

Catalyst: Obligacje wg tygodniowych zmian cen

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Nordic Dev.	NOR1016	11.50	44.63
BGK	IDS1022	5.50	57.63
Werth-Holz	WHH1214	4.00	39.20
Prefabet-B.B.	PBB0614	3.00	819.77
Ekopaliwa Ch.	EPC0716	2.35	3.35
Erbud	ERB0318	1.98	40.28
Orzeł	ORL0814	1.90	0.74
Polfa	PLF0814	1.48	24.03
Robyg	ROG0116	1.45	102.06
Robyg	ROB0218	1.40	10.51
E-Kancelaria	EKA1014	-5.50	164.73
E-Kancelaria	EKA1016	-6.10	29.82
E-Kancelaria	EKA0215	-7.31	146.93
WZRT-Energia	WZR1115	-7.46	62.71
E-Kancelaria	EKA0715	-8.71	50.59
E-Kancelaria	EKA0816	-8.84	33.07
E-Kancelaria	EKA0515	-10.00	25.11
E-Kancelaria	EKA1115	-10.21	100.67
E-Kancelaria	EKA1215	-10.81	38.36
E-Kancelaria	EKA0616	-11.00	35.70

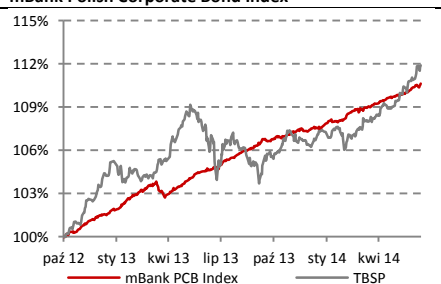
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Obligacje wg tygodniowego obrotu

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Getin Noble	GNB0618	0.63	6 091.99
Getin Noble	GNB1017	0.10	4 663.58
mBank	MBK1223	0.17	3 745.54
PKN Orlen	PKN1117	0.02	2 873.61
PGNiG	PGN0617	0.00	2 484.30
mBank	MBK1223	-0.10	1 953.72
GTC	GTC0418	0.00	1 496.63
PKN Orlen	PKN0219	0.40	1 042.37
Getin Noble	GNB0518	-0.55	1 016.13
Getin Noble	GNB0819	-0.22	947.14

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

mBank Polish Corporate Bond Index



Tygodniowa zmiana mBank PCB Index	0.07%
Tygodniowa zmiana TBSP Index	0.05%

Źródło: Bloomberg, obliczenia DI Investors

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.

GETIN NOBLE – Bank zwiększył wartość programu emisji obligacji z PLN 1.5mld do PLN 2.0mld oraz uzyskał zgodę KNF na program publicznych emisji obligacji do PLN 750m.

PZU – Spółka chce do końca czerwca zamknąć emisję euroobligacji o wartości EUR 300m – EUR 500m. Ubezpieczyciel liczy na uzyskanie niższej marży niż ostatnia emisja euroobligacji PGE.

SYNTHOS – Spółka rozważa emisję euroobligacji o wartości min. EUR 200m ze względu na korzystne warunki na zagranicznym rynku długu.

CIECH – Spółka zamierza dokonać przedterminowego wykupu euroobligacji o wartości EUR 245m. Opcja przedterminowego wykupu przypada na koniec 2015 roku. Kupon serii wynosi 9.5%.

ACTION – Spółka uchwaliła program emisji obligacji do PLN 100m. Zarząd chciałby przeprowadzić emisję jeszcze przed wakacjami i liczy na oprocentowanie porównywalne do kredytu bankowego.

CCC – Spółka zakończyła emisję pięcioletnich obligacji o wartości PLN 210m. Dzięki znacznemu popytowi była w stanie obniżyć marżę ponad WIBOR6M poniżej początkowo oferowanych 150pb.

POLNORD – Spółka dokonała emisji 2 serii obligacji: (1) PLN 20m, 2-letni termin do wykupu i oproc. WIBOR6M+4.00%; (2) PLN 13.5m, 3-letni termin do wykupu i oproc. WIBOR6M+4.30%.

ROBYG – Spółka wykupi przedterminowo część obligacji serii ROG0116. Wartość wykupu wyniesie PLN 7m z PLN 32m w obrocie. Wykup jest związany z planem częściowego uwolnienia hipoteki.

MO-BRUK – Spółka pozyskała PLN 30m kredytu na wykup obligacji MBR0814 o wartości PLN 50m. Pozostałe PLN 20m będzie pochodzić z nowej emisji obligacji.

Kredyt pod Lupą: Porównanie Echo Investment i GTC.

Echo Investment operuje na niższych marżach niż GTC: marża brutto ze sprzedaży 57% vs. 64% i skorygowana marża EBITDA 42% w Echo vs. 51% w GTC. Jest to m.in. związane z działalnością Echo Investment w sektorze mieszkaniowym, który generuje niższe marże niż sektor komercyjny.

Echo Investment posiada niższą dźwignię finansową niż GTC: dług netto/aktywa w Echo na koniec 1Q14 wyniósł 31% w porównaniu do 47% w GTC. Zaraportowane LTV natomiast dla GTC wynosi obecnie 52% i jest 5 punktów procentowych wyższe niż w Echo Investment (47%).

Ta różnica przenosi się obecnie na spread pomiędzy średnią rentownością obligacji tych deweloperów w wysokości 92 punktów bazowych. Średnia rentowność do wykupu obligacji Echo Investment na piątkowym zamknięciu wynosiła 6.00%, podczas gdy dwie serie papierów GTC miały średnią rentowność 6.92%.

Altman EM-Score dla Echo Investment po 1Q14 wynosi 5.47, co daje ekwiwalent ratingu na poziomie BB+, wynik dla GTC wynosi natomiast 4.66, co daje ekwiwalent ratingu na poziomie B+.

Nadchodzące i zakończone emisje.

