

**Catalyst: Obligacje wg tygodniowych zmian cen**

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
REGIS	RGS0717	14.00	12.9
Kancelaria	KME0916	7.00	19.5
Medius			
Hussar	HGR0517	5.50	9.7
Polkap	SFK1215	4.90	43.3
Cube.ITG	CTG0417	4.50	1.0
Polbrand	PBD0116	4.00	48.2
MEXPOL	MPL0316	2.50	8.7
Ferratum Capital			
Poland	FRR0517	2.13	165.1
Próchnik	PRC1215	1.99	2.0
Alior Bank	ALR0421	1.79	171.7
Fast Finance	FFI1116	-8.18	207.5
2C Partners	2CP0416	-8.45	40.0
Leasing-Experts	LEX0916	-10.00	9.2
PTI	PTI1115	-12.99	6.4
Włodarzewska	WLO0516	-13.45	35.0
Leasing-Experts	LEX0616	-13.49	6.4
Fast Finance	FFI0916	-15.90	9.9
2C Partners	2CP0316	-16.49	21.4
2C Partners	2CP0317	-19.35	16.9
2C Partners	2CP0517	-19.96	34.9

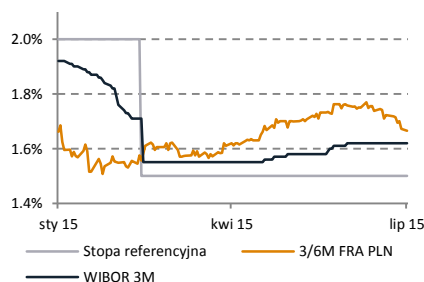
Źródło: GPW Catalyst, obliczenia Vestor DM

**Catalyst: Obligacje wg tygodniowego obrotu**

Spółka	Seria	Δ (pkt. proc.)	Obrót (PLNk)
mBank	MBK0125	1.00	3,838.3
Kredyt Inkaso	KRI1018	-0.05	1,954.9
Robyg	ROB0616	0.38	1,027.5
WB Electronics	WBE1117	0.30	1,024.3
Getin Noble	GNB0218	-2.08	953.3
PKN Orlen	PKN0418	0.14	858.0
Getin Noble	GNB0318	-2.64	774.8
Echo Investment	ECH0418	0.76	721.7
Ghelamco	GHI0619	0.40	706.0
Getin Noble	GNB0917	-2.50	518.1

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia Vestor DM

**WIBOR 3M; 3/6 FRA PLN; stopa referencyjna**



Źródło: Bloomberg

**Wojciech Woźniak**

Analitik, MPW nr 2515  
 (+48) 22 378 9203  
 Wojciech.Wozniak@vestor.pl

**Michał Mordel**

Analitik  
 (+48) 22 378 9220  
 Michal.Mordel@vestor.pl

**Tydzień w skrócie – główne wydarzenia.**

**TAURON (16.07)** – Agencja ratingowa Fitch Ratings po raz kolejny potwierdziła ocenę Tauronu na poziomie BBB z perspektywą stabilną.

**ASSECO POLAND (17.07)** – Agencja ratingowa EuroRating utrzymała na niezmienionym poziomie rating BBB+ spółki z perspektywą stabilną.

**SYNTHOS (17.07)** – Agencja ratingowa EuroRating utrzymała na niezmienionym poziomie rating BBB+ spółki z perspektywą stabilną.

**BANK ZACHODNI WBK (14.07)** – Bank ustalił stopę procentową dla kolejnego okresu odsetkowego dla obligacji serii PLBZ00000168 na 2.79%.

**BGK (16.07)** – Wiceprezes BGK Andrzej Ladko poinformował w rozmowie z PAP, że bank prawdopodobnie zrezygnuje z emisji obligacji na cele własne za ok. PLN 1mld.

**PEGAS NONWOVENS (15.07)** – Spółka dokonała refinansowania grupy poprzez trzy emisje obligacji długoterminowych o łącznej wartości ok. EUR 100m.

**DEKPOL (15.07)** – Spółka uchwaliła emisję obligacji o wartości do PLN 20m.

**KRUK (15.07)** – Spółka wprowadziła do alternatywnego systemu obrotu na Catalyst sześćoletnie obligacje serii Z1 o wartości PLN 100m.

**RONSON (17.07)** – Spółka wprowadziła do obrotu czteroletnie niezabezpieczone obligacje serii K o oprocentowaniu WIBOR6M+3.6%.

**ROBYG (15.07)** – Spółka wprowadziła do obrotu na rynku hurtowym czteroletnie obligacje serii L o wartości PLN 60m.

**PRAGMA INKASO (15.07)** – Obligacji serii E, o łącznej wartości PLN 5.5m, zadebiutowały w alternatywnym systemie obrotu na rynku Catalyst.

**PRÓCHNIK (17.07)** – Spółka dokonała przydziału obligacji serii B o łącznej wartości PLN 5.07m.

**ROBYG (15.07)** – Spółka dokonała umorzenia części obligacji serii J oraz wszystkich obligacji serii E.

**Największe obroty, wzrosty i spadki.**

Obroty na obligacjach korporacyjnych na rynku Catalyst w minionym tygodniu wyniosły **PLN 22.3m** wobec PLN 13.6m tydzień wcześniej.

Najwyższy obrót, w wysokości PLN 12.0m, odnotowano na obligacjach **mBanku** serii MBK0125. Całość obrotu była obrotem sesyjnym. Kurs serii wzrósł o 1.0 p.p.

