

Catalyst: Obligacje wg tygodniowych zmian cen

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Warimpex	WXF0218	6.00	534.72
Włodarzewska	WLD0516	6.00	18.64
Werth-Holz	WHH1214	1.99	54.44
PCC Rokita	PCR0416	1.30	34.45
Admiral Boats	ADB0415	1.25	29.39
Dom Development	DOM0318	1.20	254.66
Kredyt Inkaso	KRI0615	1.20	104.71
Getin Noble	GNB1120	1.19	2.04
LZMO	LZM1116	1.00	11.91
Polnord	PND0116	0.99	11.08
Multimedia Polska	MMP0520	-1.05	811.86
Robyg	ROB0116	-1.50	10.38
Kruk	KRU0517	-1.85	2 197.17
E-Kancelaria	EKA1014	-2.00	250.16
Uboat - Line	UBT0915	-2.40	2.14
Kruk	KRU1018	-2.99	1.06
E-Kancelaria	WXB0316	-3.00	46.33
Warimpex	EKA0715	-3.00	3.34
E-Kancelaria	EKA1214	-3.50	9.18
E-Kancelaria	EKA1115	-5.00	21.15

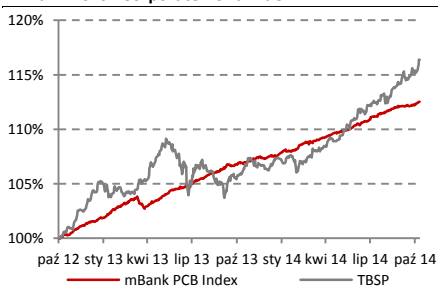
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Obligacje wg tygodniowego obrotu

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Echo Investment	ECH0618	0.50	8 944.32
Ghelamco Invest	GHE0716	0.85	3 083.65
PKN Orlen	PKN0418	-0.24	3 025.86
Kruk	KRU0517	-1.85	2 197.17
BBi Development	BBi0217	0.00	1 967.25
Trakcja	TRJ1215	0.80	1 843.16
Getin Noble	GNB0218	0.37	1 826.48
Getin Noble	GNB0320	-0.06	1 772.24
mBank	MBK1223	0.30	1 545.22
Echo Investment	ECH0519	0.00	1 435.56

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

mBank Polish Corporate Bond Index



Zmiana tygodniowa mBank	0.14%
Zmiana tygodniowa TBSP	1.03%

Źródło: Bloomberg, obliczenia DI Investors

Piotr Raciborski

(+48) 22 378 9195

Piotr.Raciborski@investors.pl

Michał Mordel

(+48) 22 378 9220

Michal.Mordel@investors.pl

Mateusz Gąsiorowski

(+48) 22 378 9203

Mateusz.Gasiorowski@investors.pl

Tydzień w skrócie – główne wydarzenia.

STOPY PROCENTOWE – Obniżka stóp procentowych. Stopa referencyjna obniżona o 50bps do 2.00% w skali rocznej. Konsensus oczekiwał obniżenia o 25bps. WIBOR3M w ubiegłym tygodniu spadł o 19bps z 2.25% na 2.06%.

TAURON – Według Bloomberg'a spółka rozpoczęła spotkania z inwestorami w sprawie sprzedaży obligacji pięcio- i siedmioletnich o łącznej wartości do PLN 1bn.

ENERGA – Fitch potwierdził rating spółki na poziomie "BBB" z perspektywą stabilną.

TAURON, ENERGA, ENEA, PGE – Fitch szacuje, że dźwignia finansowa netto Tauronu, Energi i Enei wzrośnie do ok. 3x w 2016 roku, a w przypadku PGE wyniesie ok. 2x.

VISTULA – Spółka chce refinansować PLN 119m obligacji do końca 2014r. oraz wprowadzić W.Kruka na GPW w 3Q15.

NWR – Moody's podniósł rating spółki do "Caa3", perspektywa stabilna.

OTL – Spółka wyemituje obligacje o wartości do PLN 100m.

POWSZECHNE TOWARZYSTWO INWESTYCYJNE – Spółka planuje emisję obligacji o wartości do EUR 15m.

COMP – Spółka wprowadziła do obrotu na rynku BondSpot niezabezpieczone obligacje o wartości nominalnej PLN 36m.

ECHO INVESTMENT – Wprowadzenie do obrotu obligacji serii ECH0318 o wartości nominalnej PLN 75m.

GHELAMCO INVEST – Pierwsze notowanie obligacji serii GHE1117 o wartości nominalnej PLN 37.8m.

SYSTEM BANKOWY – Moody's ocenia, że perspektywa dla polskiego systemu bankowego jest negatywna.

Kredyt po Lupą: Vantage Development.

Przychody Vantage Development w 2Q14 wyniosły PLN 5.5m vs. PLN 3.1m w 2Q13 (wzrost 77% r/r), z czego PLN 3.1m wygenerował segment deweloperski, a PLN 1.9m segment komercyjny (vs odpowiednio PLN 0.4m i PLN 1.1m w 2Q13). W 1H2014 spółka przekazała 129 mieszkań, w tym 102 w 1Q14 i 27 w 2Q14 (w 2Q14 głównie z projektu Promenady I).

Marża brutto wyniosła w 2Q14 21.8% vs 48.4% rok wcześniej. Spadek rentowności spowodowany był zmianą struktury przychodów, na które w 2Q14 w 57% składały się przychody z działalności deweloperskiej (vs. 14% w 2Q13) i w 34% przychody z działalności komercyjnej (vs. 34% w 2Q13).

Na koniec 2Q14 zadłużenie Spółki wynosiło PLN 135.5m (wzrost o PLN 41.8m k/k), co przy stanie środków pieniężnych w wysokości PLN 63.2 (wzrost o PLN 26.4m k/k), implikuje dług netto na poziomie PLN 72.4m (wzrost o PLN 15.5m k/k). Około 46% zadłużenia spółki stanowią kredyty długoterminowe o wartości bilansowej PLN 60.2m. Termin spłaty większości tej kwoty (PLN 48.4m) przypada na połowę 2016r.

Na koniec 2Q14 spółka posiadała pięć serii obligacji o łącznej wartości bieżącej PLN 73.6m.