Spółka	Wartość (PLNm)	Status	Szczegóły
Action	100.0	w trakcie	Program emisji obligacji.
Autostrada Wlkp.	3,000.0	w planie	Wykup: 2028
BZ WBK	3,000.0	w planie (1H14)	b.d.
CCC	210.0	zakończona	Wykup: 2019. Oproc. < WIBOR6M+1.50%
Echo Investment	200.0	w planie	Program emisji publicznych ważny 12 miesięcy.
Enea	1,000.0	w trakcie	Program emisji obligacji do grudnia 2016.
Getin Noble	750.0	w trakcie	Program publicznych emisji obligacji.
Integer	b.d.	w planie	b.d.
Kompania Węglowa	1,230.0	w planie	Wykup: 2018
LC Corp	50.0	zakończona	Wykup: 2019
Mirbud	50.0	w trakcie	Wykup: 2017. Zab. na hipotecę: PLN 90m
Mo-Bruk	20.0	w planie	Refinansowanie serii MBR0814 (PLN 50m)
Nettle	10.0	w trakcie	Zabezpieczenie na wierzycielnościach SP ZOZ (125%).
PGE	500*	zakończona	Euroobligacje
PKN Orlen	*1,000.0	w planie	Emisja euroobligacji na min. EUR 500m. Do 10 lat.
Polnord	33.4	zakończona	(1) 3Y, PLN 20m, WIB+4.3% (2) 2Y, PLN 20m, WIB+4.0%
PTH	*300.0	w planie	Oprocentowanie 11% lub 12% Wykup w 2020.
PZ Cormay	40.0	w planie	Zabezpieczenie.
PZU	*300-500	w planie (VI 14)	Termin zapadalności > 5 lat.
Tauron	1,500-2,000	w planie (4Q14)	Zmienne oproc. Termin zapadalności 5-7 lat.
Warimpex	*50.0	w planie (2016-2018)	b.d.

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

*Dane w euro

Catalyst: Obligacje z najwyższą premią oraz dyskontem

Spółka	Seria	Kurs	Bież. oprocz.
BGK	IDS1022	114.00	5.8%
Nordic Dev.	NOR1016	112.50	12.0%
BGK	IDS1018	111.00	6.3%
Ekopaliwa Ch.	EPC0716	110.35	15.0%
Meritum Bank	MRT0421	107.84	8.5%
BBI Dev.	BBI0215	106.00	9.2%
Kredyt Inkaso	KRI0916	106.00	8.4%
Kruk	KRU1018	105.00	7.2%
Work Service	WSE1016	104.50	7.5%
Warimpex	WXB0316	104.12	9.7%
E-Kancelaria	EKA0816	85.50	9.0%
E-Kancelaria	EKA0616	85.00	10.0%
E-Kancelaria	EKA1016	85.00	9.0%
E-Kancelaria	EKA1215	84.99	9.0%
Trust	TRU1214	80.75	7.7%
WZRT-Energia	WZR1115	54.23	9.7%
Milimex	MLX0714	44.99	9.7%
Orzeł	ORL0814	37.00	11.0%
Gant Dev.	GNT0814	27.60	11.0%
Jedynka	JED0415	24.81	8.5%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Dzień ustalenia praw do odsetek

Dzień	Spółka	Seria	Bież. oprocz.
16.06	BGK	IWS0645	6.00%
	Kruk	KRU0618	7.21%
	Gino Rossi	GRI0615	9.47%
	Gino Rossi	GRI0616	8.72%
17.06	WDB Brok.	WDB0915	9.00%
	E-Kancelaria	EKA0616	10.00%
	MCI Mgmt	MCI0616	7.21%
18.06	Prefabet-B.B.	PBB0614	8.97%
	PGE	PGE0618	3.42%
	2C Partners	2CP0914	9.71%
	Mera	MER0616	7.96%
19.06	Admiral Boats	ADM0614	9.21%
	Alior Bank	ALR0615	4.01%
	AmRest Holdings	AMR0618	5.12%
	BBF	BBF0615	11.00%
	Best III NS FIZ	BS30615	6.71%
	Best III NS FIZ	BS30616	7.01%
	Casus Finanse	CAS1216	7.67%
	ECI-BPS Real Est.	ECI0115	7.81%
	ECI-BPS Real Est.	ECS0115	7.81%
	Getin Noble	GNB0618	6.67%
	GPW	GPW0117	3.89%
	PCZ	PCZ0117	9.50%
	PCZ	PCZ0416	10.00%
	PCZ	PCZ0615	8.71%
	PCZ	PCZ0916	9.50%
	PCZ	PCZ1015	11.00%
	Poznańska 37	POA0117	8.00%
	Poznańska 37	POB0117	8.00%
	Trakcja	TRJ1215	7.47%
	Trakcja	TRK1215	6.47%
Uboat - Line	UBT0915	8.71%	
ZPS Krzętle	ZPS1214	12.50%	

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Retowność polskich obligacji, stawki WIBOR, stopa procentowa

Retowność obligacji dwuletnich	2.52%
Retowność obligacji pięcioletnich	3.02%
Retowność obligacji dziesięcioletnich	3.50%
WIBOR6M	2.70%
WIBOR3M	2.68%
Stopa referencyjna	2.50%

Źródło: Bloomberg

Największe obroty, wzrosty i spadki.

Obrót na rynku obligacji korporacyjnych Catalyst wyniósł w zeszłym tygodniu PLN 42.3m w porównaniu z PLN 37.8 tydzień wcześniej. Zeszłotygodniowy obrót był zdominowany przez banki, trzy najwyższe wartości obrotów odnotowano na papierach **Getin Noble** oraz **mBanku**. Najwyższy obrót odnotowano na obligacjach GNB0618. W ciągu tygodnia papiery podrożały o 63 punkty bazowe, do poziomu 102%, a obrót przekroczył PLN 6m. Drugi najwyższy obrót odnotowano na obligacjach GNB1017 – PLN 4.7m.

Rekordowy wzrost kursu w minionym tygodniu odnotowano na papierach **Nordic Development** serii NOR1016. W ciągu minionego tygodnia obligacje tej serii podrożały o 11.5 punktu procentowego przy obrocie PLN 45k. Spółka nie podała żadnego ważnego komunikatu, który mógł by wpłynąć na notowania.

Sześć największych spadków na rynku należało do obligacji **E-Kancelarii**. Kursy obligacji tej spółki spadały nawet o 11 punktów procentowych. Obligacje tej spółki tanieją od momentu odwieszenia obrotu nimi po tym jak spółka z opóźnieniem opublikowała raport roczny. Zarząd uspokaja inwestorów, że spadki cen nie mają pokrycia w sytuacji finansowej spółki.

