

**Catalyst: Obligacje wg tygodniowych zmian cen**

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Dominium	DMM0914	2.59	1.97
E-Kancelaria	EKA0816	2.29	0.89
Kredyt Inkaso	KR20116	1.37	7.18
PC Guard	PCG0415	1.25	2.04
Werth-Holz	WHH1214	1.06	8.41
Admiral Boats	ADM0115	1.05	10.19
Orzeł	ORLO814	0.90	0.76
Kruk	KRU0317	0.80	18.74
Ghelamco Invest	GHE0418	0.78	3.06
Getin Noble	GNB1120	0.78	1.01
Robyg	ROGO116	-1.98	382.31
Meritum Bank	MRT0421	-2.10	1 208.89
Copernicus	CRS0416	-2.20	26.67
E-Kancelaria	EKA1214	-3.64	31.18
Trust	TRU1214	-3.75	1.55
Rank Progress	RNK0616	-4.00	481.58
E-Kancelaria	EKA0515	-4.00	9.13
The Farm 51	F510914	-5.33	14.57
E-Kancelaria	EKA1215	-7.50	50.08
E-Kancelaria	EKA1016	-7.97	15.53

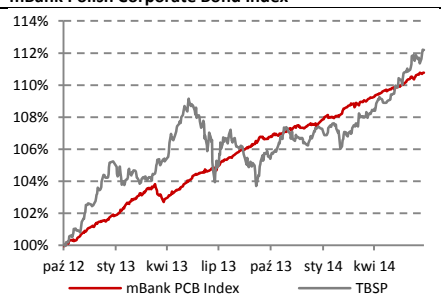
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Catalyst: Obligacje wg tygodniowego obrotu**

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
BZ WBK (BS)	BZW1216	0.42	50 247.50
BZ WBK (GPW)	BZW1216	0.00	10 061.00
Alior Bank	ALR0416	0.65	3 047.04
PKN Orlen	PKN0517	0.45	2 911.00
BBI Dev.	BBI0217	0.00	2 041.00
BGK	BGK0215	-0.37	2 024.08
PKN Orlen	PK11117	0.05	1 416.62
Getin Noble	GNB0418	0.28	1 383.33
Meritum Bank	MRT0421	-2.10	1 208.89
PKN Orlen	PKN0418	-0.11	1 135.30

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**mBank Polish Corporate Bond Index**



Tygodniowa zmiana mBank PCB Index	0.00%
Tygodniowa zmiana Treasury BS Index	0.75%

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.**

**PZU** – Spółka zakończyła emisję 5-letnich euroobligacji o wartości EUR 500m. Kupon ustalono na poziomie 1.375% (+85pb vs. mid-swap). Cena emisyjna wyniosła 99.41% wartości nominalnej.

**PKN ORLEN** – Wg Bloomberg'a spółka zamknęła emisję euroobligacji o wartości EUR 500m. Kupon ustalono na 2.5%, co daje 160pb ponad mid-swap. Wg cBonds cena emisyjna wyniosła 99.135%.

**ECHO INVESTMENT** – Spółka rozpoczęła zapisy na dwuletnie obligacje publicznej emisji do PLN 50m. Kupon wynosi WIBOR6M+2.95%.

**HB REAVIS** – Spółka ogłosiła publiczną emisję obligacji do kwoty EUR 30m. Zapisy na papiery odbywały się w dniach 24-25 czerwca, a 27 czerwca miał nastąpić przydział obligacji.

**PCC ROKITA** – Ruszyła sprzedaż drugiej transzy obligacji PCR0419 przez DM BDM, który nabył PLN 17m papierów tej serii. Po raz kolejny DM BDM oferuje obligacje o wartości PLN 4m.

**MAGELLAN** – Spółka zakończyła emisję obligacji o wartości PLN 27m z trzyletnim terminem zapadalności. Jest to kolejna emisja w ramach programu emisji obligacji o wartości PLN 360m.

**WARIMPEX** – Spółka zakończyła emisję obligacji zamiennych na akcje o wartości EUR 5.0m. Wys. kuponu jest stała i wynosi 4%. Obligacje podlegają zamianie na 2.78m akcji po cenie EUR 1.8.

**OT LOGISTICS** – Spółka sfinalizowała przejście Bałtyckiego Terminala Drobnicowego Gdynia (BTDG). Wartość 100% udziałów została ustalona na PLN 57.8m. Przejęcie było celem emisji obligacji.

**Kredyt pod Lupą: Kredyt Inkaso.**

Kredyt Inkaso odnotowała znaczny wzrost przychodów w 2013/14 (+25% r/r). Niższe koszty finansowe oraz podatek spowodowały wzrost zysku netto do PLN 33m (+94% r/r) oraz marży netto do 38% z 25% rok wcześniej. Cash flow operacyjny w 2013/14 uległ znacznemu obniżeniu (PLN 3.7m vs. PLN 63m rok wcześniej), co jest efektem wysokich inwestycji w portfele wierzytelności. Wartość portfela wierzytelności wzrosła w ciągu minionego roku o 18%, głównie w wyniku inwestycji zagranicznych (przede wszystkim Rumunia i Rosja).

Kredyt Inkaso znacznie zredukowała dźwignię finansową, na koniec 2013/14 dług netto/kapitał własny wyniósł 140% (vs. 150% rok wcześniej) a dług netto/EBITDA 4.5x (vs. 4.8x rok wcześniej). Zwracamy jednak uwagę, że po dniu bilansowym (17.04) Kredyt Inkaso dokonała emisji obligacji o wartości PLN 50m, co mogło mieć mocny wpływ na wysokość dźwigni finansowej.

Wszystkie serie obligacji, oprócz KRI0416, wyceniane są z premią do wartości nominalnej (średnio 2.4pp). Implikuje to medianę rentowności do wykupu na poziomie 6.5% lub WIBOR6M+3.8%. Bieżąca wycena papierów jest zatem zbliżona do oprocentowania ostatniej emisji obligacji z kwietnia 2014, której oprocentowanie wynosi WIBOR6M+3.85%.

**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.
Echo Investment	50.0	w trakcie	Wykup: 2016. Oproc. WIBOR6M+2.95%.
Enea	1,000.0	w trakcie	Program emisji obligacji do grudnia 2016.
Getin Noble	750.0	w trakcie	Program publicznych emisji obligacji.
HB Reavis	*30.0	w trakcie	b.d.
Integer	b.d.	w planie	b.d.
JSW	1,175.0	w planie	Wykup do 2020. Przejęcie Knurów-Szczygłowiec.
Kompania Węglowa	1,230.0	w planie	Wykup: 2018
Magellan	27.0	zakończona	Wykup: 2017
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 wierzytelnościach SP ZOZ (125%).
PKN Orlen	*500.0	zakończona	Wykup: 2021. Oprocentowanie: 2.50%
PTH	*300.0	w planie	Oprocentowanie 11% lub 12% Wykup w 2020.
PZU	*500	zakończona	Wykup: 2019: Oprocentowanie 1.375%.
Tauron	1,500-2,000	w planie (4Q14)	Zmienne oproc. Termin zapadalności 5-7 lat.
Warimpex	*5	zakończona	Wykup: 2019: Oprocentowanie 4%.
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%
Ekopaliwa Ch.	EPC0716	107.10	15.00%
Meritum Bank	MRT0421	106.40	8.54%
BBI Dev.	BBI0215	106.00	9.24%
Kredyt Inkaso	KRI0916	106.00	8.44%
Kruk	KRU1218	105.80	7.02%
Kruk	KRU1018	104.50	7.21%
Work Service	WSE1016	104.50	7.46%
Warimpex	WXB0316	104.15	9.74%
E-Kancelaria	EKA0715	86.29	10.58%
E-Kancelaria	EKA0616	85.50	10.00%
E-Kancelaria	EKA1215	80.00	9.02%
E-Kancelaria	EKA1016	77.02	9.03%
Trust	TRU1214	77.00	7.74%
WZRT-Energia	WZR1115	51.15	9.72%
Milmex	MLX0714	44.99	9.72%
Orzeł	ORL0814	36.90	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.
30.06	Marvipol	MVP0415	8.62%
	Bank Pocztowy	BPO0721	6.47%
	Capital Park	CAP0715	7.72%
01.07	Milmex	MLX0714	9.72%
	Grupa Emmerson	GEM0715	12.00%
02.07	Getin Noble	GNB0720	5.72%
	E-Kancelaria	EKA0715	10.58%
	Ghelamco Invest	GHE0716	7.72%
	Admiral Boats	ADB0115	9.72%
	Admiral Boats	ADM0415	9.92%
	Admiral Boats	ADB0415	9.50%
04.07	Admiral Boats	ADM0115	9.72%
	Ghelamco Invest	GHE0718	7.74%
	Robyg	ROB0116	7.62%
	Kredyt Inkaso	KRI0118	7.12%
	Kredyt Inkaso	KRI0717	6.92%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

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

Rentowność obligacji dwuletnich	2.51%
Rentowność obligacji pięcioletnich	3.03%
Rentowność obligacji dziesięcioletnich	3.43%
WIBOR6M	2.69%
WIBOR3M	2.68%
Stopa referencyjna	2.50%

Źródło: Bloomberg

**Największe obroty, wzrosty i spadki.**

Obroty na rynku obligacji korporacyjnych notowanych na Catalyst wyniosły rekordowe PLN 92.1m w porównaniu do PLN 24.8m tydzień wcześniej. Jest to przede wszystkim efekt jednej transakcji sesyjnej o wartości PLN 50.2m na obligacjach **BZ WBK** serii BZW1216 notowanych na rynku BondSpot. W wyniku transakcji kurs serii wzrósł o 42pb, do 100.42%. Dla porównania na rynku Catalyst ta sama seria jest wyceniana na 101.5%. Drugi najwyższy obrót odnotowano na tej samej serii obligacji, jednak przez rynek GPW. W wyniku transakcji pakietowej obrót na tej serii wyniósł PLN 10.1m. Wysoki obrót odnotowano także na notowanej na BondSpot serii ALR0416 **Alior Banku**. W wyniku transakcji na kwotę PLN 3m kurs serii wzrósł o 65pb.