Catalyst: Obligacje z najwyższą premią oraz dyskontem

Spółka	Seria	Kurs	Bież. oproc.
BGK	IDS1022	115.00	5.75%
BGK	IDS1018	112.40	6.25%
BGK	IDS1018	110.13	6.25%
Poznańska 37	POA0117	109.50	8.00%
Ekopaliwa Chełm	EPC0716	106.98	15.00%
Kredyt Inkaso	KRI0916	106.50	8.28%
Kruk	KRU1216	106.50	7.16%
Warimpex	WXF0218	106.00	8.62%
Kruk	KRU1018	105.88	6.77%
Warimpex	WXF0316	105.20	4.88%
Uboat - Line	UBT0915	71.00	8.42%
E-Kancelaria	EKA0215	68.00	11.00%
E-Kancelaria	EKA0715	64.00	10.55%
E-Kancelaria	EKA0816	63.24	9.00%
E-Kancelaria	EKA1016	60.00	9.03%
WZRT-Energia	WZR1115	51.15	9.67%
E-Kancelaria	EKA1115	50.00	10.00%
E-Kancelaria	EKA1215	47.00	9.00%
E-Kancelaria	EKK1016	41.60	9.00%
E-Kancelaria	EKA0616	38.80	10.00%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Dzień ustalenia praw do odsetek

Dzień	Spółka	Seria	Bież. oproc.
13.10	Medort	MDR1016	8.14%
14.10	Nordic Development	NOR1016	12.00%
14.10	Polnord	PND0116	7.53%
14.10	Uboat - Line	UBT0415	8.98%
16.10	ABS Investment	AIN0717	8.50%
16.10	BGK	IDS1018	0.06%
16.10	BGK	IPS1014	5.75%
17.10	AOW Faktoring	AOW0416	7.67%
17.10	E-Kancelaria	EKK1016	0.09%
17.10	Getin Noble	GNB0418	6.29%
17.10	Getin Noble	GNB0420	5.84%
17.10	BGK	IDS1022	0.06%
17.10	Echo Investment	IDS1024	4.00%
17.10	Murapol	MUR0415	7.88%
17.10	M.W. Trade	MWT0416	7.14%
17.10	MYSŁAW	MYS0715	11.00%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Rentowność polskich obligacji, stawki

WIBOR, stopa procentowa		Δ tyg.
Rentowność obligacji dwuletnich	1.80%	-0.179
Rentowność obligacji pięcioletnich	2.13%	-0.251
Rentowność obligacji dziesięcioletnich	2.75%	-0.287
WIBOR6M	2.05%	-0.170
WIBOR3M	2.06%	-0.190
Stopa referencyjna	2.00%	-0.500

Źródło: Bloomberg

Największe obroty, wzrosty i spadki.

Obroty na obligacjach korporacyjnych na rynku Catalyst w minionym tygodniu wyniosły **PLN 60.7m** w porównaniu z PLN 64.7 m tydzień wcześniej.

Najwyższy obrót, w wysokości PLN 8.9m, odnotowano na obligacjach **Echo Investment** serii ECH0618. Całość obrotu na instrumencie to obrót sesyjny. Kurs serii odnotował wzrost w wysokości 0.5 pkt. proc.

Najwyższy wzrost kursu odnotowano na obligacjach spółki **Warimpex** (seria WXF0218). Kurs serii wzrósł o 3.00 punkty procentowe, z poziomu 100.00% do 106.00%. Obrót na serii wyniósł PLN 0.5m.

Obligacje spółki **E-Kancelaria**, serii EKA1115, odnotowały największy spadek kursu w minionym tygodniu: o 5 punktów procentowych z 55.00% do 50.00%. Obrót na tej serii wyniósł PLN 21k.

Informacje ze spółek.

TAURON (13.10) – Według Bloomberga spółka rozpoczęła spotkania z inwestorami w sprawie sprzedaży obligacji pięcio- i siedmioletnich o łącznej wartości do PLN 1bn.

Spółka informowała o planowanej emisji 26.09.2014.

OTL – Spółka wyemituje obligacje o wartości do PLN 100m.

Emisja przeznaczona będzie na refinansowanie obligacji serii A o wartości PLN 60m zapadających 28.11.2014 oraz na finansowanie dalszego rozwoju spółki.

COMP (10.10) – Spółka wprowadziła do obrotu na rynku BondSpot niezabezpieczone obligacje o wartości nominalnej PLN 36m.

Całość emisji objęta została przez jednego inwestora. Termin wykupu obligacji to trzy lata. Papiery oprocentowane są według stopy WIBOR6M powiększonej o marżę w wysokości 2.3 pkt. proc. Marża może zostać podniesiona o 1.5 pkt. proc. Jeśli wskaźnik dług netto/EBITDA przekroczy wartość 3.5x lub gdy wskaźnik obsługi odsetek spadnie poniżej poziomu 1.3x. W razie złamania warunków emisji inwestorzy mogą ubiegać się o wcześniejszy wykup papierów.

TAURON, ENERGA, ENEA, PGE (9.10) – Fitch szacuje, że dźwignia finansowa netto Tauronu, Energi i Enei wzrośnie do ok. 3x w 2016 roku, a w przypadku PGE wyniesie ok. 2x.

Ambitne plany inwestycyjne na lata 2014-20 czterech największych spółek energetycznych w Polsce wpłyną na znaczące potrzeby finansowania i wzrost dźwigni finansowej, która jest obecnie niska w porównaniu z zachodnimi spółkami z branży. Prognozowany wzrost dźwigni do ok. 3x (definiowanej jako dźwignia netto skorygowana o przepływy środków z działalności operacyjnej) został uwzględniony w ratingach.

NWR (9.10) – Moody's podniósł rating spółki do "Caa3", perspektywa stabilna.

Równocześnie agencja przyznała rating dla nowych obligacji NWR o wartości EUR 300m na poziomie "Caa2".

POWSZECHNE TOWARZYSTWO INWESTYCYJNE (9.10) – Spółka planuje emisję obligacji o wartości do EUR 15m.

Spółka jest na etapie pre-book buildingu. Wpływy przeznaczy m.in. na doinwestowanie spółek Zastal, De Molen, oraz Colomedica.

STOPY PROCENTOWE (08.10) – Obniżka stóp procentowych. Stopa referencyjna obniżona o 50bps do 2.00% w skali rocznej. Konsensus oczekiwał obniżenia o 25bps.

Rada Polityki Pieniężnej na śródowym posiedzeniu obniżyła stopę referencyjną o 50bps. Od czwartku wynosić będzie ona 2.00 % w skali rocznej. Stopa lombardowa obniżona została o 100bps do 3.00 % Stopa depozytowa pozostała bez zmian, na poziomie 1.00 %, a stopa redyskonta weksli została obniżona o 50bps do 2.25 %

RPP nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje, w tym projekcja inflacji, potwierdzą istotne ryzyko utrzymania się dynamiki CPI w średnim okresie poniżej celu NBP.

RPP zdecydowała również, że oprocentowanie środków z rezerwy będzie wynosiło 0.9% stopy referencyjnej.