Informacje ze spółek.

ACTION (09.06) – Spółka zawarła z Bankiem Pekao umowę w sprawie programu emisji obligacji. Program przewiduje wielokrotne emisje niezabezpieczonych obligacji do maksymalnej kwoty PLN 100m. Obligacje mogą zostać wprowadzone do obrotu na Catalyst. Zarząd chciałby przeprowadzić emisję jeszcze przed wakacjami i liczy, że oprocentowanie obligacji nie będzie wyższe od oprocentowania kredytów bankowych Action.

Miesiąc temu prezes informował, że oczekuje oprocentowania z marżą nie wyższą niż 1%. Prezes powtórzył w wywiadzie opublikowanym w środowym Parkiecie, że razem z drugim akcjonariuszem Action, Olgierdem Matyką obejmą część emisji, jednak nie ujawnił ile papierów chcą nabyć. Na konferencji po wynikach za 1 kw. 2014 prezes powiedział, że środki z emisji obligacji mogłyby być wykorzystane na finansowanie okazjonalnych akwizycji. 5 czerwca spółka poinformowała, że zaniechała działań na rzecz kupna aktywów Domeksu, właściciela sieci Avans.

CCC (10.06) – Spółka zakończyła emisję obligacji o wartości PLN 210m. Wykup serii nastąpi po 5 latach – 10 czerwca 2019. Dzięki znacznemu popytowi (zarówno ze strony TFI, jak i OFE) spółka była w stanie obniżyć marżę ponad WIBOR6M poniżej początkowo oferowanych 150 punktów bazowych. Papiery mają trafić na rynek BondSpot w przeciągu 90 dni od daty emisji.

Obligacje zostały wyemitowane w ramach programu emisji obligacji o wartości do PLN 500m. 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, jedynie finansowała się kredytami bankowymi. Na koniec pierwszego kwartału zadłużenie brutto spółki wynosiło PLN 345m a zadłużenie netto PLN 184m. Wskaźnik dług netto kapitał własny wynosił 31%, a dług netto/12mEBITDA 0.9x.

CIECH (12.06) – Spółka zamierza dokonać przedterminowego wykupu euroobligacji o wartości EUR 245m, której termin zapadalności przypada na 2019 rok. Opcja przedterminowego wykupu przypada na koniec 2015 roku. Kupon serii wynosi 9.5%.

Dodatkowo posiadacze euroobligacji będą niedługo mogli skorzystać z opcji call w związku ze zmianą właściciela spółki. W związku z wyceną papierów znacznie przekraczającą wartość nominalną obligacji (113% na piątkowym zamknięciu) zarząd nie oczekuje, że inwestorzy skorzystają z tej możliwości.

Na początku czerwca Ciech dokonał przedterminowego wykupu serii CI11217 o wartości PLN 160m.

Catalyst: Obligacje zapadające do końca 2014

Data wykupu	Spółka	Wartość (PLNm)	Premia/dyskonto
2014.06.17	Mera	4	n.d.
2014.06.18	Ferratum Capital	7	n.d.
2014.06.27	Prefabet-B.B.	6	-1.0%
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	-0.5%
2014.07.16	Dominium	2	-1.0%
2014.07.30	PTI	6	-0.5%
2014.07.31	Admiral Boats	4	-0.5%
2014.08.12	MO-BRUK	50	-9.8%
2014.08.13	Kopa-Haus	6	-1.0%
2014.08.22	Murapol	25	-1.0%
2014.08.22	Orzeł	10	-63.0%
2014.08.23	P.R.E.S.C.O.	30	-0.4%
2014.08.23	Redan	1	-1.0%
2014.08.28	Gant Dev.	22	-72.4%
2014.08.29	Polfa	4	0.0%
2014.09.05	Koncept WS	12	-0.3%
2014.09.08	The Farm 51 Gr.	2	0.4%
2014.09.06	Kruk	35	1.4%
2014.09.11	Uboat - Line	1	0.0%
2014.09.16	Marvipol	31	-0.1%
2014.09.22	Dominium	5	-6.8%
2014.09.30	2C Partners	2	-0.4%
2014.10.03	PCC Rokita	25	1.3%
2014.10.04	BOŚ	230	1.0%
2014.10.07	CDRL	10	-0.5%
2014.10.15	Kancelaria Medius	1	1.7%
2014.10.24	BGK	6 893	1.3%
2014.10.29	E-Kancelaria	5	-7.5%
2014.10.30	Dominium	1	0.9%
2014.10.30	Pragma Inwestycje	10	0.0%
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	1.7%
2014.12.02	Trust	16	-19.3%
2014.12.07	Werth-Holz	5	-6.0%
2014.12.08	Indos	8	0.0%
2014.12.12	Pragma Faktoring	15	0.0%
2014.12.15	Włodarzewska	10	-1.0%
2014.12.17	E-Kancelaria	3	-3.6%
2014.12.18	CI Games	6	0.0%
2014.12.30	ZPS Krzętle	2	-12.9%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Informacje ze spółek.

Po wykupie euroobligacji spółce pozostanie tylko jedna emisja papierów dłużnych – CI21217, seria ta nie zawiera opcji przedterminowego wykupu przez emitenta. Inwestorzy w przypadku tej serii nie powinni też skorzystać z opcji call związanej ze zmianą kontroli, gdyż obligacje są wyceniane na 103.9% wartości nominalnej, podczas gdy wartość wcześniejszego wykupu wynosi 100.7%.

GETIN NOBLE (12.06) – Bank zwiększył wartość programu emisji obligacji z PLN 1.5mld do PLN 2.0mld. Chodzi o program emisji obligacji z 2005 roku realizowany przez mBank. W nowych warunkach emisji dodano też możliwość oferowania obligacji klientom profesjonalnym w trybie publicznym. Taki rodzaj oferty, w myśl znowelizowanej w zeszłym roku ustawy, nie wymaga publikacji prospektu emisyjnego.

Ponadto w dniu 11 czerwca KNF zatwierdziła prospekt emisyjny programu emisji obligacji do wartości PLN 750m. Celem programu jest wydłużenie okresu zapadalności części zobowiązań finansowych. Zarząd nie wyklucza przeprowadzenia pierwszej emisji w ramach programu jeszcze w drugim kwartale 2014. Wartość emisji mogłaby wynieść PLN 100m-200m.

