

Eurocent – analiza, 18 marca 2015 r.

Michał Sadrak, analityk Obligacje.pl

Podsumowanie

Eurocent z roku na rok notuje poprawę wyników, które są uwiarygodniane przez dodatnie przepływy operacyjne. Wprawdzie spółka ma za sobą nieco słabszy kwartał, ale był on też dość nietypowy z powodu jednorazowej transakcji. Ostatecznie 2014 r. przy rosnących przychodach, ale w niższym tempie, zakończył się istotnym wzrostem rentowności firmy pożyczkowej.

W wyniku wzrostu skali prowadzonej działalności, Eurocent notuje pewne – naturalne na tym etapie – pogorszenie wskaźników płynności i zadłużenia. Ale, co najważniejsze, wciąż znajdują się one na bezpiecznych poziomach, dających pole do ewentualnego dalszego wzrostu zadłużenia. Z uwagi na wysoki poziom kapitału obrotowego netto i dodatnie przepływy operacyjne, spółka nie powinna mieć problemów z regulowaniem obecnych i przyszłych zobowiązań, o ile te ostatnie nie zaczną pojawiać się w bilansie zbyt szybko.

Największe, jak się wydaje, zagrożenie dla Eurocentu, stanowią nie osiągnięte wyniki, a planowane zmiany prawne, które mają na celu uregulować rynek firm udzielających pożyczek pozabankowych. Tempo dotychczasowych prac nad projektem Ministerstwa Finansów sugeruje jednak, że przez co najmniej kilkanaście miesięcy inwestorzy nie powinni obawiać się negatywnego wpływu na wyniki spółek z branży pożyczkowej. Ponadto, Eurocent systematycznie ogranicza w portfolio chwilówek na rzecz pożyczek ratalnych – w ten sposób firma uniknie części negatywnych konsekwencji planowanych zmian w prawie.

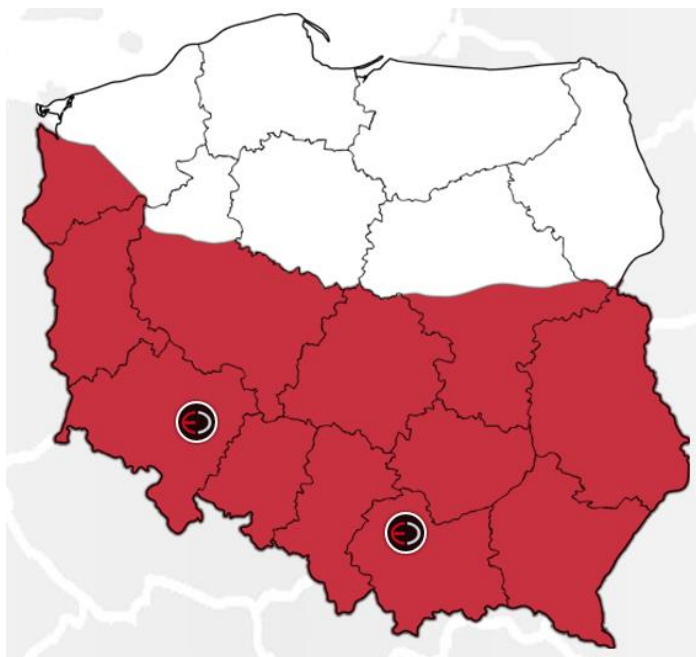
Nawet jeśli proponowane zmiany wejdą w takiej formie, w jakiej zakłada obecna wersja projektu, nie należy spodziewać się gwałtownego spadku rentowności Eurocentu z dnia na dzień, tak aby miał on problemy z obsługą zobowiązań. Ponadto, zawsze pozostaje, w tym przypadku uzasadniona, nadzieja, że branża szybko znajdzie sposób na dostosowanie się do nowych ram prawnych bez istotnego uszczerbku na rachunku wyników.

Profil działalności, historia

Eurocent S.A. – zawiązana w lipcu 2004 r. firma, udzielająca pożyczek pozabankowych. Do kwietnia 2012 r. działała w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Kilka miesięcy po przekształceniu w spółkę akcyjną, w lutym 2013 r., Eurocent zadebiutował na rynku NewConnect.

Firma oferuje dwa rodzaje pożyczek: chwilówki do 800 zł z jednorazową spłatą po dwóch lub czterech tygodniach (z możliwością przedłużenia) i pożyczki gotówkowe spłacane w tygodniowych ratach przez okres do 12 miesięcy. Wprawdzie Eurocent umożliwia wnioskowanie o pożyczkę przez internet, ale kolejne etapy podpisania i obsługi umowy realizowane są przez przedstawicieli handlowych. Spółka stawia na obsługę klientów w domu, na czym dodatkowo zarabia.

