

Catalyst: Obligacje wg tygodniowych zmian cen

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Warimpex	WXB0316	13.00	425.62
E-Kancelaria	EKA1115	12.20	16.25
E-Kancelaria	EKA0215	12.13	129.83
E-Kancelaria	EKA0616	11.08	13.67
E-Kancelaria	EKA1214	7.00	130.95
E-Kancelaria	EKA0715	5.83	13.74
E-Kancelaria	EKK1016	5.70	2.43
Uboat - Line	UBT0915	2.30	14.63
Kruk	KRU0818	2.13	17.92
Polbrand	PBD0116	2.05	114.28
Nanotel	NAN0415	-1.85	1.52
Nanotel	NAN1015	-1.97	4.30
PTI	PTI1115	-2.10	5.62
E-Kancelaria	EKA0816	-2.24	1.88
Trakcja	TRJ1215	-2.40	687.28
Fast Finance	FFI0116	-2.47	1.00
Ghelamco Invest	GHE0718	-2.50	10.43
Włodarzewska	WLO0516	-2.50	6.69
E-Kancelaria	EKA0515	-3.80	1.77
E-Kancelaria	EKA1016	-10.00	6.03

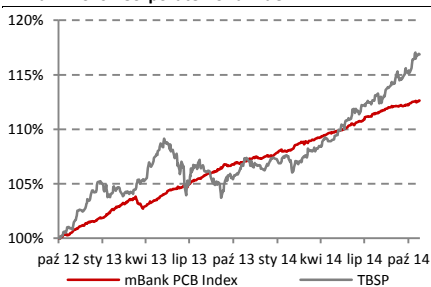
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Obligacje wg tygodniowego obrotu

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Meritum Bank	MRT0421	-1.00	2 147.95
OT Logistics	OTS0217	0.00	2 008.61
Gino Rossi	GRI0615	-0.79	1 698.40
Getin Noble	GNB0318	0.19	1 505.10
BZ WBK	BZW1216	0.13	1 021.07
BGK	BGK0517	0.01	1 013.49
Trakcja	TRJ1215	-2.40	687.28
Echo Investment	ECH0318	0.17	683.89
GPW	GPW0117	-0.05	592.19
PKN Orlen	PKN1117	-0.09	521.47

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

mBank Polish Corporate Bond Index



Zmiana tygodniowa mBank	0.16%
Zmiana tygodniowa TBSP	0.11%

Źródło: Bloomberg, obliczenia DI Investors

Mateusz Gąsiorowski

(+48) 22 378 9203

Mateusz.Gasiorowski@investors.pl

Michał Mordel

(+48) 22 378 9220

Michal.Mordel@investors.pl

Piotr Raciborski

(+48) 22 378 9195

Piotr.Raciborski@investors.pl

Tydzień w skrócie – główne wydarzenia.

BEST II NS FIZ – Dzień 24 października 2014r. jest pierwszym dniem obrotu obligacji serii C (oznaczenie: BS20118) o wartości nominalnej PLN 40m na rynku Catalyst.

BOŚ – Fitch przyznał Bankowi rating BBB z perspektywą negatywną w skali ocen międzynarodowych oraz A na poziomie krajowym.

4FUN MEDIA – Spółka wyemituje obligacje o wartości nominalnej do PLN 6m.

TAURON – Fundusz Rezerwy Demograficznej jest zainteresowany kupnem obligacji Spółki.

PKN ORLEN – Spółka nie wyklucza kolejnych emisji obligacji.

GETIN NOBLE – Moody's przyznał Bankowi krótkoterminowy rating kredytowy i depozytowy na poziomie Ba2 z perspektywą negatywną.

MERITUM BANK ICB – W dniu 21 października 2014r. Bank wyemitował obligacje o łącznej wartości nominalnej PLN 80m.

JSW – Spółka wybrała konsorcjum banków w związku z planowaną emisją euroobligacji.

JSW – Moody's przyznał rating dla Spółki na poziomie (P) Ba2, perspektywa stabilna.

PRAGMA INKASO – Zarząd Spółki podjął uchwałę o emisji obligacji serii D o łącznej wartości nominalnej PLN 10m.

PEGAS NONWOVENS – Spółka zatwierdziła prospekt dot. emisji obligacji o wartości do CZK 2.5mld.

Kredyt po Lupą: Ilościowe miary oceny ryzyka kredytowego PGE i TPE na przykładzie ratingu Moody's.

Agencja ratingowa Moody's opracowała dla każdego sektora oddzielną metodologię liczenia ratingu. Korzystając z metodologii dla spółek Utilities zaprezentowanej w raporcie „Moody's Rating Methodology: Regulated Electric and Gas Utilities” wydanej w grudniu 2013r. prezentujemy podstawowe wskaźniki dłużne wykorzystywane przez Moody's przy przydzielaniu ratingu.

Tabela PGE: Ocena ratingowa na podstawie metodologii Moody's dla wskaźników ilościowych

Waga	Wskaźnik	2011	2012	2013	średnia	Ocena
10.0%	a) (CFO przed ΔWC + odsetki) / (odsetki)	45.8	104.5	112.3	87.5	Aaa
12.5%	b) (CFO przed ΔWC) / (Dług)	2.9	4.6	3.0	3.5	Aaa
12.5%	c) (CFO przed ΔWC - dywidenda) / (Dług)	2.2	2.7	2.4	2.4	Aaa
5.0%	d) (CFO - CAPEX - dywidenda) / (Dług)	50%	-56%	68%	20%	Aa

Źródło: Obliczenia DI Investors, sprawozdania finansowe PGE, Moody's

Tabela TPE: Ocena ratingowa na podstawie metodologii Moody's dla wskaźników ilościowych

Waga	Wskaźnik	2011	2012	2013	średnia	Ocena
10.0%	a) (CFO przed ΔWC + odsetki) / (odsetki)	49.1	16.3	13.4	26.2	Aaa
12.5%	b) (CFO przed ΔWC) / (Dług)	58%	69%	56%	61%	Aa
12.5%	c) (CFO przed ΔWC - dywidenda) / (Dług)	52%	59%	50%	54%	Aaa
5.0%	d) (CFO - CAPEX - dywidenda) / (Dług)	-8%	-7%	-4%	-6%	Ba

Źródło: Obliczenia DI Investors, sprawozdania finansowe PGE, Moody's

Tabela: Podsumowanie ocen ratingowych dla PGE i TPE

Rating Altmana	Wartość Z'-score	Z-score spółki*	Rating Moody's – mierniki ilościowe*	Oficjalny Rating Moody's	Oficjalny Rating Fitch
AAA	8.15				
AA+	7.60				
AA	7.30				
AA-	7.00				
A+	6.85				
A	6.65				
A-	6.40				
BBB+	6.25				
BBB	5.85			PGE	PGE
BBB-	5.65				TPE
BB+	5.25				
BB	4.95				
BB-	4.75				
B+	4.50				
B	4.15				
B-	3.75				
CCC+	3.20				
CCC	2.50				
CCC-	1.75				
D	0.00				

Źródło: credit scoring system for corporate bonds; raporty spółek, Moodys, Fitch, obliczenia DI Investors * na podstawie danych na koniec 2013r.