Catalyst: Obligacje zapadające do końca 2014 roku

Data wykupu	Spółka	Wartość (PLNm)	Premia/dyskonto
2014.10.15	Kancelaria Medius	1	n.d.
2014.10.24	BGK	6 893	0.2%
2014.10.29	E-Kancelaria	5	-25.0%
2014.10.30	Dominium	1	1.5%
2014.10.30	Pragma Inw.	10	-0.5%
2014.11.16	SMT	4	-0.9%
2014.11.25	Kruk	30	1.0%
2014.11.28	DTP	14	-0.9%
2014.11.28	OT Logistics	60	0.9%
2014.12.04	ZM Kania	18	0.0%
2014.12.02	Trust	16	0.0%
2014.12.07	Werth-Holz	5	-1.5%
2014.12.08	Indos	8	0.0%
2014.12.12	Pragma Fak.	15	0.0%
2014.12.15	Włodarzewska	10	-1.0%
2014.12.17	E-Kancelaria	3	-18.0%
2014.12.18	CI Games	6	-0.4%
2014.12.30	ZPS Krzętle	2	-18.0%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

SYSTEM BANKOWY (8.10) – Moody's ocenia, że perspektywa dla polskiego systemu bankowego jest negatywna.

Analitycy agencji wskazują, że planowane w Polsce przepisy wdrażające unijną dyrektywę o restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (BRRD) przeniosą koszty upadłości banków z podatników na akcjonariuszy i niezabezpieczonych wierzycieli.

ENERGA (7.10) – Fitch potwierdził rating na poziomie "BBB" z perspektywą stabilną.

Agencja podała, że potwierdzenie ratingu odzwierciedla wysoki udział segmentu dystrybucji w EBITDA Energi, co przekłada się na jej przewidywalny cash flow i niskie ryzyko biznesowe.

VISTULA (7.10) – Spółka chce refinansować PLN 119m obligacji do końca 2014r. oraz wprowadzić W.Kruka na GPW w 3Q15.

Spółka ma obecnie wyemitowane obligacje o wartości prawie PLN 130m. Po spłacie grudniowej raty, zadłużenie wyniesie PLN 119m. W.Kruk i Vistula planują wykupić PLN119m obligacji i refinansować je kredytem długoterminowym, CEO.

Od początku 2015r. W.Kruk będzie funkcjonował jako samodzielna jednostka i spółka rozważy wprowadzenie go na GPW w 3Q15. Vistula nie zamierza sprzedawać akcji W.Kruka. Wpływy z emisji mają zostać przeznaczone na rozwój organiczny. Spółka nie planuje akwizycji, CEO.

GHELAMCO INVEST (7.10) – Pierwsze notowanie obligacji serii GHE1117 o wartości nominalnej PLN 37.8m.

Obligacje, oprocentowane WIBOR6M+4.75 pkt. proc, zapadają w listopadzie 2017r.

ECHO INVESTMENT (7.10) – Wprowadzenie do obrotu obligacji serii ECH0318 o wartości nominalnej PLN 75m.

Obligacje, oprocentowane stopą WIBOR6M+3.15 pkt. proc., zapadają w marcu 2018r.

Kredyt po Lupą: Vantage Development.

Wyniki za 1H2014

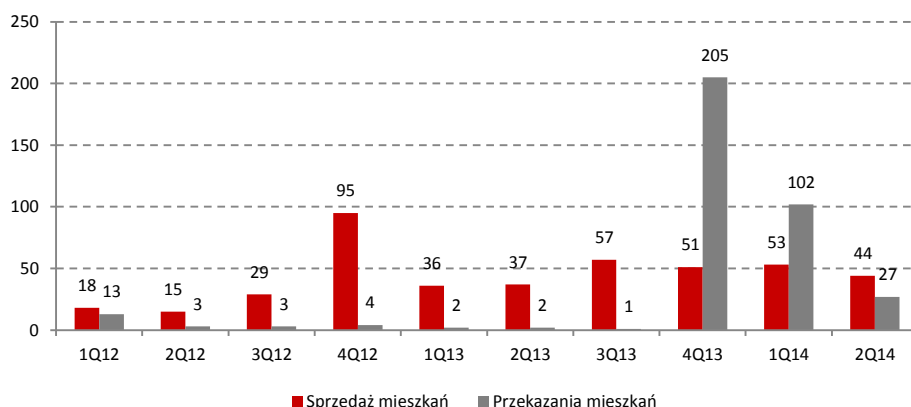
Przychody Vantage Development w 2Q14 wyniosły PLN 5.5m vs. PLN 3.1m w 2Q13 (wzrost 77% r/r), z czego PLN 3.1m wygenerował segment deweloperski, a PLN 1.9m segment komercyjny (vs odpowiednio PLN 0.4m i PLN 1.1m w 2Q13). W 1H2014 spółka przekazała 129 mieszkań, w tym 102 w 1Q14 i 27 w 2Q14 (w 2Q14 głównie z projektu Promenady I). Zwracamy uwagę, że od początku 2014 spółka zmieniła sposób prezentacji wyników ze wspólnych przedsięwzięć z metody proporcjonalnej na metodę praw własności (dotyczy to przede wszystkim projektu Centauris, w którym Vantage Development posiada 50% udziału).

Przedsprzedaż mieszkań w 3Q14 wyniosła 51 w porównaniu 57 w 2Q13 (spadek o 11% r/r). W ujęciu 9M przedsprzedaż wyniosła 148 mieszkań w 2014 w porównaniu do 130 w 2013. Wpływ na poprawę przedsprzedaży miało powiększenie oferty o mieszkania z projektu Centauris II w 2Q14 oraz Promenady Wrocławskie III w 3Q14.

Marża brutto wyniosła w 2Q14 21.8% vs 48.4% rok wcześniej. Spadek rentowności spowodowany był zmianą struktury przychodów, na które w 2Q14 w 57% składały się przychody z działalności deweloperskiej (vs. 14% w 2Q13) i w 34% przychody z działalności komercyjnej (vs. 34% w 2Q13). Marża brutto ze sprzedaży lokali w 1H14 wyniosła 14.6% (w porównaniu do 9% wygenerowanej w całym 2013r.), zaś rentowność segmentu najmu wyniosła w tym okresie 69%. Vantage spodziewa się wzrostu rentowności w kolejnych etapach projektów Promenady oraz Centauris, dzięki niższym kosztom budowy infrastruktury oraz oczekiwanemu wzrostowi cen sprzedawanych lokali.

Liczba sprzedanych i przekazanych mieszkań (2Q14)

Dane w szt.



Źródło: Dane Spółki, DI Investors

W 2Q14 spółka zaraportowała stratę netto w wysokości PLN 2.6m (w porównaniu do zysku netto na poziomie PLN 7.6m w 2Q13). Skorygowana strata netto wyniosła jednakże PLN 1.5m w 2Q14 i PLN 3.5m w 2Q13. Negatywny wpływ na wyniki za 2Q14 miała strata z przeszacowania wartości projektu Delta o wartości PLN 1.1m, podczas gdy pozytywny wpływ na wynik netto w 2Q13 miały zwrot podatku w wysokości PLN 5.0m oraz zysk z przeszacowania wartości nieruchomości w wysokości PLN 4.0m.

Wyniki finansowe za drugi kwartał 2014r.