Wzrosty kursów obligacji odbyły się przy bardzo niskich obrotach. Najwyższy wzrost kursu odnotowano na obligacjach **Dominium** serii DMM0914. Kurs serii wzrósł o 259pb, jednak obrót na papierach nie przekroczył PLN 2k.

Najwyższe tygodniowe obniżki wycen odnotowano po raz kolejny na papierach **E-Kancelarii**. Seria EKA1016 potaniała o 797pb przy obrocie PLN 16k, natomiast seria EKA1215 potaniała o 750pb przy obrocie PLN 50k.

**Informacje ze spółek.**

**ECHO INVESTMENT (26.06)** – Spółka rozpoczęła przyjmowanie zapisów na pierwszą serię obligacji w ramach programu publicznych emisji obligacji zatwierdzonego we wtorek. Wartość pierwszej emisji wynosi PLN 50m, a jej oprocentowanie oparto na stopie WIBOR6M powiększonej o marżę w wysokości 295 punktów bazowych. Jest to istotny spadek w stosunku do poprzedniej emisji z maja (ECH0519), jednak istotnie zmienił się też tenor, który w przypadku nowej emisji wynosi jedynie 2 lata, podczas gdy tenor serii ECH0519 wynosi 5 lat.

Spółka nie podała konkretnego celu emisji, a jedynie określiła, że środki zostaną przeznaczone na realizację planowanych na najbliższe 7-8 lat 80 inwestycji.

Zapisy na obligacje trwają do 9 lipca, a cena emisyjna rośnie z każdym dniem od 100% 26 czerwca do 100.2% 9 lipca. Przydział obligacji nastąpi 11 lipca. Warunki emisji nie przewidują redukcji zleceń. W momencie uzyskania zapisów na PLN 50m dalsza subskrypcja zostaje zamknięta.

Zarząd nie wyklucza, że kolejna seria zostanie wyemitowana jeszcze w wakacje, jeżeli popyt na pierwszą emisję okaże się zadowalający. Można z dużym prawdopodobieństwem uznać, że tak się stanie, gdyż prezes na konferencji stwierdził, że zainteresowanie emisją po pierwszych godzinach zapisów jest bardzo duże.

**HB REAVIS (24.06)** – Spółka ogłosiła publiczną emisję obligacji serii B do kwoty EUR 30m. Zapisy na papiery odbywały się w dniach 24-25 czerwca, a 27 czerwca miał nastąpić przydział obligacji, jednak spółka nie podała żadnego komunikatu na ten temat. Zabezpieczeniem obligacji będzie nieruchomości gruntowa położona na ulicy Chmielnej 73 w Warszawie w sąsiedztwie Złotych Tarasów. Wartość nieruchomości została wyceniona na EUR 50m. Wpis do hipoteki zostanie jednak dokonany na drugim miejscu. Na pierwszym miejscu znajdują się obligatariusze obligacji serii A o wartości PLN 111m. Obligacje serii A (HBR1117) zostały wyemitowane w listopadzie 2013 z kuponem w wysokości WIBOR3M + 3.95%.

Papiery będą oferowane profesjonalnym inwestorom, co oznacza, że minimalna wartość zapisu wyniesie EUR 100k. Przypominamy, że tak skonstruowana emisja publiczna nie wymaga publikacji prospektu emisyjnego.

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

Data wykupu	Spółka	Wartość (PLNm)	Premia/dyskonto
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	-4.0%
2014.07.30	PTI	6	-1.5%
2014.07.31	Admiral Boats	4	-0.7%
2014.08.12	MO-BRUK	50	-1.6%
2014.08.13	Kopa-Haus	6	-1.0%
2014.08.22	Murapol	25	-1.0%
2014.08.22	Orzeł	10	-63.1%
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	-0.5%
2014.09.08	The Farm 51 Gr.	2	-5.0%
2014.09.06	Kruk	35	1.4%
2014.09.11	Uboat - Line	1	1.0%
2014.09.16	Marvipol	31	0.0%
2014.09.22	Dominium	5	-4.2%
2014.09.30	2C Partners	2	0.2%
2014.10.03	PCC Rokita	25	0.8%
2014.10.04	BOŚ	230	-0.6%
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	-5.1%
2014.10.30	Dominium	1	-2.2%
2014.10.30	Pragma Inwestycje	10	-0.4%
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	-23.0%
2014.12.07	Werth-Holz	5	-5.9%
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	-7.3%
2014.12.18	CI Games	6	0.0%
2014.12.30	ZPS Krzętle	2	-13.0%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Informacje ze spółek.**

**MAGELLAN (26.06)** – Spółka zakończyła emisję obligacji o wartości PLN 27m z trzyletnim terminem zapadalności. Jest to kolejna emisja w ramach programu emisji obligacji średnioterminowych prowadzonego przez mBank. Kupon niezabezpieczonych obligacji jest oparty na stopie WIBOR6M, jednak spółka nie ujawniła wysokości marży.

Program emisji obligacji został uchwalony w 2007 roku, wartość programu wynosi obecnie PLN 370m. Łącznie z bieżącą emisją Magellan wyemitował już papiery o wartości ok. PLN 295m.

**OT LOGISTICS (26.06)** – Spółka sfinalizowała przejęcie Bałtyckiego Terminala Drobnicowego Gdynia (BTDG). Wartość 100% udziałów została ustalona na PLN 57.8m. W 2013 roku przejęta spółka przeładowała towary o masie 2.2mt, w porównaniu do 5.7mt w posiadanym przez OT Logistics od kilku lat Porcie Handlowym Świnoujście (PHŚ).

Zakup BTDG był jednym z celów oferty publicznej akcji, jak również ostatnich emisji obligacji.

**PCC ROKITA (24.06)** – Ruszyła sprzedaż drugiej transzy obligacji serii BA (PCR0419) przez DM BDM, który w ramach oferty kaskadowej nabył PLN 17m papierów tej serii, w celu odsprzedania ich dalej inwestorom posługując się prospektem emisyjnym emitenta. Po raz kolejny BDM oferuje obligacje o wartości PLN 4m. W kolejnych transzach do sprzedaży pozostanie jeszcze PLN 9m.

Termin zapadalności papierów serii BA mija w kwietniu 2019. Oprocentowanie obligacji jest stałe, jak w przypadku innych emisji PCC Rokity, i wynosi 5.5%. Średnia rentowność pozostałych notowanych na Catalyst obligacji PCC Rokita waha się obecnie w granicach 5.4%.

**PKN ORLEN (23.06)** – Według informacji z Bloomberg'a spółka zamknęła zapowiadaną emisję euroobligacji. Wartość emisji wyniosła EUR 500m, czyli minimalny próg, na jaki wyraziła zgodę rada nadzorcza. Maksymalna wartość emisji, na jaką wyraziła zgodę rada nadzorcza wyniosła EUR 1mld. Kupon serii ustalono na poziomie 2.5%, 160pb powyżej krzywej mid-swap. Okres emisji został ustalony na 7 lat, termin zapadalności mija 30 czerwca 2021 roku. Według portalu cBonds obligacje zostały wyemitowane po 99.135% wartości nominalnej.

**PZU (26.06)** – Według Bloomberg'a spółka zakończyła emisję euroobligacji o wartości EUR 500m. Kupon ustalono na poziomie 1.375%, co oznacza 85pb spreadu wobec mid-swap. Ubezpieczyciel liczył na uzyskanie niższej marży od PGE (1.625%, 98pb ponad mid-swap), co jak widać się powiodło. Cena emisyjna wyniosła 99.41% wartości nominalnej. Termin zapadalności 5-letnich papierów mija 3 lipca 2019 roku. Maksymalna wartość emisji na jaką wyraziła zgodę rada nadzorcza wyniosła EUR 750m.

Celem emisji jest pomoc w finansowaniu przejęć. S&P przyznał euroobligacjom rating A-, podczas gdy rating korporacyjny PZU wynosi A.

Przypominamy, że 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 zmienić 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.

**WARIMPEX (25.06)** – Spółka zakończyła emisję obligacji zamiennych na akcje o wartości EUR 5.0m. Wysokość kuponu serii jest stała i wynosi 4 punkty procentowe. Obligacje podlegają zamianie na 2.78m akcji po cenie EUR 1.8 (ok. PLN 7.44). Obecna cena waha się wokół EUR 1.4 lub PLN 5.9. Obligacje zostaną wprowadzone do obrotu na giełdzie w Wiedniu. Jest to czwarta emisja obligacji zamiennych na akcję dokonana przez spółkę. Środki z emisji spółka planuje przeznaczyć na poprawę struktury bilansu oraz na spłatę zobowiązań krótkoterminowych.

Obecnie w obrocie znajdują się dwie takie serie: WXF0316 o wartości PLN 26.5m z ceną konwersji PLN 7.06 oraz seria WXF1016 o wartości PLN 16.5m z ceną konwersji PLN 7.65.

## Kredyt pod Lupą: Kredyt Inkaso.

### Wysoka dynamika sprzedaży i poprawa marży netto

Przychody spółki w roku finansowym 2013/14 zakończonym 31 marca tego roku wyniosły PLN 86.9m i były o 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, co jest efektem niższych kosztów finansowych oraz zwrotu podatku dochodowego.

Istotnie pogorszył się cash flow operacyjny. W roku finansowym 2013/14 wyniósł PLN 3.7m w porównaniu do PLN 63m rok wcześniej. Jest to przede wszystkim efekt dużo większej skali inwestycji w portfele wierzytelności. W 2013/14 wydatki na zakupy portfeli oraz nakłady na portfele wyniosły PLN 102m, podczas gdy rok wcześniej było to jedynie PLN 25m. Po korekcie przepływów pieniężnych o nakłady związane z nowymi pakietami wierzytelności CFO wyniósł w 2013/14 PLN 106.1m i był 21% wyższy r/r. Spadek stóp procentowych wpłynął pozytywnie na wartość płaconych odsetek, które spadły o 9% r/r i w roku 2013/14 wyniosły PLN 27m.

