

**Catalyst: Obligacje wg tygodniowych zmian cen**

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Leasing-Experts	LEX0317	9.65	86.65
E-Kancelaria	EKA1014	4.25	57.08
E-Kancelaria	EKA0215	2.21	8.38
Erbud	ERB0318	2.15	244.42
Kruk	KRU1216	1.86	46.77
Gino Rossi	GRI0615	1.70	104.65
MW Trade	MWT0417	1.50	10.33
Instalexport	INE1015	1.48	6.84
Kredyt Inkaso	KRI0116	1.33	301.78
Energ	ENG1019	1.19	205.43
PTI	PTI1115	-1.39	10.05
ECI-BPS R. Estate	ECI0115	-1.40	1.01
VIG	VIG0115	-1.48	1.00
Włodarzewska	WLO0516	-1.49	1 191.72
Rank Progress	RNK0616	-2.00	62.69
Orzeł	ORL0814	-2.11	20.68
E-Kancelaria	EKA1214	-2.50	19.28
E-Kancelaria	EKA1115	-4.21	2.52
E-Kancelaria	EKA0616	-5.50	10.25
E-Kancelaria	EKK1016	-5.99	3.44

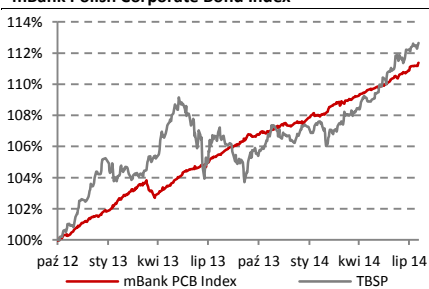
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Catalyst: Obligacje wg tygodniowego obrotu**

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
Włodarzewska	WLO0516	-1.49	1 191.72
Getin Noble	GNB0618	0.40	1 027.28
BGK	BGK0517	0.20	1 007.00
ING Bank Śląski	ING1217	0.00	1 004.57
PKN Orlen	PKN0517	-0.02	758.07
PKO BP	PKO0922	0.00	731.84
mBank	MBK1223	0.16	612.42
Getin Noble	GNB1119	0.00	610.55
Dom Dev.	DOM0217	0.62	534.24
PKN Orlen	PKN0420	-0.19	519.22

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**mBank Polish Corporate Bond Index**



Zmiana tygodniowa mBank	0.18%
Zmiana tygodniowa TBSP	0.19%

Źródło: Bloomberg, obliczenia DI Investors

**Maciej Wardejn**

(+48) 22 378 9216

Maciej.Wardejn@investors.pl

**Marek Szymański**

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@investors.pl

**Tydzień w skrócie – główne wydarzenia.**

**JSW** – NWZ spółki uchwaliło program emisji obligacji o wartości PLN 1.2bn oraz USD 0.4bn. Nadrzędnym celem emisji jest sfinansowanie przejęcia kopalni Knurów-Szczygłowice za PLN 1.5bn.

**BZ WBK** – Bank zakończył emisję obligacji o wartości PLN 475m z trzyletnim terminem wykupu. Oprocentowanie papierów wynosi WIBOR6M plus 1pp marży. Obligacje trafią na BondSpot.

**TAURON** – Fitch potwierdził rating spółki na poziomie BBB z perspektywą stabilną. Analitycy agencji zwracają jednak uwagę na prognozy pogorszenia się wskaźników kredytowych w latach 2014-2018.

**GHELAMCO INVEST** – Spółka zamknęła emisję obligacji serii K o wartości PLN 11.2m. Łącznie w lipcu spółka pozyskała do tej pory PLN 102m emitując cztery serie papierów dłużnych.

**AB** – Spółka ustanowiła program emisji obligacji niezabezpieczonych do kwoty PLN 100m. AB rozważa możliwość wprowadzenia wyemitowanych papierów na rynek Catalyst i BondSpot.

**PCC ROKITA** – DM BDM ogłosił sprzedaż kaskadową trzeciej transzy obligacji serii BA (PCR0419) o wartości PLN 4m. Zapisy rozpoczęły się 21 lipca i potrwać maksymalnie do końca sierpnia.

**J.W. CONSTRUCTION** – Spółka jest w trakcie emisji akcji, w ramach której planuje pozyskać do PLN 126m. Środki zostaną przeznaczone na inwestycje oraz wykup obligacji o wartości PLN 40m.

**MO-BRUK** – Spółka podpisała umowę kredytową na PLN 30m, z przeznaczeniem na wykup obligacji serii A (MBR0814) o wartości PLN 50m i emituje obligacje serii B do PLN 20m.

**INTEGER.PL** – Spółka podjęła decyzję o wprowadzeniu do obrotu na rynek BondSpot obligacji serii INT0617 o wartości PLN 30m.

**VOXEL** – Spółka zapowiedziała przedterminowy wykup obligacji serii C (VOX0615) o wartości PLN 5m. Środki na wykup będą pochodzić z nowej emisji serii E o wartości PLN 10m.

**GANT DEVELOPMENT** – Spółka zawarła porozumienie z inwestorem, który sfinansuje postępowanie upadłościowe w zamian za przekazanie udziałów, jako zabezpieczenia pod pożyczki od inwestora.

**LEASING-EXPERTS** – Spółka, która zadebiutowała na rynku Catalyst 2.07, wprowadzając do obrotu obligacje serii (LEX0317) o wartości PLN 1m, ogłosiła zamiar przedterminowego wykupu tej serii.