Dane w PLNm

	2Q2013	2Q2014	% r/r	1H2013	1H2014	% r/r
Przychody ogółem	3.1	5.5	76%	5.3	28.3	438%
Przychody z najmu	1.1	1.9	74%	2.2	3.7	70%
Przychody ze sprzedaży lokali	0.4	3.1	609%	0.4	23.5	5203%
Pozostałe przychody	1.6	0.5	-70%	2.6	1.1	-58%
Koszty sprzedaży i zarządu	1.7	2.2	32%	3.3	4.2	27%
Zysk brutto ze sprzedaży	1.5	1.2	-18%	2.2	5.7	164%
EBITDA	3.5	-2.3	n.d.	2.5	0.4	-85%
EBIT	3.5	-2.3	n.d.	2.4	0.3	-88%
Koszty finansowe	1.3	1.1	-12%	2.2	2.6	17%
Zysk netto	7.2	-2.6	n.d.	5.5	-1.2	n.d.
Skorygowany zysk netto	-3.5	-1.5	n.d.	-3.4	0.0	n.d.
CFO	-0.3	-8.3	n.d.	-2.0	-10.9	n.d.
Odsetki zapłacone	1.4	1.5	n.d.	2.3	3.0	n.d.

Źródło: Dane spółki, DI Investors

W skali całego roku Spółka oczekuje sprzedaży ponad 200 mieszkań (w okresie 1-3Q14 sprzedanych zostało 148 mieszkań) oraz 250 przekazania (129 przekazanych mieszkań w 1H14). Liczba przekazanych mieszkań w 3Q będzie według prognoz zarządu niska, lecz na wynik całoroczny pozytywny wpływ powinien mieć 4Q14r. kiedy przekazywane będą mieszkania z projektu Promenady Wrocławskie II (na koniec 2Q14 77 z 222 mieszkań zostało już sprzedanych).

Na 4Q14 zaplanowane jest zakończenie projektów Promenady Zita (5 660 m2 PUM) jak również oddanie do eksploatacji pierwszego projektu parku handlowego - Grona Park w Zielonej Górze (2 886 m2 PUM). Drugi tego typu projekt, Galaktyka we Wrocławiu, ma być gotowy w 1Q15r.

Bilans

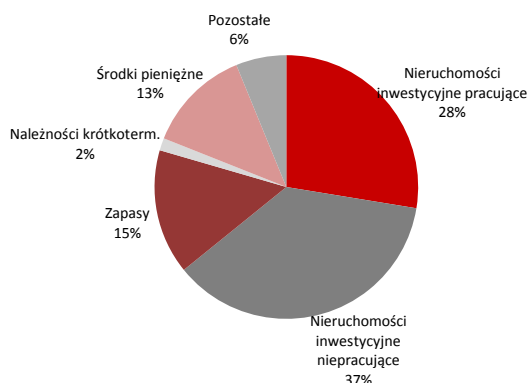
Na koniec drugiego kwartału Vantage Development posiadała sumę bilansową o wartości PLN 493.6m. Aktywa trwałe spółki stanowiły PLN 343.7m, przy czym w ich skład wchodziły przede wszystkim nieruchomości inwestycyjne o wartości PLN 316.8m, obejmujące projekty komercyjne zakończone oraz w budowie, jak również grunty pod realizację nowych inwestycji (w tym grunty pod Promenady Wrocławskie o wartości PLN 144.4m, 29% aktywów).

Aktywa obrotowe stanowią głównie zapasy o wartości PLN 75.6m (na które składa się głównie projekt mieszkaniowy Promenady Wrocławskie II) oraz środki pieniężne o wartości PLN 63.2m.



Struktura aktywów (2Q14)

Dane w PLNm



Źródło: Dane Spółki, DI Investors

Dane bilansowe

Dane w PLNm

	2011	2012	2013	1Q14	2Q14
Aktywa trwałe	314.4	311.7	330.4	334.0	343.7
Rzeczowe aktywa trwałe	0.6	0.2	0.2	0.3	0.5
Wartości niematerialne i prawne	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3
Nieruchomości inwestycyjne	311.2	305.2	304.8	308.3	316.8
Inne aktywa trwałe	2.6	5.9	25.1	25.1	26.2
Aktywa obrotowe	66.5	78.2	142.3	108.8	149.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	5.3	11.7	51.4	36.8	63.2
Należności	5.8	6.1	21.5	8.2	7.5
Zapasy	54.2	60.0	66.4	60.3	75.6
Inne aktywa obrotowe	1.2	0.4	3.0	3.5	0.0
Aktywa razem	380.9	389.9	472.7	442.8	493.6
Kapitały własne	129.7	294.5	316.0	317.4	314.0
Mniejszości	96.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	54.5	51.1	95.8	88.3	122.7
Dług długoterminowy	47.3	39.4	90.6	83.0	115.9
Inne zobowiązania długoterm.	7.2	11.7	5.2	5.3	0.0
Zobowiązania krótkoterminowe	100.1	44.3	60.9	37.0	56.8
Dług krótkoterminowy	81.5	25.1	10.7	10.7	19.7
Zobowiązania handlowe	18.6	19.2	34.9	24.3	28.8
Inne zobowiązania krótkoterm.	0.0	0.0	15.3	2.0	0.0
Zobowiązania i kapitały własne	380.9	389.9	472.7	442.8	493.6
Dług brutto	128.8	64.5	101.3	93.7	135.5
Dług netto	123.5	52.8	49.9	56.9	72.4

Źródło: Dane spółki, DI Investors

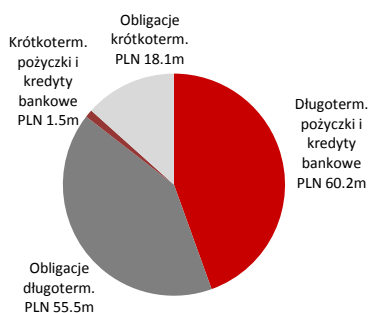
Zadłużenie i wskaźniki finansowe

Na koniec 2Q14 zadłużenie Spółki wynosiło PLN 135.5m (wzrost o PLN 41.8m k/k), co przy stanie środków pieniężnych w wysokości PLN 63.2 (wzrost o PLN 26.4m k/k), implikuje dług netto na poziomie PLN 72.4m (wzrost o PLN 15.5m k/k). Około 46% zadłużenia spółki stanowią kredyty długoterminowe o wartości bilansowej PLN 60.2m. Termin spłaty większości tej kwoty (PLN 48.4m) przypada na połowę 2016r. W okresie do 1 roku zapadają obligacje serii A o wartości PLN 9.9m. Obligacje serii B zostały przez Spółkę przedterminowo wykupione w 3Q14.

Dodatkowo w 12 sierpnia 2014, Spółka zawarła przedwstępną umowę warunkową sprzedaży projektu Delta 44. Przy wartości bilansowej projektu PLN 25.5m oraz zadłużeniu na poziomie PLN 12.5m, potencjalny wpływ gotówki netto z transakcji sprzedaży projektu może wynieść PLN 13m.

