

Przedterminowe wykupy obligacji

Warszawa, maj 2016

Przedterminowe wykupy obligacji – wstęp

Przedterminowe wykupy obligacji na żądanie emitenta, pomimo iż są niezbyt lubiane przez obligatariuszy, to co do zasady są pozytywnym sygnałem wysyłanym w stronę rynku. Są dowodem na to, że kondycja finansowa spółki była na tyle dobra, iż mogła ona pozwolić sobie na spłatę zadłużenia względem obligatariuszy przed terminem jego zapadalności. Choć mogą zostać przeprowadzane na dwa sposoby – w drodze indywidualnych porozumień z obligatariuszami bądź wykorzystania opcji call – to z punktu widzenia emitenta możliwość wykorzystania tego drugiego rozwiązania daje mu dużo większą swobodę działania.

W 2015 r. na polskim rynku zidentyfikowaliśmy 64 transakcje przedterminowych wykupów obligacji, w których skupiono papiery o łącznej wartości przekraczającej 1,3 mld PLN, z czego ponad połowa tej kwoty przypada na obligacje notowane na Catalyst.

W ramach niniejszego raportu przygotowaliśmy zestawienie przedterminowych wykupów, jakie udało nam się odnotować w 2015 r. i w pierwszych miesiącach 2016 r., a także przeprowadziliśmy analizę studium przypadku dla wybranych emitentów w zakresie dotychczas przeprowadzonych oraz potencjalnych wykupów oraz takich, które byłyby utrudnione ze względu na brak opcji call. Ponadto raport uzupełnia analiza warunków emisji obligacji korporacyjnych notowanych na koniec 2015 r. na rynku Catalyst, których wartość nominalna była nie mniejsza niż 30 mln PLN, w zakresie istnienia opcji przedterminowego wykupu oraz ewentualnych warunków, na jakich taki wykup mógłby mieć miejsce.

Analiza ta podsumowana została wnioskami odnoszącymi się zarówno do motywów dokonywania przedterminowych wykupów, jak również form ich przeprowadzania.

Marcel Babski
Dom Maklerski Navigator

Wcześniejsze wykupy w 2015 roku – zestawienie

W 2015 r. wśród spółek, których instrumenty dłużne lub udziałowe są notowane na jednym ze zorganizowanych rynków w Polsce odnotowaliśmy 39 przedterminowych wykupów obejmujących całość wyemitowanej serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 763 mln PLN.

Emitent	Seria	Wielkość emisji [mln PLN]	Data zapadalności	Data wcześniejszego wykupu	Różnica [miesiące]	Premia za wcześniejszy wykup
Mirbud	A	25,4	2017-07-03	2015-12-23	18	0,25%
Casus Finanse	E2	24,0	2017-11-14	2015-11-16	24	2,50%
Instalexport	A1	5,4	2015-10-19	2015-09-30	1	brak
Vantage Development	D	20,0	2016-08-09	2015-08-09	12	0,50%
Novavis	A	3,0	2017-12-18	2015-07-16	29	brak
Gino Rossi	B	15,0	2016-06-26	2015-06-26	12	1,50%
Wratislavia-Bio	D	33,0 ¹	2016-11-21	2015-05-21	18	0,75%
Ekopaliwa Chelm	A	6,5	2016-07-31	2015-05-20	14	1,00%
Siódemka	A/2013	50,0	2016-12-06	2015-03-31	20	0,80%
Best III NS FIZ	I	13,5	2015-06-29	2015-03-30	3	brak
Best	I	14,7	2016-09-28	2015-03-28	18	brak
Alior Bank	C	148,4	2020-02-14	2015-03-11	59	brak
Inpro	A	20,0	2015-08-14	2015-03-11	5	brak
Polnord	H	26,5	2016-01-22	2015-02-16	11	brak
Navi Group ²	I	3,7	2015-09-16	2015-02-03	7	brak
Navi Group ²	J	2,0	2015-05-25	2015-02-03	4	brak
Navi Group ²	K	2,0	2016-02-10	2015-02-03	12	brak
Robyg	H	10,0	2016-01-14	2015-01-14	12	brak
Wasko ³	B	15,0	2016-06-30	2015-12-31	6	brak
Próchnik	B	5,1	2016-07-17	2015-12-29	7	b.d.
Casus Finanse	E1	20,0	b.d.	2015-12-21	b.d.	2,00%
Polnord	A	60,0	2016-08-20	2015-12-18	8	b.d.
Casus Finanse	D	20,0	b.d.	2015-11-23	b.d.	2,00%
GPM Vindexus	H1	5,0	2016-02-28	2015-11-13	4	b.d.
Polnord	C	24,0	2015-10-24	2015-10-19	0	b.d.
Harper Hygienics	B	15,0	2017-05-29	2015-09-30	20	brak
Biogened	BGD200916 OO01	5,0	2016-09-20	2015-09-21	12	b.d.
Werth-Holz	K	7,0	2017-11-20	2015-08-05	28	b.d.
Wasko ³	A	20,0	2016-09-01	2015-06-29	14	b.d.
Eurocent	C	3,0	2017-03-31	2015-06-26	21	1,00%
Harper Hygienics	A	15,0	2016-01-18	2015-06-02	8	brak
EMC Instytut Medyczny	A	7,0	2017-08-13	2015-05-29	27	b.d.
Mikrokasa	A	2,3	b.d.	2015-04-27	b.d.	b.d.
Murapol	G	5,5	2015-12-04	2015-03-31	8	b.d.
Murapol	H1	1,8	2015-12-20	2015-03-31	9	b.d.
Alior Bank	B	4,5 ⁴	2020-01-31	2015-03-17	59	brak
Best	H	10,0	2016-09-11	2015-03-11	18	b.d.
Polnord	I	20,0	2016-01-18	2015-03-05	10	b.d.
Marvipol	N	60,0	2016-11-30	2015-01-30	22	b.d.

¹ - w tym 9,9 mln PLN w ramach obowiązkowej amortyzacji
² - wykup wynikający ze złożenia przez emitenta wniosku o likwidację, związany z przejęciem spółki prowadzącej działalność operacyjną w grupie
³ - w przypadku serii A 5 mln PLN zostało objęte przez jednostki powiązane, a w przypadku serii B – 10 mln PLN
⁴ - wielkość emisji wyrażona w mln EUR

 - emisje notowane na Catalist  - pozostałe emisje

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitentów.

Wcześniejsze wykupy w 2015 roku – zestawienie

- 18 spośród 39 wszystkich transakcji, o łącznej wartości nominalnej 423 mln PLN, przeprowadzono na instrumentach notowanych na Catalyst
- Spośród emisji notowanych na Catalyst, które zostały w całości przedterminowo wykupione na żądanie emitenta, większość transakcji została przeprowadzona bez zapłaty premii obligatariuszom
- Przy wcześniejszych wykupach całych serii obligacji, które notowane były na Catalyst oraz wymagały zapłaty premii, wartość dodatkowego świadczenia wypłacanego obligatariuszom wahała się od 0,25% do 2,50% wartości nominalnej wyemitowanych obligacji i wyniosła średnio 1,00%
- Przedterminowych wykupów całych serii wyemitowanych obligacji dokonywano średnio na 16 miesięcy przed terminem ich zapadalności

W 2015 r. wśród spółek, których instrumenty dłużne lub udziałowe są notowane na jednym ze zorganizowanych rynków w Polsce odnotowaliśmy 25 wcześniejszych częściowych wykupów obligacji o łącznej wartości nominalnej bliskiej 540 mln PLN.

Emitent	Seria	Wielkość emisji [mln PLN]	Kwota wcześniejszego wykupu	Data zapadalności	Data wcześniejszego wykupu	Różnica [miesiące]	Premia za wcześniejszy wykup
Robyg	I	90,0	6,0	2016-06-23	2015-12-29	6	1,67%
Mera	J	12,3	10,6	2016-06-27	2015-12-28	6	brak
Robyg	J	35,0	17,0 18,0	2016-12-20	2015-06-20 2015-12-20	18 12	0,29% 0,21%
Warimpex	C	63,1	23,2	2016-03-31	2015-12-10	4	b.d.
Vindexus	S1	10,0	9,3	2016-11-08	2015-11-13	12	b.d.
GPW	A i B	245,0	124,5	2017-01-02	2015-10-12	15	1,20%
Victoria Dom	B	18,1	10,0	2017-02-04	2015-07-03	19	brak
DTP BIS	C	11,0	1,0	2016-08-22	2015-06-08	14	0,50%
Fast Finance	E	10,9	3,1	2016-01-15	2015-03-23	10	brak
Robyg	G	40,0	25,0	2016-01-15	2015-01-15	12	brak
Capital Park	A	100,0	55,0	2015-07-09	2015-01-09	6	0,50%
Fast Finance	J	24,8	3,6	2016-12-31	IV-XII.2015	12-20	b.d.
Polnord	J	19,0	5,0	2016-01-16	2015-02-04	11	b.d.
			5,1		2015-03-19	10	b.d.
			8,9		2015-11-19	2	b.d.
Polnord	C	46,0	29,0	2016-05-13	2015-11-17	6	b.d.
GPM Vindexus	M1	4,4	0,7	2016-01-26	2015-11-13	2	b.d.
GPM Vindexus	O1	3,0	1,4	2016-01-26	2015-11-13	2	b.d.
Miraculum	Z5	18,0	4,2	2017-07-03	2015-11-13	20	brak
Cube ITG	D	10,0	5,0	2016-07-25	2015-05-20	14	1,00%
Bioton	B	79,2	52,7	2016-07-29	2015-05-08	15	b.d.
Mikrokasa	B	1,9	1,5	2016-06-15	2015-04-27	14	b.d.
Vistula Group	D	140,0	119,0	2018-08-13	2015-03-26	41	brak
Artnews	A2	1,5	1,0	b.d.	2015-03-03	b.d.	b.d.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitentów.

- emisje notowane na Catalyst - pozostałe emisje

- 12 spośród 25 transakcji, o łącznej wartości nominalnej ponad 302 mln PLN, przeprowadzono na instrumentach notowanych na Catalyst
- Przedterminowych częściowych wykupów dokonywano średnio na 12 miesięcy przed terminem zapadalności

Wcześniejsze wykupy w 2016 roku – zestawienie

W pierwszych czterech miesiącach 2016 r. wśród spółek, których instrumenty dłużne lub udziałowe są notowane na jednym ze zorganizowanych rynków w Polsce odnotowaliśmy 28 transakcji wcześniejszego wykupu części bądź całości obligacji o łącznej wartości nominalnej bliskiej 270 mln PLN.