MO-BRUK (13.06) – Spółka otrzymała kredyt w wysokości PLN 30m od BOŚ banku. Kredyt ma posłużyć na wykup obligacji serii A (MBR0814) o wartości PLN 50m, który przypada na 12 sierpnia. Pozostała kwota na spłatę obligacji ma pochodzić z emisji obligacji serii B do PLN 20m. Na koniec 1Q14 wartość środków pieniężnych zgromadzonych przez spółkę wyniosła PLN 2.8m.

Obligacje serii A były pierwszą emisją w ramach programu emisji obligacji do PLN 200m, którego celem było rozbudowanie obecnego zakładu produkcji paliw alternatywnych oraz budowa kolejnego (wartość inwestycji PLN 130m). Efekty inwestycji miały być widoczne w wynikach spółki do 2014, jednak w wyniku problemów administracyjnych i mniejszego od oczekiwań wzrostu przychodów w związku nowym systemem gospodarki odpadami termin ten uległ wydłużeniu.

POLNORD (12.06) – Spółka dokonała emisji dwóch serii obligacji o łącznej wartości PLN 33.5m. Seria o wartości PLN 20m ma dwuletni termin wykupu oraz oprocentowanie w wysokości 4 punktów procentowych ponad WIBOR6M. Druga seria o wartości PLN 13.5m ma trzyletni termin do wykupu, co przekłada się na wyższą o 30 punktów bazowych marżę: 4.3 punktu procentowego ponad WIBOR6M. Była to prywatna emisja zorganizowana przez mBank. Celem emisji jest refinansowanie zadłużenia krótkoterminowego oraz finansowanie projektów deweloperskich. Na koniec 1Q14 dług krótkoterminowy spółki wynosił PLN 68m.

PZU (10.06) – Spółka chce do końca czerwca zamknąć emisję euroobligacji o wartości EUR 300m – EUR 500m. Ubezpieczyciel liczy na uzyskanie niższej marży niż ostatnia emisja euroobligacji PGE. Zarząd myśli o obligacjach o co najmniej 5-letnim terminie zapadalności.

Ubezpieczyciel cały czas planuje emisję obligacji podporządkowanych w Polsce. Obecnie taka emisja jest jednak niezgodna z ustawą o działalności ubezpieczeniowej. KNF zapewnia, że postara się zamienić zapis w ustawie. Zarząd dodaje, że biorąc pod uwagę bieżące palny akwizycyjne i dywidendowe PZU musi wyemitować w tym roku PLN 1.5 mld długu podporządkowanego.

PGE wyemitowała pięcioletnie euroobligacje o wartości EUR 500m płacąc kupon w wysokości 1.625%. Kupon ten w momencie emisji był 98pb wyższy niż krzywa mid-swap.

ROBYG (12.06) – Spółka skorzysta z prawa przedterminowego wykupu obligacji serii G (ROG0116). Wartość nominalna emisji wynosi PLN 40m, a obecnie w obrocie na Catalyst znajdują się papiery o wartości PLN 32m.. Robyg wykupi obligacje o wartości PLN 7m, a dzień wykupu przypadnie na 7 lipca. Wykup jest związany z zamiarem częściowego uwolnienia hipoteki na projekcie Słoneczna Morena.

SYNTHOS (12.06) – Zarząd spółki uważa, że obecne warunki rynkowe są korzystne dla emisji euroobligacji. Zarząd twierdzi, że przy obecnych cenach koszt emisji obligacji za granicą może być porównywalny do kredytu bankowego w kraju. Spółka przyznaje, że mimo planu emisji nie planuje dużych inwestycji. Ewentualne emisja euroobligacji opiewała by na co najmniej EUR 200m.

Emisja posłużyłaby by głównie na refinansowanie obecnego zadłużenia, które na koniec 1Q14 wynosiło PLN 1.12mld.

Kredyt pod Lupą: Porównanie Echo Investment i GTC.

Echo Investment: Spadek przychodów przy poprawie rentowności

W 1Q14 Echo Investment odnotowała przychody w wysokości PLN 112m (-19% r/r, -8% k/k) osiągając zysk brutto ze sprzedaży w wysokości PLN 66m, co implikuje marżę w wysokości 59%, 5pp wyższą niż w 1Q13. EBITDA w 1Q14 wyniosła PLN 445m w porównaniu do PLN 12m kwartał wcześniej i PLN 247m rok wcześniej. Wzrost EBITDA to głównie efekt pozytywnych rewaluacji wartości nieruchomości na kwotę PLN 491m, która przede wszystkim jest efektem zmiany kursu EUR/PLN (czynsze wyrażone są zwykle w EUR, a wyniki są raportowane w PLN) oraz korekty stopy kapitalizacji. Po korekcie o rewaluacje EBITDA w 1Q14 wyniosła PLN 46.5m i była wyższa o 9% k/k, jednak niższa o 20% r/r. Zysk netto dzięki rewaluacjom wyniósł PLN 408m w porównaniu z PLN 67m w 4Q13 i PLN 156m w 1Q13. W minionym kwartale spółka odnotowała bardzo mocny cash flow w wysokości PLN 188m (w porównaniu do PLN 49m rok wcześniej i PLN 39m kwartał wcześniej).

