

Regis – analiza, 23 lipca 2015 r.

*Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl*

Autor prowadzi bloga: [www.rynekobligacji.blogspot.com](http://www.rynekobligacji.blogspot.com)

## **Podsumowanie**

Regis działa na rynku już od 1991 roku i jest liderem segmentu mieszanek przyprawowych (smakowych) i dodatków do wędlin. Spółka posiada silną pozycję na rynku, mocno rozwinięty dział badawczo – rozwojowy. Dzięki temu Regis zarejestrował wiele patentów, a także korzysta z dotacji Unii Europejskiej.

Dywersyfikując działalność, grupa rozwija segmenty suplementów diety, odżywek dla sportowców, czy też odżywek dla zwierząt. Zyski generowane z podstawowej działalności kierowane są na zbudowanie silnej pozycji właśnie w nowych perspektywicznych obszarach działalności.

W związku z rozwojem nowych produktów, grupa zdecydowała się na budowę nowego zakładu produkcyjnego wraz z zapleczem biurowym oraz instalację linii produkcyjnej, a na inwestycję pozyskała dotacje z UE. Wkład własny inwestycji został sfinansowany środkami z emisji obligacji.

Z pewnością można powiedzieć, że przed Regis stoi wiele szans na dalszy wzrost działalności. Natomiast można również dostrzec pewne czynniki ryzyka związane z inwestycją w obligacje spółki:

- I** W związku z kosztami ponoszonymi na wejście w nowe obszary działalności grupa zaprognozowała pogorszenie wyników w 2014 i 2015 roku, a powrót do wyższej rentowności dopiero od 2016 roku. O ile pierwsza część planu (pogorszenie wyników) jest realizowana bez zarzutu, to wejście w nowe branże, gdzie konkurencja jest mocna, może wiązać się z ryzykiem nie osiągnięcia założonych celów,
- I** Akcje Regis nie są notowane na rynkach giełdowych, między innymi w związku z powyższym brak jest regularnych informacji o tym co się dzieje w spółce. Inwestujący w obligacje muszą czekać do ostatniego możliwego dnia (30 czerwca – raport roczny, 30 września – raport półroczny) na zapoznanie się z wynikami grupy. Powoduje to niepewność co do bieżącej sytuacji Regis, co znajduje odzwierciedlenie w notowaniach obligacji na Catalyst,

- | Regis jest jednostką dominującą grupy kapitałowej. Chociaż główny majątek i działalność operacyjna prowadzona jest właśnie przez Regis sp. z o.o., to część zysków w ramach optymalizacji podatkowej redystrybuowana jest do spółek zależnych – właścicieli marek handlowych. Dodatkowo część inwestycji związanej z budową nowego zakładu realizowana jest przez spółkę UNIPRO sp. z o.o. - powiązaną z Regis, ale nie wchodzącą w skład grupy kapitałowej. Niestety brak jest informacji o powodach rozdzielenia tej inwestycji na dwa podmioty,
- | Pewien niepokój budzi również istotny wzrost kosztów zarządu oraz wypłata dywidendy w okresie prowadzenia inwestycji w majątek trwały i nowe obszary działalności.

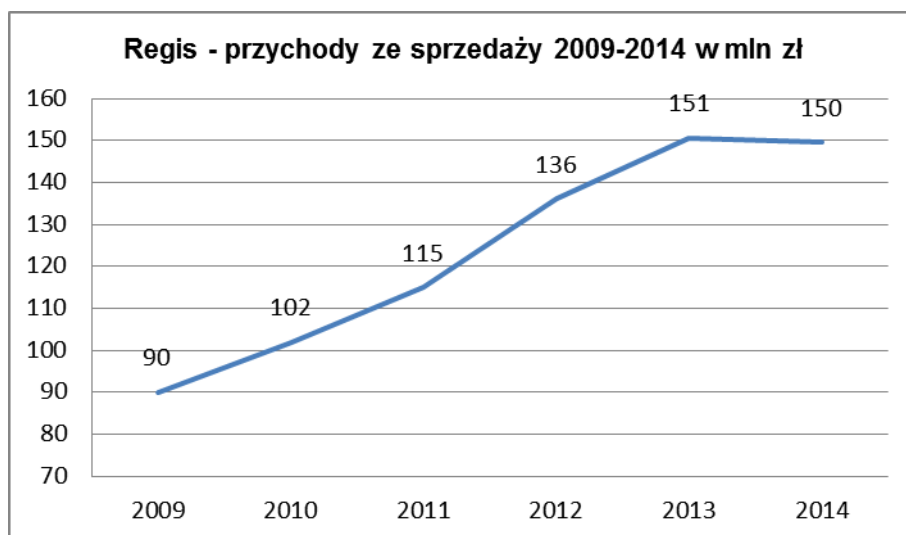
Z pewnością wcześniejsza publikacja wyników i bardziej obszerna komunikacji z inwestorami pomogły by rozwiązać wątpliwości co do aktualnej sytuacji grupy, które uwidaczniają się w notowaniach obligacji notowanych na rynku Catalyst.

