

**WII – bez większych zmian**

Sezon publikacji wyników dobiega końca. Biorąc pod uwagę ilość emitentów będących w grupie „podwyższonego ryzyka” **dostrzegamy pozytywne tendencje**, szczególnie wśród podmiotów z górnego przedziału tej grupy. Generalnie jednak ok. połowa ocenianych przez nas emitentów utrzymała swoją dotychczasową ocenę, a pozostała część równomiernie rozłożyła się na tych z podwyższonym i obniżonym WII. W przypadku obniżenia oceny z reguły następowało to o 1 poziom, a przy ruchu wzrostowym o 1-2 poziomy.

Wśród emitentów z dotychczas stosunkowo wysokim WII zmiany nastąpiły między innymi w przypadku Best, Meritum Banku i Sygnity.

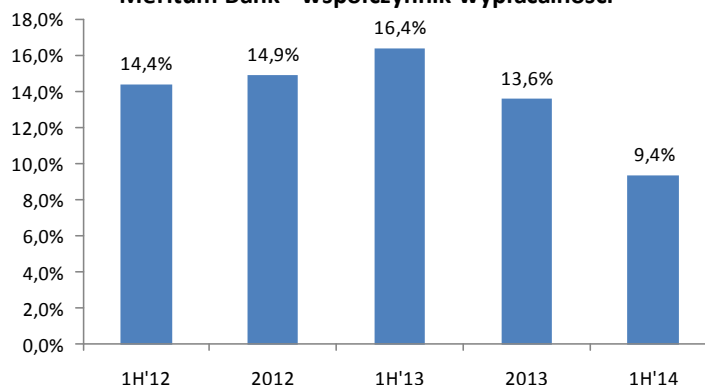
- Kolejna emisja obligacji Best spowodowała zwiększenie zadłużenia. Jednocześnie poziom gotówki na koniec 1H'14 znacznie wzrósł przez co dług netto uległ zmniejszeniu. Do tej pory wskazywaliśmy plany dynamicznego rozwoju i związanej z tym zwiększeniem długu jako obszar ryzyka dla wysokiej oceny Best. Jednakże czynnik ten pozostał na ten moment bez wpływu na WII. Dług pozostaje pod kontrolą, choć relacja długu netto do EBITDA pogorszyła się w skutek wypracowania niższego niż przed rokiem zysku operacyjnego. **Spadek EBIT spowodował, że WII Besta obniżyło się o 1 poziom do 9/10.**
- **Negatywnie wyróżnia się Meritum Bank**, który na skutek zmian regulacji prawnych nie może zaliczyć środków z II tranzy obligacji do funduszy uzupełniających. Choć bank nie jest tego pewien i z prośbą o interpretację zwrócił się do EBA (europejskiego organu nadzoru bankowego). Papiery serii A zostały już przedterminowo wykupione. Taką opcję ma również seria B. Nieuwzględniając środków z tej emisji do funduszy własnych współczynnik wypłacalności wyniósłby 9,4% (vs. 13,6% na koniec 2013) powodując znaczące obniżenie WII. Bank w dalszym ciągu raportuje bardzo wysoką jakość portfela kredytowego (udział kredytów zagrożonych 3,1%) i efektywność kosztową (C/I=32,3%). Pomimo tego obniżamy WII spadło do 7/10, wskazując na umiarkowane ryzyko.
- Sygnity raportuje zwiększenie przychodów i poprawę wyników. Ponadto zmniejszył się poziom gotówki powodując wzrost długu netto, co wpłynęło na pogorszenie wskaźników zadłużenia. Tym nie mniej choć wyraźnie wzrosły to utrzymują się na akceptowalnym poziomie i nie wpływają na obniżenie WII. **Obniżenie WII o 1 poziom do 8/10** nastąpiło na skutek wystąpienia ujemnych kapitałów pracujących, co skutkowało spadkiem Altman EM Score.

