

---

**Navigator** Dom Maklerski®  
Value delivered.

---

Obligacje korporacyjne jako źródło finansowania akwizycji

---

Warszawa, październik 2018

---

## Szanowni Państwo,

Rozwój poprzez akwizycje jest naturalnym etapem rozwoju przedsiębiorstw. Taki krok umożliwia skokowy wzrost udziału w rynku, dostęp do nowego segmentu rynku oraz pozyskanie know-how, co często niemożliwe jest do osiągnięcia poprzez rozwój organiczny w krótkim terminie. O sukcesie przejęcia decydują aspekty operacyjne (szybkość integracji, strategia itp.) jednak nie mniej ważne są aspekty finansowe, w tym dobranie odpowiedniej struktury finansowania.

Dlatego, łącząc kompetencje w zakresie doradztwa przy emisjach obligacji korporacyjnych oraz przy transakcjach fuzji i przejęć, po raz drugi poddaliśmy analizie emisje obligacji, z których środki przeznaczone zostały na sfinansowanie przejęć innych przedsiębiorstw lub zorganizowanych ich części.

Pierwszy taki raport opublikowaliśmy w kwietniu 2014 r. Było to 4,5 roku po uruchomieniu rynku Catalyst. Pomimo relatywnej niedojrzałości rynku byliśmy w stanie zidentyfikować wtedy 9 emisji, które na przestrzeni okresu 2009 - 1Q 2014 wyemitowane zostały w celu finansowania przejęć.

Dziś, 4,5 roku później, wartość notowanych na Catalyst serii obligacji korporacyjnych wzrosła niemal dwukrotnie. Nie dziwi więc fakt, że wraz z rozwojem rynku zwiększyła się również znacząco liczba serii obligacji, które emitowane były celem finansowania akwizycji. W niniejszym raporcie zakres badania został rozszerzony i obecnie obejmuje okres od uruchomienia rynku Catalyst w roku 2009 do końca września 2018. Analiza 9-letniego okresu pozwoliła nam zidentyfikować łącznie 26 emisji, których dokonało 17 emitentów w celu sfinansowania przejęć 23 spółek.

Warto zaznaczyć, że wśród krajowych firm widać duże zainteresowanie przejęciami spółek zagranicznych. Z 23 celów przejęcia, na których zakup emitowane były obligacje, aż 9 zlokalizowanych było za granicą. Dzięki takim akwizycjom polskie firmy są w stanie szybko zaistnieć na zupełnie nowych rynkach co pozwala na skokowy wzrost przychodów.

Finansowanie przejęć środkami pochodzącymi z emisji obligacji nie jest niczym wyjątkowym w skali globalnej. Popularność tego typu finansowania akwizycji na zachodnich rynkach rozwiniętych, znacząco wzrosła w ostatnich latach, przede wszystkim dzięki rekordowo niskim stopom procentowym. Okazuje się, że również na polskim rynku finansowanie akwizycji środkami pochodzącymi z obligacji jest coraz popularniejsze, choć nadal zdecydowanie mniej popularne niż na rynkach zachodnich.

Pomimo wzrostu znaczenia obligacji korporacyjnych nadal instrumentem częściej wykorzystywanym do finansowania przejęć jest kredyt bankowy. Z punktu widzenia spółki wybór pomiędzy kredytem, a obligacjami sprowadza się zawsze do analizy „za” i „przeciw” każdego z rozwiązań. Firmy coraz częściej korzystają jednak z obligacji dzięki większej elastyczności samego instrumentu, szybkości pozyskania środków, możliwości emisji długu niezabezpieczonego oraz często, większej elastyczności i zrozumienia ze strony inwestorów. Emisje obligacji wykorzystywane są również nieraz jako finansowanie pomostowe i po integracji podmiotów czy osiągnięciu synergii refinansowane są kredytem bankowym.

W niniejszym opracowaniu opisaliśmy warunki oraz miejsce w strukturze finansowania emisji obligacji finansujących przejęcia. Przy emisjach, które miały miejsce po roku 2013 przedstawiliśmy również okoliczności emisji oraz tło biznesowe. Warto podkreślić, że próba ograniczała się do spółek udostępniających publicznie raporty dotyczące swojej działalności, a więc głównie do spółek, których akcje lub obligacje są notowane na rynkach regulowanych.

Zapraszam do lektury,



Krzysztof Dziubiński  
Członek Zarządu w Domu Maklerskim Navigator S.A.

