

Catalyst: Powrót aktywności

POLSKA – krajobraz po wyborach

Zgodnie z sondażami wybory parlamentarne wygrało Prawo i Sprawiedliwość osiągając 37,58%, co przekłada się na 235 mandatów. Taka ilość posłów pozwoli samodzielnie sprawować rządy PiS. Wynik wyborów jest ważny w kontekście objęcia kluczowych stanowisk w nowym rządzie oraz kreowania polityki monetarnej, za którą odpowiada Rada Polityki Pieniężnej. Nowy skład RPP, który zostanie wybrany w marcu 2016 roku, może mieć gołębie nastawienie do przyszłego kształtowania się polityki monetarnej. Może to oznaczać potencjalne obniżki stóp procentowych i w konsekwencji spadki rentowności obligacji. Dodatkową presję na obniżki stóp może wywierać słaby wstępny odczyt inflacji CPI, który wyniósł w październiku -0,8% r/r przy oczekiwaniach ekonomistów na poziomie -0,7% w ujęciu rocznym. Resort Ministerstwa Finansów oczekuje ustąpienia deflacji na przełomie listopada i grudnia, głównie za sprawą ciągle polepszającej się sytuacji na rynku pracy. We wrześniu stopa bezrobocia spadła do poziomu 9,7% r/r (przy oczekiwaniach na poziomie 9,9%), wzrosło także przeciętne wynagrodzenie o 4,1% w ujęciu rocznym i wyniosło 4059,19 PLN.

USA – podwyżka stóp w grudniu już pewna?

Rezerwa Federalna nie zdecydowała się na podwyżkę stóp procentowych na październikowym posiedzeniu. W oficjalnym komunikacie zasugerowała jednak, że rozważa podniesienie stóp procentowych na kolejnym spotkaniu - w grudniu. Podstawą do pozostawienia stóp na dotychczasowym poziomie było widoczne spowolnienie tempa w jakim powstają nowe miejsca pracy. Miało to związek z odczytami liczby nowych miejsc pracy poza sektorem rolniczym. W sierpniu i we wrześniu odczyty wypadły poniżej oczekiwań ekonomistów. Jednak październikowe dane pokazały doskonałą kondycję amerykańskiego rynku pracy. Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło o 271 tys. przy oczekiwaniach na poziomie 180 tys. miejsc, a stopa bezrobocia wyniosła 5% - najniższej od kwietnia 2008 roku. Rynek odebrał zarówno komunikat i dane jako sygnał możliwej podwyżki stóp procentowych przez FED w grudniu. Notowania kontraktów terminowych na stopę funduszy federalnych szacują prawdopodobieństwo podwyżki w grudniu na 70%. Znacząco wzrosły także rentowności amerykańskich obligacji skarbowych.

Chiny: kolejna obniżka stóp w obawie o wzrost gospodarczy

W Ludowy Bank Chin (PBoC) obniżył stopy procentowe do najniższego poziomu w historii. Stopa jednorocznych pożyczek spadła o 25 punktów bazowych do 4,35%, stopa depozytowa została obniżona z 1,75% do 1,5%. Jednocześnie PBoC zdecydował się na obcięcie stopy rezerw obowiązkowych o 50 pb, do 17,5%. To szósta obniżka stóp procentowych przez chińskie władze monetarne w przeciągu ostatnich 12 miesięcy. Jej celem jest podtrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. W trzecim kwartale PKB Chin urosł tylko o 6,9% r/r, co stanowi najniższą wartość od 2009 roku. Pozostałe wskaźniki także nie wskazują na poprawę kondycji chińskiej gospodarki: eksport spadł w październiku o 6,9% r/r, a import spadł aż o 18,8%. Jedynym powodem do optymizmu może być październikowy odczyt indeksu PMI dla sektora usług. Poziom 52,0 pkt. jest lepszy od poprzedniego (50,5 pkt.) oraz od rynkowego konsensusu, który przewidywał odczyt na poziomie 51,0 pkt. Problemy drugiej największej gospodarki świata oznaczają problemy dla innych państw. Wraz ze spowolnieniem gospodarczym zmniejsza się zapotrzebowanie na wiele surowców. Chiny zużywają prawie połowę światowej produkcji metali przemysłowych i surowców energetycznych.

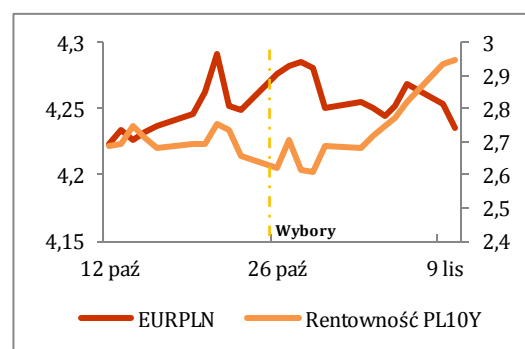
Piotr Miliński

Doradca Inwestycyjny, MPW
Analityk
piotr.milinski@nwai.pl
tel: 22 201 97 64

Marek Żmudzin

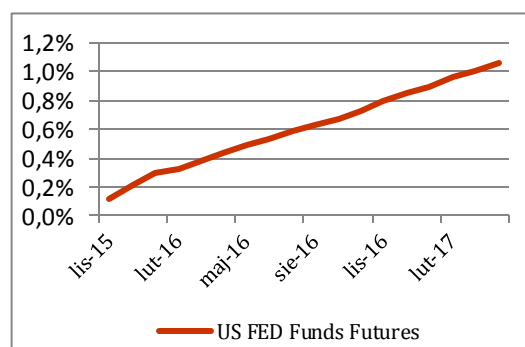
Analityk
marek.zmudzin@nwai.pl
tel: 22 201 97 74

Polska – reakcja na wybory



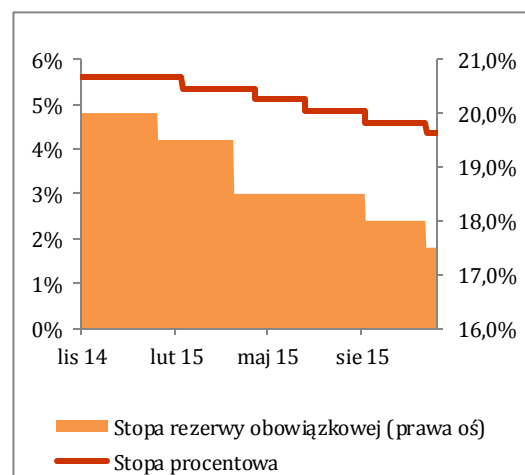
Źródło: stooq.pl

Futures na stopę funduszy FED



Źródło: CME Group

Chiny – polityka pieniężna



Źródło: Bloomberg

Rynek polskich obligacji korporacyjnych

Notowania

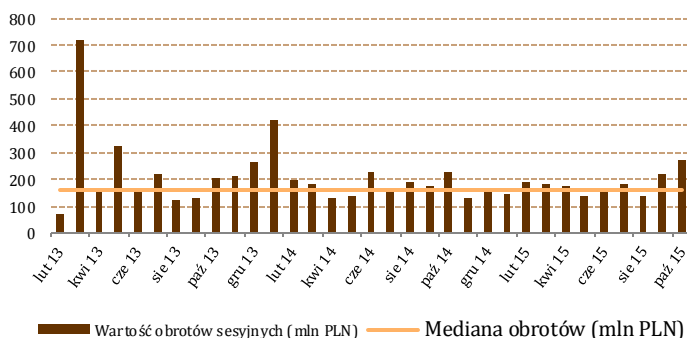
Mimo problemów finansowych wybranych emitentów, październik przyniósł obniżkę mediany rentowności obligacji notowanych na Catalyst. Zmiany w największych segmentach rynku ograniczyły się zasadniczo do kilku punktów bazowych. Tradycyjnie, większą aktywność można było zaobserwować w segmencie deweloperów komercyjnych. Mediana rentowności obniżyła się o 22 pb, głównie za sprawą obligacji Ghelamco oraz Echo Investment. Większym popytem cieszyły się również papiery firm windykacyjnych. Poprawa dotyczyła nie tylko największych emitentów (Kruk, Best, Kredyt Inkaso), ale też mniejszych podmiotów. Negatywnym wyjątkiem pozostaje Fast Finance, którego najbliższa seria (FFI0116) notowana jest po kursie 94.00. Mimo niepokoju inwestorów, spółka wykupiła emisję obligacji zapadającą w marcu 2015. Obecna rentowność (ponad 40%) sugeruje jednak, że Fast Finance może mieć problem z obsługą długu zapadającego w styczniu.