Najwyższy wzrost kursu odnotowano na obligacjach **Regis** (seria RGS0717). Kurs serii wzrósł o 14.0 punktów procentowych, z poziomu 80.0% do 94.0%. Obrót na serii wyniósł PLN 12.9k.

Obligacje spółki **2C Partners**, serii 2CP0517, odnotowały największy spadek kursu w minionym tygodniu: o 20.0 punktów procentowych z 87.5% do 67.4%. Obrót na tej serii wyniósł PLN 34.9k.

Rentowność polskich obligacji, stawki WIBOR, stopa procentowa		Δ tyg. (p.p.)
Rentowność obligacji dwuletnich	1.78%	-0.09
Rentowność obligacji pięcioletnich	2.33%	-0.15
Rentowność obligacji dziesięcioletnich	2.93%	-0.15
WIBOR6M	1.79%	0.00
WIBOR3M	1.72%	0.00
Stopa referencyjna	1.50%	0.00

Źródło: Bloomberg

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

Spółka	Seria	Kurs	Bież. oproc. (%)
BGK	IDS1022	121.00	5.75
BGK	IDS1018	110.50	6.25
BGK	IDS1018	110.13	6.25
Kruk	KRU1218	109.49	5.98
Kruk	KRU1018	108.88	6.22
Poznańska 37	POA0117	108.85	8.00
Nordic Development	NOR1016	108.50	10.00
Poznańska 37	POB0117	108.00	8.00
PKN Orlen	PKN0420	107.00	5.00
Kredyt Inkaso	KRI0916	106.00	7.50
2C Partners	2CP0517	67.50	9.25
Midas	MDS0421	66.60	
EBI	EIB0617	35.71	
Midas	MDS0421	34.28	
PTI	PTI1115	7.11	6.66
E-Kancelaria	EKA0616	4.00	10.00
E-Kancelaria	EKA0816	3.01	9.00
Uboat - Line	UBT0915	1.95	7.71
E-Kancelaria	EKA1115	1.52	10.00
E-Kancelaria	EKA1215	1.50	9.00

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia Vestor DM

## Kalendarium tygodniowe.

	Spółka	Seria	Kurs	Bieżące oprocentowanie
<b>Dzień ustalania praw do odsetek</b>				
2015-07-27	PCC Consumer Products Kosmet	KOS0516	100.9	6.80
	Victoria Dom	VDM0217	100.0	7.90
2015-07-28	PCC Autochem	AUT0217	101.8	6.80
	E-Kancelaria	EKA1115	1.5	10.00
	PCC Consumer Products Kosmet	KOS1117	100.5	6.00
	Kruk	KRU1116	103.3	6.25
2015-07-29	BBI Development	BBI0217	101.5	7.99
2015-07-30	Certus Capital	CCA0216	94.0	9.00
	M.W. Trade	MWD1115	100.3	6.00
2015-07-31	Enea	ENA0220	100.0	2.81
	Getin Noble	GNB0817	100.0	5.43
	Granit-Color	GRA0816	102.2	9.50
	Mikrokasa	MKR1115	97.5	9.00
	P.R.E.S.C.O. Group	PRE0815	101.5	6.98
	Vindexus	VIN1116	101.5	7.90
	Vantage	VTG0816	100.6	7.15

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia Vestor DM

## Informacje ze spółek (alfabetycznie).

**ASSECO POLAND (17.07)** – Agencja ratingowa EuroRating utrzymała na niezmiennym poziomie rating BBB+ spółki z perspektywą stabilną.

**BANK ZACHODNI WBK (14.07)** – Bank ustalił stopę procentową dla kolejnego okresu odsetkowego dla obligacji serii PLBZ00000168 na 2.79%. Łączna wartość nominalna obligacji wynosi PLN 475m.

**BGK (16.07)** – Wiceprezes BGK Andrzej Ladko poinformował w rozmowie z PAP, że bank prawdopodobnie zrezygnuje z emisji obligacji na cele własne za ok. PLN 1mld. Decyzję podjęto po analizach wewnętrznych potrzeb finansowych BGK. Aktualny jednak pozostaje plan emisji papierów w euro dla KFD o wartości EUR 0.5-0.6mld. Pod koniec sierpnia ustalone ma zostać zapotrzebowanie Funduszu i wtedy zostaną doprecyzowane szczegóły. Emisja zaplanowana jest na przełom września i października.

**DEKPOL (15.07)** – Spółka uchwaliła emisję obligacji o wartości do PLN 20m. Obligacje emitowane będą w celu pozyskania finansowania bieżącej działalności spółki, w tym m.in. budowy hotelu przy ul. Toruńskiej w Gdańsku. Oprocentowanie obligacji w skali roku wynosi WIBOR 3M powiększony o marżę. Termin wykupu przypada na 31 lipca 2018 r. Spółka planuje ubiegać się o wprowadzenie obligacji na rynek ASO.

**KRUK (15.07)** – Spółka wprowadziła do alternatywnego systemu obrotu na Catalyst sześcioletnie obligacje serii Z1 o wartości PLN 100m. Emisja została objęta przez instytucje, które zgłosiły popyt na poziomie PLN 260m. Obligacje mają oprocentowanie WIBOR3M+ 3.1% z możliwością podniesienia o 0.5 pp.. jeśli wskaźnik zadłużenia (dług netto do kapitałów grupy) przekroczy 2.2x. Przekroczenie przez wskaźnik poziomu 3.0x daje obligatariuszom prawo żądać przedterminowej spłaty papierów.