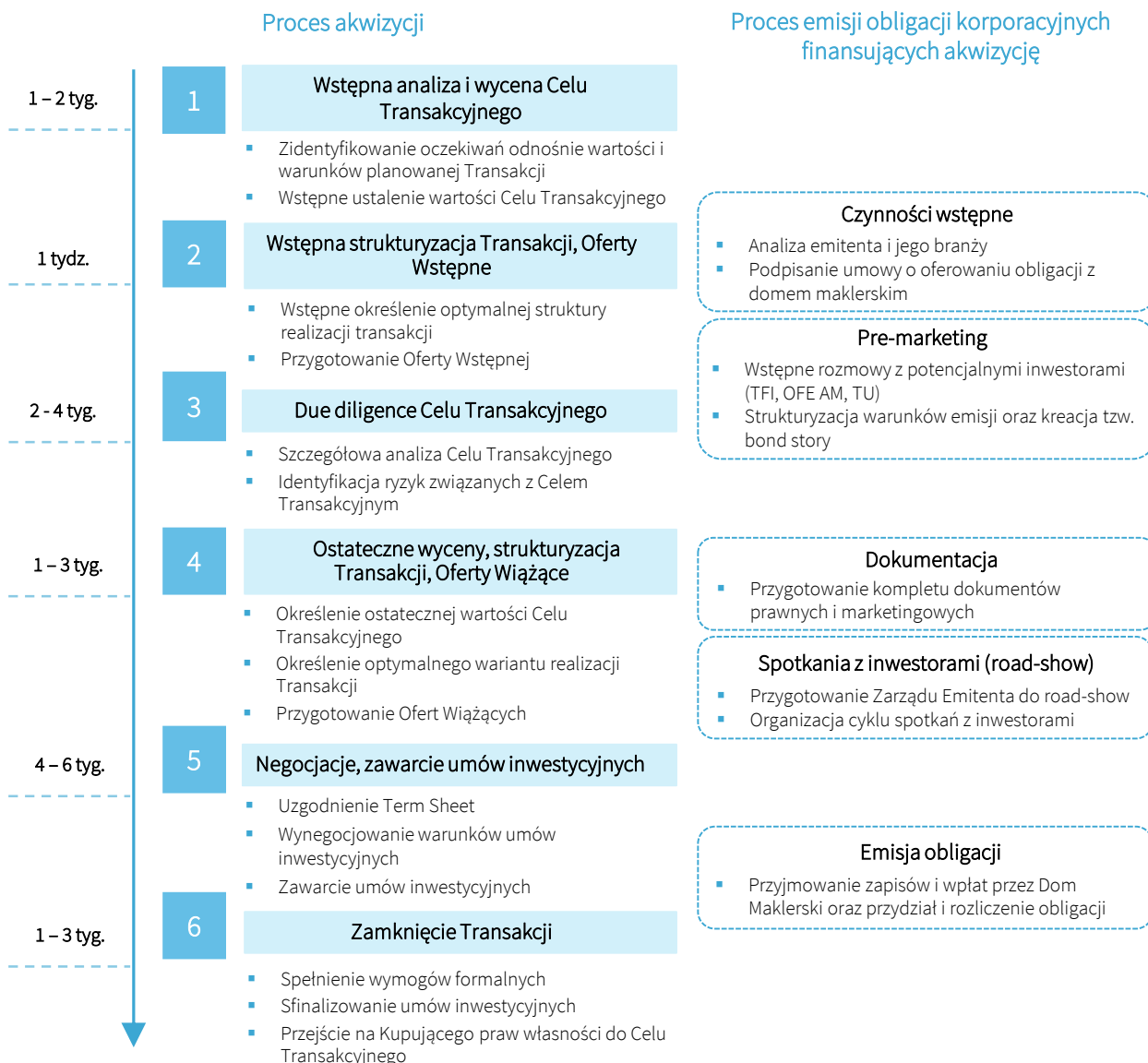
Poniżej, na bazie emisji obligacji finansujących przejęcia przeprowadzonych od uruchomienia rynku Catalyst w 2009 r. podsumowano najczęstsze parametry takich emisji. Wskazane poniżej wnioski wynikają z warunków emisji obligacji przeprowadzonych przez takie spółki jak:

ABM Solid S.A. w upadłości układowej, Ferro S.A., OT Logistics S.A., Elemental Holding S.A., Work Service S.A., Meyra Group S.A. (dawniej Medort S.A.), Ailleron S.A. (dawniej Wind Mobile S.A.), JSW S.A., Paged S.A., EC Będzin S.A., FAM S.A., Amica S.A., OEX S.A., Europejskie Centrum Odszkodowań S.A., J.S. Hamilton Poland S.A.

## ■ Kluczowe parametry emisji

Emitent	<p><b>Spółka publiczna najczęstszym emitentem obligacji finansujących przejęcie</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Emisja obligacji w celu finansowania akwizycji możliwa jest do przeprowadzenia przez spółkę niepubliczną, przy czym status spółki publicznej umożliwia dotarcie do szerszego grona inwestorów.</li> <li>We wszystkich przypadkach emitentem była spółka przejmująca. Wykorzystanie spółki celowej komplikowałoby strukturę emisji.</li> </ul>
Struktura finansowania akwizycji	<p><b>Obligacje korporacyjne najczęściej uzupełnieniem struktury finansowania</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Obligacje mogą być samodzielnym źródłem finansowania akwizycji.</li> <li>Częściej mieliśmy jednak do czynienia z bardziej skomplikowanymi strukturami, w których środki z emisji uzupełniane były kredytem bankowym, środkami własnymi, emisją akcji, pożyczkami lub zapłatą akcjami spółki przejmującej.</li> <li>Wybór źródeł kapitału dłużnego ogranicza się z reguły do obligacji korporacyjnych oraz kredytu bankowego</li> </ul>
Szybkość pozyskania kapitału	<p><b>Szybki proces emisji w ofercie prywatnej</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Wszystkie zakwalifikowane do badania emisje realizowane były w trybie oferty prywatnej, która charakteryzuje się relatywnie szybkim procesem emisji, co umożliwia dopasowanie terminu emisji do harmonogramu procesu przejęcia.</li> <li>W przypadku przejęć wymagających dodatkowych zgód korporacyjnych lub regulacyjnych (np. UOKiK) emisja obligacji może być przeprowadzona w trakcie okresu zawieszającego ważność umowy inwestycyjnej/sprzedaży, związanej z akwizycją.</li> </ul>
Zapadalność	<p><b>Termin zapadalności umożliwiający doprowadzenie do synergii przed terminem wykupu</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Najczęstszym terminem zapadalności wśród analizowanych emisji były 3 lata. Średnia wyniosła 38 miesięcy.</li> <li>Termin wykupu powinien być odpowiednio długi, aby umożliwić integrację podmiotów i doprowadzenie do synergii.</li> </ul>
Oprocentowanie	<p><b>Zmienne oprocentowanie</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Prawie wszystkie emisje miały zmienny kupon. Ich marże uzależnione były od sytuacji emitenta i standardowo wahały się od 2,5% do 6,0% ponad 3 lub 6-miesięczny WIBOR.</li> </ul>
Zabezpieczenie	<p><b>Możliwy brak zabezpieczenia</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Połowa z analizowanych emisji obligacji nie była zabezpieczona.</li> <li>Konieczność zabezpieczenia obligacji jest uzależniona przede wszystkim od sytuacji emitenta.</li> <li>Emitentom jako zabezpieczenie posłużyły m.in.: poręczenia spółek zależnych, zastawy na akcjach spółek zarówno przejmujących, jak i przejmowanych, hipoteki, weksle, zastawy na rachunkach oraz majątku ruchomym.</li> </ul>
Przedterminowy wykup	<p><b>Opcja przedterminowego wykupu przy większości emisji</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Obligacje korporacyjne dzięki wbudowanej opcji przedterminowego wykupu dla emitenta, mogą przy akwizycji służyć jako finansowanie pomostowe. Emitent po przeprowadzeniu przejęcia i skonsolidowaniu aktywów spółki przejmowanej może następnie refinansować obligacje kredytami.</li> <li>Spółki zazwyczaj gwarantują sobie opcję przedterminowego wykupu i często z niej korzystają. Najczęściej wiąże się to z koniecznością zapłaty premii dla obligatariuszy za przedterminowy wykup.</li> </ul>
Refinansowanie zadłużenia	<p><b>Możliwość refinansowania zadłużenia obligacjami oraz kredytem bankowym</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Niektórzy emitenci wykorzystują obligacje jako finansowanie pomostowe i po dokonaniu przejęcia refinansują zadłużenie kredytem bankowym.</li> <li>Istnieje również możliwość refinansowania obligacji kolejnymi obligacjami.</li> </ul>
Rynek wtórny	<p><b>Większość emisji wprowadzane do obrotu na Catalyst</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Ponad połowa z badanych emisji została wprowadzona do obrotu na Catalyst. Podkreślić należy jednak, że badanie ograniczało się do spółek udostępniających publicznie raporty dotyczące swojej działalności, czyli głównie do firm, których akcje lub obligacje są notowane na rynkach regulowanych.</li> </ul>