**Wartości WII i jego zmiany**

ocena	wartość indeksu	ilość emitentów	zmiana indeksu	ilość emitentów
podwyższone ryzyko	0	4	-4	0
	1	2	-3	2
	2	3	-2	2
	3	8	-1	16
	4	13	0	36
umiarkowane ryzyko	5	6	1	11
	6	9	2	9
	7	10	3	0
	8	6	4	0
niskie ryzyko	9	13		
	10	2		

\*. zmiana w porównaniu do poprzedniej oceny  
 Źródło: opracowanie DM BPS

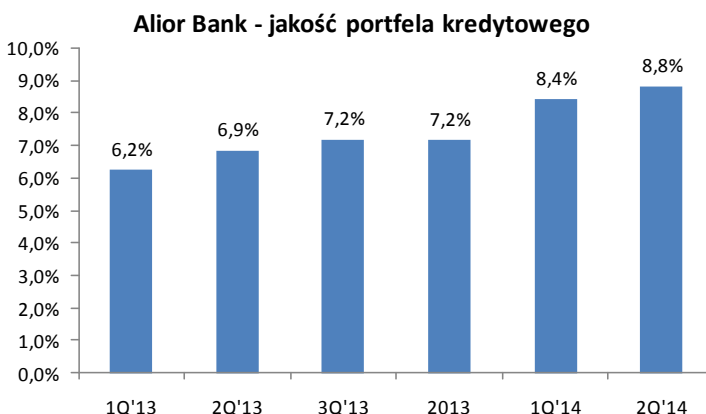
**Meritum Bank - współczynnik wypłacalności**



Źródło: opracowanie DM BPS

### Alior Bank – jakość portfela lekko zaciężała na ocenie

Alior Bank dynamicznie zwiększa skalę prowadzonej działalności, co pomimo środowiska niskich stóp procentowych pozwala na poprawę wyników. Nie bez znaczenia w tym kontekście jest także kontrola kosztów, co widać w stopniowym obniżaniu relacji kosztów do dochodów, która wynosi już 50,8%. Kontynuacja tych tendencji w przyszłości pozwoli na podwyższenie WII banku. Tym nie mniej wzrost skali działalności odbywa się przy jednoczesnym obniżaniu jakości portfela kredytowego. Z danych na koniec 1H'14 wynika, że udział kredytów zagrożonych w strukturze kredytów ogółem wynosi 8,8%, czyli nieco powyżej poziomu średniego dla branży. Widoczne są negatywne skutki dojrzenia portfela kredytowego w warunkach dość dynamicznego wzrostu skali działalności. Relacja wartości kredytów zagrożonych do wielkości portfela kredytowego sprzed 12 miesięcy wynosi ponad 11%. **Zmiany w ocenie jakości portfela kredytowego powodują, że WII dla banku obniżyło się o 1 pkt. do 7/10.** Dostrzegamy jednak możliwość podwyższenia tej oceny (powrotu do 8/10), gdy C/I spadnie poniżej 50%.



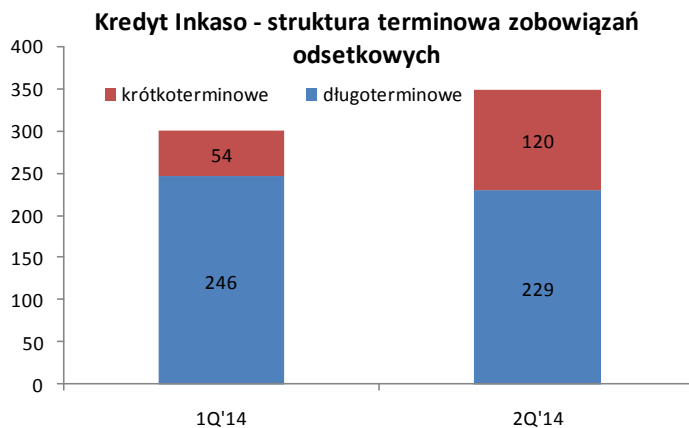
Źródło: opracowanie DM BPS

### PGNiG – słabsze wyniki bez wpływu na WII

Nieco słabsze niż przed rokiem **wyniki PGNiG wynikają z wpływu zdarzeń niepieniężnych (odpisy) i nie wpływa na WII**, które utrzymuje się na poziomie 9/10. Dług netto w niewielkim stopniu zwiększył się, ale w relacji do EBITDA i kapitałów własnych pozostaje na bezpiecznym poziomie, zaś koszty finansowe są znacznie przewyższane przez poziom wygenerowanych zysków z działalności operacyjnej.