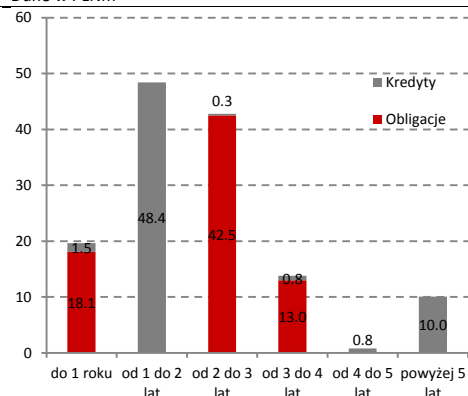
Struktura zadłużenia odsetkowego (2Q14)

Dane w PLNm



Harmonogram spłaty zadłużenia (2Q14)

Dane w PLNm



Źródło: Dane spółki, DI Investors

Źródło: Dane spółki, DI Investors

Wskaźnik dług netto/12mEBITDA na koniec 2Q14 wzrósł ponad czterokrotnie w stosunku do pierwszego kwartału i wyniósł 31.3x (vs. 7x w 1Q2014). Tak wysoki wzrost wskaźnika spowodowany jest znaczącym spadkiem 12mEBITDA, do PLN 2.3m z PLN 8.1m w 1Q14 (spadek o 72% k/k), na co wpływ miał harmonogram przekazywania mieszkań. Dług netto w ujęciu kwartalnym wzrósł o 27% do poziomu PLN 72.3m. Wskaźnik dług netto/aktywa wyniósł 15% (wzrost o 2 pkt. proc. k/k), a wskaźnik dług netto/kapitał własny 23% (wzrost o 5 pkt. proc. k/k). Wskaźnik CFO/Odsetki zapłacone spadł z PLN 2.0x na koniec 1Q14 do 0.7x w 2Q14.

Spadek jest spowodowany ujemnymi przepływami pieniężnymi w 1H14 (na poziomie – PLN 10.9m) przy braku zmiany wartości zapłaconych odsetek w okresie ostatnich dwunastu miesięcy, które utrzymały się na poziomie PLN 7m.

Spółka posiada wysoką wypłacalność krótkoterminową, o czym świadczy wskaźnik gotówka/zadłużenie krótkoterminowe na poziomie 3.2x na koniec 2Q14. Wskaźnik ten odnotował jednakże spadek o 0.2 pkt. w stosunku do poprzedniego kwartału.

Wskaźniki zadłużenia

	2013	1Q14	2Q14
Dług netto/12mEBITDA	11.1x	7.0x	31.3x
Dług netto/kapitał własny	16%	18%	23%
Dług netto/aktywa	11%	13%	15%
12mCFO/12mOdsetki zapłacone	2.3x	2.0x	0.7x
Gotówka/dług krótkoterminowy	4.8x	3.4x	3.2x

Źródło: Dane spółki, DI Investors

Cztery emisje obligacji, w tym jedna na Catalystr

Na koniec 2Q14 spółka posiadała pięć serii obligacji o łącznej wartości bieżącej PLN 73.6m. W dniu 24 lipca Spółka wykupiła przedterminowo obligacje serii B o łącznej wartości PLN 7.9m. Najbliższy termin wykupu posiadają obligacje serii A, o wartości PLN 9.9m, która zapada w maju 2015r. W sierpniu 2016 spłacone mają zostać obligacje serii D o wartości PLN 19.6m. Na serię D nałożone są kowenanty polegające na zapewnieniu obligatariuszom prawa do zażądania przedterminowego wykupu obligacji w przypadku przekroczenia przez wskaźnik dług netto/kapitał własny poziomu 80% lub w przypadku wyemitowania przez Spółkę obligacji o terminie zapadalności przypadającym przed terminem zapadalności serii D (tj. 8 sierpnia 2016). Obligacje serii E i F o wartościach PLN 13m oraz PLN 23m, mają zostać spłacone przez Spółkę odpowiednio w dniu 16 czerwca 2018r. oraz 16 czerwca 2017r.

Emisje obligacji

Seria	Bieżąca wartość emisji (PLNm)	Oprocentowanie	Data emisji	Data wykupu
Seria A	9.9	b.d.	18.05.2012	17.05.2015
Seria B	7.9	b.d.	21.03.2013	20.09.2014
Seria D (VAN0816)	19.7	WIBOR3M+5.5%	09.08.2013	09.08.2016
Seria E	13.0	b.d.	10.06.2014	16.06.2018
Seria F	23.1	b.d.	10.06.2014	16.06.2017

Źródło: Dane spółki, obliczenia DI Investors;

*stan na koniec 2Q 2014



Ostatnie emisje obligacji: Deweloperzy.

Kursy i rentowności obligacji na zamknięcie sesji 2014-10-10

Spółka	Seria	Wartość (PLNm)	Data emisji	Data zapadalności	Okres emisji	WIBOR	Marża	Zabezp. (% wart. emisji)	Kurs	YTM
MAK DOM	MKD0317	5.5	2014-09-30	2017-03-31	2.5	6M	4.80%	b.d.	101.0	6.44%
UNIDEVELOPMENT	UND0317	20.0	2014-09-18	2017-07-08	2.8	6M	5.00%	brak	100.0	7.12%
Echo Investment	ECH0318	75.0	2014-09-04	2018-03-04	3.5	6M	3.15%	brak	100.5	5.07%
Ronson	RON0218	5.0	2014-09-03	2018-02-23	3.5	6M	4.25%	brak	100.6	6.07%
Ghelamco Invest	GHE1117	37.8	2014-08-26	2017-11-27	3.3	6M	4.75%	brak	100.5	6.63%
Ghelamco Invest	GHI0718	30.0	2014-07-09	2018-07-09	4.0	6M	4.50%	brak	101.5	6.33%
Ghelamco Invest	GHK0718	11.2	2014-07-16	2018-07-09	4.0	6M	4.50%	brak	100.5	6.43%
Ghelamco Invest	GHC0718	30.8	2014-07-15	2018-07-16	4.0	6M	5.00%	brak	98.5	7.54%
Ghelamco Invest	GHI0718	30.0	2014-07-04	2018-07-04	4.0	6M	4.50%	brak	100.4	6.39%
Echo Investment	ECH0716	25.0	2014-07-07	2016-07-02	2.0	6M	2.85%	brak	100.7	4.39%
Echo Investment	ECH0616	50.0	2014-07-01	2016-06-26	2.0	6M	2.95%	brak	100.6	4.51%
Polnord	PND0617	13.5	2014-06-12	2017-06-12	3.0	6M	4.30%	brak	n.d.	n.d.
Polnord	PND0616	20.0	2014-10-12	2016-06-12	1.7	6M	4.00%	brak	n.d.	n.d.
LC Corp	LCC0619	50.0	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%	102.4	5.73%
Erbud	ERB0318	52.0	2014-03-26	2018-03-26	4.0	6M	3.00%	brak	102.0	n.d.
GTC	GTC0319	200.0	2014-03-10	2019-03-11	5.0	6M	4.50%	brak	100.5	6.45%
Robyg	ROG0218	15.0	2014-02-26	2018-02-28	4.0	6M	4.00%	brak	101.5	5.19%
Robyg	ROB0218	45.0	2014-02-26	2018-02-26	4.0	6M	4.00%	brak	104.3	4.72%
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	101.0	5.43%
Polnord	PND0217	50.0	2014-02-11	2017-02-11	3.0	6M	4.35%	brak	100.5	6.19%
BBI Development	BBI0217	53.0	2014-02-07	2017-02-07	3.0	6M	6.00%	brak	101.0	7.62%
Ghelamco Invest	GHE0118	114.5	2014-01-29	2018-01-29	4.0	6M	5.00%	180%	100.4	6.92%
Marvipol	MVN1116	60.0	2013-12-05	2016-12-05	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	5.55%
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%	101.5	6.16%
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	102.5	4.87%
Echo Investment	ECH0618	80.0	2013-06-19	2018-06-19	5.0	6M	3.50%	brak	101.5	5.18%
Rank Progress	RNK0616	131.8	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	5.50%	150%	97.5	9.24%
Ronson	RON0617	83.5	2013-06-14	2017-06-14	4.0	6M	3.75%	120%	103.0	4.60%
Ronson	RON0616	23.6	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	4.55%	brak	103.0	4.45%
Włodarzewska	WLO0516	17.5	2013-05-15	2016-05-15	3.0	6M	7.50%	365%	96.0	12.25%
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	101.7	4.20%
BBI Development	BBI0216	22.0	2013-02-20	2016-02-22	3.0	6M	6.50%	brak	100.0	8.68%