Echo Investment: Wyniki finansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	1Q13	4Q13	1Q14	% r/r	% k/k
Przychody ze sprzedaży	137.9	122.2	111.8	-19%	-8%
Zysk brutto ze sprzedaży	74.5	62.4	66.0	-11%	6%
marża brutto ze sprzedaży (%)	54%	51%	59%	5pp	8pp
Rewaluacje	188.3	-30.7	444.9	136%	n.d.
EBITDA	246.8	12.1	491.4	99%	n.m.
Skor. EBITDA	58.5	42.8	46.5	-20%	9%
skor. marża EBITDA (%)	42%	35%	42%	-1pp	7pp
EBIT	245.7	10.0	490.1	99%	n.m.
Zysk netto	156.1	66.7	408.3	162%	512%
marża netto (%)	113%	55%	365%	252pp	311pp
CFO	49.3	34.7	187.6	280%	440%
Odsetki zapłacone	40.1	39.0	28.4	-29%	-27%

Źródło: Dane spółki, DI Investors

* EBITDA skorygowana o rewaluacje nieruchomości inwestycyjnych

Echo Investment: Malejący dług netto przy rosnącym kapitale własnym

Aktywa spółki wyniosły PLN 6.55mld na koniec 1Q14 (+16% r/r, +6% k/k), ich wzrost to głównie efekt rosnącej wyceny wartości nieruchomości i wzrost poziomu gotówki (+PLN 482m r/r). Po stronie pasywów dług brutto nie zmienił się istotnie w ciągu ostatnich 4 kw. i obecnie wynosi PLN 2.78mld, natomiast kapitał własny wzrósł o 22% r/r i 14% k/k do poziomu PLN 3.16mld. Rosnący poziom gotówki wpłynął na spadek długu netto do poziomu PLN 2.02mld (-PLN 227m k/k, -PLN 379m r/r).

Echo Investment: Dane bilansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	1Q13	4Q13	1Q14	% r/r	% k/k
Aktywa	5 626.9	6 164.0	6 551.4	16%	6%
Nieruchomości inwestycyjne	4 233.4	4 946.0	4 889.0	15%	-1%
Aktywa obrotowe	1 201.5	1 529.3	1 464.7	22%	-4%
Zapasy	459.9	417.0	514.9	12%	23%
Środki pieniężne	276.8	417.0	758.3	174%	82%
Kapitał własny	2 593.3	2 765.5	3 160.2	22%	14%
Zobowiązania bieżące	479.0	1 228.2	991.2	107%	-19%
Dług krótkoterminowy	325.7	563.4	570.2	75%	1%
Dług brutto	2 677.2	2 665.1	2 779.3	4%	4%
Dług netto	2 400.4	2 248.2	2 021.0	-16%	-10%

Źródło: Dane spółki, DI Investors

* EBITDA skorygowana o rewaluacje nieruchomości inwestycyjnych

Echo Investment: Znaczna redukcja dźwigni finansowej i rosnące pokrycie odsetek

W wyniku obniżenia zadłużenia netto wskaźnik dług netto/aktywa spadł do 31% z poziomu 36% na koniec 4Q13 i 43% na koniec 1Q13. Stosunek gotówki i długu krótkoterminowego wyniósł na koniec 1Q14 1.33x co wskazuje na znaczną poprawę w porównaniu do 4Q13: 0.74x oraz 1Q13: 0.85x. Poprawa CFO i niższe odsetki wpłynęły na spadek wskaźnika CFO/Odsetki zapłacone do 2.89x w porównaniu z 1.73x na 4Q13 i 1.38x na 1Q13. W minionym kwartale zaraportowany wskaźnik LTV wyniósł 47% i był o 7pp niższy k/k.

Echo Investment: Wskaźniki zadłużenia

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	1Q13	4Q13	1Q14
Dług netto/ Kapitały własne	93%	81%	64%
Dług netto/ Aktywa	43%	36%	31%
LTV	b.d.	54%	47%
Aktywa obrotowe/ Zob. bieżące	2.51x	1.25x	1.48x
Akt. Obrotowe - Zapasy/Zob. bieżące	1.55x	0.91x	0.96x
Gotówka/Dług krótkoterminowy	0.85x	0.74x	1.33x
Dług netto/ 12mEBITDA	5.12x	4.51x	2.72x
Dług netto/ 12m skor. EBITDA	10.34x	9.97x	9.47x
12mEBITDA/ 12mOdsetki zapłacone	3.05x	3.37x	5.46x
12m skor. EBITDA/ 12mOdsetki zapłacone	1.51x	1.53x	1.57x
12mCFO/ 12mOdsetki zapłacone	1.38x	1.73x	2.89x

Źródło: Dane spółki, DI Investors

GTC: Stabilne przychody i marże

GTC w 1Q14 odnotowała przychody w wysokości PLN 130m, 26% wyższe k/k, jednak na takim samym poziomie jak w 1Q13. Marża brutto wyniosła 64%, w porównaniu do 55% w 4Q13 i 63% rok wcześniej. W przeciwieństwie do Echo Investment rewaluacje nie miały w ostatnim kwartale tak istotnego wpływu na wynik EBITDA GTC. Deweloper odnotował za to negatywnych rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych w 4Q13, co obniżyło wynik operacyjny o PLN 442m. Zysk EBITDA po korekcie o wpływ rewaluacji wyniosła w minionym kwartale PLN 71m, o34% więcej k/k i 3% niż rok wcześniej. Marża na skorygowanym EBITDA wyniosła 55% (+4pp k/k; -2pp r/r). GTC zarówno w 1Q14, jaki i w 1Q13, odnotowała stratę na poziomie netto, co jest głównie efektem wspomnianych rewaluacji. CFO wyniósł w minionym kwartale PLN 65m (+180% k/k; +5% r/r)

GTC: Wyniki finansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej*

	1Q13	4Q13	1Q14	% r/r	% k/k
Przychody ze sprzedaży	128.8	103.0	129.6	1%	26%
Zysk brutto ze sprzedaży	81.6	56.9	83.1	2%	46%
marża brutto ze sprzedaży (%)	63%	55%	64%	1pp	9pp
Rewaluacje	-106.4	-442.3	-8.2	-92%	-98%
EBITDA	-33.0	-389.6	62.6	-289%	-116%
Skor. EBITDA	73.3	52.7	70.8	-3%	34%
skor. marża EBITDA (%)	57%	51%	55%	-2pp	3pp
EBIT	-33.0	-390.0	62.2	-288%	-116%
Zysk netto	-95.3	-333.0	-4.7	-95%	-99%
marża netto (%)	-74%	-323%	-4%	70pp	320pp
CFO	62.1	23.4	65.4	5%	180%
Odsetki zapłacone	34.6	47.0	26.4	-24%	-44%

Źródło: Dane spółki, DI Investors

* walutą funkcjonalną spółki jest EUR, jednak dla celów porównawczych dane prezentowane są w PLN

GTC: Stabilna struktura bilansu i rosnąca pozycja gotówkowa w wyniku emisji akcji i długu

