

Catalyst: Obligacje wg tygodniowych zmian cen

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
MO-BRUK	MBR0814	8.60	575.18
Uboat - Line	UBT0415	4.97	56.61
VIG	VIG0515	4.00	4.02
Uboat - Line	UBT0915	2.90	109.30
E-Kancelaria	EKA0215	2.89	37.23
E-Kancelaria	EKA0515	2.60	0.09
E-Kancelaria	EKA1215	2.51	29.16
E-Kancelaria	EKA1014	2.48	64.20
Uboat - Line	UBT0914	2.00	11.21
Kruk	KRU1218	1.80	8.48
IIF	IIF1115	-1.36	30.38
Kredyt Inkaso	KR20116	-1.37	16.96
Midas	MDS0421	-2.00	9.86
Dominium	DMM0714	-2.00	1.97
Ekopaliwa Ch.	EPC0716	-2.35	1.02
Cz. Torebka	CZT0416	-2.50	159.81
WZRT-Energia	WZR1115	-3.08	0.26
E-Kancelaria	EKA0715	-3.09	4.58
Dominium	DMM1014	-3.10	2.96
Nordic Dev.	NOR1016	-10.50	7.28

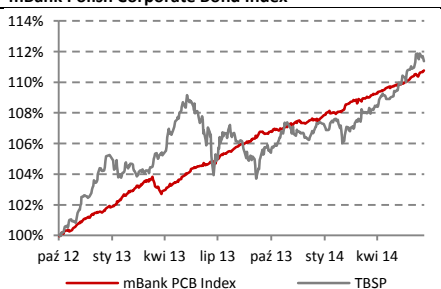
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Obligacje wg tygodniowego obrotu

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Echo Inv.	ECH0618	0.40	8 519.91
Kruk	KRU0517	0.00	1 863.44
Echo Inv.	ECH0417	0.55	1 028.64
Echo Inv.	ECH0515	1.46	1 020.07
Voxel	VOX0716	0.00	734.21
Fast Finance	FFI0315	-0.04	651.54
MO-BRUK	MBR0814	8.60	575.18
M.W. Trade	MWT0316	0.00	547.84
PKN Orlen	PKN0219	0.00	521.72
PKN Orlen	PKN1117	0.47	505.74

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

mBank Polish Corporate Bond Index



Tygodniowa zmiana mBank PCB Index	0.14%
Tygodniowa zmiana TBSP Index	-0.46%

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.

PKN ORLEN – Wg Bloomberg'a spółka rozpoczyna emisję euroobligacji o wartości EUR 0.5mld z 7-letnim terminem wykupu. Pierwsze rozmowy sugerują spread 100-200pb ponad mid-swap.

PZU – Rada nadzorcza wyraziła zgodę na emisję obligacji do EUR 750m o okresie zapadalności do 5 lat. S&P przyznał planowanej emisji rating na poziomie A-.

JSW – Spółka chce ustanowić program emisji obligacji do kwoty PLN 1.2mld oraz USD 0.4mld. Celem emisji będzie przejęcie kopalni Knurów-Szczygłowice za PLN 1.5mld oraz inwestycje.

CAPITAL PARK – Spółka zakończyła emisję obligacji niezabezpieczonych o wartości PLN 35m. Oprocentowanie papierów wynosi WIBOR6M+5.5%. Okres zapadalności serii wynosi 3 lata.

ATAL – Spółka zakończyła emisję obligacji niezabezpieczonych serii E. Wartość 2-letniej emisji wynosi PLN 30m. Oprocentowanie ustalono na poziomie WIBOR6M+3.3%.

WORK SERVICE – Zarząd spółki uchwalił emisję niezabezpieczonych obligacji dwuletnich serii R o wartości PLN 25m. Oprocentowanie serii wynosi WIBOR6M+5.4%. Spółka nie określiła celu emisji.

GPW – Giełda utworzyła Instytut Analiz i Ratingu. Celem instytutu będzie pokrycie ratingiem jak największej ilości nieskarbowych emisji notowanych na Catalyst.

Spółki po wynikach.

KREDYT INKASO – EBITDA w roku 2013/14 wzrósł o 23% do PLN 59.8m. Zysk netto wzrósł o 94% do PLN 33.1m. Dług netto/EBITDA spadł do 4.4x na koniec 2012/13 z 4.8x na koniec 2011/12.

Kredyt pod Lupą: GPM Vindexus.

Grupa Vindexus operuje na rynku wierzycelności konsumenckich, szczególnie w segmencie nabywania wierzycelności na własny rachunek. Spółka odnotowała wysoką dynamikę przychodów, w 2013 przychody ze sprzedaży wzrosły o 28% r/r, do PLN 40.9m. Pierwszy kwartał 2014 był rekordowy dla spółki, zarówno pod względem przychodów (PLN 13m w 1Q14 vs. PLN 9m w 1Q13), jak i wygenerowanej gotówki (CFO: PLN 7.8m w 1Q14 vs. PLN 4.5m w 1Q13).

Vindexus posiada 18 emisji obligacji o łącznej wartości PLN 52m (95% długu grupy). Oprocentowanie papierów waha się od 9.75% do 11.40% w przypadku emisji stałokuponowych i od 6.25% do 7.50% ponad WIBOR3M w przypadku obligacji o zmiennym kuponie. Jedna seria (VIN1116) jest notowana na Catalyst i wyceniana na 103.3% (YTM w wysokości 7.53% lub 5.03%).

W pierwszym kwartale 2014 spółka wykazała znaczną poprawę w pokryciu odsetek. 12mCFO/12mOdsetki zapłacone wyniósł 1.2x w porównaniu do 0.6x w 4Q13 oraz 0.5x w 1Q13. Dług netto/ kapitał własny dzięki wysokiej generacji gotówki spadł do 42% w 1Q14 z 50% w 4Q13. Dług netto/12m EBITDA spadł do 3.1x w porównaniu do 3.9x kwartał wcześniej i 3.5x rok wcześniej.

Nadchodzące i zakończone emisje.