**Pod Lupą: Ratingi polskich spółek energetycznych.**

W tym Tygodniu na Kredyt dokonujemy podsumowania ostatnich wydanych ocen ratingowych dla sektora energetycznego w Polsce przez agencję ratingową Fitch.

Analitycy Fitch wśród głównych ryzyk dla bieżących ratingów widzą duże planowane nakłady inwestycyjne, co może doprowadzić do istotnego wzrostu zadłużenia w stosunku do generowanych przepływów pieniężnych.

Wśród szans dla poprawy ratingów analitycy Fitch widzą głównie pomyślne zakończenie inwestycji, większą dywersyfikację źródeł energii i obniżenie emisji CO2.

**Nadchodzące i zakończone emisje.**

Spółka	Wartość (PLNm)	Status	Szczegóły
Autostrada Wlkp.	3 000.0	w planie	Wykup: 2028
Bogdanka	600.0	w trakcie	I emisja do czerwca 2015. II emisja do czerwca 2016.
BZ WBK	475	zakończona	Wykup: 2017. Oproc. WIBOR6M+1.0%.
Enea	5 000.0	w trakcie	Program emisji obligacji. I emisja do końca 2014
Enea	1 000.0	w trakcie	Program emisji obligacji do grudnia 2016.
Getin Noble	750.0	w trakcie	Program publicznych emisji obligacji.
Ghelamco Invest	200.0	w trakcie	Program emisji obligacji
Ghelamco Invest	11.2	zakończona	b.d.
JSW	1 175.0	w trakcie	Wykup do 2020. Przejęcie Knurów-Szczygłowice.
Mo-Bruk	20.0	w planie	Refinans. serii A (PLN 50m). Wykup: 2016. Zabezp.
Nettle	10.0	w trakcie	Zabezpieczenie na wierzytelnościach SP ZOZ (125%).
PKP Cargo	b.d.	w planie	Zarząd rozważa obligacje krajowe i euroobligacje.
PKP PLK	2 200.0	w trakcie (do 12.2014)	Program emisji składający się z 3 transz.
PTH	*300.0	w planie	Oprocentowanie 11% lub 12%. Wykup w 2020.
PZU	1 500.0	w planie (do 1Q15)	Euroobligacje podporządkowane.
Tauron	1 500-2 000	w planie (4Q14)	Zmienne oproc. Termin zapadalności 5-7 lat.
Warimpex	*50.0	w planie (2016-2018)	b.d.
Voxel	10.0	w trakcie	Pozyskanie środków na przedterminowy wykup serii C.

Źródło: Dane spółek, PAP, Bloomberg, Parkiet, Dziennik Gazeta Prawna, Rzeczpospolita, Puls Biznesu

\*Dane w EURm

**Catalyst: Obligacje z najwyższą premią oraz dyskontem**

Spółka	Seria	Kurs	Bież. oproc.
BGK	IDS1022	114.00	5.75%
BGK	IDS1018	112.40	6.25%
Ekopaliwa Chełm	EPC0716	108.00	15.00%
Kruk	KRU1218	106.50	7.02%
Meritum Bank	MRT0421	106.35	8.54%
BBI Development	BBI0215	106.00	9.24%
Kredyt Inkaso	KRI0916	106.00	8.44%
Kruk	KRU1018	105.70	7.18%
Kruk	KRU1216	105.56	7.31%
Kruk	KRU0618	105.00	7.18%
ZPS Krzętle	ZPS1214	82.00	12.50%
E-Kancelaria	EKA0616	80.00	10.00%
E-Kancelaria	EKA1215	80.00	9.02%
E-Kancelaria	EKA1016	78.96	9.03%
E-Kancelaria	EKA0816	77.00	9.01%
Trust	TRU1214	74.00	7.74%
WZRT-Energia	WZR1115	51.15	9.72%
Orzeł	ORL0814	31.89	11.00%
Gant Dev.	GNT0814	27.60	11.00%
Jedynka	JED0415	24.81	8.49%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

**Catalyst: Dzień ustalenia praw do odsetek**

Dzień	Spółka	Seria	Bież. oproc.
21.07	Pragma Faktoring	PRF0115	7.22%
	Best	BST0418	6.52%
22.07	Ghelamco Invest	GHE0118	7.72%
	PTI	PTI0714	9.22%
	VIG	VIG0115	12.00%
23.07	2C Partners	2CP0415	11.50%
	Admiral Boats	ADM0714	9.22%
	Ekopaliwa Chełm	EPC0716	15.00%
	Voxel	VOX0716	7.72%
25.07	Dom Dev.	DOM0217	6.22%
	PCC C.Pr.Kosmet	KOS0516	6.80%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

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

Rentowność obligacji dwuletnich	2.48%
Rentowność obligacji pięcioletnich	2.94%
Rentowność obligacji dziesięcioletnich	3.34%
WIBOR6M	2.68%
WIBOR3M	2.69%
Stopa referencyjna	2.50%

Źródło: Bloomberg

**Największe obroty, wzrosty i spadki.**

Obroty na obligacjach korporacyjnych na rynku Catalyst w minionym tygodniu wyniosły PLN 20.6m w porównaniu z PLN 21.6m tydzień wcześniej.

Najwyższy obrót, w wysokości PLN 1.2m, odnotowano na obligacjach **Włodarzewskiej** serii WLO0516. Kurs serii w wyniku transakcji spadł o 149 punktów bazowych, do poziomu 96.0%. Drugi najwyższy obrót tygodniowy odnotowano na papierach **Getin Noble** serii GNB0618. W wyniku transakcji na kwotę PLN 1.0m kurs papierów wzrósł o 40 punktów bazowych, do poziomu 102.4%.