Obszar działalności



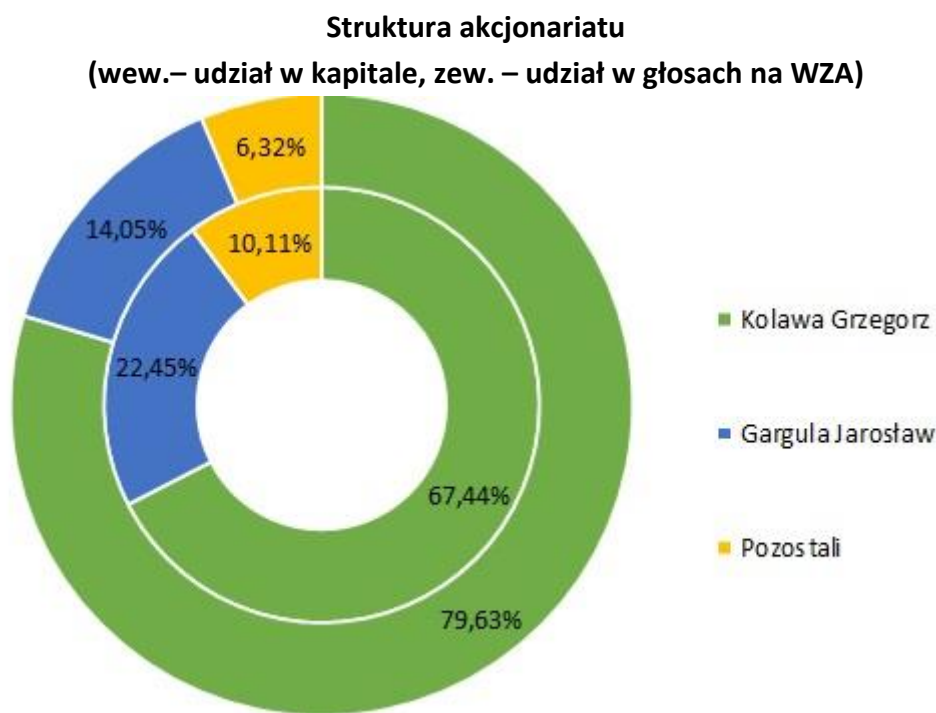
Źródło: eurocent.pl.

Eurocent działa na obszarze południowej oraz częściowo centralnej i zachodniej Polski. Spółka pokrywa 12 województw, w których oferuje obsługę domową pożyczkobiorców. Firma, jak podaje na stronie internetowej, współpracuje na tym terenie z 450 przedstawicielami handlowymi. Lecz informacje na temat rekrutacji wskazują, że stale poszukiwani są nowi pracownicy.

Akcjonariat, kadra zarządzająca

Kapitał zakładowy Eurocentu wynosi 240,5 tys. zł, dzieląc się na 2 404 950 akcji serii A-E o wartości nominalnej 0,1 zł. Głównym akcjonariuszem spółki jest Grzegorz Kolawa, jej obecny prezes i jeden z założycieli. Posiada on 1,62 mln akcji, dających 67,44 proc. udziału w kapitale, ale z uwagi na uprzywilejowanie akcji serii A (dwa głosy z każdej akcji) jego udział w głosach na zgromadzeniu akcjonariuszy wynosi 79,63 proc.

Drugim znaczącym akcjonariuszem Eurocentu jest Jarosław Gargula (22,45 proc. w kapitale), współzałożyciel spółki, który nie pełni w niej funkcji zarządczych ani nadzorczych. Free float wynosi natomiast 10,11 proc. – taka część akcji jest rozproszona wśród drobnych inwestorów.



Źródło: spółka.

Zarząd Eurocentu składa się z czterech osób:

- Grzegorz Kolawa, prezes zarządu – jeden z założycieli spółki, na rynku finansowym od 1999 r. Absolwent AWF w Krakowie, podyplomowego Studium Zarządzania Zasobami Ludzkimi SGH w Warszawie oraz Studium Marketingowego Zarządzania Przedsiębiorstwem Agencji Rozwoju Gospodarczego Centrum Kształcenia Kadr Menadżerskich w Poznaniu.

- Celina Kolawa, członek zarządu – pełni funkcję Dyrektora ds. Personalno-Administracyjnych. Absolwenta Uniwersytetu Jagiellońskiego. Matka Grzegorza Kolawy.
- Paweł Przybyła, członek zarządu – pełni funkcję Dyrektora ds. Operacyjnych, z Eurocent związany od 2005 r. Absolwent Wyższej Szkoły Bankowości, Finansów i Zarządzania w Warszawie.
- Weronika Wituszyńska, członek zarządu – pełni funkcję Dyrektora ds. Wsparcia Operacyjnego, z Eurocent związana od początku działalności spółki. Absolwentka Uniwersytetu Pedagogicznego im. Komisji Edukacji Narodowej w Krakowie.