Aktywa na koniec 1Q14 wyniosły PLN 7.78mld i ciągu minionego roku ich wartość spadła o 7% (-PLN 596m), co jest głównie efektem negatywnych rewaluacji (-PLN 680m w ciągu ostatnich 12 miesięcy). Od końca 2013 wartość aktywów ponownie wzrosła, co przede wszystkim widać na pozycji gotówkowej (+PLN 568m). Jest to przede wszystkim wynik emisji akcji (+PLN 220m) oraz nowej serii obligacji (+PLN 200m). W wyniku nowych emisji długu wartość zadłużenia brutto wzrosła o PLN 291m k/k, do poziomu PLN 4.46mld. Na koniec 1Q14 większość środków z emisji długu oraz akcji nie została jeszcze prawdopodobnie wydana, gdyż dług netto w ciągu minionego kwartału spadł o PLN 276m. Zwracamy jednak uwagę, że w kwietniu spółka dokonała wykupu obligacji o wartości PLN 353m, a następnie w maju pozyskała PLN 200m z nowej emisji.

GTC: Dane bilansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	1Q13	4Q13	1Q14	% r/r	% k/k
Aktywa	8 378.9	7 143.6	7 782.8	-7%	9%
Nieruchomości inwestycyjne	7 004.1	6 536.8	6 599.0	-6%	1%
Aktywa obrotowe	1 324.9	570.0	1 146.6	-13%	101%
Zapasy	330.7	167.7	154.4	-53%	-8%
Środki pieniężne	823.6	234.1	801.9	-3%	243%
Kapitał własny	3 081.2	2 578.5	2 777.7	-10%	8%
Zobowiązania bieżące	1 153.9	947.7	900.2	-22%	-5%
Dług krótkoterminowy	1 013.4	929.0	769.4	-24%	-17%
Dług brutto	4 736.8	4 170.8	4 462.7	-6%	7%
Dług netto	3 913.2	3 936.8	3 660.8	-6%	-7%

Źródło: Dane spółki, DI Investors

GTC: Poprawa wskaźników zadłużenia po podniesieniu kapitału własnego

Po emisji akcji (+PLN 220m) dług netto/kapitał własny spadł z 153% na koniec 4Q13 do 132% po 1Q14, jest to jednak wyższy poziom w porównaniu z 1Q13 (127%). Dzięki pozyskaniu środków stosunek gotówki do długu krótkoterminowego wzrósł do 1.04x z poziomu 0.25x kwartał wcześniej. Lekka poprawa cash flow i EBITDA wpłynęła na poprawę wskaźników pokrycia odsetek. Skor. EBITDA/ Odsetki zapłacone wzrósł do 1.41x w porównaniu z 1.01x rok wcześniej. CFO/Odsetki zapłacone na koniec 1Q14 wyniósł 1.39x w porównaniu z 1.19x na koniec 1Q13.

GTC: Wskaźniki zadłużenia

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	1Q13	4Q13	1Q14
Dług netto/ Kapitały własne	127%	153%	132%
Dług netto/ Aktywa	47%	55%	47%
LTV	b.d.	59%	52%
Aktywa obrotowe/ Zob. bieżące	1.15x	0.60x	1.27x
Akt. Obrotowe - Zapasy/Zob. bieżące	0.86x	0.42x	1.10x
Gotówka/Dług krótkoterminowy	0.81x	0.25x	1.04x
Dług netto/ 12mEBITDA	-10.04x	-7.70x	-8.81x
Dług netto/ 12m skor. EBITDA	14.43x	14.77x	13.87x
12mEBITDA/ 12mOdsetki zapłacone	-1.45x	-2.62x	-2.22x
12m skor. EBITDA/ 12mOdsetki zapłacone	1.01x	1.36x	1.41x
12mCFO/ 12mOdsetki zapłacone	1.19x	1.31x	1.39x

Źródło: Dane spółki, DI Investors

Echo Investment operuje na niższej dźwigni niż GTC

Echo Investment w ciągu 4 ostatnich kwartałów odnotował marżę brutto ze sprzedaży w wysokości 57% w porównaniu do 64% w GTC. Zwracamy uwagę, że Echo Investment działa również w sektorze budownictwa mieszkaniowego, które cechuje niższa marża niż segment komercyjny. Skorygowana EBITDA w stosunku do wartości portfela nieruchomości w Echo Investment wyniosła 4.4% podczas gdy w GTC wskaźnik ten wyniósł 4.0%. Przewaga Echo wynika przede wszystkim z prowadzonej działalności mieszkaniowej, która generuje dodatkowy zysk na aktywach, które nie widnieją w nieruchomościach inwestycyjnych.

Dług netto/aktywa w Echo Investment na koniec 1Q14 wyniósł 31% w porównaniu do 47% w GTC. Zaraportowane LTV dla GTC wynosi obecnie 52% i jest 5 punktów procentowych wyższe niż w Echo Investment. Dług netto/skor. EBITDA w Echo Investment wyniósł 9.47x natomiast w GTC 13.87x. Również wskaźnik gotówkowego pokrycia odsetek w Echo jest znacznie wyższy i wynosi 2.89x w porównaniu do 1.39x w GTC.

Ta różnica we wskaźnikach zadłużenia przenosi się obecnie na spread pomiędzy średnią rentownością obligacji tych deweloperów w wysokości 92 punktów bazowych. Średnia rentowność do wykupu obligacji Echo Investment na piątkowym zamknięciu wynosiła 6.00%, podczas gdy dwie serie papierów GTC miały średnią rentowność 6.92%.

Altman EM-Score dla Echo Investment po 1Q14 wynosi 5.47, co daje rating na poziomie BB+, wynik dla GTC wynosi natomiast 4.66 co daje ekwiwalent ratingu na poziomie B+.

GTC vs. Echo Investment: Porównanie danych finansowych i wskaźników

Dane w PLNm za ostatnie 4 kwartały

	Echo Investment	GTC
Marża brutto ze sprzedaży (%)	57%	64%
Skor. marża EBITDA (%)	42%	51%
Skor. EBITDA/ Nieruchomości inwest. (%)	4.4%	4.0%
Aktywa	6 551	7 783
Nieruchomości inwestycyjne	4 889	6 599
Kapitał własny	3 160	2 778
Dług brutto	2 779	4 463
Dług netto	2 021	3 661
Dług netto/ Kapitały własne (x)	64%	132%
Dług netto/ Aktywa (x)	31%	47%
LTV (%)	47%	52%
Dług netto/ 12m skor. EBITDA (x)	9.47x	13.87x
12mCFO/ 12mOdsetki zapłacone (x)	2.89x	1.39x
Altman EM-Score	5.47	4.66
Rating wg Altmana	BB+	B+

Źródło: Dane spółki, DI Investors

Ostatnie emisje obligacji: Deweloperzy.

