

**Catalyst: Obligacje wg tygodniowych zmian cen**

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Włodarzewska	WLO0516	6.50	5.86
Werth-Holz	WHH1214	5.50	33.98
Airon Inv.	ARN0315	3.05	2.00
Getin Noble	GNB0618	2.50	103.81
Fast Finance	FFI0916	1.49	3.13
Polkap	SFK1215	1.40	26.92
Włodarzewska	WLD0516	1.40	16.72
Kruk	KRU0115	1.30	4.15
E-Kancelaria	EKA1014	1.22	10.32
Polski Gaz	PLG1216	1.19	36.72
Echo Investment	ECH0417	-0.96	521.17
Ferratum Capital	FRR0615	-1.00	37.07
E-Kancelaria	EKA1214	-1.00	6.96
Kruk	KRU0818	-1.00	2.08
Unibep	UNI0515	-1.00	2.08
Voxel	VOX0716	-1.10	1.02
Warimpex	WXB0316	-1.10	5.21
E-Kancelaria	EKA0515	-2.51	7.27
GC Investment	GCI0414	-6.00	17.94
Przefabet-B.B.	PBB0614	-7.00	4.62

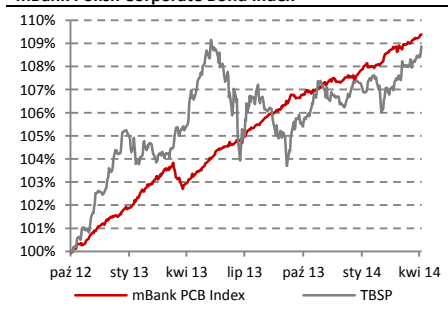
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Catalyst: Obligacje wg tygodniowego obrotu**

Spółka	Seria	Zmiana (%)	Obrót (PLNk)
PKN Orlen	PKN1117	0.07	12 124.53
Ghelamco Inv.	GHI0714	0.00	5 102.20
Eurocash	EUH0618	0.00	3 035.82
BZ WBK	BZW1216	-0.50	1 599.78
BGK	IPS1014	-0.45	1 254.24
mBank	MBK1223	-0.17	720.35
Multimedia P.	MMP0520	-0.06	719.13
Fast Finance	FFI1116	-0.10	616.47
Echo Inv.	ECH0417	-0.96	521.17
PGNiG	PGN0617	0.35	512.74

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**mBank Polish Corporate Bond Index**



Tygodniowa zmiana mBank PCB Index	0.16%
Tygodniowa zmiana TBSP Index	0.37%

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 RYNKU CATALYST** – Wartość obrotów na obligacjach korporacyjnych w marcu wyniosła PLN 135m (-17% m/m). Wartość emisji wzrosła o PLN 0.44 mld, do PLN 53.43 mld.

**PKN ORLEN** – Spółka uplasowała obligacje serii E o wartości PLN 200m w ciągu jednego dnia. Oprocentowanie wynosi WIBOR6M+1.30%, tak jak w przypadku poprzedniej emisji.

**BEST** – Spółka skróciła okres przyjmowania zapisów na obligacje serii K1 o wartości PLN 45m o tydzień. Zapisy na obligacje windykatorka trwały od 31 marca.

**PCC ROKITA** – Spółka wyemituje obligacje serii BA do kwoty PLN 22m w ramach programu emisji o wartości PLN 200m. Jest to pierwsza w Polsce oferta kaskadowa.

**KRUK** – Spółka nabyła portfel wierzytelności hipotecznych o wartości PLN 710m za PLN 230m (32.4%) od Getin Noble. Spółka może wyemitować obligacje na zapłatę środków w czerwcu.

**ED INVEST** – Deweloper podjął uchwałę o emisji dwóch serii obligacji o łącznej wartości PLN 15m. Termin zapadalności obligacji wyniesie 2.5 roku. Są to pierwsze emisje obligacji spółki.

**HUSSAR** – Spółka logistyczna zamierza pozyskać do PLN 10m w drodze publicznej emisji obligacji. Obligacje będą trzyletnie a ich oprocentowanie oparto na stałej stopie 8.50%.

**ZORTRAX** – Spółka opublikowała prognozy na 2014 rok. Zarząd oczekuje zysku EBITDA w wysokości PLN 11m oraz zysku netto PLN 8m.

**Spółki po wynikach.**

**NETTLE** – W 2013 zysk netto wyniósł PLN 2.4m (+134% r/r). Portfel należności spółki zwiększył się do PLN 68m z PLN 65m rok wcześniej. Dług netto wyniósł PLN 34m (vs. PLN 16m rok wcześniej).

**Kredyt pod Lupą: OT Logistics.**

Przychody spółki wzrosły w 2013 o 6% r/r do PLN 490m. EBITDA po normalizacji o rewaluacji nieruchomości, zysk ze zbycia aktywów i koszty IPO wyniosła PLN 51m (+3% r/r).

Po zakończeniu 2013 spółka wyemitowała obligacje za PLN 50m. W związku z emisją nowy poziom długu brutto szacujemy na ok. PLN 186m.

W tym roku mija termin zapadalności zobowiązań finansowych o wartości ponad PLN 90m, ponadto spółka do końca 2. kwartału powinna sfinalizować przejęcie spółki BTDG za ok. PLN 50m.

