

 NAVIGATOR
DEBT ADVISORY

 NAVIGATOR
CAPITAL

 DOM MAKLERSKI
NAVIGATOR

OBLIGACJE KORPORACYJNE
JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA AKWIZYCJI



Warszawa, kwiecień 2014

Szanowni Państwo,

Łącząc kompetencje w zakresie doradztwa przy emisjach obligacji korporacyjnych oraz przy transakcjach fuzji i przejęć, oraz jednocześnie obserwując rosnącą liczbę emisji obligacji, z których środki przeznaczone są na finansowanie akwizycji, poddaliśmy analizie takie emisje obligacji, ich warunki oraz miejsce w strukturze finansowania transakcji przejęcia.

Analiza ta oparta jest o rynkowe emisje obligacji przeprowadzone w ostatnich 5 latach, zatem zakres tej analizy pokrywa się z okresem funkcjonowania rynku Catalyst. Pomimo niedużej próby, tj. po przanalizowaniu 12 emisji obligacji przeprowadzonych przez 9 spółek, wyniki pozwalają wyciągnąć wnioski w zakresie warunków takich emisji oraz preferencji inwestorów.

Dodatkowo analiza ta bierze pod uwagę sytuację finansową spółek przed emisją obligacji oraz po jej przeprowadzeniu i finalizacji akwizycji, a także wskazuje dalsze plany spółek w zakresie emisji obligacji lub samych akwizycji.

Naszym zdaniem, wraz z dynamicznym rozwojem rynku obligacji korporacyjnych w Polsce, obligacje coraz częściej wykorzystywane będą jako źródło finansowania akwizycji – samodzielne lub w połączeniu z innymi instrumentami.

Analiza ta podsumowana została wnioskami zarówno dla spółek rozważających emisje obligacji w celu finansowania akwizycji, jak i dla inwestorów rozważających inwestycje w takie obligacje.

Zespół Navigator Debt Advisory

SPIS TREŚCI

1	SPIS TREŚCI	3
2	PODSUMOWANIE WARUNKÓW OBLIGACJI FINANSUJĄCYCH AKWIZYCJE	4
3	ZESTAWIENIE EMISJI OBLIGACJI:	5
	FERRO SA	6
	OT LOGISTICS SA	6
	WORKSERVICE SA	6
	KOFOLA SA	7
	MEDORT SA	7
	WIND MOBILE SA	7
	PAGED SA	8
	ABM SOLID SA	8
	ELEMENTAL HOLDING SA	8
5	WNIOSKI DLA SPÓŁEK	9
6	WNIOSKI DLA INWESTORÓW	10
7	ZASTRZEŻENIE	11

Obligacje często wykorzystywane są do finansowania akwizycji, jako uzupełnienie struktury finansowania lub samodzielne źródło kapitału. Poniżej, na bazie dotychczas przeprowadzonych, rynkowych emisji obligacji finansujących przejęcia oraz nastawienia inwestorów instytucjonalnych do takich emisji, podsumowano najczęstsze parametry takich obligacji. Wskazane parametry są wynikiem warunków emisji obligacji przeprowadzonych przez takie spółki jak: Ferro SA, OT Logistics SA, Work Service SA, Kofola SA, Medort SA, Wind Mobile SA, Paged SA, ABM Solid SA oraz Elemental Holding SA.

Emitent:

- Spółka przejmująca

Zapadalność:

- 3 – 4 lata

Oprocentowanie:

- Zmienne, WIBOR + Marża

Zabezpieczenie:

- Możliwy brak zabezpieczenia

Przedterminowy wykup:

- Tak, opcja call dla Emitenta

Standing kredytowy Emitenta:

- Dług netto/EBITDA < 3,5
- Wskaźnik ogólnego zadłużenia < 60%

Potencjalne synergie

- Znaczące dyskonto

Struktura finansowania akwizycji:

- Możliwe finansowanie w całości obligacjami

Rynek wtórny

- ASO Catalyst

Inwestorzy

- Instytucjonalni

- Finansowanie akwizycji z poziomu spółki przejmującej. Wykorzystanie spółki celowej znacząco komplikowałoby strukturę emisji
- Status spółki publicznej ułatwia emisję obligacji

- Zapadalność powinna pozwolić na integrację obu podmiotów i doprowadzenie do synergii między nimi

- Wszystkie analizowane emisje obligacji posiadają oprocentowanie zmienne i ich marża uzależniona jest od sytuacji finansowej Emitenta – przedział 3,5%-6,0% ponad WIBOR

- Najczęściej obligacje finansujące M&A są niezabezpieczone. Zastaw na akcjach przejmowanej Spółki może zmniejszyć oprocentowanie obligacji

- Warunki emisji najczęściej przewidują przedterminowy wykup na żądanie Emitenta, co umożliwi wcześniejsze wykupienie obligacji

- Akceptowalne wskaźniki uzależnione są od branży i specyfiki Emitenta
- Co do zasady inwestorzy biorą pod uwagę przede wszystkim zdolność kredytową Emitenta

- Inwestorzy znacząco dyskontują synergie wskazywane przy akwizycji
- Spółka przejmująca sama powinna być w stanie obsłużyć zadłużenie z obligacji, tj. bez uwzględniania przejęcia

- Istnieje możliwość finansowania akwizycji w całości obligacjami, przy czym uzależnione to jest od sytuacji finansowej Emitenta

- Inwestorzy preferują wprowadzenie obligacji do obrotu zorganizowanego

- Emisje obligacji finansujące akwizycje w zdecydowanej większości kierowane są do inwestorów instytucjonalnych