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%
Kredyt Inkaso	KRI0916	106.50	8.28%
Ekopaliwa Chetm	EPC0716	106.11	15.00%
Kruk	KRU1018	106.00	6.77%
Warimpex	WXF0218	106.00	8.62%
Kruk	KRU1216	105.30	7.16%
Warimpex	WXF0316	105.20	4.88%
Trust	TRU1214	74.00	7.74%
Uboat - Line	UBT0915	72.30	8.42%
E-Kancelaria	EKA0715	69.83	10.55%
E-Kancelaria	EKA1115	65.00	10.00%
E-Kancelaria	EKA0816	61.00	9.00%
E-Kancelaria	EKA0616	59.98	10.00%
WZRT-Energia	WZR1115	51.15	9.67%
E-Kancelaria	EKA1016	50.00	8.32%
E-Kancelaria	EKA1215	46.50	9.00%
E-Kancelaria	EKK1016	43.20	9.00%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Catalyst: Dzień ustalenia praw do odsetek

Dzień	Spółka	Seria	Bież. oproc.
28.10	PCC Autochem	AUT0217	6.80%
28.10	E-Kancelaria	EKA0515	12.00%
28.10	E-Kancelaria	EKA1115	0.10%
28.10	Kruk	KRU1116	7.27%
29.10	Certus Capital	CCA0216	9.00%
29.10	IIF	IIF1115	8.74%
29.10	M.W. Trade	MWT1115	7.14%
30.10	Fabryka Konstrukcyjnych Drewnianych	FKD0516	9.50%
30.10	Getin Noble	GNB1120	5.74%
30.10	M.W. Trade	MWD1115	7.02%
30.10	PKN Orlen	PKN1117	4.14%
30.10	Vindexus	VIN1116	8.92%
31.10	Granit-Color	GRA0816	9.50%
31.10	Kredyt Inkaso I NS FIZ	KI10517	6.60%
31.10	Mikrokasa	MKR1115	9.95%
31.10	Multimedia Polska	MMPO520	6.00%
31.10	Navi Group	NAV0216	8.67%
31.10	VIG	VIG0515	12.00%
31.10	Vantage Development	VTG0816	8.17%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Rentowność polskich obligacji, stawki WIBOR, stopa procentowa

Rentowność obligacji dwuletnich	1.69%
Rentowność obligacji pięcioletnich	2.06%
Rentowność obligacji dziesięcioletnich	2.64%
WIBOR6M	1.97%
WIBOR3M	1.98%
Stopa referencyjna	2.00%

Źródło: Bloomberg

Rentowność polskich obligacji, stawki WIBOR, stopa procentowa

		Δ tyg.
Rentowność obligacji dwuletnich	1.69%	-0.050
Rentowność obligacji pięcioletnich	2.06%	0.014
Rentowność obligacji dziesięcioletnich	2.64%	-0.011
WIBOR6M	1.97%	-0.030
WIBOR3M	1.98%	-0.040
Stopa referencyjna	2.00%	0.000

Źródło: Bloomberg

Największe obroty, wzrosty i spadki.

Obroty na obligacjach korporacyjnych na rynku Catalyst w minionym tygodniu wyniosły **PLN 24.1m** w porównaniu z PLN 95.3 m tydzień wcześniej.

Najwyższy obrót, w wysokości PLN 2.15m, odnotowano na obligacjach **Meritum Bank** serii MRT0421. Całość obrotu na instrumencie to obrót sesyjny, kurs serii zmienił o 1pkt.proc. z 105.4% na 104.4%.

Najwyższy wzrost kursu odnotowano na obligacjach spółki **Warimpex** (seria WXB0316). Kurs serii wzrósł o 13.1 pkt. proc. z poziomu 87.0% do 100.0%. Obrót na serii wyniósł PLN 426k.

Obligacje spółki **E-Kancelaria**, serii EKA1016, odnotowały największy spadek kursu w minionym tygodniu: o 10.0 punktów procentowych z 60.0% do 50.0%. Obrót na tej serii wyniósł PLN 6.0k.

Informacje ze spółek.

BEST II NS FIZ (24.10) – Dzień 24 października 2014r. jest pierwszym dniem obrotu obligacji serii C (oznaczenie: BS20118) o wartości nominalnej PLN 40m na rynku Catalyst.

BOŚ (23.10) – Fitch przyznał Bankowi rating BBB z perspektywą negatywną w skali ocen międzynarodowych oraz A na poziomie krajowym.

Na poziomie krajowym ocenę A nadano dla programu emisji obligacji o wartości PLN 2mld, z tym, że dla obligacji podporządkowanych jest to ocena BBB-. Obligacje podporządkowane o wartości PLN 83m zostały przez Bank wyemitowane we wrześniu 2014r.

4FUN MEDIA (22.10) – Spółka wyemituje obligacje o wartości nominalnej do PLN 6m.

Próg emisji obligacji to PLN 3m. Obligacje będą oprocentowane według stałej stopy procentowej w wysokości 8% rocznie. Odsetki wypłacane będą w odstępach kwartalnych. Termin wykupu papierów to trzy lata. Środki uzyskane z emisji Spółka przeznaczy na działania marketingowe związane z umocnieniem pozycji Spółki na rynku telewizyjnym i mediów cyfrowych, ewentualne przejęcie podmiotów dywersyfikujących obecne źródła przychodów oraz zasilenie kapitału obrotowego. Zabezpieczeniem obligacji będzie zastaw rejestrowy ustanowiony na udziałach w spółce Program sp. z o.o. o wartości na dzień 10 września 2014r. PLN 9.9m.

TAURON (22.10) – Fundusz Rezerwy Demograficznej jest zainteresowany kupnem obligacji Spółki.

O możliwości zakupu przez Fundusz Rezerwy Demograficznej, zarządzany przez ZUS, obligacji Tauronu potwierdził w rozmowie z portalem Bankier.pl rzecznik prasowy ZUS. Według źródeł portalu FRD może objąć do 10% emisji, czyli obligacje o wartości do PLN 200m.

PKN ORLEN (21.10) – Spółka nie wyklucza kolejnych emisji obligacji.

Dyrektor biura zarządzania finansami w PKN Orlen w wypowiedzi dla PAP, poinformował że spółka zabezpieczyła finansowanie na 5 lat. Do dyspozycji posiada ponad PLN 4bn środków, ponad 50% zadłużenie ma postać źródeł pozabankowych. Strategia Orlenu zakłada utrzymanie dźwigni finansowej poniżej 30 proc. i długu netto do EBITDA wg Lifo poniżej 2. Rokroczny CAPEX szacowany jest na 4,1 mld zł. Ze względu na duże zainteresowanie obligacjami, PKN nie wyklucza nowej emisji w celu refinansowania długu. Spółka nie będzie poszukiwała kapitału poza rynkiem europejskim.

GETIN NOBLE (21.10) – Moody's przyznał Bankowi krótkoterminowy rating kredytowy i depozytowy na poziomie Ba2 z perspektywą negatywną.

MERITUM BANK ICB (21.10) – W dniu 21 października 2014r. Bank wyemitował obligacje o łącznej wartości nominalnej PLN 80m.

Papiery oprocentowane będą według zmiennej stopy procentowej równej stopie WIBOR6M powiększonej o marżę 4.1 pkt. proc. Termin wykupu obligacji to 21 października 2022r.

JSW (20.10) – Spółka wybrała konsorcjum banków w związku z planowaną emisją euroobligacji.

Credit Suisse Securities i J.P. Morgan Securities będą pełniły funkcję globalnych koordynatorów i współprowadzących księgę popytu. ING Bank i PKO Bank Polski zaangażowano jako współprowadzących księgę popytu.

JSW (20.10) – Moody's przyznał rating dla Spółki na poziomie (P) Ba2, perspektywa stabilna.

Agencja przyznała też wstępny rating dla planowanej emisji euroobligacji JSW Finance na poziomie (P) Ba3. Agencja wskazuje m.in. na silną pozycję JSW na rynku węgla koksowego. Zauważa jednocześnie, że obecne otoczenie rynkowe jest dla spółki niekorzystne, a ceny węgla są na historycznie niskich poziomach. Wymienia również m.in. wysoką bazę kosztów stałych i wysokie nakłady inwestycyjne. Moody's wskazuje, że przejęcie przez JSW kopalni Knurów-Szczygłowice pogorszy jej profil finansowy, ale z drugiej strony oferuje perspektywę wzrostu i potencjalne znaczące synergije. Agencja zakłada, że sytuacja finansowa JSW będzie się poprawiać w ciągu 12-18 miesięcy. Moody's spodziewa się bowiem umiarkowanych wzrostów cen węgla i stabilnych perspektyw dla europejskiego rynku stali.