Spółka	Wartość (PLNm)	Status	Szczegóły
Action	100.0	w trakcie	Program emisji obligacji.
Atal	30.0	zakończona	Wykup: 2016. Oproc. WIBOR6M+3.3%.
Autostrada Wlkp.	3,000.0	w planie	Wykup: 2028
BZ WBK	3,000.0	w planie (1H14)	b.d.
Capital Park	35.0	zakończona	Wykup: 2017. Oproc. WIBOR6M+5.5%.
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.
JSW	1,175.0	w planie	Wykup do 2020. Przejęcie Knurów-Szczygłowice.
Kompania Węglowa	1,230.0	w planie	Wykup: 2018
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 wierzycelnościach SP ZOZ (125%).
PKN Orlen	*500.0	w trakcie	Wykup: 2021. Oproc. 100pb-200pb ponad mid-swap.
PTH	*300.0	w planie	Oprocentowanie 11% lub 12% Wykup w 2020.
PZ Cormay	40.0	w planie	Zabezpieczone.
PZU	*750	w planie (VI 14)	Termin zapadalności do 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. oproc.
BGK	IDS1022	114.00	5.75%
BGK	IDS1018	111.00	6.25%
Meritum Bank	MRT0421	108.50	8.54%
Ekopaliwa Ch.	EPC0716	108.00	15.00%
BBI Dev.	BBI0215	106.00	9.24%
Kredyt Inkaso	KRI0916	106.00	8.44%
Kruk	KRU1018	106.00	7.21%
Kruk	KRU1218	105.80	7.02%
Work Service	WSE1016	104.50	7.46%
Warimpex	WXB0316	104.15	9.74%
E-Kancelaria	EKA1115	86.00	10.00%
E-Kancelaria	EKA0816	85.50	9.01%
E-Kancelaria	EKA0616	85.00	10.00%
E-Kancelaria	EKA1016	84.99	9.03%
Trust	TRU1214	80.75	7.74%
WZRT-Energia	WZR1115	51.15	9.72%
Milmex	MLX0714	44.99	9.72%
Orzeł	ORL0814	36.00	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.
23.06	CDRL	CDL1014	8.21%
	Nanotel	NAN1015	12.00%
24.06	Kredyt Inkaso	KR20116	8.12%
	Kredyt Inkaso	KRI0116	8.22%
25.06	Kruk	KRU1018	7.21%
	PCC Rokita	PCR1014	9.00%
	Kanc. Medius	KME1015	9.00%
26.06	Polbrand	PBD0116	11.00%
	Work Service	WSE1016	7.46%
27.06	Kruk	KRU0115	7.71%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Rentowność polskich obligacji, stawki WIBOR, stopa procentowa

Rentowność obligacji dwuletnich	2.63%
Rentowność obligacji pięcioletnich	3.21%
Rentowność obligacji dziesięcioletnich	3.66%
WIBOR6M	2.70%
WIBOR3M	2.68%
Stopa referencyjna	2.50%

Źródło: Bloomberg

Największe obroty, wzrosty i spadki.

Wartość obrotu na obligacjach korporacyjnych notowanych na Catalyst wyniosła w minionym tygodniu PLN 24.8m w porównaniu do PLN 42.3 tydzień wcześniej. Najwyższe obroty odnotowano na obligacjach **Echo Investment** serii ECH0618, których wartość przekroczyła PLN 8.5m, przy czym większość obrotu to (PLN 5.1m) to efekt jednej transakcji z 17 czerwca. W wyniku wzrostu kursu o 40pb rentowność serii spadła do 5.8%. Drugi najwyższy obrót odnotowano na obligacjach **Kruka** serii KRU0517. Wartość obrotu na tej serii wyniosła PLN 1.9m. Kurs serii zwiększył w trakcie tygodnia o 75pb, jednak na piątkowym zamknięciu spadł ponownie do poziomu zamknięcia z poprzedniego piątku.

Najwyższy wzrost kursu odnotowano na obligacjach **Mo-Bruku** zapadającej w sierpniu tego roku serii MBR0814. Kurs serii urosł w minionym tygodniu o 860pb po informacji z 13 czerwca, że spółka uzyskała kredyt na częściowe refinansowanie tych papierów dłużnych. Wartość obrotu na tej serii wyniosła PLN 0.58m.

Najwyższy spadek kursu odnotowano na obligacjach spółki **Nordic Development** serii NOR1016. Obligacje tej serii potaniały w ciągu tygodnia o 1 050pb przy obrocie PLN 7k po tym jak tydzień wcześniej kurs tych obligacji wzrósł o 1 150pb.

Informacje.

GPW – Giełda powołała Instytut Analiz i Ratingu, którego głównym celem będzie podniesienie bezpieczeństwa rynku obligacji korporacyjnych w Polsce, szczególnie w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw. GPW planuje wprowadzenie zachęt dla notowanych spółek do uzyskiwania ratingów dla swoich emisji długu.

Celem IAiR będzie pokrycie ratingiem jak największej ilości emisji obligacji nieskarbowych. Instytut będzie pobierał opłaty za wydawane ratingi, jednak podkreśla, że będą one konkurencyjne i dostosowane do warunków na polskim rynku. Oprócz ratingów planowane jest także poszerzenie oferty o produkty informacyjne oraz analityczne.

Maja Goettig, prezes instytutu, twierdzi, że IAiR uzyska pełną zdolność operacyjną w ciągu roku od założenia oraz przekroczy próg rentowności za 3-4 lata.

Zwracamy uwagę, że od kilku lat na polskim rynku działa inna agencja ratingowa – EuroRating, która mimo kilkuletniej obecności na rynku uzyskała formalną rejestrację jako agencja ratingowa w UE dopiero w maju 2014.

Spółki po wynikach.

KREDYT INKASO – Przychody spółki w roku finansowym 2013/14 zakończonym 31 marca tego roku wyniosły PLN 86.9m i były 25% wyższe r/r, głównie ze względu na wzrost przychodów z nabytych wierzytelności. Zysk operacyjny wyniósł PLN 57.1m i wzrósł o 21% r/r. Marża operacyjna spadła z poziomu 68% w roku 2012/13 do 66% w 2013/14, co jest efektem rosnących kosztów ogólnych w związku ze zwiększaniem skali działalności i ekspansją zagraniczną. Zysk netto wzrósł o 94% r/r, do poziomu PLN 33.1m. Zarząd podał jednak, że w bieżącym roku finansowym oczekuje spadku dynamiki zysku netto do 20% r/r. Istotnie pogorszył się cash flow operacyjny, w zeszłym roku wyniósł PLN 3.7m w porównaniu do PLN 63m rok wcześniej. Jest to przede wszystkim efekt dużo większej skali inwestycji w portfele. W zeszłym roku finansowym na nowe portfele wierzytelności spółka wydała ok. PLN 90m, podczas gdy w roku 2012/13 było to jedynie PLN 10m.

W ciągu minionego roku suma bilansowa wzrosła o 10% (+ PLN 45m), do poziomu PLN 498m. Jest to przede wszystkim efekt wzrostu wartości zakupionych portfeli o 18% r/r (+PLN 63m), do poziomu PLN 414m. Poziom środków pieniężnych na koniec 2013/14 wyniósł PLN 34m i odpowiadał za 63% zadłużenia krótkoterminowego.

Po stronie pasywów największy wzrost odnotowano w kapitale własnym. Wartość tej pozycji wzrosła o 21% r/r (+ PLN 33m), do poziomu PLN 190m, co odpowiada za 38% pasywów. Dług brutto w ciągu minionego roku finansowego wzrósł o 8% (+ PLN 22m), do poziomu PLN 300m, co stanowi 60% sumy bilansowej.

Catalyst: Obligacje zapadające do końca 2014

Data wykupu	Spółka	Wartość (PLNm)	Premia/dyskonto
2014.06.27	Prefabet-B.B.	6	n.d.
2014.06.30	Admiral Boats	4	n.d.
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	-3.0%
2014.07.30	PTI	6	-1.5%
2014.07.31	Admiral Boats	4	-0.2%
2014.08.12	MO-BRUK	50	-1.2%
2014.08.13	Kopa-Haus	6	-1.0%
2014.08.22	Murapol	25	-0.5%
2014.08.22	Orzeł	10	-64.0%
2014.08.23	P.R.E.S.C.O.	30	-1.0%
2014.08.23	Redan	1	-1.0%
2014.08.28	Gant Dev.	22	-72.4%
2014.08.29	Polfa	4	0.0%
2014.09.08	The Farm 51 Gr.	2	0.3%
2014.09.06	Kruk	35	1.4%
2014.09.11	Uboat - Line	1	2.0%
2014.09.16	Marvipol	31	0.0%
2014.09.22	Dominium	5	-6.8%
2014.09.30	2C Partners	2	-0.4%
2014.10.03	PCC Rokita	25	0.7%
2014.10.04	BOŚ	230	0.4%
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	-5.0%
2014.10.30	Dominium	1	-2.2%
2014.10.30	Pragma Inwestycje	10	0.0%
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	-7.0%
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	-13.0%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Zadłużenie w 87% (PLN 260m) składa się z emisji obligacji, pozostałe 13% (PLN 40m) to kredyty w rachunku kredytowym. Obecnie w obrocie jest 7 emisji obligacji spółki, a najkrótszy termin zapadalności, przypadający na czerwiec 2015, posiada seria KRI0615 o wartości PLN 69m.