### Kredyt Inkaso: Wyniki finansowe

*Dane w PLNm o ile nie podano inaczej*

	2011/12	2012/13	2013/14	% r/r
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>42.9</b>	<b>69.2</b>	<b>86.9</b>	<b>25%</b>
Koszty zarządu	6.5	9.0	7.6	-16%
Pozostałe koszty operacyjne	7.7	14.3	22.0	54%
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>28.2</b>	<b>47.0</b>	<b>57.1</b>	<b>21%</b>
<i>marża operacyjna (%)</i>	<i>66%</i>	<i>68%</i>	<i>66%</i>	<i>-2pp</i>
EBITDA	29.6	48.8	59.8	23%
<b>Zysk netto</b>	<b>16.4</b>	<b>17.0</b>	<b>33.1</b>	<b>94%</b>
<i>marża netto (%)</i>	<i>38%</i>	<i>25%</i>	<i>38%</i>	<i>13pp</i>
<b>CFO</b>	<b>-227.9</b>	<b>63.0</b>	<b>3.7</b>	<b>-94%</b>
Zakupy i nakłady na pakiety	277.4	24.9	102.3	311%
CFO + Zakupy i nakłady na portfele	49.5	87.9	106.1	21%
Odsetki zapłacone	8.4	29.3	26.5	-9%
ROE (%)	11.7%	10.9%	17.4%	7pp

*Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors*

### Spadek marży operacyjnej w minionym kwartale przy stabilnym wyniku netto

W czwartym kwartale roku obrotowego 2013/14 (okres od 01.01.2014-31.03.2014) przychody ze sprzedaży wyniosły PLN 22.5m i były o 7% wyższe r/r oraz o 6% wyższe k/k. Zysk operacyjny spadł natomiast do PLN 13.2m (-4% k/k, -20% r/r). Jest to przede wszystkim efekt rosnących kosztów wynagrodzeń oraz usług obcych, co ma związek m.in. z ekspansją zagraniczną spółki. W efekcie marża operacyjna w 4Q13/14 wyniosła 59% w porównaniu z 65% kwartał wcześniej oraz 78% rok wcześniej. Zysk EBITDA wyniósł PLN 14.2m i zmniejszył się o 1% k/k oraz 17% r/r. Zysk netto natomiast zachowuje się relatywnie stabilnie w ostatnich kwartałach. W 4Q13/14 wyniósł PLN 7.5m i był 3% niższy k/k oraz 4% niższy r/r.

Gorszy wynik z działalności operacyjnej r/r wpłynął również na pogorszenie cash flowu operacyjnego, który wyniósł w 4Q13/14 PLN 15.6m i był 41% niższy r/r. Spadek kosztów zapłaconych odsetek w stosunku do poprzedniego kwartału (PLN 5.2m w 4Q13/14 vs. PLN 8.9m 3Q13/14) wynika z sezonowości płaconych odsetek, które w przypadku obligacji płacone są co pół roku. Wartość zapłaconych odsetek w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku spadła o 2% do poziomu PLN 5.2m.

### Kredyt Inkaso: Wyniki finansowe

*Dane w PLNm o ile nie podano inaczej*

	4Q12/13	1Q13/14	2Q13/14	3Q13/14	4Q13/14	% r/r	% k/k
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>21.0</b>	<b>21.0</b>	<b>22.3</b>	<b>21.1</b>	<b>22.5</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>
Koszty zarządu	1.8	1.9	1.8	1.8	2.1	19%	22%
Pozostałe koszty operacyjne	4.6	4.7	4.8	5.6	6.9	49%	22%
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>16.5</b>	<b>14.4</b>	<b>15.7</b>	<b>13.8</b>	<b>13.2</b>	<b>-20%</b>	<b>-4%</b>
<i>marża operacyjna (%)</i>	<i>78%</i>	<i>69%</i>	<i>71%</i>	<i>65%</i>	<i>59%</i>	<i>-20pp</i>	<i>-6pp</i>
EBITDA	17.0	14.9	16.3	14.4	14.2	-17%	-1%
Zysk netto	7.8	8.1	9.7	7.8	7.5	-4%	-3%
<i>marża netto (%)</i>	<i>37%</i>	<i>39%</i>	<i>43%</i>	<i>37%</i>	<i>34%</i>	<i>-4pp</i>	<i>-3pp</i>
<b>CFO</b>	<b>29.0</b>	<b>2.1</b>	<b>-21.9</b>	<b>7.9</b>	<b>15.6</b>	<b>-46%</b>	<b>98%</b>
Odsetki zapłacone	5.4	8.6	3.7	8.9	5.2	-2%	-41%

*Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors*

### Szybki wzrost portfela wierzytelności dzięki ekspansji zagranicznej

Największym składnikiem bilansu po stronie aktywów jest portfel nabytych wierzytelności, które na koniec 4Q13/14 odpowiadały za 83% sumy bilansowej. Wartość portfela wierzytelności spadła w ciągu minionego kwartału o 1% (- PLN 4.1m), natomiast w ciągu roku wzrosła o 18% (+ PLN 62.9m), co jest wynikiem zakupów i nakładów na portfele w wysokości PLN 102m (z czego PLN 90m to zakupy nowych pakietów wierzytelności). Drugą najwyższą pozycją w aktywach Kredyt Inkaso są środki pieniężne, które na koniec 4Q13/14 wynosiły PLN 34m. Charakterystyczny dla spółek w tym segmencie jest mały udział aktywów trwałych w strukturze. Odpowiadają one jedynie za 8% sumy bilansowej spółki (PLN 40m).

Po stronie pasywów dominują zobowiązania długoterminowe o wartości PLN 248m, które składają się głównie z długu odsetkowego (PLN 246m). W zobowiązaniach krótkoterminowych dominującą pozycją również jest zadłużenie, którego wartość wynosi PLN 54m. Łączna wartość zadłużenia brutto spółki wynosi PLN 300m i odpowiada za 60% sumy bilansowej. Kapitał własny (przynależny akcjonariuszom jedn. dom.) o wartości PLN 190m stanowi 38% pasywów. Pozostałe zobowiązania operacyjne oraz rezerwy odpowiadają jedynie za 2% (PLN 8.7m).

Kredyt Inkaso zdołała w ciągu roku finansowego 2013/14 obniżyć dźwignię finansową. Dzięki solidnemu wynikowi netto kapitał własny wzrósł o 21% r/r, podczas gdy wartość zadłużenia brutto wzrosła o 8% r/r, do poziomu PLN 300m.

Można zauważyć, że po obniżeniu wydatków na portfele wierzytelności w roku 2012/13 Kredyt Inkaso znów zwiększyła inwestycje w pakiety. Jest to przede wszystkim związane z silną ekspansją na rynku rosyjskim oraz dalszym rozwojem portfela w Rumunii. W bieżącym roku Kredyt Inkaso planuje utrzymać tendencję i zwiększyć nakłady na portfele do PLN 110m-130m. Najważniejszymi rynkami dla spółki ma wciąż pozostać Rumunia i Polska.

#### Kredyt Inkaso: Dane bilansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2011/12	2012/13	3Q13/14	2013/14	% r/r	% k/k
Aktywa	439.3	453.2	483.9	498.2	10%	3%
Wierzytelności nabyte	366.1	351.2	418.1	414.0	18%	-1%
Aktywa obrotowe	422.6	422.6	445.5	458.4	8%	3%
Gotówka	41.9	42.8	14.7	33.9	-21%	130%
Kapitał własny	140.2	157.0	182.4	189.7	21%	4%
Zobowiązania bieżące	37.7	61.4	114.1	60.2	-2%	-47%
Dług krótkoterminowy	32.3	48.0	99.9	53.9	12%	-46%
Dług brutto	290.9	278.1	284.6	299.8	8%	5%
Dług netto	249.1	235.3	269.9	266.0	13%	-1%

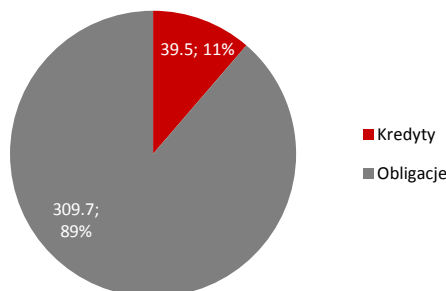
Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

#### Zadłużenie zdominowane przez obligacje

Zadłużenie Kredyt Inkaso jest zdominowane przez obligacje o wartości bilansowej na koniec 4Q13/14 w wysokości PLN 260m, które odpowiadały za 86% wszystkich zobowiązań odsetkowych. Kredyty o wartości PLN 40m odpowiadały za pozostałe 14% długu. Zwracamy jednak uwagę, że po dniu bilansowym, w połowie kwietnia spółka dokonała kolejnej emisji obligacji o wartości PLN 50m, zatem udział obligacji w finansowaniu wzrósł obecnie do 89%. Zakładając brak zmiany zadłużenia z tytułu kredytów dług brutto wynosi obecnie PLN 350m.