**Nadchodzące i zakończone emisje.**

Spółka	Wartość (PLNm)	Status	Szczegóły
Autostrada Wlkp.	3 000.0	w planie	Wykup: 2028
Best	45.0	zakończona	Oproc. WIBOR3M+3.80%. Wykup: 2018.
Bogdanka	b.d.	w planie (2014)	b.d.
BZ WBK	3 000.0	w planie (1H14)	b.d.
Capital Park	100.0	w planie (2H14)	b.d.
CI Games	5.0	w planie	b.d.
Credit Agricole Polska	300.0	w trakcie	Oprocentowanie WIBOR+1.00%. Wykup: 2017
Copernicus Securities	10.0	w trakcie	Oproc. zmienne
Echo Investment	200.0	w planie	Program em. publicznych ważny 12 miesięcy.
ED Invest	15.0	zakończona	Zmienne oproc. Termin zapadalności 2016
Enea	5 000.0	w planie	b.d.
Hussar	10.0	w trakcie	Wykup: 2017. Oproc. 8.50%. Brak zabezpieczenia.
Integer	b.d.	w planie	b.d.
Kompania Węglowa	1 230.0	w planie	Wykup: 2018
PCC Rokita	22.0	zakończona	Wykup: 2019. Oprocentowanie 5.5%. Em. kaskadowa.
PKN Orlen	*500.0	w planie	b.d.
PKN Orlen	200.0	zakończona	Wykup: 2018. Oprocentowanie WIBOR6M+1.30%
PTH	*300.0	w planie	Oprocentowanie 11% lub 12% Wykup w 2020.
PZ Cormay	40.0	w planie	Zabezpieczone.
PZU	3 000.0	w planie (1H14)	Wykup ok. 2024.
Tauron	1 500.0	w planie (4Q15)	Zmienne oproc. Termin zapadalności 2019-2028
Warimpex	*50.0	w planie (2016-2018)	b.d.
Wikana	4.0	w trakcie	Wykup: 2016. Zabezp. na hipotece.
Wind Mobile	15.0	w trakcie	Wykup: 2017. Zabezp. na akcjach przejmowanej spółki.
Zortrax	10.0	w trakcie	Em. publ. bez prospektu em. Oproc. 9%. Wykup: 2017

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. oprocz.
BGK	IDS1022	109.45	5.75
BGK	IDS1018	109.00	6.25
Meritum Bank	MRT0421	108.00	8.50
BBI Dev.	BBI0215	106.00	9.24
Ekopaliwa Ch.	EPC0716	105.80	15.00
Dominium	DMM0714	105.50	9.70
Kredyt Inkaso	KRI0916	104.50	8.44
Multimedia P.	MMP0617	104.45	6.70
Vindexus	VIN1116	104.10	8.96
Warimpex	WXB0316	104.10	9.74
Werth-Holz	WHH1214	90.00	8.91
Cash Flow	CFL0414	85.00	12.00
Trust	TRU0614	80.00	7.45
Trust	TRU1214	80.00	7.70
Milmex	MLX0414	73.99	9.01
GC Investment	GCI0414	73.00	9.20
Milmex	MLX0714	49.96	9.70
Jedynka	JED0415	35.02	8.49
Orzeł	ORL0814	30.00	11.00
Gant Dev.	GNT0814	27.60	11.00

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Catalyst: Dzień ustalenia praw do odsetek**

Dzień	Spółka	Seria	Bież. oprocz.
	Dominium	DMM0714	9.70%
	Kanc.Medius	KME1014	11.50%
7.04	LC Corp	LCC0414	6.71%
	Masterform	MAS0714	9.45%
	PCC Rokita	PCR0416	7.50%
8.04	GNB Auto Plan	GNA0725	4.70%
	Nanotel	NAN0415	12.00%
9.04	Getin Noble Bank	GNB1017	6.18%
10.04	Ronsep Europe	RNA0414	6.96%
	Uboat - Line	UBT0415	9.00%
	Energa	ENG1019	4.20%
	Ghelamco Invest	GHE0415	8.71%
	Ghelamco Invest	GHI0415	8.71%
11.04	Getin Noble Bank	GNB1019	6.26%
	Instalexport	INE1015	9.46%
	Medort	MDR1016	8.11%
	Polnord	PND0116	7.55%

Źródło: GPW Catalyst

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

Rentowność obligacji dwuletnich	2.97%
Rentowność obligacji pięcioletnich	3.59%
Rentowność obligacji dziesięcioletnich	4.13%
WIBOR6M	2.74%
WIBOR3M	2.72%
Stopa referencyjna	2.50%

Źródło: Bloomberg

**Największe obroty, wzrosty i spadki.**

Obroty na rynku Catalyst w minionym tygodniu wyniosły PLN 34.3m w porównaniu z PLN 34.8m tydzień wcześniej. Aż jedna trzecia obrotu (PLN 12.1m) przypadła na obligacje **PKN Orlen** serii PKN1117. W wyniku transakcji kurs serii wzrósł w zeszłym tygodniu o 7 punktów bazowych, do 100.47% wartości nominalnej. Rentowność do wykupu spadła do 3.94%. Wysoki obrót odnotowano także na obligacjach **Ghelamco Invest** serii GHI0714 (PLN 5.1m) w wyniku jednej transakcji z 2 kwietnia. Kurs serii nie uległ zmianie i wynosi 100.50%.

Najwyższy wzrost kursu zanotowano na obligacjach spółki **Włodarzewska** (WLO0516), które po poniedziałkowej publikacji wyników za 2013 podrożały o 650 punktów bazowych, do 99.00% wartości nominalnej. Obrót wyniósł jednak niecałe PLN 6k. Druga seria obligacji dewelopera - WLD0516 podrożała o 140 punktów bazowych, 97.90% wartości nominalnej, przy obrocie PLN 17k. Drugi najwyższy wzrost kursu odnotowano na papierach spółki **Werth-Holz** (WHH1214), które zwiększyły swoją wartość o 550 punktów bazowych, do 90.00% wartości nominalnej. Obrót na serii w minionym tygodniu przekroczył PLN 30k.

Największy spadek kursu zanotowano na obligacjach spółki **Prefabet Białe-Błota** serii PNN0614, które potaniały o 700 punktów bazowych. Obrót na serii nie przekroczył jednak PLN 5k. Kolejny tydzień z rzędu silne spadki kursu odnotowano na obligacjach **GC Investment** serii GCI 0414. Obligacje, których termin zapadalności mija za 3 tygodnie, potaniały w minionym tygodniu o 600 punktów bazowych, do 73.00% wartości nominalnej.