Ceny i rentowności obligacji na zamknięcie sesji 2014-06-13

Spółka	Seria	Wartość (PLNm)	Data emisji	Data zapadalności	Okres emisji	WIBOR	Marża	Zabezp. (% wart. emisji)	Kurs	YTM
Polnord	PND0617	13.5	2014-06-12	2017-06-12	3.0	6M	4.30%	0%	n.d.	n.d.
Polnord	PND0616	20	2014-06-12	2016-06-12	2.0	6M	4.00%	0%	n.d.	n.d.
LC Corp	LCC0619	50	2014-06-06	2019-06-06	5.0	b.d.	b.d.	0%	n.d.	n.d.
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	97.9	6.34%
GTC	GTC0319	200.0	2014-03-10	2019-03-11	5.0	6M	4.50%	brak	101.0	6.94%
Robyg	ROG0218	15.0	2014-02-26	2018-02-28	4.0	6M	4.00%	brak	101.0	6.08%
Robyg	ROB0218	45.0	2014-02-26	2018-02-26	4.0	6M	4.00%	brak	103.0	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	n.d.	n.d.
Polnord	PLN0217	50.0	2014-02-11	2017-02-11	3.0	6M	4.35%	brak	101.4	6.45%
BBI Development	BBI0217	53.0	2014-02-07	2017-02-07	3.0	6M	6.00%	brak	100.0	8.47%
Ghelamco Invest	GHE0118	114.5	2014-01-29	2018-01-29	4.0	6M	5.00%	180%	101.0	7.37%
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	6.20%
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%	101.4	6.92%
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	6.21%
Echo Investment	ECH0618	80.0	2013-06-19	2018-06-19	5.0	6M	3.50%	brak	101.0	5.92%
Rank Progress	RNK0616	131.8	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	5.50%	150%	97.0	9.33%
Ronson	RON0617	83.5	2013-06-14	2017-06-14	4.0	6M	3.75%	120%	101.7	5.64%
Ronson	RON0616	23.6	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	4.55%	brak	101.8	6.28%
Włodarzewska	WLO0516	17.5	2013-05-15	2016-05-15	3.0	6M	7.50%	365%	95.0	10.84%
Polnord	PND0516	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	5.11%
BBI Development	BBI0216	22.0	2013-02-20	2016-02-22	3.0	6M	6.50%	brak	100.0	9.17%
Polnord	PND0116	26.5	2013-01-22	2016-01-22	3.0	3M	4.85%	200%	101.8	6.32%
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	100.5	7.94%

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%	24%	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.

Ceny i rentowności obligacji na zamknięcie sesji 2014-06-13

Spółka	Seria	Wartość (PLNm)	Data emisji	Data zapadalności	Okres emisji	WIBOR	Marża	Zabezp. (% wart. emisji)	Kurs	YTM
MW Trade	MWT0417	15.0	2014-04-17	2017-04-17	3.0	6M	b.d.		brak	n.d.
Kredyt Inkaso I NS FIZ	KRIO417	50.0	2014-04-17	2017-04-17	3.0	6M	b.d.	188%	n.d.	n.d.
Best	BST0418	45.0	2014-04-30	2018-04-30	4.0	3M	3.80%	brak	100.8	6.24%
Kredyt Inkaso	KRIO717	53.0	2014-01-13	2017-07-13	3.5	6M	4.20%	brak	101.8	6.17%
Kredyt Inkaso	KRIO118	17.0	2013-12-13	2018-01-15	4.1	6M	4.40%	brak	101.5	6.62%
Kruk	KRU1217	15.0	2013-12-06	2017-12-06	4.0	3M	4.50%	brak	103.5	5.57%
Kruk	KRU1218	10.0	2013-12-05	2018-12-05	5.0	3M	4.50%	brak	104.0	5.51%
P.R.E.S.C.O.	PRE1117	35.0	2013-11-28	2017-11-28	4.0	6M	4.40%	brak	101.8	6.45%
Fast Finance	FFI1116	8.6	2013-11-18	2016-11-15	3.0	6M	7.00%	349%	101.5	9.00%
Vindexus	VIN1116	10.0	2013-11-08	2016-11-08	3.0	3M	6.25%	200%	103.3	7.55%
Kruk	KRU1018	40.0	2013-10-03	2018-10-03	5.0	3M	4.40%	brak	105.0	5.50%
Fast Finance	FFI0916	3.9	2013-09-30	2016-09-27	3.0	6M	7.00%	388%	103.0	7.81%
DTP	DTP0816	11.0	2013-08-23	2016-08-22	3.0	3M	4.50%	130%	102.0	5.71%
Kruk	KRU0818	50.0	2013-08-13	2018-08-13	5.0	3M	4.40%	brak	103.6	6.38%
MW Trade	MWT0716	15.0	2013-07-08	2016-07-08	3.0	6M	b.d.	brak	n.d.	n.d.
MW Trade	MWT0616	15.0	2013-06-28	2016-06-28	3.0	6M	4.40%	brak	100.7	6.72%
Kruk	KRU0618	15.0	2013-06-25	2018-06-25	5.0	3M	4.40%	brak	103.0	6.52%
Kruk	KRU0317	60.0	2013-06-07	2017-03-07	3.8	3M	4.40%	brak	103.0	5.81%
Best	BST0916	14.7	2013-03-28	2016-09-28	3.5	n.d.	8.98%	brak	103.5	7.27%
Vindexus	GPM0216	5.0	2013-02-28	2016-02-28	3.0	n.d.	11.00%	brak	n.d.	n.d.
Best	BST0516	39.0	2012-11-28	2016-05-28	3.5	3M	4.70%	135%	101.6	6.50%
P.R.E.S.C.O.	PRE0815	10.0	2012-08-08	2015-08-08	3.0	6M	5.00%	brak	103.5	4.52%
Kredyt Inkaso	KRIO916	30.0	2012-03-05	2016-09-05	4.5	6M	5.70%	brak	106.0	5.25%
P.R.E.S.C.O.	PRE0814	30.0	2012-02-23	2014-08-23	2.5	6M	5.20%	brak	99.6	8.02%
DTP	DTP1114	13.4	2011-11-29	2014-11-28	3.0	3M	6.75%	140%	100.0	6.14%