- Kolejne strony niniejszego raportu szczegółowo ukazują warunki emisji obligacji, które w ostatnich latach przeprowadzono w celu finansowania akwizycji. Oprócz wskazanych przykładów, obligacje w celu finansowania przejęć emitowali również m. in. Multimedia SA oraz Polkomtel Finance AB w trakcie przejęcia Polkomtel SA.
- W tabelach z podstawowymi danymi finansowymi poszczególnych spółek wyróżniono dane za rok, w którym wskazane przejęcie miało miejsce

Lp.	Emitent	Data emisji	Seria	Wartość emisji - zrealizowana	Wartość emisji - zakładana	Zapadalność (data wykupu)	Oprocentowanie	Opcja call dla Emitenta	Użycie opcji call	Wprowadzenie na Catalyst (ticker)	Obroty sesyjne na Catalyst - do 31.03.2014 [tys. zł]	Zabezpieczenie	Cel akwizycji	Łączna wartość akwizycji	Finansowanie akwizycji	Wybrani inwestorzy*
1	Ferro SA	2Q2011	A	45 mln zł	50 mln zł	5 lat (04.04.2016)	WIBOR6M+5,5%	Tak	Tak, spółka wykupiła 59% obligacji	Tak (FRO0416)	9 864,5	brak	Novaservis A.S.	ok 150 mln zł	89 mln PLN - emisja akcji; 45 mln PLN emisja obligacji; 19,5 mln PLN - kredyt dla SPV	PKO Bankowy OFE - ok. 8 mln zł; Allianz TFI - 2,9 mln zł
2	OT Logistics SA	4Q2011	A	60 mln zł	60 mln zł	3 lata (28.11.2014)	WIBOR6M+4,0%	Brak	Nie dotyczy	Tak (ODR1114)	10 317,0	hipoteki na nieruchomościach i barkach	Port Handlowy Świnoujście Sp. z o.o.	21 mln zł	Całość obligacje	Allianz OFE - 17 mln zł; Amplico OFE - 11 mln zł; Union Investment TFI - 6,75 mln zł; BZWBK TFI - 3 mln zł; Allianz TFI - 2 mln zł
3	Work Service SA	4Q2013	Q	55 mln zł	55 mln zł	3 lata (4.11.2016)	WIBOR3M+4,75%	Brak	Nie dotyczy	Tak (WSE1016)	3 846,5	brak	Antal International, Work Express	27,1 mln zł - Antal, 34,34 mln zł - Work Express	Całość obligacje	b.d.
4	Kofola SA	4Q2011	A1	3,075 mln zł	20 mln zł	2 lata (21.12.2013)	WIBOR6M+3,75%	Tak, z premią dla Obligatariuszy	Nie	Tak (KFL1213)	73,1	brak	Pinelli Spol S.r.o.	28,6 mln zł	Obligacje posłużyły refinansowaniu nabycia Pinelli S.r.o., które miało miejsce w 2Q2011	Allianz OFE - 20,35 mln zł; Amplico OFE - 16,13 mln zł; Agio Funds TFI - 5 mln zł
		4Q2011	A2	29,075 mln zł	40 mln zł	3 lata (21.12.2014)	WIBOR6M+4,4%	Tak, z premią dla Obligatariuszy	Tak, w całości	Tak (KFL1214)	5 031,4	brak				
		1Q2012	A3	16,85 mln zł	27,85 mln zł	34 miesiące (21.12.2014)	WIBOR6M+4,4%	Tak, z premią dla Obligatariuszy	Tak, w całości	Tak (KFL1214)		brak				
5	Medort SA	4Q2013	A	25,88 mln zł	33 mln zł	3 lata (21.10.2016)	WIBOR6M+5,4%	Brak	Nie dotyczy	Tak (MDR1016)	-	brak	Meyer Ortopedia GmbH	ok. 20 mln EUR	25 mln zł - obligacje; pozostałe środki od właścicieli - Avallon	b.d.
6	Wind Mobile SA	1Q2014	A	15 mln zł	15 mln zł	3 lata (19.03.2017)	WIBOR3M+5,9%	Tak, zaczyna się 19.03.2015	Nie dotyczy	Planowane	Nie dotyczy	zastaw na akcjach przejmowanej spółki, tj. Software Mind SA	Software Mind SA	46,3 mln zł	15 mln zł - obligacje; 31,3 mln zł - zapłatami akcjami Wind Mobile SA	b.d.
7	Paged SA	4Q2010	I	30 mln zł	30 mln zł	3 lata (30.11.2013)	WIBOR6M+Marża	Tak	Tak, w całości	Nie	Nie dotyczy	zastaw na akcjach spółki zależnej, tj. Paged Sklejka SA	Sklejka Pisz SA	65,1 mln zł	3 mln zł - środki własne; 62,1 mln zł obligacje	Union Investments TFI - 90 mln zł
			II	60 mln zł	60 mln zł	40 miesięcy (31.03.2014)		Tak	Tak, w całości	Nie	Nie dotyczy	hipoteki na nieruchomościach				
8	ABM Solid SA w upadłości układowej	3Q2010	A	20 mln zł	20 mln zł	3 lata (28.09.2013)	WIBOR3M+Marża	b.d.	Nie	Nie	Nie dotyczy	brak	Przedsiębiorstwo Robót Inżynierskich Budownictwa Sp. z o.o.	38,25 mln zł	20 mln zł - obligacje; w pozostałym zakresie kredyt bankowy	PKO Bankowy OFE - ok. 7,5 mln zł; Pekao Pioneer OFE - 3 mln zł; Opera TFI - 0,8 mln zł; M Wealth Management
9	Elemental Holding SA	1Q2013	C	15 mln zł	15 mln zł	3 lata (12.04.2016)	WIBOR6M+5,5%	Tak	Tak, w całości	Nie	Nie dotyczy	zastaw rejestrowy na akcjach spółek zależnych oraz poręczenia tych spółek; zastaw na akcjach spółki przejmowanej	Terra Recykling SA	48,34 mln zł	15 mln zł - obligacje; 7,63 mln zł - środki własne; 25,71 mln zł - zapłata akcjami spółki	b.d.