#### Kredyt Inkaso: Struktura zadłużenia na 1Q14\*

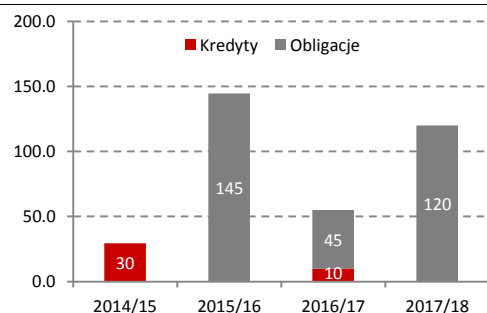
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej



Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors

#### Kredyt Inkaso: Harmonogram spłaty długu\*

Dane w PLNm



\* dane uwzględniają emisję obligacji z kwietnia 2014 o wartości PLN 50m

Spółka nie posiada żadnych zobowiązań, których termin zapadalności mija w 2014 roku. Pierwsze zobowiązanie (kredyt o wartości PLN 30m) staje się wymagalne z końcem marca 2015, jednak wciąż podlega pod rok finansowy 2014/15. W roku finansowym 2015/16 mija termin zapadalności sześciu serii obligacji o wartości PLN 145m. W 2016/17 zapadają dwie serie obligacji o łącznej wartości PLN 45m oraz kredyt o wartości PLN10m. W kolejnym roku finansowym mija termin wykupu trzech najnowszych emisji obligacji o wartości PLN 120m.

#### Znaczna obniżka marży na ostatniej emisji obligacji

Obecnie w obrocie znajduje się 10 emisji obligacji spółki (włącznie z emisją z kwietnia). Ponadto Kredyt Inkaso posiada dwa kredyty związane z funduszami NS FIZ. Obecnie 8 serii obligacji Kredyt Inkaso jest notowanych na GPW, jednak większość z nich jedynie na rynku BondSpot. Wszystkie serie, oprócz KRI0416, wyceniane są z premią do wartości nominalnej, średnia premia wynosi obecnie 2.4 punktu procentowego. Implikuje to medianę rentowności do wykupu na poziomie 6.5% lub 3.8% ponad WIBOR6M. Bieżąca wycena jest zatem zbliżona do oprocentowania ostatniej emisji obligacji z kwietnia 2014, której oprocentowanie wynosi WIBOR6M+3.85%. Różnica względem poprzednich emisji polega jednak na dodaniu zabezpieczenia do ostatniej emisji, podczas gdy wszystkie emisje notowane na Catalyst nie są zabezpieczone.

#### Kredyt Inkaso: Emisje obligacji i kredyty

*Dane w PLNm o ile nie podano inaczej*

Seria	Wartość	Data emisji	Data wykupu	Okres emisji	WIBOR	Marża	Zabezp. (% wart. emisji)
KRI0416, seria S03	15.0	2011-04-04	2016-04-04	5.0	6M	6.00%	brak
KRI0615, seria S04	69.0	2011-12-08	2015-06-08	3.5	6M	5.00%	brak
KRI1216, seria S05	18.0	2011-12-08	2016-01-10	4.1	6M	6.00%	brak
KRI0116, seria U01	35.0	2012-01-02	2016-01-02	4.0	6M	5.50%	brak
KR20116, seria U02	5.0	2012-01-02	2016-01-02	4.0	6M	5.40%	brak
KRI0916, seria U03	30.0	2012-03-05	2016-09-05	4.5	6M	5.70%	brak
Kredyt KI II NS FIZ	29.5	2012-03-09	2015-03-31	3.1	3M	b.d.	tak
KRI0715, FIZ1 seria I	17.7	2013-07-08	2015-07-08	2.0	b.d.	b.d.	brak
Kredyt KI I NS FIZ	10.0	2013-07-26	2016-07-24	3.0	3M	b.d.	tak
KRI0118, seria W02	17.0	2013-12-13	2018-01-15	4.1	6M	4.40%	brak
KRI0717, seria W01	53.0	2014-01-13	2017-07-13	3.5	6M	4.20%	brak
KRI0417, FIZ1 seria K	50.0	2014-04-17	2017-04-17	3.0	6M	3.85%	188%

*Źródło: Dane spółki, GPW Catalyst, obliczenia DI Investors*

#### Poprawa wskaźników zadłużenia r/r, jednak wciąż powyżej rynkowej mediany

Na koniec roku finansowego 2013/14 wskaźnik dług netto/kapitał własny wyniósł 140% w porównaniu z 148% na koniec 3Q13/14 oraz 150% na koniec 2012/13. Poprawa jest efektem wzrostu kapitału własnego w ciągu roku o 21% (+PLN 33m) podczas gdy dług netto wzrósł w tym czasie o 13% (+PLN 31m). Wynik ten jest znacznie wyższy od mediany dla spółek porównawczych, która wynosi 44%, jednak porównywalny z Krukiem (128%). Biorąc pod uwagę nową emisję obligacji i zakładając, że środki z niej pozyskane zostały wydane (zmiana długu netto o PLN 50m) wskaźnik rośnie do 167%, wartości zbliżonych do tych odnotowanych przez spółkę na koniec 2011/12.

#### Kredyt Inkaso: Wskaźniki zadłużenia

*Dane w % o ile nie podano inaczej*

	2011/12	2012/13	3Q13/14	2013/14	2013/14**	Mediana*
Dług netto/ Kapitał własny	178%	150%	148%	140%	167%	44%
Dług netto/ Aktywa	57%	52%	56%	53%	58%	25%
Aktywa obrotowe/ Zob. bieżące (x)	11.2x	6.9x	3.9x	7.6x	7.6x	5.4x
Gotówka/Dług krótkoterminowy (x)	1.3x	0.9x	0.1x	0.6x	0.6x	0.6x
Dług netto/ 12mEBITDA (x)	8.4x	4.8x	4.3x	4.5x	5.3x	3.2x
12mEBITDA/ 12mOdsetki zapłacone (x)	3.5x	1.7x	2.3x	2.3x	2.3x	3.1x
12mCFO/ 12mOdsetki zapłacone (x)	-27.0x	2.2x	0.6x	0.1x	0.1x	2.3x

\* Mediana wartości wskaźników dla wybranej grupy spółek giełdowych z segmentu windykacji (BST, DTP, FFI, KRU, PRE, VIN) za okres 12 miesięcy zakończony 31 marca 2014

\*\* Wskaźniki skorygowane o nową emisję obligacji na PLN 50m przy założeniu, że środki pozyskane z emisji zostały wydane

*Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors*

Również dług netto/EBITDA jest na znacznie wyższym poziomie niż mediana dla grupy porównywalnych spółek (4.5x dla Kredyt Inkaso vs. mediana 3.2x). W 2013/14 widać jednak znaczną poprawę, szczególnie w porównaniu do 2011/12, gdy wartość tego wskaźnika wynosiła 8.4x. Uwzględniając nową emisję długu wartość wskaźnika dług netto/EBITDA mogła wzrosnąć do 5.3x. Poprawie względem roku 2012/13 uległ wskaźnik EBITDA/Odsetki zapłacone, co jest efektem zarówno rosnących zysków, jak i mniejszych wydatków na odsetki.

Ze względu na intensywny rozwój spółka ma jednak trudności z generowaniem gotówki z działalności operacyjnej. Wskaźnik CFO/Odsetki zapłacone przekroczył poziom 1.0x w ciągu ostatnich 3 lat tylko w 2012/13, gdy spółka zaprzestała inwestycji. Obecnie wartość wskaźnika wynosi 0.1x, podczas gdy mediana dla grupy porównawczej wynosi 2.3x. Zwracamy jednak uwagę, że po korekcie CFO o wydatki i nakłady na portfele (PLN 102m w 2013/14) wartość wskaźnika rośnie do 3.99x.

#### Rosnący Altman EM-Score

Policzyliśmy wartość wskaźnika Altman EM-Score dla Kredyt Inkaso. Wskaźnika Altmana dla Kredyt Inkaso jest obecnie na najwyższych poziomach od co najmniej dwóch lat i wynosi 10.41 w porównaniu do 10.04 rok wcześniej i 10.11 dwa lata wcześniej. Ponadto zwracamy uwagę na wysoki wzrost wskaźnika w ujęciu kwartalnym. Wartość EM-Score wzrosła w ciągu kwartału z 9.68 do 10.41. Jest to przede wszystkim efekt rosnącej przewagi aktywów obrotowych nad zobowiązaniami bieżącymi. Wynika ona głównie z refinansowania obligacji w styczniu 2014, co spowodowało spadek zobowiązań krótkoterminowych na rzecz długoterminowych. Można zatem uznać, że poprawa kwartalna wskaźnika to tylko zabieg księgowy. Poprawa w ujęciu rocznym jednak jest głównie wynikiem rosnących zysków oraz malejącej dźwigni finansowej.

#### Kredyt Inkaso: Altman EM-Score

*Dane w % o ile nie podano inaczej*

	2011/12	2012/13	3Q13/14	2013/14
X1: $6.56 \times [(Aktywa\ obrotowe - Zob.\ bieżące)/Aktywa]$	5.75	5.23	4.49	5.24
X2: $3.26 \times (Zysk\ zatrzymany/Aktywa)$	0.19	0.31	0.46	0.50
X3: $6.72 \times (12mZysk\ operacyjny/Aktywa)$	0.43	0.70	0.84	0.77
X4: $1.05 \times (Kapitał\ własny/Zobowiązania)$	0.49	0.56	0.64	0.65
<b>Altman EM-Score</b>	<b>10.11</b>	<b>10.04</b>	<b>9.68</b>	<b>10.41</b>

