



Chiny i FOMC źródłem niepewności

Dane docierające na rynek w sierpniu mogły dwójako wpłynąć na podejście inwestorów do polskiego rynku. Z jednej strony otrzymaliśmy stosunkowo dobre dane o rynku pracy w Polsce, z drugiej strony nieco rozczarować mogły lipcowe wyniki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej.

Grzegorz Balcerski

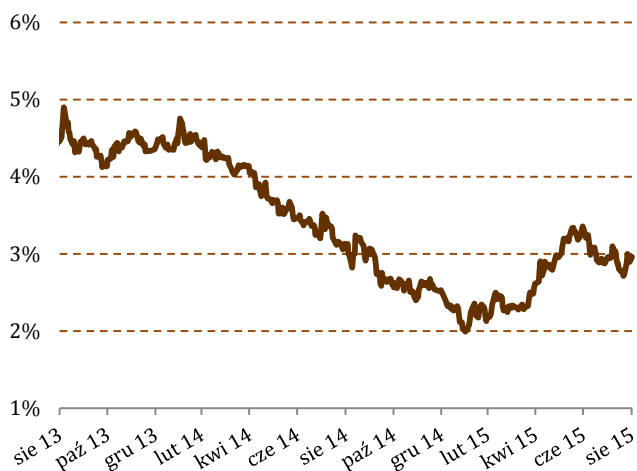
Doradca Inwestycyjny, MPW
Analityk
grzegorz.balcerski@nwai.pl
tel: 22 201 97 74

POLSKA – coraz lepiej na rynku pracy

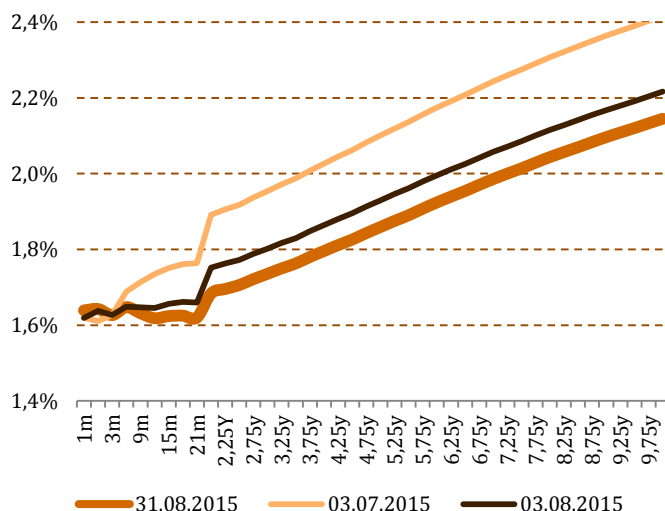
Zgodnie z oficjalnymi danymi GUS-u w lipcu stopa bezrobocia rejestrowanego była najniższa od grudnia 2008r. i wyniosła 10,1%, wobec 10,3% w czerwcu i 11,8% w lipcu 2014r. Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej podało również, że w lipcu liczba bezrobotnych spadła o ponad 35,1 tys. i był to najsilniejszy spadek na przestrzeni ostatnich 5 lat. Co więcej instytucja ta przewiduje, że w sierpniu stopa bezrobocia spadnie do 10% (oficjalne dane GUS poznamy 23 września), a pracodawcy zgłosili do urzędów pracy 119 tys. ofert pracy i była to największa miesięczna liczba od 2001r. Można zatem mówić pewnym przełomie na rynku i zbliżania się do wejścia w otoczenie jednocyfrowego bezrobocia. Do pozytywnych danych o rynku pracy zaliczyć także trzeba lipcowy wzrost wynagrodzenia brutto w przedsiębiorstwach zatrudniających co najmniej 10 osób, które wzrosło nominalnie o 3,3% r/r do 4 095,26 zł (+3,3%). Był to szósty najwyższy wynik w historii pomiaru (od 2005 r.). Zatrudnienie w tych przedsiębiorstwach wzrosło o 0,9% r/r do 5 583,4 tys. i ustanowiło kolejny historyczny rekord.

Poniżej oczekiwań analityków wypadły natomiast dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W lipcu produkcja sprzedana przemysłu była wyższa o 3,8% r/r (oczekiwano +4,1%, w czerwcu było to +7,6% r/r). Sprzedaż detaliczna w cenach stałych, w firmach zatrudniających powyżej 9 osób, wzrosła o 3,5% r/r, po wzroście o 6,6% w czerwcu - był to 28. wzrost z rzędu, choć najniższy od kwietnia 2015r. Lipcowe wyniki sprzedaży przemysłu, mimo że nieco rozczarowują, nie budzą zbyt poważnych obaw o koniunkturę gospodarczą w Polsce (w 2Q15 PKB wzrósł o 3,3% r/r, oczekiwano 3,6%). Struktura wzrostu w branżach sugeruje dobre wyniki w eksporcie (w pierwszym półroczu eksport Polski w cenach bieżących wzrósł o 6,3% r/r, do 363,3 mld zł - najsilniejszy wzrost sprzedaży dotyczył produkcji samochodów, wyrobów z metalu i

Rentowność 10-letnich Polskich obligacji skarbowych



Spotowa krzywa stóp procentowych



mebli), słabsze w sprzedaży na rynku wewnętrznym (co potwierdzają też dane o sprzedaży detalicznej). Bardziej niepokojąca jest niska dynamika sprzedaży w budownictwie, mogąca sugerować obniżenie, bardzo wysokiej w minionych kwartałach, dynamiki popytu inwestycyjnego.

W międzyczasie pojawiły się także pewne spekulacje na temat potencjalnych dalszych obniżek stóp w Polsce, o tyle zaskakujące, że temat ten od dawna i na długo uważano za zamknięty (co najmniej do końca 2016r.). Główne przesłanki do potencjalnej obniżki stóp, to oczywiście ciągle panująca deflacja, która bardzo wolno się zmniejsza oraz możliwość dalszych spadków cen ropy, które tą deflację mogą pogłębić. W lipcu ceny towarów i usług konsumpcyjnych spadły o 0,7% r/r, po spadku o 0,8% r/r w czerwcu. Był to piąty kolejny miesiąc zmniejszenia się skali deflacji, ale też trzynasty kolejny miesiąc spadku cen.

W sierpniu rentowności polskich 10-latek wahały się w przedziale ok. 2,7-3,1%. W drugiej połowie miesiąca mogliśmy obserwować ich najniższą rentowność od maja br., którą łączyć można z sytuacją w Państwie Środka, o czym więcej w kolejnych akapitach.

USA – Chiny przedłużą niepewność?

W przypadku amerykańskiego długu, wyłączając zwwyżki cen wywołane obawami o Chiny, rentowności 10-letnich obligacji oscylowały w granicach ok. 2,1-2,2%.

Mimo, że wciąż bazowym scenariuszem na podwyżki stóp pozostaje termin grudniowy, to istnieją pewne przesłanki do normalizacji polityki monetarnej także we wrześniu. Na szali ułożyć należy jednak dwie przeciwne kwestie: dobrą kondycję gospodarki amerykańskiej na jednej stronie i problemy gospodarek globalnych, w szczególności Chin, na drugiej. Która okaże się silniejsza i przeważy „zwycięstwo” na swoją stronę? Tego dowiemy się już w połowie września po posiedzeniu FOMC zaplanowanego jest na 16-17 września.