Najwyższy wzrost kursu odnotowano na obligacjach **Leasing-Experts** wprowadzonej 3 tygodnie temu do obrotu serii LEX0317. Kurs serii wzrósł o 965 punktów bazowych, z poziomu 93.0% do 102.7%. Jest to efekt ogłoszonego na 13 sierpnia przedterminowego wykupu. Wartość wykupu wyniesie 101.0% plus naliczone odsetki. Obrót na serii wyniósł PLN 87k.

Największe spadki kursów po raz kolejny odnotowano na obligacjach spółki **E-Kancelaria**. Mocno zniżkowały cztery serie obligacji: EKA1214, EKA1115, EKA0616, EKK1016, które potaniały odpowiednio o 599pb, 550pb, 421pb i 250pb. Spadki kursów nie zostały zatrzymane nawet przez komunikat, że spółka dokonała terminowego wykupu prywatnej serii K2 za PLN 1m w dniu 11 lipca.

Na Catalyst jest obecnie notowanych 12 serii obligacji spółki **E-Kancelaria**. Obecnie średni kurs tych papierów wynosi 87.5%, co daje średnią rentowność do wykupu na poziomie 21.3%. Najniższa rentowność wynosi 9.75% (EKK1215) natomiast najwyższa dochodzi do 25.5% w przypadku serii EKA0715.

**Informacje ze spółek.**

**AB (18.07)** – Spółka ustanowiła program emisji obligacji niezabezpieczonych do kwoty PLN 100m. Program jest prowadzony przez bank Pekao. AB rozważa możliwość wprowadzenia wyemitowanych papierów na rynek Catalyst i BondSpot.

**BZ WBK (17.07)** – Bank zakończył emisję obligacji o wartości PLN 475m z trzyletnim terminem wykupu. Oprocentowanie papierów oparto o stopę WIBOR6M powiększoną o 1 punkt procentowy marży. BZ WBK zamierza wprowadzić obligacje na rynek BondSpot.

Bank posiada obecnie jedną serię obligacji notowaną na Catalyst. Za trzyletnie papiery serii BZW1216 spółka płaci kupon w wysokości 1.2 punktu procentowego ponad WIBOR6M. Obligacje są obecnie notowane z premią do wartości nominalnej w wysokości 101.4%, co implikuje YTM w wysokości 3.26% lub 0.6 punktu procentowego ponad obecny WIBOR6M.

**GANT DEVELOPMENT (17.07)** – Spółka zawarła porozumienie z nieujawnionym inwestorem, w ramach którego Gant przekaże wszystkie udziały należące bezpośrednio do spółki na rzecz tego inwestora w ramach zabezpieczenia przyszłych pożyczek do kwoty PLN 5m. W zamian za zabezpieczenie inwestor zobowiązał się sfinansować, umorzone z w zeszłym tygodniu z powodu braku środków, postępowanie upadłościowe Gant Development.

**GHELAMCO INVEST (15.07)** – Spółka zakończyła publiczną emisję obligacji serii PC. Z tytułu emisji Ghelamco pozyskała PLN 30.8m. Emisja odbywała się w ramach III publicznego programu emisji obligacji do kwoty PLN 200m.

Jest to program publicznych emisji z minimalną wielkością zapisu przekraczającą EUR 100k, co pozwala na przeprowadzenie publicznej emisji bez publikacji prospektu emisyjnego.

Jest to kolejny program emisji obligacji realizowany w tym roku. W ramach poprzedniego programu do kwoty PLN 250m spółka pozyskała w styczniu PLN 114.5m (seria PA) oraz PLN 120.4m w kwietniu (seria PB).

Nie są to jedyne tegoroczne emisje dewelopera. W kwietniu spółka pozyskała dodatkowo PLN 27.2m (seria H), 2 lipca wyemitowała obligacje serii J o wartości PLN 30m, a 7 lipca zakończyła emisję obligacji serii I o wartości PLN 30m. Ponadto 16 lipca zamknęła kolejną emisję obligacji serii K o wartości PLN 11.2m.

Przypominamy, że w kwietniu Ghelamco skupiła z rynku obligacje serii A, B, C, D o łącznej wartości nominalnej PLN 114m.

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

Data wykupu	Spółka	Wartość (PLNm)	Premia/dyskonto
2014.07.30	PTI	6	-2.0%
2014.07.31	Admiral Boats	4	-0.5%
2014.08.12	Mo-Bruk	50	-2.2%
2014.08.13	Kopa-Haus	6	-1.0%
2014.08.22	Murapol	25	-1.0%
2014.08.22	Orzeł	10	-68.1%
2014.08.23	P.R.E.S.C.O.	30	-0.6%
2014.08.23	Redan	1	-1.0%
2014.08.28	Gant Dev.	22	-72.4%
2014.08.29	Pofa	4	-1.0%
2014.09.08	The Farm 51 Gr.	2	-5.0%
2014.09.06	Kruk	35	1.4%
2014.09.11	Uboat - Line	1	1.0%
2014.09.16	Marvipol	31	0.0%
2014.09.22	Dominium	5	-2.5%
2014.09.30	ZC Partners	2	0.2%
2014.10.03	PCC Rokita	25	1.0%
2014.10.04	BOŚ	230	-0.6%
2014.10.07	CDRL	10	-0.3%
2014.10.15	Kancelaria Medius	1	1.7%
2014.10.24	BGK	6 893	1.3%
2014.10.29	E-Kancelaria	5	-3.8%
2014.10.30	Dominium	1	-2.0%
2014.10.30	Pragma Inwestycje	10	-0.6%
2014.11.16	SMT	4	0.3%
2014.11.25	Kruk	30	1.0%
2014.11.28	Debt Trading	14	0.0%
2014.11.28	OT Logistics	60	0.3%
2014.12.04	ZM Henryk Kania	18	2.0%
2014.12.02	Trust	16	-26.0%
2014.12.07	Werth-Holz	5	-4.5%
2014.12.08	Indos	8	0.2%
2014.12.12	Pragma Faktoring	15	-0.7%
2014.12.15	Włodarzewska	10	-0.6%
2014.12.17	E-Kancelaria	3	-4.0%
2014.12.18	CI Games	6	-1.7%
2014.12.30	ZPS Krzętle	2	-18.0%