*Źródło: Dane spółki, Altman, obliczenia DI Investors*

## Ostatnie emisje obligacji: Deweloperzy.

Ceny i rentowności obligacji na zamknięcie sesji 2014-06-27

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%	brak	n.d.	n.d.
Polnord	PND0616	20	2014-06-12	2016-06-12	2.0	6M	4.00%	brak	n.d.	n.d.
LC Corp	LCC0619	50	2014-06-06	2019-06-06	5.0	b.d.	b.d.	brak	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%	101.1	7.37%
Erbud	ERB0318	52.0	2014-03-26	2018-03-26	4.0	6M	3.00%	brak	97.9	5.86%
GTC	GTC0319	200.0	2014-03-10	2019-03-11	5.0	6M	4.50%	brak	101.0	7.04%
Robyg	ROG0218	15.0	2014-02-26	2018-02-28	4.0	6M	4.00%	brak	101.0	6.30%
Robyg	ROB0218	45.0	2014-02-26	2018-02-26	4.0	6M	4.00%	brak	103.5	5.76%
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	100.8	6.73%
BBI Development	BBI0217	53.0	2014-02-07	2017-02-07	3.0	6M	6.00%	brak	100.5	8.57%
Ghelamco Invest	GHE0118	114.5	2014-01-29	2018-01-29	4.0	6M	5.00%	180%	101.0	7.51%
Marvipol	MVN1116	60.0	2013-11-30	2016-11-30	3.0	b.d.	b.d.	153%	n.d.	n.d.
LC Corp	LCC1018	50.0	2013-10-31	2018-10-30	5.0	6M	3.50%	brak	100.0	6.19%
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%	101.7	7.38%
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	6.70%
Echo Investment	ECH0618	80.0	2013-06-19	2018-06-19	5.0	6M	3.50%	brak	101.4	5.79%
Rank Progress	RNK0616	131.8	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	5.50%	150%	98.0	9.73%
Ronson	RON0617	83.5	2013-06-14	2017-06-14	4.0	6M	3.75%	120%	102.1	5.79%
Ronson	RON0616	23.6	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	4.55%	brak	101.5	6.41%
Włodarzewska	WLO0516	17.5	2013-05-15	2016-05-15	3.0	6M	7.50%	365%	96.0	13.38%
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	4.81%
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	6.82%
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	100.7	8.02%

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 wierzycielskie.

Ceny i rentowności obligacji na zamknięcie sesji 2014-06-27

Spółka	Seria	Wartość (PLNm)	Data emisji	Data zapadalności	Okres emisji	WIBOR	Marża	Zabezp. (% wart. emisji)	Kurs	YTM
Magellan	MAG0617	27.0	2014-06-26	2017-06-26	3.0	6M	b.d.	brak	n.d.	n.d.
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	KRI0417	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	100.7	6.27%
Kredyt Inkaso	KRI0717	53.0	2014-01-13	2017-07-13	3.5	6M	4.20%	brak	101.8	6.52%
Kredyt Inkaso	KRI0118	17.0	2013-12-13	2018-01-15	4.1	6M	4.40%	brak	101.5	6.61%
Kruk	KRU1217	15.0	2013-12-06	2017-12-06	4.0	3M	4.50%	brak	103.4	5.61%
Kruk	KRU1218	10.0	2013-12-05	2018-12-05	5.0	3M	4.50%	brak	105.8	5.78%
P.R.E.S.C.O.	PRE1117	35.0	2013-11-28	2017-11-28	4.0	6M	4.40%	brak	101.3	6.68%
Fast Finance	FFI1116	8.6	2013-11-18	2016-11-15	3.0	6M	7.00%	349%	101.4	9.19%
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	104.5	5.98%
Fast Finance	FFI0916	3.9	2013-09-30	2016-09-27	3.0	6M	7.00%	388%	102.5	8.24%
DTP	DTP0816	11.0	2013-08-23	2016-08-22	3.0	3M	4.50%	130%	102.0	6.05%
Kruk	KRU0818	50.0	2013-08-13	2018-08-13	5.0	3M	4.40%	brak	103.8	6.32%
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	100.4	6.84%
Kruk	KRU0618	15.0	2013-06-25	2018-06-25	5.0	3M	4.40%	brak	103.0	5.96%
Kruk	KRU0317	60.0	2013-06-07	2017-03-07	3.8	3M	4.40%	brak	103.7	5.77%
Best	BST0916	14.7	2013-03-28	2016-09-28	3.5	n.d.	8.98%	brak	103.5	7.57%
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	6.32%
P.R.E.S.C.O.	PRE0815	10.0	2012-08-08	2015-08-08	3.0	6M	5.00%	brak	103.5	5.09%
Kredyt Inkaso	KRI0916	30.0	2012-03-05	2016-09-05	4.5	6M	5.70%	brak	106.0	5.55%
P.R.E.S.C.O.	PRE0814	30.0	2012-02-23	2014-08-23	2.5	6M	5.20%	brak	99.0	10.6%
DTP	DTP1114	13.4	2011-11-29	2014-11-28	3.0	3M	6.75%	140%	100.0	8.84%

Źródło: GPW Catalyst, cBonds, obliczenia DI Investors

## Wskaźniki zadłużenia: Spółki wierzycielskie.

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 (27.06)	YTM (%) (27.06)	Rating Fitch	Z-Spread
BOŚ	2011-05-11	2016-05-11	5.0	6.000%	EUR	250.00	0.00%	108.84	0.98%	BBB	49 pb
mBank	2012-10-12	2015-10-12	3.0	2.750%	EUR	500.00	-0.03%	102.07	0.92%	A	42 pb
mBank	2013-10-08	2018-10-08	5.0	2.500%	CHF	200.00	0.10%	104.12	1.50%	A	121 pb
mBank	2014-04-01	2019-04-01	5.0	2.375%	EUR	500.00	0.05%	102.26	1.83%	A	117 pb
Ciech	2012-11-28	2019-11-30	7.0	9.500%	EUR	245.00	-0.11%	113.88	6.09%	B2*	172 pb
Energa	2013-03-19	2020-03-19	7.0	3.250%	EUR	500.00	0.47%	106.45	2.04%	BBB	107 pb
PGE	2014-06-09	2019-06-09	5.0	1.625%	EUR	500.00	0.03%	100.19	1.59%	BBB+	87 pb
PGNiG	2012-02-14	2017-02-14	5.0	4.000%	EUR	500.00	0.24%	106.50	1.45%	Baa2*	71 pb
PKO BP	2012-09-21	2015-12-21	3.2	2.536%	CHF	500.00	-0.03%	102.44	0.86%	A2*	69 pb
PKO BP	2010-10-21	2015-10-21	5.0	3.733%	EUR	800.00	-0.02%	103.55	0.90%	A2*	48 pb
PKO BP	2011-07-07	2016-07-07	5.0	3.538%	CHF	250.00	-0.07%	105.22	0.91%	A2*	71 pb
PKO BP	2012-09-26	2022-09-26	10.0	4.630%	USD	1000.00	-0.32%	104.74	3.95%	A2*	162 pb
PKO BP	2014-01-23	2019-01-23	5.0	2.324%	EUR	500.00	0.00%	102.01	1.81%	A2*	116 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.750%	EUR	542.50	-0.52%	119.70	7.32%	B2*	194 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.625%	USD	500.00	0.21%	119.50	7.31%	B2*	213 pb
TVN	2010-11-19	2018-11-15	8.0	7.875%	EUR	140.00	-0.25%	105.88	6.31%	B1*	118 pb
TVN	2013-09-16	2020-12-15	7.3	7.375%	EUR	430.00	0.19%	112.97	4.94%	B1*	259 pb