*inwestorzy, którzy kiedykolwiek wykazali w sprawozdaniach finansowych dane obligacje; TFI wskazane są jako podmioty zarządzające funduszami, które posiadały obligacje

Lp.	Emitent	Data transakcji	Cel akwizycji	Łączna wartość akwizycji	Finansowanie akwizycji	Opis podmiotu przejmowanego
1	Ferro SA	2Q2011	Novaservis A.S.	ok. 150 mln zł	89 mln zł - emisja akcji 45 mln zł - obligacje 19,5 mln zł - kredyt	Lider czeskiego rynku oraz drugi gracz na słowackim rynku armatury

- W kwietniu 2011 r. **Ferro SA** pozyskała z emisji obligacji **45 mln zł** w celu współfinansowania akwizycji **Novaservis A.S.** – lidera czeskiego rynku i drugiego gracza na słowackim rynku armatury sanitarnej i instalacyjnej
- Spółka wyemitowała **5-letnie, niezabezpieczone** obligacje z oprocentowaniem wynoszącym **WIBOR6M+5,5%**
- Środki z obligacji sfinansowały ok. **1/3 wartości przejęcia**, natomiast w pozostałym zakresie Spółka finansowała akwizycję poprzez emisję akcji oraz kredyt bankowy – dzięki temu Spółka utrzymała wcześniejszą strukturę pasywów
- Spółka w ciągu roku od przydziału obligacji w kilku transakcjach **przedterminowo wykupiła ponad połowę obligacji**. Obecnie do wykupienia pozostały jej obligacje o wartości **18,45 mln zł** z pierwotnie wyemitowanych 45 mln zł
- Obligacje zostały wprowadzone na **Catalyst** – dotychczasowa wartość obrotu sesyjnego wyniosła **9,86 mln zł**

Ferro SA [mln zł]	2010	2011	2012	2013
Przychody	165,58	259,79	276,08	270,2
EBITDA	14,01	35,37	30,20	34,98
Zysk netto	10,2	18,13	17,40	21,8
Aktywa	127,55	348,23	344,12	324,72
środki pieniężne	4,52	3,59	12,38	23,55
Kapitały własne	66,19	177,50	180,02	185,01
Zobowiązania	61,36	170,73	164,10	139,71
zob. finansowe	32,25	129,15	119,93	82,21
Dług netto	27,73	125,56	107,55	58,66
Dług netto/EBITDA	1,98	3,55	3,56	1,68
Wsk. ogólnego zadł.	48%	49%	48%	43%

Lp.	Emitent	Data transakcji	Cel akwizycji	Łączna wartość akwizycji	Finansowanie akwizycji	Opis podmiotu przejmowanego
2	OT Logistics SA	2Q2012	Port Handlowy Świnoujście Sp. z o.o.	21 mln zł	Całość obligacje	Usługi w zakresie przeladunków i składowania towarów masowych i drobnicy w porcie w Świnoujściu

- OT Logistics SA, spółka z branży logistyczno-spedycyjnej - lider żeglugi śródlądowej w Polsce, w 4 kwartale 2011 r. przeprowadziła emisję obligacji o wartości **60 mln zł**, z których **21 mln zł** przeznaczone zostało na przejęcie Portu Handlowego Świnoujście Sp. z o.o. Spółka nabyła 46,23% udziałów PHŚ od DB Schenker Rail Polska SA za 21 mln zł, zwiększając zaangażowanie w tę spółkę **do 92,46%**
- Spółka wyemitowała **3-letnie, zabezpieczone** hipotekami na nieruchomościach oraz barkach obligacje oprocentowane **WIBOR6M+4%**
- Pozostałe pozyskane środki z emisji obligacji przeznaczone zostały na refinansowanie kredytów
- Spółka kontynuuje rozwój poprzez przejęcia i obecnie jest w trakcie akwizycji **Bałtyckiego Terminalu Drobnicowego Gdynia Sp. z o.o.** oraz **DB Port Szczecin**, których nabycie będzie finansowane również obligacjami – w IQ2014 Spółka przeprowadziła w tym celu dwie emisje niezabezpieczonych, trzyletnich obligacji: jedna o wartości **30 mln zł** (oprocentowanie WIBOR6M+4%) a druga o wartości **5 mln EUR**

OT Logistics SA [mln zł]	2010	2011	2012	2013
Przychody	408,5	442,20	466,80	490,4
EBITDA	52,60	72,90	66,30	43,46
Zysk netto	11,00	27,50	25,40	28,33
Aktywa	353,70	428,00	454,00	501,18
środki pieniężne	14,21	34,06	33,85	76,00
Kapitały własne	147,90	171,10	197,90	249,14
Zobowiązania	205,8	256,90	256,10	252,04
zob. finansowe	111,87	148,82	151,11	137,301
Dług netto	97,66	114,76	117,26	61,30
Dług netto/EBITDA	1,86	1,57	1,77	1,41
Wsk. ogólnego zadł.	58%	60%	56%	50%