**PEGAS NONWOVENS (15.07)** – Spółka dokonała refinansowania grupy poprzez trzy emisje obligacji długoterminowych o łącznej wartości ok. EUR 100m. Termin wykupu obligacji przypada: w lipcu 2025 r. i w lipcu 2022 r. Wpływy z emisji zostaną przeznaczone na spłatę kredytów bankowych, częściowy wykup obligacji, których termin wykupu przypada w listopadzie 2018 r., oraz na dalsze inwestycje, w tym skup akcji własnych, który spółka obecnie rozważa. Dyrektor generalny i członek rady dyrektorów Pegas Nonwovens František Řežáč zakomunikował, iż dzięki emisji obniżone zostaną koszty odsetek, a spółka będzie zabezpieczona przed ewentualnymi przyszłymi podwyżkami stóp procentowych.

**PRAGMA INKASO (15.07)** – Obligacji serii E, o łącznej wartości PLN 5.5m, zadebiutowały w alternatywnym systemie obrotu na rynku Catalyst. Obligacje są notowane w systemie notowań ciągłych pod nazwą skróconą PRI0518. Obligacje są oprocentowane WIBOR 3M+(4.0%-4.5%).

**Catalyst: Obligacje zapadające do końca 2015**

Data wykupu	Spółka	Wartość (PLNm)	Premia/dyskonto
2015.07.25	MYSLAW	1	n.a.
2015.08.08	P.R.E.S.C.O.	10	1.5%
2015.08.13	Raport	15	-5.0%
2015.08.30	Eurocent	2	-2.0%
2015.09.07	EFM	2	-0.2%
2015.09.25	WDB Ubezp.	2	-2.0%
2015.09.27	Uboat - Line	5	-98.1%
2015.10.02	Uniserv-	6	0.1%
2015.10.04	Medius	2	0.0%
2015.10.05	Millennium	250	1.3%
2015.10.08	Atal	8	0.7%
2015.10.19	Instalexport	5	-10.0%
2015.10.21	PKO AB*	800	3.8%
2015.10.23	E-Kancelaria	2	-30.0%
2015.10.31	PCZ	13	-14.9%
2015.11.01	Quality All	2	-3.3%
2015.11.06	M.W. Trade	34	-0.5%
2015.11.06	E-Kancelaria	4	-98.5%
2015.11.07	M.W. Trade	6	0.3%
2015.11.08	Mikrokasa	2	-2.5%
2015.11.08	PTI	7	-92.9%
2015.11.09	IIF	3	0.0%
2015.11.15	SAF	2	-1.0%
2015.11.18	Klon	4	-1.5%
2015.11.22	Murapol	5	-1.1%
2015.12.04	Próchnik	6	-3.0%
2015.12.04	E-Kancelaria	4	-98.5%
2015.12.08	Blue Tax	1	-3.7%
2015.12.17	M.W. Trade	10	0.0%
2015.12.21	Invista	1	-4.9%
2015.12.23	Polkap	1	-2.1%
2015.12.23	E-Kancelaria	1	-20.0%
2015.12.31	Trakcja	30	0.0%
2015.12.31	Trakcja	3	1.5%

\* notowana w EUR

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia Vestor DM

**PRÓCHNIK (17.07) – Spółka dokonała przydziału obligacji serii B o łącznej wartości PLN 5.07m.**

Obligacje zostały przydzielone łącznie 26 podmiotom (25 osób fizycznych oraz 1 osoba prawna). Środki z emisji obligacji zostaną w całości przeznaczone na finansowanie kapitału obrotowego, w tym w pierwszej kolejności zakupu rozszerzonej kolekcji jesienno-zimowej do sieci sklepów. Oprocentowanie obligacji wynosi 8% w skali roku, a termin ich wykupu przypada 12 miesięcy po terminie przydziału.

**ROBYG (15.07) – Spółka wprowadziła do obrotu na rynku hurtowym czteroletnie obligacje serii L o wartości PLN 60m.** Serię w całości objął jeden inwestor. Obligacje są oprocentowane WIBOR6M+3%. Pozostałe serie obligacji Robygu w obrocie na Catalyst mają oprocentowanie WIBOR6M+3.5-4.5 pp.

**ROBYG (15.07) – Spółka dokonała umorzenia części obligacji Serii J oraz wszystkich obligacji serii E.** Robyg dokonał terminowego wykupu pozostałej części obligacji serii E oraz przedterminowego wykupu wszystkich obligacji serii J w maju br.

**RONSON (17.07) – Spółka wprowadziła do obrotu czteroletnie niezabezpieczone obligacje serii K o oprocentowaniu WIBOR6M+3.6%.** Emisja została przeprowadzona w czerwcu tego roku, a spółka o niej nie informowała. Prywatna oferta o wartości PLN 4.5m została przydzielona w całości, po niewielkiej 5% redukcji, inwestorom, którzy złożyli łącznie sześć zapisów.

**SYNTHOS (17.07) – Agencja ratingowa EuroRating utrzymała na niezmienionym poziomie rating BBB+ spółki z perspektywą stabilną.**

**TAURON (16.07) – Agencja ratingowa Fitch Ratings po raz kolejny potwierdziła ocenę Tauronu na poziomie BBB z perspektywą stabilną.** Agencja wyjaśniła, iż potwierdzenie ratingu odzwierciedla wysoki udział regulowanego segmentu dystrybucji w EBITDA Tauronu (około 60%), co przyczynia się do stabilizacji przepływów pieniężnych, podczas gdy segment wytwarzania znajduje się pod presją.