### Kredyt Inkaso – WII stabilny

Od strony wyników Kredyt Inkaso rozczarowało rynek, choć wynik EBIT był zbliżony do tego z 1Q'14. Nie ma to jednak wpływu na ocenę emitenta z punktu widzenia obligatariusza. Zwracamy natomiast uwagę na pogorszenie struktury terminowej długu w związku ze zbliżającym się terminem wykupu obligacji KRI0615, które zostały przeklasyfikowane jako zadłużenie krótkoterminowe. W efekcie negatywnie wpłynęło to na poziom Altman EM Score, choć jednocześnie **nie wpłynęło to na obniżenie WII**, które pozostało na dotychczasowym poziomie 7/10. Poziom zadłużenia na tle sektora wierzycielskiego pozostaje umiarkowanie niski (dług netto/kapitały własne 1,3x).



Źródło: opracowanie DM BPS

### Amrest – pozytywne tendencje

Pozytywna dynamika przychodów na sklepach porównywalnych, zwiększenie skali działalności, jak również poprawa efektywności kosztowej pozytywnie wpływały na wskaźniki rentowności i wyniki finansowe. **Doceniamy te zmiany, ale nie wpływają one na zmianę WII, które utrzymuje się na niskim poziomie (4/10).** Dług netto rośnie w niewielkim stopniu, co przy poprawie wyniku operacyjnego nie wpływa negatywnie na ocenę.

### Gino Rossi – coraz lepiej

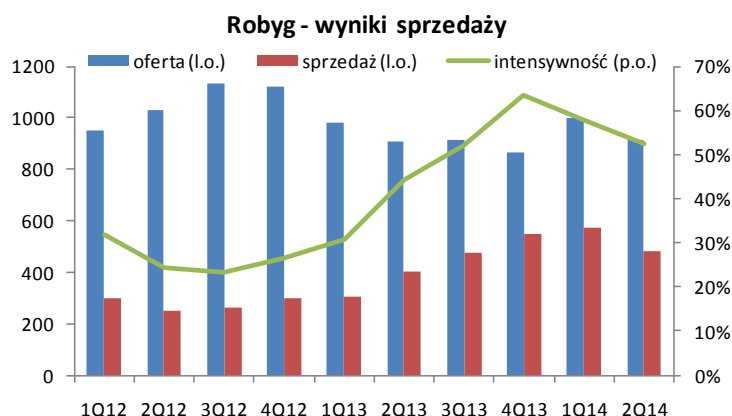
Wzrost sprzedaży w połączeniu z poprawą rentowności już na poziomie zysku brutto ze sprzedaży wpłynął na silne zwiększenie zysku operacyjnego. Mając na uwadze sezonowość wyników i fakt, że pozytywne efekty zmiany struktury zadłużenia będą widoczne dopiero począwszy od 2H'14 to można spodziewać się dalszej poprawy wyników. Tym bardziej, że nowa kolekcja jesienno-zimowa spotkała się z pozytywnym odbiorem, co jest widoczne w comiesięcznej statystyce sprzedaży. Doceniamy ograniczenie poziomu długu netto, które w połączeniu z dalszą poprawą wyniku operacyjnego pozwoliło na obniżenie relacji długu netto/EBITDA do 2,5x. Ponadto lepszy wynik EBIT sprawił, że jest lepsze pokrycie kosztów finansowych, co zmniejsza ryzyko trudności w obsłudze długu. Mając to na uwadze **podwyższamy WII Gino Rossi do 6/10**, czyli poziomu wskazującego na umiarkowane ryzyko emitenta.