Na uwagę zasługuje segment handlu detalicznego. Spadek rentowności związany jest przede wszystkim z lepszym postrzeganiem obligacji Próchnika. Spółka zaprezentowała bardzo dobre wyniki sprzedażowe za wrzesień i październik, co pozwala wierzyć w poprawę jej wyników finansowych. Przedłużające się kłopoty Czerwonej Torebki nie miały wpływu na medianę rentowności, gdyż spółka już wcześniej była najgorszym przedstawicielem swojego segmentu. Zerwanie negocjacji w sprawie sprzedaży serwisu Merlin.pl sprawiło, że rentowność obligacji CZT0416 osiągnęła już trzycyfrowe wartości.

W grupie najmocniej przecenionych obligacji ponownie znalazły się papiery Dayli oraz Kerdos. O problemach podmiotów z grupy Kerdos szerzej pisaliśmy we wrześniowym raporcie. Negatywnie wyróżnia się również dług Empiku oraz Rank Progress.

Odbicie na dług Property Lease Fund zostało wykonane przy pomijalnie niskim obrocie i nie zmienia negatywnego postrzegania spółki. Bardziej wyraźne, pozytywne trendy można było zaobserwować na wszystkich seriach obligacji 2C Partners. Dług spółki zyskał na wartości po ogłoszeniu pozytywnych informacji, związanych z realizacją jednego z kluczowych projektów (Mińska 14).

Wartość obrotów sesyjnych



Źródło: GPW Catalyst, szacunki Nwai DM

Rentowność obligacji

Sektor	Wartość emisji [mln PLN]	Discount margin [mediana]	Δ DM	Z-Spread	Δ Z-Spread	Średnia zmiana notowań m/m
Banki	10 808	5,63%	↑ 0,01%	3,83%	↑ 0,02%	↑ 0,41%
Budownictwo	110	7,16%	↑ 2,14%	5,36%	↑ 2,15%	↓ -0,31%
Chemia	284	4,60%	↑ 0,36%	2,80%	↑ 0,38%	↓ -0,41%
Deweloperzy komercyjni	2 479	5,83%	↓ -0,22%	4,03%	↓ -0,21%	↑ 0,40%
Deweloperzy mieszkaniowi	1 314	5,01%	↓ -0,25%	3,21%	↓ -0,24%	↓ -0,04%
Fundusz	289	6,08%	↑ 0,15%	4,28%	↑ 0,15%	↑ 0,05%
IT	503	4,16%	↓ -0,12%	2,36%	↓ -0,12%	↑ 0,72%
Paliwa, Gaz Energia	9 280	2,56%	↓ -0,03%	0,76%	↓ -0,02%	↓ -0,13%
Pożyczki	270	5,70%	↓ -0,33%	3,90%	↓ -0,32%	↑ 0,44%
Przemysł drzewny	138	5,38%	↑ 0,01%	3,58%	↑ 0,02%	↑ 0,66%
Retail	371	6,11%	↓ -2,64%	4,31%	↓ -2,63%	↑ 0,03%
Sieć medyczna	156	7,39%	↑ 1,61%	5,59%	↑ 1,61%	↓ -0,25%
Telekomunikacja	2 038	4,49%	↓ -0,01%	2,69%	↓ 0,00%	↑ 0,17%
Usługi finansowe	167	6,55%	↓ -0,55%	4,75%	↓ -0,54%	↑ 3,88%
Wierzytelności	1 261	5,16%	↓ -0,54%	3,36%	↓ -0,54%	↑ 0,39%
Inne	1 989	5,68%	↓ -0,36%	3,88%	↓ -0,35%	↓ -1,43%

Źródło: GPW Catalyst, szacunki Nwai DM

Zmiany kursów

Emitent	Seria	Kurs	Zmiana 1m	Zmiana 3m	Zmiana 6m
Największe wzrosty					
Property Lease Fund	LEX0616	30,0	↑ 48,5%	↓ -60,0%	↓ -67,7%
IVOPOL	IVO0616	101,0	↑ 9,6%	↑ 11,0%	↑ 2,0%
2C PARTNERS	2CP0317	91,4	↑ 8,7%	↑ 8,7%	↓ -9,5%
2C PARTNERS	2CP0517	89,0	↑ 8,3%	↑ 12,9%	↓ -11,0%
WIERZYCIEL	WRL0516	97,9	↑ 7,0%	↑ 0,9%	↓ -0,6%
GTB METROPOLIS	GTB0617	95,0	↑ 6,7%	bd	bd
2C PARTNERS	2CP0416	94,5	↑ 5,9%	↑ 7,4%	↓ -5,6%
GTB METROPOLIS	GTB1117	97,4	↑ 5,9%	↑ 9,4%	bd
LZMO	LZM1116	88,5	↑ 5,4%	↓ -5,2%	↓ -4,9%
FAST FINANCE	FFI1116	95,0	↑ 4,4%	↑ 2,6%	↓ -3,5%
Największe spadki					
DAYLI POLSKA	DAY0916	27,0	↓ -69,0%	↓ -71,0%	bd
KERDOS GROUP	KRS0316	58,0	↓ -38,3%	↓ -37,0%	↓ -42,2%
RANK PROGRESS	RNK0616	80,0	↓ -11,1%	↓ -11,1%	↓ -16,7%
WŁODARZEWSKA	WLO0516	37,6	↓ -10,6%	↓ -8,3%	↓ -52,4%
KERDOS GROUP	KRS0416	68,0	↓ -9,3%	↓ -26,9%	↓ -31,7%
EMPIK	EMF1117	81,0	↓ -6,9%	↓ -6,9%	↓ -9,0%
KERDOS GROUP	KRS0318	91,4	↓ -5,2%	↓ -5,9%	bd
ROBINSON EUROPE	RBS1017	95,2	↓ -3,6%	↓ -1,3%	↑ 5,8%
Property Lease Fund	LEX0916	36,0	↓ -3,2%	↓ -47,8%	↓ -63,1%
KREDYT INKASO	KRI0916	103,5	↓ -2,4%	↓ -2,4%	↓ -2,4%

Źródło: GPW Catalyst, szacunki Nwai DM

Najbliższa zapadalność

Emitent	Seria	Data wykupu	Nominał [mln PLN]	Kurs	YTM (XIRR)	Discount Margin
2015						
MURAPOL	MUR1115	2015-11-22	5,4	100,0	-	5,5%
PRÓCHNIK	PRC1215	2015-12-04	6,0	99,8	-	8,0%
BLUE TAX GROUP	BTG1215	2015-12-08	0,5	96,3	48,5%	-
MW TRADE	MWT1215	2015-12-17	10,0	100,0	-	5,7%
INVISTA	INV1215	2015-12-21	0,9	99,0	-	15,6%
POLKAP	SFK1215	2015-12-23	1,4	99,1	-	14,4%
TRAKCJA PRKI	TRK1215	2015-12-31	29,5	100,0	-	5,1%
TRAKCJA PRKI	TRJ1215	2015-12-31	3,0	99,5	-	9,2%
2016						
KREDYT INKASO	KRI0116	2016-01-02	35,0	99,6	-	9,2%
KREDYT INKASO	KR20116	2016-01-02	5,0	100,1	-	5,9%
POLBRAND	PBD0116	2016-01-04	12,6	98,8	17,6%	-
FAST FINANCE	FFI0116	2016-01-15	7,8	94,0	-	40,9%
PRIME MINERALS	CCA0216	2016-02-05	0,8	97,0	22,0%	-
MW TRADE	MWD0216	2016-02-19	10,0	100,1	-	5,8%
MW TRADE	MWT0216	2016-02-19	30,0	99,7	-	7,1%

Źródło: GPW Catalyst, szacunki Nwai DM

Obroty

Październik na rynku Catalyst upłynął pod znakiem ponadprzeciętnej aktywności inwestorów. Zawarto 4808 transakcji (+8% m/m) o łącznej wartości 269mln złotych. Miesięczne obroty osiągnęły najwyższy poziom od stycznia 2014 roku, potwierdzając pozytywne sygnały płynące z wrześniowego handlu.

