

Catalyst: Obligacje wg tygodniowych zmian cen

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
ZPS Krzętle	ZPS1214	4.00	22.48
Werth-Holz	WHH1214	3.80	12.48
WZRT-Energia	WZR1115	2.90	0.08
BBF	BBF0615	1.85	21.21
Uboat - Line	UBT0415	1.80	39.42
WDB BU	WDB0915	1.69	49.33
IPF Investments	IPP0615	1.60	214.62
Raport	RAP0815	1.60	69.73
Kredyt Inkaso	KRI0916	1.50	3.24
PCC Autochem	AUT0217	1.49	8.06
Polbrand	PBD0116	-0.72	100.02
Dominium	DMM0914	-0.75	13.12
Admiral Boats	ADB0415	-0.90	9.03
Ferro	FRO0416	-0.95	327.80
Uboat - Line	UBT0915	-0.99	44.90
Robyg	ROB0218	-1.00	4 393.29
Mikrokasa	MKR0615	-1.08	32.54
Zastal	ZST0215	-1.10	2.03
Platinum Prop.	PPG0914	-1.49	5.01
Instalexport	INE1015	-4.49	1.90

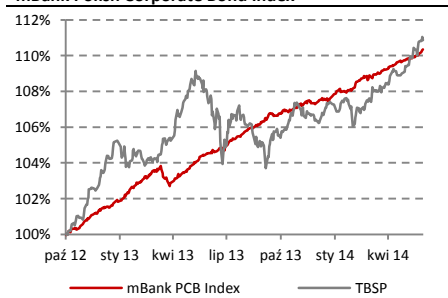
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Obligacje wg tygodniowego obrotu

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Robyg	ROB0218	-1.00	4 393.29
PKN Orlen	PKN0517	0.11	2 662.52
M.W. Trade	MWT0416	0.00	2 610.51
PKN Orlen	PKN0617	0.02	2 339.55
ECI-BPS R.E.	ECS0115	0.00	1 529.29
Wratislavia-BIO	WRA1116	-0.40	1 087.61
Medort	MDR1016	0.00	1 008.00
PKN Orlen	PKN0420	0.84	980.04
GPW	GPW0117	0.15	837.96
Meritum Bank	MRT0421	0.95	835.02

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

mBank Polish Corporate Bond Index



Tygodniowa zmiana mBank PCB Index	0.23%
Tygodniowa zmiana TBSP Index	0.07%

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.

CIECH – Minął ostatni dzień notowań obligacji serii CI1217 o wartości PLN 160m na Catalyst w związku z ogłoszonym przedterminowym wykupem serii. Wykup obligacji nastąpi 5 czerwca. W zeszłym tygodniu wbrew rekomendacji zarządu uchwalono dywidendę. Obecnie trwa wezwanie na 66% akcji ogłoszone przez KI Chemisty. 29 maja podniesiono cenę w wezwaniu do PLN 31.

BZ WBK – Fitch podniósł długoterminowy rating banku do BBB+ z ratingu BBB. Perspektywa ratingu została określona jako stabilna. Jest to efekt podwyższenia ratingu Santanderu do A-.

GETIN NOBLE – Moody's obniżył perspektywę dla długoterminowego ratingu banku na negatywną. Zmiana jest efektem przyjęcia przez Parlament Europejski dyrektywy BRRD i SRM.

MULTIMEDIA POLSKA – Spółka zrezygnowała z przeprowadzenia oferty publicznej akcji z powodu zbyt małego popytu. Przedmiotem oferty było 49% udziałów o maks. Wartości PLN 0.95 mld.

NETTLE – Zarząd spółki ustanowił emisję obligacji zabezpieczonych serii M o wartości do PLN 10m. Tak jak w przypadku poprzednich serii będzie ona zabezpieczona na wierzytelnościach SPZOZ-ów.

FERRO – Spółka ogłosiła przedterminowy wykup obligacji serii A o bieżącej wartości PLN 18.5m. Wykup całej pozostającej w obrocie serii nastąpi 13 czerwca.

WZRT ENERGIA – Spółka złożyła wniosek o ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu. W połowie maja WZRT nie wypłaciła odsetek od notowanych na Catalyst obligacji serii WZR1115.

INSTALEXPORT – Spółka ogłosiła, że do 11 czerwca spłaci zaległe odsetki od obligacji serii A1 (INE1015), której wartość wynosi PLN 5.4m. Termin płatności kuponu minął 19 kwietnia.

Kredyt pod Lupą: Kowenanty obligacji deweloperów.

W tym wydaniu Kredytu pod Lupą przyjrzelśmy się kowenantom obligacji deweloperów notowanych na rynku Catalyst. Pod lupę wzięliśmy kowenanty 20 emisji 11 deweloperów, których papiery dłużne są notowane na rynku Catalyst. Najczęściej w warunkach emisji obligacji spółek deweloperskich znalazł się zapis o maksymalnej wartości wskaźnika dług netto/kapitał własny (w granicach 60% do 130%). W przypadku deweloperów komercyjnych często pojawia się również zapis o maksymalnej wartości dług netto/aktywa (70%). Wiele spółek do spłaty obligacji nie może także wypłacać dywidendy lub jedynie w ograniczonym zakresie.