Lp.	Emitent	Data transakcji	Cel akwizycji	Łączna wartość akwizycji	Finansowanie akwizycji	Opis podmiotu przejmowanego
3	Work Service SA	4Q2013	Antal International, Work Express	27,1 mln zł - Antal, 34,34 mln zł - Work Express	Całość obligacje	Antal International - usługi rekrutacyjne z segmentu premium; Work Express - transgraniczna wymiana pracowników

- W październiku 2013 r. **Work Service SA** przeprowadziła emisję obligacji o wartość **55 mln zł**, z których środki przeznaczone zostały na zakup 100% udziałów w Antal International za **27,1 mln zł** oraz na zakup 80,1% udziałów w Work Express za **34,34 mln zł**
- Spółka wyemitowała **3-letnie, niezabezpieczone** obligacje oprocentowane **WIBOR3M+4,75%**
- Spółka wcześniej finansowała się poprzez emisje obligacji (np. **7,5 mln zł** obligacji serii N oraz **10,5 mln zł** obligacji serii O), z których środki służyły m. in. refinansowaniu kredytów bankowych
- Kontynuując rozwój poprzez przejęcia, w grudniu 2013 r. Spółka podpisała warunkową umowę nabycia 75% udziałów w **Prohuman** (największa węgierska agencja pośrednictwa pracy) za ok. **110 mln zł**, płatne w trzech transzach
- Spółka w ramach uchwalonego programu emisji obligacji o wartości 100 mln zł może jeszcze wyemitować obligacje o wartości **45 mln zł**

Workservice SA [mln zł]	2010	2011	2012	2013
Przychody	498,98	617,92	727,44	918,39
EBITDA	28,64	34,39	43,30	52,80
Zysk netto	15,56	22,30	23,03	29,48
Aktywa	249,17	268,65	355,39	470,37
środki pieniężne	3,623	5,36	8,84	38,29
Kapitały własne	81,64	79,58	122,46	235,48
Zobowiązania	167,53	189,07	232,93	234,89
zob. finansowe	43,43	62,85	89,74	112,78
Dług netto	39,81	57,49	80,90	74,49
Dług netto/EBITDA	1,39	1,67	1,87	1,41
Wsk. ogólnego zadł.	67%	70%	66%	50%

Lp.	Emitent	Data transakcji	Cel akwizycji	Łączna wartość akwizycji	Finansowanie akwizycji	Opis podmiotu przejmowanego
4	Kofola SA	2Q2011	Pinelli spol s.r.o.	28,6 mln zł	Obligacje posłużyły refinansowaniu przejęcia	Czeski producent napojów energetycznych Semtex i Erektus oraz herbaty mrożonej Green Tea

- W kwietniu 2010 r. **Kofola SA** przejęła za **28,6 mln zł** **Pinelli spol s.r.o.** – czeskiego producenta napojów energetycznych Semtex i Erektus oraz herbaty mrożonej Green Tea
- Na przełomie 2010/2011 Spółka pozyskała z trzech emisji obligacji łącznie **49 mln zł** - obligacje posłużyły m.in. refinansowaniu przejęcia **Pinelli**. Pozostałe pozyskane środki przeznaczone zostały na nakłady inwestycyjne związane z rozbudową zakładu o linię do gorącego rozlewu
- W czerwcu 2012 r. Kofola dokonała asymilacji obligacji serii A2 i A3 a następnie w grudniu 2013 r. wykupiła je **1 rok przed terminem zapadalności** wraz z zapadającą wtedy serią A1
- W październiku 2013 r. Spółka przeprowadziła w Czechach emisję niezabezpieczonych, 5-letnich, obligacji o wartości **330 mln CZK (ok. 50 mln zł)** oprocentowanych PRIBOR12M+4,15% w celu refinansowania obligacji A1, A2 i A3
- Spółka dalej rozwija się poprzez akwizycje – w lutym 2014 r. przejęła Mangaloo, sieć barów z sokami oraz jest w trakcie akwizycji Radenska, słoweńskiego producenta wody mineralnej

Kofola SA [mln zł]	2010	2011	2012	2013
Przychody	1239,16	1336,27	1013,49	1015,98
EBITDA	71,16	132,40	128,44	130,18
Zysk netto	-28,59	26,45	29,82	34,56
Aktywa	1268,50	1344,79	1258,09	894,43
środki pieniężne	55,26	50,80	15,70	30,50
Kapitały własne	512,79	540,64	537,03	387,55
Zobowiązania	755,71	804,15	721,06	506,88
zob. finansowe	351,45	369,10	89,74	112,78
Dług netto	296,19	318,30	74,04	82,28
Dług netto/EBITDA	4,16	2,40	0,58	0,63
Wsk. ogólnego zadl.	60%	60%	57%	57%

Lp.	Emitent	Data transakcji	Cel akwizycji	Łączna wartość akwizycji	Finansowanie akwizycji	Opis podmiotu przejmowanego
5	Medort SA	4Q2013	Meyer Ortopedia GmbH	ok. 20 mln EUR	25 mln zł - obligacje; pozostałe środki prawdopodobnie od Avallon	Producent sprzętu ortopedyczno-rehabilitacyjnego - lider rynku niemieckiego