### Robyg – podwyższona ocena z ryzykiem obniżenia w przyszłości

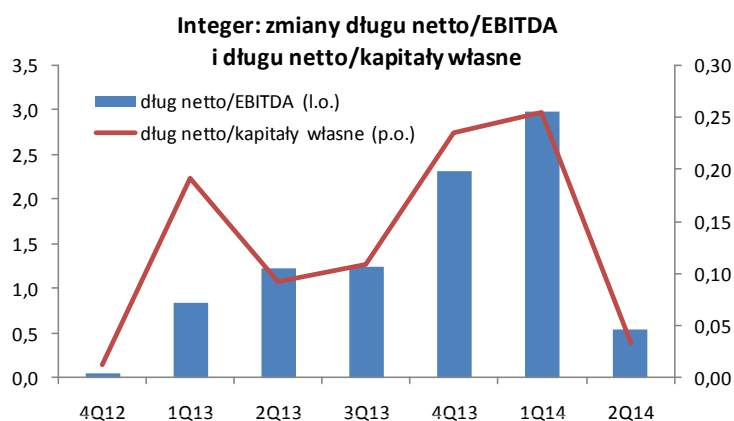
Wyniki sprzedażowe Robyga są imponujące, choć poziom sprzedaży i intensywność sprzedaży (sprzedaż/oferta) obniżyła się. Robyga dalej pracuje na przyszłe wyniki sprzedając nieco więcej niż ilość rozpoznanych lokali w przyszłości. Przy czym mając na uwadze tempo sprzedaży może być to okupione niższą marżą. Na koniec 2Q'14 wielkość oferty zwiększyła się na tyle by Robyg był w stanie zrealizować swój cel sprzedażowy na 2014 r., czyli 2 000 lokali. Jednakże mając na uwadze planowane terminy rozpoczęcia budów wielkość oferty będzie stale uzupełniana. W 2H'14 planowane jest rozpoczęcie budowy 848 lokali (głównie w Trójmieście), a w samym 1Q'15 aż 1 248 lokali (przede wszystkim w Warszawie). Dług pozostaje pod kontrolą. W ujęciu wartościowym (dług netto) był stabilny, co przy poprawie wyniku operacyjnego w ujęciu rocznym pozwoliło na lekkie obniżenie relacji długu netto/EBITDA. **Zwiększenie EBIT pozwoliło na podwyższenie WII do 9/10. Dalsze podwyższenie oceny emitenta w sytuacji planowanego znaczącego poszerzenia oferty wydaje się być mało prawdopodobne ze względu na konieczność poniesienia kosztów z tym związanych.** Ponadto zwracamy na uwagę, że w 1H'14 nastąpił istotny przyrost wartości postępowań toczących się przed sądami przeciwko emitentowi (do 67,8 mln PLN). Robyg jedynie w części rozszczenia te uznaje za zasadne i dokonał odpisów na 10,4 mln PLN. W krótkim terminie nie ma to wpływu na ocenę emitenta, ale w przyszłości może być czynnikiem obniżającym WII (gdyby zapadły niekorzystne wyroki). **Realizacja takiego scenariusza mogłaby obniżyć ocenę o 2 poziomy do 7/10.**

### Integer – środki z emisji akcji wsparły ocenę emitenta

Podwyższamy ocenę Integera, choć zaraportował znacznie słabsze niż przed rokiem wyniki. Był to jednak skutek dynamicznego wzrostu skali działalności, który związany jest z koniecznością poniesienia większych kosztów. Pozytywnie oceniamy, że tym razem Integer nie wyemitował obligacji, tylko akcje, co **ogranicza ryzyko z punktu widzenia obligatariusza**. W poprzednich kwartałach zwiększające się



Źródło: opracowanie DM BPS



Źródło: opracowanie DM BPS

zadłużenie netto negatywnie wpływało na WII, a obecnie środki z emisji akcji zasilają poziom gotówki obniżając relację dług netto/EBITDA z 3,0x do 0,5x. W takich warunkach WII Integera wzrosła o 2 poziomy do 8/10 wskazując na umiarkowanie niskie ryzyko emitenta.