Emitent	Seria	Wielkość emisji [mln PLN]	Kwota wcześniejszego wykupu	Data zapadalności	Data wcześniejszego wykupu	Różnica [miesiące]	Premia za wcześniejszy wykup
Warimpex	WXB0316	63,1	14,0	2016-03-31	2016-01-26	2	b.d.
			20,0		2016-03-14	1	b.d.
			10,2		2016-02-29	3	b.d.
Rank Progress	D	131,8	5,7	2016-06-14	2016-03-01	3	b.d.
			4,4		2016-03-31	2	b.d.
			2,5		2016-04-12	2	b.d.
			5,6		2016-03-27	18	brak
iAlbatros Group	D	5,6	5,6	2017-09-28	2016-03-27	18	brak
Fabryka Konstrukcji Drewnianych	C	3,0	3,0	2016-05-09	2016-03-29	1	brak
Best III NSFIZ	J	24,0	12,0	2016-06-28	2016-03-29	3	brak
Medort	B	25,9	23,6	2016-10-21	2016-04-01	7	b.d.
			2,3		2016-04-21	6	1,50%
PCC Consumer Products	A i B	4,2	4,2	2016-05-05	2016-04-18	1	brak
Regis*	A1	8,4	7,2	2017-07-19	2016-04-29	15	1,25%
Fast Finance	J	24,8	3,6	2016-12-31	2016-01-14	12	b.d.
Capital Service	D	1,8	1,8	2017-07-30	2016-01-14	19	0,50%
Vistal Gdynia*	B	20,0	16,0	2017-04-17	2016-01-17	15	1,25%
Mak Dom	B	10,0	10,0	2016-04-25	2016-01-18	3	b.d.
Symbio Polska	A	1,5	1,5	2016-09-30	2016-02-22	7	b.d.
Symbio Polska	B	1,3	1,3	2016-03-31	2016-02-22	1	b.d.
Symbio Polska	C	0,5	0,5	2016-12-31	2016-02-22	10	b.d.
Miraculum	Z5	18,0	2,0	2017-07-03	2016-03-17	16	b.d.
			10,0		2016-04-21	14	b.d.
Chemoservis-Dwory	A	15,0	10,5	2018-03-06	2016-03-31	23	brak
Marvipol	K	16,0	16,0	2016-05-31	2016-04-19**	b.d.	b.d.
Marvipol	L	29,0	29,0	2016-05-31	2016-04-19**	b.d.	b.d.
Metropolis	A	3,0	3,0	b.d.	2016-04-20	b.d.	b.d.
Medicalgorithmics	A0	48,0	48,0	2016-05-02	2016-04-21	0	brak
Impera Capital	O	1,5	1,0	b.d.	2016-04-22	b.d.	b.d.

* obligacje amortyzowane, przedterminowo wykupiono wszystkie papiery wartościowe

** data zakończenia realizacji procesu przedterminowych wykupów

- emisje notowane na Catalystr - pozostałe emisje

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitentów.

- 13 z 28 transakcji, o łącznej wartości nominalnej 115 mln PLN, przeprowadzono na obligacjach notowanych na rynku Catalystr
- Ponad połowa transakcji miała miejsce w momencie, kiedy do terminu zapadalności pozostawało **nie więcej niż rok**
- Część przedterminowych wykupów była związana z jednoczesnym lub wcześniejszym uplasowaniem nowej emisji (np. Fabryka Konstrukcji Drewnianych, Medort, Capital Service, Mak Dom, Chemoservis-Dwory, Medicalgorithmics)
- W przypadku obligacji Rank Progress wcześniejsze wykupy mogły zostać przeprowadzone obligatoryjnie, w związku ze sprzedażą jednego z projektów

Case study – Multimedia Polska

Seria	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Wcześniejszy wykup [mln PLN]	Data emisji	Data zapadalności	Data wcześniejszego wykupu	Różnica [miesiące]	Forma wykupu	Zabezpieczenie
MMP 1115	WIBOR 6M + 3,50%	400	372,5 27,5	2010-05-13	2015-11-30	maj-lipiec 2013 2013-11-30	28 24	Nabycie w celu umorzenia Opcja call, 3,0% premii	brak
MMP 0416	WIBOR 6M + 3,00%	107	100,79 1,75 4,46	2011-04-29	2016-04-29	maj-lipiec 2013 2013-12-20 2014-04-29	33 28 24	Nabycie w celu umorzenia Nabycie w celu umorzenia Opcja call, 3,0% premii	brak
MMP 0617	WIBOR 6M + 4,00%	250	247,80 0,74 1,46	2012-06-06	2017-06-05	maj-lipiec 2013 2013-12-20 2014-06-06	46 42 36	Nabycie w celu umorzenia Nabycie w celu umorzenia Opcja call, 5,0% premii	brak
Emisja refinansująca									
MMP 0520	WIBOR 6M + 3,25%	1.038		2013-05-10	2020-05-10	opcja call, premia 5,0% degresywna			brak

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitenta oraz warunków emisji obligacji.

- Do grona największych wartościowo wcześniejszych wykupów na polskim rynku należy zaliczyć obligacje Multimedia Polska SA, wykupione po uplasowaniu emisji o wartości **1,038 mld PLN**, zapadającej w 2020 r. (amortyzacja w czterech równych ratach, począwszy od maja 2017 r.), której celem zgodnie z warunkami emisji było m.in. refinansowanie obligacji serii MMP 1115, MMP 0416 i MMP 0617 oraz spłata kredytu w wysokości 260 mln PLN
- Marża uplasowanych w maju 2013 r. obligacji serii **MMP 0520** wyniosła 3,25% ponad WIBOR 6M, czyli była niższa niż notowane na Catalyst serie o terminach wykupu w 2015 r. i 2017 r. oraz o 0,25 p.p. wyższa aniżeli zapadająca w 2016 r. seria MMP 0416, jednak nowo wyemitowane obligacje pozwoliły na istotne **wydłużenie terminu zapadalności** zobowiązań. Wszystkie wskazane emisje były niezabezpieczone
- Zwraca uwagę względnie **wysoka wartość premii za przedterminowy wykup** w pierwszym możliwym okresie odsetkowym ustalona na poziomie 4,5-5,0%. Ma ona jednak charakter **degresywny**, a jej wartości zaprezentowane w tabeli wynikają z relatywnie długiego, 2-3 letniego okresu pozostającego wówczas do terminu ich zapadalności
- Ponad 95% obligacji zostało nabytych przez spółkę w okresie od końca maja do końca lipca 2013 r. a następnie umorzonych – taka forma redukcji zadłużenia wynika z faktu, iż w przypadku serii MMP 1115 oraz MMP 0416 spółce tylko raz w roku – w dniu płatności odsetek – przysługiwało prawo do skorzystania z opcji call
- Należy również przypuszczać, iż Multimedia nie wypłaciła obligatariuszom tak wysokiej premii jak przy wykupie resztowych wielkości poszczególnych serii w dniu płatności odsetek za możliwość zrolowania swojego zadłużenia. Mogłoby to podważyć ekonomiczny sens operacji refinansowania – wartość premii, jaką należałoby uiścić obligatariuszom za przedterminowy wykup przekraczałaby oszczędności, jakie spółka odnotowałaby z tytułu różnicy w kosztach obsługi zadłużenia emisji refinansującej i wcześniejszych emisji w horyzoncie czasowym do terminu ich zapadalności. Z kolei w przypadku serii MMP 0416 spółka straciłaby zarówno na samej marży jak i premii za wcześniejsze nabycie
- Prezes spółki na konferencji w kwietniu 2016 r. przyznał, iż myśli ona o **refinansowaniu obligacji serii MMP 0520**, jednak nie wcześniej niż za rok – premia za przedterminowy wykup spadnie wtedy z 3,80% (maj 2016 r.) do 1,85% (maj 2017 r.) wartości nominalnej wyemitowanych obligacji

Case study – Robyg

Seria	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Wcześniejszy wykup [mln PLN]	Data emisji	Data zapadalności	Data wcześniejszego wykupu	Różnica [miesiące]	Forma wykupu	Zabezpieczenie
A	8,90%	60	60	2010-10-01	2013-10-01	2013-02-18	7	Opcja call, brak premii	tak
B	8,35%	20	20	2010-11-16	2013-11-16	2013-07-22	4	Opcja call, brak premii	tak
C	8,90%	22,75	22,75	2010-12-02	2013-12-02	2013-07-22	4	Opcja call, brak premii	brak
D	8,90%	40	40	2011-04-18	2015-04-18	2014-01-18	15	Opcja call, brak premii	tak
E	WIBOR 6M + 3,80%	20	10	2012-06-20	2015-06-20	2014-12-20	6	Opcja call, brak premii	tak
F	WIBOR 6M + 4,80%	10	10	2012-06-20	2015-06-20	2014-12-20	6	Opcja call, brak premii	brak
G	WIBOR 6M + 4,10%	40	8	2013-01-15	2016-01-15	2014-01-15	24	Opcja call, brak premii	tak
			7			2014-07-15	18		
			25			2015-01-15	12		
H	WIBOR 6M + 4,90%	10	10	2013-01-14	2016-01-14	2015-01-14	12	Opcja call, brak premii	brak
I	WIBOR 6M + 4,50%	90	6	2013-06-19	2016-06-23	2015-12-29	6	Nabycie w celu umorzenia	brak
J	WIBOR 6M + 3,50%	35	17	2013-12-20	2016-12-20	2015-06-20	18	Opcja call, 0,29% premii*	brak
			18			2015-12-20	12	Opcja call, 0,21% premii**	

* Kumulatywna wartość premii - szacunek własny, wykup 25% obligacji nie wymagał zapłaty premii

** Kumulatywna wartość premii, wykup 25% obligacji nie wymagał zapłaty premii

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitenta oraz warunków emisji obligacji.

- Robyg należy do spółek, które najczęściej korzystały z opcji przedterminowego wykupu
- Środki na największy jak do tej pory przedterminowy wykup – serii A o wartości 60 mln PLN – deweloper pozyskał głównie z niżej oprocentowanych emisji obligacji serii G i H o łącznej wartości 50 mln PLN, ponadto wcześniejsza spłata obligacji serii A pozwoliła **zwolnić zabezpieczenie**, które zostało przeniesione na obligacje serii G
- Przedterminowe wykupy kolejnych trzech serii należy wiązać z **emisjami nowych papierów w miesiącach poprzedzających transakcje** – w przypadku serii B i C chodziło przede wszystkim **wydłużenie terminu zapadalności**, przy okazji pozyskując dodatkowe finansowanie, co miało miejsce poprzez emisję 3-letnich obligacji serii I. Z kolei wykup serii D na 15 miesięcy przed wykupem zrefinansowany serią J, w efekcie zamiany stałego kuponu na zmienny, pozwolił zaoszczędzić spółce na przestrzeni tego okresu ponad milion złotych
- **9 z 13 wcześniejszych wykupów i niespełna ¾ wartości** takich transakcji miało miejsce **pod koniec bądź na początku roku** – deweloperzy często w ostatnim kwartale wykazują wysokie przepływy operacyjne, a jednym ze sposobów wykorzystania nadwyżek jest przedterminowy wykup
- Mimo iż warunki emisji często przewidywały wypłatę premii dla obligatariuszy, przy skorzystaniu z opcji call spółka wybierała do wcześniejszych spłat te serie, dla których wartość premii stopniała do zera bądź dokonywała jedynie częściowego wykupu, co pozwalało jej uniknąć dodatkowej płatności (wykup do 20% wartości nominalnej obligacji serii G we wcześniejszych okresach nie powodował obowiązku zapłaty premii, stąd niższe spłaty po 12 i 18 miesiącach od emisji)
- **7 z 13 wcześniejszych wykupów** miało miejsce, gdy do dnia wykupu pozostawało **12 miesięcy lub mniej**, co pozwalało dodatkowo **poprawić deweloperowi strukturę bilansu** poprzez redukcję zobowiązań krótkoterminowych, a kiedy szło również za tym refinansowanie – skonwertować je na zobowiązania długoterminowe – w obu przypadkach polepszając wskaźniki płynności
- Częściowe wykupy, wynikające często z chęci **redukcji kosztów odsetkowych** bądź **nadpłynności** dewelopera, motywowane były również zamiarem **zwolnienia hipoteki** z nieruchomości, na których rozpocząć się miały prace nad kolejnymi etapami realizowanych projektów – tak było m.in. w przypadku decyzji o przedterminowych wykupach na 8 mln PLN i 7 mln PLN obligacji serii G, gdzie zabezpieczenie zostało ustanowione na nieruchomości projektu Słoneczna Morena w Gdańsku. Warto zauważyć, że począwszy od serii H, tylko jedna z jedenastu kolejnych emisji Robygu była emisją zabezpieczoną, a marża dwóch ostatnich niezabezpieczonych emisji, które trafiły na Catalyst spadła poniżej poziomu 3,0% - potrzeba ustanowienia zabezpieczeń celem redukcji marży jest mniejsza w porównaniu do wcześniejszych emisji