Na poniższej grafice zaprezentowano standardowy przebieg procesu akwizycji oraz emisji obligacji w ofercie prywatnej w celu sfinansowania transakcji. Proces pozyskania kapitału dłużnego na potrzeby sfinansowania akwizycji przebiegać powinien równoległe z procesem samego przejęcia.



## Główne czynniki wpływające na harmonogram procesu pozyskania kapitału dłużnego na sfinansowanie przejęcia:

- dynamika procesu akwizycji – głównie negocjacji, due diligence, spełnienia wymogów formalnych,
- konkurencja wśród podmiotów zainteresowanych przejęciem celu,
- struktura finansowania transakcji,
- poziom zainteresowania ofertą objęcia obligacji,
- odroczenie płatności i inne warunki zawieszające.

Proces emisji obligacji w ofercie prywatnej jest relatywnie szybki oraz elastyczny, dzięki czemu można go dopasować oraz modyfikować w zależności od dynamiki procesu przejęcia. Źródłem kapitału dłużnego na sfinansowanie przejęcia może być również kredyt bankowy, którego proces przyznania jest dłuższy. W tym przypadku możliwe jest jednak otrzymanie promesy bankowej przed podpisaniem umowy inwestycyjnej.

Na kolejnej stronie zamieszczono tabelę, w której zebrano kluczowe warunki emisji, które posłużyły sfinansowaniu przejęć, a na następnych szczegółowo opisano warunki i okoliczności przeprowadzenia emisji obligacji finansujących przejęcia jakie miały miejsce od początku 2014 roku.