\* rating Moody's

Źródło: Bloomberg, obliczenia DI Investors

## Catalyst: Podsumowanie tygodnia.

Spółka	Seria	Data wykupu	Oproc. w bieżącym okresie (%)	Narosłe odsetki (PLN)	Kurs zamknięcia					Tygodniowa zmiana kursu (pkt. proc.)	Tygodniowy obrót w PLNk		
					20.06	19.06	18.06	17.06	16.06		Sesyjny	Pakietowy	Razem
#													
2C Partners	2CP0914	2014.09.30	9.71	0.03	100.19	100.19	100.00	99.65	99.65	0.59	28.25	0.00	28.25
<b>A</b>													
Admiral Boats	ADM0115	2015.01.16	9.72	20.77	99.80	98.75	98.75	98.75	98.75	1.05	10.19	0.00	10.19
Admiral Boats	ADB0415	2015.04.14	9.50	20.30	99.45	99.00	99.00	99.00	99.00	0.45	9.12	0.00	9.12
Admiral Boats	ADM0714	2014.07.31	9.22	1.56	99.31	99.31	99.31	99.79	99.79	-0.48	4.84	0.00	4.84
Admiral Boats	ADM0415	2015.04.16	9.92	21.20	99.90	99.90	100.00	100.00	100.00	-0.10	2.04	0.00	2.04
Alior Bank	ALR0416	2016.04.11	4.19	9.30	100.65	100.65	100.00	100.00	100.00	0.65	3 047.04	0.00	3 047.04
Alior Bank	ALR0220	2020.02.14	7.49	28.11	102.84	102.84	102.84	102.84	103.70	-0.86	1 055.49	0.00	1 055.49
<b>B</b>													
Bank Pocztowy	BPO1216	2016.12.13	4.11	20.27	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	0.00	10.12	0.00	10.12
BBF	BBF0615	2015.06.29	11.00	0.09	98.20	98.20	98.20	98.40	98.40	-0.20	0.98	0.00	0.98
BBI Development	BBI0217	2017.02.07	8.72	34.64	100.49	100.49	100.49	100.49	100.49	0.00	0.00	2 041.00	2 041.00
Best	BST0418	2018.04.30	6.52	1.11	100.70	100.90	100.90	100.90	100.90	-0.20	23.96	0.00	23.96
BGK	BGK0215	2015.02.16	3.38	12.50	100.00	100.00	100.00	100.00	100.37	-0.37	2 024.08	0.00	2 024.08
BGK	BGK1016	2016.10.05	3.74	8.91	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	504.20	0.00	504.20
BOŚ	BOE1014	2014.10.04	4.44	10.83	99.40	99.40	99.40	99.40	99.40	-1.00	2.01	0.00	2.01
BZ WBK	BZW1216	2016.12.19	3.90	1.28	100.42	100.42	100.42	100.42	100.00	0.42	50 247.50	0.00	50 247.50
BZ WBK	BZW1216	2016.12.19	3.90	1.28	101.50	101.50	101.50	101.50	101.50	0.00	0.00	10 061.00	10 061.00
<b>C</b>													
Capital Park	CAP0715	2015.07.09	7.72	3.66	100.90	100.90	100.90	100.90	100.60	0.30	22.25	0.00	22.25
Casus Finanse	CAS0515	2015.05.28	7.59	0.71	100.00	100.90	100.90	100.90	100.90	-0.90	65.46	0.00	65.46
Casus Finanse	CAS1216	2016.12.28	7.67	0.06	100.11	100.11	100.50	100.50	100.50	-0.39	25.56	0.00	25.56
CDRL	CDL1014	2014.10.07	8.21	0.22	99.50	99.50	99.50	99.55	99.55	-0.05	1.99	0.00	1.99
CI Games	CIG1214	2014.12.18	8.19	2.92	100.00	100.00	100.00	99.99	99.99	0.01	26.97	0.00	26.97
Copernicus	CRS0416	2016.04.10	6.24	14.02	97.00	97.00	97.50	97.50	99.20	-2.20	26.67	0.00	26.67
Czerwona Torebka	CZT0416	2016.04.15	7.74	163.28	96.60	96.60	96.50	96.50	96.50	0.10	107.85	0.00	107.85
<b>D</b>													
Dominium	DMM0914	2014.09.22	9.84	27.77	95.79	93.20	93.20	93.20	93.20	2.59	1.97	0.00	1.97
Dominium	DMM0714	2014.07.16	9.72	20.51	96.00	96.00	96.00	97.00	97.00	-1.00	0.98	0.00	0.98
DTP	DTP1114	2014.11.28	9.47	8.82	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	4.03	0.00	4.03
<b>E</b>													
E-Kancelaria	EKA1215	2015.12.04	9.02	6.67	80.00	84.00	84.00	84.00	84.00	-7.50	50.08	0.00	50.08
E-Kancelaria	EKA1014	2014.10.29	8.74	15.09	94.95	92.00	90.00	90.00	94.98	-0.03	42.84	0.00	42.84
E-Kancelaria	EKA1214	2014.12.17	8.70	3.34	92.75	90.10	90.10	90.10	96.39	-3.64	31.18	0.00	31.18
E-Kancelaria	EKA0715	2015.07.11	10.58	49.57	86.29	83.30	83.30	83.30	87.30	-0.61	20.59	0.00	20.59
E-Kancelaria	EKA1016	2016.10.17	9.03	18.55	77.02	77.02	78.40	80.80	80.50	-7.97	15.53	0.00	15.53
E-Kancelaria	EKA1115	2015.11.06	10.00	1.53	86.70	86.70	86.70	86.00	86.00	0.70	13.37	0.00	13.37
E-Kancelaria	EKA0515	2015.05.06	12.00	1.84	88.60	92.60	92.60	92.60	92.60	-4.00	9.13	0.00	9.13
E-Kancelaria	EKA0616	2016.06.27	10.00	0.11	85.50	86.00	86.00	84.00	84.99	0.50	8.59	0.00	8.59
E-Kancelaria	EKA0215	2015.02.26	11.00	10.85	93.25	92.88	92.88	92.88	92.88	0.37	0.94	0.00	0.94
E-Kancelaria	EKA0816	2016.08.19	9.01	10.61	87.79	85.50	85.50	85.50	85.50	2.29	0.89	0.00	0.89
Ekopaliwa Chełm	EPC0716	2016.07.31	15.00	6.21	107.10	107.10	107.10	107.10	107.10	-0.90	17.32	0.00	17.32
Eur. Fundusz Medyczny	EFM0915	2015.09.07	10.80	7.69	102.00	102.00	102.00	102.00	102.00	-1.00	2.05	0.00	2.05
<b>F</b>													
Fast Finance	FFI0315	2015.03.23	10.24	28.62	99.04	98.99	98.99	98.99	100.05	-1.00	335.58	0.00	335.58
Fast Finance	FFI0116	2016.01.15	9.72	44.47	101.56	101.56	101.56	101.56	102.24	-0.68	10.59	0.00	10.59
Fast Finance	FFI1116	2016.11.15	9.75	12.55	101.37	101.37	101.15	101.15	101.49	-0.12	10.24	0.00	10.24
Fast Finance	FFI0916	2016.09.27	9.74	25.62	102.50	102.50	102.50	102.50	103.00	-0.50	1.05	0.00	1.05
<b>G</b>													
Getin Noble	GNB0518	2018.05.23	6.29	6.72	101.40	101.90	101.70	101.70	101.40	0.00	597.60	0.00	597.60
Getin Noble	GNB0218	2018.02.23	6.49	22.58	101.77	101.77	101.76	101.70	101.75	-0.23	470.66	0.00	470.66
Getin Noble	GNB0919	2019.09.26	6.29	16.72	100.80	100.80	100.80	100.80	100.89	-0.09	409.55	0.00	409.55
Getin Noble	GNB0819	2019.08.27	6.29	21.37	100.90	100.90	100.97	100.97	101.37	-0.17	372.54	0.00	372.54
Getin Noble	GNB1219	2019.12.23	6.15	1.35	100.20	100.95	100.61	100.25	100.25	-0.75	335.73	0.00	335.73
Getin Noble	GNB0221	2021.02.15	5.73	21.51	99.49	99.49	99.00	99.00	99.00	0.49	285.30	0.00	285.30
Getin Noble	GNB1019	2019.10.21	6.29	12.06	100.50	100.80	100.80	100.80	100.50	-0.75	231.31	0.00	231.31
Getin Noble	GNB0318	2018.03.23	6.29	17.06	101.45	101.45	101.01	101.50	101.00	0.45	217.57	0.00	217.57
Getin Noble	GNB1119	2019.11.18	6.20	7.81	100.60	100.60	100.64	100.90	100.90	-0.30	197.23	0.00	197.23
Getin Noble	GNB0720	2020.07.10	5.72	26.95	99.90	99.90	99.90	99.90	99.90	0.00	147.56	0.00	147.56
Getin Noble	GNB1220	2020.12.21	5.45	1.64	99.50	99.50	99.39	99.39	99.39	0.11	99.65	0.00	99.65
Getin Noble	GNB0321	2021.03.12	5.74	17.46	99.20	99.20	99.20	99.00	99.00	-0.20	66.47	0.00	66.47
Getin Noble	GNF0618	2018.06.14	6.25	2.57	100.50	100.50	100.50	100.50	100.50	0.00	66.46	0.00	66.46
Getin Noble	GNB0220	2020.02.28	5.84	19.68	99.81	99.89	99.89	99.89	99.89	-0.08	55.94	0.00	55.94
Getin Noble	GNB0620	2020.06.05	5.74	4.09	100.10	100.10	100.15	100.15	100.15	-0.05	14.07	0.00	14.07
Getin Noble	GNB1120	2020.11.09	5.74	8.65	99.98	99.98	99.98	99.98	99.20	0.78	1.01	0.00	1.01
Ghelamco Invest	GHE0418	2018.04.25	7.24	13.49	100.78	100.78	100.78	100.78	100.78	0.78	3.06	0.00	3.06
Gino Rossi	GRI0616	2016.06.26	8.70	1.19	104.00	104.00	104.00	104.00	104.00	0.00	52.05	0.00	52.05
GPW	GPW0117	2017.01.02	3.89	0.01	100.44	100.70	100.69	100.49	100.45	-0.24	305.78	0.00	305.78