- W październiku 2013 r. **Medort SA** pozyskała z emisji obligacji **25 mln zł** w celu współfinansowania przejęcia lidera niemieckiego rynku sprzętu ortopedyczno-rehabilitacyjnego - szacunkowa wartość akwizycji to **ok. 20 mln EUR**
- Spółka wyemitowała **3-letnie, niezabezpieczone** obligacje oprocentowane **WIBOR6M+5,4%**
- Przy akwizycji Spółkę wspierał fundusz **Avallon**, większościowy akcjonariusz Spółki
- Następnie Spółka skorzystała z opcji zakupu spółek zależnych Meyer, m.in. w Czechach, Rosji i na Węgrzech (wcześniej także we Francji i Austrii) i planuje obecnie wejście na rynki skandynawskie
- Spółka nie wyklucza **kolejnych emisji obligacji** w najbliższej przyszłości na sfinansowanie dalszych przejęć i rozwoju poprzez akwizycje
- Obligacje zostały wprowadzone na BondSpot, przy czym do tej pory nie dokonano jeszcze żadnej transakcji sprzedaży obligacji

Medort SA [mln zł]	2011	2012	1H2013
Przychody	78,61	90,32	49,69
EBITDA	5,13	7,73	3,57
Zysk netto	4,08	3,16	1,33
Aktywa	50,10	59,88	62,66
środki pieniężne	6,16	6,22	4,09
Kapitały własne	21,68	26,92	27,98
Zobowiązania	27,89	32,08	34,06
Zob. finansowe	15,11	16,99	17,06
Dług netto	8,95	10,77	12,97
Dług netto/EBITDA	1,74	1,39	1,82
Wsk. ogólnego zadl.	56%	54%	54%

Lp.	Emitent	Data transakcji	Cel akwizycji	Łączna wartość akwizycji	Finansowanie akwizycji	Opis podmiotu przejmowanego
6	Wind Mobile SA	1Q2014	Software Mind SA	46,3 mln zł	15 mln zł - obligacje; 31,3 mln zł - zapłata akcjami Wind Mobile SA	Spółka typu software house, dostarczająca rozwiązania informatyczne głównie dla branży finansowej, telekomunikacyjnej i energetycznej

- W marcu 2014 r. **Wind Mobile SA** przeprowadziła emisję obligacji o wartości **15 mln zł** w celu współfinansowania przejęcia Software Mind SA – spółki typu software house, dostarczającej rozwiązania informatyczne głównie dla branży finansowej, telekomunikacyjnej i energetycznej
- Wind Mobile SA wyemitował 3-letnie, zabezpieczone na akcjach spółki przejmowanej, obligacje oprocentowane **WIBOR3M+5,9%**
- Łączna wartość przejęcia wyniosła **46,3 mln zł**, z czego **31,3 mln zł** zostało zapłacone akcjami Wind Mobile SA
- Przed przejęciem obie spółki znajdowały się w **portfelu funduszu IIF SA**, przy czym tylko Wind Mobile SA była spółką publiczną notowaną w ASO NewConnect. Po przejęciu Wind Mobile planuje przeniesienie na **rynek główny GPW**
- Przed emisją obligacji obie spółki praktycznie nie posiadały zobowiązań finansowych

Wind Mobile SA [mln zł]	2010	2011	2012	2013
Przychody	8,70	12,29	13,15	14,50
EBITDA	1,52	3,45	4,53	5,84
Zysk netto	1,46	2,34	3,08	3,88
Aktywa	6,91	13,83	15,40	20,80
środki pieniężne	0,04	2,54	2,44	2,86
Kapitały własne	3,88	8,91	12,00	15,89
Zobowiązania	3,03	4,92	3,40	4,89
zob. finansowe	0,50	0,30	0,11	0,10
Dług netto	0,47	-2,24	-2,33	-2,76
Dług netto/EBITDA	0,31	-0,65	-0,51	-0,47
Wsk. ogólnego zadl.	44%	36%	22%	24%

Lp.	Emitent	Data transakcji	Cel akwizycji	Łączna wartość akwizycji	Finansowanie akwizycji	Opis podmiotu przejmowanego
7	Paged SA	4Q2010	Fabryka Sklejka Pisz SA	65,1 mln zł	3 mln zł - środki własne 62,1 mln zł - obligacje	Największy krajowy producent sklejek

- W IV kwartale 2010 r. Paged SA przeprowadziła dwie emisje obligacji o wartości **90 mln zł**, z których **62,1 mln zł** przeznaczył na finansowanie nabycia 85% akcji **Fabryki Sklejka Pisz SA** w ramach przeprowadzanej prywatyzacji
- Pozostałe pozyskane środki z emisji obligacji przeznaczone zostały na refinansowanie kredytów
- Obligacje zostały zabezpieczone hipotekami na nieruchomościach oraz zastawem na akcjach spółki zależnej
- Przy przejściu Spółka zrezygnowała z finansowania bankowego ze względu na przeciągającą się procedurę kredytową.
- Emisja obligacji skierowana została w całości do funduszy zarządzanych przez Union Investment TFI
- W lipcu 2012 r. Paged SA przedterminowo wykupiła całość obligacji od UniFundusze SFIO oraz Energa Trading SFIO

Paged SA [mln zł]	2010	2011	2012	2013
Przychody	346,25	538,96	587,32	686,69
EBITDA	27,58	63,40	61,04	87,38
Zysk netto	15,88	26,57	34,38	70,02
Aktywa	457,56	486,89	656,36	696,56
środki pieniężne	19,69	17,26	23,59	14,30
Kapitały własne	172,76	203,19	341,84	413,07
Zobowiązania	284,8	283,70	314,52	283,49
Zob. finansowe	187,51	167,65	188,82	171,57
Dług netto	167,82	150,39	165,23	157,27
Dług netto/EBITDA	6,08	2,37	2,71	1,80
Wsk. ogólnego zadł.	62%	58%	48%	41%