Lp.	Emitent	Data emisji	Seria	Wartość emisji - zrealizowana	Zapadalność (data wykupu)	Oprocentowanie	Opcja call dla Emitenta	Wykorzystanie opcji call	Wprowadzenie na Catalyst (ticker)	Zabezpieczenie	Cel akwizycji	Łączna wartość akwizycji	Finansowanie akwizycji
1	ABM Solid S.A. w upadłości układowej	3Q 2010	A	20 mln PLN	3 lata (28.09.2013)	WIBOR 3M+marża	b.d.	Nie	Nie	Brak	Przedsiębiorstwo Robót Inżynieryjnych Budownictwa Sp. z o.o.	38,25 mln PLN	Obligacje oraz kredyt bankowy
2	Ferro S.A.	2Q 2011	A	45 mln PLN	5 lat (04.04.2016) <sup>1</sup>	WIBOR 6M+5,5%	Tak	Tak	FRO0416	Brak	Novaservis A.S.	ok 150 mln PLN	Obligacje, środki z emisji akcji oraz kredyt
3	OT Logistics S.A.	4Q 2011	A	60 mln PLN	3 lata (28.11.2014)	WIBOR 6M+4,0%	Nie	Nie	ODR1114	Tak	Port Handlowy Świnoujście Sp. z o.o.	21 mln PLN	Całość obligacje
4	Elemental Holding S.A.	1Q 2013	C	15 mln PLN	3 lata (12.04.2016) <sup>1</sup>	WIBOR 6M+5,5%	Tak	Tak	Nie	Tak	Terra Recykling S.A.	48,34 mln PLN	Obligacje, wkład własny oraz zapłata akcjami własnymi
6	Meyra Group S.A. (dawniej Medort S.A.)	4Q 2013	A	25,88 mln PLN	3 lata (21.10.2016) <sup>1</sup>	WIBOR 6M+5,4%	Tak	Tak	MDR1016	Brak	Meyer Ortopedia GmbH	ok. 20 mln EUR	Obligacje oraz środki z emisji akcji
7	Ailleron S.A. (dawniej Wind Mobile S.A.)	1Q 2014	A	15 mln PLN	3 lata (19.03.2017) <sup>1</sup>	WIBOR 3M+5,9%	Tak	Tak	ALL0317	Tak	Software Mind S.A.	46,3 mln PLN	Obligacje oraz zapłata akcjami
8	JSW S.A.	3Q 2014	b.d.	700 mln PLN	29 do 77 miesięcy	WIBOR 6M+marża	Tak	Tak, częściowo	Nie	Tak	Kopalnia Węgla Kamiennego Knurów-Szczygłowie	1 490 mln PLN	Obligacje oraz środki własne
		3Q 2014	b.d.	163,75 mln USD	22 do 77 miesięcy	LIBOR 6M+marża	Tak	Tak, częściowo	Nie	Tak			
9	Paged S.A.	4Q 2010	I	30 mln PLN	3 lata (30.11.2013)	WIBOR 6M+marża	Tak	Nie	Nie	Tak	Sklejka Pisz S.A.	65,1 mln PLN	Obligacje oraz środki własne
		4Q 2010	II	60 mln PLN	40 miesięcy (31.12.2014)	WIBOR 6M+marża	Tak	Nie	Nie	Tak			
		3Q 2014	IV	49 mln PLN	3 lata (14.08.2017) <sup>1</sup>	WIBOR 6M+3,4%	Tak	Tak	PGD0817	Tak	Europa Systems S.A.	109,5 mln PLN	Obligacje, kredyt oraz środki własne
		3Q 2014	V	21 mln PLN	4 lata (13.08.2018) <sup>1</sup>	WIBOR 6M+3,6%	Tak	Tak	PGD0818	Tak			
10	EC Będzin S.A.	2Q 2015	A	30 mln PLN	3 lata (15.04.2018)	WIBOR 6M+4,5%	b.d.	Nie	Nie	Brak	Energetyczne Towarzystwo Finansowo-Leasingowe Energo-Utech S.A.	49,6 mln PLN	Obligacje oraz środki własne
11	FAM S.A.	3Q 2015	B	25 mln PLN	7 lat (01.07.2022) <sup>1</sup>	WIBOR 3M+8,0%	Tak	Tak	FAM0722	Tak	Cynkownia Wieluń Sp. z o.o.	25,3 mln PLN	Obligacje oraz środki własne
12	Amica S.A.	4Q 2015	b.d.	111,3 mln PLN	12 do 84 miesięcy	b.d.	Nie	Nie	Nie	Tak	CDA Group Ltd	148 mln PLN	Obligacje oraz środki własne
13	OT Logistics S.A.	1Q 2014	B	30 mln PLN	3 lata (17.02.2017)	WIBOR 6M+4,0%	Nie	Nie	OTS0217	Brak	Bałtycki Terminal Drobnicowy Gdynia Sp. z o.o.	58 mln PLN	Obligacje oraz środki z emisji akcji
		1Q 2014	C	5 mln EUR	3 lata (17.02.2017)	Stałe 6,5%	Tak	Nie	OTE0217	Brak			
		1Q 2017	F	25,5 mln PLN	3 lata (23.02.2020)	WIBOR 6M+5,0%	Tak	Nie	OTS0220	Brak	AD Montecargo, Luka Bar AD BAR	Planowana 11 mln EUR <sup>2</sup>	Transakcja nie doszła do skutku <sup>2</sup>
14	OEX S.A.	1Q 2017	A	20 mln PLN	3 lata (19.01.2020) <sup>1</sup>	WIBOR 6M+4,2%	Tak	Tak	OEX0120	Brak	Archidoc S.A.	45,9 mln PLN	Obligacje oraz kredyt bankowy
15	Europejskie Centrum Odszkodowań S.A.	2Q 2017	A	50 mln PLN	3 lata (14.04.2020)	WIBOR 6M+4,0%	Tak	Nie	EUC0420	Brak	EuCOcar S.A. EuCO Poręczenia S.A.	25,5 mln PLN - EuCOcar 8,5 mln PLN - EuCO Poręczenia S.A.	Całość obligacje
16	J.S. Hamilton Poland S.A.	4Q 2016	A	40 mln PLN	3 lata (27.12.19) <sup>1</sup>	WIBOR 3M+3,0%	Tak	Tak	JSH1219	Brak	UAB Sekargas ir Kompanija (70%)	7,8 mln EUR (32,8 mln PLN)	Obligacje oraz środki z emisji akcji
		3Q 2017	B	20 mln PLN	3 lata (29.09.2020) <sup>1</sup>	WIBOR 3M+3,0%	Tak	Tak	JSH0920	Brak	J.S. Hamilton Mazowsze (50%) UAB Sekargas ir Kompanija (10%)	1,5 mln PLN - J.S. Hamilton Mazowsze UAB Sekargas ir Kompanija - bd	Całość obligacje
17	WorkService S.A.	4Q 2013	Q	55 mln PLN	3 lata (4.11.2016)	WIBOR3M+4,75%	Nie	Nie	WSE1016	Brak	Antal International, Work Express	27,1 mln PLN - Antal 34,34 mln PLN - Work Express	Całość obligacje
		1Q 2015	S	20 mln PLN	2 lata (30.03.2017)	WIBOR 3M+2,5%	Nie	Nie	WSE0317	Brak	Prohuman 2004 Kft. (75%)	118 mln PLN	Obligacje, wkład własny oraz kredyty i pożyczki
		4Q 2017	W	20 mln PLN	15 miesięcy (13.12.2018)	WIBOR 6M+5,0%	Tak	Nie	Nie	Tak	Prohuman 2004 Kft. (5,22%)	21 mln PLN	Całość obligacje
		4Q 2017	Y	12 mln PLN	15 miesięcy (03.01.2019)	WIBOR 6M+5,0%	Tak	Nie	Nie	Tak			

Źródło: Opracowanie własne

<sup>1</sup> – wykupione przedterminowo

<sup>2</sup> - pomimo uplasowania obligacji, transakcja przejścia nie doszła do skutku. Mimo to ze względu na jasne określenie celu emisji, jakim była akwizycja, emisja została uwzględniona w zestawieniu.

## J.S. Hamilton Poland S.A.

- J.S. Hamilton Poland S.A. jest holdingiem firm zlokalizowanych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej świadczących m.in. analizy laboratoryjne, konsumenckie testy produktów, badania sprzętu elektrycznego, usługi rzeczoznawczo-kontrolne czy spedycja. W 2014 r. w spółkę zainwestował Enterprise Venture Fund I zarządzany przez Enterprise Investors. Spółka rozwija się organicznie oraz poprzez liczne przejęcia.
- W grudniu 2016 r. J.S. Hamilton pozyskał 40 mln PLN z emisji obligacji serii A. Celem emisji było sfinansowanie akwizycji 70% udziału w spółce UAB Sekargas ir Kompanija (25 mln PLN) oraz pozostałych wydatków inwestycyjnych, w tym rozbudowę laboratorium Spółki w Gdyni (15 mln PLN).
- Akwizycja została sfinalizowana 2 lutego 2017 r. za kwotę 7,8 mln EUR. Brakująca suma niemal 8 mln PLN pozyskana została poprzez emisję akcji, którą objął fundusz Enterprise Venture Fund I.
- UAB Sekargas prowadzi działalność w zakresie inspekcji i kontroli towarów masowych, przede wszystkich rolno-spożywczych. Działalność koncentruje się w portach bałtyckich (Kłajpeda, Kaliningrad, Ryga, Tallin).
- We wrześniu 2017 r. Emitent pozyskał kolejne 20 mln PLN z emisji obligacji serii B. Jej celem było sfinansowanie akwizycji kolejnych 10% udziałów w UAB Sekargas, 50% udziałów w J.S Hamilton Mazowsze za kwotę 1,5 mln PLN (zwiększenie udziału z 50% do 100%), sfinansowanie wydatków inwestycyjnych oraz refinansowanie wcześniejszych akwizycji.