Amykański rynek pracy zdaje się być w formie wystarczającej na podniesienie stóp procentowych. Podobnie jak to miało miejsce w czerwcu, w lipcu stopa bezrobocia w USA była na najniższym od siedmiu lat poziomie 5,3%. Mimo to nie powinno się wpadać w huraoptymizm, ponieważ takiemu poziomowi bezrobocia towarzyszy najniższy w historii współczynnik aktywności zawodowej Amerykanów (62,6%). Implikuje to, że niska stopa bezrobocia to rezultat nie tylko pozytywnego otoczenia gospodarczego, ale także wycofania się części bezrobotnych z poszukiwania pracy. Fakt ten jednak nie przekreśla niskiej stopy bezrobocia w USA jako argumentu za obniżkami stóp procentowych jeszcze we wrześniu. Kolejnym z nich jest wzrost indeksu ISM dla sektora usług w USA w lipcu, który obrazuje tempo rozwoju tego sektora. Odczyt za lipiec wskazywał poziom 60,3, sierpniowy zaś 59,0. Lipcowa wartość indeksu ISM była najwyższą od sierpnia 2005r. Sprzedaż usług według tego badania wzrosła najsilniej od grudnia 2004r., a zatrudnienie w sektorze wzrosło najsilniej od sierpnia 2008r. Również Markit Economics odnotował przyśpieszenie rozwoju sektora usług w USA: w sierpniu indeks PMI dla usług wzrósł do 56,1 pkt. z 55,7 pkt. w lipcu (obydwa odczyty powyżej oczekiwań analityków). Dla przypomnienia - sektor usług w USA odpowiada za wytworzenie około 2/3 PKB. Co więcej wzrost PKB (w ujęciu zaanualizowanym) w USA w II kwartale został zrewidowany w górę do 3,7% z szacownych miesiąc temu 2,3%. Ekonomisci spodziewali się, że zrewidowany szacunek wyniesie 3,2%, co jest kolejnym zaskoczeniem in plus.

Wrześniowe zachęty jastrzębi ostudził nieco FOMC w publikacji „minutes” z lipcowego posiedzenia. Członkowie FOMC uznali, że dzięki poprawie na rynku pracy gospodarka USA jest blisko punktu, w którym należy podnieść stopy procentowe, mimo to przeszkodę stanowi nadal niska inflacja i słaby wzrost gospodarczy na świecie, które stwarzają zbyt duże ryzyko. Najpoważniejsze obawy dotyczą rzecz jasna rozwoju Chin. Dużo niepokoju wniosły publikowane w pierwszej połowie sierpnia dane o eksporcie drugiej gospodarki Świata. Wynikało z nich, że w lipcu eksport Chin zmniejszył się o 8,3% r/r, przy spadku importu o 8,1%. Spadek eksportu był największym od czterech miesięcy i znacznie przekroczył (negatywnie) konsensus rynkowy. Wraz z danymi o czterdziestym z rzędu spadku cen producenckich (PPI), o 5,4% r/r, do poziomu najniższego od 2009 r. (dane za sierpień były jeszcze gorsze – spadek o 5,9% r/r), był informacją pogarszającą wyobrażenia o tendencjach chińskiej gospodarki i umacniającą przekonanie, iż Ludowy Bank Chin, który od listopada

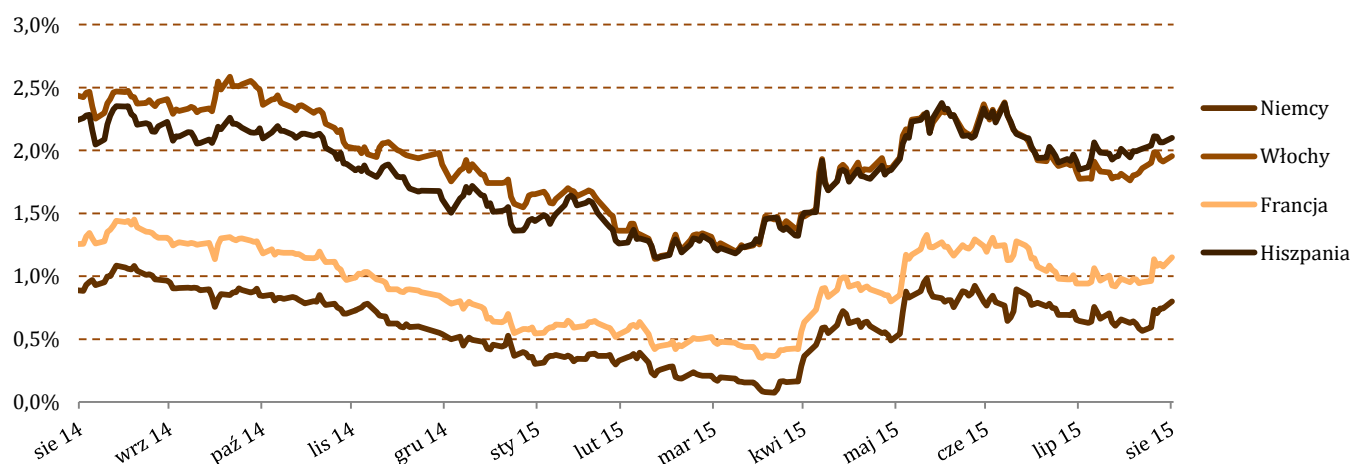
czterokrotnie obniżył stopy procentowe, obniży je ponownie. Najpierw jednak zdecydował się na 3-krotną dewaluację juana, kolejno o 1,9%, 1,6% i 1,1%. Centralny Bank Chin zmienił także reżim kursowy na codzienne ustalanie stawki referencyjnej z dopuszczalnym przedziałem wahań +/-2%. Decyzje te osłabiły waluty regionu oraz ceny surowców i wzbudziła obawy o zapoczątkowanie wojny walutowej. To nie był jednak koniec złego. W sierpniu indeks PMI przemysłu przetwórczego Chin spadł do 47,3 pkt z 47,8 w lipcu i osiągnął poziom najniższy od marca 2009r. (6 raz z rzędu poniżej 50). Te jak i inne dane z gospodarki Chin automatycznie przełożyły się na działania inwestorów. Shanghai Composite Index wciąż kilku dni spadł z poziomu 4005 pkt. poniżej 3000 pkt. i znalazł się 42% poniżej wieloletniego maksimum z czerwca, co oczywiście obito się szerokim echem na rynkach globalnych. W odpowiedzi na to Ludowy Bank Chin obniżył stopy procentowe o 0,25 pp., w tym stopę depozytową do 1,75% oraz stopę rezerw obowiązkowych o 0,5 pkt proc., do 18%. Była to piąta obniżka stóp banku centralnego od listopada (z poziomu 3,0%) oraz trzecia obniżka rezerw obowiązkowych w tym roku (z poziomu 20% na koniec stycznia). Pozwoliło to na uspokojenie rynków, jednak cała ta sytuacja przyniosła utrapienie decydentom z FED-u.

Z jednej strony chińskie perypetie sierpniowe mogą odciągać członków FOMC od rychłych podwyżek, z drugiej zaś podniesienie stóp już we wrześniu mogłoby znieść z rynków dozę niepewności, wzmagając zmienność na nich. Na którą szalę przechylą się głosy na posiedzeniu zobaczymy już 17 września.