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
<b>G</b>													
Granit-Color	GRA0816	2016.08.08	9.50	14.05	102.00	102.00	102.00	102.00	102.00	0.00	2.06	0.00	2.06
Grupa Emmerson	GEM0715	2015.07.10	12.00	56.55	99.25	99.25	99.25	99.25	100.20	-0.95	10.47	0.00	10.47
<b>I</b>													
Indos	INS1214	2014.12.08	8.73	5.74	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	85.47	0.00	85.47
Instalexport	INE1015	2015.10.19	9.49	18.98	97.00	97.00	95.99	95.99	95.99	-0.89	20.62	0.00	20.62
Invista	INV0615	2015.06.18	9.68	3.71	98.15	98.15	98.15	98.15	98.30	-1.15	44.33	0.00	44.33
Invista	INV1215	2015.12.21	8.98	2.46	99.00	99.00	99.00	99.00	98.50	0.50	5.95	0.00	5.95
<b>K</b>													
Klon	KLN1115	2015.11.18	8.22	0.99	101.10	101.10	101.10	101.10	101.10	0.00	15.30	0.00	15.30
Klon	KLN0215	2015.02.15	9.22	1.19	101.45	101.45	101.45	101.45	101.45	0.00	0.30	0.00	0.30
Kopa-Haus	KOP0814	2014.08.13	8.23	31.12	99.00	99.00	99.00	99.00	99.00	0.00	7.14	0.00	7.14
Kredyt Inkaso	KRI0116	2016.01.02	8.22	0.00	102.50	102.50	102.50	102.50	102.50	0.05	219.93	0.00	219.93
Kredyt Inkaso	KR20116	2016.01.02	8.12	0.00	102.87	102.87	102.87	102.30	101.50	1.37	7.18	0.00	7.18
Kruk	KRU1218	2018.12.05	7.02	5.00	105.80	105.80	105.80	105.80	105.80	0.00	610.15	0.00	610.15
Kruk	KRU1217	2017.12.06	6.72	0.48	103.35	103.35	103.40	103.30	103.45	-0.15	97.87	0.00	97.87
Kruk	KRU0316	2016.03.21	7.08	1.94	103.50	103.50	103.50	103.50	103.50	0.50	51.79	0.00	51.79
Kruk	KRU1018	2018.10.03	7.21	0.00	104.50	104.50	104.50	106.00	106.00	-1.50	20.90	0.00	20.90
Kruk	KRU0818	2018.08.13	7.22	9.69	103.80	103.80	103.80	103.80	103.80	0.20	20.80	0.00	20.80
Kruk	KRU0317	2017.03.07	7.31	4.81	103.70	103.70	103.70	102.90	102.90	0.80	18.74	0.00	18.74
Kruk	KRU0517	2017.05.20	6.92	7.96	104.00	104.00	104.00	103.95	103.95	0.05	10.47	0.00	10.47
Kruk	KRU1216	2016.12.06	7.31	5.01	103.88	103.88	103.88	103.90	103.90	-0.02	10.43	0.00	10.43
<b>M</b>													
M.W. Trade	MWT0316	2016.03.19	7.14	2.03	100.00	100.60	100.60	100.60	100.60	-0.60	227.59	0.00	227.59
M.W. Trade	MWT0416	2016.04.26	7.14	1.29	100.65	100.65	100.65	100.65	100.65	0.00	77.69	0.00	77.69
M.W. Trade	MWT0616	2016.06.11	7.11	0.39	100.40	100.85	100.85	100.50	100.50	-0.25	30.96	0.00	30.96
M.W. Trade	MWT1115	2015.11.06	7.14	1.10	100.50	100.50	100.58	100.58	100.01	-0.10	29.25	0.00	29.25
M.W. Trade	MWD0316	2016.03.28	7.16	1.86	100.20	100.00	100.00	100.00	100.80	-0.60	26.78	0.00	26.78
M.W. Trade	MWT0216	2016.02.19	7.14	2.58	99.50	99.50	99.50	99.50	100.70	-1.20	20.45	0.00	20.45
Marvipol	MVP0415	2015.04.08	8.62	0.00	100.73	99.73	99.73	100.00	100.00	-0.17	226.70	0.00	226.70
Marvipol	MVP0914	2014.09.16	6.97	2.86	99.99	99.99	99.80	99.80	99.80	0.00	111.03	0.00	111.03
Masterform	MAS0215	2015.02.13	7.72	10.36	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	-0.40	7.07	0.00	7.07
Masterform	MAS0714	2014.07.15	9.47	19.98	99.51	99.51	99.51	99.51	99.51	0.06	4.05	0.00	4.05
mBank	MBK1223	2023.12.20	4.95	149.18	101.49	101.30	101.30	101.30	101.30	0.19	507.24	0.00	507.24
MCI Management	MCI1216	2016.12.19	7.20	2.37	102.70	102.70	102.70	102.65	102.70	-0.09	60.77	0.00	60.77
Mera	MER0616	2016.06.27	7.93	1.09	100.00	100.00	100.50	100.50	100.50	-0.59	82.16	0.00	82.16
Meritum Bank	MRT0421	2021.04.29	8.54	147.40	106.40	106.40	106.40	106.40	106.40	-2.10	1 208.89	0.00	1 208.89
Mikrokasa	MKR0615	2015.06.23	10.00	2.19	97.00	97.00	97.10	97.01	97.70	-0.69	17.50	0.00	17.50
MO-BRUK	MBR0814	2014.08.12	7.73	29.44	98.45	98.00	98.99	98.49	98.85	-0.40	326.70	0.00	326.70
Multimedia Polska	MMP0520	2020.05.10	6.00	854.79	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	100.79	0.00	100.79
Murapol	MUR0515	2015.05.16	7.94	1.00	100.10	100.10	100.50	100.50	100.50	-0.40	8.30	0.00	8.30
Murapol	MUR0415	2015.04.27	7.93	1.41	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	-0.50	5.06	0.00	5.06
Murapol	MUR0814	2014.08.22	8.72	0.96	99.00	99.00	99.00	99.50	99.50	-0.50	2.00	0.00	2.00
<b>N</b>													
Nanotel	NAN1015	2015.10.01	12.00	0.00	100.60	100.21	100.21	100.20	100.20	0.05	22.84	0.00	22.84
Navi Group	NAV0915	2015.09.16	9.19	3.78	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	0.00	10.14	0.00	10.14
<b>O</b>													
Orzeł	ORL0814	2014.08.22	11.00	12.05	36.90	36.90	36.90	36.90	36.90	0.90	0.76	0.00	0.76
OT Logistics	OTS0217	2017.02.17	6.73	24.52	101.20	101.20	101.20	101.20	101.20	0.00	60.06	0.00	60.06
<b>P</b>													
P.R.E.S.C.O.	PRE1117	2017.11.28	7.14	6.65	101.30	101.30	101.30	102.00	102.00	-0.70	142.39	0.00	142.39
PC Guard	PCG0415	2015.04.13	8.74	19.64	100.50	100.50	100.50	100.00	100.00	1.25	2.04	0.00	2.04
PCC Autochem	AUT0217	2017.02.05	6.80	1.08	100.50	100.50	100.50	100.79	100.20	-0.50	14.79	0.00	14.79
PCC Cons. Prod. Kosmet	KOS0516	2016.05.05	6.80	1.08	100.70	100.70	100.70	100.75	101.00	-0.90	44.91	0.00	44.91
PCC Rokita	PCR0419	2019.04.17	5.50	1.15	100.40	100.35	100.49	100.48	100.49	0.00	140.82	0.00	140.82
PCC Rokita	PCR0517	2017.05.28	6.80	0.65	102.50	102.50	102.50	102.50	102.50	0.30	54.30	0.00	54.30
PCC Rokita	PCR0615	2015.06.18	8.30	0.32	103.00	103.00	103.00	102.60	102.60	-0.40	40.58	0.00	40.58
PCC Rokita	PCR1014	2014.10.03	9.00	0.00	100.75	100.70	100.70	100.70	100.70	0.05	4.94	0.00	4.94
PCC Rokita	PCR0416	2016.04.15	7.50	1.60	102.98	102.99	102.99	102.99	102.99	-0.01	0.50	0.00	0.50
PCZ	PCZ0117	2017.01.31	9.50	0.26	99.90	100.08	100.09	100.10	100.12	-0.25	170.97	0.00	170.97
PCZ	PCZ0615	2015.06.30	8.71	0.24	100.00	100.00	99.65	101.49	101.40	0.00	56.08	0.00	56.08
PCZ	PCZ0916	2016.09.30	9.50	0.26	100.00	100.20	100.20	100.19	100.00	0.10	53.01	0.00	53.01
PCZ	PCZ0416	2016.04.15	10.00	0.27	100.20	100.21	100.21	100.50	100.95	-0.58	36.14	0.00	36.14
PCZ	PCZ1015	2015.10.31	11.00	0.30	101.00	101.00	101.00	101.39	101.68	-0.50	32.34	0.00	32.34
PGNiG	PGN0617	2017.06.19	3.95	12.99	101.50	101.50	101.50	101.40	101.40	0.10	355.55	0.00	355.55
PKN Orlen	PKN0517	2017.05.28	4.24	0.39	101.60	101.60	101.64	101.64	101.64	0.45	2 556.00	355.00	2 911.00
PKN Orlen	PK11117	2017.11.14	4.05	0.53	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	0.05	1 416.62	0.00	1 416.62
PKN Orlen	PKN0418	2018.04.02	4.04	1.00	100.58	100.58	100.90	101.00	101.00	-0.11	1 135.30	0.00	1 135.30
PKN Orlen	PKN1117	2017.11.06	4.14	0.64	100.53	100.53	101.00	100.98	101.10	-0.56	595.47	0.00	595.47
PKN Orlen	PKN0617	2017.06.03	4.24	0.33	101.03	101.12	101.02	101.44	101.15	-0.42	202.07	202.00	404.07
PKN Orlen	PKN0420	2020.04.09	5.00	1.14	102.39	102.38	102.30	102.30	102.59	-0.21	203.41	0.00	203.41