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 WBK	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.
Enea	1,000.0	w trakcie	Program emisji obligacji do grudnia 2016.
Gino Rossi	20.0	odwołana	Spółka wybrała kredyt bankowy
Integer	b.d.	w planie	b.d.
Kompania Węglowa	1,230.0	w planie	Wykup: 2018
LZMO	7.0	w trakcie	Termin zapadalności: 30M
Nettle	10.0	w trakcie	Zabezpieczenie na wierzytelnościach SP ZOZ (125%).
PGE	b.d.	w planie (po wakacjach)	Obligacje krajowe i euroobligacje
PKN Orlen	*1,000.0	w planie	Emisja euroobligacji na min. EUR 500m. Do 10 lat.
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 hipotece.
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	107.50	8.54
BBI Dev.	BBI0215	106.00	9.24
Kredyt Inkaso	KRI0916	106.00	8.44
Warimpex	WXB0316	105.00	9.74
Work Service	WSE1016	104.50	7.46
Best	BST0916	104.00	8.98
Gino Rossi	GRI0616	104.00	8.72
Instalexport	INE1015	94.00	9.49
Werth-Holz	WHH1214	92.80	8.91
MO-BRUK	MBR0814	88.50	7.73
WZRT-Energia	WZR1115	83.90	9.72
ZPS Krzętle	ZPS1214	83.00	12.50
Trust	TRU1214	80.75	7.70
Milmex	MLX0714	44.99	9.72
Orzeł	ORL0814	38.00	11.00
Gant Dev.	GNT0814	27.60	11.00
Jedynka	JED0415	24.81	8.49

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Dzień ustalenia praw do odsetek

Dzień	Spółka	Seria	Bież. oproc.
02.06	Platinum Propert.	PPG0914	11.0%
03.06	MW Trade	MWT0616	7.1%
04.06	Uboat-Line	UBT0914	12.2%
	Pragma Faktoring	PRF1214	7.2%
05.06	Indygotech Mat.	IDG0614	11.5%
	Bank Pocztowy	BPO1216	4.1%
06.06	Włodarzewska	WLO1214	8.2%
	Polski Gaz	PLG1216	7.7%
	Getin Noble	GNF0618	6.3%
	e-Kancelaria	EKA1214	8.7%
	Ronson	RON0616	7.3%
	Airon Investment	ARN0315	9.2%
	Navi Group	NAV0915	9.2%
Marvipol	MVP0914	7.0%	

Źródło: GPW Catalyst

Rentowność polskich obligacji, stawki WIBOR, stopa procentowa

Rentowność obligacji dwuletnich	2.72%
Rentowność obligacji pięcioletnich	3.27%
Rentowność obligacji dziesięcioletnich	3.67%
WIBOR6M	2.74%
WIBOR3M	2.72%
Stopa referencyjna	2.50%

Źródło: Bloomberg

Największe obroty, wzrosty i spadki.

Obroty na całym rynku obligacji korporacyjnych Catalyst w minionym tygodniu wyniosły PLN 32m w porównaniu z PLN 16m tydzień wcześniej. Najwyższy obrót w minionym tygodniu (PLN 4.4m) odnotowano na obligacjach **Robygu** serii ROB0218. Seria to odnotowała także jeden z najwyższych spadków kursu w minionym tygodniu: -100 punktów bazowych, do poziomu 101.6% wartości nominalnej. Drugi co do wielkości obrót w zeszłym tygodniu odnotowano na obligacjach **PKN Orlen** serii PKN0517. Wartość obrotu wyniosła PLN 2.7m, a papiery podrożały o 11 punktów bazowych, do 101%. Mimo istotnego zwiększenia obrotów najwyższe wzrosty kursów obligacji odbyły się przy niewielkich wolumenach.

Najwyższy wzrost kursu odnotowano na obligacjach serii ZPS1214 (**ZPS Krzętle**), które w ciągu tygodnia podrożały o 400 punktów bazowych, do 83% wartości nominalnej. Obrót na tej serii wyniósł jedynie PLN 22k. Obligacje WHH1214 spółki **Werth-Holz** podrożały w ubiegłym tygodniu o 380 punktów bazowych, jednak obrót był jeszcze niższy i wyniósł PLN 12k.

Najwyższy spadek kursu: o 449 punktów bazowych, odnotowano na obligacjach spółki **Instalexport** serii INE1015. Cena papierów spadła do 94% wartości nominalnej. Obrót na serii wyniósł jedynie PLN 2k. Spółka wciąż nie wypłaciła odsetek od obligacji należnych 19 kwietnia. Drugi najwyższy spadek kursu odnotowano na obligacjach serii PPG0914 spółki **Platinum Properties**. Papiery potaniały w minionym tygodniu o 149 punktów bazowych, 97.5% nominalu przy obrocie PLN 5k.