W minionym roku spółka poprawiła płynność, wskaźnik aktywa obrotowe/zobowiązania bieżące wzrósł z 6.9 do 7.6. W wyniku wzrostu kapitału własnego dług netto/kapitał własny spadł ze 150% na koniec 2012/13 do 140%. Poprawa wyników wpłynęła na spadek dług netto/EBITDA w ciągu roku z 4.8x do 4.4x. Jest to jednak poziom wciąż wyższy niż w Kruku (3.3x) czy P.R.E.S.C.O. (4.0x). EBITDA odsetki zapłacone wyniósł 2.31x w porównaniu do 1.73x rok wcześniej.

Kredyt Inkaso: Wyniki finansowe za 1Q14

Dane w PLNm

	2Q12-1Q13	2Q13-1Q14	% r/r
Przychody ze sprzedaży	69.3	86.9	25%
EBITDA	48.8	59.8	23%
EBIT	47.0	57.1	21%
Przychody finansowe	3.4	1.3	-62%
Koszty finansowe	31.9	26.4	-17%
Zysk netto	17.0	33.1	94%
CFO	63.0	3.7	-94%
	1Q13	1Q14	% r/r
Aktywa	453.2	498.2	10%
Aktywa obrotowe	422.6	458.4	8%
Wart. zakupionych portfeli wierzytelności	351.2	414.0	18%
Gotówka	42.8	33.9	-21%
Kapitał własny	157.0	189.7	21%
Zobowiązania długoterminowe	234.5	247.9	6%
Zobowiązania bieżące	61.4	60.2	-2%
Dług brutto	278.1	299.8	8%
Dług netto	235.3	266.0	13%
	1Q13	1Q14	
Aktywa obrotowe/zob. bieżące	688%	762%	
Dług netto/kapitał własny	150%	140%	
Dług netto/EBITDA	4.8x	4.4x	
EBITDA/Odsetki zapłacone	1.73x	2.31x	
Marża EBIT (%)	68%	66%	
Marża netto (%)	25%	38%	

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Informacje ze spółek.

ATAL (18.06) – Spółka zakończyła proces emisji obligacji niezabezpieczonych serii E. Pierwotnie wartość emisji miała wynieść PLN 25m, jednak z uwagi na znaczny popyt deweloper zdecydował o zwiększeniu wartości emisji do PLN 30m. Termin zapadalności serii wynosi 2 lata. Oprocentowanie serii oparto na stopie WIBOR6M powiększonej o 3.3 punktu procentowego marży.

Jest to czwarta emisja obligacji przez spółkę. Atal poprzednio emitował obligacje za PLN 5.5m w marcu 2014 (emisja prywatna) oraz dwie niezabezpieczone serie w październiku, o łącznej wartości PLN 25.5m. Obecnie te dwie serie są notowane na Catalyst, pierwsza z nich: ATL1015 (PLN 7.9m) posiada 2-letni termin do wykupu i oprocentowanie w wysokości WIBOR6M+4.2%. Druga z nich: ATL1016 posiada 3-letni termin do wykupu i oprocentowanie w wysokości WIBOR6M+5.0%.

CAPITAL PARK (16.06) – Spółka zakończyła emisję obligacji niezabezpieczonych serii B o wartości PLN 35m. Oprocentowanie papierów zostało oparte na stopie WIBOR6M powiększonej o 5.5 punktu procentowego marży. Okres zapadalności serii wynosi 3 lata.

Celem emisji było pozyskanie środków na częściowy wykup obligacji serii A (CAP0715) o wartości PLN 100m, której termin zapadalności mija 9 lipca 2015.

Na końcu marca spółka informowała o zamiarze emisji obligacji do PLN 100m. Zarząd twierdził wtedy jednak, że z ostateczną decyzją zamierza poczekać do momentu gdy znana będzie skłonność OFE do inwestycji w obligacje korporacyjne.

Capital Park emitował ostatnio obligacje w 2012 roku. Deweloper pozyskał wtedy PLN 100m emitując trzyletnie papiery oprocentowane na 5.0 punktów procentowych ponad WIBOR6M.

Informacje ze spółek.

JSW (18.06) – Spółka chce ustanowić program emisji obligacji do kwoty PLN 1.2mld oraz dodatkowo do kwoty USD 0.4mld. Celem emisji jednej z serii programu miałyby być częściowe pozyskanie finansowania na przejęcie kopalni Knurów-Szczygłowice od Kompanii Węglowej za PLN 1.5mld. Reszta pozyskanych środków ma posłużyć na finansowanie inwestycji w kopalniach spółki do końca 2015 roku. Wykup emitowanych obligacji nastąpi najpóźniej do końca 2020 roku. O emisji zdecyduje NWZA spółki, które odbędzie się 16 lipca.

KREDYT INKASO (17.06) – Spółka zapowiedziała zamiar przedterminowego wykupu obligacji serii S04 (KRI0615) o wartości PLN 69m. Wykup miałby się odbyć na 3-6 miesięcy przed terminem zapadalności przypadającym na 8 czerwca 2015.

Plan ten może mieć związek z kowenantami nałożonymi na tą serię obligacji. Jednym z warunków emisji jest stosunek długu brutto i kapitału własnego na poziomie jednostkowym niższy niż 200%, podczas gdy na koniec 1Q14 wartość wskaźnika wyniosła 199%. Podobny limit został także zawarty w warunkach emisji obligacji serii KRI0416 (PLN 15m) oraz KRI1216 (PLN 18m).

Na koniec 1Q14 grupa posiadała środki pieniężne o wartości PLN 33m, ponadto w kwietniu poprzez NS FIZ pozyskała kolejne PLN 50m. Na poziomie jednostkowym wartość środków pieniężnych wynosiła PLN 7.3m.

PCC ROKITA (17.06) – Spółka zakończyła ofertę publiczną akcji. Oferta obejmowała 1.6m akcji nowej emisji oraz 1.4m istniejących papierów. Cena emisyjna wyniosła PLN 33 za akcję, co oznacza, że spółka pozyskała PLN 52.4m środków pieniężnych.

Na koniec pierwszego kwartału 2014 dług netto wyniósł PLN 228m. Po pozyskaniu środków z emisji zadłużenie netto może się obniżyć do poziomu 176m.

PKN ORLEN (23.06) – Według Bloomberg'a spółka jest już po spotkaniach z inwestorami w sprawie emisji euroobligacji o wartości EUR 0.5mld z 7-letnim terminem wykupu. Wstępne rozmowy w sprawie marży wskazują na 100pb-200pb spreadu ponad krzywą mid-swap (MS+High 100s wg Bloomberg'a).