Wskaźniki zadłużenia: Deweloperzy.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 marca 2014

Spółka	Dług netto/ Kapitały własne	Dług netto/ Aktywa	Akt. 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	66%	32%	1.5x	1.0x	1.3x	2.8x	5.8x	2.9x
Gant Development	334%	67%	0.6x	0.1x	0.0x	18.1x	1.7x	2.2x
GTC	127%	45%	1.3x	1.1x	1.2x	-8.6x	-2.1x	1.7x
JW Construction	67%	25%	1.7x	1.6x	0.1x	6.0x	1.4x	3.2x
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
Wikana	200%	43%	1.4x	0.3x	0.2x	-15.5x	-8.2x	-6.4x

Źródło: Dane spółek, GPW Catalyst, cBonds, obliczenia DI Investors

Ostatnie emisje obligacji: Spółki wierzytelnościowe.

Kursy i rentowności obligacji na zamknięcie sesji 2014-10-10

Spółka	Seria	Wartość (PLNm)	Data emisji	Data zapadalności	Okres emisji	WIBOR	Marża	Zabezp. (% wart. emisji)	Kurs	YTM	
Magellan	n.d.	14.8	2014-09-25	2016-09-26	2.0	6M	2.50%		brak	n.d.	n.d.
Magellan	n.d.	11.0	2014-09-25	2019-09-25	5.0	6M	4.00%		brak	n.d.	n.d.
Magellan	n.d.	32.5	2014-09-25	2018-09-25	4.0	6M	3.50%		brak	n.d.	n.d.
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	4.00%		brak	101.6	4.97%
Kredyt Inkaso I NS FIZ	KI10517	50.0	2014-05-09	2017-05-09	3.0	6M	3.85%		150%	100.0	5.27%
Best	BST0418	45.0	2014-04-30	2018-04-30	4.0	3M	3.80%		brak	99.9	5.89%
Kredyt Inkaso	KRI0717	53.0	2014-01-13	2017-07-13	3.5	6M	4.20%		brak	100.0	6.29%
Kredyt Inkaso	KRI0118	17.0	2013-12-13	2018-01-15	4.1	6M	4.40%		brak	101.8	5.87%
Kruk	KRU1217	15.0	2013-12-06	2017-12-06	4.0	3M	4.00%		brak	104.0	4.37%
Kruk	KRU1218	10.0	2013-12-05	2018-12-05	5.0	3M	4.50%		brak	104.2	3.95%
P.R.E.S.C.O.	PRE1117	35.0	2013-11-28	2017-11-28	4.0	6M	4.40%		brak	100.0	6.11%
Fast Finance	FFI1116	8.6	2013-11-18	2016-11-15	3.0	6M	7.00%		349%	100.0	9.08%
Vindexus	VIN1116	10.0	2013-11-08	2016-11-08	3.0	3M	6.25%		200%	104.6	5.94%
Kruk	KRU1018	40.0	2013-10-03	2018-10-03	5.0	3M	4.40%		brak	105.9	5.34%
Fast Finance	FFI0916	3.9	2013-09-30	2016-09-27	3.0	6M	7.00%		388%	100.0	8.94%
DTP	DTP0816	11.0	2013-08-23	2016-08-22	3.0	3M	4.50%		130%	101.5	5.16%
Kruk	KRU0818	50.0	2013-08-13	2018-08-13	5.0	3M	4.40%		brak	102.1	3.48%
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	101.0	5.53%
Kruk	KRU0618	15.0	2013-06-25	2018-06-25	5.0	3M	4.40%		brak	104.8	4.79%
Kruk	KRU0317	60.0	2013-06-07	2017-03-07	3.8	3M	4.40%		brak	104.8	4.55%
Best	BST0916	14.7	2013-03-28	2016-09-28	3.5	n.d.	8.98%		brak	102.6	7.34%
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%	100.9	6.20%
P.R.E.S.C.O.	PRE0815	10.0	2012-08-08	2015-08-08	3.0	6M	5.00%		brak	103.5	2.92%
Kredyt Inkaso	KRI0916	30.0	2012-03-05	2016-09-05	4.5	6M	5.70%		brak	106.5	3.96%
P.R.E.S.C.O.	PRE0814	30.0	2012-02-23	2014-08-23	2.5	6M	5.20%		brak	n.d.	n.d.
DTP	DTP1114	13.4	2011-11-29	2014-11-28	3.0	3M	6.75%		140%	99.1	9.29%

Wskaźniki zadłużenia: Spółki wierzytelnościowe.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 marca 2014

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	140%	53%	7.6x	0.6x	4.4x	2.3x	66%	38%
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%

Źródło: Dane spółek, GPW Catalyst, cBonds, obliczenia DI Investors



Ratingi Fitch dla polskich spółek.