Informacje ze spółek.

BZ WBK (02.06) – Fitch podniósł długoterminowy rating banku do BBB+ z ratingu BBB. Perspektywa ratingu została określona jako stabilna. Podniesiony został także rating krótkoterminowy, z F2 do F3. Decyzja o podwyższeniu ratingu jest efektem podwyższenia ratingu dla Santander, dominującego akcjonariusza BZ WBK, do A- z perspektywą stabilną.

CIECH (28.05) – Minął ostatni dzień notowań obligacji serii CI1217 o wartości PLN 160m na rynku Catalyst w związku z ogłoszonym przedterminowym wykupem serii. Wykup obligacji nastąpi 5 czerwca. Średnia cena nabycia obligacji wynosi 102.88%, natomiast wartość przedterminowego wykupu zostanie dodatkowo powiększona o odsetki i wyniesie 106.72%. Celem wykupu jest obniżenie zadłużenia grupy oraz redukcja kosztów odsetkowych.

Obecnie toczy się wezwanie na akcje spółki prowadzone przez KI Chemisty z grupy Kulczyk Investments. 29 maja KI Chemisty podniosła cenę w wezwaniu na 66% akcji z PLN 29.5 na akcję do PLN 31. Ministerstwo Skarbu Państwa, która posiada 38.7% udziałów w Ciechu, pozytywnie oceniło nową cenę w wezwaniu.

Tydzień temu akcjonariusze Ciechu, wbrew rekomendacji zarządu, zdecydowali o wypłacie dywidendy w wysokości PLN 60m. Na wniosek prezesa dzień wypłaty dywidendy ustalono dopiero na koniec listopada, który argumentował, że obecna sytuacja płynnościowa spółki jest ciężka a możliwość pozyskania kolejnego długu ograniczona.

FERRO (27.05) – Spółka ogłosiła przedterminowy wykup obligacji serii A o bieżącej wartości PLN 18.5m. Wykup całej pozostającej w obrocie serii nastąpi 13 czerwca.

Jest to jedyna do tej pory emisja obligacji spółki. Początkowa wartość tej emisji wynosiła PLN 45m, spółka jednak dokonywała systematycznego wykupu obligacji. Ostatni częściowy wykup miał miejsce w lipcu 2012 roku.

GETIN NOBLE (29.05) – Moody's obniżył perspektywę dla długoterminowego ratingu banku na negatywną. Zmiana jest efektem przyjęcia przez Parlament Europejski dyrektywy *Bank Recovery and Resolution* oraz *Single Resolution Mechanism*. Zmiana perspektywy nie ma zatem związku z bieżącą sytuacją finansową banku.

Catalyst: Obligacje zapadające do końca 2014

Data wykupu	Spółka	Wartość (PLNm)	Premia/dyskonto
2014.06.03	Trust	22	n.d
2014.06.12	Indygotech Mat.	1	-0.9%
2014.06.17	Mera	4	0.0%
2014.06.18	Ferratum Capital	7	-0.5%
2014.06.27	Prefabet-B.B.	6	-4.0%
2014.06.30	Admiral Boats	4	-1.0%
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	-1.5%
2014.07.31	Admiral Boats	4	-0.9%
2014.08.12	MO-BRUK	50	-11.5%
2014.08.13	Kopa-Haus	6	-0.2%
2014.08.22	Murapol	25	0.1%
2014.08.22	Orzeł	10	-62.0%
2014.08.23	P.R.E.S.C.O.	30	0.0%
2014.08.23	Redan	1	-1.0%
2014.08.28	Gant Dev.	22	-72.4%
2014.08.29	Polfa	4	-1.1%
2014.09.05	Koncept WS	12	-0.3%
2014.09.08	The Farm 51 Gr.	2	0.5%
2014.09.06	Kruk	35	1.4%
2014.09.11	Uboat - Line	1	0.0%
2014.09.16	Marvipol	31	-0.6%
2014.09.22	Dominium	5	-1.0%
2014.09.30	2C Partners	2	0.0%
2014.10.03	PCC Rokita	25	0.9%
2014.10.04	BOŚ	230	0.9%
2014.10.07	CDRL	10	0.0%
2014.10.15	Kancelaria Medius	1	0.8%
2014.10.24	BGK	6 893	1.3%
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	1.1%
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	1.4%
2014.12.02	Trust	16	-19.3%
2014.12.07	Werth-Holz	5	-7.2%
2014.12.08	Indos	8	0.0%
2014.12.12	Pragma Faktoring	15	0.0%
2014.12.15	Włodarzewska	10	0.0%
2014.12.17	E-Kancelaria	3	-1.0%
2014.12.18	Cl Games	6	-0.1%
2014.12.30	ZPS Krzętle	2	-17.0%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Informacje ze spółek.

INSTALEXPORT (30.05) – Spółka ogłosiła, że do 11 czerwca spłaci zaległe odsetki od obligacji serii A1 (INE1015) o wartości PLN 5.4m. Termin płatności kuponu minął 19 kwietnia. Spółka podaje, że spłata zaległego kuponu będzie możliwa, gdyż do 10 czerwca oczekuje zakończenia negocjacji w sprawie sprzedaży części aktywów.