Eurocent na giełdzie

Akcje spółki znajdują się w obrocie na NewConnect od 6 lutego 2013 r. Na zamknięciu pierwszej sesji inwestorzy płacili za nie 9,25 zł, zaś obecnie wyceniane są one nieco powyżej 3 zł. Z uwagi na niski free float, rozmiary oraz rodzaj rynku notowań Eurocent nie może pochwalić się wysoką płynnością obrotu akcji. Dość wspomnieć, że od początku roku właściciela zmieniło niespełna 4,1 tys. akcji z 243,1 tys., które znajdują się w wolnym obrocie (poza portfelami dwóch głównych akcjonariuszy).

Przy cenie jednej akcji na poziomie 3,18 zł (6 marca br.) kapitalizacja Eurocentu wynosi 7,65 mln zł i jest zbliżona do wartości księgowej spółki, która na koniec grudnia ubiegłego roku wynosiła 7,46 mln zł

Od kwietnia 2013 r. Eurocent obecny jest także na rynku Catalyst. Dotychczas spółka wypuściła cztery serie obligacji. Pierwsza z nich, seria A o wartości 1,615 mln zł, została wykupiona przed terminem w ubiegłego roku. W giełdowym obrocie znajdują się obecnie papiery serii B i D z terminami spłaty w sierpniu tego roku (2 mln zł) i wrześniu przyszłego roku (2 mln zł). Spółka płaci za nie odpowiednio stałe 10 i 9 proc. rocznie. Do obrotu nie trafiła natomiast wyemitowana w marcu ub.r. trzyletnia seria C, którą w całości (3 mln zł) objął jeden z funduszy inwestycyjnych.

Obligacje dotychczas wyemitowane przez Eurocent

Seria	Catalyst	Wartość	Oprocentowanie	Okres spłaty	Wykup	Zabezpieczenie
A	nd	1 615 000 zł	WIBOR 6M + 7 pkt proc.	2 lata	2015-02-28 <i>splacone przed czasem</i>	tak
B	ERC0815	2 000 000 zł	10%	2 lata	2015-08-30	nie
C	nie	3 000 000 zł	10%	3 lata	2017-03-31	tak
D	ERC0916	2 000 000 zł	9%	2 lata	2016-09-08	nie

Źródło: spółka, gpwcatalyst.pl.

Otoczenie rynkowe

Bardzo wysokie rozproszenie na rynku pożyczek pozabankowych daje szansę właściwie każdemu przedsiębiorstwu. Szczególnie sektor obsługiwany przez Eurocent, czyli niewielkie miasta i wsie obsługiwane przez przedstawicieli handlowych, wydaje się najbardziej zróżnicowany, dając jednocześnie szansę każdemu z dostępem do odpowiedniego know-how i kapitału.

Największe zagrożenie dla firm pożyczkowych leży jednak nie w konkurencji, a w regulacjach prawnych. Choć prace Ministerstwa Finansów postępują dość wolno, to należy się spodziewać zmian w prawie, które prawdopodobnie uderzą we wszystkie podmioty z sektora pożyczek pozabankowych. Największym zagrożeniem dla branży będzie konieczność ograniczenia kosztów nakładanych na klientów. Nie można więc wykluczyć zmniejszenia przychodów (spadek podaży pożyczek, m.in. z powodu konieczności poprawy jakości portfela), ale należy też oczekiwać, że – tak jak do tej pory – branża znajdzie sposób, aby odnaleźć się w nowych ramach prawnych bez uszczerbku na przychodach.

Dotychczasowe tempo prac nad projektem uregulowania sektora firm pożyczkowych, w połączeniu z proponowanym vacatio legis (sześć miesięcy dla zmian dotyczących kosztów pożyczek) wskazują, że przepisy ograniczające wysokość kosztów pozaodsetkowych oraz windykacyjnych wejdą w życie najwcześniej za kilkanaście miesięcy (nawet dwa lata). Oznacza to, że właściciele już wyemitowanych przez Eurocent obligacji nie powinni zostać dotknięci jakimikolwiek problemami z tego powodu, zaś inwestorzy biorący udział w nowych emisjach powinni oczekiwać, że jeśli tenor nie przekroczy dwóch lat, to spółka niezależnie od zmian w prawie będzie w stanie uregulować zaciągnięte zobowiązania.

Przy obligacjach na długi okres ryzyko rośnie, choć na pewno nie na tyle, żeby skazywać tego rodzaju inwestycje na niepowodzenie. Wszak wdrożenie nowej strategii chwilę potrwa, tak samo jak uwidocznienie skutków zmian w prawie.

Analiza finansowa

Wstęp

Na wstępie należy zwrócić uwagę, że od początku 2014 r. Eurocent zaczął konsolidować wynik spółek zależnych, lecz do analizy uwzględniliśmy sprawozdanie jednostkowe. W przypadku rachunku wyników różnice między wynikami podmiotu dominującego oraz grupy są niewielkie, wręcz pomijalne, zaś pewne rozbieżności – ze względu na transakcję, o której piszemy w dalszej części – widać dopiero na poziomie bilansu i rachunku przepływu pieniężnych. Bynajmniej nie są to różnice, które w sposób istotny wpływałyby na obraz spółki.