## Ostatnie emisje obligacji na Catalyst: Deweloperzy.

Kursy i rentowności obligacji na zamknięcie sesji 2015-07-17

Spółka	Seria	Wartość (mln)	Waluta	Data emisji	Data zapadalności	Okres emisji	WIBOR	Marża	Zabezpieczenie	Kurs	YTM
Ronson Europe NV	RON0619	4.5	PLN	2015-06-18	2019-06-18	4.0	6M	3.60%		99.5	5.53%
Robyg SA	ROB1018	60.0	PLN	2014-10-29	2018-10-29	4.0	6M	3.00%		101.2	4.29%
Ghelamco	GHE0519	50.0	PLN	2015-05-22	2019-05-22	4.0	6M	4.50%	Tak	n.d.	n.d.
Ghelamco	GHC0619	30.0	PLN	2015-06-30	2019-06-16	4.0	6M	4.00%	Tak	100.3	5.70%
Ghelamco	GHI0619	50.0	PLN	2015-06-25	2019-06-16	4.0	-	5.79%	Tak	100.4	5.66%
LC Corp	LCC0320	65.0	PLN	2015-03-20	2020-03-20	5.0	6M	3.20%		100.4	4.79%
Ronson Europe NV	RON0419	15.5	PLN	2015-04-21	2019-04-19	4.0	6M	3.60%		100.5	5.08%
Developres SP ZOO	DVR0318	15.0	PLN	2015-03-06	2018-03-06	3.0	6M	5.00%	Tak	100.5	6.47%
Capital Park SA	CAP0318	11.1	PLN	2015-03-18	2018-03-18	3.0	3M	4.30%		100.0	5.61%
Ronson	RON0119	10.0	PLN	2015-01-26	2019-01-25	4.0	6M	4.00%		100.0	5.68%
BBI Development	BBI0218	35.0	PLN	2015-02-20	2018-02-22	3.0	6M	5.00%		100.4	6.62%
Capital Park SA	CAP1217	53.9	PLN	2014-12-23	2017-12-23	3.0	3M	4.30%		99.0	6.51%
Ghelamco	GHE0619	50.0	PLN	2014-12-16	2019-06-16	4.5	6M	3.50%	Tak	98.8	5.29%
Echo Investment	ECH0418	50.0	PLN	2014-10-20	2018-04-20	3.5	6M	3.15%		102.5	3.99%
Echo Investment	ECH0318	75.0	PLN	2014-10-06	2018-03-04	3.4	6M	3.15%		101.9	4.16%
Ghelamco	GHE0918	6.3	EUR	2014-09-30	2018-09-28	4.0	EURIBOR	4.30%	Tak	99.0	4.36%
Ghelamco	GHE1117	37.8	PLN	2014-08-26	2017-11-27	3.3	6M	4.75%	Tak	100.8	5.88%
Echo Investment	ECH0716	25.0	PLN	2014-07-22	2016-07-02	1.9	6M	2.85%		101.6	3.56%
Echo Investment	ECH0616	50.0	PLN	2014-07-21	2016-06-26	1.9	6M	2.95%		101.4	3.63%
Ghelamco	GHK0718	11.2	PLN	2014-07-16	2018-07-09	4.0	6M	4.50%	Tak	100.8	5.74%
Ghelamco	GHC0718	30.8	PLN	2014-07-15	2018-07-16	4.0	6M	5.00%	Tak	100.0	7.17%
Ghelamco	GHI0718	30.0	PLN	2014-07-09	2018-07-09	4.0	6M	4.50%	Tak	100.4	6.14%
Ghelamco	GHI0718	30.0	PLN	2014-07-04	2018-07-04	4.0	6M	4.50%	Tak	101.1	5.88%
Vantage	VTG0617	23.5	PLN	2014-06-16	2017-06-16	3.0	3M	4.30%	Tak	98.7	6.58%
Vantage	VTG0618	13.3	PLN	2014-06-16	2018-06-16	4.0	3M	4.95%		99.5	6.67%
LC Corp SA	LCC0619	50.0	PLN	2014-06-06	2019-06-06	5.0	6M	3.50%		102.5	4.57%
Ronson	RON0218	5.0	PLN	2014-05-23	2018-02-23	3.8	6M	4.25%		100.5	5.61%
Ronson	RON0518	28.0	PLN	2014-05-20	2018-05-20	4.0	6M	3.50%	Tak	100.0	5.28%
Echo Investment	ECH0519	70.5	PLN	2014-05-15	2019-05-15	5.0	6M	3.60%		100.0	4.80%
Ghelamco	GHE0418	27.2	PLN	2014-04-25	2018-04-25	4.0	6M	4.50%	Tak	100.2	5.68%
Ghelamco	GHE0718	120.4	PLN	2014-04-11	2018-07-11	4.3	6M	5.00%	Tak	103.2	4.96%
GTC	GTC0319	200.0	PLN	2014-03-10	2019-03-11	5.0	6M	4.50%		100.1	6.25%
Robyg	ROG0218	15.0	PLN	2014-02-28	2018-02-26	4.0	3M	4.00%		101.5	5.10%
Robyg	ROB0218	45.0	PLN	2014-02-25	2018-02-26	4.0	6M	4.00%		104.3	3.95%
Echo Investment	ECH0219	100.0	PLN	2014-02-19	2019-02-19	5.0	6M	3.60%		101.5	3.59%
Polnord	PND0217	50.0	PLN	2014-02-11	2017-02-11	3.0	3M	4.35%	Tak	100.6	5.93%
BBI Development	BBI0217	53.0	PLN	2014-02-06	2017-02-07	3.0	6M	6.00%		101.2	6.75%
Ghelamco	GHE0118	114.5	PLN	2014-01-29	2018-01-29	4.0	6M	5.00%	Tak	101.0	5.90%