Lp.	Emitent	Data transakcji	Cel akwizycji	Łączna wartość akwizycji	Finansowanie akwizycji	Opis podmiotu przejmowanego
8	ABM Solid SA w upadłości układowej	3Q2010	Przedsiębiorstwo Robót Inżynieryjnych Budownictwa Sp. z o.o.	38,25 mln zł	20 mln zł - obligacje; w pozostałym zakresie kredyt bankowy	Spółka zajmuje się budownictwem inżynieryjnym, instalacyjnym i drogowym,

- W III kwartale 2010 r. **ABM Solid SA** wyemitowała obligacje o wartości **20 mln zł** w celu finansowania przejścia **Przedsiębiorstwo Robót Inżynieryjnych Budownictwa Sp. z o.o.**, specjalizującego się w budownictwie drogowo-mostowym oraz budowie sieci kanalizacyjnych i wodociągowych
- Łączna wartość akwizycji wyniosła **38,25 mln zł** – w pozostałym zakresie przejęcie zostało sfinansowane kredytem bankowym
- Spółka wyemitowała **3-letnie, niezabezpieczone** obligacje
- Obligacje w całości zostały objęte przez inwestorów instytucjonalnych i nie zostały wprowadzone do obrotu zorganizowanego
- W **marcu 2012 r. spółka** podpisała wstępne porozumienie zakładające **restrukturyzację zadłużenia** spółki oraz pozyskanie inwestora. W wyniku braku efektów restrukturyzacji w **czerwcu 2012 r.** spółka złożyła **wniosek o ogłoszenie upadłości** z możliwością zawarcia układu. Postępowanie upadłościowe toczy się do tej pory.

ABM Solid SA [mln zł]	2010	2011	2012	2013
Przychody	469,65	515,61	193,29	106,06
EBITDA	23,45	26,49	-133,44	4,50
Zysk netto	6,26	-51,73	-183,83	0,31
Aktywa	367,71	335,07	200,36	142,91
środki pieniężne	31,35	15,55	17,62	15,89
Kapitały własne	90,16	32,97	-155,91	-153,98
Zobowiązania	277,55	302,10	356,27	296,89
zob. finansowe	120,85	125,84	135,89	126,08
Dług netto	89,50	110,29	118,27	110,19
Dług netto/EBITDA	3,82	4,16	-0,89	24,49
Wsk. ogólnego zadł.	75%	90%	178%	208%

Lp.	Emitent	Data transakcji	Cel akwizycji	Łączna wartość akwizycji	Finansowanie akwizycji	Opis podmiotu przejmowanego
9	Elemental Holding SA	1Q2013	Terra Recykling SA	48,34 mln zł	15 mln zł - obligacje; 7,63 mln zł - środki własne; 25,71 mln zł - zapłata akcjami spółki	Spółka prowadzi zakład przetwarzania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego

- W I kwartale 2013 r. **Elemental Holding SA** przeprowadziła emisję obligacji o wartości **15 mln zł** w celu finansowania przejścia **Terra Recykling SA**, która prowadzi zakład przetwarzania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego
- Łączna wartość akwizycji wyniosła **48,34 mln zł** - w pozostałym zakresie została sfinansowana środkami własnymi oraz zapłatą akcjami własnymi
- Spółka wyemitowała **3-letnie** obligacje oprocentowane **WIBOR3M+5,95%**, zabezpieczone zastawem na akcjach spółek zależnych oraz poręczeniami tych spółek oraz zastawem na akcjach spółki przejmowanej
- W grudniu 2013 r. w ramach **IPO** Spółka pozyskała **61,25 mln zł** – wśród celów emisyjnych wskazany został przedterminowy wykup obligacji
- 14 kwietnia 2014 r. spółka przedterminowo wykupiła całość obligacji

Elemental Holding SA [mln zł]	2010	2011	2012	2013
Przychody	277,03	507,27	895,04	859,56
EBITDA	8,34	17,17	29,52	28,64
Zysk netto	4,29	10,81	19,96	24,45
Aktywa	64,81	159,75	189,12	365,57
środki pieniężne	0,64	2,43	4,48	20,77
Kapitały własne	11,53	90,97	117,28	257,55
Zobowiązania	53,28	68,78	71,84	108,02
zob. finansowe	36,14	53,12	56,13	72,75
Dług netto	35,50	50,69	51,65	51,98
Dług netto/EBITDA	4,26	2,95	1,75	1,81
Wsk. ogólnego zadł.	82%	43%	38%	30%

WNIOSKI DLA SPÓŁEK

Obligacje, jako źródło finansowania akwizycji, stanowią realną alternatywę wobec finansowania dłużnego w postaci kredytów bankowych. Wraz z rozwojem rynku obligacji korporacyjnych instrument ten powinien być coraz częściej wykorzystywany przy transakcjach fuzji i przejęć. Dodatkowo segmentacja rynku obligacji korporacyjnych według profilu ryzyka akceptowanego przez danych inwestorów powinna również pozwolić na bardziej elastyczne strukturyzowanie emisji obligacji finansujących akwizycje.