Case study – Grupa Best

Seria	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Wcześniejszy wykup [mln PLN]	Data emisji	Data zapadalności	Data wcześniejszego wykupu	Różnica [miesiące]	Forma wykupu	Zabezpieczenie
Best S.A.									
D	WIBOR 6M + 8,00%	5	5	2011-05-25	2013-11-26	2013-08-30	3	Opcja call, 0,5% premii	tak
E	WIBOR 6M + 8,50%	10	10	2011-05-25	2014-05-26	2014-02-04	4	Opcja call, 0,5% premii	tak
H	b.d.	10	10	2013-03-11	2016-09-11	2015-03-11	18	b.d.	b.d.
I	8,98%	14,68	14,68	2013-03-28	2016-09-28	2015-03-28	18	Opcja call, brak premii	brak
Emisje refinansujące									
J	WIBOR 3M + 2,90%	16		2014-01-30	2014-10-30		b.d.		brak
K3	WIBOR 3M + 3,30%	35		2015-03-10	2019-03-10		brak opcji call		brak
K4	WIBOR 3M + 3,50%	20		2015-03-10	2020-03-10		opcja call, premia 1,25% degresywna		brak
Best II Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty									
A	WIBOR6M + 4,70%	28	28	2011-06-22	2013-06-11	2013-06-11	0	Opcja call, brak premii	tak
B	WIBOR6M + 6,90%	30	30	2011-06-22	2014-06-22	2014-02-27	4	Opcja call, brak premii	tak
Emisja refinansująca									
C	WIBOR 6M + 4,30%	40		2014-01-17	2018-01-17		amortyzacja; opcja call, premia 0,75% degresywna		tak
Best III Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty									
C	WIBOR 3M + 6,15%	8	3,99	2011-05-31	2012-11-29	2011-12-29	11	Nabycie w celu umorzenia	tak
D	WIBOR 3M + 6,30%	8	8	2011-05-31	2013-05-31	2013-04-22	1	Opcja call, 0,5% premii	tak
E	WIBOR 3M + 6,50%	8	7,99 0,01	2011-05-31	2013-08-30	2011-12-29 2013-01-04	20 8	Nabycie w celu umorzenia Nabycie w celu umorzenia	tak
F	WIBOR 3M + 7,05%	8	7,99 0,10	2011-05-31	2013-11-29	2011-12-29 2013-04-22	23 7	Nabycie w celu umorzenia Opcja call, 0,5% premii	tak
G	WIBOR 3M + 7,20%	5,20	5,18 0,01 0,01	2011-05-31	2014-02-27	2011-12-29 2013-01-04 2013-04-22	26 14 10	Nabycie w celu umorzenia Nabycie w celu umorzenia Opcja call, 0,5% premii	tak
H	WIBOR 3M + 7,40%	8	8	2011-05-31	2014-05-31	2013-04-22	13	Opcja call, 0,5% premii	tak
I	WIBOR 3M + 4,00%	31	13,49	2013-06-28	2015-06-29	2015-03-30	3	Opcja call, brak premii	tak

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitenta oraz warunków emisji obligacji.

- Przedterminowe częściowe bądź całościowe wykupy obligacji podmiotów z Grupy Best wynikały najczęściej z chęci **obniżenia kosztów finansowych** oraz **wydłużenia zapadalności zobowiązań**
- Pod koniec maja 2011 r. Best III NSFIZ w ramach programu emisji obligacji wyemitował papiery o wartości 56,4 mln PLN celem zapłaty ceny za zakupiony od Kredyt Banku portfel wierzytelności, z kolei 7 miesięcy później emitent przedterminowo nabył w celu umorzenia część obligacji serii C, E, F i G o wartości nominalnej 25,2 mln PLN. Emisja kolejnej serii obligacji miała miejsce dopiero 1,5 roku po tych transakcjach co pozwala przypuszczać, iż ich celem było wyłącznie **zmniejszenie zadłużenia funduszu**
- Następną serią przedterminowych wykupów tych obligacji miała miejsce niespełna dwa lata po ich emisji, w kwietniu 2013 r., a emitent zdecydował się przeznaczyć 16,1 mln PLN na przedterminowy wykup papierów serii D, E, F, G i H, z czego połowa tej kwoty była zapadalna w okresie jednego, a druga część w okresie kolejnych trzynastu miesięcy. Dwa miesiące po tych transakcjach miała miejsce emisja dwuletnich papierów serii I o wartości 13,5 mln PLN oraz wyraźnie niższej marży, co pozwoliło uzupełnić funduszowi większość środków przeznaczonych na wykupy
- W marcu 2015 r. miały miejsce kolejne przedterminowe wykupy – tym razem Best SA, posilując się środkami z emisji obligacji serii K3 i K4 o wartości 55 mln PLN skorzystał z opcji call wykupując w całości obligacje serii H i I o łącznej wartości niespełna 25 mln PLN na 1,5 roku przed terminem zapadalności. Oprocentowania obligacji serii H nie podano do publicznej wiadomości, jednak zakładając poziom kuponu na podobnym poziomie jak przy wyemitowanej w tym samym miesiącu serii I, można stwierdzić iż emitent na tej operacji odniesie **oszczędności odsetkowe** przekraczające milion złotych
- Przyspieszenie o niespełna cztery miesiące wykupów obligacji serii E Best SA oraz serii B Best II NSFIZ należy wiązać z **emisjami refinansującymi** o wyraźnie niższych marżach, które miały miejsce w miesiącach poprzedzających przedterminowy wykup

Case study – Casus Finanse

Seria	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Wcześniejszy wykup [mln PLN]	Data emisji	Data zapadalności	Data wcześniejszego wykupu	Różnica [miesiące]	Forma wykupu	Zabezpieczenie
D	b.d.	20	20	2013-11-20	b.d.	2015-11-23	b.d.	Opcja call, 2,0% premii	b.d.
E1	b.d.	20	20	2014-06-13	b.d.	2015-12-21	b.d.	Opcja call, 2,0% premii	b.d.
E2	WIBOR 6M + 5,20%	24	24	2014-11-14	2017-11-14	2015-11-16	24	Opcja call, 2,5% premii	brak

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitenta oraz warunków emisji obligacji.

- Działająca od 1997 r. w obszarze zarządzania należnościami Casus Finanse SA została w sierpniu 2015 r. **przejęta** przez obecną w kilkunastu państwach Europy **Grupę Lindorff**, która weszła w posiadanie 100% akcji windykatora
- Po sfinalizowaniu tego typu transakcji często następuje **optymalizacja źródeł finansowania** przejętego podmiotu, stąd jednym z jej pierwszych kroków była **restrukturyzacja zadłużenia** Casus Finanse – w październiku 2015 r. Casus Finanse przedterminowo spłacił kredyty inwestycyjne oraz kredyty rewolwingowy, a także poinformował inwestorów o **przedterminowym wykupie trzech serii obligacji** o łącznej wartości 64 mln PLN
- Wykup wszystkich trzech serii obligacji, spośród których tylko jedna notowana była na Catalyst nastąpił w oparciu o wykorzystanie **opcji call** w dniach płatności odsetek. Spółka musiała wypłacić obligatariuszom **2,0-2,5% premii**, a łączna wartość tych transakcji zamknęła się w kwocie 67,7 mln PLN. Co ciekawe, mimo posiadania takiej opcji, spółka nie zdecydowała się na wcześniejszy wykup notowanej serii C (nie wiązałby się już z zapłatą premii) o wielkości 9,65 mln PLN i kuponie o 25 p.b. niższym aniżeli serii E2. Wskutek **złamania kowenantu** pod koniec roku miał miejsce jedynie **wcześniejszy wykup na żądanie obligatariuszy** obejmujący połowę wartości tej emisji
- Do końca roku 2015 r. Grupa Lindorff udzieliła Casus Finanse dwóch **długoterminowych pożyczek** o stałym oprocentowaniu zapadających w **2020 roku** na kwotę ponad **133 mln PLN**

Case study – Siódemka

Seria	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Wcześniejszy wykup [mln PLN]	Data emisji	Data zapadalności	Data wcześniejszego wykupu	Różnica [miesiące]	Forma wykupu	Zabezpieczenie
A/2013	WIBOR 3M + 2,20%	60	49,98*	2013-12-06	2016-12-06	2015-03-31	20	Opcja call, 0,8% premii	tak

* - obligacje amortyzowane, podana kwota stanowiła całkowity outstanding obligacji

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitenta oraz warunków emisji obligacji.

- W październiku 2014 r. DPD Polska podpisało **umowę nabycia** od Abris Capital Partners 100% akcji spółki kurierskiej Siódemka, natomiast kilka miesięcy później, w lutym 2015. r. emitent podjął uchwałę o **wcześniejszym wykupie** wszystkich obligacji serii A/2013
- Przedterminowy wykup nastąpił w dniu płatności odsetek 31.03.2015 r. w ramach realizacji opcji Call I, a obligatariusze otrzymali premię w wysokości 0,8% wartości nominalnej obligacji pomniejszonej o sumę rat wykupu, która została uprzednio wypłacona przez emitenta oraz ratę wykupu, która została wypłacona w dniu wykupu
- Zarówno w przypadku Casus Finanse jak i Siódemki, **opcje call** dla wyemitowanych obligacjach dodatkowo **zwiększały atrakcyjność** podmiotu przejmowanego pod kątem **łatwiejszego do przeprowadzenia procesu refinansowania** obligacji, z czego skorzystały Grupa Lindorff i Abris Capital

Case study – American Heart of Poland

Seria	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Wcześniejszy wykup [mln PLN]	Data emisji	Data zapadalności	Data wcześniejszego wykupu	Różnica [miesiące]	Forma wykupu	Zabezpieczenie
A	b.d.	10	10	b.d.	b.d.	2015-06-30	b.d.	Opcja call	b.d.
B	b.d.	15	15	b.d.	b.d.	2015-06-30	b.d.	Opcja call	b.d.
C	WIBOR 6M + 4,50%	40	39,3	2013-03-21	2016-09-21	2015-06-26	15	Nabycie w celu umorzenia	brak
D	WIBOR 6M + 4,75%	40	40	2013-07-15	2018-07-16	2015-06-26	37	Nabycie w celu umorzenia	brak
E	WIBOR 6M + 3,40%	20	20	2014-09-17	2017-03-17	2015-06-26	21	Nabycie w celu umorzenia	brak
Emisja refinansująca									
I	WIBOR 6M + 3,40%*	124,3		2015-06-25	2022-06-27	opcja call, premia 3/4 odsetek, degresywna			brak

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitenta oraz warunków emisji obligacji.