**Obroty na Catalyst w marcu.**

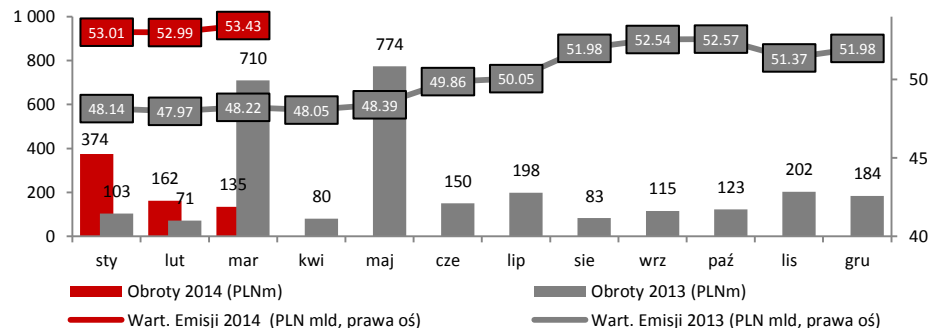
Wartość obrotów na obligacjach korporacyjnych (z wyłączeniem listów zastawnych i obligacji spółdzielczych) w marcu wyniosła PLN 135m, w porównaniu z PLN 162m w lutym, co oznacza spadek o 17% m/m. Obroty w marcu tego roku były też znacznie niższe niż w marcu 2013, gdy wyniosły PLN 710m. Tak wysokie obroty rok wcześniej to jednak głównie efekt transakcji na obligacjach BGK (IDS1018 i IDS10122) o łącznej wartości PLN 604m. Najwyższe obroty w minionym miesiącu odnotowano na papierach PKN Orlen serii PKN1117 oraz Multimedia Polska – MMP0520, wyniosły one odpowiednio PLN 19.0m i PLN 11.2m.

Wartość emisji obligacji korporacyjnych na koniec lutego wynosiła PLN 53.43 mld i wzrosła w porównaniu z lutym o PLN 0.44 mld. Liczba notowanych emisji wyniosła 302 i wzrosła o 6 w porównaniu z lutym.

Liczba emitentów zmniejszyła się o 2 spółki, do 133, natomiast liczba emisji obligacji korporacyjnych wzrosła o 4 serie, do 296 emisji. Liczba emitentów nie uległa zmianie i wynosi 133.

W lutym na Catalyst zadebiutowało 16 nowych emisji o łącznej wartości PLN 622m, w tym emisja Banku Pocztowego (BPO1216) o wartości PLN 148m oraz emisja Getin Noble (GNB0221) o wartości PLN 100m.

**Catalyst: Wartość obrotów na obligacjach korporacyjnych**



Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Catalyst: Obligacje zapadające do końca września 2014**

Data wykupu	Spółka	Wartość (PLNm)	Premia/dyskonto
2014.04.15	LC Corp	89	0.6%
2014.04.18	Ronson Europe	5	0.0%
2014.04.25	Milmex	13	-26.0%
2014.04.25	Minox	5	-2.5%
2014.04.26	Cash Flow	1	-15.0%
2014.04.29	GC Investment	18	-27.0%
2014.04.30	Nettle	1	-1.0%
2014.05.06	Warimpex	12	0.0%
2014.05.11	BGK	1000	0.1%
2014.05.23	Ferratum Capital	28	0.0%
2014.05.25	Kruk	25	-0.3%
2014.05.29	Ferratum Capital	6	-0.8%
2014.06.03	Trust	22	-20.0%
2014.06.12	Indygotech Mat.	1	0.1%
2014.06.17	Mera	4	0.0%
2014.06.27	Prefabet-B.B.	5	-10.0%
2014.06.30	Admiral Boats	3	-0.2%
2014.07.09	Milmex	5	-50.0%
2014.07.10	Bank Pocztowy	200	0.0%
2014.07.15	Masterform	1	-0.2%
2014.07.15	Erbud	50	0.0%
2014.07.16	Dominium	2	5.5%
2014.07.21	Ghelamco Invest	84	0.3%
2014.07.21	Ghelamco Invest	49	0.5%
2014.07.30	PTI	5	1.0%
2014.07.31	Admiral Boats	3	0.0%
2014.08.12	MO-BRUK	50	-9.0%
2014.08.13	Kopa-Haus	6	1.0%
2014.08.22	Murapol	25	0.0%
2014.08.22	Orzeł	10	-70.0%
2014.08.23	P.R.E.S.C.O.	30	0.9%
2014.08.23	Redan	0	-1.0%
2014.08.28	Gant Dev.	22	-72.4%
2014.08.29	Polfa	3	-0.3%
2014.09.05	Koncept WS	12	0.0%
2014.09.06	Kruk	35	0.2%
2014.09.08	The Farm 51 Gr.	1	1.6%
2014.09.11	Uboat - Line	1	0.5%
2014.09.16	Marvipol	31	-0.7%
2014.09.22	Dominium	5	0.0%
2014.09.30	2C Partners	2	0.5%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Spółki po wynikach.**

**NETTLE** – W 2013 spółka wypracowała zysk netto w wysokości PLN 2.4m (+134% r/r). Wyższe koszty finansowe (PLN 2.7m, +109% r/r) zostały z nawiązką zrekompensowane przez wyższe przychody z portfela należności oraz zarządzania należnościami. Przychody ze sprzedaży wzrosły do PLN 5.0m (+37% r/r), a przychody finansowe wzrosły do PLN 3.6m (+182% r/r).

Portfel należności spółki zwiększył się do PLN 68m z PLN 65m rok wcześniej. Jednocześnie, na skutek emisji długu (PLN 18m), zwiększyło się zadłużenie spółki (do PLN 36.8m z PLN 16.7m rok wcześniej). Wzrost kapitałów do PLN 11m (z PLN 4.6m na koniec 2012 r.) na skutek emisji akcji (PLN 4m) oraz zatrzymania zysku za 2013 r. w spółce przyczynił się do spadku stosunku długu netto do kapitałów własnych do 3.1x z 3.5x rok wcześniej.