Spółki rozważające emisje obligacji w celu finansowania akwizycji powinny wziąć pod uwagę następujące czynniki:

➤ CHARAKTER EMITENTA

Obligacje w celu finansowania akwizycji we wszystkich analizowanych przykładach emitowane były z **poziomu spółki przejmującej**. Emisja z poziomu spółki celowej ograniczałaby ryzyko przejmującego kosztem większego ryzyka po stronie inwestorów obligacyjnych, co znacząco komplikowałoby emisję i podnosiło jej koszt.

Emisja obligacji w celu finansowania akwizycji możliwa jest do przeprowadzenia przez **spółkę niepubliczną**, przy czym status spółki publicznej umożliwia dotarcie do szerszego grona inwestorów. Z analizowanych przykładów 2 emisje przeprowadzone zostały przez spółki nienotowane na GPW, tj. Medort SA oraz OT Logistics SA (emisja przeprowadzana była przed wprowadzeniem spółki na GPW), 2 emisje zostały przeprowadzone przez **spółki notowane w ASO NewConnect**, tj. Wind Mobile SA oraz Elemental Holding SA, przy czym obie spółki przed emisją obligacji komunikowały już późniejsze przeniesienie na rynek regulowany GPW (Elemental Holding SA został już wprowadzony na rynek regulowany GPW). Pozostałe 5 spółek emitujących obligacje w celu finansowania akwizycji notowane były na **rynku głównym GPW**.

➤ STRUKTURA FINANSOWANIA PRZEJĘCIA

Obligacje mogą być **samodzielnym źródłem finansowania** akwizycji lub **uzupełniać źródła finansowania** przejęcia w połączeniu z np. środkami własnymi, kredytami bankowymi, emisją akcji lub zapłatą akcjami spółki przejmującej. Z analizowanych przykładów Work Service SA, Paged SA, OT Logistics SA i Kofola SA praktycznie w całości finansowały/refinansowały przejęcia ze środków pozyskanych z emisji obligacji. Ferro SA dodatkowo przeprowadziła emisję akcji, z której środki sfinansowały blisko 60% nakładów związanych z akwizycją, natomiast w pozostałym zakresie zostały one sfinansowane kapitałem dłużnym, co pozwoliło spółce na utrzymanie struktury pasywów. Wind Mobile SA oraz Elemental Holding SA, poza finansowaniem w postaci obligacji, wykorzystywały również zapłatę swoimi akcjami, których wartość stanowiła odpowiednio 67,6% i 53% wartości akwizycji.

➤ SZYBKOŚĆ POZYSKANIA KAPITAŁU

Obligacje korporacyjne kierowane w trybie oferty prywatnej głównie do inwestorów instytucjonalnych charakteryzują się **relatywnie szybkim procesem emisji**. Krótki okres pozyskania kapitału przez Spółkę umożliwia **dopasowanie terminu emisji do harmonogramu procesu przejęcia**. 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.

➤ MOŻLIWY BRAK ZABEZPIECZENIA OBLIGACJI

Konieczność zabezpieczenia obligacji finansujących akwizycje przede wszystkim **uzależniona jest od sytuacji finansowej** Emitenta. Przykłady Ferro SA, Kofola SA, Medort SA, ABM Solid SA czy Work Service SA wskazują na **możliwość emisji obligacji niezabezpieczonych**. Wind Mobile SA oraz Elemental Holding SA zabezpieczały obligacje poprzez zastaw rejestrowy na akcjach spółki przejmowanej, natomiast Paged SA i OT Logistics SA ustanawiały hipoteki w celu zabezpieczenia obligacji.

➤ PRZEDTERMINOWY WYKUP OBLIGACJI

Obligacje korporacyjne, dzięki wbudowanej opcji przedterminowego wykupu dla emitenta, mogą służyć jako **finansowanie pomostowe przy akwizycji**. Emitent po przeprowadzeniu przejęcia i skonsolidowaniu aktywów spółki przejmowanej może następnie **refinansować obligacje** kredytami, np. zaciągając zadłużenie z poziomu spółki przejętej. Przykłady Ferro SA, Paged SA, Kofola SA i Elemental Holding SA wskazują, że emitenci korzystają z możliwości wcześniejszego wykupu obligacji, przy czym może to się wiązać z dodatkowo **premią dla obligatariuszy za przedterminowy wykup obligacji**.

WNIOSKI DLA INWESTORÓW

Analizowane emisje obligacji finansujących akwizycje w zdecydowanej większości kierowane były do inwestorów instytucjonalnych. Wynika to przede wszystkim z dwóch aspektów. Po pierwsze, adresując ofertę do tego grona inwestorów łatwiej ustalić ostateczne parametry emisji tak by korespondowały one z planowaną akwizycją. Dodatkowo szybciej można przeprowadzić taką emisję, np. w trybie oferty prywatnej. Niemniej, inwestorzy instytucjonalni inwestujący na rynku pierwotnym w obligacje finansujące przejęcia najczęściej oczekują wprowadzenia obligacji do obrotu zorganizowanego, jak np. ASO Catalyst. Rynki te, dostarczając bieżącą wycenę obligacji, dają inwestorom również możliwość zakupu obligacji na rynku wtórnym. Z analizowanych emisji obligacji do obrotu zorganizowanego wprowadzone zostały obligacje Ferro SA, OT Logistics SA, Kofola SA, Medort SA, Work Service SA i planowane jest wprowadzenie obligacji Wind Mobile SA.