Na piątkowym zamknięciu obligacje były wyceniane na 94% wartości nominalnej. Łączna wartość zaległego kuponu wynosi PLN 128k plus ustawa we odsetki za opóźnienie.

MULTIMEDIA POLSKA (29.05) – Spółka zrezygnowała z przeprowadzenia oferty publicznej akcji. W ramach oferty obecni akcjonariusze oferowali 49% akcji spółki (45.2m akcji). Cena maksymalna jednej akcji wynosiła PLN 21, co dawało maksymalną wartość oferty w granicach PLN 0.95 mld. Powodem niedojścia oferty do skutku była zbyt mała liczba złożonych zapisów w ramach księgi popytu.

Multimedia Polska posiada obecnie dwie serie obligacji na Catalyst. Seria MMp0617 posiada obecnie wartość PLN 1.5m i zostanie wykupiona w czerwcu. Druga seria to emisja konsolidacyjna o wartości PLN 1.04 mld, której celem był m.in. wykup wszystkich pozostałych emisji obligacji spółki.

NETTLE (31.05) – Zarząd spółki ustanowił emisję obligacji zabezpieczonych serii M o wartości do PLN 10m. Tak jak w przypadku poprzednich serii obligacji emitenta papiery dłużne będą zabezpieczone na zbiorze wierzytelności publicznych zakładów opieki zdrowotnej (do 125% wartości emisji), które nie posiadają zdolności upadłościowej. Spółka nie planuje wprowadzenia obligacji na rynek Catalyst.

Obecnie w obrocie znajduje się 7 serii obligacji spółki o łącznej wartości PLN 21.7m. Ostatnio Nettle emitowało obligacje na początku grudnia 2013. Spółka pozyskała wtedy maksymalną kwotę emisji – PLN 12m.

WZRT ENERGIA (29.05) – Spółka złożyła wniosek o ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu. W połowie maja spółka nie wypłaciła odsetek od notowanych na Catalyst obligacji serii WZR1115 o wartości PLN 24.2m. Wartość nieopłaconego kuponu wynosi PLN 0.6m. W ciągu tygodnia po nieopłaceniu kuponu papiery dłużne spółki potaniały o 19 punktów procentowych, do 83% wartości nominalnej. Na zamknięciu sesji po złożeniu wniosku o upadłość obligacje wyceniano na 84%.

Kredyt pod Lupą: Kowenanty obligacji deweloperów.

W dzisiejszym wydaniu Kredytu pod Lupą dokonaliśmy analizy kowenantów nałożonych na obligacje wybranych spółek deweloperskich notowanych na rynku Catalyst. Pod lupę wzięliśmy kowenanty 20 emisji 11 deweloperów, których papiery dłużne są notowane na rynku Catalyst.

Spółki deweloperskie: Kowenanty obligacji

Spółka	Seria	Dług brutto/ kap.wł.	Dług netto/ kap.wł.	Dług netto/ akt.	Kap. wł./ akt.	(Zob. - Przych. Przyszłych okr.)/ Kap. wł.	Maks. Dyw. (% zysku)
BBI Dev.	BBI0216	152% (80%)	-	-	40% (51%)	-	0%
BBI Dev.	BBI0217	167% (80%)	-	-	30% (51%)	-	0%
Dom Dev.	DOM0217	-	100% (13%)	-	-	-	100%
Dom Dev.	DOM0318	-	100% (13%)	-	-	-	100%
Echo Inv.	ECH0219	-	-	70% (33%)	-	-	-
Echo Inv.	ECH0618	-	-	70% (33%)	-	-	-
GTC	GTC0219	-	-	70% (47%)	-	-	brak*
GTC	GTC0418	-	-	70% (47%)	-	-	brak*
LC Corp	LCC0515	-	-	-	30% (49%)	-	-
LC Corp	LCC1018	-	-	-	30% (49%)	-	-
Marvipol	MVP0415	-	-	-	-	300% (208%)	30%
Marvipol	MVP0914	-	-	-	-	300% (208%)	30%
Polnord	PND0217	-	70% (37%)	-	-	-	0%
Rank Progress	RNK0616	300% (120%)	-	-	-	-	0%
Robyg	ROB0218	-	130% (33%)	-	-	-	-
Robyg	ROB0219	-	130% (33%)	-	-	-	-
Robyg	ROB0616	-	130% (33%)	-	-	-	-
Ronson	RON0716	-	60% (19%)	-	-	-	-
Ronson	RON0617	-	60% (19%)	-	-	-	-
Vantage Dev.	VTG0816	-	80% (19%)	-	-	-	0%

* w nawiasach podano wartości wskaźników dla spółek na koniec pierwszego kwartału 2014
Źródło: Dane spółek, GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Najczęściej w warunkach emisji obligacji spółek deweloperskich znajdował się zapis o maksymalnej wartości wskaźnika dług netto/kapitał własny. Prawie połowa analizowanych emisji (9 serii) zawiera klauzulę określającą maksymalną wartość tego wskaźnika. Rozpiętość maksymalnego poziomu tego wskaźnika waha się pomiędzy 60% (Ronson) a 130% (Robyg). Żadna z analizowanych spółek nie zbliżyła się w istotnym stopniu do wartości granicznych. Najbliżej wartości określonej w warunkach emisji znajdował się Polnord, dla którego dług netto/kapitał własny na koniec pierwszego kwartału wynosił 37% (70% określone w kowenantach).