EMU – rozprzedaż Grecji – challenge accepted

Sierpień przyniósł nam również finalizację negocjacji Greków z wierzycielami. Najpierw ministrowie finansów, a potem parlamenty państw strefy euro (Eurogrupa) zaakceptowali trzeci program pomocowy dla Grecji. W jego ramach wciąż trzech lat Grecy otrzymać mają do 86 mld EUR pożyczki z Europejskiego Mechanizmu Stabilności. Z pierwszej raty 26 mld EUR Ateny otrzymały 16 mln EUR, dzięki czemu mogły spłacić Europejskiemu Bankowi Centralnemu 3,2 mld EUR bieżących należności. 10 mld EUR z wspomnianej kwoty zostać miała zdeponowana na specjalnym koncie w Luksemburgu z przeznaczeniem na rekapitalizację banków. Przed decyzją ministrów parlament Grecji zaakceptować musiał program reform zakładający m.in. sprzedaż majątku narodowego. W takiej sytuacji nie próżnowały rzecz jasna dobrotliwi Niemcy – w międzyczasie grecki rząd zatwierdził sprzedaż 14 regionalnych lotnisk niemieckiej firmie Fraport za 1,23 mld EUR. Jest to pierwsza prywatyzacja przeprowadzona przez rząd, jeszcze wtedy premiera, Aleksisa Tsiprasa. Zaraz po rzekomym „zbawieniu” Grecji Tsipras podał się do dymisji... Jednocześnie zwrócił się do prezydenta Prokopisa Pawlopulosa o jak najszybsze rozpisanie wyborów. Powodem dymisji był sprzeciw wobec programu wewnątrz rządzącej partii Syriza, która styczniowe wybory wygrała obiecując odejście od programów oszczędnościowych i dalszego zaciskania pasa. Warto także wspomnieć, że warunki przyjęte przez rząd Grecji, były rozszerzone wobec treści reform zawartych w referendum rozpisany z inicjatywy rządu, które to treści naród grecki odrzucił (tzw. „demokracja”).

Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych



Rynek polskich obligacji korporacyjnych

Sierpień był miesiącem potencjalnego dużego wpływu publikacji sprawozdań finansowych za 1H15 na notowania obligacji. W tym okresie najwyższa średnia zmiana notowań dotyczyła sektora Funduszy za sprawą wzrostu kursu obligacji PTI1115 z 3,1% do 14,5%. Ignorując wpływ tej serii na cały wyróżniony przez nas sektor średnia zmiana notowań wyniosłaby -0,1%. Obawy o spłacalność tej serii mają duże uzasadnienie – PTI nie wykupił w czerwcu obligacji serii B i z opóźnieniem przekazał środki na spłatę odsetek obligacji C. Spółka ma problemy z bieżącym regulowaniem zobowiązań finansowych, co więcej z dużym dyskontem wyprzedziła ona swój portfel inwestycyjny. Na koniec 1H15 odnotowała 96,2 mln PLN straty netto. Największy spadek notowań w sierpniu dotyczył branży usług finansowych (-1,86%). Winowajcą w tej sytuacji jest Leasing-Experts, której obligacje (konkretnie seria LEX0916) potaniały o blisko 5% do 52% nominału (druga seria emitenta notowana po 75% nominału). Spółka pokazała bardzo słaby wynik netto na 2Q15 (strata netto 0,73 mln), na koniec półrocza wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 97%.

Tab. 1. Mediana rentowności obligacji

Sektor	Wartość notowanych emisji [mln PLN]	Discount		Zero Discount		Średnia zmiana notowań m/m
		Margin	Δ DM	Margin	Δ Z-DM	
Banki	10 814,16	6,02%	↓ -0,03%	4,22%	↓ -0,04%	↑ 0,23%
Budownictwo	115,54	5,52%	↑ 0,03%	3,72%	↑ 0,02%	↑ 0,20%
Chemia	284,16	4,11%	↓ -0,08%	2,31%	↓ -0,09%	↓ -0,53%
Deweloperzy komercyjni	2 444,36	6,05%	↑ 0,19%	4,25%	↑ 0,18%	↑ 0,22%
Deweloperzy mieszkaniowi	1 306,18	5,32%	↓ -0,28%	3,52%	↓ -0,29%	↑ 0,19%
Fundusz	348,87	5,99%	↑ 0,21%	4,19%	↑ 0,20%	↑ 24,93%
IT	383,21	4,53%	↓ -0,02%	2,73%	↓ -0,03%	↑ 0,53%
Paliwa, Gaz Energia	9 280,00	2,56%	↑ 0,06%	0,76%	↑ 0,05%	→ 0,00%
Pożyczki	268,86	6,10%	↓ -0,08%	4,29%	↓ -0,09%	↓ -0,09%
Przemysł drzewny	141,80	6,63%	↑ 1,34%	4,83%	↑ 1,33%	↑ 1,01%
Retail	370,61	8,70%	↑ 1,08%	6,90%	↑ 1,07%	↓ -0,03%
Sieć medyczna	249,99	9,74%	↑ 1,54%	7,97%	↑ 1,56%	↑ 1,78%
Telekomunikacja	2 038,00	4,60%	↓ -0,19%	2,80%	↓ -0,20%	↓ -0,98%
Usługi finansowe	293,57	7,10%	↑ 0,45%	5,30%	↑ 0,44%	↓ -1,86%
Wierzytelności	1 232,94	5,72%	↓ -0,76%	3,92%	↓ -0,77%	↓ -0,49%
Inne	1 654,28	6,13%	↓ -0,46%	4,33%	↓ -0,47%	↓ 0,00%

Po połowie podzieliły się sektory jeżeli brać pod uwagę wzrosty/spadki mediany Discount Margin. Najbardziej poprawiła się perspektywa postrzegania spółek windykacyjnych (-0,76pp.), wzrosła za to awersja do ryzyka względem sieci medycznych (+1,54pp.). Sektor ten charakteryzuje się najwyższą medianą Discount Margin wśród wszystkich sektorów (9,74%). Słabość tego sektora wiąże się ostrożnym podejściem do watorów PCZ, która na Catalyst ma uplasowanych 6 emisji, w większości notowanych z wyraźnym dyskontem (nawet 80% nominału).

Tab. 2. Największe obroty

Emitent	Seria	Obrót 1m	Obrót 3m
		[mln PLN]	[mln PLN]
CYFROWY POLSAT	CPS0721	18,8	18,8
PKN ORLEN	PKN0418	5,5	18,8
WB ELECTRONICS	WBE1117	3,0	7,0
mBANK	MBK1223	2,9	2,3
GETIN NOBLE BANK	GNB0218	2,8	9,1
PKN ORLEN	PK11117	2,5	9,4
KRUK	KRU0621	2,4	2,4
BANK MILLENNIUM	MIL0317	2,1	2,4
ALIOR BANK	ALR0321	2,1	3,6
mBANK	MBK0125	2,0	7,9

Warto wspomnieć także o potencjalnym wpływie ewentualnego zwiększenia luzowania monetarnego i możliwej obniżki stóp przez RRP (więcej o tym w pierwszej części raportu). Taki scenariusz może mieć dwojaki wpływ na rynek korporacyjnego długu. Po pierwsze presja na rentowość spółek pożyczkowych, związana z ograniczeniami ustawy antylichwiarskiej (koszty odsetkowe nie mogą przekroczyć 4-krotności stopy lombardowej). Po drugie, niższe stopy mogą podbijać notowania obligacji stałokuponowych (np. seria PKN0420 notowana po blisko 108% nominału).