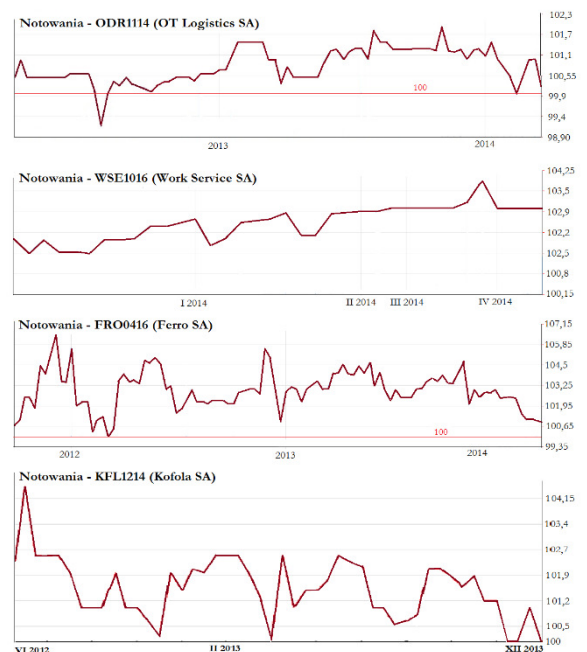
Inwestorzy rozważający inwestycje w obligacje finansujące akwizycje, poza standardowymi aspektami analizy inwestycyjnej, powinni wziąć pod uwagę następujące czynniki:

➤ RENTOWNOŚĆ OBLIGACJI

Rentowność obligacji zależy od ich oprocentowania i bieżącej ceny rynkowej, będącej wypadkową popytu i podaży. Wszystkie analizowane obligacje praktycznie cały czas notowane są powyżej ich wartości nominalnej, czyli ich rentowność jest niższa niż nominalne oprocentowanie.

➤ PŁYNNOŚĆ OBLIGACJI

Struktura obligatariuszy, tj. głównie inwestorzy instytucjonalni, może implikować stosunkowo niską płynność obrotu wtórnego obligacjami finansującymi akwizycje, co z kolei może uniemożliwić zakupienie znaczącego pakietu takich obligacji lub oznaczać wysokie spready pomiędzy zleceniami kupna i sprzedaży. Do 31.03.2014 wartość obrotu obligacjami OT Logistics SA wyniosła łącznie 10,3 mln zł, obligacjami Ferro SA – 9,86 mln zł, obligacjami Kofola SA - 5,1 mln zł, obligacjami Work Service SA – 3,85 mln zł, natomiast na obligacjach Medort SA nie dokonano jeszcze żadnej transakcji.



➤ MOŻLIWY PRZEDTERMINOWY WYKUP OBLIGACJI

Obligacje finansujące akwizycje mogą mieć wbudowane opcje przedterminowego wykupu na żądanie Emitenta. Z analizowanych emisji, które dalej są notowane, taką opcję mają obligacje Ferro SA, który przedterminowo wykupił już blisko 60% pierwotnej wartości nominalnej obligacji. Dodatkowo Kofola SA rok przed terminem zapadalności wykupiła w grudniu 2013 r. obligacje KFL1214, natomiast obligacje Wind Mobile SA mają wbudowaną opcję call dla emitenta zaczynającą się 12 miesięcy od daty emisji, tj. 19.03.2015 r. Inwestorzy nabywający obligacje na rynku wtórnym, analizując rentowność obligacji powinni wziąć pod uwagę ryzyko przedterminowego wykupu, które znacząco może obniżyć zysk z inwestycji.

➤ STRUKTURA OBLIGATARIUSZY

Emisje obligacji finansujących akwizycje w zdecydowanej większości kierowane były do inwestorów instytucjonalnych. Taka struktura obligatariuszy może implikować niższą płynność obligacji i mniejszą ich rentowność, ale jednocześnie daje możliwość analizy posunięć największych inwestorów obligacyjnych.

➤ JAKOŚĆ EMITENTÓW

Z analizowanych emisji obligacji finansujących akwizycję dotychczas ABM Solid SA nie wywiązał się z zobowiązań wynikających z obligacji. Od 2012 r. toczy się postępowanie upadłościowe tej spółki, przy czym obligacje te objęte zostały w całości przez inwestorów instytucjonalnych i nie zostały wprowadzone do obrotu zorganizowanego. Z analizowanych obligacji, wszystkie które zostały wprowadzone do obrotu, praktycznie cały czas notowane są powyżej ich wartości nominalnej, zatem rynek ocenia je jako stabilnie.

NAVIGATOR DEBT ADVISORY SP. Z O. O.

ul. Al. Jana Pawła II 15

00-828 Warszawa

tel. 22 630 83 33

fax. 22 630 83 30

obligacje@debtadvisory.pl

NAVIGATOR CAPITAL S.A.

www.navigatorkapital.pl

biuro@navigatorkapital.pl

DOM MAKLERSKI NAVIGATOR S.A.

www.dmnavigator.pl

obligacje@dmnavigator.pl

Niniejszy materiał został opracowany przez Navigator Debt Advisory Sp. z o. o. (Debt Advisory)

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 pogładowy.

Przy zbieraniu danych stanowiących podstawę niniejszego opracowania osoby działającej w imieniu Debt Advisory korzystały wyłącznie z ogólnodostępnych dokumentów oraz z materiałów uznawanych za wiarygodne. Debt Advisory 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. Debt Advisory 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.

Debt Advisory 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.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym materiale są objęte prawami autorskimi Debt Advisory. Zabronione jest kopiowanie niniejszej prezentacji, w całości lub części, streszczanie, korzystanie z jej fragmentów, cytowanie lub publiczne powoływanie się na niniejszą prezentację, jak również omawianie jej lub ujawnianie osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody Debt Advisory.