## Wskaźniki zadłużenia: Deweloperzy.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 marca 2015

Spółka	Dług netto/ Kapitały własne	Dług netto/ Aktywa	Akt. obrotowe/ Zob. bieżące	Akt. Obrotowe - Zapasy/Zob. bieżące	Gotówka/Dług krótkoterminowy	Dług netto/ 12MEBITDA	12MEBITDA/ 12M Odsetki zapłacone	12MCFO/ 12M Odsetki zapłacone
BBI Development	58%	33%	3.2x	0.7x	0.2x	18.5x	0.5x	-1.8x
Dom Development	13%	6%	2.9x	0.5x	2.2x	2.0x	2.6x	2.6x
Echo Investment	92%	43%	2.1x	1.0x	0.9x	12.5x	1.3x	-0.3x
GTC	163%	54%	1.1x	1.0x	0.9x	21.4x	0.9x	1.9x
JW Construction	32%	13%	1.0x	1.0x	1.0x	22.9x	0.2x	3.0x
LC Corp	52%	25%	3.1x	1.0x	2.1x	7.5x	2.6x	2.4x
Marvipol	35%	12%	2.2x	0.6x	3.6x	1.6x	3.1x	10.4x
Polnord	39%	24%	2.6x	0.7x	0.7x	14.0x	1.1x	-0.4x
Rank Progress	151%	55%	1.4x	0.7x	0.1x	125.9x	0.2x	-0.7x
Robyg	32%	12%	2.9x	1.2x	12.9x	2.5x	2.7x	2.3x
Ronson	41%	22%	6.9x	0.7x	2.9x	-8.0x	-1.8x	-4.5x
Vantage Development	51%	30%	3.4x	1.0x	2.1x	66.9x	0.3x	-7.3x

Źródło: Dane spółek, obliczenia Vestor DM

## Ostatnie emisje obligacji na Catalyst: Spółki wierzytelnościowe.

Kursy i rentowności obligacji na zamknięcie sesji 2015-07-17

Spółka	Seria	Wartość (mln)	Waluta	Data emisji	Data zapadalności	Okres emisji	WIBOR	Marża	Zabezpieczenie	Kurs	YTM
Pragma Inkaso SA	PRI0518	5.5	PLN	2015-05-22	2018-05-22	3.0	3M	4.00%	Tak	100.8	5.15%
EGB Investments SA	EGB0318	6.0	PLN	2015-03-20	2018-03-20	3.0	6M	4.50%		n.d.	n.d.
KRUK SA	KRU0620	13.4	PLN	2015-06-08	2020-06-08	5.0	-	4.50%		100.0	4.50%
Kredyt Inkaso SA	KRI1018	69.0	PLN	2015-04-27	2018-10-29	3.5	6M	3.60%		100.7	5.14%
Pragma Faktoring SA	PRF0418	10.0	PLN	2015-04-23	2018-04-23	3.0	3M	4.00%	Tak	100.4	5.58%
Best	BST0319	35.0	PLN	2015-03-10	2019-03-10	4.0	3M	3.30%		98.5	5.29%
Best	BST0320	20.0	PLN	2015-03-10	2020-03-10	5.0	3M	3.50%		100.1	5.10%
Pragma Faktoring SA	PRF0218	10.0	PLN	2015-02-19	2018-02-18	3.0	3M	4.25%	Tak	100.5	5.46%
Pragma Faktoring SA	PRF1216	20.0	PLN	2014-12-19	2016-12-19	2.0	3M	4.50%	Tak	100.2	6.04%
KRUK	KRU1220	10.0	PLN	2014-12-03	2020-12-03	6.0	3M	3.35%		101.1	3.93%
Casus Finanse SA	CAS1117	24.0	PLN	2014-11-14	2017-11-14	3.0	6M	5.20%		100.0	6.78%
Best	BST1018	50.0	PLN	2014-10-30	2018-10-30	4.0	-	6.00%		100.4	5.77%
Kancelaria Medius SA	KME0916	2.3	PLN	2014-09-26	2016-09-26	2.0	-	9.50%	Tak	98.0	11.31%
e-Kancelaria	EKA0916	3.0	PLN	2014-09-15	2016-09-15	2.0	3M	6.39%		74.9	77.14%
Kredyt Inkaso I NSFIZ	KI10517	50.0	PLN	2014-05-09	2017-05-09	3.0	6M	3.85%	Tak	n.d.	n.d.
Best	BST0418	45.0	PLN	2014-04-30	2018-04-30	4.0	3M	3.80%		100.0	5.40%
e-Kancelaria	EKK1016	1.8	PLN	2014-04-25	2016-10-25	2.5	3M	6.29%		82.0	40.49%
MW Trade	MWT0417	15.0	PLN	2014-04-17	2017-04-17	3.0	6M	4.00%		100.9	5.76%
e-Kancelaria	EKA0816	2.8	PLN	2014-02-19	2016-08-19	2.5	3M	6.29%		3.0	83.37%
BEST II NSFIZ	BS20118	40.0	PLN	2014-01-17	2018-01-17	4.0	6M	4.30%		100.2	6.00%
Kredyt Inkaso	KRI0118	17.0	PLN	2014-01-13	2018-01-15	4.0	6M	4.40%		101.0	5.75%
Kredyt Inkaso	KRI0717	53.0	PLN	2014-01-13	2017-07-13	3.5	6M	4.20%		102.9	4.47%