### ***Przedmiot działalności***

Regis sp. z o.o. to jednostka dominująca grupy kapitałowej, której roczne obroty wynoszą około 150 mln złotych, a przedmiotem działalności jest:

- I** Produkcja i sprzedaż mieszanek przyprawowych (smakowych) i dodatków do kiełbas i wędlin pod marką **Smakowita**. Klientami spółki są wszyscy liczący się w Polsce producenci wędlin, jak również coraz liczniejsza grupa Klientów zagranicznych. Udział w przychodach 2013 roku wyniósł 67 proc., a szacowany udział w rynku wynosi 20 proc.,
- I** Produkcja i sprzedaż suplementów i odżywek dla sportowców i osób aktywnych pod marką **Activlab**. Produkty te można znaleźć między innymi w Rossmann, Intersport, Tesco, Auchan. Udział w przychodach grupy w 2013 roku wyniósł około 16 proc.,
- I** Produkcja i sprzedaż suplementów diety i podobnych (polepszające nastrój, na odporność, ułatwiające zasypianie) pod marką **Activlab Pharma**. Sprzedaż ma miejsce w kanale aptecznym i rozpoczęta została w 2013 roku. Cel sprzedażowy to 15 mln zł w 2017 roku,
- I** Produkcja i sprzedaż odżywek dla zwierząt pod marką **Vetfood** – produkty specjalistyczne, zalecane przez lekarzy weterynarii, dostępne tylko w gabinetach weterynaryjnych. Udział w przychodach: 0,5 proc.,
- I** Sprzedaż pozostała surowców (surowce zagęszczające, białkowe, regulatory kwasowości, aromaty, barwniki) i maszyn.

Grupa Regis z roku na rok odnotowuje wzrosty sprzedaży (za wyjątkiem 2014 roku, gdy sprzedaż wyniosła 149,6 mln zł wobec 150,6 mln zł rok wcześniej).



Źródło: raporty finansowe spółki, dokument informacyjny obligacji.

Rośnie również udział sprzedaży eksportowej, który w 2013 roku wyniósł już 21 proc. (w 2014 wyniósł 22 proc.). Spółkę można określić jako innowacyjną i kładącą duży nacisk na jakość produktów. Regis posiada prężny dział badań i rozwoju i wiele zastrzeżonych patentów.

### ***Historia grupy***

Spółka, której głównymi udziałowcami są Bogusław Achinger i Dariusz Hyczewski, została założona w 1991 roku. W 1995 roku uruchomiła w Bochni zakład produkcyjny dodatków spożywczych, w latach 2005-2008 nastąpiła jego rozbudowa (dofinansowana ze środków unijnych).

W 2012 roku spółka podpisała kolejne umowy o dofinansowanie projektów inwestycyjnych dla realizowanej inwestycji budowy hali produkcyjno - magazynowej wraz z instalacją linii do produkcji produktów marek Activlab Sport, Activlab Pharma i Vetfood.

Również w 2012 roku spółka opracowała dla Sokołów S.A. i wdrożyła do sprzedaży markę handlową parówek dla dzieci „Sokoliki”. Linia produktów została opracowana od podstaw przez dział marketingu Regis (konceptcja, grafika, receptura).