Największą płynnością niezmiennie cechują się papiery Cyfrowego Polsatu. Handel serią CPS0721 osiągnął we wrześniu poziom niemal 23 milionów złotych. Na drugim miejscu uplasował się PKN Orlen - łączny obrót jego obligacjami przekroczył 21 milionów złotych. Trójka kolejnych emitentów (Kredyt Inkaso, Getin Noble i Kruk) osiągnęła wyniki zbliżone do 10-11mln.

Debiuty na Catalyst i nowe emisje

W październiku na Catalyst zadebiutowało 8 nowych serii obligacji, z czego połowa stanowiła dług korporacyjny. Do obrotu wprowadzono nowe papiery Besta (60 mln) oraz Compu (50mln). Po raz pierwszy na rynku pojawiły się obligacje spółki Biomed-Lublin. Producent surowic i szczepionek wyemitował papiery o łącznej wartości nominalnej 9 mln zł.

Rynek emisji obligacji cechował się większą aktywnością. Największą ofertę w październiku uplasowało PZU, wypuszczając euroobligacje o wartości 350 mln EUR poprzez swoją spółkę celową PZU Finance AB. Wśród nowych emisji warto zwrócić uwagę na Echo Investment. Deweloper pozyskał kwotę 230 mln PLN, która ma na celu pozyskanie środków na refinansowanie zobowiązań. Emisji długu dokonał również Robyng (60 mln PLN), Ghelamco (50 mln PLN), Dekpol (35 mln PLN), Murapol (22,5 mln PLN), Everest Capital (20 mln PLN) i Getback (21,3 mln PLN w dwóch emisjach).

Najwyższe rentowności

W grupie instrumentów o najwyższych rentownościach uwagę przyciągają przede wszystkim obligacje Empiku. Zapadająca w listopadzie 2017 seria EMF1117 ma wartość nominalną 128,8mln złotych. Obligacje zadebiutowały na rynku w lutym bieżącego roku, jednak ich aktualny kurs wynosi zaledwie 81. Spółka ma za sobą 10 kwartałów bez zysku netto oraz dług przekraczający 900 milionów złotych. Negatywnie postrzegane są również papiery Rank Progress, który w przyszłym roku będzie musiał zrolować obligacje o wartości ok. 130mln złotych. W październiku rezygnację z pełnionych funkcji złożyło 2 z 3 członków zarządu dewelopera.

Wśród mniejszych emitentów w relatywnie najlepszej sytuacji znajduje się 2C Partners. Rynek przykłada do spółki zwiększone dyskonto ze względu na wysokie zadłużenie oraz niepewność związaną z wysokością raportowanego zysku. Emitent zajmuje się rewitalizacją starych nieruchomości, czerpiąc większą część przychodów z przeszacowań posiadanych aktywów. W przypadku opóźnień w sprzedaży któregośkolwiek z projektów, 2C Partners może mieć problemy z konwersją księgowego zysku na gotówkę.

Najwyższe obroty

Emitent	Seria	Obrót 1m [mln PLN]	Obrót 3m [mln PLN]
CYFROWY POLSAT	CPS0721	22,7	41,5
PKN ORLEN	PKN0418	10,2	24,7
KREDYT INKASO	KRI0118	8,2	8,3
BZ WBK	BZW1216	7,9	8,9
GTC	GTC0319	5,4	6,4
IPF INVESTMENTS POLSKA	IPP0620	5,4	15,3
PKN ORLEN	PK11117	5,1	11,4
Bank Gospodarstwa Krajowego	BGK0517	5,0	5,0
Bank Gospodarstwa Krajowego	BGK1016	5,0	10,1
ALIOR BANK	ALR0321	3,9	7,5

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Pierwsze notowania obligacji

Emitent	Seria	Data debiutu	Wartość emisji [mln PLN]
BEST	BST0820	2015-10-02	60,0
COMP	CMP0620	2015-10-15	50,0
BIOMED-LUBLIN	BML0818	2015-10-27	9,0
CAPITAL PARK	CAP0818	2015-10-07	1,9

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Obligacje stałokuponowe o najwyższej rentowności

Emitent	Seria	YTM (XIRR)	Z-spread	Kurs
DAYLI POLSKA	DAY0916	435,9%	205,3%	27,00
KERDOS GROUP	KRS0316	306,6%	165,6%	58,00
Property Lease Fund	LEX0916	176,2%	126,5%	36,00
VENITI	VNT0316	79,4%	77,6%	82,00
BLUE TAX GROUP	BTG1215	48,5%	47,2%	96,30
2C PARTNERS	2CP0416	23,4%	20,4%	94,50
LZMO	LZM1116	22,6%	19,3%	88,50
PRIME MINERALS SPÓŁKA AKCYJNA	CCA0216	22,0%	19,2%	96,99
KERDOS GROUP	KRS1217	22,2%	18,9%	79,00
FABRYKA KONSTRUKCJI DREWNIANYCH	FKD0516	20,9%	18,9%	94,50

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Obligacje zmiennokuponowe o najwyższej rentowności

Emitent	Seria	Discount margin	Zero-DM	Kurs
PROPERTY LEASE FUND	LEX0616	279,3%	277,5%	30,00
CZERWONA TOREBKA	CZT0416	124,1%	122,3%	66,40
MEXPOL	MPL0316	60,0%	58,2%	82,60
WŁODARZEWSKA	WLD0516	48,9%	47,1%	82,50
RANK PROGRESS	RNK0616	48,1%	46,3%	80,00
FAST FINANCE	FFI0116	40,9%	39,1%	94,00
EMPIK	EMF1117	21,7%	19,9%	81,00
MO-BRUK	MBR0816	20,2%	18,4%	90,00
PTI	PTI0816	19,6%	17,8%	92,00
FAST FINANCE	FFI0916	17,5%	15,7%	92,99

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Najwyższe rentowności wśród obligacji o umiarkowanym ryzyku

W segmencie o rentownościach 7-10% przeważają emitenci z branży usług finansowych. Do grupy tej zaliczają się spółki oferujące pożyczki konsumpcyjne (Mikrokasa, SMS Kredyt) oraz niektóre serie firm obsługujących długi (Kredyt Inkaso, MW Trade). Ponadto, wysoką rentowność oferują papiery mniejszych emitentów, tj. Hussar Gruppy, Cube.ITG czy Voxel.

Do grona obligacji o umiarkowanym poziomie ryzyka zalicza się również większość serii Getin Noble. Nad bankiem od dłuższego czasu wisi widmo przymusowego przewalutowania kredytów frankowych oraz podatku od aktywów. Rentowność oferowanych przez Getin obligacji oscyluje w okolicach 7%, znacznie przekraczając medianę dla sektora bankowego (5,6%).