## Wskaźniki zadłużenia: Spółki wierzytelnościowe.

Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 marca 2015

Spółka	Dług netto/ Kapitały własne	Dług netto/ Aktywa	Aktywa obrotowe/ Zob. bieżące	Gotówka/Dług krótkoterminowy	Dług netto/ 12MEBITDA	12MEBITDA/ 12M Odsetki zapłacone	12M Marża operacyjna	12M Marża netto
Best	72.2%	32.6%	9.5	308%	2.0	6.3	55%	46%
DTP	18.9%	15.0%	23.6	160%	0.9	9.9	53%	48%
Fast Finance	108.3%	19.4%	8.2	3%	4.4	2.3	42%	33%
Kredyt Inkaso*	134.2%	51.9%	4.7	42%	4.5	2.7	65%	38%
Kruk	114.2%	50.0%	2.2	29%	3.2	4.7	43%	32%
P.R.E.S.C.O.	39.8%	26.1%	7.9	61%	4.8	2.0	21%	61%

\* Dane za okres 12 miesięcy zakończony 31 grudnia 2014

Źródło: Dane spółek, obliczenia Vestor DM

## Ratingi Fitch dla polskich spółek.

### Ratingi Fitch dla polskich banków

Spółka	BZ WBK	mBank	Millennium	Alior Bank	Getin Noble	BOŚ	Handlowy	Pekao
Rating	BBB+	BBB-	BBB-	BB	BB	BB	A-	A-
Data	2014.11.26	2015.05.19	2015.05.19	2015.03.05	2015.05.19	2015.05.19	2014.11.26	2014.11.26
Perspektywa	Stabilna	Pozytywna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Negatywna	Stabilna	Stabilna
Spółka	ING	BGK	Eurobank					
Rating	A-	A-	A-					
Data	2015.05.19	2015.03.06	2015.05.22					
Perspektywa	Stabilna	Stabilna	Stabilna					

Źródło: Fitch

### Ratingi Fitch dla pozostałych spółek

Spółka	PKN Orlen	Energa	PKP	P4	Tauron	PGE	Enea	PKP Intercity
Rating	BBB-	BBB	BBB	B+	BBB	BBB+	BBB	BBB
Data	2015.06.17	2015.06.17	2014.11.06	2015.03.12	2015.07.16	2015.05.21	2015.04.27	2015.06.17
Perspektywa	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna
Spółka	Aquanet	KHW	JSW					
Rating	BBB	BB-	B+					
Data	2015.06.17	2014.11.14	2014.10.20					
Perspektywa	Stabilna	Stabilna	Stabilna					

Źródło: Fitch

## Ratingi Moody's dla polskich spółek.

### Ratingi Moody's dla polskich banków

Spółka	BZ WBK	mBank	Millennium	Pekao	Getin Noble	BGŻ	Credit Agricole	Handlowy
Rating	A3	Baa2	Ba1	A2	Ba2	Baa2	Baa1	A3
Data	2015.05.21	2015.05.21	2015.06.26	2015.05.21	2015.05.21	2015.05.21	2015.05.21	2015.05.21
Perspektywa	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna
Spółka	ING	BPH						
Rating	A3	Ba2						
Data	2015.05.21	2015.05.21						
Perspektywa	Stabilna	Stabilna						

Źródło: Moody's

### Ratingi Moody's dla pozostałych spółek

Spółka	PKN Orlen	Energa	JSW	TVN	Ciech	Synthos	NWR	PGNiG
Rating	Baa3	Baa1	Ba2	B1	B1	B1	Caa3	Baa3
Data	2014.06.20	2014.12.18	2014.10.20	2015.03.09	2014.11.28	2014.09.16	2014.10.09	2014.10.01
Perspektywa	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna
Spółka	Pfleiderer GmbH							
Rating	B2							
Data	2015.07.02							
Perspektywa	Pozytywna							

Źródło: Moody's

## Ratingi S&P dla polskich spółek.

### Ratingi S&P dla polskich banków

Spółka	Pekao	MBank	PKO BP
Rating	BBB+	BBB	BBB+
Data	2015.06.30	2015.06.09	2015.06.17
Perspektywa długoterminowa	Negatywna	Stabilna	Negatywna

Źródło: S&amp;P

### Ratingi S&P dla pozostałych spółek

Spółka	Ciech	Synthos	PGNiG	Cyfrowy	TVN	Cognor
Rating	B+	BB	BBB-	BB	B+	CCC+
Data	2014.11.17	2014.12.05	2012.11.28	2015.04.30	2015.03.20	2014.02.17
Perspektywa długoterminowa	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Pod obserwacją	Pod obserwacją	Stabilna

Źródło: S&amp;P

## Ratingi EuroRating.

### Ratingi EuroRating na banki

Spółka	Alior Bank	BGŻ BNP Parib.	BPH	Handlowy	Millennium	Pekao	Bank Pocztowy	BOŚ
Rating	BB+	BBB	BBB	A-	BB+	A-	BB+	BBB-
Data	2015.06.11	2015.07.07	2015.06.11	2015.06.02	2015.06.09	2015.05.29	2015.04.23	2015.06.29
Perspektywa	Stabilna	Stabilna	Negatywna	Stabilna	Negatywna	Stabilna	Negatywna	Stabilna
Spółka	BZWBK	Getin Noble	PKO BP	mBank	ING	BPS	BGK	Credit Agricole
Rating	BBB+	BB-	A-	BBB+	BBB+	CCC	A-	BBB
Data	2015.05.18	2015.07.13	2015.06.29	2015.05.21	2015.06.09	2015.05.20	2015.04.23	2015.05.11
Perspektywa	Stabilna	Negatywna	Stabilna	Negatywna	Stabilna	Negatywna	Stabilna	Stabilna
Spółka	Deutsche Bank	DNB Bank	FM Bank	Plus Bank	Raiffeisen	Santander CB	SGB Bank	
Rating	BBB+	BBB-	BB+	BB+	BB+	BBB	BB-	
Data	2015.05.11	2015.04.30	2014.10.01	2015.04.30	2015.05.11	2015.06.18	2015.04.30	
Perspektywa	Negatywna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Negatywna	Negatywna	Stabilna	