W sierpniu inwestorzy najchętniej handlowali debiutującą w tym miesiącu emisją Cyfrowego Polsatu. Właściciele zmienili instrumenty o wartości 18,8 mln PLN. Potwierdza to zdecydowanie lepsze nastawienie inwestorów do mniej atrakcyjnych marżowo papierów polskich blue chip'ów aniżeli do bardziej rentownych, ale i ryzykowniejszych emisji mniejszych podmiotów.

Po stosunkowo aktywnym handlu w lipcu na rynku wtórnym, w sierpniu mogliśmy obserwować widoczny spadek obrotów na Catalyst. Wynik 141 mln PLN jest jednym z najniższych od dwóch lat i plasuje się znacznie poniżej mediany obrotów liczonej od stycznia 2013r. (172,6 mln PLN). Na koniec sierpnia na Catalyst notowanych było 544 serie obligacji wyemitowanych przez 200 podmiotów, których łączna wartość nominalna wynosiła 603,0 mld PLN.

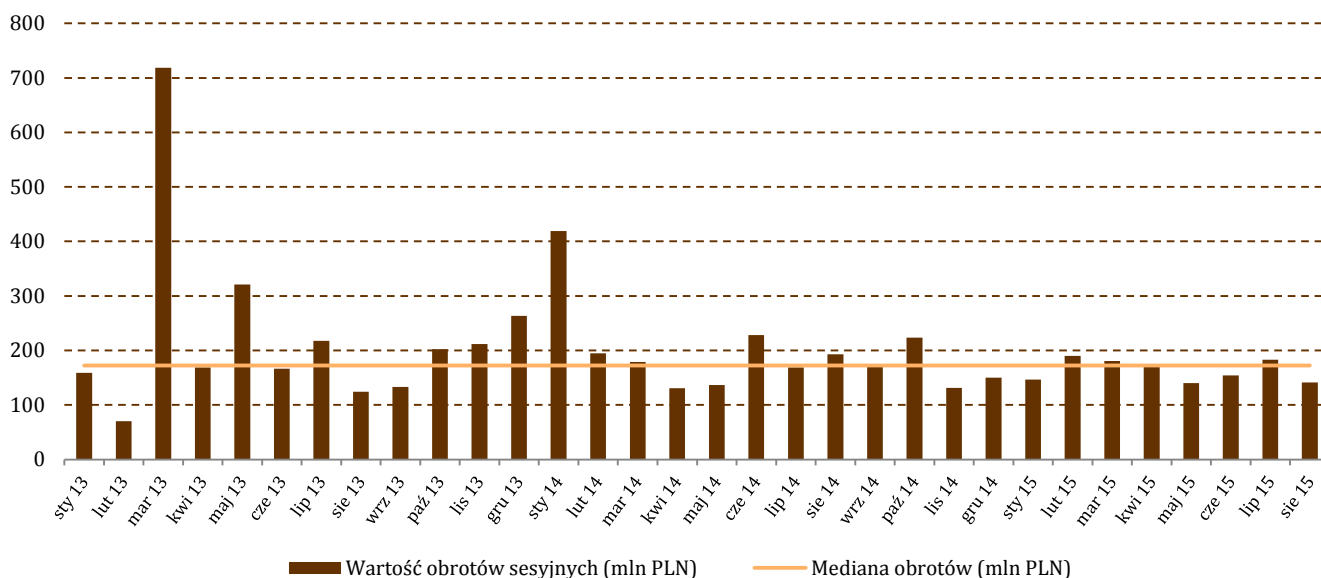
W sierpniu na Catalyst zadebiutowało 9 nowych serii obligacji, największy debiut dotyczył wspomnianej 1-miliardowej emisji Cyfrowego Polsatu. Do większych debiutów zaliczyć należy także emisje American Heart of Poland (124,3 mln PLN) i Dom Development (100 mln PLN).

Ze stosunkowo znaczących emisji w sierpniu nowy dług pozyskiwał Best (60 mln PLN). Marvipol (60) oraz BOŚ (56). 30,43 mln PLN pozyskał z rynku Idea Bank, Robyng ulokował z kolei papiery o łącznej wartości 30 mln PLN. Łącznie 21,1 mln PLN pozyskała w dwóch emisjach spółka EZO, 16 mln PLN udało się uplasować Grupie Raport, a 10 mln PLN pozyskał OT Logistics. Mniejsze emisje ulokowała także Arteria (9 mln PLN), Aedes (2,54) i Capital Park (1,88).

Tab. 3. Debiuty

Emitent	Seria	Data debiutu	Wartość emisji (mln PLN)
CYFROWY POLSAT	CPS0721	2015-08-12	1000,0
AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0622	2015-08-21	124,3
DOM DEVELOPMENT	DOM0620	2015-08-19	100,0
BENEFIT SYSTEMS	BFT0618	2015-08-28	50,0
CAPITAL PARK	CAP0618	2015-08-14	33,1
UNIBEP	UNI0618	2015-08-24	30,0
EVEREST CAPITAL	EVC0418	2015-08-19	30,0
GRUPA DUON	DUO0618	2015-08-06	30,0
SALWIRAK	SAL0317	2015-08-21	5,0

Wartość obrotów sesyjnych



Tab.4. Serie notowanych obligacji o najkrótszym terminie wykupu

Emitent	Seria	Data wykupu	Nominał [mln PLN]	Kurs	YTM	Z-spread	Discount Margin	Zero Discount Margin
Wrzesień								
WDB BU	WDB0915	2015-09-25	2,0	100,2	2,9%	1,3%	-	-
UBOAT - LINE	UBT0915	2015-09-27	5,0	2,0	+9999%	4617,8%	-	-
Październik								
UNISERV-PIECBUD	PCB1015	2015-10-02	5,6	100,0	-	-	6,5%	4,7%
KANCELARIA MEDIUS	KME1015	2015-10-04	2,0	100,0	6,8%	4,9%	-	-
BANK MILLENNIUM	MIL1015	2015-10-05	250,0	101,3	-	-	-10,6%	-12,4%
ATAL	ATL1015	2015-10-08	7,9	100,7	-	-	-1,4%	-3,2%
INSTALEXPORT	INE1015	2015-10-19	5,4	100,0	-	-	10,5%	8,7%
E-KANCELARIA	EKA1015	2015-10-23	2,1	70,0	1119,3%	248,4%	-	-
PCZ	PCZ1015	2015-10-31	13,0	100,0	3,8%	2,8%	-	-
Listopad								
QUALITY ALL DEVELOPMENT	QLT1115	2015-11-01	1,7	96,7	-	-	27,9%	26,1%
MW TRADE	MWT1115	2015-11-06	34,0	99,7	-	-	7,4%	5,6%
E-KANCELARIA	EKA1115	2015-11-06	3,6	1,6	2070,8%	2069,2%	-	-
MW TRADE	MWD1115	2015-11-07	6,0	98,4	-	-	14,2%	12,4%
PTI	PTI1115	2015-11-08	6,7	14,5	-	-	2753,3%	2751,5%
MIKROKASA	MKR1115	2015-11-08	1,8	98,6	-	-	15,8%	14,0%
IIF	IIF1115	2015-11-09	2,5	100,0	-	-	6,1%	4,3%
SAF	SAF1115	2015-11-15	2,0	82,0	178,9%	180,7%	-	-
KLON	KLN1115	2015-11-18	4,0	99,6	-	-	9,5%	7,7%
MURAPOL	MUR1115	2015-11-22	5,4	99,5	-	-	9,2%	7,4%

