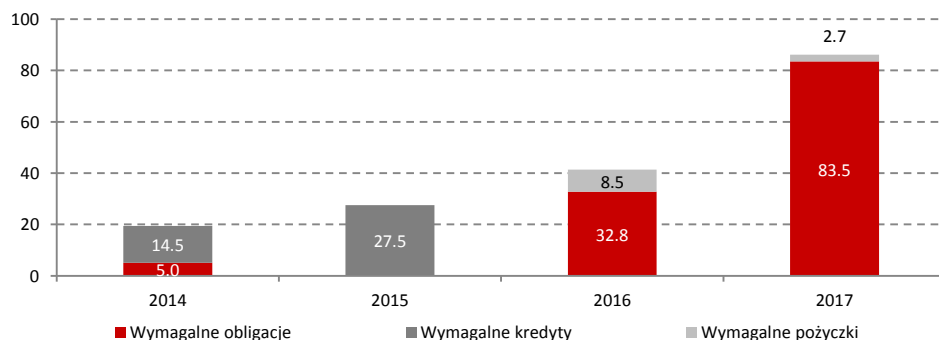
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2011	2012	2013
EBITDA	1.4	27.0	19.4
CFO	-14.9	-36.2	53.8
EBITDA/Odsetki zapłacone	0.10x	1.50x	1.23x
CFO/Odsetki zapłacone	-1.02x	-2.01x	3.40x
Dług netto/CFO	-7.83x	-4.51x	2.24x
Dług netto/EBITDA	80.68x	6.04x	6.21x
Dług netto/Kapitał własny	0.27x	0.36x	0.26x

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Ronson: Schemat spłaty zobowiązań finansowych

W milionach PLN

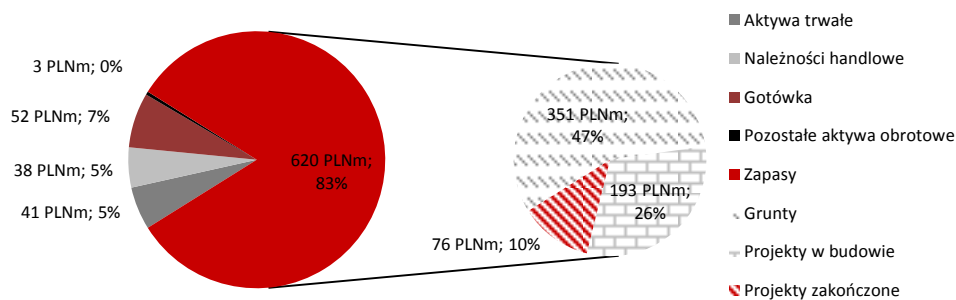


Źródło: Dane spółki, GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Aktywa spółki to głównie grunty oraz projekty w budowie

Bilans spółki po stronie aktywów składa się głównie z aktywów krótkoterminowych, które stanowią 95% całej sumy bilansowej. Największą pozycją na bilansie spółki stanowią zapasy (83% aktywów), z czego 47% to grunty, 26% aktywów to wartość projektów w budowie, a jedynie 10% (PLN 76m) to gotowe projekty. Oferta obejmuje inwestycje w Warszawie, Poznaniu, Szczecinie i Wrocławiu. Łącznie Ronson posiada w ofercie 111 gotowych lokali, natomiast w przygotowaniu jest kolejnych 698 niesprzedanych mieszkań.

Ronson: Struktura aktywów



Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Tegoroczne plany obejmują potencjalną emisję obligacji

Zarząd przewiduje sprzedaż w 2014 na poziomie 650 mieszkań, w porównaniu z 572 lokalami, które Ronson sprzedał w 2013 w tym roku. Spółka posiada ponadto znaczny bank ziemi, na którym w fazie przygotowań lub realizacji są inwestycje o łącznej ilości 4 847 mieszkań.