- W czerwcu 2015 r. American Heart of Poland SA w ramach oferty publicznej przeprowadzonej w trybie bezprospektowym przydzieliła **124,3 mln PLN** ze 125 mln PLN oferowanych **obligacji serii I** i choć cel emisji nie został określony spółka do końca miesiąca w całości wydatkowała **zebrane środki na wykup wyemitowanych wcześniej obligacji**
- Obligacje serii A i B zostały wykupione na koniec czerwca 2015 r. w drodze wykonania przez emitenta **prawa wcześniejszego wykupu** zgodnie z warunkami emisji, z kolei notowane na Catalyst papiery serii C, D i E zostały **nabyte** przez spółkę kilka dni wcześniej **w celu późniejszego umorzenia**
- Spośród obligacji wprowadzonych do obrotu na Catalyst **jedynie w przypadku serii E** emitent zagwarantował sobie **prawo wcześniejszego wykupu**, jednak mógłby z niego skorzystać najwcześniej dopiero kilka miesięcy po emisji – w dniu płatności odsetek
- Wymienione wyżej serie obligacji zostały wykupione w całości z wyjątkiem jednej serii – emitent **pozostawił w obrocie obligacje serii C** o wartości **0,7 mln PLN** – takiej też kwoty zabrakło mu do osiągnięcia pełnej subskrypcji obligacji serii I. Biorąc pod uwagę iż seria C jest notowana na Catalyst oraz wykup nie miał miejsca w drodze wykonania opcji a porozumienia z obligatariuszami, spółce mogło nie udać się dotrzeć do inwestorów reprezentujących taką część emisji bądź nie zgodzili się oni na wcześniejszy wykup papierów na warunkach zaproponowanych przez American Heart of Poland
- Podobnie jak w przypadku konsolidującej emisji Multimedia Polska, nowo wyemitowane obligacje American Heart of Poland mają **siedmioletni termin zapadalności** oraz podlegają wcześniejszej **amortyzacji**, która rozpoczyna się już po trzech latach od emisji. Wyściowy poziom marży ustalono na **3,5% ponad WIBOR 6M**, jednak w kolejnych okresach jej wartość może ulec obniżeniu o 0,5-1,0 p.p. w zależności od wysokości wskaźnika dług netto/EBITDA. Tym samym nowa emisja pozwoliła na **wydłużenie terminu zapadalności** obligacji a w przypadku serii C i D oraz wcześniejszych serii również na **obniżenie oprocentowania**

Case study – GPW

Seria	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Wcześniejszy wykup [mln PLN]	Data emisji	Data zapadalności	Data wcześniejszego wykupu	Różnica [miesiące]	Forma wykupu	Zabezpieczenie		
A	WIBOR 6M + 1,17%	170	125	2011-12-23	2017-01-02	2015-10-12	15	Nabycie w celu umorzenia	brak		
B		75		2012-02-15							
Emisja refinansująca											
C	3,19%	125	125	2015-10-06	2022-10-06	opcja call dostępna jedynie 2022-04-06			brak		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitenta oraz warunków emisji obligacji.

- GPW, chcąc utrzymać poziom długoterminowego zadłużenia spółki finansującego bieżącą działalność rozważała emisję obligacji o stałym oprocentowaniu. **Refinansowanie** miało objąć obligacje zapadające w styczniu 2017 r. – **serię A** o wartości **170 mln PLN** (skierowaną do instytucji) oraz **serię B** o wartości **75 mln PLN** (skierowaną do inwestorów detalicznych), które notowane były pod jednym kodem **GPW0117**
- Wobec niezagwarantowania sobie opcji przedterminowego wykupu w warunkach emisji obligacji serii A i B, GPW postanowiła zachęcić dotychczasowych obligatariuszy **premią** w wysokości **1,2%** wartości nominalnej
- Wartość prywatnej emisji **siedmioletnich obligacji serii C** na podstawie deklaracji złożonych przez inwestorów skłonnych do zamiany starszych serii na nowszą ustalono na **125 mln PLN**, co oznacza iż **nie wszystkie instytucje były zainteresowane** konwersją zapadalności papierów na nowych warunkach – **brak opcji call** na wyemitowane obligacje **utrudnił proces refinansowania** i **uniemożliwił skupienie obu serii w całości**
- Refinansowanie obligacji **serii B**, które zostały zasymilowane z **serią A** było o tyle **problematyczne**, że emisja ta, przeprowadzona w trybie **oferty publicznej**, skierowana była do inwestorów detalicznych, a następnie trafiła na **Catalyst**, co istotnie **utrudniało dotarcie do obligatariuszy**. Ponadto emisja refinansująca **serii C** miała charakter **prywatny**, a więc grono odbiorców oferty zostało ograniczone do 149 inwestorów
- GPW zaoferowała inwestorom stały kupon w wysokości **3,19%** i nie licząc obligacji skarbowych na dzień wprowadzenia do obrotu było to najniższe oprocentowanie spośród wszystkich papierów stałokuponowych notowanych na rynku
- Po sześciu dniach od uplasowania obligacji serii C, 12.10.2015 r., GPW zakończyła proces nabywania obligacji celem ich późniejszego umorzenia, a skup objął obligacje o wartości nominalnej ponad **124,5 mln PLN**
- W nowej emisji GPW, mimo bardzo niskiego kuponu, **zagwarantowała sobie prawo do wcześniejszego wykupu** wyemitowanych obligacji, jednakże może ono zostać wykonane dopiero pół roku przed dniem wykupu, czyli w kwietniu 2022 r. – emitent musiałby zapłacić wówczas **premię** w wysokości **0,25%** nominału

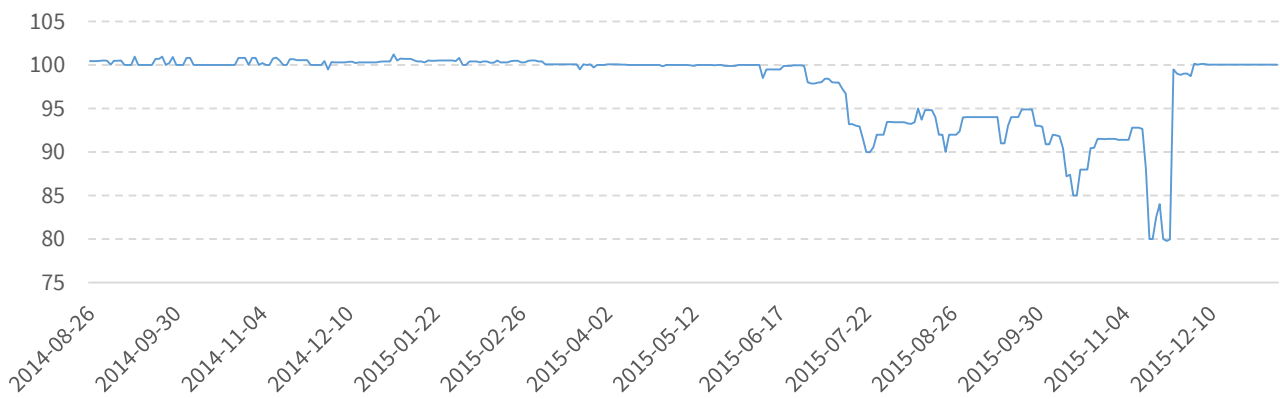
Case study – Mirbud

Seria	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Wcześniejszy wykup [mln PLN]	Data emisji	Data zapadalności	Data wcześniejszego wykupu	Różnica [miesiące]	Forma wykupu	Zabezpieczenie
A	WIBOR 6M + 5,00%	25	25	2014-07-03	2017-07-03	2015-12-23	18	Opcja call, 0,25% premii	tak

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów bieżących emitenta oraz warunków emisji obligacji.

- Przedterminowy wykup obligacji serii A Mirbud SA nastąpił w wyniku podpisania **umowy pożyczki** na kwotę **31,4 mln PLN** z **Agencją Rozwoju Przemysłu (ARP)**, która w przeważającej części miała zostać przeznaczona na **restrukturyzację struktury finansowania** emitenta
- Posiadanie opcji call, pozwalającej na przedterminowy wykup obligacji bez konieczności uprzedniego porozumienia z obligatariuszami ws. warunków tego typu transakcji **mogło istotnie przyczynić się do przyznania spółce takiej pożyczki przez ARP**
- Obligacje zostały przedterminowo wykupione pod koniec grudnia w drodze wykorzystania opcji call i jako, że wykup miał miejsce w III okresie odsetkowym obligatariusze otrzymali **premię** w wysokości **0,25%** wartości nominalnej
- W następstwie nienajlepszych wyników po III kwartale 2015 r. w listopadzie notowania obligacji spółki budowlanej wyraźnie spadły, jednak 25.11.2015 r., w dniu publikacji informacji o udzieleniu pożyczki przez ARP, nastąpił **wzrost kursu obligacji z 70,3%** (przy takim poziomie jeszcze przed południem realizowano transakcje) **do 99,49%** na zamknięciu

MRB0717 – wykres notowań



Źródło: gpwinfostrefa.pl

Opcja call – kto może z niej skorzystać?

Spośród emitentów notowanych na Catalyst można zidentyfikować spółki, które posiadają opcję call na wyemitowane obligacje i w celu ograniczenia kosztów finansowych mogłyby dokonać wcześniejszego wykupu.

Sam fakt posiadania opcji call nie musi wcale oznaczać, że przedterminowy wykup byłby automatycznie opłacalny dla Emitenta. Jeżeli spółka jest zainteresowana utrzymaniem poziomu zadłużenia, powinna zwrócić uwagę na koszty transakcyjne oraz pojawiający się często obowiązek zapłaty obligatariuszom premii, która może niwelować korzyści z tytułu oszczędności na kosztach odsetkowych wynikające z refinansowania.

■ M.W. Trade

Seria	Ticker	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Tryb	Data emisji	Data zapadalności	Opcja call
A2014	MWT0417	WIBOR 6M+4,00%	15	prywatna	2014-04-17	2017-04-17	tak
MWT062018	MWT0618	WIBOR 6M+2,70%	23	prywatna	2015-06-26	2018-06-26	tak

Wcześniejszy wykup obligacji serii A2014 M.W. Trade SA, biorąc pod uwagę obowiązek zapłaty 0,5% premii w przypadku, gdy wykup nastąpi w przedostatnim terminie płatności odsetek oraz różnicę w marży między nowszą a starszą emisją byłby opłacalny dla emitenta

■ PCC Rokita

Seria	Ticker	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Tryb	Data emisji	Data zapadalności	Opcja call
AD	PCR0517	6,80%	25	publiczna	2013-05-28	2017-05-28	tak
DA	-	5,00%	25	publiczna	2016-04-27	2021-04-27	tak

PCC Rokita z kolei jest zobowiązany do zapłaty 0,05% premii za każde pełne 30 dni pozostające od dnia wcześniejszego wykupu do daty wykupu obligacji serii AD, co przy różnicy w oprocentowaniu na poziomie 1,8 p.p. pozwoliłoby emitentowi osiągnąć korzyści finansowe w przypadku refinansowania na warunkach z ostatnich emisji

■ Work Service

Seria	Ticker	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Tryb	Data emisji	Data zapadalności	Opcja call
R	WSE0717	WIBOR 6M+5,40%	25	prywatna	2014-07-08	2017-07-08	tak
S	WSE0317	WIBOR 3M+2,50%	20	prywatna	2015-03-30	2017-03-30	nie

Potencjalnie największe korzyści mógłby jednak osiągnąć Work Service, gdyż różnica w oprocentowaniu jest największa spośród wymienionych przykładów, a za wykup obligacji serii R w dowolnym terminie po upływie 12 miesięcy od dnia emisji jest zobowiązany zapłacić premię w wysokości 0,25%

☐ - emisje, dla których istnieją przesłanki uzasadniające wcześniejszy wykup ☐ - emisje o późniejszej dacie i lepszych parametrach

Źródło: Opracowanie własne na podstawie warunków emisji obligacji.

Opcja call – kto może z niej skorzystać?

■ Ailleron (dawniej Wind Mobile)

Seria	Ticker	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Data emisji	Data zapadalności	Zabezpieczenie	Opcja call
A	ALL0317	WIBOR 3M+5,90%	15	2014-03-19	2017-03-19	tak	tak

W obligacjach wyemitowanych w marcu 2014 r. celem przejęcia Software Mind, Ailleron zagwarantował sobie prawo przedterminowego wykupu emisji. Na rok przed terminem zapadalności papierów premia za skorzystanie z opcji call spadła z 0,3% do 0,1% wartości nominalnej. Grupa Ailleron na koniec 2015 r. zwiększyła saldo środków pieniężnych do 14,9 mln PLN i biorąc pod uwagę relatywnie wysokie oprocentowanie obligacji oraz niską premię za skorzystanie z opcji call, wcześniejszy wykup obligacji serii A wydaje się być prawdopodobny. W naszej ocenie emitent mógłby zrefinansować zobowiązania z tytułu obligacji kredytem bankowym o dużo niższej marży niż ta, jaką płaci za wyemitowane obligacje.