W przypadku wielu obligacji, wysoka rentowność wynika z połączenia wysokich spreadów rynkowych oraz krótkiego okresu zapadalności. Wykorzystanie wysokiej rentowności długu Trakcji (TRJ1215) lub Kredyt Inkaso (KRI0116) może w praktyce okazać się niemożliwe.

Obligacje stałokuponowe o najwyższej rentowności (YTM <10%)

Emitent	Seria	YTM (XIRR)	Z-spread	Kurs
MIKROKASA	MKR0417	9,7%	8,3%	98,8
SMS KREDYT HOLDING	SMS0418	9,1%	7,2%	99,5
INVISTA	INV1217	8,9%	6,9%	100
ABS INVESTMENT	AIN0717	8,6%	7,0%	99,64
INDOS	INS1017	8,5%	6,7%	100,1
MIKROKASA	MKR0517	8,5%	7,0%	99,1
MIKROKASA	MKR0617	8,4%	6,9%	100,2
HUSSAR GRUPPA	HGR0517	7,9%	6,4%	100,5
EUROCENT	ERC0617	7,7%	6,2%	101
KANCELARIA MEDIUS	KME0916	7,6%	5,7%	101,6

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Obligacje zmiennokuponowe o najwyższej rentowności (DM <10%)

Emitent	Seria	DM	Zero-DM	Kurs
EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM0416	9,6%	7,9%	100,5
SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	9,4%	7,6%	100
TRAKCJA PRKiI	TRJ1215	9,2%	7,4%	99,5
KREDYT INKASO	KRI0116	9,2%	7,4%	99,6
CUBE. ITG	CTG0417	9,1%	7,3%	98,5
ED invest S.A.	EDI1116	8,7%	6,9%	98,01
SALWIRAK	SAL0317	8,5%	6,7%	98,5
WARIMPEX	WXF1017	8,2%	6,4%	100
PRÓCHNIK	PRC1215	8,0%	6,2%	99,79
MURAPOL	MUL1116	8,0%	6,2%	100

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Podsumowanie rynku obligacji

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
Banki	ALIOR BANK	ALR1022	80,00	102,50	-0,5%	-	-	5,5%	3,7%
	ALIOR BANK	ALR0924	321,7	101,6	0,1%	-	-	4,7%	2,9%
	ALIOR BANK	ALR0617	250,0	100,0	0,0%	-	-	3,0%	1,2%
	ALIOR BANK	ALR0421	67,2	103,0	0,0%	-	-	6,9%	5,1%
	ALIOR BANK	ALR0416	180,0	100,9	0,0%	-	-	1,5%	-0,3%
	ALIOR BANK	ALR0321	193,0	104,5	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	BANK MILLENNIUM	MIL0618	300,0	101,2	0,0%	-	-	2,5%	0,7%
	BANK MILLENNIUM	MIL0317	500,0	100,1	0,0%	-	-	3,2%	1,4%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOS0724	150,0	102,0	0,0%	-	-	3,8%	2,0%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOG0222	100,0	102,4	0,0%	-	-	4,5%	2,7%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOD0521	100,0	102,8	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	BANK POCZTOWY	BPO1216	147,9	100,5	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
	BANK POCZTOWY	BPO1022	50,0	103,0	0,0%	-	-	4,8%	3,0%
	BANK POCZTOWY	BPO0721	47,3	101,6	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
	BZ WBK	BZW1216	500,0	100,5	0,5%	-	-	2,5%	0,7%
	BZ WBK	BZW0717	475,0	101,2	0,0%	-	-	2,1%	0,3%
	BZ WBK	BZW0618	485,0	100,5	0,5%	-	-	2,6%	0,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNO1120	40,4	90,0	-1,6%	-	-	7,2%	5,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNO0917	20,0	99,5	0,0%	-	-	5,6%	3,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNO0320	43,7	100,0	0,0%	4,0%	0,0%	-	-
	GETIN NOBLE BANK	GNF0618	40,0	98,0	3,2%	-	-	6,2%	4,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1220	24,2	91,5	2,2%	-	-	6,5%	4,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1219	40,6	93,0	1,1%	-	-	7,2%	5,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1217	100,0	100,0	0,0%	-	-	3,5%	1,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1120	50,0	92,0	1,1%	-	-	6,7%	4,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1119	40,0	95,6	0,1%	-	-	6,5%	4,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1020	35,0	92,0	-1,1%	-	-	6,7%	4,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1019	40,0	96,0	3,2%	-	-	6,5%	4,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1017	45,0	99,4	-0,4%	-	-	5,7%	3,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0919	18,0	95,0	2,3%	-	-	6,8%	5,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0917	50,0	98,0	-1,4%	-	-	7,2%	5,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0820	65,0	91,6	1,2%	-	-	6,9%	5,1%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0819	172,0	96,0	0,6%	-	-	6,6%	4,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0817	35,0	97,8	0,1%	-	-	6,6%	4,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0720	148,6	91,1	0,7%	-	-	7,0%	5,2%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0717	65,0	100,0	0,0%	-	-	3,5%	1,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0620	42,7	92,6	2,6%	-	-	6,7%	4,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0618	250,0	98,0	0,0%	-	-	6,6%	4,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0617	350,0	99,5	0,0%	-	-	3,8%	2,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0518	37,3	97,1	0,3%	-	-	6,6%	4,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0421	81,6	91,5	1,2%	-	-	6,7%	4,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0420	45,0	94,0	4,1%	-	-	6,5%	4,7%

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
Banki	GETIN NOBLE BANK	GNB0418	40,0	98,5	2,9%	-	-	6,1%	4,3%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0321	80,0	91,0	0,6%	-	-	6,8%	5,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0320	69,4	93,6	0,6%	-	-	6,6%	4,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0318	160,0	96,9	0,4%	-	-	6,8%	5,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0221	100,0	90,0	0,6%	-	-	7,1%	5,3%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0220	75,0	92,0	-2,1%	-	-	7,1%	5,3%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0218	241,6	97,5	-0,2%	-	-	6,8%	4,9%
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1219	300,0	100,0	0,0%	-	-	2,5%	0,7%
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1217	565,0	100,0	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
	mBANK	MBK1223	500,0	101,9	-0,3%	-	-	3,8%	2,0%
	mBANK	MBK0125	750,0	101,4	0,0%	-	-	3,7%	1,9%
	PKO Bank Polski S.A.	PKO0922	1600,7	102,5	0,0%	-	-	1,8%	0,0%
	RAIFFEISEN BANK POLSKA	RBP1117	500,0	100,2	0,0%	-	-	3,0%	1,2%
	Budow.	ERBUD	ERB0318	52,0	101,8	0,9%	-	-	4,0%
MIRBUD		MRB0717	25,4	92,8	-0,2%	-	-	11,6%	9,8%
TRAKCJA PRKiI		TRK1215	29,5	100,0	0,0%	-	-	5,1%	3,3%
TRAKCJA PRKiI		TRJ1215	3,0	99,5	-1,9%	-	-	9,2%	7,4%
Chemia	CIECH	CI21217	160,0	104,0	-1,0%	-	-	4,6%	2,8%
	PCC CONSUMER PRODUCTS KOSMET	KOS1117	3,0	99,9	-0,1%	6,0%	4,3%	-	-
	PCC CONSUMER PRODUCTS KOSMET	KOS0516	4,2	100,0	-0,2%	6,6%	5,2%	-	-
	PCC ROKITA	PCR1019	25,0	100,8	0,2%	5,2%	3,2%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0620	20,0	100,2	0,0%	4,9%	2,7%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0517	25,0	101,5	-1,7%	5,7%	4,2%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0419	22,0	100,8	0,2%	5,2%	3,1%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0416	25,0	100,8	-0,7%	5,3%	3,9%	-	-
Deweloperzy komercyjni	BBI DEVELOPMENT	BBI0218	35,0	100,5	0,5%	-	-	6,5%	4,7%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0217	53,0	100,9	2,4%	-	-	7,0%	5,2%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0216	22,0	101,5	0,0%	-	-	2,9%	1,1%
	CAPITAL PARK	CAP1217	53,9	100,0	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
	CAPITAL PARK	CAP0917	20,0	100,3	-0,1%	-	-	6,9%	5,1%
	CAPITAL PARK	CAP0818	1,9	100,0		-	-	6,1%	4,3%
	CAPITAL PARK	CAP0618	33,1	100,0	0,3%	-	-	6,1%	4,3%
	CAPITAL PARK	CAP0617	35,0	100,0	0,4%	-	-	7,2%	5,4%
	CAPITAL PARK	CAP0318	11,1	99,5	-0,5%	-	-	6,3%	4,5%
	ECHO INVESTMENT	ECH0716	25,0	100,9	-0,3%	-	-	3,2%	1,4%
	ECHO INVESTMENT	ECH0618	80,0	101,6	0,6%	-	-	4,6%	2,8%
	ECHO INVESTMENT	ECH0616	50,0	101,3	0,3%	-	-	2,6%	0,8%
	ECHO INVESTMENT	ECH0519	70,5	100,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0418	50,0	101,8	-0,3%	-	-	4,2%	2,4%
	ECHO INVESTMENT	ECH0417	200,0	102,3	-1,1%	-	-	4,1%	2,3%
	ECHO INVESTMENT	ECH0318	75,0	102,0	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	ECHO INVESTMENT	ECH0219	100,0	101,5	0,0%	-	-	4,9%	3,1%

