

**Catalyst: Obligacje wg tygodniowych zmian cen**

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Ferratum Capital	FRR0615	5.80	455.04
Włodarzewska	WLO0516	2.00	4.88
Marvipol	MVP0415	1.39	1 242.52
Capital Park	CAP0715	1.04	136.21
Ferratum Capital	FRR0514	1.00	33.51
Admiral Boats	ADB0415	0.99	23.11
Kruk	KRU1218	0.90	64.33
BGK	IDS1018	0.81	11.33
MO-BRUK	MBR0814	0.80	241.78
Kredyt Inkaso	KRI0717	0.80	780.85
DTP	DTP1114	-1.00	6.14
Dominium	DMM0714	-1.00	4.94
Próchnik	PRC1215	-1.30	29.08
WZRT-Energia	WZR1115	-1.31	41.60
VIG	VIG0515	-1.49	3.04
Raport	RAP0215	-1.65	5.03
Fab. Kons. Drew.	FKD1014	-2.25	12.19
Uboat - Line	UBO0915	-2.50	90.48
Milmex	MLX0714	-4.97	3.76
ZPS Krzętle	ZPS1214	-5.00	16.83

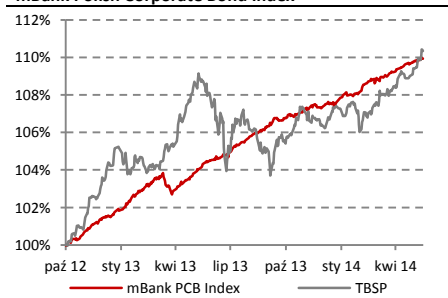
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Catalyst: Obligacje wg tygodniowego obrotu**

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
PKN Orlen	PKN0418	0.02	9 356.36
PGNiG	PGN0617	0.14	2 063.48
Ferro	FRO0416	-0.26	1 711.11
PKN Orlen	PK11117	0.26	1 662.37
PCC Rokita	PCR0416	0.10	1 506.30
Marvipol	MVP0415	1.39	1 242.52
Kruk	KRU1217	-0.30	1 065.87
Getin Noble	GNB0218	-0.20	858.07
Kredyt Inkaso	KRI0717	0.80	780.85
PKN Orlen	PKN1117	-0.20	694.78

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**mBank Polish Corporate Bond Index**



Tygodniowa zmiana mBank PCB Index	0.11%
Tygodniowa zmiana TBSP Index	0.43%

Źródło: Bloomberg

**Maciej Wardejn**

(+48) 22 378 9216

Maciej.Wardejn@investors.pl

**Marek Szymański**

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@investors.pl

**Tydzień w skrócie – główne wydarzenia.**

**ENEA** – Spółka podpisała z BGK umowę na emisję obligacji o wartości PLN 1 mld. Enea może emitować obligacje w ramach programu do grudnia 2016.

**PGE** – Zarząd nie wyklucza emisji euroobligacji jeszcze w tym roku. Decyzja o potencjalnej emisji może być podjęta jeszcze przed wakacjami.

**TAURON** – Spółka poszukuje finansowania w EBI, zarząd podkreśla jednak, że nie ma to być alternatywa dla emisji obligacji.

**CCC** – Spółka podpisała z mBankiem umowę na program emisji obligacji niezabezpieczonych o maksymalnej wartości PLN 500m. Celem emisji jest sfinansowanie ekspansji zagranicznej.

**ACTION** – Prezes potwierdził plan emisji obligacji na co najmniej PLN 70m. Emisja miałaby miejsce jeszcze przed wakacjami. Celem emisji ma być pozyskanie środków na sfinansowanie przejęć.

**ECHO INVESTMENT** – Spółka dokonała emisji obligacji niezabezpieczonych o wartości PLN 70.5m z terminem wykupu przypadającym na maj 2019. Celem jest wykup serii ECH0614 (PLN 300m).

**Spółki po wynikach.**

**BEST** – Przychody w 1Q14: PLN 20.5 (płasko r/r). EBIT: PLN 12.2m (-2% r/r). Pogorszeniu r/r uległ też CFO PLN -3.3m vs PLN 12.7 w 1Q13. Dług netto/12mEBITDA wzrósł do 0.80x z 0.71x w 4Q13.

**KRUK** – Przychody w 1Q14: PLN 120.1 (+25% r/r). EBIT: PLN 51.4m (+52% r/r). Spółka odnotowała też silny CFO: PLN 79m vs. PLN 26m w 1Q13. Dług netto/12mEBITDA spadł do 3.3x z 4.0x w 4Q13.

**MULTIMEDIA** – Przychody w 1Q14: PLN 176 (płasko r/r) przy takiej samej marży operacyjnej r/r w wys. 19%. Spadek zysku netto do PLN 12.6 (-12% r/r) to głównie efekt wyższego podatku.

**P.R.E.S.C.O.** – Przychody w 1Q14: PLN 19.3 (-14% r/r). Jest to m.in. efekt zmiany modelu działania na windykację polubowną. Portfel wierzycelności zmniejszył się o PLN 3m k/k, do PLN 161m.

**PCC ROKITA** – Przychody w 1Q14: PLN 264m (-9% r/r). EBIT spadł o 31% r/r do PLN 18m. Dług netto wzrósł k/k o 9% w wyniku czego dług netto/12mEBITDA wzrósł z 1.75x do 2.11x.

**ROBYG** – Przychody w 1Q14: PLN 138m (-13% r/r). Spadek to jednak głównie efekt zmiany polityki rachunkowej. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 17.3%, czyli płasko r/r.

**VANTAGE DEVELOPMENT** – Przychody w 1Q14: PLN 22.9m (vs. PLN 2.2m w 1Q13), wzrost to efekt przekazania 102 lokali w tym roku. Dług netto/12mEBITDA spadł z 11.1x na koniec 2013 do 7.01x.

**VINDEXUS** – Przychody w 1Q14: PLN 13.2m (+55% r/r), wzrost jest efektem wyższych odzysków r/r. W wyniku wzrostu kosztów zarządu i kosztów nabycia wierzycelności marża EBIT spadła o 3pp r/r.

**Nadchodzące i zakończone emisje.**

Spółka	Wartość (PLNm)	Status	Szczegóły
Action	>70.0	w planie (maj-czerwiec)	Emisja na sfinansowanie przejęcia.
Autostrada Wlkp.	3 000.0	w planie	Wykup: 2028
BZ WKB	3 000.0	w planie (1H14)	b.d.
CCC	500	W trakcie	Program emisji obligacji.
Credit Agricole Polska	300.0	w trakcie	Oprocentowanie WIBOR+1.00%. Wykup: 2017
Echo Investment	200.0	w planie	Program em. publicznych ważny 12 miesięcy.
Echo Investment	70.5	zakończona	Wykup: 2019. Oprocentowanie WIBOR+3.60%
Enea	1 000.0	w trakcie	Program emisji obligacji do grudnia 2016.
Gino Rossi	20.0	w trakcie	Uchwalono program emisji. Zabezpieczenie 150%
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
LZMO	7.0	w trakcie	Termin zapadalności: 30M
PGE	b.d.	w planie (po wakacjach)	Obligacje krajowe i euroobligacje
PKN Orlen	*500.0	w planie	b.d.
PKN Orlen	100.0	w trakcie	Wykup: 2020. Oproc. 5.00%. Rating Fitch A- (pol)
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	1 500-2 000	w planie (4Q14)	Zmienne oproc. Termin zapadalności 5-7 lat.
Warimpex	*50.0	w planie (2016-2018)	b.d.
Wikana	4.0	w trakcie	Wykup: 2016. Zabezp. na hipotecę.
Wind Mobile	15.0	w trakcie	Wykup: 2017. Zabezp. na akcjach przejmowanej spółki.

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	IDS1018	109.81	6.25
BGK	IDS1022	108.50	5.75
Ekopaliwa Ch.	EPC0716	108.00	15.00
Meritum Bank	MRT0421	106.55	8.54
BBI Dev.	BBI0215	106.00	9.24
Admiral Boats	ADB0115	105.20	9.72
Warimpex	WXB0316	105.00	9.74
Kredyt Inkaso	KRI0916	104.50	8.44
Work Service	WSE1016	104.45	7.46
Gino Rossi	GRI0616	104.40	8.72
Erbud	ERB0318	95.87	5.74
MO-BRUK	MBR0814	87.90	7.73
Werth-Holz	WHH1214	86.50	8.91
Trust	TRU0614	80.00	7.45
Trust	TRU1214	80.00	7.70
ZPS Krzętle	ZPS1214	79.00	12.50
Milmex	MLX0714	44.99	9.72
Orzeł	ORL0814	30.00	11.00
Gant Dev.	GNT0814	27.60	11.00
Jedynka	JED0415	24.21	8.49

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Catalyst: Dzień ustalenia praw do odsetek**

Dzień	Spółka	Seria	Bież. oproc.
19.05	Gant Dev.	GNT0814	11.0%
	HB Reavis F.	HBR1117	6.7%
	OT Logistics	ODR1114	6.7%
	Zastal	ZST0215	8.7%
20.05	Best	BST0516	7.4%
	Casus Finanse	CAS0515	7.6%
	Debt Trading	DTP1114	9.5%
	PCC Rokita	PCR0517	6.8%
	PKN Orlen	PKN0517	4.2%
	P.R.E.S.C.O.	PRE1117	7.1%
	Unibep	UNI0515	5.5%
Unibep	UNI0516	6.0%	
21.05	Eurocent	ERC0815	10.0%
	Ferratum Capital	FR30514	9.2%
	Getin Noble	GNO1120	5.7%
	Polfa	PLF0814	9.7%
23.05	Trust	TRU1214	7.7%

Źródło: GPW Catalyst

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

Rentowność obligacji dwuletnich	2.78%
Rentowność obligacji pięcioletnich	3.34%
Rentowność obligacji dziesięcioletnich	3.77%
WIBOR6M	2.74%
WIBOR3M	2.72%
Stopa referencyjna	2.50%

Źródło: Bloomberg

**Największe obroty, wzrosty i spadki.**

Obrót na całym rynku Catalyst w minionym tygodniu wyniósł PLN 28.6m w porównaniu do PLN 16.7m tydzień wcześniej. Prawie jedna trzecia obrotu (PLN 9.4m) dotyczyła nowej serii **PKN Orlen**: PKN0418, której kurs zamknięcia w ciągu tygodnia wahał się między 100.02% a 100.27%, a na piątkowym zamknięciu papiery tej serii były wyceniane na 2 punkty bazowe powyżej wartości nominalnej. Drugi co do wielkości obrót – PLN 2.1m odnotowano na papierach dłużnych **PGNiG** serii PGN0617. W wyniku zawartych transakcji kurs serii wzrósł o 14 punktów bazowych, do 101.54% wartości nominalnej, co implikuje YTM w wysokości 3.46%.