W 2013 roku spółka uruchomiła produkcję i sprzedaż Marki Activlab Pharma – suplementy diety. Wiązało się to z poniesieniem dodatkowych kosztów na stworzenie i wyposażenie działu handlowego (22 osoby) oraz doposażeniem działu R&D. Activlab Pharma ma stać się rentowna w 2016 roku, a do tego czasu ma być dotowana z pozostałej działalności. Między innymi z tego powodu spółka zapowiedziała gorsze wyniki finansowe w 2014 i 2015 roku, o czym w dalszej części analizy.

### ***Zarząd, udziałowcy, audytor***

Główni udziałowcy spółki, czyli Bogusław Achinger i Dariusz Hyczewski stanowią jednocześnie jej zarząd. Warto podkreślić, że spółka działa od 1991 roku i posiada mocną pozycję na rynku. Sprawozdania finansowe Regis badane są przez Kancelarię Biegłych Rewidentów Audyt Plus. Opinie wydawane są "bez zastrzeżeń".

Struktura grupy wygląda następująco:



Źródło: raport grupy za 2014 rok.

Działalność operacyjna prowadzona jest w Regis sp. z o.o. Spółki zależne w ramach optymalizacji podatkowej (zmiany dokonane w 2014 roku) zarządzają znakami towarowymi (dzierżawa do Regis). Activlab USA ze względu na małą skalę działalności nie jest konsolidowana, natomiast ZAO Regis Rosja nie prowadzi działalności operacyjnej i jest w trakcie likwidacji.

### Wyniki finansowe – analiza

Przychody i zyski grupy Regis prezentują się następująco (w tys. zł):

Rachunek wyników	2012	2013	2014
Przychody	135.959	150.621	149.671
Zysk brutto na sprzedaży	35.328	40.499	39.092
Zysk na sprzedaży	7.186	9.601	343
Zysk operacyjny	6.569	9.323	624
Zysk brutto	5.820	8.784	-1.211
Zysk netto	4.359	7.720	-1.280

Źródło: raporty finansowe grupy.

Do 2013 roku grupa notowała systematyczny wzrost przychodów, seria zakończona została w 2014 roku, ale podkreślić należy, że wielkość sprzedaży zgodna jest (a nawet nieznacznie lepsza) z prognozą zaprezentowaną przed debiutem na Catalyst w dokumencie informacyjnym dla emisji obligacji.

### Prognoza sprzedaży grupy Regis na lata 2014-2017

[mln PLN]	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Sprzedaż	150,6 zł	148,1 zł	159,3 zł	170,9 zł	182,2 zł
Marża na sprzedaży	40,5 zł	40,3 zł	44,7 zł	50,1 zł	55,7 zł
	26,9%	27,2%	28,1%	29,3%	30,6%

Źródło: dokument informacyjny dla obligacji.

Po bardzo dobrym 2013 roku, w którym Regis osiągnął 7,7 mln zł zysku netto, w 2014 roku grupa zanotowała 1,3 mln zł straty. Pogorszenie wyników notujemy praktycznie na każdym poziomie rachunku wyników, a omówienie przyczyn tego stanu znajduje się poniżej.

### Wskaźniki rentowności grupy Regis

Wskaźniki	2012	2013	2014
rentowność brutto sprzedaży	26,0%	26,9%	26,1%
rentowność sprzedaży	5,3%	6,4%	0,2%
rentowność operacyjna	4,8%	6,2%	0,4%
rentowność netto	3,2%	5,1%	-0,9%
rentowność netto kapitałów (ROE)	11,8%	17,7%	-3,3%

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych grupy.

Marża brutto na sprzedaży, czyli cena sprzedaży produktu minus koszt jego wytworzenia, utrzymuje się na stabilnym poziomie 26-27 proc., co oznacza, że grupa wypracowuje stabilny wynik na pokrycie pozostałych kosztów działalności.