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
Deweloperzy komercyjni	GHELAMCO INVEST	GHK0718	11,2	100,9	0,3%	-	-	5,9%	4,1%
	GHELAMCO INVEST	GHJ0718	30,0	101,2	1,1%	-	-	5,8%	4,0%
	GHELAMCO INVEST	GHI0718	30,0	101,0	1,3%	-	-	5,9%	4,1%
	GHELAMCO INVEST	GHI0619	50,0	101,7	2,5%	-	-	5,3%	3,5%
	GHELAMCO INVEST	GHE1117	37,8	101,9	0,5%	-	-	5,5%	3,7%
	GHELAMCO INVEST	GHE1116	6,5	100,0	0,0%	-	-	5,8%	4,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE0816	9,2	100,0	1,0%	-	-	5,8%	4,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE0718	120,4	101,6	-0,4%	-	-	6,1%	4,3%
	GHELAMCO INVEST	GHE0716	20,0	101,5	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	GHELAMCO INVEST	GHE0619	50,0	98,5	0,2%	-	-	5,7%	3,9%
	GHELAMCO INVEST	GHE0519	50,0	100,8	0,8%	-	-	6,0%	4,2%
	GHELAMCO INVEST	GHE0418	27,2	102,1	2,0%	-	-	5,4%	3,6%
	GHELAMCO INVEST	GHE0118	114,5	101,5	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	GHELAMCO INVEST	GHC0718	30,8	102,0	0,0%	-	-	5,9%	4,1%
	GHELAMCO INVEST	GHC0619	30,0	101,5	1,0%	-	-	5,4%	3,6%
	GTB METROPOLIS NIERUCHOMOŚCI	GTB1117	8,1	97,4	5,9%	10,8%	8,4%	-	-
	GTB METROPOLIS NIERUCHOMOŚCI	GTB0617	1,7	95,0	6,7%	12,5%	10,7%	-	-
	GTC	GTC0418	294,2	99,7	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	GTC	GTC0319	200,0	101,0	0,4%	-	-	6,0%	4,2%
	HB REAVIS FINANCE PL	HBR1117	111,0	101,3	0,5%	-	-	5,0%	3,2%
	POZNAŃSKA 37 SPV	POB0117	34,4	107,0	0,0%	1,6%	0,3%	-	-
	POZNAŃSKA 37 SPV	POA0117	15,6	107,0	0,0%	1,6%	0,3%	-	-
	RANK PROGRESS	RNK0616	130,8	80,0	-11,1%	-	-	48,1%	46,3%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0618	13,3	101,3	1,5%	-	-	6,2%	4,4%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0617	23,5	101,4	1,9%	-	-	5,1%	3,3%
	WARIMPEX	WXF1017	8,0	100,0	0,0%	-	-	8,2%	6,4%
	WARIMPEX	WXF1016	15,0	100,0	0,0%	3,8%	2,4%	-	-
WARIMPEX	WXF0316	24,0	105,2	0,0%	-7,6%	-9,4%	-	-	
WARIMPEX	WXF0218	3,0	106,0	0,0%	-	-	5,0%	3,2%	
WARIMPEX	WXB0316	63,1	98,0	0,0%	-	-	14,0%	12,2%	
Deweloperzy mieszkaniowi	ATAL	ATL1016	17,6	102,7	0,0%	-	-	3,9%	2,1%
	ATAL	ATL0616	30,0	101,3	0,0%	-	-	2,9%	1,1%
	DEVELOPRES	DVR0318	15,0	100,0	0,0%	-	-	6,8%	5,0%
	DOM DEVELOPMENT	DOM0620	100,0	100,5	0,0%	-	-	3,6%	1,8%
	DOM DEVELOPMENT	DOM0318	50,0	101,7	0,0%	-	-	3,7%	1,9%
	DOM DEVELOPMENT	DOM0217	120,0	104,2	0,0%	-	-	1,9%	0,1%
	ED invest S.A.	EDI1116	6,6	98,0	0,6%	-	-	8,7%	6,9%
	LC CORP	LCC1018	50,0	102,2	0,0%	-	-	4,5%	2,7%
	LC CORP	LCC0619	50,0	102,5	0,0%	-	-	4,5%	2,7%
	LC CORP	LCC0320	65,0	100,0	0,0%	-	-	5,0%	3,2%
	LOKUM DEWELOPER	LKD1017	30,0	100,2	3,3%	-	-	5,5%	3,7%
	MAK DOM	MKD0317	5,5	100,0	0,0%	-	-	6,6%	4,8%