Seria	A
Wartość emisji obligacji	40 mln PLN
Data emisji	Grudzień 2016
Zapadalność	3 lata
Oprocentowanie obligacji	WIBOR 3M+3%
Zabezpieczenie	Brak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Tak
Wprowadzenie na Catalyst	Tak

Seria	B
Wartość emisji obligacji	20 mln PLN
Data emisji	Wrzesień 2017
Zapadalność	3 lata
Oprocentowanie obligacji	WIBOR 3M+3%
Zabezpieczenie	Brak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Tak
Wprowadzenie na Catalyst	Tak

- W maju 2018 r. dotychczasowi akcjonariusze spółki zawarli, jako sprzedający, warunkową umowę sprzedaży większościowego pakietu akcji J.S. Hamilton na rzecz funduszu Mid Europa Partners.
- W sierpniu 2018 r. emitent dokonał przedterminowego wykupu obu serii, za co zobowiązany był zapłacić obligatariuszom premię w wysokości 0,75%.

## Europejskie Centrum Odszkodowań S.A.

- Europejskie Centrum Odszkodowań S.A. prowadzi w imieniu poszkodowanych w wypadkach oraz ich bliskich sprawy o uzyskanie należnych świadczeń od towarzystw ubezpieczeniowych. Podmiot działa na terenie Polski, Czech, Słowacji, Węgier i Rumunii. Od 2010 r. akcje spółki notowane są na GPW.
- W kwietniu 2017 r. spółka wyemitowała obligacje o wartości 50 mln PLN. Z pozyskanych środków spółka przejęła w czerwcu 2017 r. za 25,4 mln PLN 80% akcji w EuCOcar S.A. oraz w sierpniu 2017r. za 8,5 mln PLN EuCo Poręczenia S.A. Łączna wartość obu przejęć wyniosła 33,9 mln PLN.
- EuCoCar realizuje działalność w zakresie obsługi powypadkowej tj. naprawy uszkodzonego pojazdu oraz użyczenia pojazdu zastępczego na czas naprawy. EuCo Poręczenia prowadzi działalność w zakresie wspomagania usług finansowych.

Seria	A
Wartość emisji obligacji	50 mln PLN
Data emisji	Kwiecień 2017
Zapadalność	3 lata
Oprocentowanie obligacji	WIBOR 6M+4%
Zabezpieczenie	Brak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Nie
Wprowadzenie na Catalyst	Tak

- W październiku 2017 r. spółka dokupiła dodatkowe 9% akcji w EuCOcar za 2,9 mln PLN. Po transakcji posiada ona 89% akcji podmiotu przejętego.

## OEX S.A.

- OEX S.A. to notowana na GPW grupa kapitałowa działająca w sektorze usług dla biznesu. Prowadzi działalność w czterech segmentach operacyjnych: E-biznes, business process outsourcing, wsparcie sprzedaży oraz zarządzanie sieciami punktów sprzedaży detalicznej. Spółka rozwija się organicznie oraz poprzez liczne przejęcia.
- W styczniu 2017 r. OEX wyemitował obligacje serii A o wartości 20 mln PLN. Dzięki pozyskanym środkom spółka zapłaciła pierwszą transzę w kwocie 17,9 mln PLN, z tytułu przejęcia 100% akcji Archidoc S.A. Umowa przewidywała dopłaty, zależne od wybranych parametrów finansowych Archidoc za rok 2016 i 2017, a które miały zostać rozliczone po zamknięciu roku 2017. W kwietniu 2018 r. doszło do ostatecznego rozliczenia przejęcia. OEX zobowiązany był do dopłaty stronie sprzedającej 28 mln PLN, które sfinansowano kredytem bankowym.

Seria	A
Wartość emisji obligacji	20 mln PLN
Data emisji	Styczeń 2017
Zapadalność	3 lata
Oprocentowanie obligacji	WIBOR 6M+4,2%
Zabezpieczenie	Brak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Tak
Wprowadzenie na Catalist	Tak

- Archidoc jest spółką działającą na rynku usług skanowania i archiwizacji dokumentów oraz obsługi procesów back office takich jak prowadzenie kancelarii i elektroniczny obieg dokumentów.
- Wyemitowane obligacje serii A zostały przedterminowo wykupione w styczniu 2018 r. Źródłem środków na przedwczesny wykup był również kredyt bankowy. Obligatariusze otrzymali premię za wcześniejszy wykup w wysokości 0,4% wartości nominalnej posiadanych instrumentów.

## Amica S.A.

- Amica S.A., notowany na GPW największy polski producent sprzętu gospodarstwa domowego, w listopadzie 2015 r. wyemitowała obligacje o wartości 111,3 mln PLN w celu uiszczenia płatności za zakup 100% udziałów w spółce CDA Group Ltd. Spółka zobowiązała się ustanowić zabezpieczenie w postaci zastawu na 100% udziałów spółki przejmowanej oraz zastawu rejestrowego na prawach z rachunku obsługi zadłużenia. Obligacje nie zostały wprowadzone do obrotu na Catalist.
- Cena nabycia CDA Group wyniosła 24,3 mln GBP, co w przeliczeniu dało łącznie 148 mln PLN. Brakujące środki spółka pokryła ze środków własnych.
- CDA Group jest spółką handlową z prawie 25-letnim doświadczeniem w sprzedaży i dystrybucji sprzętu AGD na rynku brytyjskim, będącym drugim, co do wielkości rynkiem zbytu urządzeń gospodarstwa domowego w Europie Zachodniej.