Agencja ratingowa Fitch nadała wstępny rating zapowiadanej emisji na poziomie BBB-. Ocena jest na tym samym poziomie co długoterminowy rating PKN Orlen nadany spółce w sierpniu 2013 roku. Celem emisji jest dalsza dywersyfikacja źródeł finansowania.

PZU (17.06) – Rada nadzorcza spółki wyraziła zgodę na emisję obligacji do EUR 750m oraz o okresie zapadalności do 5 lat. Tydzień wcześniej PZU podawał, że planuje emisję o wartości EUR 300m-500m, oraz że liczy na uzyskanie niższej marży niż ostatnia emisja euroobligacji PGE (1.625%, 98pb ponad krzywą mid-swap w momencie emisji). S&P przyznał planowanym obligacjom wstępny rating na poziomie A-.

PZU cały czas planuje również 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 plany akwizycyjne i dywidendowe PZU musi wyemitować w tym roku PLN 1.5mld długu podporządkowanego.

WORK SERVICE (18.06) – Zarząd spółki uchwalił emisję niezabezpieczonych obligacji serii R o wartości PLN 25m. Wykup obligacji nastąpi w terminie 3 lat od daty emisji, która została ustalona na 27 czerwca. Oprocentowanie serii oparto na stopie WIBOR6M powiększonej o marżę w wysokości 5.4pp. Spółka nie określiła celu emisji.

WŁODARZEWSKA (18.06) – Spółka złożyła do KNF wnioski o zatwierdzenie prospektu emisyjnego spółki związanego z publiczną emisją akcji. Potencjalna emisja mogłaby pomóc spółce poprawić dźwignię finansową i obniżyć zadłużenie netto. Na koniec 2013 wskaźnik dług netto/kapitał własny wynosił 42%, podczas gdy średnia dla grupy deweloperów giełdowych waha się w granicach 30%.

Kredyt pod Lupą: GPM Vindexus.

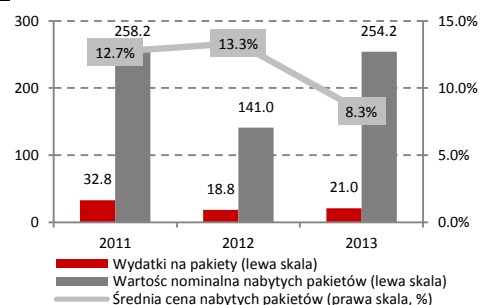
Grupa zajmuje się głównie nabywaniem wierzytelności od banków na własny rachunek

Grupa Vindexus operuje na rynku wierzytelności konsumenckich. Grupa inwestuje w pakiety wymagalnych wierzytelności w celu prowadzenia dalszej windykacji na własnych rachunek. Po nabyciu przeterminowanych pakietów wierzytelności grupa stara się początkowo doprowadzić do polubownego zamknięcia procedury windykacji, a w przypadku gdy ta nie jest skuteczna kieruje sprawę na drogę sądową i rozpoczyna windykację komorniczą. Oprócz nabywania pakietów na własny rachunek grupa zajmuje się także obsługą wierzytelności na zlecenie innych podmiotów, gdzie działa jedynie jako pośrednik, nie właściciel wierzytelności (przychody z tego tytułu w 2013 odpowiadały za 5.3% przychodów). W ramach prowadzonej działalności Vindexus prowadzi obsługę wierzytelności dwóch funduszy sekurytyzacyjnych.

Większość portfeli wierzytelności nabywanych przez grupę pochodzi od podmiotów bankowych. W 2013 roku spółka zakupiła portfele bankowe o wartości bilansowej PLN 11.9m (57% nabyć) vs. PLN 16.4m w 2012 (87% nabyć). Na koniec 2013 portfele bankowe odpowiadały za 76% wartości bilansowej portfela wierzytelności. Drugą istotną grupą w portfelu są wierzytelności od firm telekomunikacyjnych, których udział w wartości portfela na koniec 2013 wynosił 15%.

Vindexus: Zakupy portfeli wierzytelności

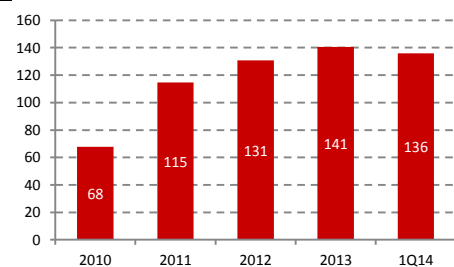
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej



Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Vindexus: Wartość portfela wierzytelności

Dane w PLNm



Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Stabilne marże od kilku lat i wysoka dynamika wzrostu wyników

W minionym roku przychody grupy Vindexus wzrosły o 28% r/r, do poziomu PLN 40.9m. Przychody ze sprzedaży obejmują przede wszystkim przychody w windykacji wierzytelności nabytych na własny rachunek (95% przychodów w 2013). Spółka prowadzi konserwatywny system rozpoznawania przychodów, księgując jedynie realne wpływy w momencie ich wystąpienia. Koszty nabycia wierzytelności natomiast są księgowane jako część kosztów poniesiona na zakup całego portfela odpowiadająca proporcjonalnej wartości odzyskanej w wartości bilansowej portfela. Od 2012 udział kosztów w przychodach jest stabilny i implikuje marżę brutto ze sprzedaży w wysokości 61%.

Zysk operacyjny grupy w 2013 roku wyniósł PLN 13.7m i był 18% wyższy r/r. W wyniku wzrostu kosztów zarządu o 37% r/r (do PLN 10.0m) marża operacyjna obniżyła się z 36% w 2012 do 33% w 2013. Na poziomie wyniku netto grupa Vindexus odnotowała zysk w wysokości PLN 9.2m (+25% r/r). Stopa zwrotu z kapitału własnego wzrosła z 7.5% w 2012 do 8.6% w 2013.

Vindexus generuje stabilny cash flow operacyjny, który od trzech lat waha się w granicach PLN 2-4m. W ostatnim roku CFO wzrósł o 31% (do PLN 3.8m) podczas gdy odsetki wzrosły o 26%.

Vindexus: Wyniki finansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2010	2011	2012	2013	% r/r
Przychody ze sprzedaży	15.6	22.0	31.8	40.9	28%
Zysk brutto ze sprzedaży	11.9	15.2	19.4	24.8	28%
marża brutto ze sprzedaży (%)	76%	69%	61%	61%	0pp
Zysk operacyjny	5.5	6.1	11.5	13.7	18%
marża operacyjna (%)	35%	28%	36%	33%	-3pp
Zysk netto	4.1	19.5	7.4	9.2	25%
marża netto (%)	26%	89%	23%	22%	-1pp
CFO	0.3	2.3	2.9	3.8	31%
Odsetki zapłacone	0.8	4.0	4.8	6.0	26%
ROE (%)	5.2%	23.9%	7.5%	8.6%	1.0pp

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Spadek marż w 1Q14, jednak przy rekordowym cash flow operacyjnym

W pierwszym kwartale 2014 spółka odnotowała rekordowy, kwartalny poziom przychodów w wysokości PLN 13.2m (+55% r/r; +16% k/k). Zysk brutto ze sprzedaży wzrósł do PLN 7.1m (+44% r/r, +12% k/k). Marża brutto ze sprzedaży w 1Q14 wyniosła 54% i była o 2pp niższa k/k oraz 4pp niższa r/r. Mimo spadku marży brutto ze sprzedaży spółka zwiększyła marżę operacyjną z 32% w 4Q13 do 33% w 1Q14. Zysk netto w 1Q14 wyniósł PLN 3.1m i był 85% wyższy r/r, jednak 6% niższy w porównaniu do 1Q14. W minionym kwartale spółka odnotowała rekordowe przepływy operacyjne w wysokości PLN 7.8m (vs. PLN -7.5m w 4Q13 oraz PLN 4.5m w 1Q13), co jest wynikiem wysokich wpływów z portfeli wierzytelności.