Najwyższy wzrost kursu odnotowano na obligacjach **Ferratum Capital** serii FRR0615. W wyniku transakcji na kwotę PLN 0.46m kurs serii wzrósł o 580 punktów bazowych, do 100.0%. Wysoki wzrost odnotowano także na serii MVP0415 **Marvipolu**, która przy obrocie wynoszącym ponad PLN 1.2m wzrosła o 139 punktów bazowych.

Spadki kursów odbyły się przy bardzo małych obrotach nieprzekraczających PLN 100k. Najwyższy spadek odnotowano na serii ZPS1214 spółki **ZPS Krzętle**. Kurs tej serii spadł w ciągu tygodnia o 500 punktów bazowych do 79% wartości nominalnej. Obrót na serii wyniósł jedynie PLN 17k.

**Spółki po wynikach.**

**BEST** – Przychody spółki w pierwszym kwartale 2014 wyniosły PLN 20.5m i nie zmieniły się istotnie w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego. Zysk operacyjny wyniósł PLN 12.2m i również nie uległ istotnej zmianie r/r. O 4% r/r, do PLN 2.2m, obniżył się zysk netto, na co wpływ miał większy podatek zapłacony w tym roku w porównaniu do pierwszego kwartału 2013 (PLN 1.0m w porównaniu z PLN 0.6m rok wcześniej).

Znaczne pogorszenie spółka odnotowała na poziomie przepływów gotówkowych – przepływy operacyjne wyniosły PLN -3.3m w porównaniu do PLN 12.7m rok wcześniej, a zapłacone odsetki wzrosły o 76% r/r do PLN 2.2m pomimo niewielkiego spadku zadłużenia r/r. Na spadek CFO istotny wpływ miało obniżenie poziomu zobowiązań handlowych o PLN 16.1m w ciągu pierwszego kwartału 2014.

W ciągu minionego kwartału spółka odnotowała nieznaczne obniżenie wartości portfela wierzycielskiego, do PLN 114.5m (-1.8% k/k, - PLN 2.1m). Spadek wartości portfela to głównie efekt spłat w wysokości PLN 10.9m oraz niewielkich inwestycji w nowe portfele (PLN 0.1m). Spółka odnotowała w ciągu kwartału wzrost zadłużenia netto o 13.4%, do PLN 65.7m, co wpłynęło na wzrost wskaźnika dług netto/kapitał własny z 39% do 41%. Dług netto/12mEBITDA wzrósł z 0.71x do 0.80x. Przypominamy, że Best jest w trakcie programu emisji obligacji do kwoty PLN 300m, w ramach którego pozyskał już PLN 45m w zeszłym miesiącu, co dodatkowo mogło wpłynąć negatywnie na wskaźniki zadłużenia.

**BEST: Wyniki finansowe za 1Q14**

Dane w PLNm

	1Q13	1Q14	% r/r
Sprzedaż	20.5	20.5	-0.1%
EBIT	12.4	12.2	-1.5%
EBITDA	12.8	12.8	-0.4%
Zysk netto	9.8	9.4	-3.9%
CFO	12.7	-3.3	n.m.
Odsetki zapłacone	1.2	2.2	76.1%
	4Q13	1Q14	% k/k
Aktywa	272.5	270.1	-0.9%
Aktywa obrotowe	143.8	137.0	-4.7%
Gotówka	20.1	17.9	-11.1%
Kapitał własny	150.5	159.1	5.7%
Portfel wierzycielski	116.6	114.5	-1.8%
Zobowiązania bieżące	36.8	25.4	-30.9%
Dług krótkoterminowy	13.9	20.0	43.3%
Dług brutto	78.1	83.7	7.1%
Dług netto	58.0	65.7	13.4%
	4Q13	1Q14	
Dług netto/kapitał własny	39%	41%	
Dług netto 12m EBITDA	0.71x	0.80x	

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

**Catalyst: Obligacje zapadające do końca 2014**

Data wykupu	Spółka	Wartość (PLNm)	Premia/dyskonto
2014.05.23	Ferratum Capital	28	n.d.
2014.05.25	Kruk	25	n.d.
2014.06.03	Trust	22	-20.0%
2014.06.12	Indygotech Mat.	1	-0.9%
2014.06.17	Mera	4	-0.7%
2014.06.18	Ferratum Capital	7	-0.1%
2014.06.27	Prefabet-B.B.	6	-4.0%
2014.06.30	Admiral Boats	4	-0.5%
2014.07.09	Milmex	5	-55.0%
2014.07.10	Bank Pocztowy	200	0.0%
2014.07.15	Erbud	50	0.0%
2014.07.15	Masterform	1	0.4%
2014.07.16	Dominium	2	-2.0%
2014.07.30	PTI	6	-1.0%
2014.07.31	Admiral Boats	4	-0.2%
2014.08.12	MO-BRUK	50	-12.1%
2014.08.13	Kopa-Haus	6	-0.2%
2014.08.22	Murapol	25	-0.5%
2014.08.22	Orzeł	10	-70.0%
2014.08.23	P.R.E.S.C.O.	30	-0.5%
2014.08.23	Redan	1	-1.0%
2014.08.28	Gant Dev.	22	-72.4%
2014.08.29	Polfa	4	-1.0%
2014.09.05	Koncept WS	12	0.1%
2014.09.08	The Farm 51 Gr.	2	1.0%
2014.09.06	Kruk	35	1.4%
2014.09.11	Uboat - Line	1	0.8%
2014.09.16	Marvipol	31	-0.7%
2014.09.22	Dominium	5	0.0%
2014.09.30	2C Partners	2	0.0%
2014.10.03	PCC Rokita	25	0.1%
2014.10.04	BOŚ	230	0.0%
2014.10.07	CDRL	10	-0.5%
2014.10.15	Kancelaria Medius	1	0.9%
2014.10.24	BGK	6 893	1.6%
2014.10.29	E-Kancelaria	5	-1.3%
2014.10.30	Dominium	1	0.9%
2014.10.30	Pragma Inwestycje	10	0.3%
2014.10.31	Fabr. Konst. Drew.	1	0.8%
2014.11.16	SMT	4	1.0%
2014.11.25	Kruk	30	1.5%
2014.11.28	Debt Trading	14	0.0%
2014.11.28	OT Logistics	60	0.5%
2014.12.04	ZM Henryk Kania	18	1.7%
2014.12.02	Trust	16	-20.0%
2014.12.07	Werth-Holz	5	-13.5%
2014.12.08	Indos	8	0.0%
2014.12.12	Pragma Faktoring	15	0.1%
2014.12.15	Włodarzewska	10	0.0%
2014.12.17	E-Kancelaria	3	-1.0%
2014.12.18	CI Games	6	-0.1%
2014.12.30	ZPS Krzętle	2	-21.0%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Spółki po wynikach.**

**KRUK** – Przychody spółki w pierwszym kwartale 2014 wyniosły PLN 120.1m i były o 25% wyższe r/r głównie na skutek solidnych odzysków z portfeli (PLN 154m vs. PLN 118m rok wcześniej) oraz pozytywnych rewaluacji wartości portfela (PLN 5.7m). Silny wzrost przychodów był również poparty wysokim wzrostem generowanej gotówki – CFO wzrósł do PLN 78.8m (+208% r/r). Przychody na rynku rumuńskim wyniosły PLN 41m (+32% r/r), natomiast na polskim PLN 72m (+21% r/r). EBITDA w minionym kwartale wyniosła PLN 51.1m i była wyższa w porównaniu z analogicznym okresem 2013 o 50%.

Portfel wierzycelności na koniec pierwszego kwartału 2014 wyniósł PLN 1.28 mld (+21.2% k/k, + PLN 224m k/k). Wzrost wartości portfela to głównie efekt rekordowej inwestycji w portfele PLN 269m (vs. PLN 82m w 4Q13 i PLN 49m w 1Q13). PLN 230m z tej kwoty to zakup portfela wierzycelności hipotecznych od Getin Noble Banku.

Zadłużenie spółki obniżyło się w ciągu kwartału o PLN 30m, do PLN 658m. W wyniku silnego cash flow w 1Q14 wartość środków pieniężnych wzrosła do PLN 69m. W efekcie zadłużenie netto obniżyło się o PLN 64m, do PLN 589m. Spadek długu w połączeniu ze wzrostem EBITDA wpłynęło na spadek wskaźnika dług netto/12mEBITDA do 3.27x w porównaniu z 4.02x na koniec 2013.

**Kruk: Wyniki finansowe za 1Q14**

Dane w PLNm

	1Q13	1Q14	% r/r
Sprzedaż	95.9	120.1	25%
EBIT	33.9	51.4	52%
EBITDA	36.1	54.1	50%
EBITDA gotówkowa	74.9	98.8	32%
Zysk netto	19.7	40.0	103%
CFO	25.6	78.8	208%
Nabyte pakiety wierzycelności	79.5	109.1	37%
Odsetki zapłacone	12.6	12.0	-5%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	<b>% k/k</b>
Aktywa	1 163	1 423	22%
Aktywa obrotowe	1 129	1 387	23%
Gotówka	35	69	96%
Kapitał własny	415	459	10%
Portfel wierzycelności	1 054	1 278	21.2%
Zobowiązania bieżące	234	486	108%
Dług krótkoterminowy	175	181	4%
Dług brutto	688	658	-4%
Dług netto	653	589	-10%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	
Dług netto/kapitał własny	157%	128%	
Dług netto 12m EBITDA	4.02x	3.27x	

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

**MULTIMEDIA POLSKA** – Przychody ze sprzedaży w pierwszy kwartale 2014 wyniosły PLN 175.7m i były 1% niższe r/r. Spadek przychodów to głównie efekt spadających przychodów z segmentu telefonii (- PLN 2.8m, -9.3% r/r), który był silniejszy od wzrostu sprzedaży usług internetowych (+ PLN 2.0m, +3.8% r/r). Marża operacyjna nie zmieniła się r/r i oscyluje wokół 19%. Przez obniżenie kosztów finansowych (- PLN 1.4m, -7% r/r) na poziomie zysku brutto Multimedia odnotowała wzrost o 8%, do PLN 19.1m, jednak w wyniku zapłaconia dwukrotnie wyższego podatku dochodowego na poziomie netto zysk był 12% niższy r/r i wyniósł PLN 12.6m.