Bardzo istotny wpływ na wyniki Eurocentu, podobnie jak innych firm pożyczkowych, mają koszty finansowe, gdzie spółka księguje odpisy aktualizujące na zagrożone nieściągalnością pożyczki. Natomiast w 2014 r. istotny wpływ na wynik miała także operacja przeniesienia portfela przeterminowanych pożyczek do spółki zależnej IDA Partners Sp. z o.o. S.K.A. Pakiet ten został wniesiony jako aport w ramach podwyższenia kapitału firmy windykacyjnej. Cała operacja istotnie wpłynęła na pozostałe przychody i koszty operacyjne Eurocentu (rozliczenie kosztów windykacyjnych naliczonych dla pożyczek, które przeniesiono) oraz przychody i koszty finansowe (odpowiednio rozwiązanie odpisów na tym pakiecie i koszty z tytułu sprzedaży wierzytelności).

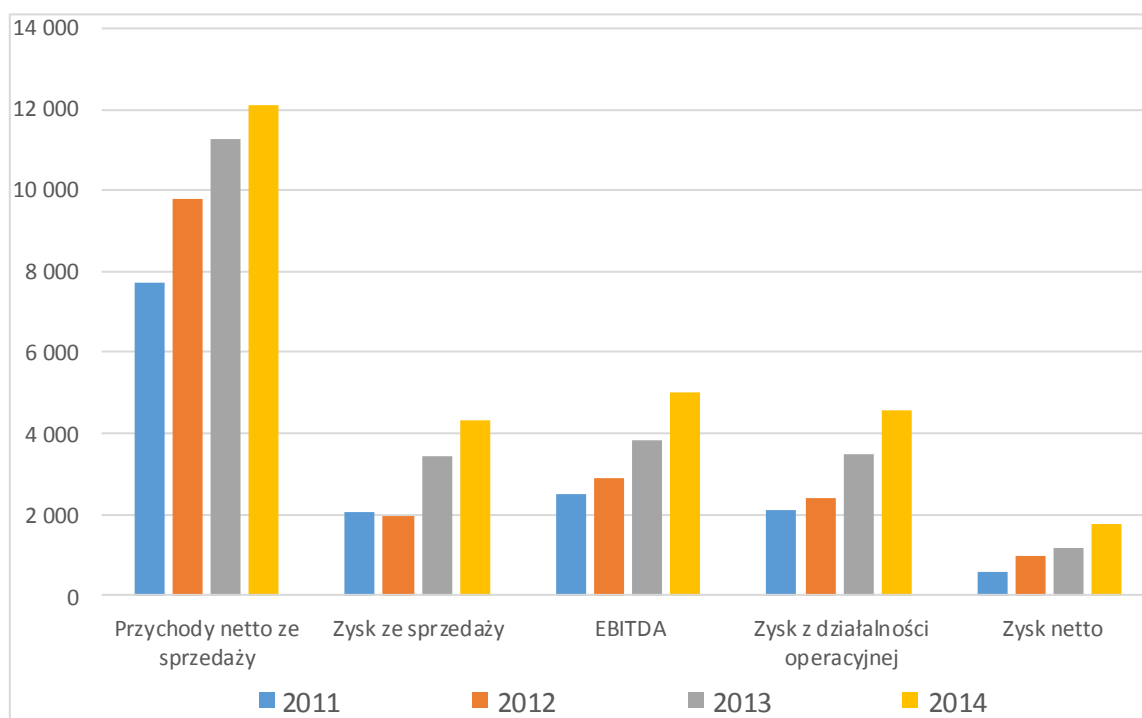
Trzeba zaznaczyć, że powyższe nie jest zarzutem o zawyżanie wyników, a raczej niezbędnym wyjaśnieniem, które pozwoli lepiej zrozumieć skokowy wzrost na pozycjach rachunku wyników niezwiązanych bezpośrednio z prowadzoną działalnością. Sama spółka określa tę operację jako uporządkowanie aktywów i zwiększenie efektywności podatkowej.

Wyniki za 2014 r. nie były jeszcze zbadane przez audytora. Publikacja raportu rocznego zapowiedziana jest na 17 kwietnia. W poprzednich latach (2011-2013) biegły nie zgłaszał zastrzeżeń.

Rachunek wyników

Wzrost portfela udzielonych pożyczek widoczny jest jak na dłoni w rachunku wyników za ostatnie cztery lata. W okresie tym tylko w 2012 r. koszty działalności operacyjnej rosły szybciej od przychodów. Choć był to chwilowy dołek dla spółki, co widoczne jest po większości wskaźników rentowności, to zysk netto zachował wysoką dynamikę.

Podstawowe wyniki w latach 2011-2014 r.