Wśród deweloperów działających głównie na rynku nieruchomości komercyjnych najpopularniejszym kowenantem był poziom wskaźnika dług netto/aktywa, co jest związane z faktem, że dominującą pozycję w aktywach tych spółek stanowią nieruchomości inwestycyjne. Zarówno w przypadku GTC, jak i Echo Investment wartość graniczna tego wskaźnika wynosi 70%. Na koniec pierwszego kwartału wartość wskaźnika dla GTC wynosiła 47%, natomiast dla Echo Investment 33%.

Dwie spółki z zestawienia – Rank Progress i BBI Development miały kowenanty oparte na dźugu brutto zamiast dźugu netto. Kowenanty dla tych spółek zakładają maksymalny poziom wskaźnika dług brutto/kapitał własny na poziomie odpowiednio 300% i 152%/167%. Wartości te są znacznie powyżej tych raportowanych przez spółki. Rank Progres na koniec pierwszego kwartału odnotował dług brutto/kapitał własny na poziomie 120%. W przypadku BBI Development wartość tego wskaźnika wyniosła 80%.

W warunkach emisji dwóch spółek: BBI Development i LC Corp znajduje się również zapis o minimalnym stosunku kapitału własnego i aktywów. Dla obydwu spółek najniższa wartość wynosi 30%. Na koniec pierwszego kwartału poziom ten wyniósł 51% dla BBI Development i 49% w LC Corp.

Inaczej sformułowany jest kowenant dwóch najnowszych serii Marvipolu. Obydwie zakładają maksymalny poziom stosunku zobowiązań pomniejszonych o przychody przyszłych okresów z tytułu zaliczek na mieszkania i kapitału własnego. Wskaźnik ten na koniec pierwszego kwartału wyniósł 208% w porównaniu do 300% zapisanych w warunkach emisji.



W warunkach emisji wielu deweloperów znalazła się również klauzula o maksymalnej wypłacie dywidendy. Polnord, Rank Progress, Vantage i BBI Development nie mogą wypłacać żadnej dywidendy dopóki nie minie termin zapadalności papierów dłużnych. Mniej restrykcyjny warunek określony jest w warunkach emisji obligacji Marvipolu. Deweloper może wypłacać do 30% zysku netto w formie dywidendy, natomiast Dom Development nie więcej niż 100% zysku. W inny sposób zostało to określone w warunkach emisji papierów dłużnych GTC. Spółka może wypłacać dywidendę, jednak tylko, gdy wszystkie zobowiązania wobec obligatariuszy są opłacone.

Zwracamy uwagę, że w przypadku deweloperów w żadnym z analizowanych przypadków pod uwagę nie jest brany popularny wskaźnik dług netto/EBITDA. Jedynie w przypadku emisji BBI Development (BBI0216 o wartości PLN 22m) występuje zapis odnośnie zysku EBITDA. Kowenanty tej emisji zakładają, że EBITDA według skonsolidowanych danych rocznych musi być dodatnia. W 2013 BBI zaraportowała zysk EBITDA w wysokości PLN 1.8m, natomiast EBITDA za 4 ostatnie kwartały po wynikach za 1Q14 spadła do PLN -1.2m.

Rzadziej spotykana klauzula została nałożona na emisję Rank Progressu serii RNK0616. Kowenant w tej emisji określa maksymalną wartość zadłużenia z tytułu obligacji. Deweloper może maksymalnie posiadać dług z tytułu obligacji o wartości PLN 150m, przy czym wartość emisji, na którą jest nałożony kowenant wynosi PLN 131.8m.

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 (30.05.2014)	YTM (30.05.2014)
Echo Investment	ECH0519	70.5	2014-05-15	2019-05-15	5.0	6M	3.60%	brak	n.d.	n.d.
Ghelamco Invest	GHE0718	120.4	2014-04-11	2018-07-11	4.3	6M	5.00%	180%	n.d.	n.d.
Erbud	ERB0318	52.0	2014-03-26	2018-03-26	4.0	6M	3.00%	brak	95.3	7.18%
GTC	GTC0319	200.0	2014-03-10	2019-03-11	5.0	6M	4.50%	brak	101.3	6.92%
Robyg	ROG0218	15.0	2014-02-26	2018-02-28	4.0	6M	4.00%	brak	101.0	6.33%
Robyg	ROB0218	45.0	2014-02-26	2018-02-26	4.0	6M	4.00%	brak	101.6	5.83%
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	n.d.	n.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	100.0	8.38%
Ghelamco Invest	GHE0118	114.5	2014-01-29	2018-01-29	4.0	6M	5.00%	180%	101.0	7.26%
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	VAN0816	20.0	2013-08-14	2016-08-14	3.0	3M	5.50%	150%	101.8	7.34%
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	4.55%	brak	102.6	6.25%
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%	99.0	8.79%
Ronson	RON0617	83.5	2013-06-14	2017-06-14	4.0	6M	3.75%	120%	101.7	5.94%
Ronson	RON0616	23.6	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	4.55%	brak	101.5	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	6.38%
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	100.3	7.74%