■ Paged

Seria	Ticker	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Data emisji	Data zapadalności	Zabezpieczenie	Opcja call
IV	PGD0817	WIBOR 6M+3,40%	49	2014-08-12	2017-08-14	tak	tak

Przedterminowego wykupu swoich obligacji może również dokonać holding przemysłowo-inwestycyjny Paged, któremu 12.08.2016 r. oraz 13.02.2017 r. przysługuje prawo do skorzystania z opcji call na obligacje serii IV. Wysokość premii wynosiłaby wówczas odpowiednio 1,25% oraz 0,75%. Pod koniec kwietnia 2016 r. Grupa za 86,5 mln PLN sprzedała 49,5% akcji DTP, czym zapewniła sobie środki na współfinansowanie nowych inwestycji oraz wypłatę rekordowej dywidendy. W naszej ocenie Paged mógłby przynajmniej częściowo zrefinansować obligacje kredytem bankowym. Co ciekawe, w tym samym okresie spółka wyemitowała również obligacje serii V o wartości 21 mln PLN, 0,2 p.p. wyższej marży oraz terminie zapadalności dłuższym o rok, jednak nie zapewniła sobie przy tym opcji call i w efekcie musiałaby indywidualnie uzgadniać z obligatariuszami warunki, na jakich mógłby nastąpić wcześniejszy wykup.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie warunków emisji obligacji.

Opcja call – kto może z niej skorzystać?

Kolejną grupę kandydatów mogących dokonać przedterminowego wykupu stanowią emitenci, którzy zabezpieczyli swoje papiery dłużne na nieruchomościach.

■ HB Reavis Finance PL

Seria	Ticker	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Data emisji	Data zapadalności	Zabezpieczenie	Opcja call
A	HBR1117	WIBOR 3M+3,95%	111	2013-11-27	2017-11-27	tak	tak

Motywnym przedterminowego wykupu dla HB Reavis byłoby zwolnienie zabezpieczenia, które na potrzeby emisji obligacji serii A ustanowiono na nieruchomości, na której ma powstać najwyższy budynek w stolicy – Chmielna Business Center. Pod koniec 2015 r. emitent otrzymał od Ratusza warunki zabudowy dla przedmiotowej działki. HB Reavis posiada opcję call na wyemitowane obligacje pozwalającą na dokonanie przedterminowego wykupu po trzech latach od emisji, czyli pod koniec listopada 2016 r.

■ Developres

Seria	Ticker	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Data emisji	Data zapadalności	Zabezpieczenie	Opcja call
A	DVR0318	WIBOR 6M+5,00%	15	2015-03-06	2018-03-06	tak	tak

Podobny motyw może skłonić do przedterminowego wykupu Developres, którego obligacje serii A zostały zabezpieczone hipoteką na nieruchomości, na której spółka wybudowała pierwszy biurowiec klasy A w Rzeszowie. Budynek został oddany do użytkowania i jest w trakcie komercjalizacji. Naturalnym finansowaniem dla tego typu nieruchomości jest długookresowy kredyt inwestycyjny, który może zastąpić obligacje po komercjalizacji obiektu.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie warunków emisji obligacji.

Opcja call – komu by się przydała?

Wśród emitentów notowanych na Catalyst można również wskazać spółki, które chętnie dokonałyby wcześniejszego wykupu swoich obligacji, lecz w warunkach emisji nie zagwarantowały sobie opcji call, co utrudniłoby refinansowanie.

■ Capital Park

Seria	Ticker	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Tryb	Data emisji	Data zapadalności	Opcja call
B	CAP0617	WIBOR 6M+5,50%	35	prywatna	2014-06-13	2017-06-13	nie
F	CAP0618	WIBOR 3M+4,30%	33,1	publiczna	2015-06-03	2018-06-03	tak

Capital Park w ramach programu publicznych emisji obligacji uplasował papiery o marży 4,3 p.p. powyżej stawki referencyjnej, co stanowi 1,2 p.p. mniej niżeli marża na obligacjach serii B. Należy jednak mieć na uwadze, iż wcześniejsza emisja była przeprowadzona w trybie prywatnym, a więc koszty pozyskania kapitału mogły być niższe.

■ Dom Development

Seria	Ticker	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Tryb	Data emisji	Data zapadalności	Opcja call
DOMDE3020217	DOM0217	WIBOR 6M+3,50%	120	prywatna	2012-02-02	2017-02-02	nie
DOMDE5120620	DOM0620	WIBOR 6M+1,90%	100	prywatna	2015-06-12	2020-06-12	nie

Marża powyżej WIBOR 6M przy ostatniej emisji dewelopera jest o 1,6 p.p. niższa w stosunku wyemitowanych ponad trzy lata wcześniej papierów serii DOMDE3020217, choć w razie wzrostu wskaźnika zadłużenia może ulec podwyższeniu o 1 p.p. Wielkość emisji oraz tenor obligacji sprawiają, iż w przypadku posiadania opcji call emitent zapewne już dużo wcześniej dokonałby przedterminowego wykupu.

■ Robyg

Seria	Ticker	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Tryb	Data emisji	Data zapadalności	Opcja call
K1	ROB0218	WIBOR 6M+4,00%	45	prywatna	2014-02-26	2018-02-26	nie
N	ROB0619	WIBOR 6M+2,80%	60	prywatna	2015-06-28	2019-06-28	tak

Robygowi podczas ostatnich emisji udało się zejść z marżą poniżej poziomu 3 p.p., czyli znacząco mniej w stosunku do jego starszych emisji. Biorąc pod uwagę zamiłowanie dewelopera do przedterminowych wykupów oraz termin zapadalności przypadający w 2018 r., w przypadku posiadania opcji wcześniejszego wykupu taka transakcja z pewnością miałyby miejsce.

 - emisje, dla których istnieją przesłanki uzasadniające wcześniejszy wykup  - emisje o późniejszej dacie i lepszych parametrach

Źródło: Opracowanie własne na podstawie warunków emisji obligacji.

Opcja call – komu by się przydała?

■ Unidevelopment (Grupa Unibep)

Seria	Ticker	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Tryb	Data emisji	Data zapadalności	Opcja call
A	UND0317	WIBOR 6M+5,00%	20	prywatna	2014-03-07	2017-03-07	nie
C (Unibep)	UNI0618	WIBOR 6M+2,50%	30	prywatna	2015-06-02	2018-06-01	tak

Dwukrotnie wyższą marżę względem ubiegłorocznej emisji swojej spółki matki posiadają obligacje wyemitowane przez Unidevelopment. W przypadku posiadania opcji call istnieje prawdopodobieństwo, że spółka dokonałaby wcześniejszego wykupu i zrefinansowałaby się na zdecydowanie korzystniejszych warunkach, bezpośrednio bądź poprzez jednostkę dominującą Grupy.

■ PKN Orlen

Seria	Ticker	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Tryb	Data emisji	Data zapadalności	Opcja call
F	PKN0418	5,00%	100	publiczna	2014-04-24	2020-04-09	nie
E	PKN0420	WIBOR 6M+1,30%	200	publiczna	2014-04-28	2018-04-02	nie

W momencie emisji obligacji serii E i F Orlenu, różnica w oprocentowaniu obu serii uplasowanych na przestrzeni kilku dni wynosiła niecały 1 p.p., jednak dwa lata później, w wyniku spadku stóp procentowych, kupon płacony od obligacji serii E o zmiennym oprocentowaniu jest o około 2 p.p. niższy w stosunku do obligacji serii F o stałym oprocentowaniu.

■ Kruk

Seria	Ticker	Oprocentowanie	Emisja [mln PLN]	Tryb	Data emisji	Data zapadalności	Opcja call
P2 i P3	KRU0317	WIBOR 3M+4,60%	60	prywatna	2013-03-07	2017-03-07	nie
R2	KRU0618	WIBOR 3M+4,50%	15	prywatna	2013-06-23	2018-06-25	nie
R3	KRU0818	WIBOR 3M+4,50%	50	prywatna	2013-08-13	2018-08-13	nie
R4 i S1	KRU1018	WIBOR 3M+4,50%	40	prywatna	2013-10-03	2018-10-03	nie
W2	KRU1120	WIBOR 3M+2,90%	30	publiczna	2015-11-26	2020-11-26	tak
AB1	KRU0321	WIBOR 3M+3,15%	65	publiczna	2016-03-24	2021-03-24	tak

Lider rynku windykacyjnego w Polsce chętnie korzystający z finansowania obligacyjnego, Kruk SA, od 2013 r. istotnie obniżył koszty finansowania swojej działalności, w efekcie czego jego ostatnie emisje, zarówno prywatne jak i publiczne, są oprocentowane o ponad 1 p.p. mniej w odniesieniu do kilku serii papierów wartościowych, jakie wyemitował w 2013 r.

 - emisje, dla których istnieją przesłanki uzasadniające wcześniejszy wykup  - emisje o późniejszej dacie i lepszych parametrach

Źródło: Opracowanie własne na podstawie warunków emisji obligacji.

Wnioski – decyzja o przeprowadzeniu transakcji

Motywy wcześniejszego wykupu

Obniżenie kosztów finansowych

- Naturalną przyczyną wielu przedterminowych wykupów jest zmiana sytuacji rynkowej bądź standingu finansowego samego emitenta, w wyniku czego jest on w stanie pozyskać finansowanie na bardziej preferencyjnych warunkach obniżając tym samym koszty finansowe

Wydłużenie zapadalności

- Przedterminowy wykup jest często konsekwencją bezpośrednio go poprzedzającej emisji refinansującej, która wydłuża zapadalność zadłużenia

Przejęcie spółki o wyższych kosztach finansowania

- W przypadku transakcji przejęć emitentów obligacji podmiot dokonujący akwizycji co do zasady dysponuje dostępem do tańszego źródła kapitału, czego efektem może być m.in. przedterminowy wykup obligacji spółki przejmowanej. Szczególnie pożądana przy restrukturyzacji zadłużenia jest opcja call na wyemitowane papiery dłużne, która ułatwia przeprowadzenie refinansowania lub spłaty zadłużenia

Zmiana bądź „uwolnienie się” od kowenantów

- W większości emisji możemy spotkać się z różnego rodzaju kowenantami, obligującymi emitenta do utrzymywania wskaźników zadłużenia, płynności czy rentowności na określonych poziomach bądź nakładających na niego ograniczenia co do zaciągania innych zobowiązań lub wypłaty dywidendy. Wcześniejszy wykup pozwala zwolnić emitenta z obowiązków zawartych w warunkach emisji lub je zmienić

Zwolnienie zabezpieczenia

- Wcześniejszy wykup może wynikać także z zamiaru zwolnienia zabezpieczenia – działa się tak w przypadku deweloperów, którzy kilka lat temu emisje zabezpieczali hipoteką na nieruchomościach gruntowych nabytych pod realizację kolejnych projektów

Zagospodarowania nadwyżek finansowych

- Przedterminowy wykup jest jedną z form zagospodarowania nadwyżek finansowych pozwalającą poprawić strukturę bilansu poprzez redukcję zobowiązań krótkoterminowych, bądź jeśli towarzyszy jemu refinansowanie – ich konwersję na długoterminowe, co polepsza wskaźniki płynności