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DI Investors

## Informacje ze spółek.

**INTEGER.PL (15.07)** – Spółka podjęła decyzję o wprowadzeniu do obrotu na rynek BondSpot obligacji serii INT0617 o wartości PLN 30m.

Emisja obligacji została dokonana w czerwcu 2014 w ramach programu emisji obligacji realizowanego przez Raiffeisen Bank Polska. Termin zapadalności serii wynosi 3 lata. Oprocentowanie papierów jest oparte na stopie WIBOR6M powiększonej o marżę, której wysokość nie została na razie ujawniona.

**J.W. CONSTRUCTION (17.07)** – Spółka jest w trakcie publicznej oferty akcji, w ramach której planuje pozyskać do PLN 126m. Środki zostaną przeznaczone na inwestycje oraz wykup obligacji o wartości PLN 40m, które są w posiadaniu głównego akcjonariusza, Józefa Wojciechowskiego.

Na koniec pierwszego kwartału 2014 deweloper posiadał kapitał własny w wysokości PLN 519m i zadłużenie brutto w wysokości PLN 597m, w tym PLN 281m z tytułu obligacji. Emisja akcji w połączeniu z wykupem obligacji może obniżyć wskaźnik dług brutto/ kapitał własny z 1.15x na koniec 1Q14 do poziomu 0.86x.

Spółka obniżyła cel sprzedażowy na 2014 z 1 800 lokali na 1 200 lokali. Spółka tłumaczy obniżenie prognoz przedłużającymi się procedurami administracyjnymi, które wydłużają uruchamianie nowych inwestycji. W ciągu pierwszego półrocza 2014 JW sprzedała 498 mieszkań.

**JSW (16.07)** – Walne zgromadzenie spółki uchwaliło program emisji obligacji o wartości PLN 1.2bn oraz USD 0.4bn. Nadrzędnym celem programu jest sfinansowanie przejęcia kopalni Knurów-Szczygłowice od Kompanii Węglowej za PLN 1.5bn.

Na ten cel zostaną przeznaczone środki z emisji pierwszej transzy, która zostanie zamknięta wraz z finalizacją transakcji przejęcia kopalni, czyli z końcem lipca. Środki z emisji drugiej transzy obligacji posłużą na finansowanie inwestycji w przejętej kopalni oraz pozostałych kopalniach grupy do końca 2015 roku.

Program denominowany jest w dwóch walutach w celu prowadzenia naturalnego hedging ryzyka walutowego. Wykup papierów nastąpi najpóźniej do końca 2020 roku. JSW nie planuje wprowadzać obligacji do obrotu na Catalyst.

**LEASING-EXPERTS (15.07)** – Spółka, która zadebiutowała na rynku Catalyst 2 lipca, wprowadzając do obrotu obligacje serii A (LEX0317) o wartości PLN 1m, ogłosiła zamiar przedterminowego wykupu tej serii. Wykup obligacji nastąpi 13 sierpnia, 42 dni po wprowadzeniu papierów do obrotu na Catalyst oraz 153 dni po zakończeniu emisji. Obligatariusze za przedterminowy wykup otrzymają premię w wysokości 1pp wartości nominalnej obligacji.

Decyzja o wykupie jest związana z zamiarem zwolnienia zastawu rejestrowego na akcjach spółki, które stanowią zabezpieczenie obligacji. Spółka podaje, że zwolnienie zastawu jest związane z zamiarem pozyskania inwestora strategicznego.

**MO-BRUK (16.07)** – Spółka podpisała umowę kredytową na PLN 30m, z przeznaczeniem na wykup zapadających w sierpniu obligacji serii A (MBR0814) o wartości PLN 50m.

Warunkiem uzyskania kredytu jest udokumentowanie przez spółkę posiadania pozostałej kwoty PLN 20m na wykup sierpniowych papierów. Mo-Bruk informuje również, że 19 lipca podjęto uchwałę o emisji obligacji zabezpieczonych serii B, która ma posłużyć na częściowe refinansowanie obligacji serii A. Będą to obligacje z 2-letnim terminem do wykupu.

Obligacje są obecnie wyceniane z niewielkim dyskontem do wartości nominalnej w wysokości 2.8 punktu procentowego. W związku z tak bliskim terminem do wykupu rentowność serii wynosi jednak 47%.