Natomiast istotne pogorszenie wyników nastąpiło praktycznie na każdym niższym poziomie rachunku zysków i strat. Przyczyny pogorszenia, to w dużej mierze koszty związane z rozwojem nowych marek (Activlab Pharma) i kolejnymi inwestycjami. Wymienić tu należy przede wszystkim utworzenie i wyposażenie „od podstaw” (telefony, samochody, komputery, biura) całego działu handlowego dedykowanego marce Activlab Pharma. I tak: koszty sprzedaży wzrosły z 16,7 mln zł w 2013 roku do 22,3 mln zł w 2014, a koszty ogólnego zarządu z 14,2 mln do 16,4 mln zł, razem wzrost ten wyniósł prawie 8 mln zł, z tego wzrost wynagrodzeń wyniósł około 3,4 mln zł. Poprosiłem spółkę o bardziej szczegółowe wyjaśnienie i uzasadnienie wzrostu kosztów (konkretnie, w których miejscach nastąpiły wzrosty kosztów), ze względu na okres urlopowy nie uzyskałem póki co pełnej odpowiedzi.

Warto ponownie zauważyć, że przedstawiona w dokumencie informacyjnym oferowanych obligacji prognoza zakładała wzrost kosztów i pogorszenie wyników zbliżone do zaprezentowanych, jedynie wynik na działalności finansowej okazał się istotnie gorszy od zakładanego ze względu na różnice kursowe (wzrost kursu USD - wyższe koszty zakupów surowców). Poniżej prognoza z dokumentu ofertowego, zwróćmy uwagę, że słabszy wynik ma się utrzymać również w 2015 roku:

### Prognoza finansowa grupy Regis w mln zł

Prognozę wyników przedstawia poniższa tabela:

[mln PLN]	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
<b>Sprzedaż</b>	<b>150,6 zł</b>	<b>148,1 zł</b>	<b>159,3 zł</b>	<b>170,9 zł</b>	<b>182,2 zł</b>
Marża na sprzedaży	40,5 zł	40,3 zł	44,7 zł	50,1 zł	55,7 zł
	26,9%	27,2%	28,1%	29,3%	30,6%
<b>Koszty Sprzedaży</b>	<b>16,7 zł</b>	<b>23,3 zł</b>	<b>25,5 zł</b>	<b>27,1 zł</b>	<b>28,8 zł</b>
Trade	13,1 zł	18,3 zł	19,9 zł	21,1 zł	22,3 zł
Marketing	3,6 zł	5,0 zł	5,6 zł	6,0 zł	6,5 zł
	11,1%	15,7%	16,0%	15,9%	15,8%
<b>Koszty Ogólnego Zarządu</b>	<b>14,2 zł</b>	<b>15,9 zł</b>	<b>16,3 zł</b>	<b>17,1 zł</b>	<b>17,9 zł</b>
R&D	2,0 zł	2,8 zł	2,9 zł	3,1 zł	3,2 zł
Magazyn	3,2 zł	3,3 zł	3,4 zł	3,5 zł	3,6 zł
Pozostałe KOZ	9,0 zł	9,8 zł	10,0 zł	10,5 zł	11,0 zł
	9,4%	10,7%	10,3%	10,0%	9,8%
<b>Wynik na sprzedaży</b>	<b>9,6 zł</b>	<b>1,2 zł</b>	<b>2,9 zł</b>	<b>5,9 zł</b>	<b>9,0 zł</b>
	6%	1%	2%	3%	5%
Wynik na PDG	- 0,3 zł	- 0,4 zł	- 0,4 zł	- 0,5 zł	- 0,5 zł
<b>Wynik na działalności gospodarczej</b>	<b>9,3 zł</b>	<b>0,8 zł</b>	<b>2,4 zł</b>	<b>5,4 zł</b>	<b>8,5 zł</b>
	8%	3%	5%	7%	8%
Wynik na DF	- 0,5 zł	- 1,1 zł	- 2,1 zł	- 2,1 zł	- 1,4 zł
<b>Zysk brutto</b>	<b>8,8 zł</b>	<b>- 0,3 zł</b>	<b>0,4 zł</b>	<b>3,4 zł</b>	<b>7,1 zł</b>
	6%	0%	0%	2%	4%
PDOP	1,1 zł	- zł	- zł	0,1 zł	0,8 zł
<b>Zysk netto</b>	<b>7,7 zł</b>	<b>- 0,3 zł</b>	<b>0,4 zł</b>	<b>3,4 zł</b>	<b>6,3 zł</b>
	5,1%	-0,2%	0,2%	2,0%	3,4%
W tym amortyzacja	3,2 zł	3,8 zł	5,0 zł	5,7 zł	5,7 zł
<b>EBITDA</b>	<b>12,6 zł</b>	<b>4,6 zł</b>	<b>7,4 zł</b>	<b>11,1 zł</b>	<b>14,2 zł</b>