PRAGMA INKASO (20.10) – Zarząd Spółki podjął uchwałę o emisji obligacji serii D o łącznej wartości nominalnej PLN 10m.

Próg emisji ustalony przez Spółkę to PLN 8m. Kupony wypłacane będą w odstępach kwartalnych. Oprocentowanie oparte będzie o stopę WIBOR 3M powiększoną o marżę. Termin wykupu papierów to trzy lata. Zabezpieczeniem obligacji jest zastaw rejestrowy na certyfikatach inwestycyjnych funduszu Pragma 1 FIZ.

EBC (22.10) – Źródła agencji Thomson Reuters poinformowały, że Europejski Bank Centralny rozważa zakupy obligacji korporacyjnych na rynku wtórnym. EBC zdementował te spekulacje. Według źródeł Thomson Reuters EBC mógłby podjąć decyzję w tej sprawie jeszcze w grudniu, by rozpocząć zakupy na początku 2015 roku.

PEGAS NONWOVENS (20.10) – Spółka zatwierdziła prospekt dot. emisji obligacji o wartości do CZK 2.5mld

Spółka zamierza zaoferować obligacje krajowym i zagranicznym inwestorom kwalifikowanym, jak również w ramach oferty publicznej skierowanej do inwestorów indywidualnych w Czechach. Wpływy z emisji obligacji przeznaczone mają być na spłatę kredytów bankowych. Obligacje z terminem wykupu do 2018 r.

Catalyst: Obligacje zapadające do końca 2014 roku

Data wykupu	Spółka	Wartość (PLNm)	Premia/dyskonto
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	Debt Trad.	14	-0.9%
2014.11.28	OT Logistics	60	0.9%
2014.12.04	ZM Henryk 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	-0.6%
2014.12.15	Włod.	10	-1.5%
2014.12.17	E-Kancelaria	3	-12.0%
2014.12.18	CI Games	6	-0.2%
2014.12.30	ZPS Krzętle	2	-18.0%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

Kredyt po Lupą: Ilościowe miary oceny ryzyka kredytowego PGE i TPE na przykładzie ratingu Moody's.

Agencja ratingowa Moody's opracowała dla każdego sektora oddzielną metodologię liczenia ratingu. Korzystając z metodologii dla spółek Utilities zaprezentowanej w raporcie „Moody's Rating Methodology: Regulated Electric and Gas Utilities” wydanej w grudniu 2013r. prezentujemy podstawowe czynniki wykorzystywane przez Moody's przy przydzielaniu ratingu. Następnie analizujemy ilościowe miary oceny ratingowej, bazując na wynikach finansowych PGE i TPE za ostatnie 3 lata.

Rating Moody's wyliczany na podstawie analizy 4 czynników:

- 1) Otoczenie regulacyjne, waga 25%.
- 2) Zdolność odzyskania poniesionych kosztów i osiągnięcia zysków, waga 25%.
- 3) Dywersyfikacja produkcji, waga 10%.
- 4) Wskaźniki finansowe spółki, waga 40%.

Pierwsze 3, są kryteriami jakościowymi, które podlegają częściowo subiektywnej ocenie analityka. Z kolei wskaźniki finansowe są liczone tylko na podstawie wyników spółki i mogą być w pełni obiektywnie policzone. Z tego względu w uproszczonej analizie kredytowej, spółek polskiego sektora energetycznego koncentrujemy się tylko na ostatnim kryterium przydzielania ratingu w metodologii Moody's.

Na grupę wskaźników finansowych składają się 4 mierniki uznane przez Moody's za najbardziej użyteczne w ocenie zdolności kredytowej dla tego sektora. Należy pamiętać, że żaden z pojedynczych wskaźników finansowych nie może w pełni oddać zdolności kredytowej zintegrowanych pionowo spółek energetycznych i w tym celu analiza pozostałych wskaźników i czynników może być konieczna.

Mierniki wskazane przez Moody's, zaliczane do wskaźników finansowych:

- 4) Wskaźniki finansowe spółki, waga 40%:
 - a. $(CFO \text{ przed } \Delta WC + \text{odsetki}) / (\text{odsetki})$, waga 10.0%
 - b. $(CFO \text{ przed } \Delta WC) / (\text{Dług})$, waga 12.5%
 - c. $(CFO \text{ przed } \Delta WC - \text{dywidenda}) / (\text{Dług})$, waga 12.5%
 - d. $(FCF) / (\text{Dług})$, waga 5.0%

Zgodnie z metodologią Moody's wartości wskaźników brane pod uwagę przy nadawaniu oceny obliczone są jako średnia z 3 ostatnich lat. Poniżej przedstawiamy poszczególne składowe wskaźniki finansowych dla PGE i TPE wg metodologii Moody's oraz implikowany rating.

Tabela 1. Przedziały oceny ratingowej wg Moody's na podstawie wskaźników finansowych

Waga	Wskaźnik	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
10.0%	a) $(FFO^* + \text{odsetki}) / (\text{odsetki})$	$\geq 15x$	9x - 14.9x	6.0x - 8.9x	3.5x - 5.9x	1.8x - 3.4x	1.0x - 1.7x	<1.0x
12.5%	b) $(FFO^*) / (\text{Dług})$	$\geq 70\%$	45% - 69%	28% - 44%	17% - 27%	10% - 16%	5% - 9%	<5%
12.5%	c) $(FFO^* - \text{dywidenda}) / (\text{Dług})$	$\geq 50\%$	32% - 49%	20% - 31%	12% - 19%	7% - 11%	3% - 6%	<3%
5.0%	d) $(FCF) / (\text{Dług})$	$\geq 50\%$	20% - 49%	10% - 19%	0% - 9%	(15%) - 0%	(30%) - (16%)	<(30)%

Źródło: Moody's Rating Methodology: PGE and Energa Case Study, November 2013, *FFO definiowane jako: CFO przed ΔWC .

Tabela 2. PGE: Implikowana ocena ratingowa na podstawie metodologii Moody's dla wskaźników ilościowych

Waga	Wskaźnik	2011	2012	2013	średnia	Ocena
10.0%	a) (CFO przed ΔWC + odsetki) / (odsetki)	45.8	104.5	112.3	87.5	Aaa
12.5%	b) (CFO przed ΔWC) / (Dług)	290%	460%	300%	350%	Aaa
12.5%	c) (CFO przed ΔWC - dywidenda) / (Dług)	220%	270%	240%	240%	Aaa
5.0%	d) (FCF=CFO - CAPEX - dywidenda) / (Dług)	50%	-56%	68%	20%	Aa

Źródło: Obliczenia DI Investors, sprawozdania finansowe PGE, Moody's

Tabela 3. TPE: Implikowana ocena ratingowa na podstawie metodologii Moody's dla wskaźników ilościowych

Waga	Wskaźnik	2011	2012	2013	średnia	Ocena
10.0%	a) (CFO przed ΔWC + odsetki) / (odsetki)	49.1	16.3	13.4	26.2	Aaa
12.5%	b) (CFO przed ΔWC) / (Dług)	58%	69%	56%	61%	Aa
12.5%	c) (CFO przed ΔWC - dywidenda) / (Dług)	52%	59%	50%	54%	Aaa
5.0%	d) (FCF=CFO - CAPEX - dywidenda) / (Dług)	-8%	-7%	-4%	-6%	Ba

Źródło: Obliczenia DI Investors, sprawozdania finansowe PGE, Moody's

Implikowany rating dla PGE obliczony na podstawie jedynie wskaźników finansowych jest wyższy niż ocena ratingowa nadana przez Moody'ego nadana w maju tego roku. Oprócz faktu, że rating spółki nie może przewyższać ratingu Polski (Moody's A2), różnica wynika przede wszystkim z niższej oceny pozostałych czynników wpływających na rating, czyli oceny wielkości spółki, jej pozycji na rynku, prognozowanych nakładów inwestycyjnych i polityki finansowej zarządu spółki. Pomimo wyższych ocen ilościowych, te pozostałe czynniki, w ocenie Moody's decydują o niższym ratingu dla PGE, niż by wynikał z samych wskaźników ilościowych.