## Informacje ze spółek.

**PCC ROKITA (17.07)** – Dom Maklerski BDM ogłosił sprzedaż kaskadową trzeciej transzy obligacji serii BA (PCR0419) o wartości PLN 4m. DM BDM w ramach oferty kaskadowej nabył PLN 17m papierów tej serii, w celu odsprzedania ich dalej inwestorom posługując się prospektem emisyjnym emitenta. W kolejnych transzach do sprzedaży pozostanie jeszcze PLN 5m.

Zapisy rozpoczęły się 21 lipca i potrwać maksymalnie do końca sierpnia. Cena sprzedaży wyniesie 101.11% w pierwszym dniu zapisów i będzie stopniowo rosnąć do 100.72% na końcu sierpnia.

Termin zapadalności papierów serii BA mija w kwietniu 2019. Oprocentowanie obligacji jest stałe, jak w przypadku innych emisji PCC Rokity, i wynosi 5.5%. Na piątkowym zamknięciu obligacje wyceniano na 100.3% co daje rentowność papierów w wysokości 5.44%.

**TAURON (18.07)** – Agencja ratingowa Fitch potwierdziła rating spółki na poziomie BBB z perspektywą stabilną nadany w czerwcu 2013 roku. Analitycy agencji zwracają jednak uwagę na prognozy pogorszenia się wskaźników kredytowych w latach 2014-2018 ze względu na wysokie nakłady inwestycyjne.

Taką samą ocenę ratingową nadaną przez Fitch mają Enea i Energa, natomiast rating PGE wynosi BBB+.

**VOXEL (14.07)** – Spółka zapowiedziała przedterminowy wykup obligacji serii C (VOX0615) o wartości PLN 5m. Zgodnie z warunkami emisji wykup obligacji przypada na czerwiec 2015 roku. Wykup zostanie dokonany 30 lipca, a emitent wypłaci obligatariuszom wartość nominalną powiększoną o premię w wysokości 0.86% (0.08% za każde 30 dni do terminowego wykupu). W dniu 25 lipca obligacje zostaną wycofane z obrotu na Catalyst.

Środki na wykup serii C będą pochodzić z emisji obligacji serii E o wartości PLN 10m. O nowej serii wiadomo jedynie, że będzie zabezpieczona na poręczeniu od spółki Alteris do 150% wartości emisji.

## Pod Lupą: Ratingi polskich spółek energetycznych.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy agencja ratingowa Fitch przyznała ratingi kredytowe 10 polskim spółkom niefinansowym oraz 13 polskim bankom. Jedynie z tych 3 spółek niefinansowych (PGE, PKN Orlen i Energa) oraz 9 banków posiada obecnie obligacje na rynku Catalyst. Zważywszy na fakt, że obligacje na rynku Catalyst ma obecnie 132 emitentów, to liczba emitentów z ratingiem od Fitcha stanowi mniej niż 10% uczestników rynku. Oprócz Fitcha ratingi nadawane są w Polsce przez Moody's, S&P oraz polską agencję EuroRating, jednak to Fitch posiada w swoim portfelu najwięcej ocen ratingowych polskich spółek.

Ostatni nadany przez Fitch rating dotyczył **Tauronu**, który otrzymał rating na poziomie BBB z perspektywą stabilną, co oznacza brak zmiany w porównaniu z ratingiem nadanym w czerwcu 2013. Zarówno w tym, jak i w zeszłym roku analitycy wskazują na mocną pozycję Tauronu w segmencie dystrybucji i wytwarzania oraz wysoki udział segmentu regulowanego w EBITDA spółki (60% w 2013). Z drugiej strony podkreślają jednak pogarszającą się sytuację segmentu wytwarzania oraz brak dywersyfikacji i opieranie się głównie na technologiach węglowych.

Analitycy ostrzegają, że w związku z oczekiwanymi nakładami inwestycyjnymi w najbliższych latach (PLN 37bn do 2020 wg Tauronu, Fitch zakłada PLN 28bn) znaczącemu pogorszeniu ulegną wskaźniki zadłużenia. Fitch twierdzi, że wskaźnik skor. dług netto/(FFO+Odsetki) może wzrosnąć do 3.0x z poziomu 1.4x na koniec 2013.

Analitycy Fitch podkreślają, że potencjalny wzrost ratingu Tauronu jest ograniczony przez wysokie nakłady inwestycyjne. Jednak zakończenie inwestycji z powodzeniem wraz z redukcją kosztów i większą dywersyfikacją źródeł energii może doprowadzić do podwyższenia ratingu w przyszłości.

Jako ryzyko dla przyszłego ratingu Fitch wymienia wzrost wskaźnika skor. dług netto/(FFO+Odsetki) powyżej 3.0x w związku z niższymi od oczekiwań operacyjnymi przepływami pieniężnymi.

Pod koniec maja Fitch wydał opinię o **PGE**. Analitycy podtrzymali ocenę ratingową z sierpnia 2013 na poziomie BBB+ z perspektywą stabilną, co daje spółce najwyższy rating w branży w kraju. Analitycy Fitch podkreślają silną pozycję spółki na polskim rynku i konserwatywny profil finansowy (na koniec

1Q14 PGE miała gotówkę netto w wysokości PLN 2.4bn). Fitch podkreśla, że ograniczenia ratingu wynikają z małego udziału działalności regulowanej w zysku EBITDA (28% w 2013), niskiej dywersyfikacji paliw oraz malejących marż w segmencie energetyki konwencjonalnej.

Analitycy Fitch oceniają, że w związku z oczekiwanymi wysokimi inwestycjami (PLN 50bn do 2020) wskaźnik skor. dług netto/(FFO+Odsetki) może wzrosnąć do 3.0x w porównaniu do gotówkowej pozycji netto obecnie.