Źródło: Opracowanie własne Spółki

Źródło: dokument informacyjny obligacji.

Natomiast z pewnością obligatariusze spółki, którzy przed zakupem obligacji na rynku Catalyst, zapoznali się z dokumentem informacyjnym dotyczącym emitowanych obligacji, nie zostali zaskoczeni opublikowanymi przez Regis wynikami.

Podsumowując, sytuację Regis w zakresie przychodów i zysków można określić jako złożoną. Z jednej strony obserwujemy istotne pogorszenie wyników, z drugiej strony wzrost kosztów był jasno i czytelnie przez grupę sygnalizowany przy wprowadzeniu obligacji na Catalyst i wynika z inwestycji w uruchomienie nowych obszarów działalności (Activlab Pharma). Kluczowe pytanie brzmi, czy nowe rodzaje działalności okażą się dla Regis sukcesem, a poniesione wydatki zaczną generować zyski.



## Bilans, płynność, zadłużenie

### Uproszczony bilans grupy Regis

Bilans	2012	2013	2014
Aktywa trwałe	26.640	31.211	41.283
Aktywa obrotowe	50.595	55.485	74.741
zapasy	25.430	26.636	31.278
należności	23.389	23.372	41.094
gotówka	394	3.362	1.899
<b>Aktywa razem</b>	<b>77.235</b>	<b>86.696</b>	<b>116.024</b>
Kapitały	36.788	43.548	39.318
Zobowiązania długoterminowe	1.725	11.377	10.443
finansowe	587	9.748	9.547
Zobowiązania krótkoterminowe	33.258	26.649	60.393
finansowe	16.510	7.543	17.200
RMK	5.464	5.122	5.870
<b>Pasywa razem</b>	<b>77.235</b>	<b>86.696</b>	<b>116.024</b>

Źródło: na podstawie raportów finansowych grupy.

Spadek kapitałów własnych w 2014 roku to efekt straty netto oraz wypłaty części zysku 2013 poprzez dywidendę. Wzrost sumy bilansowej w 2014 roku (pomimo stabilnych przychodów) to z jednej strony efekt prowadzonej inwestycji (budowa zakładu produkcyjnego – wzrost wartości aktywów trwałych oraz wzrost zadłużenia finansowego - obligacje), także udzielenia pożyczki w kwocie 3,6 mln zł spółce powiązanej z udziałowcami (ale nie będącej w grupie Regis), ale przede wszystkim efekt działań optymalizujących podatki (przeniesienie własności znaków towarowych pomiędzy spółkami z grupy) – na koniec 2014 roku grupa wykazała 17,5 mln zł należności z tytułu podatków, a zarazem 18,5 mln zł zobowiązań. Ponieważ kwoty te dotyczą różnych spółek nie była możliwa ich kompensata. Należy mieć na uwadze, że taka prezentacja danych podwyższa (pogarsza) wskaźnik zadłużenia grupy. Wg informacji uzyskanych od dyrektora finansowego grupy obecnie podatki są już rozliczone, nie stanowią zatem dodatkowego czynnika ryzyka (np. zakwestionowanie przez Urząd Skarbowy zwrotu podatku, podczas gdy zobowiązanie należy zapłacić).

Przejdźmy do wskaźników interesujących obligatariuszy:

### Wybrane wskaźniki grupy Regis

Wskaźniki	2012	2013	2014
płynność bieżąca	1,52	2,08	1,24
płynność gotówkowa	0,01	0,13	0,03
wskaźnik zadłużenia	0,52	0,50	0,66
zobowiązania finansowe razem	17.097	17.291	26.747
zobowiązania bilansowe / suma bilans	0,22	0,20	0,23

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych grupy.