Aktualnie nie ma nadanego ratingu Moody's dla TPE. Poniżej przedstawiamy nadane ratingi kredytowe dla PGE i TPE.

Tabela 4. Podsumowanie ratingów PGE i TPE wydanych przez Moody's i Fitch

	PGE	Data wydania	Perspektywa
Moody's	Baa1	2014-05-26	Stabilna
Fitch	BBB+	2014-05-28	Stabilna
	TPE	Data Wydania	Perspektywa
Moody's	-	-	-
Fitch	BBB	2014-07-18	Stabilna

Źródło: Raporty Moody's i Fitch

Wskaźnik b), czyli przepływy operacyjne z działalności operacyjnej przed zmianami w kapitale obrotowym w stosunku do długu, może zostać również policzony, w uproszczonej formie, na przyszłe lata w oparciu o konsensus prognoz podstawowych wyników spółki i wielkości bilansowych.

Tabela 5. Wskaźnik FFO*/Dług netto dla PGE i TPE, lata 2011-2016P

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
PGE: FFO/Dług netto	-3.8	-2.3	-2.1	-4.1	1.8	0.8
TPE: FFO/Dług netto	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3

Źródło: Sprawozdania spółek, Bloomberg, obliczenia DI Investors, *FFO liczony jako zysk netto powiększony o amortyzację

Wg konsensusu, wskaźnik zadłużenia zarówno dla PGE jak i TPE ma perspektywę negatywną. W 2014 PGE wciąż będzie posiadać nadwyżkę gotówki nad zaciągniętym długiem, jednak w związku nowymi projektami inwestycyjnymi od 2015 wartości wskaźnika FFO/Dług netto będzie wynosił 1.8x w 2015p i spadnie do poziomu 0.8x w 2016p. Z kolei dla TPE, prognozowany poziom wskaźnika spadnie z 0.6 z końca 2013r. do poziomu 0.4 w 2014p a następnie do poziomu 0.3x w latach 2015p i 2016p.

Analizując pozostałe podstawowe wskaźniki zadłużenia, można zauważyć pogarszającą się sytuację kredytową dla Tauronu, dla którego wskaźnik Dług netto/EBITDA przekroczył 3.0x na koniec 1H 2014. Wskaźniki dla PGE utrzymują się na stabilnym, bezpiecznym poziomie.

Tabela 6. PGE: podstawowe wskaźniki oceny zadłużenia

	2011	2012	2013	H1 2014
EBIT / Odsetki zapłacone*	56.3x	68.6x	108.8x	104.2x
EBITDA / Odsetki zapłacone*	93.6x	114.6x	172.3x	155.4x
Dług netto/Kapitał własny	-0.05x	-0.07x	-0.08x	0.00x
Dług netto/EBITDA	-0.3x	-0.4%	-0.4x	0.05x
Wskaźnik bieżącej płynności	1.5x	1.6x	1.7x	2.0x

Źródło: Raporty spółki, obliczenia DI Investors, *wielkość z CFF

Tabela 7. TPE: podstawowe wskaźniki oceny zadłużenia

	2011	2012	2013	H1 2014
EBIT / Odsetki zapłacone*	31.5x	9.7x	8.4x	7.9x
EBITDA / Odsetki zapłacone*	58.5x	17.3x	16.0x	14.6x
Dług netto/Kapitał własny	0.25x	0.27x	0.29x	0.35
Dług netto/EBITDA	1.32x	1.18x	1.43	3.09
Wskaźnik bieżącej płynności	1.1x	1.1x	0.9x	1.0x

Źródło: Raporty spółki, obliczenia DI Investors, *wielkość z CFF

Oprócz powyższych analiz zostały również obliczone wskaźniki Altmana zarówno dla PGE jak i TPE.

Tabela 8. PGE: Składowe wskaźnika oraz Altman EMS

	2011	2012	2013
Kapitał obrotowy/Suma bilansowa	0.45	0.47	0.56
Zyski zatrzymana/Suma bilansowa	0.21	0.01	0.14
EBIT/Suma bilansowa	0.49	0.52	0.56
Kapitały własne/Całkowite zobowiąz.	2.91	2.74	2.68
Suma	4.06	3.74	3.94
Stała	3.25	3.25	3.25
Altman EM Score	7.31	6.99	7.19

Źródło: An emerging market credit scoring system for corporate bonds Edward I. Altma; raporty spółek, obliczenia DI Investors

Tabela 9. TPE: Składowe wskaźnika oraz Altman EMS

	2011	2012	2013
Kapitał obrotowy/Suma bilansowa	0.06	0.08	-0.10
Zyski zatrzymana/Suma bilansowa	0.11	0.11	0.10
EBIT/Suma bilansowa	0.39	0.47	0.40
Kapitały własne/Całkowite zobowiąz.	1.36	1.22	1.28
Suma	1.93	1.87	1.68
Stała	3.25	3.25	3.25
Altman EM Score	5.18	5.12	4.93

Źródło: An emerging market credit scoring system for corporate bonds Edward I. Altma; raporty spółek, obliczenia DI Investors

Różnica we wskaźniku Altmana EM Score pomiędzy PGE i TPE wynika w 62% z wyższego poziomu wskaźnika (kapitały własne/ suma zobowiązań) oraz w 30% z wyższego poziomu wskaźnika (kapitał obrotowy/ suma bilansowa). Podsumowując, przeprowadzone obliczenia sugerują że wskaźniki ratingowe policzone dla PGE, zarówno Moody's jak i Fitch'a są znacznie poniżej tych implikowanych używając tylko mierników ilościowych, bądź metodologii Altmana. Z kolei rating Fitch'a dla TPE, znajduje się pomiędzy ratingiem wynikającym z metodologii Altmana oraz ratingiem który implikują mierniki ilościowe liczone wg metodologii Moody's. Na następnej stronie prezentujemy podsumowanie ocen ratingowych opisanymi wyżej metodami w porównaniu do nadanych ratingów przez Moody's oraz Fitch.

Tabela 10. Podsumowanie ocen ratingowych dla PGE i TPE

Rating Altmana	Wartość Z"-score	Z-score spółki*	Rating Moody's – mierniki ilościowe*	Oficjalny Rating Moody's	Oficjalny Rating Fitch
AAA	8.15				
AA+	7.60				
AA	7.30				
AA-	7.00	PGE			
A+	6.85				
A	6.65		TPE		
A-	6.40				
BBB+	6.25			PGE	PGE
BBB	5.85				TPE
BBB-	5.65				
BB+	5.25				
BB	4.95				
BB-	4.75	TPE			
B+	4.50				
B	4.15				
B-	3.75				
CCC+	3.20				
CCC	2.50				
CCC-	1.75				
D	0.00				

Źródło: An emerging market credit scoring system for corporate bonds, Edward I. Altma; raporty spółek, Moodys, Fitch, obliczenia DI Investors
*liczone na podstawie danych na koniec 2013r.

PGE posiada 3 aktywne serie obligacji z czego jedna, seria PGE0618, jest notowana na Catalyst. Jej oprocentowanie oparte jest o stawkę WIBOR 6m powiększoną 0.7 punktu procentowego. Wartość nominalna obligacji wynosi PLN 1mld a termin zapadalności przypada na czerwiec 2018r. Pozostałe dwie serie obligacji są denominowane w EUR o łącznej wartości 638m.

TPE posiada dwie serie obligacji o łącznej wartości PLN 3.3mld. Obligacje nie są notowane na Catalyst, i wartość oprocentowania nie jest znana.