**ZM Henryk Kania – WII rośnie**

Zmiana struktury finansowania w połączeniu z restrukturyzacją zatrudnienia i wzrostem skali działalności przynosi pozytywne efekty w skokowej poprawie wyników. Finansowanie działalności ze źródeł zewnętrznych (kredyt i faktoring) w dalszym ciągu powoduje, że zwiększa się poziom zadłużenia. Relacja długu netto do EBITDA jest na podwyższonym poziomie (3,7x), ale i tak niższym niż ten odnotowywany parę kwartałów wcześniej. Zauważamy jednak, że **nastąpiła poprawa struktury terminowej zobowiązań, co pozwoliło na podwyższenie Altman EM Score do 7,4x a przez to WII wzrósł z 6/10 do 7/10.**

**Sektor spółdzielczy**

Do końca miesiąca wszystkie banki spółdzielcze z rynku Catalyst będą musiały opublikować wyniki. Do tej pory zrobili to: Hexa Bank, Kujawski Bank Spółdzielczy, SBR Szebietowo, Bank Spółdzielczy w Płońsku oraz Bank BPS (bank zrzeszający). Dotychczas opublikowane raporty odzwierciedlają statystyki KNF, tzn. duże banki spółdzielcze dość dynamicznie zwiększają akcję kredytową i zmieniają strukturę aktywów (wzrost portfela kredytowego kosztem lokat w banku zrzeszającym). Marże odsetkowe netto były względnie stabilne. Poprawiał się natomiast wynik przewidywany wspierając wynik na działalności bankowej. Koszty działania rosły wolniej niż wzrost skali działalności i z reguły poprawie uległa efektywność kosztowa banków spółdzielczych.

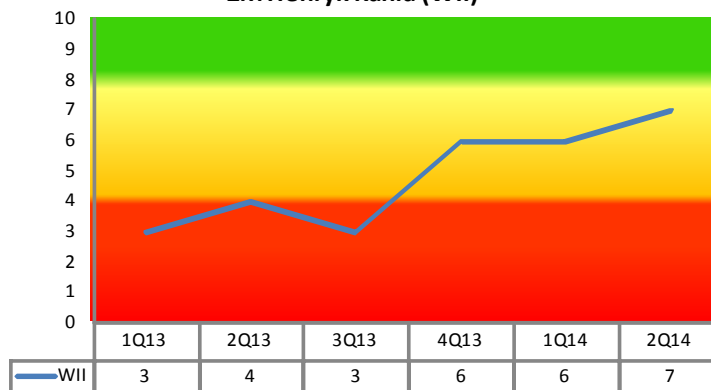
**Podtrzymujemy naszą wysoką ocenę dla Hexa Banku,** która wynosi 9/10. Udział kredytów zagrożonych jest niski (3%), ale widoczny jest dość dynamiczny przyrost kredytów zagrożonych. Pomimo tego jakość portfela kredytowego oceniamy pozytywnie. Doceniamy także poprawę efektywności kosztowej banku i wzmocnienie bazy kapitałowej (głównie za sprawą pożyczki podporządkowanej).

Kujawski Bank Spółdzielczy utrzymuje dość wysokie tempo wzrostu portfela kredytowego, a jednocześnie raportuje bardzo niski poziom kredytów zagrożonych (ok. 0,4% w strukturze portfela). Bardzo nisko oceniamy efektywność kosztową banku, choć zauważamy w tym zakresie poprawę. Z kolei współczynnik wypłacalności banku obniżył się (środki z emisji obligacji podporządkowanych nie w pełni są już zaliczane do funduszy uzupełniających), ale i tak jest na wysokim poziomie (17,1%). Biorąc powyższe pod uwagę powyższe czynniki **utrzymuje się wysoka ocena 8/10.**

Nie zmieniamy również WII dla Banku Spółdzielczego w Płońsku, które wynosi 9/10, choć biorąc pod uwagę przyrost kredytów zagrożonych (44%) w przyszłości ta ocena może zostać obniżona. Ponadto lekko obniżyła się efektywność kosztowa, co również stanowi zagrożenie dla oceny banku.

Podwyższyliśmy natomiast ocenę dla SBR Banku i BPS. Wzrost WII dla pierwszego z wymienionych (do 6/10) to skutek **poprawy współczynnika wypłacalności,** choć dostrzegamy

**ZM Henryk Kania (WII)**



Źródło: opracowanie DM BPS

Hexa bank	współczynnik wypłacalności	jakość portfela kredytowego	C/I
2013	12,7%	2,7%	63,7%
1H'14	18,1%	3,0%	59,1%
zmiana	+5,4 p.p.	+0,3 p.p.	-4,6 p.p.