Spadek płynności bieżącej odzwierciedla aktywności prowadzone przez grupę w zakresie inwestycji w środki trwałe. Chociaż inwestycja ta finansowana jest poprzez obligacje (zadłużenie długoterminowe), to w międzyczasie jeden z 2 kredytów (o których poniżej) „przeskoczył” z długoterminowego w krótkoterminowy, ciągnąc wskaźnik płynności w dół. Biorąc pod uwagę odnawialny charakter kredytu, kwestię podatkową, o której było powyżej oraz prawie 6 mln zł w rozliczeniach międzyokresowych (dotacje rozliczane w czasie – brak zobowiązania o charakterze gotówkowym), należy stwierdzić, że faktyczna sytuacja grupy w zakresie płynności wydaje się lepsza, niż wskazuje na to matematycznie obliczony wskaźnik.

Wskaźnik zadłużenia na poziomie 0,66 mieści się w ogólnie przyjętej normie, a eliminując zobowiązania podatkowe znalazłby się w rejonach 0,6, co jest wartością całkiem satysfakcjonującą. Zobowiązania odsetkowe grupy istotnie wzrosły, głównie w efekcie emisji obligacji o łącznej wartości 8,4 mln zł (przy okazji – spółka w dokumencie dotyczącym emisji obligacji nie wykluczyła kolejnej emisji w bieżącym roku), tym niemniej nadal znajdują się na w rozsądnym poziomie w stosunku do kapitałów (76 proc. kapitałów) i przychodów (20 proc.).

Na zadłużenie finansowe na dzień 31.12.2014 składały się między innymi:

- Zobowiązania z tytułu obligacji w kwocie 8,4 mln zł,
- Linia wielocelowa w Banku HSBC Polska do kwoty 9 mln zł (wykorzystanie 8,2 mln zł),
- Elastyczny kredyt odnawialny w mBank do kwoty 8 mln zł (w pełni wykorzystany),
- Limit faktoringowy w HSBC Polska do kwoty 3 mln zł (wykorzystanie 2,06 mln zł),
- Leasingi w kwocie 3,19 mln zł.

Na koniec jeszcze spojrzenie na wskaźniki rotacji:

**Wskaźniki rotacji grupy Regis**  
**WSKAŹNIKI DLA SKONSOLIDOWANEGO SPRAWOZDANIA**

Nazwa Wskaźnika	Metoda	Rok	Rok	Rok
	Kalkulacji	2012	2013	2014
Okres ściągania należności	Średnioroczne Należ. x 365	55,44	55,38	56,06
	Przychód netto ze sprzedaży			
Okres spłaty zobowiązań	Średnioroczne Zobow. x 365	35,69	35,14	43,07
	Przychód netto ze sprzedaży			
Rotacja Zapasów	Średnioroczne Zapasy x 365	61,73	63,09	70,62
	Przychód netto ze sprzedaży			

Źródło: raport audytora z badania sprawozdania finansowego za 2014 rok.

Sytuacja w zakresie rotacji zapasów wykazuje tendencję pogarszającą – wzrost okres ściągania należności i rotacji zapasów – ale trudno tutaj mówić o jakimś dramacie. Zwłaszcza, że grupa wydłużyła okres spłaty zobowiązań. Jednocześnie analiza kalkulacji podatku dochodowego wskazuje, że zobowiązania wobec dostawców zasadniczo płacone są terminowo.

### **Obligacje notowane na Catalyst**

Na Catalyst notowana jest jedna seria obligacji RGS0717, łączna wartość emisji to 8,4 mln zł, z czego 7,8 mln zł zostało przeznaczone na wybudowanie hali produkcyjno-magazynowej oraz zainstalowanie linii do produkcji produktów marki Activlab Sport, Activlab Pharma i Vetfood. Projekt ten dofinansowany jest z Unii Europejskiej kwotą 1,98 mln zł. Wg dyrektora finansowego Regis, inwestycja częściowo została oddana do użytku, a jej całkowite zakończenie nastąpi do końca 2015 roku.