Tabela 11. PGE: Wyemitowane obligacje

Seria	0618	EMTN	EMTN
Numer identyfikacyjny	PGE0618	EK2588565*	EK4197134*
Rentowność	WIBOR 6M + 0.7%	mid swap EURIBOR +0.98%	stałe 3%
Wartość nominalna	PLN 1mld	EUR 500m	EUR 138m
Data Zapadalności	27.06.2018	09.06.2019	01.08.2029

Źródło: Bloomberg, *ID Number

Tabela 12. TPE: Wyemitowane obligacje

Seria	C	B
ID Number	E19078904	E19078862
Rentowność	b.d	b.d
Wartość nominalna	PLN 3mld	PLN 300m
Data zapadalności	12.12.2016	12.12.2015

Źródło: Bloomberg

Ostatnie emisje obligacji: Deweloperzy.

Kursy i rentowności obligacji na zamknięcie sesji 2014-10-24

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	6.37%
UNIDEVELOPMENT	UND0317	20.0	2014-09-18	2017-07-08	2.8	6M	5.00%	brak	100.0	6.36%
Echo Investment	ECH0318	75.0	2014-09-04	2018-03-04	3.5	6M	3.15%	brak	100.5	5.02%
Ronson	RON0218	5.0	2014-09-03	2018-02-23	3.5	6M	4.25%	brak	101.5	5.71%
Ghelamco Invest	GHE1117	37.8	2014-08-26	2017-11-27	3.3	6M	4.75%	brak	100.5	6.55%
Ghelamco Invest	GHI0718	30.0	2014-07-09	2018-07-09	4.0	6M	4.50%	brak	101.5	6.26%
Ghelamco Invest	GHK0718	11.2	2014-07-16	2018-07-09	4.0	6M	4.50%	brak	100.5	6.29%
Ghelamco Invest	GHC0718	30.8	2014-07-15	2018-07-16	4.0	6M	5.00%	brak	98.5	7.48%
Ghelamco Invest	GHI0718	30.0	2014-07-04	2018-07-04	4.0	6M	4.50%	brak	100.8	6.26%
Echo Investment	ECH0716	25.0	2014-07-07	2016-07-02	2.0	6M	2.85%	brak	100.8	4.33%
Echo Investment	ECH0616	50.0	2014-07-01	2016-06-26	2.0	6M	2.95%	brak	100.7	4.55%
Polnord	PND0617	13.5	2014-06-12	2017-06-12	3.0	6M	4.30%	brak	n.d.	n.d.
Polnord	PND0616	20.0	2014-10-27	2016-06-12	1.6	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%	102.0	6.30%
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	6.38%
Robyg	ROG0218	15.0	2014-02-26	2018-02-28	4.0	6M	4.00%	brak	103.2	4.85%
Robyg	ROB0218	45.0	2014-02-26	2018-02-26	4.0	6M	4.00%	brak	104.3	4.63%
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	5.36%
Polnord	PND0217	50.0	2014-02-11	2017-02-11	3.0	6M	4.35%	brak	101.2	5.59%
BBI Development	BBI0217	53.0	2014-02-07	2017-02-07	3.0	6M	6.00%	brak	101.0	7.54%
Ghelamco Invest	GHE0118	114.5	2014-01-29	2018-01-29	4.0	6M	5.00%	180%	100.2	6.81%
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	5.47%
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%	101.6	6.53%
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	4.76%
Echo Investment	ECH0618	80.0	2013-06-19	2018-06-19	5.0	6M	3.50%	brak	101.5	4.30%
Rank Progress	RNK0616	131.8	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	5.50%	150%	97.5	9.54%
Ronson	RON0617	83.5	2013-06-14	2017-06-14	4.0	6M	3.75%	120%	103.0	4.51%
Ronson	RON0616	23.6	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	4.55%	brak	103.0	4.32%
Włodarzewska	WLO0516	17.5	2013-05-15	2016-05-15	3.0	6M	7.50%	365%	93.5	14.25%
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	4.51%
BBI Development	BBI0216	22.0	2013-02-20	2016-02-22	3.0	6M	6.50%	brak	100.0	8.61%

Wskaźniki zadłużenia: Deweloperzy.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 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	79%	40%	1.7x	0.3x	0.1x	-28.0x	-0.6x	-1.3x
Dom Development	16%	8%	3.6x	0.7x	2.8x	1.5x	3.4x	2.3x
Echo Investment	72%	36%	2.1x	1.2x	1.5x	5.1x	3.7x	1.5x
Gant Development	521%	72%	0.6x	0.1x	0.0x	115.2x	0.4x	2.7x
GTC	138%	50%	1.3x	1.0x	1.2x	-7.2x	-2.7x	1.8x
JW Construction	117%	43%	1.7x	1.6x	0.2x	11.0x	1.5x	3.6x
LC Corp	57%	28%	3.4x	0.7x	1.3x	10.0x	2.6x	0.2x
Marvipol	92%	26%	1.6x	0.2x	0.4x	4.0x	2.1x	4.4x
Polnord	46%	27%	2.5x	0.7x	0.6x	23.5x	0.6x	2.6x
Rank Progress	117%	47%	0.9x	0.5x	0.1x	-21.2x	-0.9x	0.5x
Robyg	31%	14%	2.6x	1.0x	2.2x	2.4x	2.3x	5.1x
Ronson	30%	18%	5.8x	0.6x	2.3x	11.3x	1.0x	3.0x
Vantage Development	23%	15%	2.6x	1.3x	3.2x	31.3x	0.3x	0.7x
Wikana	252%	44%	1.2x	0.2x	0.2x	-8.0x	-27.4x	-28.1x

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

Ostatnie emisje obligacji: Spółki wierzycielskie.

Kursy i rentowności obligacji na zamknięcie sesji 2014-10-24

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	4.89%
Kredyt Inkaso I NS FIZ	KI10517	50.0	2014-05-09	2017-05-09	3.0	6M	3.85%	150%	100.0	4.98%
Best	BST0418	45.0	2014-04-30	2018-04-30	4.0	3M	3.80%	brak	99.9	5.81%
Kredyt Inkaso	KRI0717	53.0	2014-01-13	2017-07-13	3.5	6M	4.20%	brak	100.0	5.22%
Kredyt Inkaso	KRI0118	17.0	2013-12-13	2018-01-15	4.1	6M	4.40%	brak	101.8	6.41%
Kruk	KRU1217	15.0	2013-12-06	2017-12-06	4.0	3M	4.00%	brak	103.0	4.78%
Kruk	KRU1218	10.0	2013-12-05	2018-12-05	5.0	3M	4.50%	brak	104.2	3.93%
P.R.E.S.C.O.	PRE1117	35.0	2013-11-28	2017-11-28	4.0	6M	4.40%	brak	100.9	6.07%
Fast Finance	FFI1116	8.6	2013-11-18	2016-11-15	3.0	6M	7.00%	349%	100.0	9.25%
Vindexus	VIN1116	10.0	2013-11-08	2016-11-08	3.0	3M	6.25%	200%	104.6	5.71%
Kruk	KRU1018	40.0	2013-10-03	2018-10-03	5.0	3M	4.40%	brak	106.0	5.50%
Fast Finance	FFI0916	3.9	2013-09-30	2016-09-27	3.0	6M	7.00%	388%	100.4	8.76%
DTP	DTP0816	11.0	2013-08-23	2016-08-22	3.0	3M	4.50%	130%	101.5	5.34%
Kruk	KRU0818	50.0	2013-08-13	2018-08-13	5.0	3M	4.40%	brak	103.9	5.55%
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	5.43%
Kruk	KRU0618	15.0	2013-06-25	2018-06-25	5.0	3M	4.40%	brak	104.8	4.76%
Kruk	KRU0317	60.0	2013-06-07	2017-03-07	3.8	3M	4.40%	brak	104.5	4.50%
Best	BST0916	14.7	2013-03-28	2016-09-28	3.5	n.d.	8.98%	brak	103.2	7.00%
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%	100.5	6.12%
P.R.E.S.C.O.	PRE0815	10.0	2012-08-08	2015-08-08	3.0	6M	5.00%	brak	103.5	2.64%
Kredyt Inkaso	KRI0916	30.0	2012-03-05	2016-09-05	4.5	6M	5.70%	brak	106.5	3.82%
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%	99.0	10.50%