Wnioski – forma transakcji i niechęć do opcji call

Formy wcześniejszego wykupu

- Gdy jest to możliwe wcześniejszy wykup obligacji odbywa się zazwyczaj poprzez **wykorzystanie opcji przedterminowego wykupu** na żądanie emitenta (opcja call), którą najczęściej można wykonać w dniu płatności odsetek i towarzyszy mu wypłata premii wyrażonej jako procent wartości nominalnej obligacji
- Posiadanie takiej opcji pozwala emitentowi skrócić zapadalność zadłużenia bez konieczności osiągnięcia porozumienia z obligatariuszami (do których dotarcie mogłoby być utrudnione, jeśli emisja była skierowana do inwestorów detalicznych bądź trafiła na Catalyst), co istotnie **poprawia pozycję negocjacyjną emitenta** podczas rozmów ws. refinansowania
- Jeśli emitent nie zagwarantował sobie w warunkach emisji prawa do wcześniejszego wykupu bądź najbliższy możliwy termin wykonania opcji call jest dla niego zbyt odległy w czasie, wykup następuje poprzez **nabycie obligacji** od obligatariuszy **celem ich umorzenia** najczęściej w zamian za uzgodnioną z nimi premię, która jednak może być wyższa niż w przypadku opcji call
- Nabycie obligacji może być następstwem **publicznego ogłoszenia** zamiaru nabycia po wskazanej cenie, co miało miejsce w przypadku GPW, która przekazała takie informacje w formie raportu bieżącego
- Wykup obligacji może mieć **charakter częściowy**, co wynikać może z konieczności zapłaty obligatariuszom dodatkowej premii w przypadku zamiaru wykupu większej niż określono w warunkach emisji części papierów wartościowych, jednakże większość emitentów dokonuje skupu całości wyemitowanych papierów – w 2015 r. 40% przedterminowych wykupów miała charakter częściowy

Przyczyny niechęci do opcji call

- Generuje ryzyko reinwestycji dla obligatariuszy, którym w przypadku wykorzystania opcji przez emitenta zostaje skrócony horyzont czasowy inwestycji oraz zmuszeni są do poszukiwania alternatywnych form inwestycji. Warunki panujące wtedy na rynku często różnią się od tych, jakie miały miejsce w momencie emisji i znalezienie inwestycji o równie atrakcyjnej stopie zwrotu przy danym poziomie ryzyka może nie być łatwe
- Skorzystanie z niej najczęściej wiąże się z zapłatą premii, której oczekują obligatariusze
- Może wiązać się dla obligatariuszy z dodatkowym nakładem pracy związanym z koniecznością jej wyceny w zależności od terminu, w którym można z niej skorzystać

Wnioski – WEO a przedterminowy wykup

Analiza warunków emisji obligacji notowanych na dzień 31.12.2015 r. na Catalyst o wartości nominalnej nie mniejszej niż 30 mln PLN (z wyłączeniem banków) pokazała, iż w przypadku 44 serii, emitenci zapewnili sobie opcję przedterminowego wykupu, co stanowi 1/3 badanej próby. Wartość serii, które posiadały opcję call wynosiła 5,5 mld PLN, czyli 28% wartości analizowanej próby. Poniżej najważniejsze wnioski płynące z analizy:

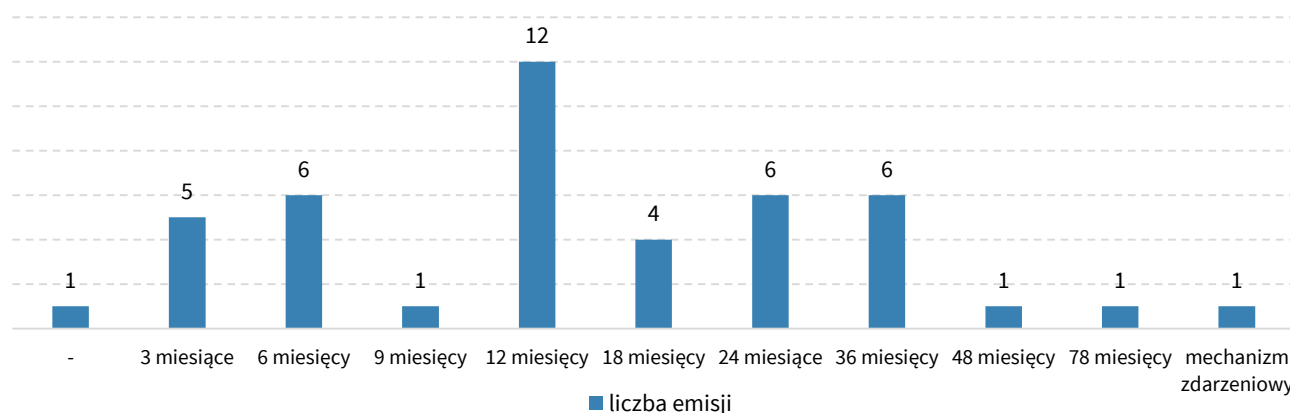
Opcja call a oprocentowanie obligacji

- Opcja call jako dodatkowa korzyść dla emitenta, jest co do zasady wynagradzana obligatariuszom w postaci **wyższego oprocentowania bądź premii** płatnej w przypadku jej wykonania

Moment aktywacji opcji call

- Opcja call może zostać wykorzystana przez emitentów najwcześniej **średnio 1,5 roku od dnia emisji**, przy średnim okresie zapadalności obligacji wynoszącym 4 lata. Inwestorzy tym samym oczekują utrzymania nieco mniej niż połowy zakładanego horyzontu czasowego inwestycji, choć najwięcej opcji w analizowanym zbiorze można było wykonać już po roku od momentu emisji

Liczba miesięcy, po których uaktywnia się opcja call



Źródło: Opracowanie własne na podstawie warunków emisji obligacji.

Termin wykonania opcji call

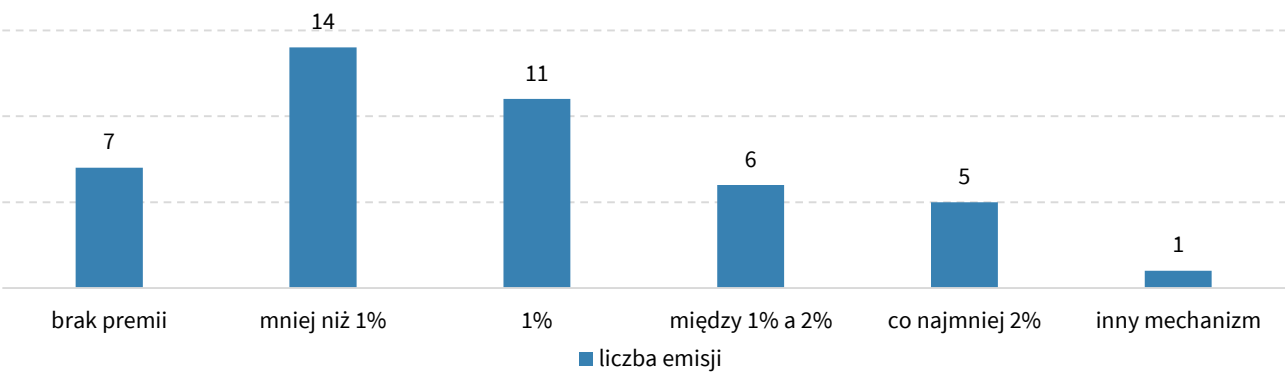
- Z opcji przedterminowego wykupu emitent może **najczęściej** skorzystać jedynie **w dniach płatności odsetek**, kiedy opcja call jest aktywna – tak było w 75% analizowanych emisji. W pozostałych przypadkach emitenci mieli większą elastyczność w kwestii wyboru dnia przedterminowego wykupu – mógł on zostać wyznaczony na koniec miesiąca bądź w dowolnym dniu – emitent musi jednak z odpowiednim wyprzedzeniem zawiadomić obligatariuszy o takim zamiarze
- Przedterminowe wykupy zarówno serii wprowadzonych do obrotu, jak również nienotowanych na Catalyst w 2015 r. były przeprowadzane średnio na **14 miesięcy przed terminem zapadalności**

Wnioski – WEO a przedterminowy wykup

Wysokość premii i jej zmienność w czasie

■ Średnia wysokość premii, jaka pojawia się w warunkach emisji z tytułu wykonania opcji przedterminowego wykupu nieznacznie przekracza 1,0% i jest to również wartość premii, za jaką emitenci najczęściej mogą dokonać wcześniejszego wykupu w pierwszym możliwym terminie. Warto zauważyć, że **premia najczęściej jest zmienna w czasie i ma charakter degresywny** – jej wielkość stopniowo maleje wraz z kolejnymi okresami odsetkowymi, najczęściej o 25 p.b. Jedynie w 16% przypadków analizowanych emisji inwestorzy wyrazili zgodę na wbudowanie opcji call dla emitenta bez rekompensaty w postaci premii

Wysokość premii w pierwszym możliwym terminie wcześniejszego wykupu



Źródło: Opracowanie własne na podstawie warunków emisji obligacji.

Termin emisji i tenor a opcja call

■ Najwięcej emisji z opcją call (19) zidentyfikowano wśród papierów dłużnych wyemitowanych w 2015 r. Udział emisji z opcją call jako odsetek emisji obligacji o wartości nie mniejszej niż 30 mln PLN uplasowanych w danym roku był również ponad dwa razy wyższy dla 2015 r. aniżeli dla poprzedniego roku – emitenci, którzy w poprzednich emisjach nie zagwarantowali sobie opcji call, coraz częściej zapewniają sobie takie prawo przy plasowaniu nowych serii obligacji (np. GPW, Kruk, MCI Management, Kredyt Inkaso), choć zdarzają się również odwrotne przypadki

Opcja call przy emisjach nie mniejszych niż 30 mln PLN



Źródło: Opracowanie własne na podstawie warunków emisji obligacji.

Zestawienie obligacji notowanych na Catalyst o wartości nominalnej nie mniejszej niż 30 mln PLN na 31.12.2015 r.