Wartość emisji obligacji	111,3 mln PLN
Data emisji	Listopad 2015
Zapadalność	12 do 84 miesięcy
Oprocentowanie obligacji	b.d.
Zabezpieczenie	Tak
Opcja call dla emitenta	Nie
Użycie opcji call	Nie
Wprowadzenie na Catalist	Nie

- Na 3 miesiące przed przejściem Brytyjskiej CDA Group, Amica nabyła 39% pakiet we francuskiej spółce dystrybucyjnej Sideme. Przejęcie zakończyła w roku 2017 nabywając pozostałe 61% akcji. Obecnie, kontynuując strategię rozwoju na rynkach zagranicznych poprzez przejęcia, prowadzi rozmowy dotyczące przejęcia Hiszpańskiej marki Fagor.

## EC Będzin S.A.

- Elektrociepłownia „Będzin” S.A. jest notowanym na GPW głównym producentem energii cieplnej i elektrycznej dla Zagłębia Dąbrowskiego.
- W kwietniu 2015 r. spółka wyemitowała 3-letnie niezabezpieczone obligacje serii A o wartości 30 mln PLN. Wpływy przeznaczone zostały na zakup 100% akcji spółki Energetyczne Towarzystwo Finansowo-Leasingowe Energo-Utech S.A. za 49,6 mln PLN. Brakująca kwota pokryta została wkładem własnym.
- Energetyczne Towarzystwo Finansowo - Leasingowe ENERGO-UTECH świadczy usługi leasingowe i inne usługi finansowe głównie dla sektora elektroenergetycznego.
- W grudniu 2015 r. spółka nabyła własne obligacje serii A o wartości 500 tys. PLN w celu ich umorzenia.

Seria	A
Wartość emisji obligacji	30 mln PLN
Data emisji	Kwiecień 2015
Zapadalność	3 lata
Oprocentowanie obligacji	WIBOR 6M+4,5%
Zabezpieczenie	Brak
Opcja call dla emitenta	b.d.
Użycie opcji call	Nie
Wprowadzenie na Catalist	Nie

- Z kolei w październiku 2017 r. zmieniono warunki emisji obligacji poprzez dodanie zabezpieczenia w postaci zastawu na 100% akcji firmy przejmowanej. 5 miesięcy później za zgodą wszystkich obligatariuszy wydłużono okres spłaty o 12 miesięcy.

## Work Service S.A.

- Work Service S.A. jest agencją zatrudnienia specjalizującą się w pośrednictwie pracy, rozwiązaniach kadrowych, świadczącą usługi w obszarze rekrutacji, dostarczania klientom wykwalifikowanych pracowników, doradztwa i zarządzania zasobami ludzkimi. Spółka jest notowana na GPW od 2012 roku.
- W grudniu 2013 r. spółka podpisała warunkową umowę zakupu 75% udziałów w węgierskim Prohuman 2004 Kft – jednej z największych węgierskich agencji pośrednictwa pracy. Zapłata miała być dokonana w trzech transzach po spełnieniu określonych warunków. Realizacja pierwszej części płatności w wysokości ok. 40 mln PLN dokonana została w marcu 2014 r. ze środków własnych oraz pożyczki od sprzedającego.
- Zapłata drugiej i trzeciej transzy o łącznej wartości 78 mln PLN dokonana została w kwietniu 2015 r. Kwota została częściowo pokryta dzięki emisji niezabezpieczonych obligacji serii S o wartości 20 mln PLN. Emisja została wykupiona w terminie - w marcu 2017 r., a dług został zrefinansowany kredytem bankowym.
- W październiku 2017 r. Work Service zawarł umowę zakupu pozostałych 25% udziałów za 97 mln PLN również płatnych w 3 transzach. Pierwsza transza obejmująca 5,22% udziałów w kwocie 21 mln zapłacona została w październiku 2017 r. W celu zapłaty spółka wyemitowała obligacje serii W oraz Y o łącznej wartości 32 mln PLN. Instrumenty zabezpieczone są wekslem oraz na akcjach emitenta.
- Wymienione emisje nie były jedynymi jakie spółka przeprowadziła w celu sfinansowania akwizycji. Wcześniej – w październiku 2013 r. Work Service przeprowadziła emisję o wartości 55 mln PLN, z których środki przeznaczone zostały na zakup udziałów w Antal International oraz w Work Express.

## Ailleron S.A. (dawniej Wind Mobile S.A.)

- Na moment transakcji Wind Mobile S.A. był dostawcą rozwiązań mobilnych oraz IT notowanym w ASO NewConnect. Działalność Spółki opierała się na trzech filarach – mobilnej: rozrywce, reklamie i infrastrukturze.
- W marcu 2014 r. Spółka przeprowadziła emisję obligacji o wartości 15 mln zł w celu współfinansowania przejęcia Software Mind S.A. Łączna wartość przejęcia wyniosła 46,3 mln zł, przy czym brakujące 31,3 mln zł zostało opłacone akcjami Wind Mobile S.A. Instrumenty zabezpieczone zostały zastawem rejestrowym na akcjach Software Mind stanowiących 80% jej kapitału zakładowego. Obie spółki przed przejściem znajdowały się w portfelu funduszu IIF S.A.
- Transakcja była przełomowym momentem w historii spółki i pozwoliła jej na znaczące zwiększenie skali działalności oraz portfolio produktowego.
- Po przejściu i integracji podmiotów, w 2015 r. spółka zadebiutowała na Głównym Rynku GPW. Parę tygodni później zmieniła nazwę na Ailleron S.A. i pod tą nazwą notowana jest na nim do dziś. W sierpniu 2016 r. Ailleron i Software Mind zostały połączone.

Seria	S
Wartość emisji obligacji	20 mln PLN
Data emisji	Marzec 2015
Zapadalność	2 lata
Oprocentowanie obligacji	WIBOR 3M+2,5%
Zabezpieczenie	Brak
Opcja call dla emitenta	Nie
Użycie opcji call	Nie
Wprowadzenie na Catalyst	Tak

Seria	W
Wartość emisji obligacji	20 mln PLN
Data emisji	Wrzesień 2017
Zapadalność	15 miesięcy
Oprocentowanie obligacji	WIBOR 6M+5%
Zabezpieczenie	Tak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Nie
Wprowadzenie na Catalyst	Tak

Seria	Y
Wartość emisji obligacji	12 mln PLN
Data emisji	Październik 2017
Zapadalność	15 miesięcy
Oprocentowanie obligacji	WIBOR 6M+5%
Zabezpieczenie	Tak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Nie
Wprowadzenie na Catalyst	Tak

- W październiku 2018 r. Work Service poinformowała o zamiarze sprzedaży posiadanych udziałów Prohuman.