Znacznie wyższy od spadku sprzedaży był spadek przepływów pieniężnych. W pierwszym kwartale 2014 CFO wyniósł PLN 56.2m, o 23% niżej r/r. Dzięki konsolidacyjnej emisji obligacji spółce udało się obniżyć koszty odsetkowe. Zapłacone w minionym kwartale odsetki (PLN 3.1m) były 21% niższe r/r.

W ciągu minionego kwartału zadłużenie brutto wzrosło nieznacznie k/k (+ PLN 15m) do poziomu PLN 1 210m. Zadłużenie netto natomiast wynosiło PLN 1 119m (+ PLN 26m k/k), co implikowało dług netto/kapitał własny na poziomie 495% w porównaniu z 512% na koniec 2013. W wyniku spadku 12mEBITDA z PLN 340m za 2013 do PLN 338m za okres 2Q13-1Q14 wskaźnik dług netto/12mEBITDA wzrósł do 3.3x (z 3.2x na koniec 2013).

## Spółki po wynikach.

### Multimedia Polska: Wyniki finansowe za 1Q14

Dane w PLNm

	1Q13	1Q14	% r/r
Sprzedaż	176.9	175.7	-1%
Zysk brutto ze sprzedaży	33.6	33.3	-1%
EBITDA	87.2	85.1	-2%
EBIT	34.2	34.0	-1%
Zysk brutto	17.8	19.1	8%
Zysk netto	14.4	12.6	-12%
CFO	73.3	56.2	-23%
Odsetki zapłacone	3.9	3.1	-21%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	<b>% k/k</b>
Aktywa	1 635	1 624	-1%
Aktywa obrotowe	226	226	0%
Należności handlowe	62	66	7%
Gotówka	102	91	-11%
Kapitał własny	213	226	6%
Zobowiązania bieżące	233	195	-16%
Dług krótkoterminowy	14	13	-3%
Dług brutto	1 195	1 210	1%
Dług netto	1 093	1 119	2%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	
Dług netto/kapitał własny	512%	495%	
Dług netto/12m EBITDA	3.21x	3.31x	

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

**P.R.E.S.C.O.** – Przychody spółki w pierwszym kwartale 2014 wyniosły PLN 19.3m i były o 14% niższe r/r, głównie na skutek relatywnie niskich inwestycji w nowe portfele. W pierwszym kwartale 2014 spółka kupiła portfele o wartości PLN 15.6m za kwotę PLN 1.6m. Spółka tłumaczy spadek przychodów efektem zmiany modelu działania z windykacji komorniczej na windykację polubowną, którą obecnie przeprowadza. Koszty sprzedaży spadły w tym samym okresie o 9% w wyniku czego wynik brutto ze sprzedaży zmniejszył się o 21% r/r do PLN 7.5m. Spółka dokonała również negatywnej rewaluacji wartości godziwej portfeli wierzytelności na PLN -4.9m (w porównaniu do PLN -6.2m rok wcześniej). Wynik operacyjny spadł o 28% i wyniósł PLN 2.0m. Marża operacyjna spadła o 2 punkty procentowe r/r, do poziomu 10.3%.

Na koniec pierwszego kwartału 2014 spółka posiadała portfel wierzytelności o wartości PLN 161.0m (spadek wartości o PLN 3.4m k/k, -2.1%). Spadek wartości portfela był głównie wynikiem negatywnego przeszacowania wartości portfeli.

Zadłużenie składa się w 99% z obligacji i nie zmieniło się w porównaniu do czwartego kwartału 2013. W wyniku wzrostu wartości środków pieniężnych o PLN 3.2m k/k dług netto obniżył się do PLN 50.4m na koniec pierwszego kwartału 2014. W efekcie wskaźnik dług netto/12mEBITDA obniżył się nieznacznie w ciągu minionego kwartału z 4.01x do 3.99x.

Spółka ma aktywny program emisji obligacji do kwoty PLN 150m, w ramach którego wykorzystała już PLN 105m. Na pozyskanie pozostałych PLN 45m P.R.E.S.C.O. ma czas do czerwca. Zwracamy jednak uwagę, że emisja tej wielkości zwiększyłaby zadłużenie o ponad połowę do PLN 120m. Zakładając, że emisja nie wpłynęłaby na wielkość środków pieniężnych spowodowałoby to wzrost wskaźnika dług netto/12mEBITDA do 7.5x.

## Spółki po wynikach.

### P.R.E.S.C.O.: Wyniki finansowe za 1Q14

Dane w PLNm

	1Q13	1Q14	% r/r
Sprzedaż	22.4	19.3	-14%
EBIT	2.8	2.0	-28%
EBITDA	3.0	2.2	-26%
Zysk netto	0.8	0.1	-86%
CFO	10.5	6.7	-36%
Odsetki zapłacone	2.2	1.6	-26%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	<b>% k/k</b>
Aktywa	192.3	192.0	0%
Aktywa obrotowe	186.6	186.3	0%
Gotówka	21.4	24.7	15%
Kapitał własny	112.8	112.9	0%
Portel wierzycelności	164.4	161.0	-2.1%
Zobowiązania bieżące	34.8	33.9	-2%
Dług krótkoterminowy	30.4	29.9	-2%
Dług brutto	75.2	75.1	0%
Dług netto	53.7	50.4	-6%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	
Dług netto/kapitał własny	48%	45%	
Dług netto 12m EBITDA	4.01x	3.99x	

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

**PCC ROKITA** – Przychody ze sprzedaży w pierwszym kwartale 2014 wyniosły PLN 263.5m co oznacza spadek o 9% r/r. Jest to przede wszystkim efekt spadku przychodów z tytułu obrotu energią elektryczną o PLN 17m r/r. Koszty sprzedanych towarów obniżyły się jedynie o 6% w porównaniu do 9% spadku przychodów, co wpłynęło na obniżkę marży brutto ze sprzedaży do 17.1% w porównaniu do 19.1% rok wcześniej. Spadek marży to między innymi efekt wyjątkowo wysokich cen alkaliów w pierwszym kwartale ubiegłego roku. Zysk EBITDA spadł o 29% r/r do poziomu PLN 28.2m, a w wyniku niższego udziału amortyzacji w kosztach ogółem zysk operacyjny obniżył się jeszcze mocniej – o 35% do PLN 17.5m.

Pomimo spadku przychodów PCC Rokita nie odnotowała istotnego spadku przepływów pieniężnych. W pierwszym kwartale 2014 CFO wyniósł PLN 43.3m i był 6% niższy r/r. Obniżyła się także wysokość płaconych odsetek, w pierwszym kwartale tego roku PCC Rokita zapłaciła jedynie PLN 1.8m odsetek, podczas gdy rok temu było to PLN 4.6m (-59% r/r).

Zadłużenie brutto nie zmieniło się istotnie w ciągu minionego kwartału. Wartość wszystkich zobowiązań odsetkowych wyniosła PLN 263m i była jedynie PLN 3m wyższa k/k. W wyniku obniżenia wartości środków pieniężnych zadłużenie netto wzrosło o PLN 18m k/k, do poziomu PLN 228m. Wzrost zadłużenia wraz z obniżeniem zysku EBITDA wpłynął na wzrost wskaźnika dług netto/12mEBITDA z poziomu 1.75x na koniec 2013 do poziomu 2.11x. Dług netto/kapitał własny wynosi 48% w porównaniu do 39% na koniec 2013. Zwracamy uwagę, że spółka ma aktywny program emisji obligacji do kwoty PLN 200m. W kwietniu zamknięta została pierwsza emisja w ramach programu, która zwiększyła zadłużenie grupy o PLN 22m, co dodatkowo mogło wpłynąć na pogorszenie wskaźników zadłużenia. Istotną poprawę wskaźników wypłacalności przyniesie natomiast oferta publiczna akcji i zwiększenie kapitału własnego spółki.

## Spółki po wynikach.

### PCC Rokita: Wyniki finansowe za 1Q14

Dane w PLNm

	1Q13	1Q14	% r/r
Sprzedaż	289.1	263.5	-9%
Zysk brutto ze sprzedaży	55.3	45.0	-19%
EBITDA	39.8	28.2	-29%
EBIT	26.7	17.5	-35%
Zysk netto	22.3	14.4	-35%
CFO	46.2	43.3	-6%
Odsetki zapłacone	4.6	1.8	-59%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	<b>% k/k</b>
Aktywa	1 040	1 030	-1%
Aktywa obrotowe	262	245	-6%
Zapasy	77	72	-6%
Gotówka	50	35	-31%
Kapitał własny	532	478	-10%
Zobowiązania bieżące	205	241	18%
Dług krótkoterminowy	26	23	-12%
Dług brutto	260	263	1%
Dług netto	210	228	9%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	
Dług netto/kapitał własny	39%	48%	
Dług netto/12m EBITDA	1.75x	2.11x	

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

**ROBYG** – Przychody Robygu w pierwszym kwartale 2014 spadły o 13% r/r i wyniosły PLN 137.7m. Zwracamy uwagę, że spadek ten jest głównie efektem zmiany polityki rachunkowej odnośnie księgowania przychodów z joint venture (wcześniej przychody księgowane były proporcjonalnie do udziału spółki). Po skorygowaniu o wpływ tej zmiany przychody ze sprzedaży wynoszą PLN 158m (płasko r/r). Projekty, które miały największy wpływ na wyniki kwartału to City Apartaments i Słoneczna Morena. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 17.3%, czyli bez zmiany r/r. Zysk operacyjny obniżył się o 20% (do PLN 18.6m) w wyniku czego marża operacyjna spadła do 13.5% z 14.6% rok wcześniej. Zysk netto w wysokości PLN 8.1m był 13% niższy w porównaniu z 1Q13.

Zadłużenie brutto obniżyło się w ciągu minionego kwartału o PLN 81m w wyniku spłaty kredytu i wykupu obligacji. Zadłużenie netto wyniosło PLN 141m i PLN 66m k/k w wyniku czego dług netto/kapitał własny spadł z 50% na koniec czwartego kwartału do 33%, a dług netto/12mEBITDA z 3.59x do 2.65x w analogicznym okresie.