**Nettle: Wyniki finansowe za 2013**

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2012	2013	% r/r
Przychody ze sprzedaży	3.7	5.0	37%
<b>EBIT</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>62%</b>
Przychody finansowe	1.3	3.6	182%
Koszty finansowe	1.3	2.7	109%
<b>Zysk netto</b>	<b>1.0</b>	<b>2.4</b>	<b>134%</b>
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>% r/r</b>
Aktywa	37.9	76.0	101%
Aktywa obrotowe	37.0	73.4	99%
<b>Portfel należności</b>	<b>34.8</b>	<b>67.6</b>	<b>94%</b>
Gotówka	0.7	2.8	293%
<b>Kapitał własny</b>	<b>4.6</b>	<b>11.0</b>	<b>141%</b>
Zobowiązania długoterminowe	10.4	14.1	36%
Zobowiązania bieżące	22.8	50.2	121%
Dług brutto	16.7	36.8	121%
<b>Dług netto</b>	<b>15.9</b>	<b>34.0</b>	<b>113%</b>
Aktywa obrotowe/zob. bieżące	1.62x	1.46x	
Dług netto/kapitał własny	3.49x	3.10x	

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

**Informacje ze spółek.**

**BEST (03.04)** – Spółka skróciła okres przyjmowania zapisów na obligacje serii K1 o wartości PLN 45m o tydzień. Zapisy na obligacje windykatora trwały od 31 marca. Zapisy na obligacje złożone od 3-4 kwietnia zostaną proporcjonalnie zredukowane.

Emisja serii odbywa się w ramach programu publicznych emisji obligacji do kwoty PLN 300m. Oprocentowanie obligacji ustalono na poziomie 380 punktów bazowych ponad WIBOR3M, co daje bieżące oprocentowanie na poziomie 6.51%. Oprocentowanie ostatniej długoterminowej emisji spółki (BST0916 z czerwca 2013) było oparte na stałej stopie procentowej 8.98%.

**ED INVEST (02.04)** – Deweloper podjął uchwałę o emisji dwóch serii obligacji o łącznej wartości PLN 15m. Termin zapadalności obligacji wyniesie 2.5 roku. Oprocentowanie obydwu emisji będzie sumą stopy WIBOR3M i marży. Są to pierwsze emisje obligacji spółki. Celem emisji jest finansowanie budowy inwestycji Wilga VII.

**HUSSAR (01.04)** – Spółka logistyczna zamierza pozyskać do PLN 10m w drodze publicznej emisji obligacji. Obligacje będą trzyletnie a ich oprocentowanie oparto na stałej stopie 8.50%. Jest to kolejna publiczna emisja obligacji, która nie wymaga publikacji prospektu emisyjnego zatwierdzonego przez KNF, gdyż jej wartość nie przekracza EUR 2.5m. Minimalny próg emisji ustalono na poziomie PLN 2m.

Celem emisji jest rozwój bazy podwykonawców i usprawnienie cyklu płatności oraz rozwój segmentu pomocy drogowej i wprowadzenie nowych produktów. Wyemitowane obligacje spółka planuje wprowadzić na rynek Catalyst.

Ze wstępnych danych finansowych za 2013 wynika, że spółka posiada kapitał własny o wartości PLN 12.6m. Przychody spółki w 2013 wyniosły PLN 18.9m, EBITDA PLN 5.3m. W 2014 Hussar planuje zwiększyć przychody od PLN 27.0m (+43% r/r), co ma wpłynąć na wzrost EBITDA do PLN 5.8m (+10% r/r). Na koniec 2013 spółka posiadała zobowiązanie z tytułu kredytu w wysokości PLN 1.6m, zobowiązanie leasingowe na PLN 0.1m oraz zobowiązania z tytułu poprzednich emisji obligacji o wartości PLN 4.2m (w tym PLN 1.3m zapadające w tym roku).

## Informacje ze spółek.

**KRUK (01.04)** – Sekurytyzacyjny FIZ Prokura, spółka zależna Kruka, nabyła portfel wierzytelności hipotecznych o wartości PLN 710m za PLN 230m (32.4%) od Getin Noble Banku. Termin zapłaty środków za portfel mija z końcem czerwca. Jest to pierwszy znaczny pakiet wierzytelności hipotecznych nabyty przez Kruka. Spółka podała, że nabycie portfela zostanie sfinansowane ze środków własny FIZu, kredytu lub emisji obligacji. Przypominamy, że Kruk jest w trakcie Programu Publicznych Emisji Obligacji do PLN 150m, w ramach którego pozyskał do tej pory PLN 15m. Termin ważności programu mija w listopadzie tego roku.

**PCC ROKITA (01.04)** – Spółka wyemituje obligacje serii BA do kwoty PLN 22m w ramach II Programu Emisji Obligacji o wartości PLN 200m. Termin zapadalności nowej emisji wyniesie 5 lat, jest to najdłuższy termin zapadalności, na jaki do tej pory zdecydował się emitent. Zapisy w ramach transzy otwartej będzie można składać od 7 do 11 kwietnia, a maksymalna wielkość transzy wyniesie PLN 4m. Resztę obligacji oferujący zakupi na własny rachunek, aby następnie sprzedać je inwestorom z ceną zawierającą naliczone odsetki.

Mimo dłuższego terminu zapadalności spółka oferuje niższe niż do tej pory oprocentowanie oparte na stałej stopie w wysokości 550 punktów bazowych. Za ostatnią emisję (PCR0517) z maja 2013 PCC Rokita płaci natomiast kupon w wysokości 680 punktów bazowych (obydwie serie nie są zabezpieczone).

Spółka ma czas na emisję obligacji w ramach tego programu do końca stycznia 2015.

PCC Rokita posiada cztery emisje w obrocie na Catalyst. Wszystkie z nich są handlowane z premią do wartości nominalnej (od 101.8% do 102.4%). Średnia rentowność do wykupu tych serii wynosi obecnie 6.23% i jest wyższa od nowo oferowanego kuponu o 73 punkty bazowe.

**PNK ORLEN (03.04)** – Spółka wyemituje piątą serię obligacji w ramach programu emisji obligacji detalicznych o wartości PLN 1bn. Termin zakończenia przyjmowania zapisów ustalono na 15 kwietnia, ale już w dniu rozpoczęcia przyjmowania zapisów ich wartość przekroczyła wartość emisji. Spółka podała także, że wszystkie złożone zapisy zostaną proporcjonalnie zredukowane.