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

Wskaźniki zadłużenia: Deweloperzy.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 marca 2014

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	75%	38%	1.8x	0.3x	0.1x	-172.8x	-0.1x	-0.9x
Dom Development	13%	7%	4.8x	1.0x	112.6x	2.1x	1.9x	0.8x
Echo Investment	68%	33%	1.5x	1.0x	1.2x	2.9x	5.5x	2.9x
Gant Development	334%	67%	0.6x	0.1x	0.0x	18.1x	1.7x	2.2x
GTC	132%	47%	1.3x	1.1x	1.0x	-8.9x	-2.1x	1.7x
JW Construction	58%	22%	1.7x	1.6x	0.1x	5.2x	1.5x	3.6x
LC Corp	70%	34%	3.1x	0.8x	1.2x	9.2x	3.9x	1.1x
Marvipol	107%	30%	2.3x	0.3x	1.6x	5.0x	1.9x	3.0x
Polnord	37%	38%	3.4x	1.2x	0.1x	35.5x	0.3x	2.4x
Rank Progress	116%	48%	0.8x	0.5x	0.1x	76.4x	0.3x	0.2x
Robyg	33%	14%	2.8x	1.1x	3.4x	2.7x	2.2x	5.9x
Ronson	19%	12%	4.9x	0.8x	1.8x	5.6x	1.1x	4.7x
Vantage Development	18%	13%	2.9x	1.3x	3.4x	7.0x	1.2x	2.0x
Włodarzewska*	88%	42%	1.7x	0.4x	0.2x	2.0x	7.9x	0.6x

* dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 grudnia 2013

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 (30.05.2014)	YTM (30.05.2014)
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%	n.d.	n.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%	102.5	5.83%
Kruk	KRU1218	10.0	2013-12-05	2018-12-05	5.0	3M	4.50%	0%	103.7	6.07%
P.R.E.S.C.O.	PRE1117	35.0	2013-11-28	2017-11-28	4.0	6M	4.40%	0%	101.5	6.53%
Fast Finance	FFI1116	8.6	2013-11-18	2016-11-15	3.0	6M	7.00%	349%	101.5	8.77%
Kruk	KRU1018	40.0	2013-10-03	2018-10-03	5.0	3M	4.40%	0%	104.0	6.16%
Fast Finance	FFI0916	3.9	2013-09-30	2016-09-27	3.0	6M	7.00%	388%	103.0	7.87%
DTP	DTP0816	11.0	2013-08-23	2016-08-22	3.0	3M	4.50%	130%	101.0	6.25%
Kruk	KRU0818	50.0	2013-08-13	2018-08-13	5.0	3M	4.40%	0%	103.6	6.42%
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%	100.5	6.63%
Kruk	KRU0618	15.0	2013-06-25	2018-06-25	5.0	3M	4.40%	0%	103.0	6.60%
Kruk	KRU0317	60.0	2013-06-07	2017-03-07	3.8	3M	4.40%	0%	102.5	6.11%
Best	BST0916	14.7	2013-03-28	2016-09-28	3.5	n.d.	8.98%	0%	104.0	7.06%
Best	BST0516	39.0	2012-11-28	2016-05-28	3.5	3M	4.70%	135%	101.7	6.50%
P.R.E.S.C.O.	PRE0815	10.0	2012-08-08	2015-08-08	3.0	6M	5.00%	0%	104.0	3.37%
Kredyt Inkaso	KRI0916	30.0	2012-03-05	2016-09-05	4.5	6M	5.70%	0%	106.0	5.33%
P.R.E.S.C.O.	PRE0814	30.0	2012-02-23	2014-08-23	2.5	6M	5.20%	0%	100.0	5.56%
DTP	DTP1114	13.4	2011-11-29	2014-11-28	3.0	3M	6.75%	140%	100.0	7.36%