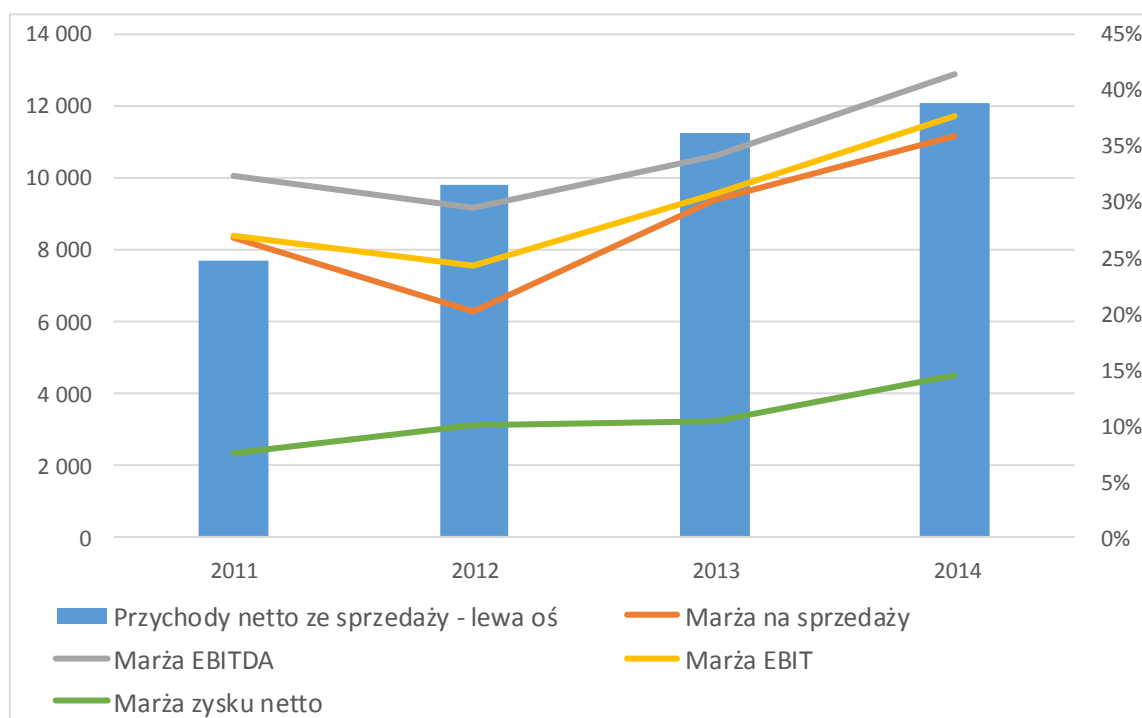


Źródło: spółka.

Choć w 2014 r. widoczne było pewne spowolnienie we wzroście przychodów (7,2 proc. wobec średniorocznej stopy za ostatnie cztery lata na poziomie 11,9 proc.), to przy zachowaniu dyscypliny kosztowej spółka zdołała wypracować najwyższą marżę ze sprzedaży za ostatnie cztery lata. To o tyle ważne, że w przypadku relatywnie niewielkich spółek, które szerzej zaczynają korzystać z dodatkowych źródeł finansowania (w 2013 r. doszło do upublicznienia Eurocentu i pierwszej emisji obligacji) pojawia się ryzyko utraty kontroli nad kosztami.

Wolniejsze tempo przyrostu przychodów w 2014 r. ma też – według spółki – swoje uzasadnienie. Przyczyną mają być zmiany w strukturze sprzedaży, które spowodowane są zmniejszeniem podaży chwilówek na rzecz pożyczek gotówkowych z dłuższymi okresami spłaty. Choć spowalniają one rotację środków, to ze względu na wydłużenie terminów i tygodniowy cykl spłaty zapewniają większą przewidywalność.

Rentowność Eurocentu w latach 2011-2014



Źródło: Obligacje.pl na podst. danych spółki.

Stosunkowo wysoka różnica pomiędzy marżą operacyjną (względnie EBITDA) oraz marżą zysku netto wynika ze wspomnianych na wstępie wysokich kosztów finansowych netto. W ostatnich latach obniżały one zysk Eurocentu o 1,2-2,8 mln zł. Na koszty finansowe największy wpływ mają odpisy aktualizacyjne, a dopiero na kolejnym miejscu znajdują się odsetki od zadłużenia. Co ważne, te ostatnie mają wysokie pokrycie w wyniku operacyjnym i EBITDA.

Pokrycie odsetek

	2014	2013	2012	2011
Koszty odsetkowe netto	719	324	203	234
Pokrycie wynikiem operacyjnym	6,4	10,7	11,8	8,9
Pokrycie wynikiem EBITDA	7,0	11,9	14,2	10,7

Źródło: Obligacje.pl na podst. danych spółki.

Prawdopodobnie koszty finansowe będą coraz większym obciążeniem dla wyników spółki. To wnioski na podstawie obserwacji pozostałych podmiotów z branży, które w większości przypadków dążą do zacieśniania polityki tworzenia odpisów. Nie pomoże także spadek stóp procentowych, ponieważ obligacje Eurocentu mają stały kupon. Ale spółka wciąż ma bardzo wysoki margines dla pokrycia kosztów odsetkowych. Nie powinna mieć problemów z obsługą nowego zadłużenia, nawet jeśli jej przychody pozostaną w miejscu przez kilka kwartałów.