Wartość czteroletniej emisji serii E wyniesie do PLN 200m. Orlen nie zdecydował się na kolejne obniżenie marży i wynosi ona ponownie 130 punktów bazowych ponad WIBOR6M. Jest to taka sama marża jak w przypadku ostatniej emisji serii D o wartości PLN 100m z listopada. Spółka po tej emisji będzie mogła jeszcze pozyskać kolejne PLN 100m w ramach tego programu. Okres jego ważności mija w maju tego roku. Wiceprezes poinformował, że nie wyklucza finalizacji całego programu w najbliższym czasie.

Fitch nadał serii E rating A-, bez zmian w stosunku do poprzednich emisji z listopada (seria C i D), natomiast wyżej w porównaniu z serią B z czerwca, której rating wynosi BBB+. Agencja zmieniła rating spółki w sierpniu zeszłego roku, podnosząc ocenę do BBB- z BB+.

Wszystkie znajdujące się w obrocie serie obligacji detalicznych Orlenu są handlowane z premią do wartości nominalnej, a średnia rentowność do wykupu wynosi 3.93%, co przekłada się na 119 punktów bazowych marży ponad obecny poziom stopy WIBOR6M.

**ZORTRAX (03.04)** – Spółka opublikowała prognozy na 2014 rok. Zarząd oczekuje zysku EBITDA w wysokości PLN 11m oraz zysku netto PLN 8m. Prognozowane wyniki są oparte jedynie na oczekiwanej sprzedaży drukarki M200, bez uwzględnienia przychodów i kosztów związanych z rozwojem nowych produktów. Spółka ma jednak również w planach wprowadzenie nowego modelu drukarki oraz nowych materiałów do druku.

Zortrax chce pozyskać do PLN 10m z emisji obligacji prowadzonej w trybie publicznym. Papiery będą miały 3-letni termin zapadalności oraz stałe oprocentowanie w wysokości 9%. Jest to kolejna publiczna emisja obligacji, która nie wymaga publikacji prospektu emisyjnego zatwierdzonego przez KNF, gdyż jej wartość nie przekracza EUR 2.5m. Na końcu marca spółka przedłużyła możliwość składania zapisów do 7 kwietnia. Ponadto spółka oferuje, że w przyszłości dokona emisji akcji skierowanej do obligatariuszy.

## Kredyt pod Lupą: OT Logistics.

### Poprawa wyników i marży w wyniku zmiany struktury sprzedaży

W 2013 OT Logistics odnotowała przychody ze sprzedaży w wysokości PLN 490m, o 6% wyższe r/r. W czwartym kwartale 2013 natomiast sprzedaż wyniosła PLN 123m i była wyższa w porównaniu z tym samym okresem roku poprzedniego o 22%. Wzrost sprzedaży zarząd uzasadnia przede wszystkim wzrostem zapotrzebowania rynku na importowaną rudą żelaza sprowadzaną drogą morską oraz zwiększeniem przeładunków węgla i koksu w relacji eksportowej. Dzięki wzrostowi znaczenia segmentu usług portowych, który cechuje się wyższymi marżami niż transport i spedycja, poprawie uległa marża brutto ze sprzedaży i wyniosła w 2013 roku 14.6% (+0.6 pp r/r).

Zaraportowana EBITDA wyniosła w 2013 roku PLN 72m i była 5% wyższa r/r. Zwracamy jednak uwagę, że wyniki, zarówno w 2012, jak i 2013 są silnie zniekształcone przez zdarzenia jednorazowe. Pozytywnie na to przede wszystkim aktualizacja wartości nieruchomości (+ PLN 20m w 2013 i PLN 5m w 2012) oraz zysk ze zbycia aktywów trwałych (+ PLN 1.5m w 2013 i PLN 9.6m w 2013). Ponadto w 2013 spółka poniosła koszty związane z ofertą publiczną akcji i z akwizycją w wysokości PLN 3m. Po oczyszczeniu wyników EBITDA w 2013 wyniosła PLN 51m i była wyższa o 3% r/r. Zysk operacyjny za 2013 po normalizacji wyniósł natomiast PLN 23m i był niższy o 2% w porównaniu z 2012. Ponadto na wyniki za 2013 negatywnie wpłynęła powódź oraz strajki pracowników śluz w Niemczech, które mogły obniżyć wynik operacyjny nawet o PLN 3m.

### OT Logistics: Wyniki finansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	4Q12	3Q13	4Q13	Zmiana r/r	Zmiana k/k	FY12	FY13	Zmiana r/r
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>101.2</b>	<b>139.4</b>	<b>122.8</b>	<b>21%</b>	<b>-12%</b>	<b>460.7</b>	<b>490.4</b>	<b>6%</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	15.5	20.9	16.6	7%	-20%	64.3	71.8	12%
marża brutto ze sprzedaży	15.3%	15.0%	13.5%	-2%	-10%	14.0%	14.6%	5%
EBITDA	25.4	12.9	32.3	27%	151%	68.6	71.8	5%
marża EBITDA	25.1%	9.2%	26.3%			14.9%	15.3%	
<b>EBITDA znorm.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>49.6</b>	<b>51.2</b>	<b>3%</b>
marża EBITDA znorm.	b.d.	b.d.	b.d.			10.8%	10.4%	
EBIT	18.0	5.7	24.7	37%	332%	42.5	43.5	2%
marża EBIT	17.8%	4.1%	20.1%			9.2%	8.9%	
<b>EBIT znorm.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>23.5</b>	<b>22.9</b>	<b>-2%</b>
marża EBIT norm.	b.d.	b.d.	b.d.			5.1%	4.7%	
Zysk netto	13.0	2.0	18.0	38%	818%	22.6	27.2	20%
<b>Zysk netto znorm.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>10.2</b>	<b>11.4</b>	<b>12%</b>

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

### Wzrost udziału obligacji w strukturze zadłużenia

Zadłużenie brutto spółki na koniec roku wyniosło PLN 137m. Największą grupę zobowiązań finansowych stanowiły obligacje (43%). Na koniec roku spółka posiadała jedną emisję papierów dłużnych o wartości nominalnej PLN 60m, której termin zapadalności mija w listopadzie 2014. Spółka posiada także znaczne zadłużenie w postaci leasingu finansowego, za pomocą którego finansuje prawie jedną trzecią rzeczowych aktywów trwałych. Wartość bilansowa płatności leasingowych na koniec 2013 wynosiła PLN 36m, w tym PLN 8.5m jest należna w tym roku. Ponadto spółka posiada kredyty i pożyczki o wartości PLN 42m. W 2014 mija termin zapadalności umów kredytowych i pożyczek o wartości PLN 24m.