Tab. 5. Zmiany kursów

Emitent	Seria	Kurs			
		30.06.2015	Zmiana 1m	Zmiana 3m	Zmiana 6m
Największe wzrosty					
PTI	PTI1115	14,5	↑375,41%	↓-73,64%	↓-85,50%
PCZ	PCZ1015	100	↑17,56%	↑1,04%	↑0,11%
INSTALEXPORT	INE1015	100	↑6,38%	↑5,82%	↑6,39%
KANCELARIA MEDIUS	KME0416	99	↑5,32%	↑4,21%	↓-2,17%
REGIS	RGS0717	98,9	↑5,21%	↓-1,10%	↓-1,11%
FABRYKA KONSTRUKCJI DREWNIANYCH	FKD0516	94,5	↑5,01%	↓-0,53%	↓-3,87%
GETIN NOBLE BANK	GNB1119	95,48	↑4,92%	↓-2,58%	↓-4,33%
GETIN NOBLE BANK	GNB1120	91,25	↑4,89%	↓-4,97%	↓-6,78%
MIKROKASA	MKR1016	100,41	↑4,59%	↑1,10%	bd
RANK PROGRESS	RNK0616	93,85	↑4,28%	↑2,01%	↓-2,84%
Największe spadki					
LEASING-EXPERTS	LEX0916	52	↓-24,64%	↓-46,68%	↓-46,91%
SAF	SAF1115	82	↓-17,16%	↓-17,51%	↓-17,84%
2C PARTNERS	2CP0317	74,5	↓-11,31%	↓-26,30%	↓-28,37%
WIERZYCIEL	WRL0516	92	↓-5,15%	↓-6,03%	↓-8,55%
2C PARTNERS	2CP0517	74,99	↓-4,86%	↓-25,75%	bd
BZ WBK	BZW1216	100	↓-4,31%	↓-1,48%	↓-1,28%
FAST FINANCE	FFI0116	86,11	↓-4,27%	↓-10,32%	↓-10,13%
2C PARTNERS	2CP0416	85,1	↓-3,30%	↓-16,00%	↓-16,57%
GETIN NOBLE BANK	GNB0919	89	↓-3,15%	↓-10,10%	↓-11,18%
KRUK	KRU1018	106,01	↓-2,64%	↓-2,64%	↓-3,18%

Tab. 6. Najwyższe rentowności

Emitent	Seria	Discount Margin	Zero Discount	Notowanie 2015-
			Margin	08-31
PTI	PTI1115	2753,3%	2751,5%	14,5
WŁODARZEWSKA	WLO0516	162,5%	160,8%	41,06
Czerwona Torebka Spółka	CZT0416	63,7%	61,9%	73,2
MEXPOL	MPL0316	62,4%	60,7%	74,99
FAST FINANCE	FFI0116	56,2%	54,4%	86,11
LEASING-EXPERTS	LEX0616	50,3%	48,5%	75,01
WŁODARZEWSKA	WLD0516	37,3%	35,5%	82,99
QUALITY ALL DEVELOPMENT	QLT1115	27,9%	26,1%	96,7
IVOPOL	IVO0616	18,6%	16,8%	92,77
PTI	PTI0816	17,3%	15,5%	92
Emitent	Seria	YTM	Z-spread	Notowanie 2015-08-31
UBOAT - LINE	UBT0915	+99999%	4617,8%	1,95
E-KANCELARIA	EKA0616	13489,0%	1274,5%	1,01
E-KANCELARIA	EKA0816	4498,6%	629,4%	3,01
E-KANCELARIA	EKA1115	2070,8%	2069,2%	1,55
E-KANCELARIA	EKA1215	1622,1%	1620,5%	1,5
E-KANCELARIA	EKA1015	1119,3%	248,4%	70

Tab. 7. Podsumowanie notowanych serii

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana			Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs	m/m	YTM	Z-spread		
	ALIOR BANK	ALR0321	193,0	104,0	-1,4%	-	-	4,5%	2,7%
	ALIOR BANK	ALR0416	180,0	100,9	0,0%	-	-	1,8%	0,0%
	ALIOR BANK	ALR0421	67,2	104,0	0,0%	-	-	6,7%	4,9%
	ALIOR BANK	ALR0924	321,7	102,5	0,0%	-	-	4,6%	2,8%
	ALIOR BANK	ALR1022	80,0	103,0	-0,5%	-	-	5,4%	3,6%
	BANK MILLENNIUM	MIL0317	500,0	100,1	-1,2%	-	-	3,2%	1,4%
	BANK MILLENNIUM	MIL0618	300,0	101,2	0,0%	-	-	2,5%	0,7%
	BANK MILLENNIUM	MIL1015	250,0	101,3	0,0%	-	-	-10,6%	-12,4%
	BOŚ	BOD0521	100,0	102,8	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	BOŚ	BOG0222	100,0	102,4	0,0%	-	-	4,5%	2,7%
	BOŚ	BOS0724	150,0	102,0	0,0%	-	-	3,8%	2,0%
	BANK POCZTOWY	BPO0721	47,3	101,6	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
	BANK POCZTOWY	BPO1022	50,0	103,0	0,0%	-	-	4,8%	3,0%
	BANK POCZTOWY	BPO1216	147,9	100,5	0,0%	-	-	2,8%	1,0%
	BZ WBK	BZW0618	485,0	100,0	0,0%	-	-	2,9%	1,1%
	BZ WBK	BZW0717	475,0	100,0	-1,2%	-	-	2,9%	1,1%
	BZ WBK	BZW1216	500,0	100,0	-4,3%	-	-	3,0%	1,2%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0218	241,6	97,5	0,5%	-	-	6,7%	4,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0220	75,0	92,0	2,2%	-	-	7,0%	5,2%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0221	100,0	92,0	3,4%	-	-	6,5%	4,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0318	160,0	97,0	0,2%	-	-	6,6%	4,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0320	69,4	91,6	1,8%	-	-	7,1%	5,3%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0321	80,0	89,4	0,5%	-	-	7,1%	5,3%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0418	40,0	97,0	4,2%	-	-	6,6%	4,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0420	45,0	92,0	-1,6%	-	-	5,4%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0421	81,6	91,0	2,3%	-	-	6,7%	4,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0518	37,3	96,0	-1,4%	-	-	6,9%	5,1%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0617	350,0	100,5	-0,2%	-	-	3,2%	1,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0618	250,0	98,0	-2,0%	-	-	6,5%	4,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0620	42,7	90,0	0,0%	-	-	7,3%	5,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0717	65,0	100,0	0,0%	-	-	3,5%	1,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0720	148,6	89,0	-1,1%	-	-	7,6%	5,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0817	35,0	97,7	0,0%	-	-	6,6%	4,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0819	172,0	95,0	-0,5%	-	-	6,8%	5,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0820	65,0	90,0	-0,6%	-	-	7,2%	5,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0917	50,0	99,0	2,1%	-	-	5,8%	4,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0919	18,0	89,0	-3,1%	-	-	8,6%	6,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1017	45,0	98,0	1,0%	-	-	6,2%	4,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1019	40,0	93,0	0,0%	-	-	7,3%	5,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1020	35,0	92,0	2,2%	-	-	6,6%	4,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1119	40,0	95,5	4,9%	-	-	6,4%	4,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1120	50,0	91,3	4,9%	-	-	6,8%	5,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1217	100,0	100,0	0,0%	-	-	7,2%	5,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1219	40,6	93,3	-1,3%	-	-	6,4%	4,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1220	24,2	90,0	-2,0%	-	-	6,8%	5,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNF0618	40,0	93,1	0,1%	-	-	8,1%	6,3%