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	BZ WBK	BOŚ	Handlowy	mBank	ING	Pekao	Alior Bank
Rating	BBB+	BBB	A-	A	A	A-	BB
Data	2014.05.30	2014.04.23	2014.04.14	2014.03.28	2014.01.24	2014.01.24	2013.09.05
Perspektywa	stabilna	negatywna	stabilna	negatywna	negatywna	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 (30.05.2014)	YTM z zamknięcia % (30.05.2014)
BOŚ	11.05.2016	6.000%	EUR	250	-0.04	109.2	1.07%
mBank	12.10.2015	2.750%	EUR	500	-0.01	102.3	0.86%
mBank	08.10.2018	2.500%	CHF	110	0.33	103.9	1.51%
mBank	04.01.2019	2.375%	EUR	500	0.13	101.9	1.90%
Ciech	30.11.2019	9.500%	EUR	245	0.15	114.6	6.17%
Cyfrowy Polsat	20.05.2018	7.125%	EUR	350	0.00	105.7	b.d.
Energa	19.03.2020	3.250%	EUR	500	0.13	105.9	2.06%
PGNiG	14.02.2017	4.000%	EUR	500	0.01	107.0	1.24%
PKO BP	21.12.2015	2.536%	CHF	500	0.02	102.6	0.68%
PKO BP	21.10.2015	3.733%	EUR	800	0.00	103.8	0.85%
PKO BP	07.07.2016	3.538%	CHF	250	0.08	105.4	0.78%
PKO BP	23.01.2019	2.324%	EUR	500	2.64	105.5	3.85%
PKO BP	26.09.2022	4.630%	USD	1 000	0.24	102.2	1.76%
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	0.40	120.7	7.18%
Polkomtel	15.08.2020	14.25%	USD	201	0.40	119.9	7.27%
TVN	15.11.2018	7.875%	EUR	140	0.11	106.2	6.22%
TVN	15.12.2020	7.375%	EUR	430	0.39	112.2	5.06%

Źródło: Bloomberg, 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		
					30.05	29.05	28.05	27.05	26.05		Sesyjny	Pakietowy	Razem
PKN Orlen	PKN0418	2018.04.02	4.04	0.69	100.30	100.30	100.37	100.13	100.13	0.17	107.89	0.00	107.89
Platinum Properties	PPG0914	2014.09.10	11.00	0.00	97.51	97.51	97.51	97.90	97.90	-1.49	5.01	0.00	5.01
Polbrand	PBD0116	2016.01.04	11.00	1.81	97.58	97.60	97.94	99.48	99.48	-0.72	100.02	0.00	100.02
Polfa	PLF0814	2014.08.29	9.72	1.33	98.90	99.45	99.50	98.15	98.50	-0.70	37.66	0.00	37.66
Polkap	SFK1215	2015.12.23	9.01	17.28	98.99	98.99	98.99	98.99	98.99	0.00	1.01	0.00	1.01
Polnord	PND0217	2017.02.11	7.07	4.46	101.00	101.00	101.50	101.50	101.50	-0.50	449.32	0.00	449.32
Polski Gaz	PLG1216	2016.12.16	7.74	16.96	100.50	101.48	100.60	100.96	100.96	-0.46	7.17	0.00	7.17
Pragma Faktoring	PRF1214	2014.12.12	7.20	34.32	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	1.03	0.00	1.03
Pragma Inwestycje	PIN0415	2015.04.07	7.24	11.90	100.35	100.35	100.36	100.75	100.75	-0.40	27.41	0.00	27.41
Pragma Inwestycje	PIN1016	2016.10.10	7.74	11.88	100.80	100.50	100.80	100.80	100.80	0.00	22.43	0.00	22.43
Pragma Inwestycje	PIN1014	2014.10.30	7.74	7.42	100.30	100.30	100.30	100.30	100.30	0.00	1.01	0.00	1.01
Próchnik	PRC1215	2015.12.04	7.20	0.00	100.50	100.50	100.70	100.49	100.29	0.21	10.06	0.00	10.06
PTI	PTI0615	2015.06.22	8.70	39.57	101.50	101.50	101.50	101.50	101.50	0.00	632.74	0.00	632.74
PTI	PTI1115	2015.11.08	7.54	2.79	100.30	100.30	100.30	100.00	100.00	0.10	23.14	0.00	23.14
PTI	PTI0714	2014.07.30	9.22	31.83	98.50	98.50	98.95	98.95	98.95	0.00	20.36	0.00	20.36
R													
Rank Progress	RNK0616	2016.06.14	8.20	37.97	99.00	99.00	99.00	99.00	99.00	0.00	61.50	0.00	61.50
Raport	RAP0815	2015.08.13	7.93	2.39	100.00	100.00	100.00	98.40	98.40	1.60	69.73	0.00	69.73
Robyg	ROB0218	2018.02.26	6.74	1.79	101.60	101.60	102.60	102.60	102.60	-1.00	4 393.29	0.00	4 393.29
Robyg	ROG0116	2016.01.15	6.82	2.60	102.00	100.00	100.00	100.00	100.00	1.44	95.03	0.00	95.03
Robyg	ROG0218	2018.02.26	6.72	0.15	101.00	101.20	101.19	100.35	100.35	0.65	71.19	0.00	71.19
Robyg	ROB0615	2015.06.20	6.50	2.94	100.50	100.50	100.50	100.50	100.50	0.00	14.47	0.00	14.47
S													
SAF	SAF1115	2015.11.15	9.00	0.47	100.65	100.65	100.65	100.50	100.50	0.15	2.32	0.00	2.32
Scanmed Multimedis	SCM1115	2015.11.16	8.47	4.18	102.10	102.10	102.10	102.10	102.10	0.59	1.02	0.00	1.02
SMT	SMT1114	2014.11.16	8.65	4.50	100.99	100.99	100.99	100.99	100.99	0.00	1.01	0.00	1.01
T													
Trust	TRU1214	2014.12.02	7.70	0.21	80.75	80.75	80.75	80.75	80.75	0.75	1.62	0.00	1.62
U													
Uboat - Line	UBT0915	2015.09.27	8.71	15.75	96.00	96.00	96.00	96.90	95.99	-0.99	44.90	0.00	44.90
Uboat - Line	UBT0415	2015.04.22	9.02	10.38	99.80	99.80	99.80	99.99	100.29	1.80	39.42	0.00	39.42
Uboat - Line	UBT0914	2014.09.11	12.21	27.43	100.00	100.50	100.50	100.14	100.09	-0.09	24.69	0.00	24.69
Unibep	UNI0515	2015.05.28	5.49	0.09	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	4.70	0.00	4.70
V													
Vantage Development	VTG0816	2016.08.09	8.22	0.56	101.75	101.75	101.75	101.45	101.45	0.30	161.85	0.00	161.85
VIG	VIG0515	2015.05.08	12.00	8.55	100.40	100.40	100.40	100.40	101.00	-0.60	3.03	0.00	3.03
VIG	VIG0115	2015.01.30	12.00	11.18	101.50	101.50	101.50	101.50	101.50	0.00	1.03	0.00	1.03
Voxel	VOX0716	2016.07.31	7.72	26.23	101.80	101.60	101.60	101.60	101.60	0.20	10.44	0.00	10.44
W													
WDB Brok. Ubezp.	WDB0915	2015.09.25	9.00	1.73	100.19	100.19	100.19	99.99	98.50	1.69	49.33	0.00	49.33
Werth-Holz	WHH1214	2014.12.07	8.91	0.00	92.80	92.80	89.00	89.00	89.00	3.80	12.48	0.00	12.48
Włodarzewska	WLD0516	2016.05.15	10.22	5.32	98.00	98.00	98.00	98.00	98.10	-0.10	320.85	301.00	621.85
Włodarzewska	WLO0516	2016.05.15	10.22	5.32	98.99	98.99	98.99	98.99	97.50	1.49	14.91	0.00	14.91
Wratislavia-BIO	WRA1116	2016.11.21	8.24	2.93	101.60	101.50	101.50	102.00	102.00	-0.40	85.61	1 002.00	1 087.61
WZRT-Energia	WZR1115	2015.11.16	9.72	0.48	83.90	83.90	83.90	81.00	81.00	2.90	0.08	0.00	0.08
Z													
Zastal	ZST0215	2015.02.27	8.72	1.67	100.80	100.80	100.80	101.90	101.90	-1.10	2.03	0.00	2.03
ZM Henryk Kania	KAN1214	2014.12.04	8.81	0.00	101.40	101.40	101.40	101.40	101.70	-0.30	10.14	0.00	10.14
ZPS Krzętle	ZPS1214	2014.12.30	12.50	2.23	83.00	83.00	83.00	82.00	79.00	4.00	22.48	0.00	22.48