### OT Logistics: Struktura zadłużenia

Dane w PLNm

	2012	3Q13	2013	1Q14E*
Obligacje	59.1	19.9	59.5	110.3
Kredyty i pożyczki	52.0	87.0	41.6	39.6
Leasing	40.0	35.6	36.2	36.2
<b>Razem</b>	<b>151.1</b>	<b>142.5</b>	<b>137.3</b>	<b>186.1</b>

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

\* skorygowane o nowe emisje obligacji (PLN 50.8m) i spłatę kredytu w lutym (PLN 2.0m)

W 2014 roku struktura zadłużenia uległa istotnej zmianie. W lutym OT Logistics dokonała emisji obligacji o wartości PLN 30m, a w marcu wyemitowała kolejną serię obligacji o wartości EUR 5m (PLN 21m). Ponadto w lutym minął termin zapadalności kredytu spółki o wartości PLN 2m. Wartość zadłużenia brutto spółki na koniec pierwszego kwartału szacujemy zatem na PLN 186m, co oznacza wzrost o 36% k/k.

### OT Logistics: Emisje obligacji

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Seria	Wartość emisji	Data emisji	Data zapadalności	Oprocentowanie
ODR1114, A	60	2011-11-29	2014-11-28	WIBOR6M+4.00%
OTL0217, B	30	2014-02-21	2017-02-17	WIBOR6M+4.00%
OTL0317, C	5*	2014-03-8	2017-02-17	stałe

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

\* dane w EURm

### Ponad PLN 90m zobowiązań finansowych zapadających w tym roku, w tym PLN 60m obligacji

W 2014 roku mija termin zapadalności kredytów o bieżącej wartości PLN 23.6m oraz spółka musi uregulować opłaty leasingowe o wartości PLN 8.8m. Ponadto w listopadzie tego roku zapadają obligacje spółki o wartości PLN 60m. Łącznie zatem tym roku mija termin zapadalności zobowiązań finansowych o wartości PLN 92.5m.

Na koniec roku OT Logistics posiadała gotówkę o wartości PLN 48m. W większości została ona pozyskana w drodze oferty publicznej (PLN 30m). Ponadto na początku roku w drodze emisji obligacji spółka pozyskała kolejne PLN 50m.

Zapotrzebowanie finansowe OT Logistics nie ogranicza się jednak jedynie do spłaty zapadających zobowiązań finansowych. W momencie oferty publicznej spółka plan akwizycji. Głównym celem przejęcia ma być spółka BTDG (EBITDA w 2012 – PLN 5m). Obecnie proces przejęcia jest w trakcie finalizacji, a UOKiK wyraził już zgodę na transakcję. Według szacunków spółki przejęcie może kosztować ok. PLN 40m-60m. Ponadto na początku stycznia zakończono przejęcie spółki Hartwig (EBITDA w 2012 – PLN 1.5m) za PLN 15m.

#### OT Logistics: Luka finansowa (bez przepływów operacyjnych)

*Dane w PLNm*

	<b>48</b>
<b>Gotówka 2013</b>	
Emisja obligacji serii B	30
Emisja obligacji serii C	21
Przejęcie Hartwig	-15
Przejęcie BTDG	-50
Spłata kredytów i leasingów	-32
Spłata obligacji serii A	-60
<b>Luka finansowa 2014E</b>	<b>-59</b>

*Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*

Łączne zapotrzebowanie finansowe spółki z tytułu akwizycji oraz spłaty zobowiązań finansowych szacujemy zatem w tym roku na ok. PLN 150m-160m. Po nowych emisjach obligacji poziom gotówki może natomiast wynosić ok. PLN 100m. Luka finansowa w wysokości ok. PLN 50m-60m musi zostać pokryta z działalności operacyjnej lub z emisji nowego długu. Zarząd poinformował w raporcie rocznym, że prowadzi działania zmierzające do refinansowania części zadłużenia, co może w szczególności dotyczyć zapadającej w listopadzie emisji obligacji. Ponadto spółka posiada nieruchomości inwestycyjne o łącznej wartości bilansowej PLN 103m, które planuje sprzedać. Są to 3 nieruchomości, w tym dwie we Wrocławiu na terenie Portu Miejskiego i Stoczni oraz jedna w Szczecinie.

#### Wysoka zdolność do generowania gotówki

##### OT Logistics: Wskaźniki zadłużenia i wypłacalności

*Dane w PLNm o ile nie podano inaczej*

	<b>4Q12</b>	<b>3Q13</b>	<b>4Q13</b>
12M CFO/odsetki zapłacone	2.6x	2.4x	4.4x
Dług netto/12M CFO	3.7x	3.5x	2.1x
<b>Dług netto/12M EBITDA</b>	<b>1.71x</b>	<b>1.42x</b>	<b>1.25x</b>
<b>Dług netto/12M EBITDA norm.</b>	<b>2.36x</b>	<b>b.d.</b>	<b>1.75x</b>
Dług netto/kapitał własny	0.59x	0.40x	0.36x
Dług netto/aktywa	0.36x	0.19x	0.26x
CFO 12M	31.8	26.5	43.4
Dług brutto	151.1	142.5	137.3
<b>Dług netto</b>	<b>117.3</b>	<b>92.3</b>	<b>89.6</b>
Gotówka	33.8	50.2	47.7

*Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors*

W 2013 roku wartość wygenerowanych przepływów operacyjnych ponad czterokrotnie przekraczała wartość zapłaconych odsetek. Na raportowanym zysku EBITDA wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec 2013 wyniósł 1.25x, jednak po normalizacji zysku wskaźnik ten spadł do 1.75x. Ponadto zwracamy uwagę, że spółka wyemitowała kolejne PLN 50m długu na początku 2014. Zakładając, że wyda te środki na akwizycję dług netto może wzrosnąć do PLN 140m, co implikuje wskaźnik dług netto do EBITDA za 2013 na poziomie 2.74x. Warunki emisji obligacji zakładają maksymalny poziom tego wskaźnika na poziomie 4.0x.