Vindexus: Wyniki finansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	% r/r	% k/k
Przychody ze sprzedaży	8.5	10.8	10.2	11.4	13.2	55%	16%
Zysk brutto ze sprzedaży	5.0	6.9	6.5	6.4	7.1	44%	12%
marża brutto ze sprzedaży (%)	58%	64%	64%	56%	54%	-4pp	-2pp
EBITDA	3.1	2.9	4.1	3.7	4.4	41%	17%
Zysk operacyjny	3.1	2.9	4.0	3.7	4.3	42%	17%
marża operacyjna (%)	36%	27%	39%	32%	33%	-3pp	0pp
Zysk netto	1.7	1.8	2.4	3.4	3.1	85%	-6%
marża netto (%)	20%	16%	23%	30%	24%	4pp	-6pp
CFO	4.5	4.1	2.7	-7.5	7.8	71%	n.d.
Odsetki zapłacone	1.5	1.4	1.9	1.2	1.6	2%	26%

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Analiza bilansu

Największym składnikiem bilansu po stronie aktywów jest portfel nabytych wierzytelności, które na koniec 1Q14 odpowiadały za 82% aktywów. Wartość portfela wierzytelności spadła w ciągu minionego kwartału o 3% (- PLN 4.7m). Na zmianę wartości portfela największy wpływ miały wpływy z portfeli o wartości PLN 5.6m i zakupy nowych portfeli za PLN 1.5m. Wartość portfela jest księgowana jako szacunek przyszłych strumieni pieniężnych, które wystąpią po stronie przychodów i wydatków na poszczególne pakiety w okresie 10 lat. Aktywa trwałe stanowią niewielki udział w całej strukturze aktywów, na koniec 1Q14 było to 4.4%.

Pasywa składają się w 65% z kapitału własnego, w 33% ze zobowiązań odsetkowych i w 2% z pozostałych zobowiązań. Kapitał własny na koniec 1Q14 wyniósł PLN 108.4m i wzrósł o 13% r/r oraz 1% k/k. Dług brutto na koniec kwartału wyniósł PLN 54.7m, w ciągu kwartału wartość zadłużenia brutto spadła o PLN 2m, jednak w porównaniu z 1Q13 wartość zadłużenia zwiększyła się o PLN 7.8m. Wzrost ten jest przede wszystkim efektem nowych emisji obligacji. W ciągu 2013 roku spółka wyemitowała papiery dłużne o wartości PLN 46.9m. Poziom gotówki w wysokości PLN 8.7m implikował zadłużenie netto w wysokości PLN 46.0m, PLN 7.4m niższe niż kwartał wcześniej oraz PLN 2.3m wyższe r/r.

Vindexus: Dane bilansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2011	2012	1Q13	2013	1Q14	% r/r	% k/k
Aktywa	120.7	143.8	146.9	166.3	165.5	13%	0%
Portfel wierzytelności	114.6	130.8	128.7	140.6	135.9	6%	-3%
Aktywa obrotowe	117.6	140.3	143.3	159.1	158.2	10%	-1%
Gotówka	1.1	1.1	3.2	3.2	8.7	169%	170%
Kapitał własny	81.8	97.4	96.2	107.0	108.4	13%	1%
Zobowiązania bieżące	10.7	36.2	30.6	8.8	9.1	-70%	3%
Zobowiązania długoterminowe	28.2	9.4	20.1	50.6	48.1	140%	-5%
Dług krótkoterminowy	9.0	35.3	27.1	6.5	7.0	-74%	8%
Dług brutto	37.1	44.5	47.0	56.7	54.7	17%	-3%
Dług netto	36.1	43.4	43.7	53.5	46.0	5%	-14%

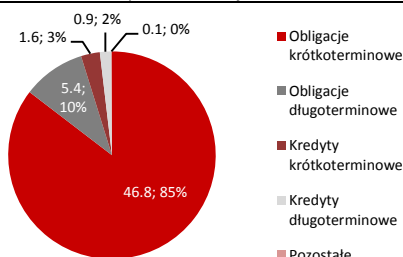
Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Struktura zadłużenia

Zadłużenie grupy Vindexus jest zdominowane przez obligacje o wartości bilansowej na koniec 1Q14 w wysokości PLN 52.1m, które odpowiadają za 95% wszystkich zobowiązań odsetkowych. Kredyty o wartości PLN 2.6m odpowiadają za pozostałe 5% długu. Średnie ważone oprocentowanie długu wynosi 11.4%, przy czym średnia efektywna stopa oprocentowania kredytów wynosi 9.4%, natomiast obligacji 11.5%.

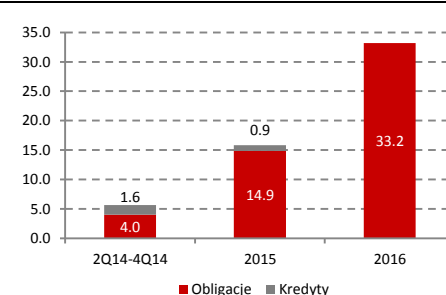
Vindexus: Struktura zadłużenia na 1Q14

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej



Vindexus: Harmonogram spłaty zadłużenia

Dane w PLNm



Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Zadłużenie grupy składa się głównie ze zobowiązań o średnim terminie zapadalności. Dominująca część zadłużenia Vindexusa zapada w 2016 roku: PLN 33.2m, w 2015 roku mija termin zapadalności długu o wartości PLN 15.8m, a żadne zobowiązania spółki nie mają dłuższego terminu zapadalności niż 2016 rok. Do końca 2014 mija termin zapadalności obligacji o wartości PLN 4.0m i kredytów o wartości PLN 1.6m. W maju minął termin zapadalności obligacji o wartości PLN 1.5m, ponadto spółka wykupiła przedterminowo papiery warte PLN 0.87m i wyemitowała nowe obligacje o wartości PLN 1.5m.

Emisje obligacji

Na koniec pierwszego kwartału 2014 grupa Vindexus posiadała 18 emisji obligacji, do tej pory (12 maja) minął termin zapadalności jednej serii. Wartość bilansowa emisji obligacji wynosiła łącznie PLN 52.1m. Przeważają emisje 3-letnie oraz 2-letnie, a średni okres emisji wynosi 2.4 roku. Oprocentowanie większości emisji jest oparte na stałej stopie procentowej, która waha się od 9.75% do 11.40%. Jedynie pięć z 18 emisji posiadało zmienne oprocentowanie oparte na stopie WIBOR3M. Marża ponad WIBOR dla tych serii waha się od 6.25% do 7.50%.