### Robyg: Wyniki finansowe za 1Q14

Dane w PLNm

	1Q13	1Q14	% r/r
Sprzedaż	159.1	137.7	-13%
Zysk brutto ze sprzedaży	27.6	23.9	-14%
EBITDA	23.6	19.0	-20%
EBIT	23.3	18.6	-20%
Zysk netto	9.4	8.1	-13%
CFO	73.1	33.6	-54%
Odsetki zapłacone	6.5	4.7	-28%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	<b>% k/k</b>
Aktywa	1 182	1 029	-13%
Aktywa obrotowe	832	659	-21%
Zapasy	557	396	-29%
Gotówka	223	208	-7%
Kapitał własny	419	428	2%
Zobowiązania bieżące	387	236	-39%
Dług krótkoterminowy	131	61	-54%
Dług brutto	430	349	-19%
Dług netto	207	141	-32%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	
Dług netto/kapitał własny	50%	33%	
Dług netto/12m EBITDA	3.59x	2.65x	

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors



## Spółki po wynikach.

**VANTAGE DEVELOPMENT** – W 1Q14 spółka przekazała 102 lokale mieszkalne, dzięki zakończeniu w 4Q13 dwóch projektów Centauris II oraz Promenady Wrocławskie I. W rezultacie przychody z działalności deweloperskiej wyniosły PLN 20.4m (vs. PLN 1.1m w 1Q13). Jednocześnie ze względu na konsolidację biurowca Epsilon przez cały rok, jak również na zakończenie projektu Delta 44, przychody z najmu wzrosły o 66% r/r do PLN 1.9m. Marża brutto ze sprzedaży w segmencie mieszkaniowym kształtowała się na poziomie 17% (w porównaniu do 9% wygenerowanej w całym 2013), podczas gdy rentowność segmentu najmu wyniosła 68%. Na poziomie netto spółka zaraportowała zysk w wysokości PLN 1.5m (w porównaniu do straty netto na PLN 1.6m w 1Q13). Zwracamy uwagę, że na wyniki wpływ miały wyższe koszty sprzedaży (efekt rosnącej sprzedaży mieszkań), jak również wyższe koszty finansowe netto (wzrost o 45% r/r).

Zadłużenie brutto spółki zmalało w 1Q14 o PLN 7.5m i na koniec 1Q14 wyniosło PLN 93.7m. Przy stanie gotówki na PLN 36.8m, dług netto wynosił PLN 56.9m (+14% k/k), implikując wskaźnik dług netto/kapitały własne na 18% oraz dług netto/12mEBITDA 7.01x.

### Vantage Development: Wyniki finansowe za 1Q14

*Dane w PLNm*

	1Q13	1Q14	% r/r
Sprzedaż	2.2	22.9	958%
Zysk brutto ze sprzedaży	0.7	4.5	542%
EBITDA	-1.0	2.7	n.d.
EBIT	-1.0	2.6	n.d.
Zysk netto	-1.6	1.4	n.d.
CFO	-1.7	-2.6	49%
Odsetki zapłacone	0.9	1.5	63%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	<b>% k/k</b>
Aktywa	478	443	-7%
Aktywa obrotowe	165	109	-34%
Zapasy	91	60	-34%
Gotówka	52	37	-29%
Kapitał własny	316	317	0%
Zobowiązania bieżące	66	37	-44%
Dług krótkoterminowy	11	11	0%
Dług brutto	101	94	-7%
Dług netto	50	57	15%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	
Dług netto/kapitał własny	16%	18%	
Dług netto/12m EBITDA	11.10x	7.01x	

*Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors*

**VINDEXUS** – Przychody spółki w pierwszym kwartale 2014 wyniosły PLN 13.2m i były 55% wyższe r/r. Spółka raportuje przychody z windykacji w kwocie faktycznie uzyskanego wpływu, dlatego wzrost sprzedaży jest czystym efektem wzrostu odzysków. Zysk operacyjny wzrósł o 42% r/r i wyniósł PLN 4.3m. Marża operacyjna obniżyła się z 36% w 1Q13 do 33% w 1Q14. Spadek ten jest głównie efektem wzrostu kosztów zarządu (do PLN 3.1m vs. PLN 1.9m rok wcześniej) oraz wzrostu kosztów nabycia wierzytelności o 2.1m (do PLN 5.6m vs. 3.5m rok wcześniej).

W ciągu minionego kwartału Vindexus zredukował zadłużenie brutto o PLN 2m (-3%). W wyniku wzrostu wartości środków pieniężnych o PLN 5.5m zadłużenie netto obniżyło się z PLN 53.5m na koniec 2013 do PNL 46.0m. W wyniku redukcji poziomu zadłużenia wskaźnik dług netto/kapitał własny spadł z 50% na koniec 2013 do 42%, a dług netto/12mEBITDA obniżył się z 3.87x do 3.05x w ciągu ostatniego kwartału.

### Vindexus: Wyniki finansowe za 1Q14

Dane w PLNm

	1Q13	1Q14	% r/r
Sprzedaż	8.5	13.2	55%
Zysk brutto ze sprzedaży	5.0	7.1	44%
EBITDA	3.1	4.4	41%
EBIT	3.1	4.3	42%
Zysk netto	1.7	3.1	85%
CFO	4.5	7.6	67%
Odsetki zapłacone	1.5	1.6	2%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	<b>% k/k</b>
Aktywa	166.3	165.5	0%
Aktywa obrotowe	159.1	158.2	-1%
Gotówka	3.2	8.7	170%
Kapitał własny	107.0	108.4	1%
Portfel wierzytelności	140.6	135.9	-3%
Zobowiązania bieżące	8.8	9.1	3%
Dług krótkoterminowy	6.5	7.0	8%
Dług brutto	56.7	54.7	-3%
Dług netto	53.5	46.0	-14%
	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	
Dług netto/kapitał własny	50%	42%	
Dług netto/12m EBITDA	3.87x	3.05x	

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

### Informacje ze spółek.

**ACTION (16.05)** – Prezes potwierdził plan emisji obligacji. W tym tygodniu spółka planuje zakończyć negocjacje z bankami dotyczące przeprowadzenia procesu, a sama emisja może mieć miejsce jeszcze przed wakacjami. Wielkość emisji miałyby być nie niższa niż wartość emisji akcji zatwierdzonej przez WZA. Wartość uchwalonej w kwietniu emisji przy minimalnej cenie emisyjnej, która wynosi PLN 50 (11% powyżej piątkowego zamknięcia) oraz maksymalnej liczbie nowych akcji (1.46m) wyniosłaby PLN 73m. Prezes liczy na oprocentowanie obligacji z marżą nie wyższą niż 1%. Celem emisji ma być pozyskanie środków na finansowanie przejęć. Action jest zainteresowane aktywami po grupie Domex i według prezesa spółka mogłaby przejąć 50-60 sklepów Avans. Spółka spodziewa się również kolejnych bankructw sieci detalicznych. Prezes poinformował, że wraz z współnikiem rozważają wzięcie udziału w emisji obligacji.

Zwracamy uwagę, że marża, jakiej oczekuje Prezes Action plasowałaby spółkę na równi z emisjami takich firm jak PGE czy ING. Warto jednocześnie wspomnieć, że notowani na GPW najwięksi polscy dystrybutorzy IT mają dostęp do kredytów bankowych z marżą poniżej 1%. Uważamy, że Action będzie ciężko pozyskać obligacje taniej niż kredyt.

**CCC (13.05)** – Spółka podpisała z mBankiem umowę na program emisji obligacji niezabezpieczonych o maksymalnej wartości PLN 500m. Spółka planuje wprowadzać wyemitowane serie do obrotu na Catalyst.

Spółka chce w ten sposób pozyskać środki na planowaną ekspansję zagraniczną. CCC planuje otworzyć sklepy w Austrii, Słowenii, Chorwacji i w Niemczech. W tym roku zarząd planuje przeznaczyć na inwestycje PLN 150m, a w 2015 PLN 110m. Z czego PLN 200m zostanie przeznaczone na otwarcia nowych sklepów, a pozostałe PLN 60m na rozbudowę centrum logistycznego.

Spółka do tej pory nie emitowała żadnych obligacji tylko finansowała się kredytami bankowymi. Na koniec pierwszego kwartału zadłużenie brutto spółki wynosiło PLN 345m a zadłużenie netto PLN 149m. Wskaźnik dług netto kapitał własny wynosił 25%, a dług netto/12mEBITDA 0.61x.

**ECHO INVESTMENT (15.05)** – Na rynek BondSpot trafiła kolejna seria obligacji dewelopera – ECH0219. Oprocentowanie niezabezpieczonych obligacji jest oparte o stawkę WIBOR6M powiększoną o 360 punktów bazowych, o 10 punktów bazowych więcej niż w przypadku serii ECH0618 z czerwca 2013 z takim samym terminem do wykupu.

Ponadto 15 maja spółka dokonała emisji obligacji niezabezpieczonych o wartości PLN 70.5m z terminem wykupu przypadającym na maj 2019. Spółka nie ujawniła w komunikacie wysokości marży, jednak według Bloomberg'a wynosi ona 360 punktów bazowych ponad WIBOR6M. Środki z emisji zostaną przeznaczone na refinansowanie serii ECH0614 o wartości PLN 300m.



**ENEA (15.05)** – Spółka podpisała z BGK umowę na emisję obligacji o wartości PLN 1 mld. Spółka może emitować obligacje w ramach programu do grudnia 2016. Wartość nominalne każdej z serii będzie wynosić co najmniej PLN 100m, wartość nominalne jednej obligacji wyniesie PLN 1m. Enea ma również aktywny program emisji obligacji do kwoty PLN 4 mld trwający do 2022 roku w ramach którego pozyskała do tej pory PLN 150m w kwietniu 2014.

Celem emisji jest pozyskanie środków na dostosowanie bloków energetycznych w Kozienicach do norm środowiskowych oraz na projekty akwizycyjne w segmencie kogeneracji i OZE.

W marcu spółka informowała, że rozważa program emisji o wartości nawet PLN 5 mld. W tym roku spółka chce wydać na inwestycje PLN 3.1bn, z czego PLN 1.4bn na blok w Kozienicach, PLN 0.3bn na kogenerację, a 0.2bn na inwestycje w OZE. Do 2020 natomiast wielkość planowanych inwestycji wynosi ok. PLN 20 mld, w tym PLN 6.4 mld na Kozienice.

**PGE (13.05)** – Zarząd nie wyklucza emisji euroobligacji jeszcze w tym roku. Decyzja o potencjalnej emisji może być podjęta jeszcze przed wakacjami. Zarząd podkreśla jednak, że z uwagi na znaczną pozycję gotówkową (PLN 5.1 mld na koniec 1Q14) nie należy spodziewać się znacznej emisji.

Przypominamy, że PGE ma aktywny program emisji obligacji ustanowiony w 2011, w ramach którego spółka dokonała do tej pory jednej emisji o wartości PLN 1 mld w czerwcu 2013. Oprocentowanie tej emisji oparto na stopie WIBOR 6M powiększonej o marżę w wysokości 70 punktów bazowych.