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
Deweloperzy mieszkaniowi	MURAPOL	MUR1116	8,9	100,5	0,1%	-	-	6,8%	5,0%
	MURAPOL	MUR1115	5,4	100,0	0,4%	-	-	5,5%	3,7%
	MURAPOL	MUR0816	6,7	100,8	0,0%	-	-	6,2%	4,4%
	MURAPOL	MUR0418	30,0	99,9	-0,1%	-	-	6,4%	4,6%
	MURAPOL	MUL1116	18,6	100,0	0,0%	-	-	8,0%	6,2%
	NORDIC DEVELOPMENT	NOR1016	22,0	107,0	0,0%	2,5%	1,1%	-	-
	POLNORD	PND0618	50,0	99,5	1,5%	-	-	5,5%	3,7%
	POLNORD	PND0218	34,0	100,0	-0,3%	-	-	5,8%	4,0%
	POLNORD	PND0217	50,0	101,4	0,4%	-	-	4,9%	3,1%
	POLNORD	PND0118	10,5	100,5	0,0%	-	-	5,6%	3,8%
	ROBYG	ROG0218	15,0	101,1	-0,4%	-	-	5,2%	3,4%
	ROBYG	ROB1216	18,0	101,0	0,0%	-	-	4,3%	2,5%
	ROBYG	ROB1018	60,0	100,5	0,5%	-	-	4,7%	2,9%
	ROBYG	ROB0616	90,0	101,6	0,1%	-	-	3,6%	1,8%
	ROBYG	ROB0219	20,0	100,0	0,0%	-	-	4,6%	2,8%
	ROBYG	ROB0218	45,0	103,0	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	RONSON EUROPE	RON0716	9,3	102,0	0,5%	-	-	3,3%	1,5%
	RONSON EUROPE	RON0619	4,5	100,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	RONSON EUROPE	RON0617	83,5	102,0	0,0%	-	-	4,2%	2,4%
	RONSON EUROPE	RON0616	23,6	101,5	0,0%	-	-	3,7%	1,9%
	RONSON EUROPE	RON0518	28,0	100,1	-0,5%	-	-	5,2%	3,4%
	RONSON EUROPE	RON0419	15,5	100,5	0,0%	-	-	5,3%	3,5%
	RONSON EUROPE	RON0218	5,0	102,4	0,8%	-	-	4,2%	2,4%
	RONSON EUROPE	RON0119	10,0	100,0	0,0%	-	-	5,8%	4,0%
	SALWIRAK	SAL0317	5,0	98,5	2,0%	-	-	8,5%	6,7%
	UNIBEP	UNI0618	30,0	101,0	1,0%	-	-	3,9%	2,1%
	UNIBEP	UNI0516	11,0	102,2	0,0%	-	-	1,0%	-0,8%
	UNIDEVELOPMENT	UND0317	20,0	104,0	-0,7%	-	-	3,7%	1,9%
	VICTORIA DOM	VDM0618	15,0	100,0	0,0%	-	-	7,4%	5,6%
	VICTORIA DOM	VDM0217	8,1	100,0	0,0%	-	-	7,6%	5,8%
	WŁODARZEWSKA	WLO0516	17,5	37,6	-10,6%	-	-	1,8%	0,0%
	WŁODARZEWSKA	WLD0516	4,6	82,5	-0,6%	-	-	48,9%	47,1%
Fundusz	BEST II NS FIZ	BS20118	40,0	100,1	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	BEST III NS FIZ	BS30616	21,1	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM1216	4,4	100,0	0,0%	-	-	11,5%	9,7%
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM0416	3,5	100,5	0,8%	-	-	9,6%	7,9%
	INVISTA	INV1217	2,0	100,0		8,9%	6,9%	-	-
	INVISTA	INV1215	0,9	99,0	0,5%	-	-	15,6%	13,8%
	KREDYT INKASO I NS FIZ	KI10517	50,0	100,0	0,1%	-	-	5,7%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI1216	30,0	101,1	-0,8%	-	-	5,2%	3,4%
	MCI MANAGEMENT	MCI1017	31,0	100,0	0,0%	-	-	5,7%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI0616	18,8	100,9	0,0%	-	-	4,6%	2,8%

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
Fund.	MCI MANAGEMENT	MCI0416	36,0	100,1	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
	MCI MANAGEMENT	MCI0318	50,0	100,0	0,0%	-	-	6,9%	5,1%
	PTI	PTI0816	1,5	92,0	0,0%	-	-	19,6%	17,8%
Inne	2C PARTNERS	2CP0517	2,0	89,0	8,3%	18,3%	15,6%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0416	4,2	94,5	5,9%	23,4%	20,4%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0317	3,0	91,4	8,7%	17,9%	15,2%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0316	2,1	96,0	2,7%	21,2%	18,5%	-	-
	AGENCJA ROZWOJU PRZEMYSŁU	ARP1217	150,0	101,5	0,0%	-	-	2,6%	0,8%
	AmRest Holdings SE	AMR0919	140,0	101,4	0,0%	-	-	3,5%	1,7%
	AmRest Holdings SE	AMR0618	140,0	100,6	0,0%	-	-	3,9%	2,1%
	BENEFIT SYSTEMS	BFT0618	50,0	101,0	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
	CHEMOSERVIS-DWORY	CHS0318	15,0	100,5	1,0%	-	-	6,8%	5,0%
	DAYLI POLSKA	DAY0916	5,0	27,0	-69,0%	435,9%	205,3%	-	-
	ELEMENTAL HOLDING	EMT1019	24,0	100,0	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	ELEMENTAL HOLDING	EMT1017	26,0	100,0	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	ELZAB	ELZ0418	25,0	100,0	0,0%	-	-	3,6%	1,8%
	EMPIK	EMF1117	128,8	81,0	-6,9%	-	-	21,7%	19,9%
	GNB AUTO PLAN	GNA0725	125,4	100,0	0,0%	-	-	3,8%	2,0%
	GRANIT-COLOR	GRA0816	5,8	98,5	-1,5%	11,8%	9,8%	-	-
	INTEGER.PL	ITG1219	15,0	100,3	-0,1%	-	-	5,9%	4,1%
	INTEGER.PL	ITG1217	15,0	100,0	0,0%	-	-	4,8%	3,0%
	INTEGER.PL	ITG0918	60,0	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	INTEGER.PL	ITG0617	30,0	100,0	0,0%	-	-	5,5%	3,7%
	IVOPOL	IVO0616	2,4	101,0	9,6%	-	-	7,3%	5,5%
	KERDOS GROUP	KRS1217	13,2	79,0	0,0%	22,2%	18,9%	-	-
	KERDOS GROUP	KRS0516	2,0	94,0	0,0%	20,2%	17,5%	-	-
	KERDOS GROUP	KRS0416	3,0	68,0	-9,3%	137,3%	96,8%	-	-
	KERDOS GROUP	KRS0318	10,0	91,4	-5,2%	13,0%	10,7%	-	-
	KERDOS GROUP	KRS0316	3,0	58,0	-38,3%	306,6%	165,6%	-	-
	LZMO	LZM1116	6,1	88,5	5,4%	22,6%	19,3%	-	-
	MEDORT	MDR1016	25,9	100,5	0,0%	-	-	6,7%	4,9%
	MEXPOL	MPL0316	1,6	82,6	2,6%	-	-	60,0%	58,2%
	MO-BRUK	MBR0816	20,0	90,0	-1,1%	-	-	20,2%	18,4%
	MW TRADE	MWT1215	10,0	100,0	0,0%	-	-	5,7%	3,9%
	MW TRADE	MWT0618	23,0	100,2	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
MW TRADE	MWT0616	15,0	100,0	0,5%	-	-	6,0%	4,2%	
MW TRADE	MWT0417	15,0	100,0	0,5%	-	-	5,9%	4,1%	
MW TRADE	MWT0416	25,0	99,9	0,3%	-	-	6,6%	4,8%	
MW TRADE	MWT0316	30,0	99,5	-0,2%	-	-	7,7%	5,9%	
MW TRADE	MWT0216	30,0	99,7	0,2%	-	-	7,1%	5,3%	
MW TRADE	MWD0316	10,0	100,0	0,0%	-	-	6,4%	4,6%	
MW TRADE	MWD0216	10,0	100,1	0,1%	-	-	5,8%	4,0%	