Wskaźniki zadłużenia: Spółki wierzycielskie.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 czerwca 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	30%	16%	7.9x	3.8x	1.0x	7.7x	56%	43%
Cash Flow*	435%	70%	0.8x	0.0x	-9.9x	-3.0x	-203%	-448%
DTP	20%	15%	6.2x	0.2x	1.2x	8.3x	19%	21%
Fast Finance	118%	19%	4.8x	0.2x	4.0x	1.8x	48%	30%
Kredyt Inkaso	130%	45%	3.7x	0.8x	4.4x	2.6x	64%	37%
Kruk	143%	54%	8.3x	0.6x	3.5x	4.4x	44%	31%
Magellan	311%	74%	1.4x	0.0x	15.1x	1.1x	40%	33%
MW Trade	799%	88%	1.3x	0.0x	29.1x	0.5x	27%	22%
P.R.E.S.C.O.	41%	24%	5.2x	1.0x	3.4x	1.5x	18%	7%
Vindexus	37%	24%	16.8x	2.0x	2.7x	2.5x	32%	23%

Źródło: Dane spółek, GPW Catalyst, cBonds, obliczenia DI Investors; *dla spółki Cash Flow dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 marca 2014r.

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 (2014-10-24)	YTM (%) (2014-10-24)	Rating Fitch	Z-Spread (2014-10-24)
Synthos	2014-09-30	2021-09-30	7.0	4.000%	EUR	350.00	0.15%	97.23	4.47%	Ba2*	363 pb
BOŚ	2011-05-11	2016-05-11	5.0	6.000%	EUR	250.00	-0.12%	107.42	1.09%	BBB	44 pb
mBank	2012-10-12	2015-10-12	3.0	2.750%	EUR	500.00	-0.06%	101.81	0.85%	A	32 pb
mBank	2013-10-08	2018-10-08	5.0	2.500%	CHF	200.00	0.16%	103.94	1.47%	A	128 pb
mBank	2014-04-01	2019-04-01	5.0	2.375%	EUR	500.00	-0.19%	103.31	1.59%	A	106 pb
Ciech	2012-11-28	2019-11-30	7.0	9.500%	EUR	245.00	0.92%	110.25	7.06%	B2*	345 pb
Energa	2013-03-19	2020-03-19	7.0	3.250%	EUR	500.00	0.46%	108.49	1.59%	BBB	84 pb
PGE	2014-06-09	2019-06-09	5.0	1.625%	EUR	500.00	0.15%	102.15	1.14%	BBB+	61 pb
PGNiG	2012-02-14	2017-02-14	5.0	4.000%	EUR	500.00	-0.07%	106.15	1.27%	Baa3*	64 pb
PKN Orlen	2014-06-30	2021-06-30	7.0	2.500%	EUR	500.00	0.43%	98.15	2.81%	BBB-	205 pb
PKO BP	2012-09-21	2015-12-21	3.2	2.536%	CHF	500.00	-0.07%	102.23	0.58%	A2*	48 pb
PKO BP	2010-10-21	2015-10-21	5.0	3.733%	EUR	800.00	0.09%	103.05	0.60%	A2*	22 pb
PKO BP	2011-07-07	2016-07-07	5.0	3.538%	CHF	250.00	-0.05%	104.75	0.71%	A2*	57 pb
PKO BP	2012-09-26	2022-09-26	10.0	4.630%	USD	1000.00	0.40%	105.22	3.86%	A2*	173 pb
PKO BP	2014-01-23	2019-01-23	5.0	2.324%	EUR	500.00	0.00%	104.01	1.34%	A2*	86 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.750%	EUR	542.50	0.40%	113.45	8.52%	B2*	193 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.625%	USD	500.00	-1.51%	114.00	8.28%	B2*	417 pb
PZU	2014-07-03	2019-07-03	5.0	1.375%	EUR	500.00	-0.01%	100.47	1.27%	A-*	76 pb
TVN	2013-09-16	2020-12-15	7.3	7.375%	EUR	430.00	1.40%	108.69	5.68%	B1*	392 pb
TVN	2010-11-19	2018-11-15	8.0	7.875%	EUR	140.00	-0.12%	103.81	6.78%	B1*	507 pb

* rating Moody's ** rating S&P

Catalyst: Podsumowanie tygodnia.