Źródło: EuroRating

### Ratingi EuroRating na pozostałe spółki

Spółka	PKN Orlen	PGNiG	Bogdanka	KGHM	Orange	Cyfrowy	Synthos	Asseco Poland
Rating	BBB	BBB+	BBB	BBB	BBB-	BB-	BBB+	BBB+
Data	2015.05.12	2015.06.24	2015.06.23	2015.07.08	2015.07.02	2015.06.24	2015.07.17	2015.07.17
Perspektywa	Stabilna	Stabilna	Negatywna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna
Spółka	Alumetal	PGE	Enea	Energa	Tauron	LPP	Eurocash	
Rating	BBB	A-	BBB	BBB	BBB	BBB	B+	
Data	2015.06.02	2015.05.29	2015.06.03	2015.06.03	2015.07.07	2015.06.01	2015.06.26	
Perspektywa	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Stabilna	Negatywna	Stabilna	Stabilna	

Źródło: EuroRating

## Euroobligacje polskich emitentów.

Emitent	Data emisji	Data wykupu	Okres emisji (lata)	Kupon	Waluta	Bieżąca wart.emisji (mln)	Tyg. zm. ceny	Kurs zamknięcia (2015-07-17)	YTM (%) (2015-07-17)	Rating Fitch	Z-Spread (2015-07-17)
Synthos	2014-09-30	2021-09-30	7.0	4.000%	EUR	400.00	0.84%	99.75	4.05%	Ba2*	346 pb
BOŚ	2011-05-11	2016-05-11	5.0	6.000%	EUR	250.00	-0.12%	104.09	0.88%	BB	51 pb
mBank	2012-10-12	2015-10-12	3.0	2.750%	EUR	500.00	-0.03%	100.54	0.37%	BBB-	6 pb
mBank	2013-10-08	2018-10-08	5.0	2.500%	CHF	200.00	-0.14%	104.16	1.17%	BBB-	151 pb
mBank	2014-04-01	2019-04-01	5.0	2.375%	EUR	500.00	0.08%	101.09	2.07%	BBB-	173 pb
Ciech	2012-11-28	2019-11-30	7.0	9.500%	EUR	245.00	0.23%	109.63	6.90%	B1*	123 pb
Energa	2013-03-19	2020-03-19	7.0	3.250%	EUR	500.00	0.31%	107.49	1.57%	BBB	107 pb
PGE	2014-06-09	2019-06-09	5.0	1.625%	EUR	500.00	0.24%	101.70	1.18%	BBB+	77 pb
PGNiG	2012-02-14	2017-02-14	5.0	4.000%	EUR	500.00	-0.05%	104.56	1.05%	Baa3*	84 pb
PKN Orlen	2014-06-30	2021-06-30	7.0	2.500%	EUR	500.00	0.42%	100.55	2.40%	BBB-	174 pb
PKO BP	2012-09-21	2015-12-21	3.2	2.536%	CHF	500.00	-0.14%	101.10	-0.09%	A3*	45 pb
PKO BP	2010-10-21	2015-10-21	5.0	3.733%	EUR	800.00	-0.11%	100.83	0.44%	A3*	-1 pb
PKO BP	2011-07-07	2016-07-07	5.0	3.538%	CHF	250.00	-0.05%	103.33	0.07%	A3*	66 pb
PKO BP	2012-09-26	2022-09-26	10.0	4.630%	USD	1000.00	0.00%	103.88	4.01%	A3*	188 pb
PKO BP	2014-01-23	2019-01-23	5.0	2.324%	EUR	500.00	-0.09%	103.14	1.40%	A3*	104 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.750%	EUR	542.50	0.10%	110.88	8.78%	B2*	126 pb
Polkomtel	2012-01-26	2020-01-31	8.0	11.625%	USD	500.00	0.00%	109.00	9.16%	B2*	465 pb
PZU	2014-07-03	2019-07-03	5.0	1.375%	EUR	500.00	0.22%	100.67	1.20%	B1	81 pb
TVN	2013-09-16	2020-12-15	7.3	7.375%	EUR	430.00	0.12%	110.17	5.19%	B1*	214 pb
TVN	2010-11-19	2018-11-15	8.0	7.875%	EUR	118.00	0.06%	104.19	6.45%	B1*	-109 pb