Ticker	Emitent	Wartość emisji [PLN]	Seria	Data emisji	Data wykupu	Tenor	Oprocentowanie	Opcja call	Liczba miesięcy od dnia emisji, po których uaktywnia się opcja call	Premia	Wartość, o jaką spada premia wraz z kolejnym okresem odsetkowym	Przedterminowy wykup tylko w dniu płatności odsetek
ABE0819	AB	100 000 000	AB01 120819	2014-08-12	2019-08-12	5,0	WIBOR 6M+1,60%	nie	-	-	-	-
ABE0720	AB	70 000 000	AB02 290720	2015-07-29	2020-07-29	5,0	WIBOR 6M+1,50%	nie	-	-	-	-
ACT0717	ACTION	100 000 000	ACT01 040717	2014-07-04	2017-07-04	3,0	WIBOR 6M+1,40%	nie	-	-	-	-
ARP1217	AGENCJA ROZWOJU PRZEMYSŁU	150 000 000	I	2012-12-28	2017-12-28	5,0	WIBOR 6M+1,50%	nie	-	-	-	-
AHP0622	AMERICAN HEART OF POLAND	124 300 000	I	2015-06-25	2022-06-27	7,0	WIBOR 6M+3,60%	tak	12	3/4 kwoty odsetek należnych w danym okresie	1/4 kwoty odsetek należnych w danym okresie od 5. okresu i kolejne tyle od 9. okresu	tak
AMR0618	AmRest Holdings SE	140 000 000	AMRE03300618	2013-06-18	2018-06-30	5,0	WIBOR 6M+2,40%	nie	-	-	-	-
AMR0919	AmRest Holdings SE	140 000 000	AMRE04100919	2014-09-10	2019-09-10	5,0	WIBOR 6M+2,35%	tak	48	0,50%	0,2 p.p. po 2019-02-28	na koniec miesiąca
ATL0616	ATAL	30 000 000	E	2014-06-18	2016-06-17	2,0	WIBOR 6M+3,30%	nie	-	-	-	-
BBI0217	BBI DEVELOPMENT	53 000 000	BBI0217	2014-02-06	2017-02-07	3,0	WIBOR 6M+6,00%	nie	-	-	-	-
BBI0218	BBI DEVELOPMENT	35 000 000	BBI0218	2015-02-20	2018-02-22	3,0	WIBOR 6M+5,00%	nie	-	-	-	-
BFT0618	BENEFIT SYSTEMS	50 000 000	A	2015-06-02	2018-06-01	3,0	WIBOR 6M+1,35%	tak	24	0,50%	0,25 p.p.	tak
BST0820	BEST	60 000 000	L1	2015-08-28	2020-08-28	5,0	WIBOR 3M+3,60%	nie	-	-	-	-
BST1018	BEST	50 000 000	K2	2014-10-30	2018-10-30	4,0	6,00%	nie	-	-	-	-
BST0418	BEST	45 000 000	K1	2014-04-30	2018-04-30	4,0	WIBOR 3M+3,80%	nie	-	-	-	-
BST0319	BEST	35 000 000	K3	2015-03-10	2019-03-10	4,0	WIBOR 3M+3,30%	nie	-	-	-	-
BST0516	BEST	39 000 000	G	2012-11-28	2016-05-28	3,5	WIBOR 3M+4,70%	tak	6	brak	-	tak
BS20118	BEST II NS FIZ	40 000 000	C	2014-01-17	2018-01-17	4,0	WIBOR 6M+4,30%	tak	6	0,75%	0,25 p.p. po 3. okresie, 0,15 p.p. po 4. i po 6. okresie	tak
CAP0617	CAPITAL PARK	35 000 000	B	2014-06-13	2017-06-13	3,0	WIBOR 6M+5,50%	nie	-	-	-	-
CAP0618	CAPITAL PARK	33 116 300	F	2015-06-03	2018-06-03	3,0	WIBOR 3M+4,30%	tak	3	brak	-	tak
CAP1217	CAPITAL PARK	53 885 500	D	2014-12-23	2017-12-23	3,0	WIBOR 3M+4,30%	tak	3	brak	-	tak
CCC0619	CCC	210 000 000	1/2014	2014-06-10	2019-06-10	5,0	WIBOR 6M+1,47%	tak	6	brak	-	tak
CI21217	CIECH	160 000 000	02	2012-12-05	2017-12-05	5,0	WIBOR 6M+4,90%	nie	-	-	-	-
CMP0620	COMP	50 000 000	1/2015	2015-06-30	2020-06-30	5,0	WIBOR 6M+2,30%	nie	-	-	-	-
CMP0717	COMP	36 000 000	1/2014	2014-07-28	2017-07-28	3,0	WIBOR 6M+2,30%	nie	-	-	-	-
CPS0721	CYFROWY POLSAT	1 000 000 000	A	2015-07-21	2021-07-21	6,0	WIBOR 6M+2,50%	tak	6	3,00%	1 p.p. po 2. okresie i po 4. okresie	tak
DOM0217	DOM DEVELOPMENT	120 000 000	DOMDE3020217	2012-02-02	2017-02-02	5,0	WIBOR 6M+3,50%	nie	-	-	-	-
DOM0620	DOM DEVELOPMENT	100 000 000	DOMDE5120620	2015-06-12	2020-06-12	5,0	WIBOR 6M+1,90%	nie	-	-	-	-
DOM0318	DOM DEVELOPMENT	50 000 000	DOMDE4260318	2013-03-26	2018-03-26	5,0	WIBOR 6M+2,65%	nie	-	-	-	-
ECH0417	ECHO INVESTMENT	200 000 000	2/2013	2013-01-31	2017-04-28	4,2	WIBOR 6M+3,80%	nie	-	-	-	-
ECH0219	ECHO INVESTMENT	100 000 000	1/2014	2014-02-19	2019-02-19	5,0	WIBOR 6M+3,60%	nie	-	-	-	-
ECH0618	ECHO INVESTMENT	80 000 000	3/2013	2013-06-19	2018-06-19	5,0	WIBOR 6M+3,50%	nie	-	-	-	-
ECH0318	ECHO INVESTMENT	75 000 000	C	2014-09-04	2018-03-04	3,5	WIBOR 6M+3,15%	nie	-	-	-	-
ECH0519	ECHO INVESTMENT	70 500 000	2/2014	2014-05-15	2019-05-15	5,0	WIBOR 6M+3,60%	nie	-	-	-	-
ECH0418	ECHO INVESTMENT	50 000 000	D	2014-10-20	2018-04-20	3,5	WIBOR 6M+3,15%	nie	-	-	-	-
ECH0616	ECHO INVESTMENT	50 000 000	A	2014-06-26	2016-06-26	2,0	WIBOR 6M+2,95%	nie	-	-	-	-
EMF1117	EMPIK	128 800 000	2/2014 i 3/2014	2014-11-17	2017-11-17	3,0	WIBOR 6M+8,00%	tak	0	brak	-	dowolny dzień
ENA0220	ENEA	1 000 000 000	ENEA0220	2015-02-10	2020-02-10	5,0	WIBOR 6M+0,85%	nie	-	-	-	-
ENG1019	ENERGA	1 000 000 000	A	2012-10-18	2019-10-18	7,0	WIBOR 3M+1,50%	nie	-	-	-	-
ERB0318	ERBUD	52 000 000	B	2014-03-26	2018-03-26	4,0	WIBOR 6M+3,00%	nie	-	-	-	-
EUH0618	EUROCASH	140 000 000	A	2013-06-20	2018-06-20	5,0	WIBOR 6M+1,45%	nie	-	-	-	-
EVC0418	EVEREST CAPITAL	30 000 000	D	2015-04-14	2018-04-14	3,0	WIBOR 6M+5,00%	tak	6	1,00%	0,2 p.p.	dowolny dzień

Zestawienie obligacji notowanych na Catalyst o wartości nominalnej nie mniejszej niż 30 mln PLN na 31.12.2015 r.

Ticker	Emitent	Wartość emisji [PLN]	Seria	Data emisji	Data wykupu	Tenor	Oprocentowanie	Opcja call	Liczba miesięcy od dnia emisji, po których uaktywnia się opcja call	Premia	Wartość, o jaką spada premia wraz z kolejnym okresem odsetkowym	Przedterminowy wykup tylko w dniu płatności odsetek
GHE0718	GHELAMCO INVEST	120 360 000	PB	2014-04-11	2018-07-11	4,3	WIBOR 6M+5,00%	nie	-	-	-	-
GHE0118	GHELAMCO INVEST	114 520 000	PA	2014-01-29	2018-01-29	4,0	WIBOR 6M+5,00%	nie	-	-	-	-
GHE0519	GHELAMCO INVEST	50 000 000	PE	2015-05-22	2019-05-22	4,0	WIBOR 6M+4,50%	nie	-	-	-	-
GHE0619	GHELAMCO INVEST	50 000 000	PPA	2014-12-16	2019-06-16	4,5	WIBOR 6M+3,50%	nie	-	-	-	-
GHE1119	GHELAMCO INVEST	50 000 000	PPD	2015-11-04	2019-11-04	4,0	WIBOR 6M+4,00%	nie	-	-	-	-
GHI0619	GHELAMCO INVEST	50 000 000	PPB	2015-06-23	2019-06-16	4,0	WIBOR 6M+4,00%	nie	-	-	-	-
GHE1117	GHELAMCO INVEST	37 780 000	PD	2014-08-26	2017-11-27	3,3	WIBOR 6M+4,75%	nie	-	-	-	-
GHC0718	GHELAMCO INVEST	30 800 000	PC	2014-07-15	2018-07-16	4,0	WIBOR 6M+5,00%	nie	-	-	-	-
GHC0619	GHELAMCO INVEST	30 000 000	PPC	2015-06-30	2019-06-16	4,0	WIBOR 6M+4,00%	nie	-	-	-	-
GHI0718	GHELAMCO INVEST	30 000 000	I	2014-07-09	2018-07-09	4,0	WIBOR 6M+4,50%	nie	-	-	-	-
GHJ0718	GHELAMCO INVEST	30 000 000	J	2014-07-04	2018-07-04	4,0	WIBOR 6M+4,50%	nie	-	-	-	-
GNA0725	GNB AUTO PLAN	125 444 559	GNA0725	2012-12-19	2025-07-16	12,6	WIBOR 3M+2,00%	nie	-	-	-	-
GPW0117	GPW	120 483 700	A	2011-12-23	2017-01-02	5,0	WIBOR 6M+1,17%	nie	-	-	-	-
GPW1022	GPW	125 000 000	C	2015-10-06	2022-10-06	7,0	3,19%	tak	78	0,25%	-	tak
DUO0618	GRUPA DUON	30 000 000	A	2015-06-08	2018-06-08	3,0	WIBOR 6M+2,30%	tak	24	0,40%	0,2 p.p.	tak
GTC0418	GTC	294 200 000	GTCSA004300418	2012-10-31	2018-04-30	5,5	WIBOR 6M+4,00%	nie	-	-	-	-
GTC0319	GTC	200 000 000	GTCSA032019	2014-03-10	2019-03-11	5,0	WIBOR 6M+4,50%	nie	-	-	-	-
HBR1117	HB REAVIS FINANCE PL	111 000 000	A	2013-11-27	2017-11-27	4,0	WIBOR 3M+3,95%	tak	36	brak	-	dowolny dzień
ITG0918	INTEGER.PL	60 000 000	INT0918	2014-09-28	2018-09-28	4,0	WIBOR 6M+5,00%	tak	24	1,25%	0,35 p.p. 2. roku 0,3 p.p. po 3. roku	tak
ITG0617	INTEGER.PL	30 000 000	INT0617	2014-06-12	2017-06-12	3,0	WIBOR 6M+4,56%	nie	-	-	-	-
IPP0620	IPF INVESTMENTS POLSKA	200 000 000	IPFIP030620	2015-06-03	2020-06-03	5,0	WIBOR 6M+4,25%	tak	zmiana kontroli nad gwarantem emisji	1,00%	-	po dokonaniu zawiadomienia o zmianie kontroli
KRI0717	KREDYT INKASO	53 000 000	W1	2014-01-13	2017-07-13	3,5	WIBOR 6M+4,20%	nie	-	-	-	-
KRI1018	KREDYT INKASO	69 000 000	X	2015-04-29	2018-10-29	3,5	WIBOR 6M+3,60%	tak	36	brak	-	tak
KRI0916	KREDYT INKASO	30 000 000	U03	2012-03-05	2016-09-05	4,5	WIBOR 6M+5,70%	tak	12	0,60%	0,1 p.p.	tak
KI10517	KREDYT INKASO I NS FIZ	50 000 000	K	2014-05-09	2017-05-09	3,0	WIBOR 6M+3,85%	tak	18	0,75%	0,25 p.p.	tak
KRU0316	KRUK	84 000 000	M1 i N1	2012-03-21	2016-03-21	4,0	WIBOR 3M+4,40%	nie	-	-	-	-
KRU0317	KRUK	60 000 000	P2 i P3	2013-03-07	2017-03-07	4,0	WIBOR 3M+4,60%	nie	-	-	-	-
KRU0517	KRUK	60 000 000	P4 i R1	2013-05-20	2017-05-20	4,0	WIBOR 3M+4,20%	nie	-	-	-	-
KRU0818	KRUK	50 000 000	R3	2013-08-13	2018-08-13	5,0	WIBOR 3M+4,50%	nie	-	-	-	-
KRU1018	KRUK	40 000 000	R4 i S1	2013-10-03	2018-10-03	5,0	WIBOR 3M+4,50%	nie	-	-	-	-
KRU1216	KRUK	40 000 000	O2 i P1	2012-12-06	2016-12-06	4,0	WIBOR 3M+4,60%	nie	-	-	-	-
KRU1116	KRUK	30 000 000	O1	2012-11-05	2016-11-05	4,0	WIBOR 3M+4,40%	nie	-	-	-	-
KRU0621	KRUK	100 000 000	Z1	2015-06-08	2021-06-08	6,0	WIBOR 3M+4,60%	tak	36	2,40%	0,2 p.p.	tak
KRU1220	KRUK	45 000 000	U2 i U3	2014-12-03	2020-12-03	6,0	WIBOR 3M+3,35%	tak	36	2,40%	0,2 p.p.	tak
KRU1120	KRUK	30 000 000	W2	2015-11-26	2020-11-26	5,0	WIBOR 3M+2,90%	tak	6	0,50%	0,05 p.p. za każde pełne 30 dni pozostające od Dnia Wcześniejszego Wykupu do Daty Wykupu	dowolny dzień
LCC0320	LC CORP	65 000 000	LCC005200320	2015-03-20	2020-03-20	5,0	WIBOR 6M+3,20%	nie	-	-	-	-
LCC0619	LC CORP	50 000 000	LCC004060619	2014-06-06	2019-06-06	5,0	WIBOR 6M+3,50%	nie	-	-	-	-
LCC1018	LC CORP	50 000 000	LCC003301018	2013-10-31	2018-10-30	5,0	WIBOR 6M+3,50%	nie	-	-	-	-
LKD1017	LOKUM DEWELOPER	30 000 000	A	2014-10-17	2017-10-17	3,0	WIBOR 6M+3,80%	tak	12	1,00%	0,25%	dowolny dzień
MVP0819	MARVIPOL	60 000 000	S	2015-08-03	2019-08-03	4,0	WIBOR 6M+3,60%	tak	36	1,00%	0,25 p.p. po 7. okresie	tak
MCI0318	MCI CAPITAL	50 000 000	G1	2014-03-21	2018-03-21	4,0	WIBOR 6M+3,90%	nie	-	-	-	-

Zestawienie obligacji notowanych na Catalyst o wartości nominalnej nie mniejszej niż 30 mln PLN na 31.12.2015 r.