Ratingi Fitch na polskie banki

Spółka	BZ WBK	mBank	Millennium	Alior Bank	Getin Noble	BOŚ	Handlowy	Pekao
Rating	BBB+	A	BBB-	BB	BB	BBB	A-	A-
Data	2014.06.02	2014.05.19	2014.05.19	2014.05.19	2014.05.19	2014.04.23	2014.04.14	2014.01.24
Perspektywa	stabilna	negatywna	stabilna	stabilna	stabilna	negatywna	stabilna	stabilna

Źródło: Fitch

Ratingi Fitch na pozostałe spółki

Spółka	Energa	PKP	P4	Tauron	PGE	Enea	PKN Orlen	PKP Intercity
Rating	BBB	BBB	B+	BBB	BBB+	BBB	BBB-	BBB-
Data	2014.10.07	2014.08.14	2014.07.30	2014.07.18	2014.05.23	2014.04.30	2014.04.08	2014.01.16
Perspektywa	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	pozytywna

Źródło: Fitch

Euroobligacje polskich emitentów.

Emitent	Data emisji	Data wykupu	Okres emisji (lata)	Kupon	Waluta	Bieżąca wart.emisji (mln)	Tyg. zm. ceny	Kurs zamknięcia (2014-10-10)	YTM (%) (2014-10-10)	Rating Fitch	Z-Spread (2014-10-10)
Synthos	2014-09-30	2021-09-30	7.0	4.000%	EUR	350.00	0.07%	98.03	4.33%	Ba2*	358 pb
BOŚ	2011-05-11	2016-05-11	5.0	6.000%	EUR	250.00	-0.31%	107.68	1.05%	BBB	41 pb
mBank	2012-10-12	2015-10-12	3.0	2.750%	EUR	500.00	-0.14%	101.86	0.86%	A	33 pb
mBank	2013-10-08	2018-10-08	5.0	2.500%	CHF	200.00	0.06%	103.87	1.49%	A	130 pb
mBank	2014-04-01	2019-04-01	5.0	2.375%	EUR	500.00	0.58%	103.34	1.59%	A	107 pb
Ciech	2012-11-28	2019-11-30	7.0	9.500%	EUR	245.00	-1.12%	110.25	7.08%	B2*	385 pb
Energa	2013-03-19	2020-03-19	7.0	3.250%	EUR	500.00	0.02%	108.30	1.64%	BBB	93 pb
PGE	2014-06-09	2019-06-09	5.0	1.625%	EUR	500.00	0.12%	102.08	1.16%	BBB+	66 pb
PGNiG	2012-02-14	2017-02-14	5.0	4.000%	EUR	500.00	-0.25%	105.88	1.42%	Baa3*	63 pb
PKN Orlen	2014-06-30	2021-06-30	7.0	2.500%	EUR	500.00	-0.18%	98.53	2.74%	BBB-	198 pb
PKO BP	2012-09-21	2015-12-21	3.2	2.536%	CHF	500.00	0.01%	102.32	0.57%	A2*	46 pb
PKO BP	2010-10-21	2015-10-21	5.0	3.733%	EUR	800.00	-0.09%	102.99	0.78%	A2*	29 pb
PKO BP	2011-07-07	2016-07-07	5.0	3.538%	CHF	250.00	-0.01%	104.87	0.69%	A2*	55 pb
PKO BP	2012-09-26	2022-09-26	10.0	4.630%	USD	1000.00	0.00%	104.80	3.92%	A2*	175 pb
PKO BP	2014-01-23	2019-01-23	5.0	2.324%	EUR	500.00	0.16%	104.18	1.31%	A2*	88 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.750%	EUR	542.50	-0.13%	115.80	8.02%	B2*	322 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.625%	USD	500.00	0.00%	115.75	7.93%	B2*	308 pb
PZU	2014-07-03	2019-07-03	5.0	1.375%	EUR	500.00	-0.07%	100.49	1.27%	A-*	76 pb
TVN	2013-09-16	2020-12-15	7.3	7.375%	EUR	430.00	-0.83%	108.57	5.71%	B1*	443 pb
TVN	2010-11-19	2018-11-15	8.0	7.875%	EUR	140.00	-0.30%	104.00	6.74%	B1*	108 pb