Zarząd poinformował również w strategii, że do 2020 roku nie planuje zwiększać wskaźnika dług netto/EBITDA powyżej 2.5x. Przy przewidywanej przez zarząd EBITDA na lata 2015-2020 w wysokości PLN 8-9 mld oznacza to poziom długu netto w wysokości PLN 22.0-22.5 mld (obecnie spółka posiada gotówkę netto w wysokości PLN 1.0 mld). PGE planuje przeznaczyć na inwestycje w latach 2015-2020 ok. PLN 50 mld, w tym PLN 15 mld na energetykę konwencjonalną, w tym Opole i Turów.

**TAURON (14.05)** – Spółka poszukuje finansowania w EBI, zarząd podkreśla jednak, że nie ma to być alternatywa dla emisji obligacji. Spółka podtrzymuje zapowiedź z zeszłego tygodnia o potencjalnej emisji na rynku krajowym po wakacjach, jeżeli warunki na rynku będą korzystne. Jeszcze w marcu Tauron informował o planie emisji w pierwszym półroczu tego roku.

Nie ujawniono ewentualnej kwoty emisji, spółka podawała jednak wcześniej PLN 1.5-2.0 mld jako prawdopodobną kwotę. Najprawdopodobniej była by to emisja na 5-7 lat. Przypominamy, że w lipcu 2013 spółka uchwaliła program emisji obligacji do PLN 5 mld. Program jest ważny do końca 2015 roku.

Zarząd szacuje marżę na 5 letniej emisji na 100 punktów bazowych ponad WIBOR natomiast na 7 letniej emisji 120-140 punktów bazowych. Notowana obecnie na Catalyst emisji obligacji 5 letnich ma marżę w wysokości 70 punktów bazowych.

## Ostatnie emisje obligacji: Deweloperzy.

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Spółka	Seria	Wartość	Data emisji	Data zapadalności	Okres emisji	WIBOR	Marża	Zabezpieczenie (% wart. emisji)	Kurs (16.05.2014)	YTM (16.05.2014)
Echo Investment	ECH0519	70.5	2014-05-15	2019-05-15	5.0	6M	3.60%	brak	n.d.	n.d.
Ghelamco Invest	GHE0417	120.4	2014-04-10	2017-04-10	3.0	b.d.	b.d.	b.d.	n.d.	n.d.
Erbud	ERB0318	52.0	2014-03-26	2018-03-26	4.0	6M	3.00%	brak	95.3	7.16%
GTC	GTC0319	200.0	2014-03-10	2019-03-11	5.0	6M	4.50%	brak	101.2	6.93%
Robyg	ROB0218	60.0	2014-02-26	2018-02-26	4.0	6M	4.00%	brak	103.7	5.64%
Warimpex	WXF0218	9.0	2014-02-24	2018-02-28	4.0	6M	6.00%	brak	n.d.	n.d.
Echo Investment	ECH0219	100.0	2014-02-19	2019-02-19	5.0	6M	3.60%	brak	100.0	b.d.
Polnord	PLN0217	50.0	2014-02-11	2017-02-11	3.0	6M	4.35%	brak	n.d.	n.d.
BBI Development	BBI0217	53.0	2014-02-07	2017-02-07	3.0	6M	6.00%	brak	102.0	7.89%
Ghelamco Invest	GHE0118	114.5	2014-01-29	2018-01-29	4.0	6M	5.00%	180%	100.7	7.51%
Marvipol	MVN1116	60.0	2013-11-30	2016-11-30	3.0	b.d.	b.d.	153%	n.d.	n.d.
LC Corp	LCC1018	50.0	2013-10-31	2018-10-30	5.0	6M	3.50%	brak	100.0	6.24%
Warimpex	WXF1017	8.5	2013-10-29	2017-10-29	4.0	6M	6.40%	brak	n.d.	n.d.
Vantage Development	VTG0816	20.0	2013-08-14	2016-08-14	3.0	3M	5.50%	150%	101.2	7.65%
Wikana	WIK0716	20.5	2013-07-16	2016-07-16	3.0	6M	5.95%	brak	n.d.	n.d.
Ronson	RON0716	9.3	2013-07-15	2016-07-15	3.0	6M	7.26%	brak	102.4	6.07%
Echo Investment	ECH0618	80.0	2013-06-19	2018-06-19	5.0	6M	3.50%	brak	101.0	5.96%
Rank Progress	RNK0616	131.8	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	5.50%	150%	100.0	8.24%
Ronson	RON0617	83.5	2013-06-14	2017-06-14	4.0	6M	3.75%	120%	101.7	5.86%
Ronson	RON0616	23.6	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	4.55%	brak	100.0	7.28%
Włodarzewska	WLO0516	17.5	2013-05-15	2016-05-15	3.0	6M	7.50%	365%	99.0	10.79%
Polnord	PLN0516	46.0	2013-05-13	2016-05-13	3.0	6M	b.d.	b.d.	n.d.	n.d.
Dom Development	DOM0318	50.0	2013-03-26	2018-03-26	5.0	6M	2.65%	brak	100.8	5.15%
BBI Development	BBI0216	22.0	2013-02-20	2016-02-22	3.0	6M	6.50%	brak	100.0	9.21%
Polnord	PND0116	26.5	2013-01-22	2016-01-22	3.0	3M	4.85%	200%	101.5	6.60%
GTC	GTC0418	294.2	2012-10-31	2018-04-30	5.5	6M	4.00%	brak	n.d.	n.d.
Marvipol	MVP0415	39.0	2011-04-08	2015-04-08	4.0	6M	5.90%	brak	100.9	7.51%

Źródło: Bloomberg, GPW Catalyst, cBonds, obliczenia DI Investors

## Wskaźniki zadłużenia: Deweloperzy.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 grudnia 2013

Spółka	Dług netto/ Kapitały własne	Dług netto/ Aktywa	Aktywa obrotowe/ Zob. bieżące	Akt. Obrotowe - Zapasy/Zob. bieżące	Gotówka/Dług krótkoterminowy	Dług netto/ EBITDA	EBITDA/ Odsetki zapłacone	CFO/ Odsetki zapłacone
BBI Development	69%	37%	2.0x	0.4x	0.1x	101.3x	0.1x	-0.6x
Dom Development*	13%	7%	4.8x	1.0x	112.6x	2.1x	1.8x	0.8x
Echo Investment	82%	36%	1.0x	0.7x	0.4x	4.5x	3.4x	1.7x
Gant Development	295%	65%	0.7x	0.1x	0.0x	26.1x	0.8x	2.4x
GTC	150%	49%	0.8x	0.7x	0.7x	-7.1x	-2.5x	1.5x
JW Construction	125%	46%	1.7x	0.4x	0.1x	10.6x	1.5x	3.0x
LC Corp	52%	25%	3.1x	0.8x	1.6x	6.9x	4.3x	0.7x
Marvipol	129%	32%	2.0x	0.3x	0.5x	8.0x	1.2x	2.3x
Polnord	39%	24%	2.6x	0.8x	0.4x	22.7x	0.5x	1.8x
Rank Progress	111%	48%	0.6x	0.2x	0.1x	33.4x	0.6x	-0.4x
Robyg	50%	18%	2.2x	0.7x	1.7x	3.6x	2.2x	7.0x
Ronson	26%	16%	5.8x	0.8x	2.6x	6.2x	1.2x	3.4x
Vantage Development	16%	10%	2.5x	1.1x	4.8x	11.1x	0.7x	2.3x
Włodarzewska	88%	42%	1.7x	0.4x	0.2x	2.0x	7.9x	0.6x

\* dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 marca 2014

Źródło: Dane spółek, obliczenia DI Investors

## Ostatnie emisje obligacji: Spółki wierzytelnościowe.

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Spółka	Seria	Wartość	Data emisji	Data zapadalności	Okres emisji	WIBOR	Marża	Zabezpieczenie (% wart. emisji)	Kurs (16.05.2014)	YTM (16.05.2014)
MW Trade	MWT0417	15.0	2014-04-17	2017-04-17	3.0	6M	b.d.	0%	n.d.	n.d.
Kredyt Inkaso I NS FIZ	KRI0417	50.0	2014-04-17	2017-04-17	3.0	6M	b.d.	188%	n.d.	n.d.
Best	BST0418	45.0	2014-04-10	2018-04-10	4.0	3M	3.80%	0%	100.8	b.d.
Kredyt Inkaso	KRI0717	53.0	2014-01-13	2017-07-13	3.5	6M	4.20%	0%	101.8	6.22%
Kredyt Inkaso	KRI0118	17.0	2013-12-13	2018-01-15	4.1	6M	4.40%	0%	101.5	7.13%
Kruk	KRU1217	15.0	2013-12-06	2017-12-06	4.0	3M	4.50%	0%	102.2	5.79%
Kruk	KRU1218	10.0	2013-12-05	2018-12-05	5.0	3M	4.50%	0%	103.2	6.15%
P.R.E.S.C.O.	PRE1117	35.0	2013-11-28	2017-11-28	4.0	6M	4.40%	0%	100.2	6.88%
Fast Finance	FFI1116	8.6	2013-11-18	2016-11-15	3.0	6M	7.00%	349%	101.5	9.05%
Kruk	KRU1018	40.0	2013-10-03	2018-10-03	5.0	3M	4.40%	0%	103.4	6.34%
Fast Finance	FFI0916	3.9	2013-09-30	2016-09-27	3.0	6M	7.00%	388%	103.0	7.90%
DTP	DTP0816	11.0	2013-08-23	2016-08-22	3.0	3M	4.50%	130%	101.0	6.26%
Kruk	KRU0818	50.0	2013-08-13	2018-08-13	5.0	3M	4.40%	0%	103.6	6.25%
MW Trade	MWT0716	15.0	2013-07-08	2016-07-08	3.0	6M	b.d.	0%	n.d.	n.d.
MW Trade	MWT0616	15.0	2013-06-28	2016-06-28	3.0	6M	4.40%	0%	100.9	6.87%
Kruk	KRU0618	15.0	2013-06-25	2018-06-25	5.0	3M	4.40%	0%	103.0	6.24%
Kruk	KRU0317	60.0	2013-06-07	2017-03-07	3.8	3M	4.40%	0%	102.5	6.07%
Best	BST0916	14.7	2013-03-28	2016-09-28	3.5	n.d.	8.98%	0%	103.6	7.11%
Best	BST0516	39.0	2012-11-28	2016-05-28	3.5	3M	4.70%	135%	101.2	6.65%
P.R.E.S.C.O.	PRE0815	10.0	2012-08-08	2015-08-08	3.0	6M	5.00%	0%	104.0	3.51%
Kredyt Inkaso	KRI0916	30.0	2012-03-05	2016-09-05	4.5	6M	5.70%	0%	104.5	5.61%
P.R.E.S.C.O.	PRE0814	30.0	2012-02-23	2014-08-23	2.5	6M	5.20%	0%	99.5	7.83%
DTP	DTP1114	13.4	2011-11-29	2014-11-28	3.0	3M	6.75%	140%	100.0	6.55%