Źródło: opracowanie DM BPS

Kujawski BS	współczynnik wypłacalności	jakość portfela kredytowego	C/I
2013	18,5%	0,5%	86,0%
1H'14	17,1%	0,4%	83,7%
zmiana	-1,4 p.p.	-0,1 p.p.	-2,3 p.p.

Źródło: opracowanie DM BPS

BS Płońsk	współczynnik wypłacalności	jakość portfela kredytowego	C/I
2013	14,5%	4,0%	64,7%
1H'14	14,5%	3,8%	67,8%
zmiana	0,0 p.p.	-0,2 p.p.	+3,1 p.p.

Źródło: opracowanie DM BPS

także pozytywne tendencje w relacji kosztów do dochodów (52,5%), która jest bardzo niska na tle sektora. Natomiast w przypadku BPS WII wzrosło do 3/10 i nadal wskazuje na podwyższone ryzyko inwestycyjne. Poprawa nastąpiła w zakresie efektywności kosztowej Banku BPS. Raport półroczny potwierdził, że **część banków spółdzielczych dokonuje zmiany struktury aktywów, co negatywnie odbiło się na zobowiązaniach banku zrzeszającego wobec banków. Podobnie jak przed rokiem nie przedstawiono informacji o wartości kredytów zagrożonych.** Na koniec 2013 r. udział kredytów zagrożonych wynosił 18,4%. W raporcie znajduje się informacja że KNF jeszcze nie zaakceptował programu naprawczego Banku BPS.

	obecnie	zmiana*
Amrest	4	0
Capital Park	4	1
Eurocent	4	0
Klon	4	-1
Multimedia Polska	4	0
MW Trade	4	1
Nanotel	4	2
PCZ	4	0
PPG	4	0
Pragma Faktoring	4	0
Veniti	4	0
WDB BU	4	0
Zastal	4	0
BBI Development	3	0
Certus	3	-1
CI Games	3	-1
Ciech	3	0
Emmerson	3	1
Mera	3	1
Polnord	3	-1
Voxel	3	0
Czerwona Torebka	2	-1
Mo-Bruk	2	-1
Werth-Holz	2	2
Midas	1	0
Rank Progres	1	0
BTG	0	-1
GTC	0	-1
Polfa	0	0
The Farm 51	0	-3

Źródło: opracowanie DM BPS

	obecnie	zmiana*
MCI Management	10	0
PGE	10	0
Best	9	-1
BZ WBK	9	0
Energa	9	0
Erbud	9	-1
ING	9	0
OT Logistics	9	1
PGNiG	9	0
PKO BP	9	0
Próchnik	9	0
Robyg	9	1
Siódemka	9	0
Unibep	9	0
Vindexus	9	0
Dom Development	8	0
Inpro	8	0
Integer	8	2
Marvipol	8	1
Sygnity	8	-1
Work Service	8	0
Alior	7	-1
BOŚ	7	0
FKD	7	1
Kredyt Inkaso	7	0
Kruk	7	-1
Meritum Bank	7	-3
PCC Rokita	7	0
PRESCO	7	1
Trakcja	7	1
ZM Kania	7	1
2C Partners	6	2
American Heart	6	-1
AOW	6	-1
Echo Investment	6	-2
E-Kancelaria	6	2
Gino Rossi	6	2
LC Corp	6	-1
Polski Gaz	6	0
Redan	6	2
Airon	5	2
Fast Finance	5	0
Polkap	5	0
Uboat Line	5	2
Vantage	5	-2
Wratislavia-Bio	5	0



**Dom Maklerski Banku BPS SA**

ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,  
tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556  
[www.dmbps.pl](http://www.dmbps.pl)  
[dm@dmbps.pl](mailto:dm@dmbps.pl)

**Departament Analiz:**

**Marcin Stebakow**, MPW – handel, przemysł spożywczy  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[marcin.stebakow@dmbps.pl](mailto:marcin.stebakow@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 548

**Kamil Artyszuk** – obligacje  
[kamil.artyszuk@dmbps.pl](mailto:kamil.artyszuk@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 535

**Marta Czajkowska-Bałdyga** – banki  
[marta.czajkowska-baldyga@dmbps.pl](mailto:marta.czajkowska-baldyga@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 527

**Tomasz Kania** – usługi finansowe, deweloperzy  
[tomasz.kania@dmbps.pl](mailto:tomasz.kania@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 542