## Ratingi i notowania.

### Ratingi Fitch na polskie banki

Spółka	mBank	ING	Pekao	BZ WBK	Alior Bak	Millennium	Getin Noble
Rating	A	A	A-	BBB	BB	BBB-	BB
Data	2014.03.28	2014.01.24	2014.01.24	2013.12.04	2013.09.05	2013.05.20	2013.05.20
Perspektywa	negatywna	negatywna	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 (04.04.2014)	Z-spread z zamknięcia (04.04.2014)
BOŚ	11.05.2016	6.000%	EUR	250	0.15	109.36	78.3
mBank	12.10.2015	2.750%	EUR	500	0.14	102.06	77.8
mBank	08.10.2018	2.500%	CHF	200	0.05	102.42	147.3
mBank	04.01.2019	2.375%	EUR	500	1.01	100.48	126.3
Ciech	30.11.2019	9.500%	EUR	245	0.02	116.14	286.1
Cyfrowy Polsat	20.05.2018	7.125%	EUR	350	0.06	106.19	-229.4
Energa	19.03.2020	3.250%	EUR	500	0.10	104.20	129.0
PGNiG	14.02.2017	4.000%	EUR	500	0.06	106.79	86.3
PKO BP	21.12.2015	2.536%	CHF	500	0.04	102.65	78.2
PKO BP	21.10.2015	3.733%	EUR	800	-0.03	103.87	58.7
PKO BP	07.07.2016	3.538%	CHF	250	-0.09	105.23	87.3
PKO BP	26.09.2022	4.630%	USD	1 000	0.00	101.15	190.9
PKO BP	23.01.2019	2.324%	EUR	500	0.11	100.69	119.2
Pol. Tel. Hold. (ITI)	15.05.2017	11.25%	EUR	260	0.00	103.00	b.d.
Polkomtel	31.01.2020	11.75%	EUR	543	0.00	121.15	221.5
Polkomtel	31.01.2020	11.63%	USD	500	0.00	119.50	306.9
Polkomtel	15.08.2020	14.25%	USD	201	0.00	105.00	b.d.
TPSA	22.05.2014	6.000%	EUR	700	-0.10	100.63	-8.9
TVN	15.11.2018	7.875%	EUR	140	0.05	106.30	-331.5
TVN	15.12.2020	7.375%	EUR	430	0.97	111.03	349.9
ZłOMREX	01.02.2014	8.500%	EUR	170	0.44	72.69	b.d.

Źródło: Bloomberg, obliczenia DI Investors

## Wskaźniki zadłużenia: Deweloperzy.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 grudnia 2013

Spółka	Seria (ostatnia emisja na Catalyt)	YTM	Kurs zamknięcia (04.04.2014)	Oprocentowanie	Dług netto/EBITDA	EBIT/Odsetki zapłacone	Dług netto/Kapitały własne	Dług netto/Aktywa
BBI Development	BBIO216	9.23%	100.00%	WIBOR6M+6.50%	101.3x	0.1x	69%	37%
Dom Development	DOM0318	5.16%	100.80%	WIBOR6M+2.65%	1.6x	2.6x	14%	7%
Gant Development	GNT0814	545.6%	27.60%	11.00%	26.1x	0.7x	295%	65%
LC Corp	LCC1018	6.24%	100.00%	WIBOR6M+3.50%	9.4x	4.2x	70%	39%
Marvipol	MVP0914	8.08%	99.35%	WIBOR3M+4.29%	8.0x	1.1x	129%	32%
Polnord	PND0116	6.57%	101.50%	WIBOR3M+4.85%	22.7x	0.5x	39%	24%
Rank Progress	RNK0616	8.90%	98.50%	WIBOR6M+5.00%	33.4x	0.6x	111%	48%
Robyg	ROB0218	6.74%	100.00%	WIBOR6M+4.00%	3.6x	2.1x	46%	18%
Ronson	RON0716	6.03%	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***	WIK0717	n.d.	n.d.	WIBOR6M+5.95%	8.0x	1.5x	91%	26%
Włodarzewska**	WLD0516	11.35%	97.90%	WIBOR3M+7.50%	3.3x	4.6x	103%	37%
Vantage Development	VAN0816	n.d.	n.d.	WIBOR3M+5.50%	11.1x	0.7x	16%	10%

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

Źródło: GPW Catalyt, obliczenia DI Investors

## Wskaźniki zadłużenia: Spółki wierzytelnościowe.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 grudnia 2013

Spółka	Seria (ostatnia emisja na Catalyt)	YTM	Kurs zamknięcia (04.04.2014)	Oprocentowanie	Dług netto/EBITDA	EBIT/Odsetki zapłacone	Dług netto/Kapitały własne	Dług netto/Aktywa
Best	BST0916	7.41%	103.50%	8.98%	0.7x	11.3x	38%	21%
Cash Flow	CFL0414	382.20%	85.00%	12.00%	-18.1x	-0.8x	308%	66%
DTP	DTP1114	7.82%	101.01%	WIBOR3M+6.75%	1.0x	10.6x	25%	19%
Fast Finance	FFI0916	7.93%	103.99%	WIBOR6M+7.00%	4.0x	1.8x	133%	21%
Kredyt Inkaso	KRIO717	6.59%	101.00%	WIBOR6M+4.20%	4.4x	2.1x	144%	54%
Kruk	KRU1217	5.98%	102.39%	WIBOR3M+4.00%	4.0x	2.9x	157%	56%
MW Trade	MWT0616	6.63%	101.00%	WIBOR6M+4.40%	25.9x	0.9x	730%	86%
Pr. Faktoring*	PRF0315	6.94%	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%
P.R.E.S.C.O.	PRE1117	6.66%	101.51%	WIBOR6M+4.40%	4.0x	1.6x	48%	28%