Źródło: GPW Catalyst, cBonds, obliczenia DI Investors

Wskaźniki zadłużenia: Spółki wierzytelnościowe.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 marca 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	41%	24%	5.4x	0.9x	0.8x	10.2x	64%	56%
Cash Flow	435%	70%	0.8x	0.0x	-9.9x	-3.0x	-203%	-448%
DTP	17%	13%	7.1x	0.5x	1.1x	7.7x	19%	23%
Fast Finance	137%	21%	8.4x	0.1x	4.4x	2.0x	49%	30%
Kredyt Inkaso*	148%	56%	3.9x	0.1x	4.4x	2.2x	68%	40%
Kruk	128%	41%	2.9x	0.4x	3.3x	3.6x	40%	27%
Magellan	302%	73%	1.5x	0.0x	14.6x	1.1x	39%	32%
MW Trade	689%	87%	1.2x	0.0x	25.3x	0.4x	28%	23%
P.R.E.S.C.O.	45%	26%	5.5x	0.8x	4.0x	1.7x	15%	6%
Vindexus	42%	28%	17.5x	1.2x	3.1x	2.5x	33%	23%

* zannualizowane dane za okres od 1 kwietnia 2013 do 31 grudnia 2013

Źródło: Dane spółek, obliczenia DI Investors

Ratingi Fitch dla polskich spółek.

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 emisji	Data wykupu	Okres emisji (lata)	Kupon	Waluta	Bieżąca wartość emisji (mln)	Tygodniowa zmiana ceny	Kurs zamknięcia (13.06)	YTM (%) (13.06)	Rating Fitch	Z-Spread (13.06)
BOŚ	2011-05-11	2016-05-11	5.0	6.000%	EUR	250.00	0.37%	108.94	1.20%	BBB	65 pb
mBank	2012-10-12	2015-10-12	3.0	2.750%	EUR	500.00	-0.19%	102.09	1.14%	A	52 pb
mBank	2013-10-08	2018-10-08	5.0	2.500%	CHF	200.00	-0.01%	104.07	1.52%	A	122 pb
mBank	2014-04-01	2019-04-01	5.0	2.375%	EUR	500.00	0.45%	102.50	1.82%	A	113 pb
Ciech	2012-11-28	2019-11-30	7.0	9.500%	EUR	245.00	0.22%	113.25	6.57%	B2*	104 pb
Energa	2013-03-19	2020-03-19	7.0	3.250%	EUR	500.00	0.47%	105.95	2.14%	BBB	112 pb
PGE	2014-06-09	2019-06-09	5.0	1.625%	EUR	500.00	-0.12%	100.20	1.58%	BBB+	84 pb
PGNiG	2012-02-14	2017-02-14	5.0	4.000%	EUR	500.00	0.00%	106.35	1.54%	Baa2*	80 pb
PKO BP	2012-09-21	2015-12-21	3.2	2.536%	CHF	500.00	0.02%	102.53	0.84%	A2*	69 pb
PKO BP	2010-10-21	2015-10-21	5.0	3.733%	EUR	800.00	0.15%	103.71	0.94%	A2*	50 pb
PKO BP	2011-07-07	2016-07-07	5.0	3.538%	CHF	250.00	-0.06%	105.33	0.90%	A2*	73 pb
PKO BP	2012-09-26	2022-09-26	10.0	4.630%	USD	1000.00	0.00%	105.08	3.91%	A2*	147 pb
PKO BP	2014-01-23	2019-01-23	5.0	2.324%	EUR	500.00	-0.06%	102.09	1.85%	A2*	108 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.750%	EUR	542.50	0.00%	120.45	7.25%	B2*	178 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.625%	USD	500.00	-0.10%	120.00	7.23%	B2*	202 pb
TVN	2010-11-19	2018-11-15	8.0	7.875%	EUR	140.00	0.02%	106.08	6.27%	B1*	44 pb
TVN	2013-09-16	2020-12-15	7.3	7.375%	EUR	430.00	0.04%	111.97	5.18%	B1*	296 pb

* rating Moody's

Źródło: Bloomberg, 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 12 CZERWCA 2014 ROKU INICJUJĄCĄ REKOMENDACJĘ DLA SPÓŁKI ECHO INVESTMENT S.A. O TREŚCI KUPUJ, GDZIE CENA DOCELOWA WYNIOSŁA 7,83PLN PRZY CENIE AKTUALNEJ WYNOSZĄCEJ 6,55PLN. DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE POWYŻSZE REKOMENDACJE MOGŁY ZOSTAĆ PRZYGOTOWANE WE WSPÓŁPRACY ZE SPÓŁKĄ ECHO INVESTMENT S.A. DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE W OKRESIE NAJBLIŻSZYCH 12 MIESIĘCY MOŻE WYDAĆ KOLEJNE REKOMENDACJE DLA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ ECHO INVESTMENT S.A., KTÓREJ M.IN. DOTYCZY NINIEJSZY RAPORT.

DI INVESTORS W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY PRZED PUBLIKACJĄ NINIEJSZEGO RAPORTU WYDAŁ NASTĘPUJĄCE REKOMENDACJE DLA SPÓŁKI GTC S.A.: W DNIU 18 LISTOPADA 2013 ROKU REKOMENDACJĘ O TREŚCI AKUMULUJ ORAZ W DNIU 12 CZERWCA 2014 ROKU REKOMENDACJĘ O TREŚCI NUETRALNIE, GDZIE CENA DOCELOWA WYNIOSŁA 8,80PLN PRZY CENIE AKTUALNEJ WYNOSZĄCEJ 8,09PLN. 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 KOLEJNE REKOMENDACJE DLA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ GTC S.A., KTÓREJ M.IN. DOTYCZY 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 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.