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







**Catalyst: Podsumowanie tygodnia.**

Spółka	Seria	Data wykupu	Oproc. w bieżącym okresie (%)	Narosta odsetki (PLN)	Kurs zamknięcia					Tygodniowa zmiana kursu (pkt. proc.)	Tygodniowy obrót w PLNk		
					17.07	16.07	15.07	14.07	13.07		Sesyjny	Pakietowy	Razem
Pragma Inkaso	GPW ASO	PRI1117	2017.11.14	6.16	11.6	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7	-0.10	3.1	0.0
Pragma Inwestycje	GPW ASO	PIN1016	2016.10.10	6.66	19.0	100.1	100.1	100.1	100.2	100.2	-0.11	13.3	0.0
Próchnik	GPW ASO	PRC1215	2015.12.04	6.26	8.1	97.0	97.0	97.0	95.0	95.0	1.99	2.0	0.0
PTI	GPW ASO	PTI1115	2015.11.08	6.66	6.8	7.1	7.1	7.1	7.1	10.8	-12.99	6.4	0.0
Rank Progress	GPW ASO	RNK0616	2016.06.14	7.27	7.2	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	-1.48	13.6	0.0
Raport	GPW ASO	RAP0815	2015.08.13	7.15	3.1	95.0	95.0	97.9	97.0	96.5	-3.99	75.5	0.0
REGIS	GPW ASO	RGS0717	2017.07.29	6.65	15.1	94.0	94.0	94.0	80.0	80.0	14.00	12.9	0.0
Robinson Europe	GPW ASO	RBS1017	2017.10.17	8.72	1.2	97.0	97.0	97.0	97.0	97.0	1.00	1.0	0.0
Robyg	BS ASO	ROB0616	2016.06.23	6.28	4.8	102.3	102.3	101.9	101.9	101.9	0.38	1027.5	0.0
Robyg	GPW ASO	ROB0616	2016.06.23	6.28	4.8	103.0	103.0	103.0	101.5	101.4	0.46	139.6	0.0
Robyg	GPW ASO	ROG0218	2018.02.26	5.68	0.9	101.5	101.5	101.5	101.5	101.5	0.00	20.5	0.0
Ronson	GPW ASO	RON0119	2019.01.25	6.01	0.0	100.0	100.0	99.2	99.4	99.4	0.61	255.1	0.0
SAF	GPW ASO	SAF1115	2015.11.15	9.00	1.7	99.0	98.6	98.6	98.6	98.6	0.39	2.3	0.0
Trakcja	GPW ASO	TRK1215	2015.12.31	5.54	3.2	100.0	101.5	101.5	101.5	101.5	-1.50	2.0	0.0
Vantage	GPW ASO	VTG0617	2017.06.16	5.98	5.7	98.7	98.7	98.0	98.0	98.0	0.92	19.8	0.0
Vantage	GPW ASO	VTG0618	2018.06.16	6.63	6.4	99.5	99.5	99.5	99.5	99.5	0.00	4.0	0.0
Vindexus	GPW ASO	VIN1116	2016.11.08	7.90	16.0	101.5	101.5	101.5	101.5	101.5	0.50	10.3	0.0
Voxel	GPW ASO	VOX0716	2016.07.31	6.99	32.9	97.5	97.5	97.5	97.5	95.0	0.50	134.0	0.0
Voxel	GPW ASO	VOL0716	2016.07.11	6.29	1.9	96.0	96.0	97.4	97.4	97.4	-1.38	9.6	0.0
Warimpex	GPW ASO	WXB0316	2016.03.31	8.66	26.6	98.0	97.9	97.9	97.9	97.9	0.08	3.0	0.0
WB Electronics	BS ASO	WBE1117	2017.11.14	5.41	10.1	101.5	101.5	101.5	101.5	101.2	0.30	1024.3	0.0
WDB Brok. Ubezp.	GPW ASO	WDB0915	2015.09.25	9.00	0.6	98.0	98.0	98.0	98.3	99.5	-0.50	15.7	0.0
Włodarzewska	GPW ASO	WLO0516	2016.05.15	9.17	16.8	75.0	75.0	75.0	83.4	83.4	-13.45	35.0	0.0
Włodarzewska	GPW ASO	WLD0516	2016.05.15	9.17	16.8	83.0	83.0	83.0	84.0	84.0	-1.00	8.5	0.0
Work Service	GPW ASO	WSE1016	2016.10.04	6.47	3.0	102.5	102.5	102.5	102.5	102.5	-0.01	10.3	0.0
ZM Henryk Kania	GPW ASO	KAN0318	2018.03.30	6.27	3.6	101.0	101.0	101.0	101.0	101.0	1.00	498.3	0.0
<b>RAZEM:</b>											<b>22 126.9</b>	<b>150.0</b>	<b>22 276.9</b>

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia Vestor DM

**ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI**

Materiał ten został opracowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. (Vestor), 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.

Vestor, 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. Vestor oraz jego dyrektorzy lub pracownicy Vestor 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 powinni 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 Vestor oraz jego pracowników nie ponosi odpowiedzialności za podjęcie jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej publikacji przez inwestorów.

Vestor jest autorem tego dokumentu. Vestor nie gwarantuje, że podjął jakiegokolwiek kroki w celu zapewnienia, że papiery wartościowe, o których mowa w niniejszym raporcie, są odpowiednie dla danego inwestora. Vestor 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 Vestor ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jednak Vestor oraz jego podmioty powiązane nie ponoszą żadnej odpowiedzialności prawnej ani finansowej w odniesieniu do jakiegokolwiek niedokładności lub pominięcia w dokumencie przygotowanym przez Vestor 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.

Vestor nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające ze przyjmowania lub wykonywania zleceń złożonych na podstawie decyzji podjętych po zapoznaniu się z treścią niniejszego dokumentu.

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub nabycia, zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument ten 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.

Vestor 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.

Vestor 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 WYŻEJ WYMIENIONYCH 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 własność znaki towarowe, oznaczenia lub loga Vestor lub podmiotów powiązanych i są chronione prawami autorskimi.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym materiale, o ile wyraźnie nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. Żaden materiał, jego treść, ani jego kopie nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub dystrybuowane bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor.

Wszelkie materiały zaprezentowane w tym raporcie, są chronione prawami autorskimi Vestor, 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 Vestor.

Copyright © 2015 Vestor Dom Maklerski S.A. oraz podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

**KAŻDY KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ I OGRANICZEŃ**