* rating Moody's

** rating S&P

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		
					03.10	02.10	01.10	30.09	29.09		Sesyjny	Pakietowy	Razem
PCC Consumer Products Kosmet	KOS0516	2016.05.05	6.8000	1.32	101.25	101.25	101.00	101.00	100.99	0.30	5.52	0.00	5.52
PCC Rokita	PCR0419	2019.04.17	5.5000	0.00	100.70	100.70	100.55	100.65	100.50	0.03	303.43	0.00	303.43
PCZ	PCZ0416	2016.04.15	10.0000	3.84	100.95	100.80	100.78	100.78	100.77	0.88	127.42	0.00	127.42
PCZ	PCZ0916	2016.09.30	9.5000	3.64	100.39	100.39	100.35	100.35	100.00	0.53	66.23	0.00	66.23
PCZ	PCZ0617	2017.06.30	9.4000	3.61	100.38	100.40	100.38	100.30	100.40	-0.02	12.08	0.00	12.08
PKN Orlen	PKN0418	2018.04.02	3.5600	0.12	100.75	100.41	100.50	100.41	100.75	-0.24	3 025.86	0.00	3 025.86
PKN Orlen	PKN1117	2017.11.06	4.1400	1.83	100.60	100.60	100.78	100.80	100.80	-0.20	649.79	0.00	649.79
PKN Orlen	PKN0420	2020.04.09	5.0000	0.07	104.09	103.94	103.49	103.00	103.13	0.59	374.54	0.00	374.54
PKN Orlen	PKN0617	2017.06.03	4.2400	1.54	101.31	100.51	100.50	100.54	100.54	0.41	204.07	0.00	204.07
PKN Orlen	PKN0517	2017.05.28	4.2400	1.61	101.00	101.27	101.01	101.00	101.00	-0.10	83.08	0.00	83.08
PKN Orlen	PK11117	2017.11.14	4.0500	1.70	100.50	100.51	100.51	100.51	100.69	-0.19	20.44	0.00	20.44
Polbrand	PBD0116	2016.01.04	11.0000	0.30	97.00	97.00	96.30	97.00	97.50	-0.60	288.46	0.00	288.46
Polbrand	PBD0616	2016.06.09	9.0000	0.86	98.99	98.99	98.99	98.99	99.00	-0.01	0.70	0.00	0.70
Polnord	PND0217	2017.02.11	7.0200	12.31	100.15	100.15	100.45	100.45	100.45	-0.30	72.09	0.00	72.09
Polnord	PND0116	2016.01.22	7.5300	1.73	100.99	100.99	100.99	100.99	100.99	0.99	11.08	0.00	11.08
Polski Gaz	PLG1216	2016.12.16	7.5000	5.96	100.99	100.99	100.99	100.60	100.60	0.09	6.08	0.00	6.08
Pragma Faktoring	PRF1214	2014.12.12	7.2100	24.69	99.99	99.99	99.99	99.99	99.25	0.74	136.07	0.00	136.07
Pragma Faktoring	PRF0315	2015.03.06	7.0700	7.55	100.30	100.30	100.30	100.30	100.30	0.00	127.23	0.00	127.23
Pragma Inwestycje	PIN1016	2016.10.10	7.2100	1.19	100.40	100.60	100.60	100.59	100.25	0.15	30.17	0.00	30.17
Pragma Inwestycje	PIN1014	2014.10.30	7.7400	35.63	99.50	99.50	99.50	99.50	99.30	0.20	10.30	0.00	10.30
Pragma Inwestycje	PIN0415	2015.04.07	6.7400	1.85	101.35	101.35	101.35	101.44	101.44	-0.09	1.01	0.00	1.01
PTI	PTI1115	2015.11.08	7.5400	16.53	100.25	100.25	100.52	100.52	100.52	-0.27	2.59	0.00	2.59
Q													
Quality All Dev.	QLT1115	2015.11.01	9.9200	20.11	100.20	100.10	100.10	100.10	100.10	0.10	10.22	0.00	10.22
R													
Rank Progress	RNK0616	2016.06.14	8.2000	26.96	97.49	97.49	97.49	96.00	96.00	-0.01	24.80	0.00	24.80
Raport	RAP0215	2015.02.21	8.1800	1.21	99.50	99.15	99.90	99.90	99.90	-0.40	16.37	0.00	16.37
Robyg	ROG0218	2018.02.26	6.6500	0.89	101.50	101.50	101.50	101.50	102.50	-1.00	163.53	0.00	163.53
Robyg	ROG0116	2016.01.15	6.7900	1.69	102.50	102.50	102.50	102.50	102.50	0.00	22.17	0.00	22.17
Robyg	ROB0218	2018.02.26	6.6600	0.89	104.29	103.60	103.60	103.60	103.60	0.69	10.52	0.00	10.52
Robyg	ROG0615	2015.06.20	7.5000	2.38	102.50	102.50	102.50	102.50	102.50	-1.00	10.48	0.00	10.48
Robyg	ROB0116	2016.01.14	7.5900	1.91	102.00	102.00	102.00	102.00	102.00	-1.50	10.38	0.00	10.38
Ronson Europe	RON0218	2018.02.23	6.9900	2.76	100.60	100.60	100.60	100.10	100.10	0.50	7.64	0.00	7.64
S													
SAF	SAF1115	2015.11.15	9.0000	1.48	100.00	100.30	100.00	100.00	100.00	0.00	12.28	0.00	12.28
Scanned Multimedis	SCM1115	2015.11.16	8.4200	13.61	99.40	99.90	99.90	99.90	99.70	-0.30	17.15	0.00	17.15
T													
Trakcja	TRJ1215	2015.12.31	7.4500	21.64	102.50	102.50	102.50	102.50	101.70	0.80	1 843.16	0.00	1 843.16
U													
Uboat - Line	UBT0415	2015.04.22	8.9800	20.42	78.00	78.00	78.00	78.00	78.00	-1.00	5.42	0.00	5.42
Uboat - Line	UBT0915	2015.09.27	8.4200	4.04	71.00	73.40	73.40	73.40	73.40	-2.40	2.14	0.00	2.14
Unibep	UNI0516	2016.05.28	5.9900	2.28	102.20	102.20	102.20	102.20	102.40	-0.20	1 044.00	0.00	1 044.00
Unidevelopment	UND0317	2017.03.07	7.5700	7.67	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	0.00	1 007.00	1 007.00
Uniserv-Piecbud	PCB1015	2015.10.02	8.7500	0.29	101.00	101.00	101.20	101.20	100.40	0.60	18.97	0.00	18.97
V													
VIG	VIG0115	2015.01.30	12.0000	24.99	98.50	98.50	98.50	98.50	99.40	-0.90	10.08	0.00	10.08
Voxel	VOX0716	2016.07.31	7.6900	16.01	100.70	100.70	100.70	100.25	100.65	0.10	161.01	0.00	161.01
W													
Warimpex	WXF0218	2018.02.28	8.6200	5 195.62	106.00	106.00	106.00	100.00	100.00	6.00	534.72	0.00	534.72
Warimpex	WXB0316	2016.03.31	9.3000	3.57	97.00	98.87	98.87	98.99	98.99	-3.00	46.33	0.00	46.33
WDB Brok. Ubezp.	WDB0915	2015.09.25	9.0000	0.47	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.00	15.45	0.00	15.45
Werth-Holz	WHH1214	2014.12.07	8.7600	0.89	98.49	98.49	98.50	96.50	96.50	1.99	54.44	0.00	54.44
Włodarzewska	WLD0516	2016.05.15	10.1700	16.72	93.03	87.03	87.03	87.03	87.03	6.00	18.64	0.00	18.64
Włodarzewska	WLO1214	2014.12.15	8.0000	0.64	99.05	98.99	98.99	98.99	98.99	0.06	14.95	0.00	14.95
Włodarzewska	WLO0516	2016.05.15	10.1700	16.72	96.00	96.09	96.09	96.09	96.09	-0.09	0.98	0.00	0.98
Work Service	WSE1016	2016.10.04	7.0700	1.94	102.30	102.68	102.68	102.68	102.68	-0.38	123.17	0.00	123.17
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors										RAZEM:	55 827.70	4 915.00	60 742.70

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).

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona. Osoby, które rozpowszechnią 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 był stroną umowy w przedmiocie świadczenia usług bankowości inwestycyjnej zawartej ze spółką Vantage Development S.A., która obowiązywała w okresie ostatnich 12 miesięcy przed sporządzeniem niniejszego dokumentu. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument mogło być lub może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, a dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez spółkę Vantage Development S.A. dokonywanych przez DI Investors lub podmioty z nim powiązane. DI Investors w okresie ostatnich 12 miesięcy otrzymywał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług maklerskich na rzecz spółki Vantage Development S.A. Nie jest wykluczone, że okresie następnych 12 miesięcy DI Investors będzie składać ofertę świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz spółki Vantage Development S.A.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY PRZED PUBLIKACJĄ NINIEJSZEGO DOKUMENTU DI INVESTORS PEŁNIŁ ROLĘ OFERUJĄCEGO OBLIGACJE VANTAGE DEVELOPEMENT S.A. SERII B I C. PONADTO, DI INVESTORS PROWADZIŁ BĄDŹ PROWADZI EWIDENCJĘ PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ VANTAGE DEVELOPEMENT S.A. POWYŻSZE PROWADZI DO POWSTANIA RZECZYWISTEGO 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.

DI Investors zawarł ze spółką Vantage Development S.A. umowę w przedmiocie przygotowania analizy i sporządzenia raportu dotyczącego rynku deweloperów, za który otrzymał odrębne wynagrodzenie. Nie jest wykluczone, że okresie następnych 12 miesięcy DI Investors będzie składać ofertę, której przedmiotem będzie świadczenie na rzecz spółki Vantage Development S.A. usług w zakresie odpłatnego sporządzania raportów analitycznych oraz świadczenia usług obejmujących relacje inwestorskie.

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

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.