Spółka planuje w najbliższym czasie zakup nowych gruntów, posiada już wydzielone środki na zakup jednej działki w Warszawie o wartości kilkunastu milionów złotych. W planie jest też zakup kolejnej części działki przy ulicy Jaśminowej na warszawskim Mokotowie. Ronsonowi do zapłaty pozostało PLN 63m, które według wypowiedzi zarządu spółka mogłaby częściowo pozyskać w drodze emisji obligacji.

Ponadto Ronson planuje rozpoczęcie w tym roku budowy 1 200 mieszkań. W wyniku realizacji projektów oraz finalizacji transakcji nabycia gruntów przy ulicy Jaśminowej spółka może w tym roku zwiększyć swoje zadłużenie.

Lekkie pogorszenie Altman EM-Score

Policzyliśmy wskaźnik Altman EM-Score dla Ronsona za trzy ostatnie lata oraz dwa ostatnie kwartały. Wskaźnik ten za ostatnie 4 kwartały wyniósł 10.65, w porównaniu z 10.88 na koniec poprzedniego kwartału. Spadek k/k to przede wszystkim wynik niższego zysku operacyjnego, który za ostatnie 4 kwartały wynosi obecnie PLN 19m, natomiast za poprzednie 4 kwartały wyniósł PLN 47m.

Ronson: Altman EM-Score

	2010	2011	2012	3Q13	4Q13
Altman EM-Score	10.6	9.6	10.5	10.88	10.65
X1: 6.56 x (kapitał obrotowy/aktywa)	4.8	4.5	4.9	4.86	4.83
X2: 3.26 x (zyski zatrzymane/aktywa)	0.5	0.5	0.6	0.69	0.70
X3: 6.72 x (zysk operacyjny/aktywa)	0.3	0.0	0.2	0.42	0.17
X4: 1.05 x (kapitał własny/wartość zobowiązań)	1.7	1.3	1.5	1.66	1.71

Źródło: Dane spółki, 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	2014.01.24	2014.01.24	2013.12.04	2013.09.05	2013.05.20	2013.05.20	2013.05.20
Perspektywa	negatywna	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna

Źródło: Fitch

Ratingi Fitch na pozostałe spółki

Spółka	Energa	PKN Orlen	PGE	Tauron	Ena	Aquanet	EFL
Rating	BBB	BBB-	BBB+	BBB	BBB	BBB-	A
Data	2013.10.11	2013.08.30	2013.08.09	2013.06.21	2013.04.04	2013.03.30	2012.02.11
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 (07.03.2014)	Z-spread z zamknięcia (07.03.2014)
BOŚ	11.05.2016	6.000%	EUR	250	-0.03	109.04	109.7
mBank	12.10.2015	2.750%	EUR	500	-0.05	102.26	65.3
mBank	08.10.2018	2.500%	CHF	200	-0.14	102.26	146.9
Ciech	30.11.2019	9.500%	EUR	245	0.03	116.36	289.3
Cyfrowy Polsat	20.05.2018	7.125%	EUR	350	0.00	106.25	52.7
Energa	19.03.2020	3.250%	EUR	500	0.31	103.95	126.0
PGNiG	14.02.2017	4.000%	EUR	500	0.09	106.94	80.0
PKO BP	21.12.2015	2.536%	CHF	500	-0.16	102.59	83.1
PKO BP	21.10.2015	3.733%	EUR	800	-0.06	104.22	44.6
PKO BP	07.07.2016	3.538%	CHF	250	-0.15	105.47	86.6
PKO BP	26.09.2022	4.630%	USD	1 000	0.00	100.75	194.7
PKO BP	23.01.2019	2.324%	EUR	500	0.04	100.78	108.8
Polish Television H.	15.05.2017	11.25%	EUR	260	0.00	103.00	b.d.
Polkomtel	31.01.2020	11.75%	EUR	543	0.10	121.27	245.0
Polkomtel	31.01.2020	11.63%	USD	500	0.25	119.75	321.0
Polkomtel	15.08.2020	14.25%	USD	201	0.00	105.00	b.d.
TPSA	22.05.2014	6.000%	EUR	700	-0.12	101.03	14.0
TVN	15.11.2018	7.875%	EUR	175	0.00	106.63	274.1
TVN	15.12.2020	7.375%	EUR	430	0.48	110.41	379.2
ZŁOMREX	01.02.2014	8.500%	EUR	170	0.50	72.25	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)	YTM	Kurs zamknięcia (07.03.2014)	Oprocentowanie	Dług netto/EBITDA	EBIT/Odsetki zapłacone	Dług netto/Kapitały własne	Dług netto/Aktywa
BBI Development	BBI0216	9.12%	100.00%	WIBOR6M+6.50%	14.8x	1.0x	65%	34%
Dom Development***	DOM0318	5.11%	100.80%	WIBOR6M+2.65%	1.6x	2.6x	14%	7%
Gant Development	GNT0814	438.13%	27.10%	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	6.47%	100.00%	WIBOR3M+4.29%	6.9x	1.7x	168%	36%
Polnord	PND0116	7.45%	100.00%	WIBOR3M+4.85%	10.8x	1.0x	51%	30%
Rank Progress	RNK0616	8.63%	99.00%	WIBOR6M+5.00%	16.2x	1.5x	108%	49%
Robyg	ROB0616	6.00%	102.40%	WIBOR6M+4.50%	3.5x	1.5x	34%	12%
Ronson***	RON0716	5.98%	102.60%	WIBOR6M+4.55%	6.2x	1.2x	26%	16%
Warimpex	WXF1017	9.07%	100.00%	WIBOR6M+6.40%	11.6x	1.0x	*220%	69%
Wikana	WIK0713	n.d.	n.d.	n.d.	8.0x	1.5x	91%	26%
Włodarzewska**	WLD0516	11.63%	97.10%	WIBOR3M+7.50%	3.3x	4.6x	103%	37%