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

RAZEM 24 886.92 7 083.00 31 969.92

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 jakiegokolwiek niedokładności lub pominięcia 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 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 składać ofertę świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz spółki 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.

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

DI INVESTORS W OKRESIE OSTATNIICH 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 ROBYG S.A.

DI INVESTORS W OKRESIE OSTATNIICH 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 LC CORP S.A. DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE W OKRESIE NAJBLIŻSZYCH 12 MIESIĘCY MOŻE WYDAĆ KOLEJNĄ REKOMENDACJĘ DLA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ LC CORP S.A.

DI INVESTORS W OKRESIE OSTATNIICH 12 MIESIĘCY PRZED PUBLIKACJĄ NINIEJSZEGO RAPORTU WYDAŁ W DNIU 18 LISTOPADA 2013 ROKU REKOMENDACJĘ DLA SPÓŁKI GTC S.A. O TREŚCI AKUMULUJ. DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE POWYŻSZE REKOMENDACJE MOGŁY ZOSTAĆ PRZYGOTOWANE WE WSPÓŁPRACY ZE SPÓŁKĄ GTC S.A. DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE W OKRESIE NAJBLIŻSZYCH 12 MIESIĘCY MOŻE WYDAĆ KOLEJNĄ REKOMENDACJĘ DLA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ GTC S.A.

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

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

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

Wszelkie materiały zaprezentowane w tym raporcie, są chronione prawami autorskimi DI Investors, chyba że zastrzeżono inaczej. Żaden z materiałów, ich treść lub kopia nie mogą być zmieniane w jakikolwiek sposób, przekazywane, kopiowane lub dystrybuowane, bez wcześniejszej pisemnej zgody DI Investors.

Copyright © 2014 DI Investors S.A. oraz podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

KAŻDY KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ I OGRANICZEŃ.