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
<b>P</b>													
Polbrand	PBD0116	2016.01.04	11.00	0.00	98.50	99.00	99.00	99.94	98.49	0.01	51.98	0.00	51.98
Polfa	PLF0814	2014.08.29	9.72	8.79	99.51	99.51	99.51	99.51	99.51	-0.47	16.04	0.00	16.04
Polkap	SFK1215	2015.12.23	8.98	1.72	99.00	99.00	99.00	99.00	99.00	0.00	5.94	0.00	5.94
Polnord	PND0217	2017.02.11	7.07	9.88	100.80	101.00	101.00	101.00	101.00	-0.20	14.25	0.00	14.25
Polnord	PND0116	2016.01.22	7.57	1.45	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	0.00	4.40	0.00	4.40
Polski Gaz	PLG1216	2016.12.16	7.71	3.38	102.90	102.90	102.90	102.90	103.20	-0.30	9.28	0.00	9.28
Pragma Inwestycje	PIN1014	2014.10.30	7.74	13.36	99.63	99.62	99.62	99.62	99.62	-0.37	12.11	0.00	12.11
Pragma Inwestycje	PIN1016	2016.10.10	7.74	17.81	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	3.05	0.00	3.05
PTI	PTI0714	2014.07.30	9.22	38.90	98.50	98.50	98.50	99.37	98.50	0.00	33.85	0.00	33.85
PTI	PTI1115	2015.11.08	7.54	5.68	100.00	100.00	100.00	100.00	100.40	-0.40	10.11	0.00	10.11
<b>R</b>													
Rank Progress	RNK0616	2016.06.14	8.20	3.37	96.00	96.00	100.00	100.00	100.00	-4.00	481.58	0.00	481.58
Rank Progress	RNK0616	2016.06.14	8.20	3.37	98.00	98.00	98.00	97.00	98.10	0.00	20.46	0.00	20.46
Raport	RAP0215	2015.02.21	8.24	2.93	100.10	100.00	100.00	100.00	100.00	0.10	3.09	0.00	3.09
Raport	RAP0815	2015.08.13	7.93	3.00	100.20	100.20	100.20	100.04	100.04	0.16	2.06	0.00	2.06
Robyg	ROG0116	2016.01.15	6.82	3.12	100.52	100.52	100.50	100.70	100.70	-1.98	382.31	0.00	382.31
Robyg	ROB0218	2018.02.26	6.74	2.31	103.50	103.50	103.50	103.50	103.50	0.00	105.76	0.00	105.76
Robyg	ROB0616	2016.06.23	7.20	1.58	104.00	104.00	104.00	104.00	104.00	0.00	13.47	0.00	13.47
Robyg	ROB0615	2015.06.20	6.50	0.20	101.25	101.25	101.25	101.25	101.25	0.75	1.01	0.00	1.01
Robyg	ROG0615	2015.06.20	7.50	0.23	103.50	103.50	103.50	103.50	103.50	0.00	0.10	0.00	0.10
Ronson Europe	RON0617	2017.06.14	6.45	2.83	102.05	102.05	102.05	102.05	102.05	0.32	1 022.27	0.00	1 022.27
Ronson Europe	RON0616	2016.06.14	7.25	3.18	101.50	101.50	101.50	101.50	101.50	0.00	289.84	0.00	289.84
<b>S</b>													
SAF	SAF1115	2015.11.15	9.00	1.16	100.00	100.00	100.50	100.50	100.50	-0.50	5.57	0.00	5.57
<b>T</b>													
The Farm 51 Group	F510914	2014.09.08	11.71	0.80	95.00	99.00	99.00	99.00	98.55	-5.33	14.57	0.00	14.57
Trakcja	TRK1215	2015.12.31	6.47	0.18	100.00	101.00	101.00	101.00	101.00	-1.00	20.07	1 105.00	1 125.07
Trakcja	TRJ1215	2015.12.31	7.47	0.20	101.70	102.10	102.10	101.35	101.35	0.35	7.12	0.00	7.12
Trust	TRU1214	2014.12.02	7.74	6.15	77.00	77.00	80.75	80.75	80.75	-3.75	1.55	0.00	1.55
<b>U</b>													
Uboat - Line	UBT0915	2015.09.27	8.71	0.71	95.50	96.50	96.00	96.00	97.00	-1.50	45.22	0.00	45.22
Uboat - Line	UBT0914	2014.09.11	12.21	6.36	101.00	101.00	102.00	102.00	102.00	-1.00	3.06	0.00	3.06
Uboat - Line	UBT0415	2015.04.22	9.02	17.30	99.77	99.77	99.77	99.77	99.77	-0.23	1.01	0.00	1.01
Uniserv-Piecbud	PCB1015	2015.10.02	9.24	2.28	99.55	99.99	99.99	99.99	99.99	-0.44	10.18	0.00	10.18
<b>V</b>													
Vantage Development	VTG0816	2016.08.09	8.22	1.19	101.70	102.50	102.50	102.50	102.50	-0.80	22.64	0.00	22.64
Veniti	VNT0316	2016.03.28	9.70	1.06	100.50	100.00	100.00	100.00	100.00	0.50	2.01	0.00	2.01
VIG	VIG0115	2015.01.30	12.00	20.38	98.00	98.00	98.00	98.00	98.00	0.00	1.00	0.00	1.00
Voxel	VOX0615	2015.06.17	7.20	2.96	100.30	100.30	100.30	100.30	100.50	-0.20	6.03	0.00	6.03
Voxel	VOX0716	2016.07.31	7.72	32.15	100.69	100.69	100.69	100.69	100.70	-0.01	3.11	0.00	3.11
<b>W</b>													
WDB Brok. Ubezp.	WDB0915	2015.09.25	9.00	0.15	99.01	99.01	100.20	99.11	99.11	-1.27	18.71	0.00	18.71
Werth-Holz	WHH1214	2014.12.07	8.91	0.59	94.06	94.06	94.06	93.00	93.00	1.06	8.41	0.00	8.41
Włodarzewska	WLO0516	2016.05.15	10.22	13.16	96.00	96.00	96.00	96.00	96.00	0.00	5.86	333.00	338.86
Włodarzewska	WLO1214	2014.12.15	8.18	0.36	99.00	99.00	99.00	99.00	99.00	0.00	2.98	0.00	2.98
Wratislavia-BIO	WRA1116	2016.11.21	8.24	9.26	101.50	101.50	101.81	101.81	101.81	-0.31	18.53	0.00	18.53
WZRT-Energia	WZR1115	2015.11.16	9.72	1.22	51.15	51.15	51.15	51.15	51.15	0.00	0.00	497.00	497.00
<b>Z</b>													
Zastal	ZST0215	2015.02.27	8.72	8.36	100.60	100.70	100.70	100.70	100.70	-0.10	10.14	0.00	10.14
ZPS Krzętle	ZPS1214	2014.12.30	12.50	0.07	87.00	87.70	87.70	87.70	87.70	0.00	7.17	0.00	7.17

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**RAZEM** 77 527.20 14 594.00 92 121.20

#### ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DI INVESTORS W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY PRZED PUBLIKACJĄ NINIEJSZEGO RAPORTU WYDAŁ W DNIU 25 CZERWCA 2015 ROKU INICJUJĄCĄ REKOMENDACJĘ DLA SPÓŁKI KREDYT INKASO S.A. O TREŚCI KUPUJ, GDZIE CENA DOCELOWA WYNIOSŁA 18,2PLN PRZY CENIE AKTUALNEJ WYNOŚĄCEJ 14,00PLN, REKOMENDACJĘ W DNIU 27 WRZEŚNIA 2013 ROKU, GDZIE CENA DOCELOWA WYNIOSŁA 23,4PLN PRZY CENIE AKTUALNEJ WYNOŚĄCEJ 18,3PLN. DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE POWYŻSZE REKOMENDACJE MOGŁY ZOSTAĆ PRZYGOTOWANE WE WSPÓŁPRACY ZE SPÓŁKĄ KREDYT INKASO S.A. DI INVESTORS NIE WYKLUCZA, ŻE W OKRESIE NAJBLIŻSZYCH 12 MIESIĘCY MOŻE WYDAĆ KOLEJNE REKOMENDACJE DLA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ KREDYT INKASO S.A., KTÓREJ M.I.N. DOTYCZY NINIEJSZY RAPORT.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY DI INVESTORS PEŁNIŁ ROLĘ OFERUJĄCEGO OBLIGACJI SERII I NA PODSTAWIE UMOWY ZAWARTEJ Z KREDYT INKASO I NIESTANDARYZOWANY SEKURITYZACYJNY FUNDUSZ INWESTYCYJNY ZAMKNIĘTY Z SIEDZIBĄ W WARSZAWIE, ZAREJESTROWANYM W REJESTRZE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH POD NUMEREM RFI 259. DI INVESTORS PROWADZIŁ BĄDŹ PROWADZI EWIDENCJĘ PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH SERII I, O KTÓRYCH MOWA W ZDANIU POPRZEDNIM. KWOTA POZYSKANA Z EMISJI OBLIGACJI SERII I ZOSTAŁA PRZEZNACZONA NA FINANSOWANIE LUB REFINANSOWANIE ZAKUPU PORTFELA WIERZYTELNOŚCI BANKOWYCH PRZEZ SPÓŁKĘ KREDYT INKASO S.A. POWYŻSZE PROWADZI DO POWSTANIA PRZECZYWISTEGO LUB POTENCJALNEGO KONFLIKTU INTERESÓW. DI INVESTORS PODEJMUJE DZIAŁANIA ZMIERZAJĄCE DO NIEPOWSTAWANIA KONFLIKTÓW INTERESÓW, A GDY OKAŻE SIĘ TO NIEMOŻLIWE, PODEJMUJE DZIAŁANIA ZMIERZAJĄCE DO TAKIEGO ZARZĄDZANIA PRZEDMIOTOWYMI KONFLIKTAMI INTERESÓW, KTÓRE MOŻLIWIE NAJPEŁNIEJ ZABEZPIECZĄ INWESTORÓW PRZED ICH EWENTUALNYMI SKUTKAMI. NIE JEST WYKLUCZONE, ŻE W OKRESIE KOLEJNYCH 12 MIESIĘCY DI INVESTORS BĘDZIE ŚWIADCZYĆ PODOBNE USŁUGI W OPISANYM POWYŻEJ ZAKRESIE NA RZECZ WSKAZANEGO PODMIOTU.

WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOGŁO BYĆ LUB MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNI UZALEŻNIONE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIWANYCH W RAMACH TRANSAKCJI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, A DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ KREDYT INKASO S.A. LUB PODMIOTY Z TEJ SAMEJ GRUPY KAPITAŁOWEJ, CO KREDYT INKASO S.A. ORAZ KTÓRYMI KREDYT INKASO S.A. ZARZĄDZA NA PODSTAWIE ODRĘBNYCH UMÓW, A DOKONYWANYCH PRZEZ DI INVESTORS LUB PODMIOTY Z NIM POWIĄZANE.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY DI INVESTORS BYŁ STRONĄ UMOWY Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ ZAWARTEJ Z AGIOFUNDUSZ TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH S.A., KTÓREJ PRZEDMIOTEM BYŁO POŚREDNICZENIE W PROWADZENIU ZAPISÓW NA CERTYFIKATY INWESTYCYJNE WYEMITOWANE PRZEZ FUNDUSZ AGIO WIERZYTELNOŚCI PLUS NIESTANDARYZOWANY SEKURITYZACYJNY FUNDUSZ INWESTYCYJNY ZAMKNIĘTY, W PRZYPADKU KTÓREGO NA PODSTAWIE WŁAŚCIWEGO STATUTU ZARZĄDZANIE PORTFEMEM SEKURITYZOWANYCH WIERZYTELNOŚCI ZOSTAŁO POWIERZONE SPÓŁCE KREDYT INKASO S.A. Z TEGO TYTUŁU DI INVESTORS OTRZYMUJE LUB OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA TEJ USŁUGI MAKLESKIEJ. NIE JEST WYKLUCZONE, ŻE W OKRESIE KOLEJNYCH 12 MIESIĘCY DI INVESTORS BĘDZIE ŚWIADCZYĆ PODOBNE USŁUGI W OPISANYM POWYŻEJ ZAKRESIE.

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

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

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.