Seria	A
Wartość emisji obligacji	15 mln PLN
Data emisji	Marzec 2014
Zapadalność	3 lata
Oprocentowanie obligacji	WIBOR 6M+5,9%
Zabezpieczenie	Tak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Tak
Wprowadzenie na Catalyst	Tak

- Wyemitowane obligacje serii A zostały przedterminowo wykupione w maju 2016 r. Przedwczesna spłata została sfinansowana kredytem bankowym. Obligatariusze otrzymali premię za wcześniejszy wykup w wysokości 0,1% wartości nominalnej posiadanych instrumentów.
- Software Mind była firmą typu software house, dostarczającą rozwiązania informatyczne głównie dla branży finansowej i telekomunikacyjnej.



## OT Logistics S.A.

- OT Logistics świadczy usługi transportowe, spedycyjne i logistyczne w Europie Środkowej oraz Zachodniej. W ostatnich latach dokonała przejęć kilkunastu spółek
- W lutym oraz marcu 2014 r. spółka wyemitowała 2 serie niezabezpieczonych obligacji – pierwszą o wartości 30 mln PLN oraz drugą o wartości 5 mln EUR. Pozyskane środki posłużyły do nabycia w procesie prywatyzacji 100% udziałów w spółce Bałtycki Terminal Drobnicowy Gdynia Sp. z o.o. za kwotę 58 mln PLN. Środki na nabycie pochodziły z emisji obligacji oraz przeprowadzonej rok wcześniej emisji akcji serii B.
- Bałtycki Terminal Drobnicowy Gdynia świadczy usługi przeładunku drobnicy, w tym wyrobów stalowych, ładunków workowanych (np. ryżu, cukru, młeka w proszku, ziarna kakaowego i kawy itp.) oraz ładunków ponadgabarytowych i kontenerów.
- W grudniu 2015 r. spółka nabyła w celu umorzenia obligacje serii C o wartości nominalnej 1 mln EUR. Instrumenty nabyte zostały z premią za cenę 102,25% wartości nominalnej. Pozostałe obligacje serii B i C zostały wykupione w terminie tj. w lutym 2017 r. Środki na ich spłatę pochodzą z kredytów bankowych.
- W lutym 2017 r. OT Logistics wyemitowała niezabezpieczone obligacje o wartości 25,5 mln PLN w celu sfinansowania nabycia w procesie prywatyzacji spółek z siedzibą w Czarnogórze - 51% udziałów w AD Montecargo oraz 30% w spółce Luka Bar AD BAR. Łączna wartość przejęć miała wynieść 11 mln EUR.
- AD Montecargo jest kolejowym przewoźnikiem cargo. Luka Bar AD BAR jest operatorem największego portu w Czarnogórze. Akwizycje miały być elementem strategii, mającej na celu umocnienie pozycji rynkowej na Bałkanach i w korytarzu transportowym łączącym porty morskie na Bałtyku i Adriatyku.
- Pomimo jednak osiągniętego porozumienia ze Skarbem Państwa Czarnogóry do finalizacji transakcji nie doszło, ponieważ został on anulowany przez Czarnogórską Radę ds. prywatyzacji.

## FAM S.A.

- Przedmiotem działalności FAM S.A. są usługi zabezpieczenia antykorozyjnego elementów stalowych poprzez cynkowanie ogniowe. Spółka posiada 5 zakładów produkcyjnych. Podmiot zadebiutował na GPW w 2004 r.
- W lipcu 2015 r. Spółka wyemitowała obligacje o wartości 24,86 mln PLN celem uzyskania środków potrzebnych do sfinansowania nabycia 100% udziałów w spółce Cynkownia Wieluń sp. z o.o. Ich zabezpieczeniem była hipoteka na nieruchomościach gruntowych.
- Łączna cena za nabyte udziały wyniosła 25,3 mln PLN i została pokryta prawie w całości przez środki pozyskane z emisji obligacji.
- Przedmiotem działalności przejętej spółki było świadczenie usługi cynkowania ogniowego zanurzeniowego. W październiku 2015 r. doszło do połączenia spółek poprzez przeniesienie całego majątku Cynkowni Wieluń do FAM S.A.

Seria	B
Wartość emisji obligacji	30 mln PLN
Data emisji	Luty 2014
Zapadalność	3 lata
Oprocentowanie obligacji	WIBOR 6M+4%
Zabezpieczenie	Brak
Opcja call dla emitenta	Nie
Użycie opcji call	Nie
Wprowadzenie na Catalystr	Tak

Seria	C
Wartość emisji obligacji	5 mln EUR
Data emisji	Marzec 2014
Zapadalność	3 lata
Oprocentowanie obligacji	Stałe 6,5%
Zabezpieczenie	Brak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Nie
Wprowadzenie na Catalystr	Tak

Seria	F
Wartość emisji obligacji	25,5 mln PLN
Data emisji	Luty 2017
Zapadalność	3 lata
Oprocentowanie obligacji	WIBOR 6M+5%
Zabezpieczenie	Brak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Nie
Wprowadzenie na Catalystr	Tak

- Wobec powyższego w sierpniu 2017 r. zmieniono cel emisji obligacji – jako nowy cel ustalono sfinansowanie inwestycji w porcie Świnoujście oraz zwiększenie kapitału obrotowego.
- Wcześniej – w IV kwartale 2011 r. OT Logistics przeprowadziła emisję obligacji o wartości 60 mln PLN, z których 21 mln PLN przeznaczone zostało na przejęcie Portu Handlowego Świnoujście Sp. z o.o.