*NNNAV zamiast Kapitałów własnych, **Dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 2013 ***Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 grudnia 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)	YTM	Kurs zamknięcia (07.03.2014)	Oprocentowanie	Dług netto/EBITDA	EBIT/Odsetki zapłacone	Dług netto/Kapitały własne	Dług netto/Aktywa
Best**	BST0916	7.79%	102.50%	8.98%	0.7x	11.3x	38%	21%
Cash Flow**	CFL0414	152.72%	85.00%	12.00%	-18.1x	-0.8x	308%	66%
DTP**	DTP1114	6.29%	102.00%	WIBOR3M+6.75%	1.0x	10.6x	25%	19%
Fast Finance*	FFI0116	7.37%	103.81%	WIBOR6M+7.00%	4.0x	1.7x	140%	21%
Kredyt Inkaso**	KRI0916	6.37%	104.50%	WIBOR6M+5.70%	4.4x	2.1x	144%	54%
Kruk	KRU1018	6.28%	103.48%	WIBOR3M+4.00%	3.4x	3.1x	143%	50%
MW Trade**	MWT0616	6.55%	101.00%	WIBOR6M+4.40%	25.9x	0.9x	730%	86%
Pr. Faktoring	PRF0315	5.32%	101.60%	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%
P.R.E.S.C.O.	PRE0815	4.98%	103.50%	WIBOR6M+5.00%	2.3x	2.8x	45%	25%

*Dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 2013

**Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 grudnia 2013

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Spółka	Seria	Data wykupu	Oproc. w bieżącym okresie (%)	Narosłe odsetki (PLN)	Kurs zamknięcia					Tygodniowa zmiana kursu (pkt. proc.)	Tygodniowy obrót w PLNk		
					07.03	06.03	05.03	04.03	03.03		Sesyjny	Pakietowy	Razem
P													
Pragma Faktoring	PRF1214	2014.12.12	7.20	17.75	100.31	100.31	100.31	100.31	100.31	-0.70	8.16	0.00	8.16
Pragma Faktoring	PRF0115	2015.01.29	7.22	8.31	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	0.00	5.09	0.00	5.09
Pragma Inwestycje	PIN1014	2014.10.30	7.70	28.06	100.65	100.65	100.65	100.65	100.75	-0.10	311.05	0.00	311.05
Pragma Inwestycje	PIN0415	2015.04.07	7.21	31.21	100.51	100.51	100.51	100.51	100.51	0.00	134.59	0.00	134.59
Próchnik	PRC1215	2015.12.04	7.20	19.13	100.45	100.19	100.19	100.19	100.20	0.25	12.28	0.00	12.28
PTI	PTI1115	2015.11.08	7.70	13.08	100.10	100.10	100.10	100.18	100.09	0.00	15.90	0.00	15.90
R													
Rank Progress	RNK0616	2016.06.14	8.20	19.10	99.00	99.00	99.00	99.00	99.50	-0.96	42.45	0.00	42.45
Raport	RAP0215	2015.02.21	8.24	0.41	99.10	100.30	99.81	99.81	99.81	-0.71	34.68	0.00	34.68
Robyg	ROB0116	2016.01.14	7.62	1.17	104.00	104.00	104.00	104.00	104.00	0.00	630.36	0.00	630.36
Robyg	ROB0616	2016.06.23	7.20	15.39	102.40	102.21	102.21	102.99	102.20	0.30	36.33	0.00	36.33
Robyg	ROG0116	2016.01.15	6.82	1.03	101.20	101.20	101.20	101.20	101.20	0.00	35.77	0.00	35.77
Robyg	ROG0615	2015.06.20	7.50	1.66	103.50	103.50	103.50	103.50	103.50	0.00	0.11	0.00	0.11
Robyg	ROB0615	2015.06.20	6.50	1.44	101.30	101.30	101.30	101.30	101.30	0.55	0.10	0.00	0.10
S													
SAF	SAF1115	2015.11.15	9.00	0.59	100.99	102.95	102.95	102.95	102.95	-1.96	31.29	0.00	31.29
U													
Uboat - Line	UBT0415	2015.04.22	9.00	12.08	97.69	97.68	97.68	95.00	97.30	0.19	45.59	0.00	45.59
Uboat - Line	UBT0915	2015.09.27	8.70	17.40	96.99	96.00	96.00	95.99	96.99	0.00	41.88	0.00	41.88
Uboat - Line	UBT0914	2014.09.11	12.15	0.00	100.90	100.90	100.00	100.00	100.90	0.00	4.03	0.00	4.03
Uniserv-Piecbud	PCB1015	2015.10.02	9.21	4.04	100.50	100.50	100.50	100.50	101.70	-1.20	1.04	0.00	1.04
V													
VIG	VIG0115	2015.01.30	12.00	13.15	102.15	101.70	101.70	101.70	101.70	0.45	20.67	0.00	20.67
Voxel	VOX0716	2016.07.31	7.72	8.46	102.10	102.10	102.10	102.10	102.10	-0.09	8.23	0.00	8.23
W													
Werth-Holz	WHH1214	2014.12.07	8.91	0.10	81.00	79.50	78.00	78.00	78.00	3.00	37.41	0.00	37.41
Work Service	WSE1016	2016.10.04	7.46	13.49	103.00	103.00	103.00	103.00	103.00	0.00	125.18	0.00	125.18
Z													
Zastal	ZST0215	2015.02.27	8.71	3.34	101.90	101.90	101.90	101.90	101.90	-0.40	5.10	0.00	5.10
ZM Henryk Kania	KAN1214	2014.12.04	8.81	1.69	101.70	101.65	101.65	101.65	101.65	-0.55	50.87	0.00	50.87
ZPS Krzętle	ZPS1214	2014.12.30	12.50	2.43	99.49	99.49	99.49	99.49	99.49	0.00	6.67	0.00	6.67
RAZEM										27 594.98	1 526.00	29 120.98	

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. 2014 r., poz. 94 - 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. 2013 r., poz. 1382 - 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 SVOJE 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 OGÓLNIENIE 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.