Spółka	Seria	Data wykupu	Oproc. w bieżącym okresie (%)	Narostę odsetki (PLN)	Kurs zamknięcia						Tygodniowa zmiana kursu (pkt. proc.)	Tygodniowy obrót w PLN		
					27.10	24.10	23.10	22.10	21.10	20.10		Sesyjny	Pakietowy	Razem
Getin Noble	GNB1120	2020.11.09	5.7400	27.52	98.50	98.50	98.50	99.79	99.79	99.79	-1.29	83.02	0.00	83.02
Ghelamco Invest	GHE0718	2018.07.11	7.6900	231.75	102.00	102.00	104.50	104.50	104.50	104.50	-2.50	10.43	0.00	10.43
Ghelamco Invest	GHE0418	2018.04.25	6.4900	0.89	101.00	101.00	101.00	101.20	100.51	100.51	0.49	16.19	0.00	16.19
Ghelamco Invest	GHJ0718	2018.07.04	7.1900	23.24	100.80	100.80	100.80	100.65	100.65	100.65	0.37	133.76	0.00	133.76
Ghelamco Invest	GHE0118	2018.01.29	7.6900	193.83	100.20	100.20	100.20	100.20	100.02	99.50	0.00	50.71	0.00	50.71
Gino Rossi	GRI0615	2015.06.26	9.4500	32.36	103.20	103.00	103.00	103.00	103.99	103.99	-0.79	1 698.40	0.00	1 698.40
GPW	GPW0117	2017.01.02	3.8700	1.28	100.45	100.60	100.41	100.36	100.50	100.69	-0.05	592.19	0.00	592.19
Granit-Color Grupa	GRA0816	2016.08.08	9.5000	21.34	102.50	102.50	102.00	102.00	102.00	102.00	0.50	10.46	0.00	10.46
Emmerson	GEM0715	2015.07.10	12.0000	36.49	98.50	98.93	98.93	98.93	98.93	98.93	-0.45	11.22	0.00	11.22
GTC	GTC0319	2019.03.11	7.0200	94.24	100.45	100.35	100.20	100.20	100.20	100.20	0.25	141.83	0.00	141.83
H														
Hussar	HGR0517	2017.05.17	8.5000	17.23	98.00	98.00	97.00	97.00	97.00	97.00	0.60	8.90	0.00	8.90
I														
Invista	INV0615	2015.06.18	9.4700	10.90	100.80	100.80	100.99	99.10	99.10	99.10	1.75	15.14	0.00	15.14
IVOPOL	IVO0616	2016.06.26	9.7000	8.77	102.00	102.00	102.00	100.20	100.40	100.40	1.58	123.27	0.00	123.27
K														
Kanc. medius	KME0416	2016.04.17	9.0000	2.96	100.00	100.00	100.00				0.00	192.50	0.00	192.50
Kredyt Inkaso	KRI0116	2016.01.02	8.1900	26.70	103.10	103.10	103.10	103.10	103.10	103.10	1.10	116.07	0.00	116.07
Kredyt Inkaso	KR20116	2016.01.02	8.0900	26.38	101.60	101.60	101.60	101.60	101.61	101.61	-0.01	3.12	0.00	3.12
Kruk	KRU1018	2018.10.03	6.7700	4.82	106.00	106.00	105.88	105.88	105.88	105.88	0.12	2.13	0.00	2.13
Kruk	KRU1216	2016.12.06	7.1600	10.40	105.30	105.00	103.90	103.90	103.90	104.00	1.30	280.19	0.00	280.19
Kruk	KRU1116	2016.11.05	7.2700	0.00	104.81	101.01	101.01	101.01	103.50	103.50	1.31	6.20	0.00	6.20
Kruk	KRU0317	2017.03.07	7.1600	10.20	104.50	104.50	104.50	104.50	104.79	104.79	-0.29	50.61	0.00	50.61
Kruk	KRU0818	2018.08.13	7.1700	15.13	104.20	103.50	102.07	102.07	102.07	102.07	2.13	17.92	0.00	17.92
Kruk	KRU0517	2017.05.20	6.8600	13.16	104.00	104.00	104.00	104.00	104.00	104.15	-0.15	18.95	0.00	18.95
Kruk	KRU1217	2017.12.06	6.5600	0.97	103.00	103.00	103.65	103.64	103.60	103.60	-0.59	66.05	0.00	66.05
L														
LZMO	LZM1116	2016.11.22	8.7500	16.54	98.50	98.50	98.50	98.90	98.85	98.85	-0.35	20.04	0.00	20.04
M														
M.W. Trade	MWT0316	2016.03.19	6.8600	0.75	101.10	100.56	100.56	100.56	100.56	100.56	0.54	67.18	0.00	67.18
M.W. Trade	MWT0416	2016.04.26	6.3800	0.05	101.00	101.00	101.00	100.70	100.70	100.70	0.30	10.10	0.00	10.10
M.W. Trade	MWT1115	2015.11.06	7.1400	3.44	100.42	100.42	100.42	100.30	100.30	100.00	0.12	69.28	0.00	69.28
M.W. Trade	MWD0216	2016.02.19	7.1000	1.38	100.03	100.03	100.03	100.03	100.03	100.03	-1.17	36.83	0.00	36.83
M.W. Trade	MWD1115	2015.11.07	7.0200	1.60	100.00	100.00	100.00	100.00	100.70	100.70	-0.70	0.81	0.00	0.81
Marvipol	MVP0415	2015.04.08	8.1500	0.47	100.00	100.15	100.50	100.50	100.50	100.96	-0.20	383.54	0.00	383.54
Masterform	MAS0215	2015.02.13	7.6700	16.18	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	100.50	0.50	14.35	0.00	14.35
mBank	MBK1223	2023.12.20	4.9500	1 776.58	101.99	101.99	101.99	101.96	101.96	101.50	0.49	311.05	0.00	311.05
MCI	MCI1216	2016.12.19	7.2000	26.04	103.00	103.00	103.00	103.00	103.00	102.98	-0.15	9.49	0.00	9.49
Management Mera	MER0616	2016.06.27	7.6900	6.95	100.30	100.46	100.46	100.46	100.46	100.46	0.29	12.12	0.00	12.12
Meritum Bank	MRT0421	2021.04.29	8.5400	0.00	104.40	104.40	104.39	104.39	105.40	105.40	-1.00	2 147.95	0.00	2 147.95
MEXPOL	MPL0316	2016.03.31	9.6700	7.68	100.91	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	0.91	5.06	0.00	5.06
Mikrokasa	MKR0615	2015.06.23	10.0000	9.86	100.97	100.97	100.97	100.05	100.95	100.95	0.02	3.05	0.00	3.05
Mikrokasa	MKR1115	2015.11.08	9.9500	22.35	100.45	100.45	100.45	100.10	100.10	100.10	0.35	2.05	0.00	2.05
Millennium	MIL0317	2017.03.28	3.7000	3.14	101.20	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	0.20	101.51	0.00	101.51
Mirbud	MRB0717	2017.07.03	7.6900	2.49	100.80	100.80	100.00	100.00	100.00	100.00	0.80	17.91	0.00	17.91
Murapol	MUR0415	2015.04.27	7.2100	0.04	100.20	100.20	100.20	100.20	100.20	100.00	0.20	10.52	0.00	10.52
Murapol	MUR0515	2015.05.16	7.8900	1.60	99.31	99.31	99.31	99.31	100.24	100.24	-0.93	4.03	0.00	4.03
N														
Nanotel	NAN0415	2015.04.16	12.0000	0.43	101.10	102.95	102.95	102.95	102.95	102.95	-1.85	1.52	0.00	1.52
Nanotel	NAN1015	2015.10.01	12.0000	0.92	101.00	102.97	102.97	102.97	102.97	102.97	-1.97	4.30	0.00	4.30
Navi Group	NAV0515	2015.05.25	8.6600	15.42	97.50	97.50	97.50	97.50	97.50	97.50	0.00	4.95	0.00	4.95
O														
OT Logistics	OTS0217	2017.02.17	6.6900	13.01	101.50	101.50	101.50	101.50	101.50	101.50	0.00	2 008.61	0.00	2 008.61
O														
OT Logistics	ODR1114	2014.11.28	6.7400	28.62	99.90	99.90	99.90	100.89	100.89	100.89	-0.99	2.05	0.00	2.05
P														
P.R.E.S.C.O.	PRE1117	2017.11.28	7.1400	30.12	100.88	100.88	100.88	100.88	100.88	100.88	0.06	8.29	0.00	8.29
PC Guard	PCG0415	2015.04.13	8.2300	4.28	99.10	99.10	99.40	100.40	100.40	100.40	-1.30	17.93	0.00	17.93
PCC Consumer Products Kosmet	KOS0516	2016.05.05	6.8000	0.00	101.50	101.00	101.00	101.00	101.00	100.90	0.59	16.27	0.00	16.27
PCC Rokita	PCR0517	2017.05.28	6.8000	1.17	103.80	103.25	103.00	103.50	103.50	103.50	0.30	31.14	0.00	31.14
PCC Rokita	PCR0416	2016.04.15	7.5000	0.31	103.20	103.50	103.75	103.00	103.00	103.80	0.13	61.30	0.00	61.30
PCC Rokita	PCR0615	2015.06.18	8.3000	0.96	102.02	102.60	102.50	102.99	102.00	102.00	0.02	40.33	0.00	40.33
PCC Rokita	PCR0419	2019.04.17	5.5000	0.20	101.35	101.34	101.01	101.39	101.10	101.00	0.49	347.38	0.00	347.38

Catalyst: Podsumowanie tygodnia.