Banki

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	GETIN NOBLE BANK	GNO0320	50,0	100,0	0,0%	4,0%	0,8%	-	-
	GETIN NOBLE BANK	GNO0917	20,0	100,0	0,5%	-	-	5,4%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNO1120	40,4	91,5	3,9%	-	-	6,7%	4,9%
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1217	565,0	100,0	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1219	300,0	100,0	0,0%	-	-	2,6%	0,8%
	mBANK	MBK0125	750,0	101,0	1,0%	-	-	3,8%	2,0%
	mBANK	MBK1223	500,0	102,0	-0,9%	-	-	3,8%	2,0%
	PKO BP	PKO0922	1600,7	102,5	0,0%	-	-	3,0%	1,2%
	RAIFFEISEN BP	RBP1117	500,0	100,2	0,0%	-	-	3,0%	1,2%
Budownictwo	ERBUD	ERB0318	52,0	101,5	0,3%	-	-	4,1%	2,3%
	MIRBUD	MRB0717	25,4	94,0	0,6%	-	-	10,4%	8,6%
	TRAKCJA PRKiI	TRJ1215	3,0	101,5	0,0%	-	-	2,1%	0,3%
	TRAKCJA PRKiI	TRK1215	29,5	100,0	0,0%	-	-	5,5%	3,7%
	UNISERV-PIECBUD	PCB1015	5,6	100,0	0,1%	-	-	6,5%	4,7%
Chemia	CIECH	CI21217	160,0	105,5	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	PCC CPK	KOS0516	4,2	100,0	-0,9%	6,5%	4,9%	-	-
	PCC CPK	KOS1117	3,0	99,5	-0,7%	6,2%	4,4%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0416	25,0	101,9	bd	4,1%	2,5%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0419	22,0	101,0	bd	5,1%	3,1%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0517	25,0	102,9	bd	5,0%	3,3%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0620	20,0	100,3	bd	4,9%	2,7%	-	-
	PCC ROKITA	PCR1019	25,0	101,5	bd	5,1%	3,0%	-	-
Deweloperzy komercyjni	BBI DEVELOPMENT	BBI0216	22,0	101,5	0,0%	-	-	4,7%	2,9%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0217	53,0	100,0	0,0%	-	-	7,7%	5,9%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0218	35,0	100,4	0,0%	-	-	6,6%	4,8%
	CAPITAL PARK	CAP0318	11,1	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	CAPITAL PARK	CAP0617	35,0	99,3	-0,2%	-	-	7,6%	5,8%
	CAPITAL PARK	CAP0618	33,1	100,0	bd	-	-	6,1%	4,3%
	CAPITAL PARK	CAP0917	20,0	99,4	0,3%	-	-	7,3%	5,5%
	CAPITAL PARK	CAP1217	53,9	99,3	0,4%	-	-	6,4%	4,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0219	100,0	101,5	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
	ECHO INVESTMENT	ECH0318	75,0	101,6	bd	-	-	4,3%	2,5%
	ECHO INVESTMENT	ECH0417	200,0	103,4	0,0%	-	-	3,4%	1,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0418	50,0	101,8	bd	-	-	4,2%	2,4%
	ECHO INVESTMENT	ECH0519	70,5	100,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0616	50,0	101,7	bd	-	-	2,7%	0,9%
	ECHO INVESTMENT	ECH0618	80,0	101,5	-0,5%	-	-	4,7%	2,9%
	ECHO INVESTMENT	ECH0716	25,0	101,5	bd	-	-	2,8%	1,0%
	GHELAMCO INVEST	GHC0619	30,0	100,4	bd	-	-	5,7%	3,9%
	GHELAMCO INVEST	GHC0718	30,8	100,0	0,0%	-	-	6,8%	5,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE0118	114,5	101,2	0,4%	-	-	6,2%	4,4%
	GHELAMCO INVEST	GHE0418	27,2	101,5	0,0%	-	-	5,7%	3,9%
	GHELAMCO INVEST	GHE0519	50,0	100,0	0,0%	-	-	6,3%	4,5%
	GHELAMCO INVEST	GHE0619	50,0	97,4	bd	-	-	6,1%	4,3%
	GHELAMCO INVEST	GHE0716	20,0	101,5	0,0%	-	-	5,6%	3,8%
	GHELAMCO INVEST	GHE0718	120,4	104,5	1,2%	-	-	5,1%	3,3%
	GHELAMCO INVEST	GHE0816	9,2	99,0	-0,5%	-	-	7,6%	5,8%

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
GHELAMCO INVEST	GHE1116	6,5	100,0	0,0%	-	-	5,8%	4,0%
GHELAMCO INVEST	GHE1117	37,8	100,8	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
GHELAMCO INVEST	GHI0619	50,0	100,0	bd	-	-	5,9%	4,0%
GHELAMCO INVEST	GHI0718	30,0	100,4	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
GHELAMCO INVEST	GHI0718	30,0	100,6	-0,5%	-	-	6,1%	4,3%
GHELAMCO INVEST	GHK0718	11,2	99,8	0,3%	-	-	6,3%	4,5%
GTB METROPOLIS	GTB1117	8,1	91,2	2,4%	14,2%	12,4%	-	-
GTC	GTC0319	200,0	100,2	0,0%	-	-	6,2%	4,4%
GTC	GTC0418	294,2	99,7	0,0%	-	-	1,5%	-0,3%
HB REAVIS FINANCE PL	HBR1117	111,0	101,0	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
POZNAŃSKA 37 SPV	POA0117	15,6	108,9	0,0%	1,2%	-0,6%	-	-
POZNAŃSKA 37 SPV	POB0117	34,4	108,0	0,0%	1,6%	0,1%	-	-
RANK PROGRESS	RNK0616	130,8	93,9	4,3%	-	-	15,6%	13,8%
WARIMPEX	WXB0316	63,1	97,0	0,0%	-	-	13,8%	12,0%
WARIMPEX	WXF0218	9,0	106,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
WARIMPEX	WXF0316	24,0	105,2	0,0%	8,2%	6,4%	-	-
WARIMPEX	WXF1016	15,0	100,0	0,0%	3,8%	2,0%	-	-
WARIMPEX	WXF1017	8,0	100,0	0,0%	-	-	8,0%	6,2%
ATAL	ATL0616	30,0	101,0	0,0%	-	-	3,9%	2,1%
ATAL	ATL1015	7,9	100,7	0,0%	-	-	-1,4%	-3,2%
ATAL	ATL1016	17,6	102,7	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
DEVELOPRES	DVR0318	15,0	100,0	0,0%	-	-	6,8%	5,0%
DOM DEVELOPMENT	DOM0217	120,0	104,2	0,0%	-	-	2,3%	0,5%
DOM DEVELOPMENT	DOM0620	100,0	100,5	bd	-	-	3,6%	1,8%
ED invest S.A.	EDI1116	6,6	98,5	0,0%	-	-	8,0%	6,2%
INSTALEXPORT	INE1015	5,4	100,0	6,4%	-	-	10,5%	8,7%
LC CORP	LCC0320	65,0	100,0	0,0%	-	-	5,0%	3,2%
LC CORP	LCC0619	50,0	102,5	0,0%	-	-	4,6%	2,8%
LC CORP	LCC1018	50,0	102,2	0,0%	-	-	4,5%	2,7%
LOKUM DEWELOPER	LKD1017	30,0	97,0	0,0%	-	-	6,8%	5,0%
MAK DOM	MKD0317	5,5	100,0	0,0%	-	-	6,6%	4,8%
MURAPOL	MUL1116	18,6	100,4	-0,3%	-	-	6,0%	4,2%
MURAPOL	MUR0418	30,0	99,5	0,0%	-	-	6,6%	4,8%
MURAPOL	MUR0816	6,7	100,6	-0,3%	-	-	6,6%	4,8%
MURAPOL	MUR1115	5,4	99,5	0,3%	-	-	9,2%	7,4%
MURAPOL	MUR1116	8,9	100,4	-0,1%	-	-	7,0%	5,2%
NORDIC DEVELOPMENT	NOR1016	22,0	106,0	-2,3%	6,0%	4,4%	-	-
POLNORD	PND0118	10,5	100,4	0,1%	-	-	5,6%	3,8%
POLNORD	PND0217	50,0	100,2	-0,1%	-	-	6,2%	4,4%
POLNORD	PND0218	34,0	100,3	0,3%	-	-	5,7%	3,9%
POLNORD	PND0618	50,0	94,5	bd	-	-	7,2%	5,4%
ROBYG	ROB0218	45,0	103,0	-1,2%	-	-	4,5%	2,7%
ROBYG	ROB0616	90,0	102,0	0,5%	-	-	2,3%	0,5%
ROBYG	ROB1018	60,0	100,0	0,0%	-	-	4,8%	3,0%
ROBYG	ROB1216	35,0	102,3	0,0%	-	-	3,4%	1,6%
ROBYG	ROG0218	15,0	101,5	-1,0%	-	-	5,3%	3,5%
RONSON EUROPE	RON0119	10,0	101,2	1,2%	-	-	5,4%	3,6%