**Marek Straszak**, MPW, DI – budownictwo, materiały budowlane  
[marek.straszak@dmbps.pl](mailto:marek.straszak@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 540

**Łukasz Rydzkowski**,  
[lukasz.rydzkowski@dmbps.pl](mailto:lukasz.rydzkowski@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 542

**Analitycy techniczni:**

**Jacek Borawski, Sławomir Rudaś**

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

**Piotr Majka**, MPW  
Wiceprezes Zarządu  
[piotr.majka@dmbps.pl](mailto:piotr.majka@dmbps.pl)  
Tel.: (22) 53 95 520

**Krzysztof Solus**, MPW  
Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży Instytucjonalnej  
[krzysztof.solus@dmbps.pl](mailto:krzysztof.solus@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 55

**Bogdan Dzimira**, MPW, Doradca Inwestycyjny  
[bogdan.dzimira@dmbps.pl](mailto:bogdan.dzimira@dmbps.pl)  
Tel.: (22) 53 95 523

**Jan Woźniak**, MPW  
[jan.wozniak@dmbps.pl](mailto:jan.wozniak@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 536

**Artur Kobos**, MPW  
[artur.kobos@dmbps.pl](mailto:artur.kobos@dmbps.pl)  
Tel.: (22) 53 95 511

**Bartosz Szaniawski**  
[bartosz.szaniawski@dmbps.pl](mailto:bartosz.szaniawski@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 525

**Departament Sprzedaży Detalicznej:**

**Beata Zbrzezna**, MPW  
[beata.zbrzezna@dmbps.pl](mailto:beata.zbrzezna@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 544

**Lech Kucharski**, MPW  
[lech.kucharski@dmbps.pl](mailto:lech.kucharski@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 522

**Anna Pajkert**,  
[anna.pajkert@dmbps.pl](mailto:anna.pajkert@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 078

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

**Stopa bazowa** – stopa wyznaczająca oprocentowanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Wysokość stopy bazowej podawana jest w warunkach emisji obligacji.

**WII=Wewnętrzny indeks inwestycyjny** – wyliczany na podstawie 5 wskaźników, tj. Altman EM Score, dług netto/EBITDA, dług netto/kapitały własne, EBIT/koszty finansowe i zmianę EBIT. Dla banków obliczany jest na podstawie współczynnika wypłacalności, udziale kredytów zagrożonych w strukturze kredytów ogółem i relacji kosztów do dochodów banku. Maksymalna wartość wewnętrznego ratingu wynosi 10. Podwyższone ryzyko inwestycyjne występuje wówczas, gdy wskaźnik znajduje się poniżej 5, w przedziale 5-8 ryzyko jest umiarkowane, a powyżej tego poziomu ryzyko uznawane jest za niskie.

**WIBOR** – ang. Warsaw Interbank Offered Rate – stawka procentowa na warszawskim międzybankowym rynku od depozytów oferowanych, podawana dla różnych, standardowych przedziałów czasowych tych depozytów.

**YTM** – ang. Yield To Maturity – stopa dochodu, którą inwestor uzyskuje nabywając obligację po cenie rynkowej i trzymając ją w swoim portfelu inwestycyjnym do terminu wykupu. Wskaźnik obliczany w celu porównania atrakcyjności instrumentu z innymi możliwościami inwestycyjnymi.

*„Raport o obligacjach” wyraża wiedzę oraz poglądy jej autorów według stanu na dzień sporządzenia niniejszego opracowania.*

*Materiał został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności na podstawie ogólnodostępnych informacji, w dniu publikacji opracowania, pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje ich kompletności i dokładności.*

*Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy Placu Powstańców Warszawy 1.*

*Informacje zawarte w niniejszym raporcie nie stanowią rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 19 października 2005 r. Nr 206, poz. 1715).*

*DM Banku BPS SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.*

*Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz zwartych w nim zaleceń, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody DM Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie stanowi publikację handlową i jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. 1994 nr 24 poz. 83 z późn. zm.).*

*Jest prawdopodobne, iż DM Banku BPS S.A. świadczył, świadczy lub będzie świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.*

*DM Banku BPS S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.*