Spółka	Seria	Data wykupu	Oproc. w bieżącym okresie (%)	Narostę odsetki (PLN)	Kurs zamknięcia						Tygodniowa zmiana kursu (pkt. proc.)	Tygodniowy obrót w PLN		
					27.10	24.10	23.10	22.10	21.10	20.10		Sesyjny	Pakietowy	Razem
PCZ	PCZ1015	2015.10.31	11.0000	8.74	102.38	101.52	101.49	101.49	101.49	101.50	0.88	217.79	0.00	217.79
PCZ	PCZ1015	2015.10.31	11.0000	8.74	101.00	101.00	101.00	101.00	101.00	100.00	1.00	437.28	0.00	437.28
PCZ	PCZ0617	2017.06.30	9.4000	7.47	101.00	101.00	101.00	101.00	100.39	100.30	0.70	385.12	0.00	385.12
PCZ	PCZ0416	2016.04.15	10.0000	7.95	100.90	100.95	100.90	100.70	100.55	100.54	0.37	58.87	0.00	58.87
PCZ	PCZ0916	2016.09.30	9.5000	7.55	100.50	100.70	100.70	100.70	100.50	100.70	-0.28	21.25	0.00	21.25
PCZ	PCZ0117	2017.01.31	9.5000	7.55	100.40	100.40	100.39	100.50	100.60	100.78	-0.20	109.24	0.00	109.24
PCZ	PCZ0615	2015.06.30	8.3600	6.64	100.10	100.15	99.98	99.91	99.90	100.07	0.02	90.63	0.00	90.63
PGNiG	PGN0617	2017.06.19	3.9500	142.85	100.30	100.30	100.30	101.30	101.30	101.30	-1.15	460.54	0.00	460.54
PKN Orlen	PKN0420	2020.04.09	5.0000	0.27	105.00	105.00	105.00	104.80	104.80	103.52	1.48	208.29	0.00	208.29
PKN Orlen	PKN0219	2019.02.27	4.2400	731.84	102.25	102.25	102.25	102.25	102.25	102.25	0.00	514.85	0.00	514.85
PKN Orlen	PKN0617	2017.06.03	4.2400	1.72	101.05	101.05	100.81	100.99	100.99	100.98	-0.23	201.29	0.00	201.29
PKN Orlen	PKN0517	2017.05.28	4.2400	1.79	101.05	101.05	101.20	101.20	101.20	101.00	0.05	191.28	0.00	191.28
PKN Orlen	PK11117	2017.11.14	4.0500	1.86	100.89	100.50	100.50	100.97	100.40	100.41	0.39	192.62	0.00	192.62
PKN Orlen	PKN1117	2017.11.06	4.1400	2.00	100.61	100.56	100.55	100.56	100.61	100.74	-0.09	521.47	0.00	521.47
PKN Orlen	PKN0418	2018.04.02	3.5600	0.26	100.45	100.41	100.41	100.41	100.99	100.65	-0.20	498.52	0.00	498.52
PKO BP	PKO0922	2022.09.14	4.1300	509.18	104.20	104.20	104.20	104.20	103.00	103.00	1.20	209.31	0.00	209.31
Polbrand	PBD0116	2016.01.04	11.0000	0.75	98.00	98.00	97.00	96.00	96.00	96.50	2.05	114.28	0.00	114.28
Polkap	SFK1215	2015.12.23	8.7700	8.65	99.20	99.35	99.35	99.35	99.38	99.38	-0.18	3.00	0.00	3.00
Polnord	PND0116	2016.01.22	6.8700	0.13	100.70	100.70	100.70	100.70	100.70	100.70	0.00	6.34	0.00	6.34
Polnord	PND0217	2017.02.11	7.0200	15.19	100.05	100.05	100.05	100.05	100.05	100.50	-0.45	10.16	0.00	10.16
Polski Gaz	PLG1216	2016.12.16	7.5000	9.04	100.99	100.99	100.99	100.99	100.99	100.99	0.00	10.18	0.00	10.18
Pragma Fakt.	PRF0315	2015.03.06	7.0700	10.46	100.00	100.00	100.00	100.35	100.35	100.35	-0.35	2.02	0.00	2.02
Pragma Fakt.	PRF1214	2014.12.12	7.2100	27.65	99.89	99.89	99.89	99.70	99.40	99.40	0.49	14.36	0.00	14.36
Pragma Inw.	PIN1016	2016.10.10	7.2100	4.15	100.59	100.59	100.59	100.59	101.00	101.00	-0.41	36.34	0.00	36.34
Pragma Inw.	PIN1014								99.50		n.a.	1.03	0.00	1.03
PTI	PTI1115	2015.11.08	7.5400	18.08	98.00	98.00	98.00	98.00	98.00	100.10	-2.10	5.62	0.00	5.62
R														
Rank Progress	RNK0616	2016.06.14	8.2000	30.33	97.50	95.00	97.49	97.49	97.49	97.49	0.01	110.28	0.00	110.28
Raport	RAP0215	2015.02.21	8.1800	1.55	99.00	99.00	99.00	99.00	99.00	99.00	0.00	44.58	0.00	44.58
Raport	RAP0815	2015.08.13	7.8900	1.66	99.00	99.00	99.00	99.00	99.50	99.50	-0.50	5.03	0.00	5.03
Robyg	ROG0218	2018.02.26	6.6500	1.17	103.20	103.20	103.20	103.10	104.48	104.48	0.45	80.37	0.00	80.37
Robyg	ROB0116	2016.01.14	7.5900	2.23	103.00	103.00	103.00	103.00	103.00	102.40	0.60	3.15	0.00	3.15
Robyg	ROG0116	2016.01.15	6.7900	1.97	102.90	102.90	102.90	102.90	102.90	102.90	0.40	10.58	0.00	10.58
Robyg	ROB0615	2015.06.20	6.5000	2.33	100.90	100.90	100.80	100.80	100.80	100.80	0.10	30.94	0.00	30.94
Ronson Europe	RON0218	2018.02.23	6.9900	3.04	101.50	101.50	101.50	101.50	101.50	101.00	0.50	3.13	0.00	3.13
S														
SAF	SAF1115	2015.11.15	9.0000	1.85	100.09	100.09	100.00	100.00	100.00	100.00	0.09	1.32	0.00	1.32
Scanmed Multimedis	SCM1115	2015.11.16	8.4200	17.07	99.40	99.40	99.40	99.40	99.40	99.40	0.00	12.12	0.00	12.12
T														
Trakcja	TRJ1215	2015.12.31	7.4500	24.70	100.10	100.10	102.50	102.50	102.50	102.50	-2.40	687.28	0.00	687.28
U														
Uboat - Line	UBT0415	2015.04.22	8.3400	1.60	75.00	75.00	68.00	68.00	68.10	70.00	0.00	20.88	0.00	20.88
Uboat - Line	UBT0915	2015.09.27	8.4200	7.61	72.30	72.30	72.99	72.99	72.99	72.99	2.30	14.63	0.00	14.63
Uniserv-Piecb.	PCB1015	2015.10.02	8.7500	0.65	101.00	101.00	101.02	101.00	101.00	101.00	0.00	84.34	0.00	84.34
V														
Vantage Development	VTG0816	2016.08.09	8.1700	1.81	101.60	101.60	101.60	101.60	101.60	101.50	0.10	2.89	0.00	2.89
Voxel	VOL0716	2016.07.11	7.1900	21.87	100.01	100.01	100.01	100.01	100.01	100.02	-0.66	26.54	0.00	26.54
Voxel	VOX0716	2016.07.31	7.6900	19.17	100.01	100.70	100.70	100.70	100.70	100.70	-0.69	26.50	0.00	26.50
W														
Warimpex	WXB0316	2016.03.31	9.3000	7.39	100.00	100.00	95.00	95.00	93.98	87.00	13.00	425.62	0.00	425.62
WDB Brok.	WDB0915	2015.09.25	9.0000	0.84	100.89	100.89	100.89	100.89	100.00	100.00	0.89	3.05	0.00	3.05
W														
Werth-Holz	WHH1214	2014.12.07	8.7600	1.25	98.00	98.50	98.50	98.50	98.50	98.50	-0.50	16.90	0.00	16.90
Wind Mobile	WMO0317	2017.03.19	8.3700	0.92	101.80	101.80	101.80	101.80	101.80	103.30	-1.50	21.54	0.00	21.54
Włodarzewska	WLO1214	2014.12.15	8.0000	0.96	99.00	99.00	99.00	99.00	99.00	99.00	0.50	5.59	0.00	5.59
Włodarzewska	WLO0516	2016.05.15	10.1700	20.90	93.50	93.50	93.50	96.00	96.00	96.00	-2.50	6.69	0.00	6.69
Work Service	WSE1016	2016.10.04	7.0700	4.84	103.50	103.50	103.50	102.70	103.00	102.60	0.90	25.87	0.00	25.87
Wratislavia-BIO	WRA1116	2016.11.21	8.2400	36.35	100.70	100.70	100.70	100.70	100.70	100.70	0.00	3.13	0.00	3.13

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

RAZEM: 23 749.10 301.00 24 050.10

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 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 OGÓLNIENIE 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.

Wszelkie 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.