Źródło: Bloomberg, GPW Catalyst, cBonds, obliczenia DI Investors

## Wskaźniki zadłużenia: Spółki wierzytelnościowe.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 grudnia 2013

Spółka	Dług netto/ Kapitały własne	Dług netto/ Aktywa	Aktywa obrotowe/ Zob. bieżące	Gotówka/Dług krótkoterminowy	Dług netto/ EBITDA	EBITDA/ Odsetki zapłacone	Marża operacyjna	Marża netto
Best	39%	34%	1.6x	1.4x	0.7x	11.6x	65%	56%
Cash Flow	307%	65%	0.9x	0.0x	-18.1x	-1.3x	-65%	-214%
DTP	17%	13%	6.6x	0.5x	0.7x	12.5x	25%	22%
Fast Finance	133%	20%	9.0x	0.8x	4.0x	1.9x	50%	30%
Kredyt Inkaso*	148%	56%	3.9x	0.1x	4.4x	2.2x	68%	40%
Kruk	157%	56%	4.8x	0.2x	4.0x	3.2x	38%	24%
Magellan	320%	74%	1.4x	0.0x	15.5x	1.0x	38%	31%
MW Trade	719%	87%	1.0x	0.0x	25.9x	0.5x	28%	23%
P.R.E.S.C.O.	48%	28%	5.4x	0.7x	4.0x	1.7x	16%	6%

\*Zannualizowane dane za okres 9 miesięcy zakończony 31 grudnia 2013

Źródło: Dane spółek, obliczenia DI Investors

## Ratingi i notowania.

### Ratingi Fitch na polskie banki

Spółka	BOŚ	Handlowy	mBank	ING	Pekao	BZ WBK	Alior Bank
Rating	BBB	A-	A	A	A-	BBB	BB
Data	2014.04.23	2014.04.14	2014.03.28	2014.01.24	2014.01.24	2013.12.04	2013.09.05
Perspektywa	negatywna	stabilna	negatywna	negatywna	stabilna	stabilna	stabilna

Źródło: Fitch

### Ratingi Fitch na pozostałe spółki

Spółka	Enea	Energa	PKN Orlen	PGE	Tauron	Aquanet	EFL
Rating	BBB	BBB	BBB-	BBB+	BBB	BBB-	A
Data	2014.04.30	2013.10.11	2013.08.30	2013.08.09	2013.06.21	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 (16.05.2014)	Z-spread z zamknięcia (16.05.2014)
BOŚ	11.05.2016	6.000%	EUR	250	-0.05	109.1	73.5
mBank	12.10.2015	2.750%	EUR	500	0.06	102.3	53.7
mBank	08.10.2018	2.500%	CHF	110	0.38	102.9	140.9
mBank	04.01.2019	2.375%	EUR	500	0.11	101.6	116.4
Ciech	30.11.2019	9.500%	EUR	245	0.10	115.7	319.6
Cyfrowy Polsat	20.05.2018	7.125%	EUR	350	0.00	105.7	b.d.
Energa	19.03.2020	3.250%	EUR	500	0.32	104.8	122.3
PGNiG	14.02.2017	4.000%	EUR	500	0.16	107.1	80.8
PKO BP	21.12.2015	2.536%	CHF	500	-0.05	102.7	66.6
PKO BP	21.10.2015	3.733%	EUR	800	-0.03	103.8	53.5
PKO BP	07.07.2016	3.538%	CHF	250	-0.14	105.5	76.9
PKO BP	23.01.2019	2.324%	EUR	500	0.00	102.9	188.6
PKO BP	26.09.2022	4.630%	USD	1 000	0.19	101.7	108.5
Pol. Tel. Hold. (ITI)	15.05.2017	11.25%	EUR	260	0.00	103.0	b.d.
Polkomtel	31.01.2020	11.75%	EUR	543	-0.09	120.7	215.3
Polkomtel	31.01.2020	11.63%	USD	500	0.00	119.7	267.7
Polkomtel	15.08.2020	14.25%	USD	201	0.00	104.5	b.d.
Orange Polska	22.05.2014	6.000%	EUR	700	-0.10	100.1	-16.1
TVN	15.11.2018	7.875%	EUR	140	0.05	106.2	-460.3
TVN	15.12.2020	7.375%	EUR	430	-0.55	113.1	313.9

Źródło: Bloomberg, obliczenia DI Investors

## Catalyst: Podsumowanie tygodnia.

Spółka	Seria	Data wykupu	Oproc. w bieżącym okresie (%)	Narosłe odsetki (PLN)	Kurs zamknięcia					Tygodniowa zmiana kursu (pkt. proc.)	Tygodniowy obrót w PLNk		
					16.05	15.05	14.05	13.05	12.05		Sesyjny	Pakietowy	Razem
#													
2C Partners	2CP0914	2014.09.30	9.71	1.33	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	13.78	0.00	13.78
<b>A</b>													
Admiral Boats	ADB0415	2015.04.14	9.50	9.37	99.50	99.75	99.75	99.75	99.50	0.99	23.11	0.00	23.11
Admiral Boats	ADM0714	2014.07.31	9.22	0.50	99.80	99.80	99.80	100.01	100.01	-0.21	3.01	0.00	3.01
Admiral Boats	ADM0415	2015.04.16	9.92	9.78	100.50	100.50	100.50	100.50	100.50	0.00	2.03	0.00	2.03
AOW Faktoring	AOW0416	2016.04.26	7.70	0.51	100.30	100.30	100.30	100.29	100.50	-0.70	70.51	0.00	70.51
<b>B</b>													
BBF	BBF0615	2015.06.29	11.00	4.31	98.00	98.00	98.00	98.00	98.00	0.00	0.10	0.00	0.10
Best	BST0418	2018.04.30	6.52	0.36	100.80	100.80	100.70	100.70	100.70	0.80	119.60	0.00	119.60
Best	BST0916	2016.09.28	8.98	1.30	103.60	103.60	103.61	103.61	103.99	-0.39	25.49	0.00	25.49
Best	BST0516	2016.05.28	7.41	1.64	101.20	101.50	101.50	101.50	101.50	-0.30	18.33	0.00	18.33
BGK	IDS1018	2018.10.24	6.25	35.62	109.81	109.81	109.81	109.00	109.00	0.81	11.33	0.00	11.33
BZ WBK	BZW1216	2016.12.19	3.90	16.35	101.00	100.94	100.94	100.94	100.94	0.06	144.72	0.00	144.72
<b>C</b>													
Capital Park	CAP0715	2015.07.09	7.72	2.77	101.15	101.15	100.69	100.69	100.11	1.04	136.21	0.00	136.21
CDRL	CDL1014	2014.10.07	8.21	11.25	99.53	100.00	100.00	100.00	100.00	-0.47	2.01	0.00	2.01
CI Games	CIG1214	2014.12.18	8.21	14.17	99.90	100.00	100.00	100.00	100.00	-0.10	2.03	0.00	2.03
<b>D</b>													
Dominium	DMM0914	2014.09.22	9.84	16.44	99.99	99.99	99.99	99.99	99.99	0.59	10.15	0.00	10.15
Dominium	DMM0714	2014.07.16	9.72	9.32	98.00	98.00	98.00	98.00	99.00	-1.00	4.94	0.00	4.94
DTP	DTP1114	2014.11.28	9.46	20.99	100.00	101.00	101.00	101.00	101.00	-1.00	6.14	0.00	6.14
<b>E</b>													
ECI-BPS Real Estate	ECS0115	2015.01.27	7.81	10.91	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	0.00	0.00	505.00	505.00
Ekopaliwa Chełm	EPC0716	2016.07.31	15.00	4.48	108.00	108.00	108.00	108.00	108.00	0.00	18.64	0.00	18.64
Eurocent	ERC0815	2015.08.30	10.00	2.16	100.50	100.50	100.50	100.50	101.46	-0.96	2.35	0.00	2.35
Europejski Fund. Med.	EFM0915	2015.09.07	10.80	22.49	103.00	103.00	103.00	103.00	103.50	-0.50	8.41	0.00	8.41
<b>F</b>													
Fabryka Konstr. Drew.	FKD1014	2014.10.31	12.00	6.58	100.75	100.75	101.00	101.00	101.50	-2.25	12.19	0.00	12.19
Fast Finance	FFI1116	2016.11.15	9.75	1.34	101.50	101.50	101.49	101.49	101.49	0.01	48.75	0.00	48.75
Fast Finance	FFI0315	2015.03.23	10.24	16.83	101.00	101.00	101.00	101.22	100.95	0.05	11.30	0.00	11.30
Ferratum Capital Poland	FRR0615	2015.06.18	9.20	38.56	100.00	97.50	95.00	95.00	97.44	5.80	455.04	0.00	455.04
Ferratum Capital Poland	FRR0514							99.90	99.90	1.00	33.51	0.00	33.51
Ferratum Capital Poland	FRR0614	2014.06.18	11.00	46.11	99.90	99.90	99.90	99.25	99.25	0.65	20.74	0.00	20.74
Ferratum Capital Poland	FR30514	2014.05.29	9.20	43.35	99.50	99.50	99.50	99.50	99.50	-0.30	2.07	0.00	2.07
Ferro	FRO0416	2016.04.04	8.24	10.38	100.74	101.10	101.00	101.25	101.00	-0.26	1 711.11	0.00	1 711.11
<b>G</b>													
Getin Noble	GNB0218	2018.02.23	6.49	15.11	101.50	101.50	101.99	101.99	101.56	-0.20	858.07	0.00	858.07
Getin Noble	GNB0318	2018.03.23	6.29	9.82	100.71	101.16	101.05	101.05	101.00	-0.44	322.99	0.00	322.99
Getin Noble	GNB1020	2020.10.07	5.74	6.76	99.69	99.60	99.52	99.52	99.52	0.20	192.31	0.00	192.31
Getin Noble	GNB0518	2018.05.23	6.25	0.00	101.50	101.43	101.43	101.43	101.43	0.07	130.87	0.00	130.87
Getin Noble	GNB0819	2019.08.27	6.29	14.13	100.70	101.10	100.95	101.20	101.20	-0.50	117.57	0.00	117.57
Getin Noble	GNB0720	2020.07.10	5.72	20.37	99.15	99.60	99.60	99.60	99.60	-0.32	102.37	0.00	102.37
Getin Noble	GNB0917	2017.09.01	6.21	13.27	100.50	100.50	100.80	100.80	100.80	-0.30	78.39	0.00	78.39
Getin Noble	GNB1219	2019.12.23	6.15	24.94	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	-0.72	65.55	0.00	65.55
Getin Noble	GNB0221	2021.02.15	5.73	14.91	99.50	99.50	99.50	99.70	99.70	-0.20	60.59	0.00	60.59
Getin Noble	GNB0418	2018.04.27	6.25	3.79	101.00	101.00	101.20	101.11	101.10	-0.10	59.79	0.00	59.79
Getin Noble	GNB0220	2020.02.28	5.84	12.96	99.30	99.30	99.30	99.32	99.90	0.04	54.30	0.00	54.30
Getin Noble	GNB1119	2019.11.18	6.20	0.68	101.00	101.00	100.21	100.21	101.15	0.00	45.38	0.00	45.38
Getin Noble	GNO1120	2020.11.30	5.70	26.86	99.20	99.20	99.02	99.20	99.20	0.00	34.60	0.00	34.60
Getin Noble	GNB0320	2020.03.30	5.84	8.48	99.90	99.90	99.69	99.69	99.69	0.21	34.23	0.00	34.23
Getin Noble	GNB1120	2020.11.09	5.74	2.04	99.80	99.80	99.60	99.80	99.80	-0.20	29.96	0.00	29.96
Getin Noble	GNB0820	2020.08.28	5.74	12.74	99.37	99.70	99.70	99.70	99.70	0.36	16.13	0.00	16.13
Getin Noble	GNB0919	2019.09.26	6.29	9.48	101.33	101.33	101.80	101.80	101.80	-0.47	5.11	0.00	5.11
Getin Noble	GNB1019	2019.10.21	6.29	4.83	100.55	100.55	100.55	100.55	100.55	-0.65	5.05	0.00	5.05
Ghelamco Invest	GHE0118	2018.01.29	7.72	234.77	100.99	100.99	100.99	100.99	101.00	-0.01	30.97	0.00	30.97
GPW	GPW0117	2017.01.02	3.89	1.49	100.37	100.59	100.30	100.29	100.29	-0.18	614.27	0.00	614.27
GTC	GTC0319	2019.03.11	7.24	140.83	101.27	101.27	101.27	101.27	101.27	0.00	41.02	0.00	41.02
<b>I</b>													
Instalexport	INE1015	2015.10.19	9.49	8.06	98.49	98.49	98.49	98.49	97.95	0.54	4.96	0.00	4.96
Invista	INV0615	2015.06.18	9.71	17.03	98.89	98.88	98.88	98.88	98.88	0.04	15.07	0.00	15.07
Invista	INV1215	2015.12.21	9.01	14.56	97.20	97.20	97.00	97.00	97.00	0.20	6.90	0.00	6.90
<b>J</b>													
Jedynka	JED0415	2015.04.04	8.49	1.07	24.21	24.21	24.21	25.00	25.00	-0.79	0.93	0.00	0.93