Rachunek zysków i strat za lata 2011-2014

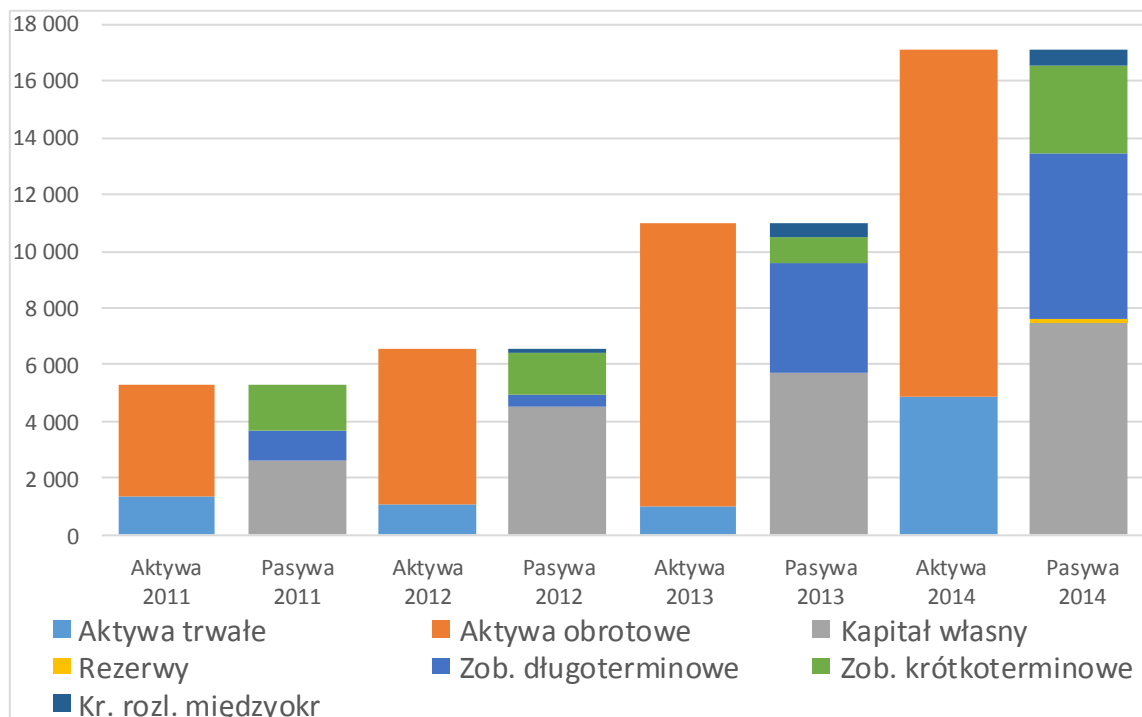
(dane w tys. zł)	2014 *	2013	2012	2011
Przychody netto ze sprzedaży	12 097	11 281	9 810	7 712
Koszty działalności operacyjnej	7 758	7 863	7 828	5 641
Zysk ze sprzedaży	4 339	3 418	1 982	2 071
Pozostałe przychody operacyjne	3 269	431	663	382
Pozostałe koszty operacyjne	3 035	379	258	369
EBITDA	5 005	3 855	2 888	2 496
Zysk z działalności operacyjnej	4 572	3 471	2 388	2 085
Przychody finansowe	7 112	6 333	935	94
Koszty finansowe	9 920	8 476	2 165	1 456
Zysk brutto	1 765	1 327	1 158	723
Zysk netto	1 756	1 183	988	578

* - dane niebadane przez audytora, źródło: spółka.

Bilans

Na koniec grudnia ubiegłego roku suma bilansowa Eurocentu wynosiła 17,09 mln zł. Przy 7,46 mln zł kapitału własnego zobowiązania i rezerwy wynosiły więc 9,64 mln zł. Natomiast majątek spółki dzielił się na 4,84 mln zł aktywów trwałych i 12,25 mln aktywów obrotowych. W tym miejscu należy się wyjaśnienie, że większość aktywów trwałych stanowią długoterminowe inwestycje (3,08 mln zł), czyli objęte udziały w spółce zależnej IDA Partners, do której przeniesiono portfel przeterminowanych pożyczek. Ale w przypadku bilansu grupy pakiet ten wciąż znajduje się wśród krótkoterminowych aktywów, gdzie księgowany jest jako należności. Oznacza to, że teoretycznie wskaźniki płynności dla grupy są wyższe, ale je pomijamy wiedząc, że są to należności nieregulowane w terminie. Bilans jednostkowy, naszym zdaniem, lepiej określa płynność Eurocentu.

Struktura aktywów i pasywów Eurocentu w latach 2011-2014



Źródło: spółka.