Fitch jako szansę wzrostu ratingu rozpatruje pozycję gotówkową netto pozwalającą na finansowanie inwestycji znaczną ilością długu. Fitch widzi potencjał dla wzrostu ratingu, gdy skor. dług netto/(FFO+Odsetki) będzie się utrzymywał poniżej poziomu 2.0x. Ponadto postępująca dywersyfikacja źródeł energii i niższe emisja CO2 razem z planami poprawy efektywności również mogą wpłynąć na poprawę ratingu.

Jako zagrożenie dla obniżenia ratingu Fitch wymienia wzrost wskaźnika skor. dług netto/(FFO+Odsetki) powyżej 3.0x.

Pod koniec kwietnia Fitch wydał rating dla **Enei**. Agencja podtrzymała ocenę z zeszłego roku na poziomie BBB z perspektywą stabilną.

Analitycy Fitch wśród głównych czynników wzrostu oceny ratingowej wskazują wysoki udział przewidywanego biznesu regulowanego w EBITDA spółki (50% w 2013), co wpływa na stabilność przepływów pieniężnych Enei. Rating oddaje też rosnącą presję w sektorze w segmencie wytwarzania głównie z powodu niskich cen hurtowych energii i spadających wolumenów bezpłatnych uprawnień do emisji CO2.

Fitch zaznacza, że potrzeby inwestycyjne spółki do 2020 mogą sięgnąć PLN 20bn (Fitch zakłada PLN 11bn), w tym PLN 12bn jest związanych segmentem konwencjonalnym (głównie Koźienice), a PLN 8bn z segmentem energetyki odnawialnej i kogeneracji.

Analitycy Fitch podkreślają niewielką szansę na wzrost ratingu Enei. Jednak pomyślne zamknięcie planowanych inwestycji bez poważnej zmiany profilu finansowania, wraz z udaną redukcją kosztów może wpłynąć na wzrost oceny ratingowej.

Wśród ryzyka dla ratingu Fitch wymienia wzrost wskaźnika skor. dług netto/(FFO+Odsetki) powyżej 3.0x, co zdaniem analityków będzie miało miejsce, gdy Enea wyda na inwestycje całą planowaną kwotę PLN 20bn.

Ostatni rating dla **Energi** Fitch wypuścił w październiku 2013, podtrzymując rating BBB z perspektywą stabilną nadany w październiku 2012. Wcześniej rating dla Energi wynosił BBB-, jednak poprawa perspektyw finansowych wynikających z planów inwestycyjnych oraz niższy wzrost zadłużenia wpłynęły na poprawę oceny.

Wsparciem dla ratingu Energi jest 70% udział segmentu regulowanego w zysku EBITDA (w 2012 roku), co jest efektem pomyślnych inwestycji w sieć przesyłową. Fitch wyraża się także pozytywnie o otoczeniu regulacyjnym w segmencie przesyłu energii.

Analitycy zwracają jednak uwagę na rosnącą dźwignię finansową, skor. dług netto/(FFO+Odsetki) wzrośnie według prognoz Fitcha z poziomu 1.0x na koniec 2012 do 2.5x-3.0x w 2014-2015. Ma to związek z planowanymi inwestycjami.

Szansa dla poprawy ratingu Energi jest niska ze względu na wysoki capex. Jednak jeżeli stopa zwrotu na aktywach segmentu regulowanego wzrośnie, a segment przesyłu pozostanie dominujący w zysku EBITDA grupy rating może wzrosnąć do BBB+.

Ryzykiem dla obecnego ratingu jest problem z utrzymaniem wskaźnika skor. dług netto/(FFO+Odsetki) poniżej poziomu 3.0x.