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
Inne	ORBIS	ORB0620	300,0	100,0	0,0%	-	-	2,8%	1,0%
	OT LOGISTICS	OTS1118	100,0	101,5	0,0%	-	-	5,1%	3,3%
	OT LOGISTICS	OTS0818	10,0	100,2		5,3%	3,5%	-	-
	OT LOGISTICS	OTS0217	30,0	102,3	0,9%	-	-	3,9%	2,1%
	PCC AUTOCHEM	AUT0217	3,0	101,0	0,8%	5,9%	4,2%	-	-
	POLBRAND	PBD1017	1,6	97,8	-0,1%	10,5%	8,4%	-	-
	POLBRAND	PBD0616	3,9	96,9	-0,6%	14,8%	12,5%	-	-
	POLBRAND	PBD0116	12,6	98,8	4,2%	17,6%	15,6%	-	-
	POLKAP	SFK1215	1,4	99,1	0,1%	-	-	14,4%	12,6%
	PRIME MINERALS SPÓŁKA AKCYJNA	CCA0216	0,8	97,0	-1,8%	22,0%	19,2%	-	-
	REGIS	RGS0717	7,6	99,0	2,1%	-	-	7,4%	5,6%
	ROBINSON EUROPE	RBS1017	1,0	95,2	-3,6%	-	-	11,5%	9,7%
	Summa Linguae Spółka Akcyjna	SUL0717	1,4	99,1	-0,9%	10,9%	9,1%	-	-
	VENITI	VNT0316	0,4	82,0	0,0%	79,4%	77,6%	-	-
	WORK SERVICE	WSE1016	55,0	102,6	-0,1%	-	-	3,6%	1,8%
	WORK SERVICE	WSE0717	25,0	105,0	0,0%	-	-	4,0%	2,2%
	WORK SERVICE	WSE0317	20,0	101,5	0,0%	-	-	3,2%	1,4%
	WSIP	WSP0918	124,2	100,0	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
	ZM HENRYK KANIA	KAN1117	45,0	101,6	0,9%	-	-	5,7%	3,9%
	ZM HENRYK KANIA	KAN0318	25,0	102,2	1,2%	-	-	5,3%	3,5%
IT	AB	ABE0819	100,0	100,8	0,8%	-	-	3,2%	1,4%
	AB	ABE0720	70,0	100,0		-	-	3,3%	1,5%
	ACTION	ACT0717	100,0	100,6	0,0%	-	-	2,8%	1,0%
	AILLERON	ALL0317	15,0	102,0		-	-	6,1%	4,3%
	COMP	CMP0717	36,0	101,0	0,0%	-	-	3,5%	1,7%
	COMP	CMP0620	50,0	100,3		-	-	4,0%	2,2%
	CUBE.ITG	CTG0417	3,5	98,5	2,9%	-	-	9,1%	7,3%
	HUSSAR GRUPPA	HGR0517	1,7	100,5	1,5%	7,9%	6,4%	-	-
	SMT	SMT0917	7,0	100,5	0,5%	-	-	6,3%	4,5%
	SYGNITY	SGN1217	40,0	100,2	0,0%	-	-	4,3%	2,5%
	WB ELECTRONICS	WBE1117	80,0	101,6	0,0%	-	-	4,7%	2,9%
Paliwa, Gaz Energia	ENEA	ENA0220	1000,0	100,0	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
	ENERGA	ENG1019	1000,0	102,6		-	-	2,6%	0,8%
	GRUPA DUON	DUO0618	30,0	100,0	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA	PGE0618	1000,0	100,0	0,0%	-	-	2,5%	0,7%
	PGNiG	PGN0617	2500,0	100,9	-0,4%	-	-	2,5%	0,7%
	PKN ORLEN	PKN1117	200,0	101,5	-0,1%	-	-	2,5%	0,7%
	PKN ORLEN	PKN0617	200,0	101,5	0,4%	-	-	2,3%	0,5%
	PKN ORLEN	PKN0517	200,0	100,7	-0,4%	-	-	2,8%	1,0%
	PKN ORLEN	PKN0420	100,0	107,2	-1,0%	3,2%	1,1%	-	-
	PKN ORLEN	PKN0418	200,0	101,6	0,3%	-	-	2,39%	0,7%
	PKN ORLEN	PKN0219	1000,0	103,2	0,0%	-	-	2,4%	0,6%

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
Ener.	PKN ORLEN	PK11117	100,0	101,3	-0,2%	-	-	2,5%	0,7%
	TAURON POLSKA ENERGIA	TPE1119	1750,0	100,2	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
Pożyczki	CAPITAL SERVICE	CSV0217	2,9	98,4	-0,6%	10,6%	9,1%	-	-
	EUROCENT	ERC0916	2,0	101,1	0,3%	7,4%	6,1%	-	-
	EUROCENT	ERC0617	1,8	101,0	0,6%	7,7%	6,2%	-	-
	EVEREST CAPITAL	EVC0418	30,0	101,0	-0,5%	-	-	6,4%	4,6%
	FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0517	20,5	103,8	0,3%	-	-	5,6%	3,8%
	IPF INVESTMENTS POLSKA	IPP0620	200,0	101,0	0,5%	-	-	5,8%	4,0%
	MIKROKASA	MKR1116	2,0	94,9	-1,1%	14,1%	12,6%	-	-
	MIKROKASA	MKR1016	2,4	98,5	-1,9%	10,9%	9,6%	-	-
	MIKROKASA	MKR0916	2,0	99,0	1,4%	10,4%	9,1%	-	-
	MIKROKASA	MKR0617	1,0	100,2	0,2%	8,4%	6,9%	-	-
	MIKROKASA	MKR0517	1,5	99,1	-0,9%	8,5%	7,0%	-	-
	MIKROKASA	MKR0417	1,7	98,8	0,5%	9,7%	8,3%	-	-
WIERZYCIEL	WRL0516	2,0	97,9	7,0%	-	-	14,05%	12,65%	
Przemysł drzewny	FABRYKA KONSTRUKCJI DREWNIANYCH	FKD0516	3,0	94,5	1,3%	20,9%	18,9%	-	-
	KLON	KLN0217	2,5	102,0	2,0%	-	-	5,6%	3,8%
	MERA	MER0616	12,3	99,6	1,4%	-	-	7,5%	5,7%
	PAGED	PGD0818	21,0	100,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	PAGED	PGD0817	49,0	100,3	0,0%	-	-	5,0%	3,2%
	POZBUD T&R	POZ0219	50,0	100,1	-0,8%	-	-	4,3%	2,5%
Retail	CCC	CCC0619	210,0	100,1	0,0%	-	-	3,2%	1,4%
	Czerwona Torebka Spółka Akcyjna	CZT0416	14,6	66,4	-0,9%	-	-	124,1%	122,3%
	EUROCASH	EUH0618	140,0	97,5	0,0%	-	-	4,3%	2,5%
	PRÓCHNIK	PRC1215	6,0	99,8	1,0%	-	-	8,0%	6,2%
Sieć medyczna	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0916	0,7	101,8	0,0%	-	-	4,2%	2,4%
	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0622	124,3	100,0	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	BIOMED-LUBLIN	BML0818	9,0	99,5	-	-	-	7,5%	5,7%
	VOXEL	VOX0716	12,0	99,5	-0,5%	-	-	7,4%	5,6%
	VOXEL	VOL0716	10,0	99,0	-0,5%	-	-	7,7%	5,9%
Telek.	CYFROWY POLSAT	CPS0721	1000,0	101,5	0,4%	-	-	4,0%	2,2%
	MULTIMEDIA POLSKA	MMP0520	1038,0	100,4	-0,1%	-	-	5,0%	3,2%
Usługi finansowe	ABS INVESTMENT	AIN0717	1,0	99,6	-0,2%	8,6%	7,0%	-	-
	AOW FAKTORING	AOW0517	5,0	100,5	0,0%	-	-	6,4%	4,6%
	AOW FAKTORING	AOW0416	5,0	100,0	0,0%	-	-	6,7%	4,9%
	AOW FAKTORING	AOW0317	5,0	100,7	1,2%	-	-	6,2%	4,4%
	BLUE TAX GROUP	BTG1215	0,5	96,3	0,0%	48,5%	47,2%	-	-
	COPERNICUS SECURITIES	CRS0416	5,0	100,0	2,0%	-	-	5,5%	3,7%
	GPW	GPW0117	120,5	100,5	-0,7%	-	-	2,5%	0,7%
	PRAGMA INWESTYCJE	PIN1016	10,0	99,3	-0,2%	-	-	7,1%	5,3%
	Property Lease Fund	LEX0916	5,0	36,0	-3,2%	176,2%	126,5%	-	-
	Property Lease Fund	LEX0616	3	30	48,5%	-	-	279,3%	277,4%