Aktywa obrotowe, składające się w większości z udzielonych pożyczek oraz środków pieniężnych, zdecydowanie przeważają nad krótkoterminowymi zobowiązaniami (w tym rozliczeniami międzyokresowymi). Eurocent konsekwentnie utrzymuje stosunkowo wysoki poziom kapitału obrotowego netto, co z uwagi na charakter prowadzonej działalności jest nie tylko zrozumiałe, ale i pożądane.

Bardzo wysokie wskaźniki bieżącej i natychmiastowej (gotówkowej) płynności świadczą o tym, że spółka konsekwentnie finansuje się kapitałem własnym, względnie kapitałem stałym. O ile akcjonariusze mogliby mówić o nadpłynności i nieefektywności, to dla obligatariuszy jest to sytuacja bardzo komfortowa. Utrzymanie tego podejścia z jednej strony powinno zapewnić brak problemów z płynnością, z drugiej zaś powinno gwarantować ciągłość działania bez potrzeby nagłego zmniejszania podaży pożyczek.

Płynność Eurocentu w latach 2011-2014

	2014	2013	2012	2011
Kapitał obrotowy netto (tys. zł)	8 589	8 575	3 900	2 316
Płynność bieżąca	3,35	7,04	3,40	2,48
Płynność natychmiastowa	0,51	1,04	0,38	1,06

Źródło: Obligacje.pl na podst. danych spółki.

Eurocent może pochwalić się nie tylko wysoką płynnością, ale także i niskim zadłużeniem. Całkowite zobowiązania stanowią 56 proc. aktywów i 129 proc. kapitału własnego. Jak na branżę finansową są to wskaźniki więcej niż dobre. Na 9,64 mln zł całkowitych zobowiązań z końca 2014 r., zadłużenie finansowe stanowi 7,91 mln zł, w tym na część krótkoterminową przypadało 2,07 mln zł. Zdecydowana większość oprocentowanych zobowiązań to obligacje (nominalnie 7 mln zł z 7,91 mln zł).

Przy 1,86 mln zł środków pieniężnych zadłużenie finansowe netto Eurocentu wynosi 6,05 mln zł. To 81 proc. kapitału własnego (7,46 mln zł). Choć to blisko podwojenie wskaźnika wobec grudnia 2013 r., wciąż można mówić o bezpiecznym poziomie, szczególnie w porównaniu do spółek z branży (zwykle powyżej 1,0x, ale nawet do 4-5x).

Wzrost zadłużenia w 2014 r. (dwie emisje obligacji, w sumie na 5 mln zł) sprawił, że pogorszeniu uległy także wskaźniki długu netto do wyniku operacyjnego i EBITDA. Ale to wciąż poziomy komfortowe, bo wykraczające nieznacznie poza roczny zysk operacyjny i EBITDA – relacja długu netto do wyniku EBIT i EBITDA wyniosła na koniec grudnia ub.r. odpowiednio 1,32x i 1,21x.

Poziom zadłużenia Eurocentu w latach 2011-2014

	2014	2013	2012	2011
Ogólne zadłużenie	0,56	0,48	0,31	0,50
Zadłużenie kapitału własnego	1,29	0,93	0,45	0,99
Zadłużenie finansowe netto (tys. zł)	6 045	2 544	409	289
Zadłużenie finansowe netto do kapitału własnego	0,81	0,45	0,09	0,11
Zadłużenie fin. netto do zysku operacyjnego	1,32	0,73	0,17	0,14
Zadłużenie fin. netto do EBITDA	1,21	0,66	0,14	0,12

Źródło: Obligacje.pl na podst. danych spółki.

Zarówno pod względem płynności, jak i zadłużenia, Eurocent ma wystarczający bufor do wzrostu zadłużenia (w tym emisji obligacji). Oczywiście, wskaźniki płynności i zadłużenia ulegają pogorszeniu, ale wciąż znajdują się one na takim poziomie, że należałoby raczej mówić o urzeczywistnieniu w stosunku do prowadzonego biznesu niż o niekorzystnym wzroście.

Bilans Eurocentu za lata 2011-2014

(dane w tys. zł)	2014	2013	2012	2011
Aktywa trwałe	4 843	976	1 034	1 376
WNIPI	327	36	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	1 360	870	1 010	1 346
Inwestycje dł.	3 084	31	25	30
Dł. rozliczenia międzyokresowe	74	39	0	0
Aktywa obrotowe	12 251	9 995	5 523	3 884
Zapasy	6	3	3	2
Należności krótkoterminowe	516	250	70	77
Inwestycje kr.	11 195	9 632	5 419	3 775
Udzielone pożyczki	9 333	8 151	4 801	2 114
Środki pieniężne	1 862	1 481	618	1 661
Kr. rozliczenia międzyokresowe	534	111	31	31
AKTYWA RAZEM	17 094	10 971	6 557	5 260
Kapitał własny	7 455	5 699	4 516	2 638
Zobowiązania i rezerwy	9 639	5 272	2 041	2 622
Rezerwy na zobowiązania	144	0	0	0
Zob. długoterminowe	5 833	3 852	418	1 054
- finansowe	5 833	3 852	418	1 054
Zob. krótkoterminowe	3 095	926	1 466	1 568
- finansowe	2 074	173	609	896
Kr. rozliczenia międzyokresowe	567	494	157	0
PASYWA RAZEM	17 094	10 971	6 557	5 260

Źródło: spółka.