## Ostatnie emisje obligacji: Deweloperzy.

Kursy i rentowności obligacji na zamknięcie sesji 2014-07-18

Spółka	Seria	Wartość (PLNm)	Data emisji	Data zapadalności	Okres emisji	WIBOR	Marża	Zabezp. (% wart. emisji)	Kurs	YTM
Echo Investment	ECH0716	25.0	2014-07-07	2016-07-02	2.0	6M	2.85%	brak	n.d.	n.d.
Echo Investment	ECH0616	50.0	2014-07-01	2016-06-26	2.0	6M	2.95%	brak	n.d.	n.d.
Polnord	PND0617	13.5	2014-06-12	2017-06-12	3.0	6M	4.30%	brak	n.d.	n.d.
Polnord	PND0616	20.0	2014-07-20	2016-06-12	1.9	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%	101.3	7.16%
Erbud	ERB0318	52.0	2014-03-26	2018-03-26	4.0	6M	3.00%	brak	100.0	5.68%
GTC	GTC0319	200.0	2014-03-10	2019-03-11	5.0	6M	4.50%	brak	100.8	6.97%
Robyg	ROG0218	15.0	2014-02-26	2018-02-28	4.0	6M	4.00%	brak	101.5	6.09%
Robyg	ROB0218	45.0	2014-02-26	2018-02-26	4.0	6M	4.00%	brak	104.0	5.61%
Warimpex	WXF0218	9.0	2014-02-24	2018-02-28	4.0	6M	6.00%	brak	n.d.	n.d.
Echo Investment	ECH0219	100.0	2014-02-19	2019-02-19	5.0	6M	3.60%	brak	n.d.	n.d.
Polnord	PND0217	50.0	2014-02-11	2017-02-11	3.0	6M	4.35%	brak	100.9	6.64%
BBI Development	BBI0217	53.0	2014-02-07	2017-02-07	3.0	6M	6.00%	brak	100.5	8.33%
Ghelamco Invest	GHE0118	114.5	2014-01-29	2018-01-29	4.0	6M	5.00%	180%	101.0	7.36%
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	6.19%
Warimpex	WXF1017	8.5	2013-10-29	2017-10-29	4.0	6M	6.40%	brak	n.d.	n.d.
Vantage Development	VAN0816	20.0	2013-08-14	2016-08-14	3.0	3M	5.50%	150%	101.0	7.17%
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	101.8	6.53%
Echo Investment	ECH0618	80.0	2013-06-19	2018-06-19	5.0	6M	3.50%	brak	101.4	5.78%
Rank Progress	RNK0616	131.8	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	5.50%	150%	96.7	9.08%
Ronson	RON0617	83.5	2013-06-14	2017-06-14	4.0	6M	3.75%	120%	101.6	5.39%
Ronson	RON0616	23.6	2013-06-14	2016-06-14	3.0	6M	4.55%	brak	102.0	5.82%
Włodarzewska	WLO0516	17.5	2013-05-15	2016-05-15	3.0	6M	7.50%	365%	96.0	12.04%
Polnord	PND0516	46.0	2013-05-13	2016-05-13	3.0	6M	b.d.	b.d.	n.d.	n.d.
Dom Development	DOM0318	50.0	2013-03-26	2018-03-26	5.0	6M	2.65%	brak	100.5	5.19%
BBI Development	BBI0216	22.0	2013-02-20	2016-02-22	3.0	6M	6.50%	brak	100.0	9.17%
Polnord	PND0116	26.5	2013-01-22	2016-01-22	3.0	3M	4.85%	200%	101.0	6.25%
GTC	GTC0418	294.2	2012-10-31	2018-04-30	5.5	6M	4.00%	brak	n.d.	n.d.
Marvipol	MVP0415	39.0	2011-04-08	2015-04-08	4.0	6M	5.90%	brak	101.0	7.12%

## 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	5.5x	2.9x
Gant Development	334%	67%	0.6x	0.1x	0.0x	18.1x	1.7x	2.2x
GTC	132%	47%	1.3x	1.1x	1.0x	-8.9x	-2.1x	1.7x
JW Construction	58%	22%	1.7x	1.6x	0.1x	5.2x	1.5x	3.6x
LC Corp	70%	34%	3.1x	0.8x	1.2x	9.2x	3.9x	1.1x
Marvipol	107%	30%	2.3x	0.3x	1.6x	5.0x	1.9x	3.0x
Polnord	37%	24%	3.4x	1.2x	0.1x	35.5x	0.3x	2.4x
Rank Progress	116%	48%	0.8x	0.5x	0.1x	76.4x	0.3x	0.2x
Robyg	33%	14%	2.8x	1.1x	3.4x	2.7x	2.2x	5.9x
Ronson	19%	12%	4.9x	0.8x	1.8x	5.6x	1.1x	4.7x
Vantage Development	18%	13%	2.9x	1.3x	3.4x	7.0x	1.2x	2.0x
Włodarzewska*	88%	42%	1.7x	0.4x	0.2x	2.0x	7.9x	0.6x

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

## Ostatnie emisje obligacji: Spółki wierzytelnościowe.

Kursy i rentowności obligacji na zamknięcie sesji 2014-07-18

Spółka	Seria	Wartość (PLNm)	Data emisji	Data zapadalności	Okres emisji	WIBOR	Marża	Zabezp. (% wart. emisji)	Kurs	YTM
Magellan	MAG0617	27.0	2014-06-26	2017-06-26	3.0	6M	b.d.	brak	n.d.	n.d.
MW Trade	MWT0417	15.0	2014-04-17	2017-04-17	3.0	6M	4.00%	brak	101.5	5.88%
Kredyt Inkaso I NS FIZ	KI10517	50.0	2014-05-09	2017-05-09	3.0	6M	3.85%	188%	n.d.	n.d.
Best	BST0418	45.0	2014-04-30	2018-04-30	4.0	3M	3.80%	brak	100.8	6.24%
Kredyt Inkaso	KRI0717	53.0	2014-01-13	2017-07-13	3.5	6M	4.20%	brak	101.8	6.22%
Kredyt Inkaso	KRI0118	17.0	2013-12-13	2018-01-15	4.1	6M	4.40%	brak	101.5	6.60%
Kruk	KRU1217	15.0	2013-12-06	2017-12-06	4.0	3M	4.00%	brak	103.5	5.54%
Kruk	KRU1218	10.0	2013-12-05	2018-12-05	5.0	3M	4.50%	brak	106.5	6.11%
P.R.E.S.C.O.	PRE1117	35.0	2013-11-28	2017-11-28	4.0	6M	4.40%	brak	101.5	6.59%
Fast Finance	FFI1116	8.6	2013-11-18	2016-11-15	3.0	6M	7.00%	349%	101.5	8.95%
Vindexus	VIN1116	10.0	2013-11-08	2016-11-08	3.0	3M	6.25%	200%	103.3	7.45%
Kruk	KRU1018	40.0	2013-10-03	2018-10-03	5.0	3M	4.40%	brak	105.7	5.70%
Fast Finance	FFI0916	3.9	2013-09-30	2016-09-27	3.0	6M	7.00%	388%	101.9	7.16%
DTP	DTP0816	11.0	2013-08-23	2016-08-22	3.0	3M	4.50%	130%	102.0	5.64%
Kruk	KRU0818	50.0	2013-08-13	2018-08-13	5.0	3M	4.40%	brak	103.8	6.36%
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	6.52%
Kruk	KRU0618	15.0	2013-06-25	2018-06-25	5.0	3M	4.40%	brak	105.0	6.22%
Kruk	KRU0317	60.0	2013-06-07	2017-03-07	3.8	3M	4.40%	brak	104.0	5.45%
Best	BST0916	14.7	2013-03-28	2016-09-28	3.5	n.d.	8.98%	brak	102.6	7.17%
Vindexus	GPM0216	5.0	2013-02-28	2016-02-28	3.0	n.d.	11.00%	brak	n.d.	n.d.
Best	BST0516	39.0	2012-11-28	2016-05-28	3.5	3M	4.70%	135%	101.5	6.51%
P.R.E.S.C.O.	PRE0815	10.0	2012-08-08	2015-08-08	3.0	6M	5.00%	brak	103.5	4.23%
Kredyt Inkaso	KRI0916	30.0	2012-03-05	2016-09-05	4.5	6M	5.70%	brak	106.0	5.11%
P.R.E.S.C.O.	PRE0814	30.0	2012-02-23	2014-08-23	2.5	6M	5.20%	brak	99.4	7.80%
DTP	DTP1114	13.4	2011-11-29	2014-11-28	3.0	3M	6.75%	140%	100.0	6.54%