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
Usługi fin.	SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	4,1	100,0	0,0%	-	-	9,4%	7,6%
	SMS KREDYT HOLDING	SMS0418	3,0	99,5	-1,0%	9,1%	7,2%	-	-
Wierzytelności	BEST	BST1018	50,0	100,5	-0,3%	5,9%	4,2%	-	-
	BEST	BST0820	60,0	100,0		-	-	5,4%	3,6%
	BEST	BST0516	39,0	101,0	0,0%	-	-	4,5%	2,7%
	BEST	BST0418	45,0	101,4	0,5%	-	-	5,0%	3,2%
	BEST	BST0320	20,0	100,5	0,4%	-	-	5,2%	3,4%
	BEST	BST0319	35,0	99,5	1,2%	-	-	5,2%	3,4%
	CASUS FINANSE	CAS1216	9,7	99,8	-0,3%	-	-	6,9%	5,1%
	CASUS FINANSE	CAS1117	24,0	102,0	1,0%	-	-	5,9%	4,1%
	DEBT TRADING PARTNERS BIS	DTP0816	9,1	100,8	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
	EGB INVESTMENTS	EGB1217	10,0	101,8	-0,6%	-	-	6,8%	5,0%
	EGB INVESTMENTS	EGB0618	6,0	97,0	0,0%	-	-	7,5%	5,7%
	EGB INVESTMENTS	EGB0318	6,0	97,0	0,0%	-	-	7,7%	5,9%
	EGB INVESTMENTS	EGB0118	10,0	101,5	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
	FAST FINANCE	FFI1116	8,6	95,0	4,4%	-	-	14,1%	12,3%
	FAST FINANCE	FFI0916	3,9	93,0	1,2%	-	-	17,5%	15,7%
	FAST FINANCE	FFI0116	7,8	94,0	3,3%	-	-	40,9%	39,1%
	INDOS	INS1017	6,0	100,1	2,1%	8,5%	6,7%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0916	2,3	101,6	2,9%	7,6%	5,7%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0416	1,1	102,9	3,4%	2,2%	0,5%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0217	2,6	101,0	1,0%	7,6%	5,7%	-	-
	KREDYT INKASO	KRI1216	18,0	103,7	0,0%	-	-	4,2%	2,4%
	KREDYT INKASO	KRI1018	69,0	100,8	0,1%	-	-	5,1%	3,3%
	KREDYT INKASO	KRI0916	30,0	103,5	-2,4%	-	-	3,2%	1,4%
	KREDYT INKASO	KRI0717	53,0	102,2	0,0%	-	-	4,6%	2,8%
	KREDYT INKASO	KRI0416	15,0	100,0	0,0%	-	-	7,9%	6,1%
	KREDYT INKASO	KRI0118	17,0	102,5	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
	KREDYT INKASO	KRI0116	35,0	99,6	-0,5%	-	-	9,2%	7,4%
	KREDYT INKASO	KR20116	5,0	100,1	0,1%	-	-	5,9%	4,1%
	KRUK	KRU1220	45,0	103,9	1,4%	-	-	4,3%	2,5%
	KRUK	KRU1218	10,0	105,2	-1,7%	-	-	4,3%	2,5%
	KRUK	KRU1217	15,0	103,0	0,0%	-	-	4,2%	2,4%
	KRUK	KRU1216	40,0	103,5	0,1%	-	-	3,0%	1,2%
	KRUK	KRU1116	30,0	103,0	-0,2%	-	-	3,3%	1,5%
KRUK	KRU1018	40,0	105,8	0,0%	-	-	4,2%	2,4%	
KRUK	KRU0818	50,0	106,0	0,8%	-	-	4,0%	2,2%	
KRUK	KRU0621	100,0	101,0	-1,4%	-	-	4,7%	2,9%	
KRUK	KRU0620	13,4	100,5	-0,8%	4,4%	2,6%	-	-	
KRUK	KRU0618	15,0	105,8	0,0%	-	-	3,9%	2,1%	
KRUK	KRU0517	60,0	102,1	-1,0%	-	-	4,5%	2,7%	
KRUK	KRU0317	60,0	103,8	0,0%	-	-	3,4%	1,6%	

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
Wierzytelności	KRUK	KRU0316	84,0	102,2	0,7%	-	-	0,2%	-1,6%
	P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE1117	35,0	100,1	0,6%	-	-	6,1%	4,3%
	PRAGMA FAKTORING	PRF1216	20,0	100,2	0,2%	-	-	6,0%	4,2%
	PRAGMA FAKTORING	PRF0418	10,0	100,0	0,0%	-	-	5,8%	4,0%
	PRAGMA FAKTORING	PRF0218	10,0	100,4	-0,1%	-	-	5,8%	4,0%
	PRAGMA INKASO	PRI1117	10,0	100,2	0,7%	-	-	6,1%	4,3%
	PRAGMA INKASO	PRI0518	5,5	100,0	0,0%	-	-	5,8%	4,0%
	VINDEXUS	VIN1116	10,0	103,0	1,4%	-	-	4,9%	3,1%

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Klauzule

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAI Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAI Dom Maklerski jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAI Dom Maklerski, a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAI Dom Maklerski w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności dane pochodzące ze strony <https://gpwcatalyst.pl/>), jednak NWAI Dom Maklerski nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania rekomendacji były wszelkie informacje na temat spółek oraz ich obligacji, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia.

NWAI Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.

DEFINICJE

Obligacje stałokuponowe:

- Z-spread

$$P = \frac{C}{f} \sum_{j=1}^n \frac{1}{\left(1 + \frac{(r_{T(j)} + \varphi)}{f}\right)^{f \times T(j)}} + \frac{100}{\left(1 + \frac{(r_{T(n)} + \varphi)}{f}\right)^{f \times T(n)}}$$

Oznaczenia: C to wartość kuponu, P- cena brudna obligacji, φ - Z-spread, zaś stopa WIBOR związana jest z czynnikiem dyskontowym ZT relacją:

$$r_T = \left[(Z_T)^{\frac{-1}{f \times T}} - 1 \right] \times f$$

- YTM liczony jest zgodnie z formułą XIRR, według wzoru:

$$P = \sum_{j=1}^n \frac{C_j}{(1 + YTM)^{\frac{T(j)}{365}}} + \frac{100}{(1 + YTM)^{\frac{T(n)}{365}}}$$

Obligacje zmienokuponowe

- Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)} + \sum_{j=2}^n Z_\delta(T_j) \Delta_j(L + q) + 100Z_\delta(T_n)$$

gdzie,

$$Z_\delta(T_j) = \frac{Z_\delta(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W + \delta)}; Z_\delta(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)}$$

δ – Discount Margin, P –cena brudna obligacji, q – marża, WFIX – znany Wibor dla obecnego okresu odsetkowego, WStub – Stopa Wibor pomiędzy dniem wyceny a kolejnym kuponem, W – obecny poziom Wiboru w zależności od częstotliwości wypłat kuponu (np. 3m, 6m), $\Delta_1, \dots, \Delta_n$ – wartości kuponów uwzględniające długość okresu odsetkowego (w ujęciu ACT365) oraz T_1, \dots, T_n daty wypłaty kuponów.

Kalkulacja Discount Margin zakłada, że wszystkie przyszłe wypłaty kuponów będą odbywać się według obecnej stopy procentowej. Discount Margin nie uwzględnia kształtu terminowej krzywej stóp procentowych.

- Zero Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)} + \sum_{j=2}^n Z_\gamma(T_j) \Delta_j(L(T_{j-1}, T_j) + q) + 100Z_\gamma(T_n)$$

gdzie,

$$Z_\gamma(T_j) = \frac{Z_\gamma(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W(T_{j-1}, T_j) + \gamma)}; Z_\gamma(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)}$$

$W(T_{j-1}, T_j)$ – oznacza terminową stopę Wibor pomiędzy dwoma terminami T_{j-1} a T_j , γ – Zero Discount Margin. Zero Discount Margin uwzględnia kształt krzywej stóp procentowych zarówno w czynniku dyskontowym jak i w ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).