Przepływy pieniężne

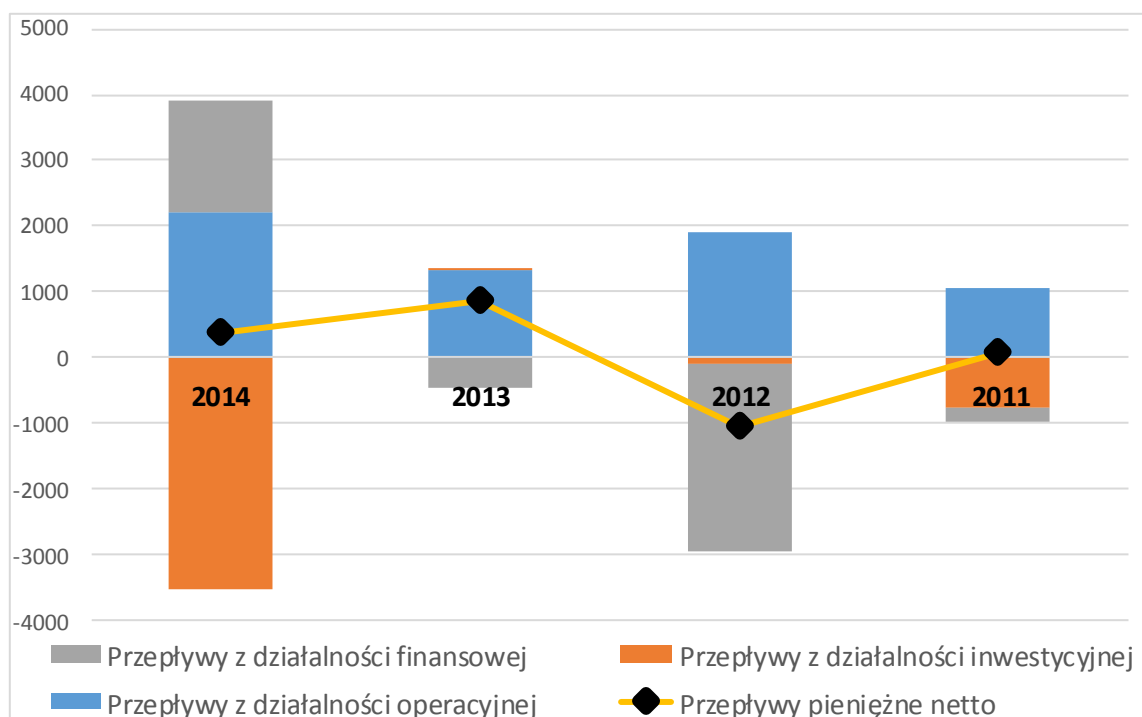
Prezentowane przez spółkę wyniki netto w rachunku zysków i strat znajdują potwierdzenie w rachunku przepływów pieniężnych. Nie ma ona większych problemów z wypracowaniem dodatniego cash-flow operacyjnego, ale końcowe przepływy w dużej mierze zależą także od działalności inwestycyjnej i finansowej.

Przy 2,2 mln zł dodatnich przepływów z działalności operacyjnej w 2014 r., Eurocent wykazał 0,38 mln zł całkowitych przepływów netto – o tyle wzrosła wartość środków pieniężnych spółki. Istotny wpływ na zeszłoroczny cash-flow firmy pożyczkowej miało przeniesienie aktywów do podmiotu zależnego.

Zrealizowana w czwartym kwartale 2014 r. operacja przeniesienia portfela wierzytelności do IDA Partners spowodowała wręcz ujemny cash-flow na poziomie grupy kapitałowej (minus 0,83 mln zł wobec 2,2 mln zł dla podmiotu dominującego).

Przyjmując jednak, że ubiegły rok (w istocie chodzi o IV kw.) był pod pewnymi względami był jednorazowym zdarzeniem, to można założyć, że Eurocent wciąż cechuje się zdolnością do wypracowywania dodatnich środków pieniężnych, nie tylko z działalności operacyjnej, ale i w ujęciu netto.

Przepływy pieniężne Eurocentu w latach 2011-2014



Źródło: Obligacje.pl na podst. danych spółki.

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.

Autor niniejszej Analizy nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem. Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Obligacje.pl oraz Autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Obligacje.pl Sp. z o.o. – zabronione.

Konflikt interesów:

Przygotowując analizę Obligacje.pl Sp. z o.o. nie działała na zlecenie Eurocent S.A, ale nie wyklucza współpracy w przyszłości.