Jedynie jedna seria obligacji grupy Vindexus jest notowana na rynku Catalyst. Jest to ostatnia wyemitowana przez Vindexus seria w 2013 (VIN1116, S1) o wartości PLN 10m wyemitowana w listopadzie 2013. Seria ta jest obecnie wyceniana ze znaczną premią do wartości nominalnej. Na piątkowym zamknięciu papiery tej serii wyceniano na 103.3% nominalnej wartości. Cena ta daje rentowność do wykupu na poziomie 7.53% lub 5.03% powyżej WIBOR3M.

Vindexus: Emisje obligacji na koniec 1Q14

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Seria	Data przydziału	Data wykupu	Okres emisji	Wartość nom.	Wart. bilansowa	WIBOR	Marża/oproc.	Rynek
N1	2013-08-12	2014-05-12	0.7	1.50	1.51	3M	7.50%	Prywatny
Q1	2013-08-12	2014-08-12	1.0	2.50	2.53	n.d.	9.75%	Prywatny
F1	2013-02-28	2015-02-27	2.0	0.92	0.91	n.d.	11.00%	Prywatny
C	2013-03-13	2015-03-15	2.0	0.40	0.40	n.d.	11.00%	Prywatny
J1	2013-05-09	2015-05-09	2.0	3.00	3.04	n.d.	10.50%	Prywatny
C1	2012-09-10	2015-09-10	3.0	4.50	4.55	n.d.	11.30%	Prywatny
R1	2013-10-01	2015-10-01	2.0	1.10	1.11	n.d.	10.50%	Prywatny
D	2013-10-03	2015-10-03	2.0	0.40	0.41	n.d.	10.60%	Prywatny
E1	2012-10-22	2015-10-22	3.0	0.90	0.92	n.d.	11.40%	Prywatny
K1	2013-06-19	2015-12-07	2.5	3.57	3.52	3M	6.50%	Prywatny
G1	2013-01-04	2016-01-04	3.0	3.40	3.40	n.d.	11.40%	Prywatny
B	2013-01-09	2016-01-10	3.0	1.20	1.25	n.d.	11.30%	Prywatny
M1	2013-07-25	2016-01-26	2.5	4.00	4.41	3M	6.25%	Prywatny
O1	2013-08-08	2016-01-26	2.5	3.00	2.94	3M	6.25%	Prywatny
H1	2013-02-28	2016-02-28	3.0	5.00	4.89	n.d.	11.00%	Prywatny
I1	2013-03-01	2016-03-01	3.0	3.00	3.03	n.d.	11.40%	Prywatny
L1	2013-07-01	2016-07-01	3.0	3.50	3.43	n.d.	10.75%	Prywatny
S1, VIN1116	2013-11-08	2016-11-08	3.0	10.00	9.86	3M	6.25%	Catalyst
Średnia			2.4	Suma	52.11			

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Malejąca dźwignia finansowa i rosnące pokrycie odsetek

Po szczycie na koniec 2013 spółka zredukowała dźwignię finansową w ciągu pierwszego kwartału 2014. Wskaźnik dług netto/kapitał własny spadł z poziomu 50% na koniec 2013 do poziomu 42%, najniższego od kilku lat. Dług netto/aktywa spadł z 32% na koniec roku do 28%. Jest to przede

wszystkim wynik redukcji długu netto spowodowany bardzo dobrymi przepływami operacyjnymi w 1Q14.

Vindexus posiada wysoką płynność krótkoterminową, wartość aktywów obrotowych na koniec 1Q14 była 17.5x wyższa od wartości zobowiązań bieżących. Zwracamy jednak uwagę, że większość zobowiązań krótkoterminowych (86%) to portfel wierzytelności. Wartość wskaźnika gotówka/dług krótkoterminowy świadczy o znacznej poprawie wypłacalności w krótkim terminie. Obecnie wskaźnik ten wynosi 1.2x, podczas gdy kwartał wcześniej było to 0.5x, a rok wcześniej tylko 0.1x. Dzięki poprawie wyników zauważalna jest także tendencja spadkowa stosunku długu netto i EBITDA. Po ostatnim kwartale wynosi on 3.1x w porównaniu do 3.9x kwartał wcześniej i 3.5x rok wcześniej. Generowane wyniki, zarówno księgowo, jak i pieniężne, w coraz wyższym stopniu pokrywają płacone odsetki. Na koniec 1Q14 EBITDA/Odsetki zapłacone wyniósł 2.5x, a CFO/Odsetki zapłacone 1.2x.

Vindexus: Wskaźniki zadłużenia

Dane w % o ile nie podano inaczej

	2011	2012	1Q13	2013	1Q14
Dług netto/ Kapitały własne	44%	45%	45%	50%	42%
Dług netto/ Aktywa	30%	30%	30%	32%	28%
Aktywa obrotowe/ Zob. bieżące (x)	11.0x	3.9x	4.7x	18.2x	17.5x
Gotówka/Dług krótkoterminowy (x)	0.1x	0.0x	0.1x	0.5x	1.2x
Dług netto/ 12mEBITDA (x)	5.7x	3.7x	3.5x	3.9x	3.1x
12mEBITDA/ 12mOdsetki zapłacone (x)	1.6x	2.5x	2.4x	2.3x	2.5x
12mCFO/12mOdsetki zapłacone (x)	0.6x	0.6x	0.5x	0.6x	1.2x
Marża operacyjna	28%	36%	36%	33%	33%
Marża netto	89%	23%	23%	22%	23%

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

Ostatnie emisje obligacji: Deweloperzy.

Ceny i rentowności obligacji na zamknięcie sesji 2014-06-20

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	5.69%
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	103.5	5.49%
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	101.0	6.61%
BBI Development	BBI0217	53.0	2014-02-07	2017-02-07	3.0	6M	6.00%	brak	100.5	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%	102.5	6.75%
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	6.19%
Echo Investment	ECH0618	80.0	2013-06-19	2018-06-19	5.0	6M	3.50%	brak	101.4	5.80%
Rank Progress	RNK0616	131.8	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	5.50%	150%	98.0	8.93%
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	101.5	6.40%
Włodarzewska	WLO0516	17.5	2013-05-15	2016-05-15	3.0	6M	7.50%	365%	96.0	10.85%
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%	101.0	6.17%
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	7.58%