Deweloperzy mieszkaniowi

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	RONSON EUROPE	RON0218	5,0	101,5	1,0%	-	-	4,8%	3,0%
	RONSON EUROPE	RON0419	15,5	100,5	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
	RONSON EUROPE	RON0518	28,0	101,0	2,2%	-	-	4,9%	3,1%
	RONSON EUROPE	RON0616	23,6	101,5	0,0%	-	-	4,2%	2,4%
	RONSON EUROPE	RON0617	83,5	101,5	0,5%	-	-	4,6%	2,8%
	RONSON EUROPE	RON0619	4,5	100,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	RONSON EUROPE	RON0716	9,3	102,5	0,0%	-	-	3,4%	1,6%
	UNIBEP	UNI0516	11,0	102,2	0,0%	-	-	1,9%	0,1%
	UNIBEP	UNI0618	30,0	100,0	bd	-	-	4,3%	2,5%
	UNIDEVELOPMENT	UND0317	20,0	104,7	1,7%	-	-	3,6%	1,8%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0617	23,5	98,5	-1,0%	-	-	7,0%	5,2%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0618	13,3	99,8	-0,2%	-	-	6,8%	5,0%
	VICTORIA DOM	VDM0217	18,1	100,0	0,0%	-	-	7,8%	6,0%
	WŁODARZEWSKA	WLD0516	4,6	83,0	0,0%	-	-	37,3%	35,5%
	WŁODARZEWSKA	WLO0516	17,5	41,1	0,1%	-	-	162,5%	160,8%
	SALWIRAK	SAL0317	5,0	95,0	bd	-	-	10,9%	9,1%
Fundusze	BEST II NS FIZ	BS20118	40,0	99,5	-1,2%	-	-	6,3%	4,5%
	BEST III NS FIZ	BS30616	21,1	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	DOM DEVELOPMENT	DOM0318	50,0	101,7	0,0%	-	-	3,7%	1,9%
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MED.	EFM0416	3,5	98,5	0,0%	12,1%	10,3%	-	-
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MED.	EFM1216	4,4	98,3	-1,2%	11,8%	10,0%	-	-
	IIF	IIF1115	2,5	100,0	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
	INVISTA	INV1215	0,9	98,0	1,0%	-	-	14,2%	12,4%
	KREDYT INKASO I NS FIZ	KI10517	50,0	99,9	0,0%	-	-	5,7%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI0318	50,0	100,0	0,0%	-	-	5,7%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI0416	36,0	100,1	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	MCI MANAGEMENT	MCI0616	18,8	100,9	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
	MCI MANAGEMENT	MCI1017	31,0	100,0	0,0%	-	-	5,7%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI1216	30,0	102,0	0,0%	-	-	4,6%	2,8%
PTI	PTI0816	4,0	92,0	0,0%	-	-	17,3%	15,5%	
PTI	PTI1115	6,7	14,5	375,4%	-	-	2753,3%	2751,5%	
Inne	2C PARTNERS	2CP0316	2,1	95,0	-2,1%	20,5%	17,4%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0317	3,0	74,5	-11,3%	35,0%	29,5%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0416	4,2	85,1	-3,3%	40,7%	33,9%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0517	2,0	75,0	-4,9%	30,9%	26,1%	-	-
	AmRest Holdings SE	AMR0618	140,0	100,6	0,0%	-	-	3,9%	2,1%
	AmRest Holdings SE	AMR0919	140,0	101,4	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	CHEMOSERVIS-DWORY	CHS0318	15,0	100,0	0,0%	-	-	7,0%	5,2%
	DAYLI POLSKA	DAY0916	5,0	93,5	0,5%	16,3%	13,8%	-	-
	ELEMENTAL HOLDING	EMT1017	26,0	100,0	0,0%	-	-	4,2%	2,4%
	ELEMENTAL HOLDING	EMT1019	24,0	100,0	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	ELZAB	ELZ0418	25,0	100,0	0,0%	-	-	3,5%	1,7%
	EMPIK	EMF1117	128,8	87,0	0,0%	-	-	16,7%	14,9%
	GNB AUTO PLAN	GNA0725	193,6	100,0	0,0%	-	-	3,8%	2,0%
	GRANIT-COLOR	GRA0816	7,4	99,0	-2,2%	11,0%	8,9%	-	-
	INTEGER.PL	ITG0617	30,0	100,0	0,0%	-	-	5,5%	3,7%
	INTEGER.PL	ITG0918	60,0	100,0	0,0%	-	-	5,8%	4,0%