Spółka	Seria	Data wykupu	Oproc. w bieżącym okresie (%)	Narosłe odsetki (PLN)	Kurs zamknięcia					Tygodniowa zmiana kursu (pkt. proc.)	Tygodniowy obrót w PLNk		
					09.05	08.05	07.05	06.05	05.05		Sesyjny	Pakietowy	Razem
<b>K</b>													
Klon	KLN1115	2015.11.18	8.21	0.05	100.70	100.70	100.70	100.40	100.40	0.30	3.02	0.00	3.02
Kredyt Inkaso	KRI0717	2017.07.13	6.92	24.08	101.80	101.80	101.80	101.80	101.00	0.80	780.85	0.00	780.85
Kredyt Inkaso	KRI0116	2016.01.02	8.22	31.08	101.20	101.10	101.40	101.40	101.30	-0.10	123.74	0.00	123.74
Kredyt Inkaso	KR20116	2016.01.02	8.12	30.70	102.50	102.50	102.50	102.50	103.00	-0.50	10.55	0.00	10.55
Kruk	KRU1217	2017.12.06	6.71	1.40	102.20	102.95	102.97	102.50	102.50	-0.30	1 065.87	0.00	1 065.87
Kruk	KRU1218	2018.12.05	7.01	14.60	103.20	103.20	102.00	102.30	102.30	0.90	64.33	0.00	64.33
Kruk	KRU0517	2017.05.20	6.91	0.00	102.70	102.00	102.00	102.00	102.00	0.10	54.37	0.00	54.37
Kruk	KRU1216	2016.12.06	7.31	15.02	102.30	102.30	102.00	102.35	102.35	0.30	27.96	0.00	27.96
Kruk	KRU0316	2016.03.21	7.11	11.69	102.60	102.60	102.60	103.00	103.00	-0.40	20.74	0.00	20.74
Kruk	KRU1018	2018.10.03	7.21	9.28	103.35	103.00	103.00	103.00	103.00	0.15	15.59	0.00	15.59
Kruk	KRU0317	2017.03.07	7.31	14.82	102.50	102.50	102.50	102.50	102.40	-0.50	12.46	0.00	12.46
Kruk	KRU0818	2018.08.13	7.22	1.38	103.60	103.00	103.00	103.60	103.60	0.00	12.40	0.00	12.40
Kruk	KRU1116	2016.11.05	7.32	3.01	103.50	103.50	103.50	103.50	103.50	-0.40	10.37	0.00	10.37
Kruk	KRU1114	2014.11.25	7.71	0.00	101.50	101.50	101.50	101.50	102.50	-1.00	10.32	0.00	10.32
<b>M</b>													
M.W. Trade	MWD1115	2015.11.07	7.07	0.25	100.30	100.30	100.30	100.30	100.50	-0.20	37.98	0.00	37.98
M.W. Trade	MWT1115	2015.11.06	7.14	0.27	100.50	100.50	100.50	100.50	100.50	0.00	25.48	0.00	25.48
M.W. Trade	MWD0316	2016.03.28	7.16	1.04	100.80	101.50	101.50	101.50	101.50	-0.20	17.98	0.00	17.98
M.W. Trade	MWT0316	2016.03.19	7.14	1.21	100.58	100.58	100.58	100.60	100.60	-0.02	4.38	0.00	4.38
Marvipol	MVP0415	2015.04.08	8.62	0.99	100.94	99.50	99.04	99.56	99.67	1.39	1 242.52	0.00	1 242.52
Marvipol	MVP0914	2014.09.16	7.00	12.47	99.35	99.25	99.30	99.30	99.30	0.05	74.39	0.00	74.39
MCI Management	MCI1216	2016.12.19	7.20	29.98	102.20	102.20	102.30	102.30	102.30	-0.10	10.52	0.00	10.52
Mera	MER0614	2014.06.17	10.20	43.04	99.30	99.30	99.30	99.30	99.30	-0.20	12.42	0.00	12.42
Mikrokasa	MKR0615	2015.06.23	10.01	15.91	98.90	98.90	99.00	98.70	98.70	0.20	4.02	0.00	4.02
Milnax	MLX0714	2014.07.09	9.72	10.92	44.99	44.99	46.96	46.96	46.96	-4.97	3.76	0.00	3.76
MO-BRUK	MBR0814	2014.08.12	7.73	20.54	87.90	86.80	85.00	83.00	85.50	0.80	241.78	0.00	241.78
Multimedia Polska	MMP0520	2020.05.10	6.00	164.38	100.00	100.00	100.00	100.34	100.34	-0.39	398.70	0.00	398.70
Murapol	MUR0415	2015.04.27	7.91	0.50	100.30	100.30	99.50	99.50	99.50	0.80	3.02	0.00	3.02
<b>N</b>													
Navi Group	NAV0515	2015.05.25	8.71	0.00	100.50	100.50	100.50	100.50	100.50	0.00	22.11	0.00	22.11
Navi Group	NAV0915	2015.09.16	9.21	16.15	101.50	101.50	101.50	101.50	101.50	0.00	8.24	0.00	8.24
<b>O</b>													
Orzeł	ORL0814	2014.08.22	11.00	0.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	0.00	8.09	0.00	8.09
OT Logistics	ODR1114	2014.11.28	6.70	0.00	100.50	100.50	100.50	100.50	100.50	0.00	22.80	0.00	22.80
OT Logistics	OTS0217	2017.02.17	6.73	16.78	101.00	101.19	101.19	101.19	101.19	-0.19	20.56	0.00	20.56
<b>P</b>													
P.R.E.S.C.O. Group	PRE0814	2014.08.23	7.94	18.71	99.50	99.50	99.99	99.45	99.45	0.04	32.37	0.00	32.37
PCC Autochem	AUT0217	2017.02.05	6.80	0.30	100.50	101.00	101.00	101.00	101.00	-0.50	37.26	0.00	37.26
PCC Cons. Prod. Kosmet	KOS0516	2016.05.05	6.80	0.30	100.90	100.90	100.90	100.90	100.90	0.00	0.30	0.00	0.30
PCC Rokita	PCR0416	2016.04.15	7.50	0.74	103.10	102.65	103.00	103.00	103.00	0.10	1 506.30	0.00	1 506.30
PCC Rokita	PCR1014	2014.10.03	9.00	1.18	100.10	101.00	101.00	101.00	101.00	-0.40	111.66	0.00	111.66
PCC Rokita	PCR0517	2017.05.28	6.80	1.53	102.08	102.50	102.94	102.55	102.99	-0.82	83.12	0.00	83.12
PCC Rokita	PCR0615	2015.06.18	8.30	1.46	102.20	102.73	102.95	103.00	103.10	-0.89	7.47	0.00	7.47
PCZ	PCZ0117	2017.01.31	9.50	13.01	100.40	100.50	100.50	100.50	100.50	0.00	146.41	0.00	146.41
PCZ	PCZ0416	2016.04.15	10.00	13.70	100.80	100.84	100.84	100.84	100.80	-0.09	67.38	0.00	67.38
PCZ	PCZ1015	2015.10.31	11.00	15.07	101.12	101.12	101.40	101.40	100.70	0.17	13.32	0.00	13.32
PCZ	PCZ0916	2016.09.30	9.50	13.01	100.00	100.20	100.85	100.89	100.95	-0.80	7.12	0.00	7.12
PCZ	PCZ0615	2015.06.30	8.71	11.93	101.00	101.00	101.30	101.30	101.30	-0.30	2.04	0.00	2.04
PGNiG	PGN0617	2017.06.19	3.95	164.49	101.54	101.54	101.40	101.40	101.40	0.14	2 063.48	0.00	2 063.48
PKN Orlen	PKN0418	2018.04.02	4.04	0.53	100.02	100.23	100.27	100.20	100.10	0.02	9 356.36	0.00	9 356.36
PKN Orlen	PK11117	2017.11.14	4.05	0.07	100.37	100.37	100.40	100.18	100.21	0.26	1 662.37	0.00	1 662.37
PKN Orlen	PKN1117	2017.11.06	4.14	0.16	100.40	100.74	100.74	100.49	100.50	-0.20	694.78	0.00	694.78
PKN Orlen	PKN0517	2017.05.28	4.20	1.99	100.64	100.84	100.86	100.85	100.85	-0.06	554.28	0.00	554.28
PKN Orlen	PKN0617	2017.06.03	4.20	1.93	100.75	100.78	100.78	100.82	100.82	-0.07	514.87	0.00	514.87
Platinum Properties	PPG0914	2014.09.10	11.00	21.40	99.00	99.00	99.00	99.00	99.00	-0.50	21.20	0.00	21.20
Polbrand	PBD0116	2016.01.04	11.00	1.39	100.00	100.00	99.99	99.99	100.00	0.00	0.60	0.00	0.60
Polfa	PLF0814	2014.08.29	9.71	21.81	99.00	99.00	99.50	99.50	99.50	-0.60	16.22	0.00	16.22
Polkap	SFK1215	2015.12.23	9.01	13.82	99.00	99.98	98.50	98.50	98.50	0.50	10.08	0.00	10.08
Polnord	PND0116	2016.01.22	7.57	0.58	101.40	101.40	101.40	101.40	101.40	0.00	3.06	0.00	3.06
Polski Gaz	PLG1216	2016.12.16	7.74	14.00	101.60	102.50	102.50	102.50	102.50	-0.90	5.15	0.00	5.15
Pragma Faktoring	PRF0315	2015.03.06	7.24	15.08	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	0.00	1.03	0.00	1.03
Pragma Inwestycje	PIN1016	2016.10.10	7.74	8.91	100.80	100.80	101.00	100.88	100.88	-0.08	271.59	0.00	271.59
Pragma Inwestycje	PIN1014	2014.10.30	7.74	4.45	100.30	100.00	100.00	100.10	100.10	0.20	16.06	0.00	16.06
Pragma Inwestycje	PIN0415	2015.04.07	7.24	9.12	100.02	100.70	100.70	100.70	100.70	-0.68	5.05	0.00	5.05
Próchnik	PRC1215	2015.12.04	7.20	32.94	100.70	100.50	100.50	102.00	102.00	-1.30	29.08	0.00	29.08
PTI	PTI1115	2015.11.08	7.54	1.34	100.40	100.40	99.70	99.70	99.90	0.25	17.02	0.00	17.02
PCC Rokita	PCR0416	2016.04.15	7.50	0.74	103.10	102.65	103.00	103.00	103.00	0.10	1 506.30	0.00	1 506.30