Seria	B
Wartość emisji obligacji	25 mln PLN
Data emisji	Lipiec 2015
Zapadalność	7 lat
Oprocentowanie obligacji	WIBOR3M+8%
Zabezpieczenie	Tak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Tak
Wprowadzenie na Catalystr	Tak

- W lipcu 2017 r. spółka wykupiła obligacje korzystając z opcji wcześniejszego wykupu. Spółka nie była zobowiązana do zapłaty premii z tego tytułu. Dług został zrefinansowany kredytem bankowym.
- W lutym 2018 r. akcje FAM S.A. zostały wycofane z obrotu na GPW

## Paged S.A.

- Paged S.A. to holding, którego działalność skupia się kilku segmentach, w tym związanych z przemysłem drzewnym (sklejki, mebli oraz handlu), systemów logistyki wewnętrznej, zarządzania wierzytelnościami, zagospodarowania nieruchomości oraz pozostałej działalności.
- W sierpniu 2014 r. spółka wyemitowała obligacje serii IV i V o wartości odpowiednio 49 mln PLN i 21 mln PLN. Ich zabezpieczeniem było zobowiązanie gwarancyjne udzielone przez spółkę zależną „Sklejka Pisz” Paged S.A., oraz zastaw rejestrowy na jej akcjach. Warto zwrócić uwagę, że emisje różniły się jedynie terminem wykupu oraz oprocentowaniem. Przy instrumentach z terminem wykupu o 1 rok dłuższym oprocentowanie podwyższono o 0,2%.
- Tego samego miesiąca Paged za ok. 109,5 mln PLN przejął 70% udziałów w Europa Systems sp. z o.o. Środki na akwizycję pochodziły w 50% z kredytu bankowego, a w 50% z emisji obligacji.
- Europa Systems zajmuje się realizacją projektów zautomatyzowanych linii i systemów transportowych oraz produkcją urządzeń logistyki wewnętrznej.
- W sierpniu 2016 r. doszło do przedterminowego wykupu obligacji serii IV. Emitent zobowiązany był zapłacić premię z tytułu wcześniejszego wykupu w wysokości 1,25 pkt. proc. Spółka zrefinansowała zadłużenie środkami pochodzącymi z kredytu bankowego.

Seria	IV
Wartość emisji obligacji	49 mln PLN
Data emisji	Sierpień 2014
Zapadalność	3 lata
Oprocentowanie obligacji	WIBOR6M+3,4%
Zabezpieczenie	Tak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Tak
Wprowadzenie na Catalist	Tak

Seria	V
Wartość emisji obligacji	21 mln PLN
Data emisji	Sierpień 2014
Zapadalność	4 lata
Oprocentowanie obligacji	WIBOR6M+3,6%
Zabezpieczenie	Tak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Tak
Wprowadzenie na Catalist	Tak

- Na początku stycznia 2018 r. akcje spółki zostały wycofane z obrotu na GPW. Niecałe 2 tygodnie wcześniej obligacje serii V zostały w całości nabyte od obligatariuszy w celu umorzenia za cenę 101,91% wartości nominalnej.
- Wcześniej – w IV kwartale 2010 r. Paged S.A. przeprowadziła dwie emisje obligacji o wartości 90 mln PLN, z których 62,1 mln PLN przeznaczył na sfinansowanie nabycia 85% akcji Fabryki Sklejka Pisz S.A. w ramach przeprowadzonej prywatyzacji.

## JSW S.A.

- W sierpniu 2014 r. JSW S.A. wyemitowała 2 serie obligacji celem sfinansowania nabycia Kopalni Węgla Kamiennego "Knurów-Szczygłowice" od Kompanii Węglowej. Wartość pierwszej z serii, wyniosła 700 mln PLN a drugiej 163,5 mln USD. Obie serie zabezpieczone były poręczeniami spółek zależnych, hipotekami na nieruchomościach, zastawami rejestrowymi na aktywach, prawach z umów i rachunkach bankowych. Obligacje objęły PKO BP, BGK, ING BSK oraz PZU FIZAN BIS I.
- Kwota nabycia Kopalni „Knurów-Szczygłowice” wyniosła 1 490 mln PLN. Środki na przejęcie pochodziły z emisji obligacji uzupełnionych o wkład własny.
- W sierpniu 2016 r. spółka uzgodniła z obligatariuszami zmieniony harmonogram spłaty obligacji zakładający obniżenie pierwotnie uzgodnionej kwoty spłaty obligacji w początkowym okresie i wydłużenie spłaty o 5 lat (tj. do roku 2025).
- W czerwcu oraz wrześniu 2017 r. spółka dokonała częściowego wcześniejszego wykupu obligacji o łącznej wartości 277,6 mln PLN oraz 49,4 mln USD, dzięki czemu obligatariusze wyrazili zgodę na zwolnienie części zabezpieczeń.
- W kwietniu 2018 r. po raz kolejny spółka uzgodniła z obligatariuszami zmianę terminu wykupu obligacji do końca 2019 r.

Wartość emisji obligacji	700 mln PLN
Data emisji	Sierpień 2014
Zapadalność	29 do 77 miesięcy
Oprocentowanie obligacji	WIBOR 6M + marża
Zabezpieczenie	Tak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Tak, częściowo
Wprowadzenie na Catalist	Nie

Wartość emisji obligacji	163,75 mln USD
Data emisji	Sierpień 2014
Zapadalność	22 do 77 miesięcy
Oprocentowanie obligacji	LIBOR 6M + marża
Zabezpieczenie	Tak
Opcja call dla emitenta	Tak
Użycie opcji call	Tak, częściowo
Wprowadzenie na Catalist	Nie

- KWK „Knurów-Szczygłowice” powstała w 2010 roku w wyniku połączenia dwóch kopalń „Knurów” i „Szczygłowice”. Kopalnia wydobywa rocznie ok. 3,8 mln ton węgla, w tym wysokiej jakości węgiel koksowy i posiada zasoby na ok. 80 lat działalności.

### 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.

## Krzysztof Dziubiński

Dyrektor Departamentu emisji obligacji

Mail: [krzysztof.dziubinski@dmnavigator.pl](mailto:krzysztof.dziubinski@dmnavigator.pl)

## Seweryn Żołyniak

Analitik Departamentu emisji obligacji

Mail: [seweryn.zolyniak@dmnavigator.pl](mailto:seweryn.zolyniak@dmnavigator.pl)

**Navigator** Capital Group®  
 Value delivered.

[ul. Twarda 18](#)

[00-105 Warszawa](#)

[Tel.: +48 22 630 83 33](#)

[fax: +48 22 630 83 30](#)

[mail: biuro@navigatorcapital.pl](mailto:biuro@navigatorcapital.pl)

[www.navigatorcapital.pl](http://www.navigatorcapital.pl)