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 2014-06-20

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.	n.d.
Kredyt Inkaso I NS FIZ	KRIO417	50.0	2014-04-17	2017-04-17	3.0	6M	3.85%	188%	n.d.	n.d.	
Best	BST0418	45.0	2014-04-30	2018-04-30	4.0	3M	3.80%	brak	100.9	6.21%	
Kredyt Inkaso	KRIO717	53.0	2014-01-13	2017-07-13	3.5	6M	4.20%	brak	101.8	6.24%	
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	5.56%	
Kruk	KRU1218	10.0	2013-12-05	2018-12-05	5.0	3M	4.50%	brak	105.8	5.50%	
P.R.E.S.C.O.	PRE1117	35.0	2013-11-28	2017-11-28	4.0	6M	4.40%	brak	102.0	6.44%	
Fast Finance	FFI1116	8.6	2013-11-18	2016-11-15	3.0	6M	7.00%	349%	101.5	8.98%	
Vindexus	VIN1116	10.0	2013-11-08	2016-11-08	3.0	3M	6.25%	200%	103.3	7.53%	
Kruk	KRU1018	40.0	2013-10-03	2018-10-03	5.0	3M	4.40%	brak	106.0	5.98%	
Fast Finance	FFI0916	3.9	2013-09-30	2016-09-27	3.0	6M	7.00%	388%	103.0	7.79%	
DTP	DTP0816	11.0	2013-08-23	2016-08-22	3.0	3M	4.50%	130%	102.0	5.69%	
Kruk	KRU0818	50.0	2013-08-13	2018-08-13	5.0	3M	4.40%	brak	103.6	6.35%	
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	6.63%	
Kruk	KRU0618	15.0	2013-06-25	2018-06-25	5.0	3M	4.40%	brak	103.0	6.35%	
Kruk	KRU0317	60.0	2013-06-07	2017-03-07	3.8	3M	4.40%	brak	102.9	5.80%	
Best	BST0916	14.7	2013-03-28	2016-09-28	3.5	n.d.	8.98%	brak	103.5	7.25%	
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%	101.7	6.16%	
P.R.E.S.C.O.	PRE0815	10.0	2012-08-08	2015-08-08	3.0	6M	5.00%	brak	103.5	4.46%	
Kredyt Inkaso	KRIO916	30.0	2012-03-05	2016-09-05	4.5	6M	5.70%	brak	106.0	5.23%	
P.R.E.S.C.O.	PRE0814	30.0	2012-02-23	2014-08-23	2.5	6M	5.20%	brak	99.0	7.73%	
DTP	DTP1114	13.4	2011-11-29	2014-11-28	3.0	3M	6.75%	140%	100.0	7.01%	

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 (20.06)	YTM (%) (20.06)	Rating Fitch	Z-Spread
BOŚ	2011-05-11	2016-05-11	5.0	6.000%	EUR	250.00	-0.09%	108.84	1.21%	BBB	51 pb
mBank	2012-10-12	2015-10-12	3.0	2.750%	EUR	500.00	0.00%	102.10	1.11%	A	43 pb
mBank	2013-10-08	2018-10-08	5.0	2.500%	CHF	200.00	-0.04%	104.02	1.52%	A	120 pb
mBank	2014-04-01	2019-04-01	5.0	2.375%	EUR	500.00	0.00%	102.21	1.89%	A	117 pb
Ciech	2012-11-28	2019-11-30	7.0	9.500%	EUR	245.00	0.66%	114.00	6.40%	B2*	165 pb
Energa	2013-03-19	2020-03-19	7.0	3.250%	EUR	500.00	0.00%	105.95	2.14%	BBB	112 pb
PGE	2014-06-09	2019-06-09	5.0	1.625%	EUR	500.00	-0.04%	100.16	1.59%	BBB+	83 pb
PGNiG	2012-02-14	2017-02-14	5.0	4.000%	EUR	500.00	-0.09%	106.25	1.56%	Baa2*	72 pb
PKO BP	2012-09-21	2015-12-21	3.2	2.536%	CHF	500.00	-0.06%	102.47	0.86%	A2*	70 pb
PKO BP	2010-10-21	2015-10-21	5.0	3.733%	EUR	800.00	-0.13%	103.57	1.00%	A2*	48 pb
PKO BP	2011-07-07	2016-07-07	5.0	3.538%	CHF	250.00	-0.03%	105.30	0.90%	A2*	69 pb
PKO BP	2012-09-26	2022-09-26	10.0	4.630%	USD	1000.00	0.00%	105.08	3.91%	A2*	148 pb
PKO BP	2014-01-23	2019-01-23	5.0	2.324%	EUR	500.00	-0.08%	102.01	1.86%	A2*	109 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.750%	EUR	542.50	-0.01%	120.33	7.26%	B2*	168 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.625%	USD	500.00	-0.62%	119.25	7.37%	B2*	233 pb
TVN	2010-11-19	2018-11-15	8.0	7.875%	EUR	140.00	0.07%	106.14	6.25%	B1*	64 pb
TVN	2013-09-16	2020-12-15	7.3	7.375%	EUR	430.00	0.71%	112.76	5.04%	B1*	250 pb

* rating Moody's

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		
					20.06	19.06	18.06	17.06	16.06		Sesyjny	Pakietowy	Razem
P													
Polbrand	PBD0116	2016.01.04	11.00	2.44	98.49	98.49	98.40	98.40	0.09	9.18	0.00	9.18	
Polkap	SFK1215	2015.12.23	9.01	0.00	99.00	99.00	99.50	99.98	0.00	14.88	0.00	14.88	
Polnord	PND0217	2017.02.11	7.07	8.52	101.00	101.00	101.40	101.40	-0.40	159.88	0.00	159.88	
Polnord	PND0116	2016.01.22	7.57	1.31	101.00	100.50	101.80	101.80	-0.80	10.50	0.00	10.50	
Polski Gaz	PLG1216	2016.12.16	7.71	1.90	103.20	103.20	102.65	102.10	1.10	14.41	0.00	14.41	
Pragma Inwestycje	PIN1016	2016.10.10	7.74	16.33	100.00	101.24	101.24	101.24	-1.24	104.71	0.00	104.71	
Próchnik	PRC1215	2015.12.04	7.24	3.97	100.80	100.80	100.80	100.28	0.10	38.26	0.00	38.26	
PTI	PTI1115	2015.11.08	7.54	4.96	100.40	100.40	100.40	100.40	0.10	4.06	0.00	4.06	
PTI	PTI0714	2014.07.30	9.22	37.13	98.50	98.50	99.30	99.45	-0.95	18.43	0.00	18.43	
R													
Rank Progress	RNK0616	2016.06.14	8.20	1.80	98.00	98.00	98.70	98.70	1.00	346.95	0.00	346.95	
Raport	RAP0215	2015.02.21	8.24	2.78	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	13.98	0.00	13.98	
Robyg	ROB0218	2018.02.26	6.74	2.18	103.50	103.50	103.50	103.00	0.50	116.20	0.00	116.20	
Robyg	ROG0116	2016.01.15	6.82	2.99	102.50	102.00	101.50	101.50	0.00	55.35	0.00	55.35	
Robyg	ROB0615	2015.06.20	6.50	0.07	100.50	100.50	100.50	100.50	0.00	54.87	0.00	54.87	
Robyg	ROB0116	2016.01.14	7.62	3.36	103.50	103.50	103.50	103.50	0.00	2.14	0.00	2.14	
Ronson Europe	RON0616	2016.06.14	7.25	1.79	101.50	101.80	101.80	101.80	-0.30	212.53	0.00	212.53	
S													
SAF	SAF1115	2015.11.15	9.00	0.99	100.50	100.50	101.00	101.30	-0.80	19.89	0.00	19.89	
Scanned Multimedis	SCM1115	2015.11.16	8.47	9.05	101.70	101.70	101.60	101.60	0.10	387.76	0.00	387.76	
T													
The Farm 51 Group	F510914	2014.09.08	11.71	0.58	100.33	100.33	100.35	100.35	-0.04	0.30	0.00	0.30	
U													
Uboat - Line	UBT0415	2015.04.22	9.02	15.57	100.00	100.00	100.00	97.00	4.97	56.61	0.00	56.61	
Uboat - Line	UBT0915	2015.09.27	8.71	0.00	97.00	96.80	96.80	95.00	2.90	109.30	0.00	109.30	
Uboat - Line	UBT0914	2014.09.11	12.21	4.01	102.00	102.00	100.00	100.00	2.00	11.21	0.00	11.21	
Uniserv-Piecbud	PCB1015	2015.10.02	9.24	2.10	99.99	99.87	99.87	99.87	0.12	45.00	0.00	45.00	
V													
Vantage Development	VTG0816	2016.08.09	8.22	1.04	102.50	102.50	101.36	101.36	1.14	25.88	0.00	25.88	
Victoria Dom	VDM0217	2017.02.04	8.62	33.06	101.00	101.00	100.00	100.00	1.00	208.57	0.00	208.57	
VIG	VIG0515	2015.05.08	12.00	15.45	100.00	100.00	100.00	100.00	4.00	4.02	0.00	4.02	
VIG	VIG0115	2015.01.30	12.00	18.08	98.00	98.00	99.00	101.00	0.00	28.36	0.00	28.36	
Voxel	VOX0716	2016.07.31	7.72	30.67	100.70	100.00	100.70	100.70	0.00	734.21	0.00	734.21	
W													
Warimpex	WXB0316	2016.03.31	9.74	22.68	104.15	104.15	104.12	104.12	0.03	23.39	0.00	23.39	
WDB Brok. Ubezp.	WDB0915	2015.09.25	9.00	0.00	100.28	100.28	100.11	100.11	0.17	2.90	0.00	2.90	
Werth-Holz	WHH1214	2014.12.07	8.91	0.41	93.00	93.00	94.00	94.00	-1.00	52.22	0.00	52.22	
Włodarzewska	WLO0516	2016.05.15	10.22	11.20	96.00	96.00	95.01	95.01	0.99	11.70	179.00	190.70	
Włodarzewska	WLD0516	2016.05.15	10.22	11.20	97.80	97.80	98.60	98.60	0.00	206.61	0.00	206.61	
Wratislavia-BIO	WRA1116	2016.11.21	8.24	7.68	101.81	101.81	101.81	101.80	0.01	10.25	0.00	10.25	
WZRT-Energia	WZR1115	2015.11.16	9.72	1.04	51.15	51.15	51.15	51.15	-3.08	0.26	0.00	0.26	
Z													
Zastal	ZST0215	2015.02.27	8.72	6.69	100.70	100.70	100.70	100.70	0.00	13.17	0.00	13.17	
ZPS Krzętle	ZPS1214	2014.12.30	12.50	0.00	87.00	87.00	87.69	84.00	-0.10	30.10	0.00	30.10	
RAZEM										24 625.13	179.00	24 804.13	