## 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	Tauron	PGE	Enea	PKN Orlen	P4	PKP Intercity	PKP	Energa
Rating	BBB	BBB+	BBB	BBB-	B+	BBB-	BBB	BBB
Data	2014.07.18	2014.05.23	2014.04.30	2014.04.08	2014.01.28	2014.01.16	2013.12.12	2013.10.10
Perspektywa	stabilna	stabilna	stabilna	stabilna	pozytywna	pozytywna	stabilna	stabilna

Źródło: Fitch

## Euroobligacje polskich emitentów.

Emitent	Data emisji	Data wykupu	Okres emisji (lata)	Kupon	Waluta	Bieżąca wart. emisji (mln)	Tyg. zm. ceny	Kurs zamknięcia (2014-07-18)	YTM (%) (2014-07-18)	Rating Fitch	Z-Spread (2014-07-18)
BOŚ	2011-05-11	2016-05-11	5.0	6.000%	EUR	250.00	0.00%	108.69	1.10%	BBB	44 pb
mBank	2012-10-12	2015-10-12	3.0	2.750%	EUR	500.00	0.03%	102.06	1.04%	A	46 pb
mBank	2013-10-08	2018-10-08	5.0	2.500%	CHF	200.00	0.07%	104.39	1.42%	A	113 pb
mBank	2014-04-01	2019-04-01	5.0	2.375%	EUR	500.00	0.00%	102.30	1.86%	A	119 pb
Ciech	2012-11-28	2019-11-30	7.0	9.500%	EUR	245.00	-1.44%	111.50	6.89%	B2*	295 pb
Energa	2013-03-19	2020-03-19	7.0	3.250%	EUR	500.00	-0.17%	105.77	2.15%	BBB	114 pb
PGE	2014-06-09	2019-06-09	5.0	1.625%	EUR	500.00	0.10%	100.40	1.54%	BBB+	88 pb
PGNiG	2012-02-14	2017-02-14	5.0	4.000%	EUR	500.00	0.14%	106.65	1.34%	Baa2*	68 pb
PKN Orlen	2014-06-30	2021-06-30	7.0	2.500%	EUR	500.00	-0.02%	99.03	2.65%	BBB-	171 pb
PKO BP	2012-09-21	2015-12-21	3.2	2.536%	CHF	500.00	0.08%	102.65	0.65%	A2*	49 pb
PKO BP	2010-10-21	2015-10-21	5.0	3.733%	EUR	800.00	-0.03%	103.29	1.06%	A2*	65 pb
PKO BP	2011-07-07	2016-07-07	5.0	3.538%	CHF	250.00	0.04%	105.40	0.75%	A2*	47 pb
PKO BP	2012-09-26	2022-09-26	10.0	4.630%	USD	1000.00	-0.73%	103.98	4.05%	A2*	173 pb
PKO BP	2014-01-23	2019-01-23	5.0	2.324%	EUR	500.00	0.01%	102.01	1.85%	A2*	109 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.750%	EUR	542.50	-0.21%	118.70	7.54%	B2*	236 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.625%	USD	500.00	-0.21%	118.50	7.47%	B2*	238 pb
PZU	2014-07-03	2019-07-03	5.0	1.375%	EUR	500.00	0.07%	99.50	1.48%	A-**	82 pb
TVN	2010-11-19	2018-11-15	8.0	7.875%	EUR	175.00	-0.24%	105.69	6.34%	B1*	83 pb
TVN	2013-09-16	2020-12-15	7.3	7.375%	EUR	430.00	-0.05%	112.22	5.11%	B1*	275 pb

\* rating Moody's \*\* rating S&P

Źródło: Bloomberg, obliczenia DI Investors









#### ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DI Investors może pełnić rolę animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu, w szczególności na dzień jego publikacji dla instrumentów finansowych wyemitowanych przez spółkę PGE oraz Tauron.

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

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

Wszelkie znaki towarowe, oznaczenia i logo zawarte w niniejszym dokumencie stanowią znaki towarowe, oznaczenia lub logo 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.**