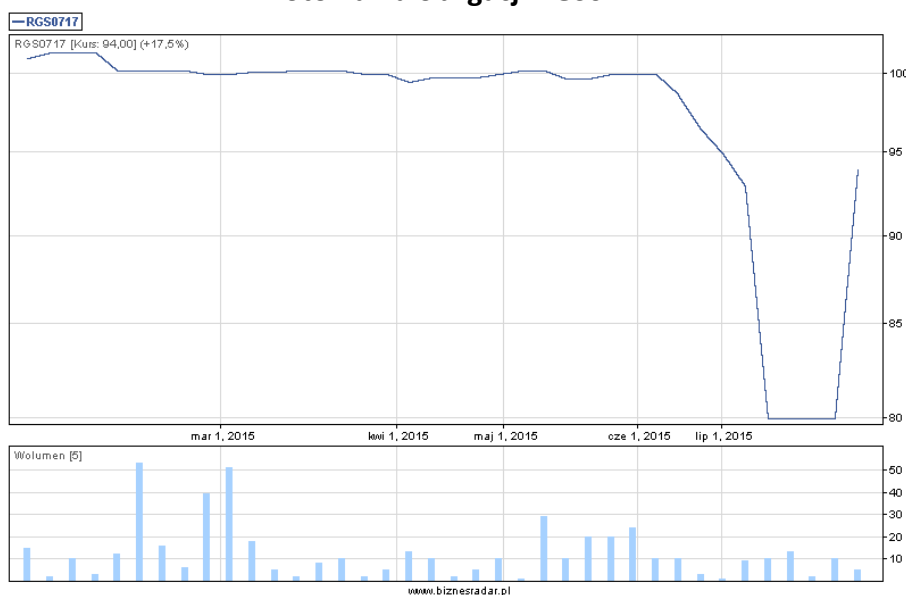
Oprocentowanie obligacji wynosi Wibor 3M + 5 p.p. Obligacje, począwszy od czwartego okresu odsetkowego (właśnie teraz) podlegać będą częściowej amortyzacji – co kwartał emitent wykupować będzie 5 proc. emisji obligacji.

Zabezpieczeniem obligacji jest między innymi:

- hipoteka umowna do kwoty 15 mln zł na prawie użytkowania wieczystego nieruchomości o łącznej powierzchni 1,7581 ha, położonej w miejscowości Targowisko (przedmiot inwestycji dofinansowanej z Unii Europejskiej),
- zastaw rejestrowy do najwyższej sumy zabezpieczenia w wysokości 15 mln zł obejmujący linię produkcyjną do produkcji funkcjonalnych dodatków do żywności,
- Oświadczenie poddaniu się egzekucji w trybie art. 777 § 1 PKT 4 KPC.

Do momentu publikacji wyników za 2014 rok (30.06.2015) kurs obligacji zachowywał się w miarę neutralnie (nieznacznie poniżej 100 proc.), natomiast w lipcu ceny obligacji spadły nawet do 80 proc. Obecnie obrót obligacjami jest zawieszony ze względu na częściowy wykup (okresowa amortyzacja).

### **Notowania obligacji RGS0717**



Źródło: [www.biznesradar.pl](http://www.biznesradar.pl).

Jako ciekawostkę warto zauważyć, że spółka zdeponowała 245 tys. zł tytułem depozytu do umowy o ustanowieniu Administratora Hipoteki. Może to oznaczać większy komfort obligatariuszy przy ewentualnym dochodzeniu roszczeń z tytułu hipoteki.

---

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 jakiejkolwiek 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.

Portal Obligacje.pl został zarejestrowany jako dziennik w Rejestrze Dzienników i Czasopism prowadzonym przez Sąd Okręgowy w Warszawie, Wydział VII Cywilny Rejestrowy pod numerem PR 19271.

**Konflikt interesów**

Obligacje.pl oraz autora powyższej analizy nie łączą z Emitentem umowy czy porozumienia o współpracy, wobec czego należy uznać, że nie istnieje również konflikt interesów.