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Materiał ten został opracowany przez Dom Inwestycyjny Investors S.A. (DI Investors), spółkę podlegającą przepisom ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r. (Dz. U. 2014 r., poz. 94 - tekst jednolity, z późniejszymi zmianami), ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 r. (Dz. U. 2013 r., poz. 1382 – tekst jednolity z późniejszymi zmianami), ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym z dnia 29 lipca 2005 r. (Dz. U. nr 183 z 2005 r., poz. 1537 z późniejszymi zmianami).

Analitycy działali z należytą starannością przy sporządzaniu tego materiału. Niniejsza analiza stosownych spółek lub instrumentów finansowych jest oparta na osobistych opiniach analityków. Opublikowane w niniejszym raporcie opinie, prognozy i szacunki odzwierciedlają osobiste przekonania analityków w czasie, gdy ta publikacja została wydana.

DI Investors, jego dyrektorzy lub pracownicy mogą posiadać pozycję w papierach wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie, lub posiadają opcje, warranty lub stosowne do nich prawa, lub do innych papierów wartościowych takich emitentów i mogą oddziaływać na rynek lub w inny sposób działać jako zleceniodawca przy transakcjach dotyczących każdego z tych papierów wartościowych. Wyżej wymienione osoby mogły nabyć wspomniane instrumenty finansowe na własny rachunek przed wydaniem niniejszej publikacji. DI Investors oraz jego dyrektorzy lub pracownicy DI Investors mogą od czasu do czasu świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej lub usługi konsultingowe, lub zajmować stanowisko dyrektora spółki opisanej w niniejszym dokumencie.

NINIEJSZA PUBLIKACJA JEST PRZEZNACZONA WYŁĄCZNIE DO CELÓW INFORMACYJNYCH ORAZ DO UŻYTKU INWESTORÓW, OD KTÓRYCH SIĘ OCZEKUJE, ABY PODEJMOWALI SVOJE WŁASNE DECYZJE INWESTYCYJNE.

Inwestorzy muszą podejmować swoje własne decyzje o zasadności inwestycji dokonywanych w dowolne papiery wartościowe, o których mowa w niniejszym dokumencie, w oparciu o istniejące przesłanki merytoryczne oraz zagrożenia, swoją własną strategię inwestycyjną oraz swoją pozycję prawną, podatkową oraz finansową. Nikt z DI Investors oraz jego pracowników nie będzie odpowiedzialny za podjęcie jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej publikacji.

DI Investors jest autorem tego dokumentu. DI Investors nie gwarantuje, że podjął jakiegokolwiek kroki w celu zapewnienia, że papiery wartościowe, o których mowa w niniejszym raporcie, są odpowiednie dla danego inwestora. DI Investors nie będzie traktował odbiorców niniejszego raportu jako swoich klientów ze względu na fakt otrzymania przez nich tego raportu. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być właściwe dla konkretnego inwestora i zaleca się konsultację u niezależnego doradcy inwestycyjnego w przypadku pojawienia się wątpliwości dotyczących wspomnianych inwestycji bądź usług inwestycyjnych. Niniejszy materiał nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub podatkowej, lub oświadczenia, że dowolna inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora lub że w inny sposób stanowi osobistą rekomendację dla konkretnego inwestora.

Informacje oraz opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały skompilowane lub zebrane przez DI Investors ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jednak DI Investors oraz jego podmioty stowarzyszone nie ponoszą żadnej odpowiedzialności prawnej ani finansowej w odniesieniu do jakichkolwiek niedokładności lub pominięć w dokumencie przygotowanym przez DI Investors w stosunku do dowolnej osoby i w związku z ofertą instrumentów finansowych, a każda taka osoba jest odpowiedzialna za przeprowadzenie własnego dochodzenia i analizy informacji zawartych lub wymienionych w niniejszym dokumencie oraz za dokonanie oceny merytorycznej i zagrożeń związanych z instrumentami finansowymi stanowiącymi przedmiot tego lub innego podobnego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą ulec zmianie bez powiadomienia.

DI Investors nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające ze składania zleceń na podstawie niniejszego dokumentu.

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

DI Investors informuje, że lokowanie aktywów w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub wszystkich zainwestowanych aktywów.

Wyniki historyczne nie są gwarancją osiągnięcia takich samych wyników w przyszłości.

DI Investors wskazuje, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub nie mogą być zależne od emitenta i jego wyników biznesowych. Wspomniane czynniki to np.: zmiany ekonomiczne, prawne, polityczne lub uwarunkowania podatkowe.

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 WYNOŚĄCEJ 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 WYNOŚĄCEJ 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.