Spółka	Seria	Data wykupu	Oproc. w bieżącym okresie (%)	Narosłe odsetki (PLN)	Kurs zamknięcia					Tygodniowa zmiana kursu (pkt. proc.)	Tygodniowy obrót w PLNk		
					09.05	08.05	07.05	06.05	05.05		Sesyjny	Pakietowy	Razem
<b>R</b>													
Raport	RAP0215	2015.02.21	8.24	1.99	98.55	100.20	100.20	100.20	100.20	-1.65	5.03	0.00	5.03
Raport	RAP0815	2015.08.13	7.93	2.09	98.80	99.00	99.00	99.00	99.00	-0.20	0.71	0.00	0.71
Robyg	ROG0218	2018.02.26	6.71	0.00	101.00	100.70	100.70	100.70	100.70	0.50	84.52	0.00	84.52
Robyg	ROG0116	2016.01.15	6.82	2.34	100.70	100.70	100.70	100.70	100.70	-0.10	6.28	0.00	6.28
Robyg	ROB0615	2015.06.20	6.50	2.69	100.80	100.80	100.80	100.70	100.70	0.10	5.17	0.00	5.17
Robyg	ROB0616	2016.06.23	7.20	29.19	103.00	103.41	103.41	103.41	103.41	-0.41	1.06	0.00	1.06
<b>S</b>													
SAF	SAF1115	2015.11.15	9.00	0.12	100.95	100.95	100.95	100.95	100.95	0.05	1.11	0.00	1.11
Scanned Multimedis	SCM1115	2015.11.16	8.46	0.93	101.50	101.50	101.50	101.50	101.45	0.05	12.19	201.00	213.19
<b>T</b>													
The Farm 51 Group	F510914	2014.09.08	11.71	2.41	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	0.00	1.12	0.00	1.12
<b>U</b>													
Uboat - Line	UBT0915	2015.09.27	8.71	12.41	97.00	99.50	99.50	99.50	99.50	-2.50	90.48	0.00	90.48
Uboat - Line	UBT0415	2015.04.22	9.02	6.92	98.55	100.00	100.00	99.30	99.30	-0.75	58.06	0.00	58.06
<b>V</b>													
Vantage Development	VTG0816	2016.08.09	8.22	0.25	100.95	100.95	100.95	101.10	101.75	-0.80	36.74	0.00	36.74
VIG	VIG0515	2015.05.08	12.00	3.95	101.00	101.00	102.49	102.49	102.49	-1.49	3.04	0.00	3.04
Vindexus	VIN1116	2016.11.08	8.97	2.95	103.19	103.19	103.19	103.19	103.19	-0.11	1.03	0.00	1.03
<b>W</b>													
WDB Brok. Ubezp.	WDB0915	2015.09.25	9.00	1.38	100.39	100.39	100.39	100.39	100.44	-0.09	23.89	0.00	23.89
Werth-Holz	WHH1214	2014.12.07	8.91	1.81	86.50	86.50	86.50	84.50	86.10	-0.60	21.39	0.00	21.39
Włodarzewska	WLD0516	2016.05.15	10.22	1.40	98.20	98.00	98.00	97.50	98.00	0.20	13.65	0.00	13.65
Włodarzewska	WLO0516	2016.05.15	10.22	1.40	97.50	97.50	95.50	95.50	95.50	2.00	4.88	0.00	4.88
Work Service	WSE1016	2016.10.04	7.46	9.40	104.50	104.45	104.45	104.45	104.00	0.50	13.70	0.00	13.70
Wratislavia-BIO	WRA1116	2016.11.21	8.20	0.00	101.50	101.50	101.50	101.00	101.00	0.50	7.11	0.00	7.11
WZRT-Energia	WZR1115	2015.11.16	9.71	0.11	100.10	101.41	101.41	101.41	101.41	-1.31	41.60	0.00	41.60
<b>Z</b>													
ZPS Krzętle	ZPS1214	2014.12.30	12.50	1.75	79.00	87.00	87.00	87.00	86.81	-5.00	16.83	0.00	16.83
										<b>RAZEM</b>	27 922.9	706.0	28 628.9

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 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.

DI INVESTORS W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY PRZED PUBLIKACJĄ NINIEJSZEGO RAPORTU WYDAŁ W DNIU 5 LIPCA 2013 ROKU REKOMENDACJĘ DLA SPÓŁKI ROBYG S.A. O TREŚCI KUPIJ ORAZ WYDAŁ W DNIU 20 STYCZNIA 2014 ROKU KOLEJNĄ REKOMENDACJĘ O TREŚCI KUPIJ. DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE POWYŻSZE REKOMENDACJE MOGŁY ZOSTAĆ PRZYGOTOWANE WE WSPÓŁPRACY ZE SPÓŁKĄ ROBYG S.A. DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE W OKRESIE NAJBLIŻSZYCH 12 MIESIĘCY MOŻE WYDAĆ KOLEJNĄ REKOMENDACJĘ DLA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ, KTÓREJ M.IN. DOTYCZY NINIEJSZY RAPORT.

DI INVESTORS W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY PRZED PUBLIKACJĄ NINIEJSZEGO RAPORTU WYDAŁ W DNIU 5 LIPCA 2013 ROKU REKOMENDACJĘ DLA SPÓŁKI LC CORP S.A. O TREŚCI REDUKUJ ORAZ W DNIU 20 STYCZNIA 2014 ROKU REKOMENDACJĘ O TREŚCI NEUTRALNIE. DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE POWYŻSZE REKOMENDACJE MOGŁY ZOSTAĆ PRZYGOTOWANE WE WSPÓŁPRACY ZE SPÓŁKĄ LD CORP S.A. DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE W OKRESIE NAJBLIŻSZYCH 12 MIESIĘCY MOŻE WYDAĆ KOLEJNĄ REKOMENDACJĘ DLA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ, KTÓREJ DOTYCZY NINIEJSZY RAPORT.

DI Investors zawarł ze spółką Vantage Development S.A. umowę w przedmiocie świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, która obowiązuje i obowiązywała w okresie ostatnich 12 miesięcy przed sporządzeniem niniejszego raportu. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument mogło być lub może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, a dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez spółkę Vantage Development S.A. dokonywanych przez DI Investors lub podmioty z nim powiązane. DI Investors w okresie ostatnich 12 miesięcy otrzymywał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług maklerskich na rzecz spółki Vantage Development S.A. Nie jest wykluczone, że okresie następnym 12 miesięcy DI Investors będzie składał ofertę świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz spółki Vantage Development S.A.

DI Investors pełnił lub może w przyszłości pełnić rolę oferującego instrumenty finansowe emitowane przez spółkę Vantage Development S.A. DI Investors prowadził lub może w przyszłości prowadzić ewidencję instrumentów finansowych emitowanych przez spółkę Vantage Development S.A.

DI Investors zawarł ze spółką Vantage Development S.A. umowę w przedmiocie przygotowania analizy i sporządzenia raportu analitycznego dotyczącego rynku deweloperów.

Podmioty powiązane z DI Investors lub DI Investors ,mogą, w zakresie dopuszczonym przepisami prawa powszechnie obowiązującego, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe z udziałem spółki Vantage Development S.A., świadczyć usługi, pośredniczyć w świadczeniu usług, mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez



spółkę Vantage Development S.A. DI Investors może, w zakresie dopuszczalnym przepisami prawa powszechnie obowiązującego, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki, do której odnosi się niniejszy raport.

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.