\*Dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 września 2013

Źródło: GPW Catalyt, 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		
					04.04	03.04	02.04	01.04	31.03		Sesyjny	Pakietowy	Razem
Polkap	SFK1215	2015.12.23	9.01	3.46	100.00	99.90	99.90	99.00	98.60	1.40	26.92	0.00	26.92
Polnord	PND0116	2016.01.22	7.55	1.57	101.50	101.00	101.00	100.80	100.80	0.70	43.58	0.00	43.58
Polski Gaz	PLG1216	2016.12.16	7.74	5.09	101.99	101.99	101.99	101.50	100.80	1.19	36.72	0.00	36.72
Poznańska 37	POA0117	2017.01.31	8.00	1.75	101.00	101.00	101.00	101.00		1.00	20.21	0.00	20.21
Poznańska 37	POB0117	2017.01.31	8.00	1.75	101.00	101.00	101.00	101.00		1.00	20.21	0.00	20.21
Pragma Faktoring	PRF0315	2015.03.06	7.24	6.74	101.00	100.70	100.70	100.70	100.70	0.30	10.17	0.00	10.17
Pragma Faktoring	PRF1214	2014.12.12	7.20	23.28	99.30	99.30	100.24	100.24	100.24	-0.94	6.09	0.00	6.09
Pragma Inwestycje	PIN1016	2016.10.10	7.71	0.00	100.20	100.06	100.05	100.05	100.00	-0.80	104.01	0.00	104.01
Pragma Inwestycje	PIN0415	2015.04.07	7.21	0.79	100.00	100.10	100.10	100.10	100.10	-0.10	65.08	0.00	65.08
Pragma Inwestycje	PIN1014	2014.10.30	7.70	33.96	100.00	100.00	100.00	99.00	99.00	0.00	22.60	0.00	22.60
Prefabet-Białe Błota	PBB0614	2014.06.27	8.97	25.31	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	-7.00	4.62	0.00	4.62
Próchnik	PRC1215	2015.12.04	7.20	24.66	100.66	100.66	100.66	100.66	100.66	0.00	26.79	0.00	26.79
PTI	PTI1115	2015.11.08	7.70	16.03	99.95	100.10	100.10	100.10	100.10	-0.15	4.13	0.00	4.13
<b>R</b>													
Rank Progress	RNK0616	2016.06.14	8.20	25.39	98.50	98.50	98.50	98.50	98.51	-0.50	21.26	0.00	21.26
Raport	RAP0815	2015.08.13	7.93	1.17	99.50	99.50	99.50	99.50	99.00	0.00	11.13	0.00	11.13
Robyg	ROG0116	2016.01.15	6.82	1.55	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	0.00	18.46	0.00	18.46
Robyg	ROB0616	2016.06.23	7.20	20.91	103.09	103.09	103.00	103.00	103.00	0.09	6.31	0.00	6.31
Robyg	ROB0615	2015.06.20	6.50	1.94	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	1.00	0.51	0.00	0.51
Ronson Europe	RON0617	2017.06.14	6.45	20.15	101.20	101.20	101.75	101.75	101.00	0.20	51.70	0.00	51.70
<b>S</b>													
SAF	SAF1115	2015.11.15	9.00	1.28	100.50	100.50	100.50	100.50	100.50	0.00	2.74	0.00	2.74
Scanmed Multimedis	SCM1115	2015.11.16	8.46	11.82	100.90	100.90	100.90	100.90	100.90	0.00	0.00	255.00	255.00
<b>T</b>													
The Farm 51 Group	F510914	2014.09.08	11.71	1.06	101.62	101.60	101.60	101.60	101.60	0.02	0.50	0.00	0.50
Trakcja	TRJ1215	2015.12.31	7.47	20.06	102.00	102.00	102.00	102.00	101.70	0.30	74.81	0.00	74.81
<b>U</b>													
Uboat - Line	UBT0415	2015.04.22	9.00	18.99	100.05	100.05	100.05	100.05	100.20	0.15	58.90	0.00	58.90
Uboat - Line	UBT0915	2015.09.27	8.71	2.39	99.45	99.45	99.45	99.00	99.00	0.95	18.85	0.00	18.85
Uboat - Line	UBT0914	2014.09.11	12.21	8.70	100.50	100.50	99.90	100.00	100.00	0.50	5.06	0.00	5.06
Unibep	UNI0515	2015.05.28	5.45	1.96	102.00	102.00	103.00	103.00	103.00	-1.00	2.08	0.00	2.08
<b>V</b>													
Vindexus	VIN1116	2016.11.08	8.96	13.99	104.10	104.10	103.00	103.00	103.00	1.10	10.55	0.00	10.55
Voxel	VOX0615	2015.06.17	7.20	22.29	100.20	100.20	100.20	100.20	100.20	0.00	4.09	0.00	4.09
Voxel	VOX0716	2016.07.31	7.72	14.38	101.00	101.00	102.10	102.10	102.10	-1.10	1.02	0.00	1.02
<b>W</b>													
Warimpex	WXB0316	2016.03.31	9.74	2.13	104.10	104.10	105.20	105.20	105.20	-1.10	5.21	0.00	5.21
WDB Brok. Ubezp.	WDB0915	2015.09.25	9.00	0.35	100.25	100.15	100.15			0.25	64.60	0.00	64.60
Werth-Holz	WHH1214	2014.12.07	8.91	0.78	90.00	89.00	89.00	85.00	84.00	5.50	33.98	0.00	33.98
Włodarzewska	WLD0516	2016.05.15	10.21	14.55	97.90	97.90	97.90	96.90	96.50	1.40	16.72	0.00	16.72
Włodarzewska	WLO0516	2016.05.15	10.21	14.55	99.00	99.00	99.00	95.90	92.50	6.50	5.86	0.00	5.86
Work Service	WSE1016	2016.10.04	7.46	0.82	103.00	103.00	103.90	103.90	103.90	-0.20	13.42	0.00	13.42
<b>Z</b>													
WZRT-Energia	WZR1115	2015.11.16	9.71	1.36	102.00	102.00	101.70	101.70	101.70	0.30	0.62	0.00	0.62
ZPS Krzętle	ZPS1214	2014.12.30	12.50	0.31	98.99	99.00	99.00	99.10	99.00	0.49	8.93	0.00	8.93
<b>RAZEM</b>										33 150.66	1 172.00	34 322.66	

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 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.