Ticker	Emitent	Wartość emisji [PLN]	Seria	Data emisji	Data wykupu	Tenor	Oprocentowanie	Opcja call	Liczba miesięcy od dnia emisji, po których uaktywnia się opcja call	Premia	Wartość, o jaką spada premia wraz z kolejnym okresem odsetkowym	Przedterminowy wykup tylko w dniu płatności odsetek
MCI0416	MCI CAPITAL	36 000 000	H1	2013-04-08	2016-04-11	3,0	WIBOR 6M+4,50%	nie	-	-	-	-
MCI1017	MCI CAPITAL	31 000 000	I1	2014-10-17	2017-10-17	3,0	WIBOR 6M+3,90%	tak	12	1,00%	0,25 p.p.	tak
MCI1216	MCI CAPITAL	30 000 000	H3	2013-12-19	2016-12-19	3,0	WIBOR 6M+4,50%	tak	12	1,00%	0,25 p.p.	tak
MDS0421	MIDAS	583 772 000	A	2013-04-16	2021-04-16	8,0	zerokuponowe	tak	24	1,00%	0,5 p.p. po 3. roku, 0,25 p.p. po 4. roku oraz po 5. roku	dowolny dzień
MMP0520	MULTIMEDIA POLSKA	1 038 000 000	MMP 0520	2013-05-10	2020-05-10	7,0	WIBOR 6M+3,25%	tak	12	5,00%	0,3 p.p. do 7. okresu, 1,65 p.p. po 7. okresie, 0,3 p.p. po 8. okresie, 0,55 p.p. po 9. okresie, 0 p.p. po 10. okresie, 0,5 p.p. po 11. okresie, 0 p.p. po 12. okresie	tak
MUR0418	MURAPOL	30 000 000	P	2015-04-29	2018-04-29	3,0	WIBOR 3M+4,60%	tak	3	0,45%	0,15 p.p.	tak
MWT0216	MW TRADE	30 000 000	A2013	2013-02-19	2016-02-19	3,0	WIBOR 6M+4,40%	tak	12	1,25%	0,25 p.p.	tak
MWT0316	MW TRADE	30 000 000	E2013	2013-03-19	2016-03-19	3,0	WIBOR 6M+4,40%	tak	12	1,25%	0,25 p.p.	tak
ORB0620	ORBIS	300 000 000	ORB A 260620	2015-06-19	2020-06-26	5,0	WIBOR 6M+0,97%	tak	36	1,00%	n/d	tylko na koniec 6. okresu
OTS0217	OT LOGISTICS	30 000 000	B	2014-02-19	2017-02-17	3,0	WIBOR 6M+4,00%	nie	-	-	-	-
OTS1118	OT LOGISTICS	100 000 000	D	2014-11-14	2018-11-20	4,0	WIBOR 6M+3,90%	tak	12	1,50%	0,5 p.p. po 4. i po 6. okresie	tak
PRE1117	P.R.E.S.C.O. GROUP	35 000 000	E	2013-11-28	2017-11-28	4,0	WIBOR 6M+4,40%	tak	12	0,90%	0,15%	tak
PGD0817	PAGED	49 000 000	IV	2013-08-12	2017-08-14	4,0	WIBOR 6M+3,40%	tak	18	1,25%	0,5 p.p. po 4. okresie	tak
PGE0618	PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA	1 000 000 000	PGE001270618	2013-06-27	2018-06-27	5,0	WIBOR 6M+0,70%	nie	-	-	-	-
PGN0617	PGNiG	2 500 000 000	PGNG170619PZ	2012-06-19	2017-06-19	5,0	WIBOR 6M+1,25%	nie	-	-	-	-
PKN0219	PKN ORLEN	1 000 000 000	ORLEN 270219	2012-02-27	2019-02-27	7,0	WIBOR 6M+1,60%	nie	-	-	-	-
PKN0418	PKN ORLEN	200 000 000	E	2014-04-28	2018-04-02	3,9	WIBOR 6M+1,30%	nie	-	-	-	-
PKN0517	PKN ORLEN	200 000 000	A	2013-06-04	2017-05-28	4,0	WIBOR 6M+1,50%	nie	-	-	-	-
PKN0617	PKN ORLEN	200 000 000	B	2013-06-17	2017-06-03	4,0	WIBOR 6M+1,50%	nie	-	-	-	-
PKN1117	PKN ORLEN	200 000 000	C	2013-11-14	2017-11-06	4,0	WIBOR 6M+1,40%	nie	-	-	-	-
PK11117	PKN ORLEN	100 000 000	D	2013-11-19	2017-11-14	4,0	WIBOR 6M+1,50%	nie	-	-	-	-
PKN0420	PKN ORLEN	100 000 000	F	2014-04-24	2020-04-09	6,0	5,00%	nie	-	-	-	-
PND0217	POLNORD	50 000 000	NS1	2014-02-11	2017-02-11	3,0	WIBOR 3M+4,35%	tak	3	0,50%	0,25 p.p.	tak
PND0618	POLNORD	50 000 000	M1	2015-07-02	2018-06-30	3,0	WIBOR 3M+3,50%	tak	9	0,75%	-	tak
PND0218	POLNORD	34 000 000	NS2	2015-02-13	2018-02-13	3,0	WIBOR 3M+4,07%	tak	3	1,00%	0,5 p.p. po 4. okresie i 0,3 p.p. po 8. okresie	tak
POZ0219	POZBUD T&R	50 000 000	A	2015-02-13	2019-02-13	4,0	WIBOR 6M+2,50%	tak	24	1,00%	-	nie
POB0117	POZNAŃSKA 37 SPV	34 400 000	B	2014-01-15	2017-01-31	3,0	8,00%	tak	24	1,00%	-	począwszy od 9. do 11. okresu
RNK0616	RANK PROGRESS	130 806 000	C	2013-06-14	2016-06-14	3,0	WIBOR 6M+5,50%	nie	-	-	-	-
ROB0616	ROBYG	90 000 000	I i I2	2013-06-19	2016-06-23	3,0	WIBOR 6M+4,50%	nie	-	-	-	-
ROB1018	ROBYG	60 000 000	L	2014-10-29	2018-10-29	4,0	WIBOR 6M+3,00%	nie	-	-	-	-
ROB0218	ROBYG	45 000 000	K1	2014-02-26	2018-02-26	4,0	WIBOR 6M+4,00%	nie	-	-	-	-
RON0617	RONSON EUROPE	83 500 000	C	2014-06-14	2017-06-14	3,0	WIBOR 6M+3,75%	nie	-	-	-	-
SGN1217	SYGNITY	40 000 000	1/2014	2014-12-19	2017-12-19	3,0	WIBOR 6M+2,60%	nie	-	-	-	-
TPE1119	TAURON POLSKA ENERGIA	1 750 000 000	TPEA119	2014-11-04	2019-11-04	5,0	WIBOR 6M+0,90%	nie	-	-	-	-
TOR0818	Torpol Spółka Akcyjna	40 000 000	A	2015-08-06	2018-08-06	3,0	WIBOR 6M+2,00%	tak	18	0,50%	0,15 p.p.	tak
UNI0618	UNIBEP	30 000 000	C	2015-06-02	2018-06-01	3,0	WIBOR 6M+2,50%	tak	12	0,40%	0,1 p.p.	dowolny dzień
WXB0316	WARIMPEX	63 065 000	C	2013-03-06	2016-03-31	3,1	WIBOR 6M+7,00%	nie	-	-	-	-
WBE1117	WB ELECTRONICS	80 000 000	1/2014	2014-11-14	2017-11-14	3,0	WIBOR 6M+3,70%	tak	18	1,50%	0,5 p.p.	tak
WSE1016	WORK SERVICE	55 000 000	Q	2013-10-04	2016-10-04	3,0	WIBOR 3M+4,75%	nie	-	-	-	-
WSP0918	WSIP	124 172 400	WSIP01250917	2013-03-30	2018-09-25	5,5	WIBOR 3M+4,50%	tak	12	6,00%	0,75 p.p.	tak
KAN1117	ZM HENRYK KANIA	45 000 000	D	2014-11-27	2017-11-26	3,0	WIBOR 3M+4,75%	nie	-	-	-	-

Dane kontaktowe

Navigator Dom Maklerski®
Value delivered.

ul. Twarda 18
00-105 Warszawa
tel.: (22) 630 83 33
fax: (22) 630 83 30
mail: obligacje@dmnavigator.pl
www.navigatorcapital.pl

Zastrzeżenie

Niniejszy materiał został opracowany przez Dom Maklerski Navigator SA (Dom Maklerski)

Osoby sporządzające niniejszy materiał działały z należytą starannością przy jego sporządzaniu. Niniejsza analiza oraz wnioski z niej wynikające oparte są na osobistych opiniach osób sporządzających niniejszy materiał i mają one charakter wyłącznie poglądowy.

Przy zbieraniu danych stanowiących podstawę niniejszego opracowania osoby działające w imieniu Domu Maklerskiego korzystały wyłącznie z ogólnodostępnych dokumentów oraz z materiałów uznawanych za wiarygodne. Dom Maklerski nie gwarantuje, że wskazane dane są kompletne i precyzyjne. W szczególności informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą ulec zmianie bez powiadomienia odbiorców.

Niniejszy materiał jest przeznaczony wyłącznie do celów informacyjnych oraz do użytku osób, które samodzielnie podejmują decyzje inwestycyjne. Niniejszy materiał nie stanowi porady inwestycyjnej ani rekomendacji. Dom Maklerski w żadnym przypadku nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału, nawet gdyby informacje w nim zawarte okazały się niezgodne ze stanem faktycznym.

Dom Maklerski nie będzie traktował odbiorców niniejszego materiału jako swoich klientów ze względu na fakt otrzymania przez nich tego dokumentu. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu Cywilnego oraz nie stanowi również zobowiązania do świadczenia jakichkolwiek usług na rzecz jakiegokolwiek podmiotu.

Dom Maklerski wykonywał zlecenie na rzecz wybranych podmiotów wskazanych w niniejszym opracowaniu w ramach emisji obligacji, które oni przeprowadzali.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym opracowaniu są objęte prawami autorskimi Domu Maklerskiego. Zabronione jest kopiowanie niniejszego opracowania, w całości lub części, streszczanie, korzystanie z jego fragmentów, cytowanie lub publiczne powoływanie się na niniejsze opracowanie, jak również jego omawianie lub ujawnianie osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody Domu Maklerskiego.