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z- spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin	
		[mln PLN]	Kurs						
INTEGER.PL	ITG1217	15,0	100,0	0,0%	-	-	4,9%	3,1%	
INTEGER.PL	ITG1219	15,0	100,4	0,0%	-	-	6,0%	4,2%	
IVOPOL	IVO0616	2,4	92,8	1,9%	-	-	18,6%	16,8%	
KERDOS GROUP	KRS0316	3,0	95,0	3,2%	18,1%	15,4%	-	-	
KERDOS GROUP	KRS0318	10,0	97,0	-0,2%	9,8%	7,8%	-	-	
KERDOS GROUP	KRS0416	3,0	95,0	2,2%	17,0%	14,3%	-	-	
KERDOS GROUP	KRS0516	2,0	99,1	0,3%	9,6%	7,6%	-	-	
KERDOS GROUP	KRS1217	13,2	90,4	0,5%	4,0%	2,1%	-	-	
LZMO	LZM1116	6,1	91,0	-2,5%	17,8%	15,1%	-	-	
MEDORT	MDR1016	25,9	100,5	0,0%	-	-	6,6%	4,8%	
MEXPOL	MPL0316	1,6	75,0	-1,3%	-	-	62,4%	60,7%	
MO-BRUK	MBR0816	20,0	95,0	-0,7%	-	-	12,1%	10,3%	
MW TRADE	MWD0216	10,0	100,0	2,0%	-	-	6,1%	4,3%	
MW TRADE	MWD0316	10,0	99,5	0,0%	-	-	6,8%	5,0%	
MW TRADE	MWD1115	6,0	98,4	-0,3%	-	-	14,2%	12,4%	
MW TRADE	MWT0216	30,0	100,0	1,5%	-	-	6,3%	4,5%	
MW TRADE	MWT0316	30,0	100,0	1,3%	-	-	6,5%	4,7%	
MW TRADE	MWT0416	25,0	98,6	0,6%	-	-	8,2%	6,4%	
MW TRADE	MWT0417	15,0	99,2	1,2%	-	-	6,2%	4,4%	
MW TRADE	MWT0616	15,0	99,5	1,5%	-	-	6,8%	5,0%	
MW TRADE	MWT0618	23,0	100,2	0,2%	-	-	4,4%	2,6%	
MW TRADE	MWT1115	34,0	99,7	1,2%	-	-	7,4%	5,6%	
MW TRADE	MWT1215	10,0	100,0	1,0%	-	-	6,2%	4,4%	
OT LOGISTICS	OTS0217	30,0	100,5	0,0%	-	-	5,5%	3,7%	
OT LOGISTICS	OTS1118	100,0	102,5	-0,3%	-	-	5,0%	3,2%	
PCC AUTOCHEM	AUT0217	3,0	100,1	-0,9%	6,8%	5,0%	-	-	
POLBRAND	PBD0116	12,6	92,0	-0,2%	40,7%	38,9%	-	-	
POLBRAND	PBD0616	3,9	92,0	0,0%	21,7%	18,5%	-	-	
POLBRAND	PBD1017	1,6	97,9	0,0%	10,4%	8,3%	-	-	
POLKAP	SFK1215	1,4	98,8	-0,2%	-	-	11,9%	10,1%	
PRIME MINERALS	CCA0216	0,8	97,0	3,2%	16,8%	14,2%	-	-	
QUALITY ALL DEVELOP.	QLT1115	1,7	96,7	0,0%	-	-	27,9%	26,1%	
REGIS	RGS0717	8,4	98,9	5,2%	-	-	7,4%	5,6%	
ROBINSON EUROPE	RBS1017	1,0	98,5	2,0%	-	-	9,7%	7,9%	
SUMMA LINGUAE	SUL0717	1,4	100,0	-0,1%	10,3%	8,6%	-	-	
UBOAT - LINE	UBT0915	5,0	2,0	0,0%	+9999%	4617,8%	-	-	
VENITI	VNT0316	0,4	82,0	0,0%	55,9%	55,1%	-	-	
WORK SERVICE	WSE0317	20,0	101,5	0,5%	-	-	3,3%	1,5%	
WORK SERVICE	WSE0717	25,0	105,0	0,0%	-	-	4,3%	2,5%	
WORK SERVICE	WSE1016	55,0	103,0	0,0%	-	-	3,6%	1,8%	
WSIP	WSP0918	131,9	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,2%	
ZM HENRYK KANIA	KAN0318	25,0	101,2	0,2%	-	-	5,8%	4,0%	
ZM HENRYK KANIA	KAN1117	20,0	101,5	0,5%	-	-	3,3%	1,5%	
BENEFIT SYSTEMS	BFT0618	25,0	105,0	0,0%	-	-	4,3%	2,5%	
IT	AB	ABE0819	55,0	103,0	0,0%	-	-	3,6%	1,8%
	ACTION	ACT0717	131,9	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	COMP	CMP0717	25,0	101,2	0,2%	-	-	5,8%	4,0%

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	CUBE. ITG	CTG0417	45,0	100,0	0,0%	-	-	6,5%	4,7%
	HUSSAR GRUPPA	HGR0517	50,0	102,0	bd	-	-	2,4%	0,6%
	SMT	SMT0917	100,0	100,0	0,0%	-	-	3,4%	1,6%
	SYGNITY	SGN1217	100,0	100,6	0,0%	-	-	2,9%	1,1%
	WB ELECTRONICS	WBE1117	80,0	101,6	0,1%	-	-	4,7%	2,9%
	WIND MOBILE	WMO0317	15,0	103,0	1,0%	-	-	5,6%	3,8%
Paliwa, Gaz, Energia	ENEA	ENA0220	1000,0	100,0	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
	ENERGA	ENG1019	1000,0	102,6	bd	-	-	2,6%	0,8%
	PGE	PGE0618	1000,0	100,0	0,0%	-	-	2,5%	0,7%
	PGNiG	PGN0617	2500,0	101,4	0,0%	-	-	2,3%	0,5%
	PKN ORLEN	PK11117	100,0	100,7	bd	-	-	2,4%	0,6%
	PKN ORLEN	PKN0219	1000,0	103,2	0,0%	-	-	2,4%	0,6%
	PKN ORLEN	PKN0418	200,0	101,0	bd	-	-	2,7%	0,9%
	PKN ORLEN	PKN0420	100,0	107,9	bd	3,1%	1,0%	-	-
	PKN ORLEN	PKN0517	200,0	101,1	bd	-	-	2,6%	0,8%
	PKN ORLEN	PKN0617	200,0	101,8	bd	-	-	2,2%	0,4%
	PKN ORLEN	PKN1117	200,0	101,6	bd	-	-	2,4%	0,6%
	TAURON PE	TPE1119	1750,0	100,2	0,0%	-	-	2,6%	0,8%
	GRUPA DUON	DUO0618	30,0	100,0	bd	-	-	4,1%	2,3%
Pożyczki	CAPITAL SERVICE	CSV0217	2,9	99,9	-1,1%	9,5%	7,7%	-	-
	EUROCENT	ERC0916	2,0	99,8	0,0%	9,0%	7,3%	-	-
	FERRATUM CAPITAL	FRR0517	20,5	103,0	-0,5%	-	-	6,4%	4,6%
	IPF INVESTMENTS	IPP0620	200,0	101,0	-0,4%	-	-	5,8%	4,0%
	MIKROKASA	MKR0417	1,7	98,3	-1,6%	10,0%	8,1%	-	-
	MIKROKASA	MKR0517	1,5	0,0	bd	8,9%	7,1%	-	-
	MIKROKASA	MKR0916	2,0	100,3	-0,1%	8,9%	7,1%	-	-
	MIKROKASA	MKR1016	2,4	100,4	4,6%	9,0%	7,3%	-	-
	MIKROKASA	MKR1115	1,8	98,6	1,1%	-	-	15,8%	14,0%
	MIKROKASA	MKR1116	2,0	96,8	2,3%	11,9%	10,1%	-	-
	WIERZYCIEL	WRL0516	2,0	92,0	-5,2%	21,9%	19,7%	-	-
EVEREST CAPITAL	EVC0418	30,0	101,0	bd	-	-	2,4%	0,6%	
Przemysł drzewny	FKD	FKD0516	3,0	94,5	5,0%	18,1%	15,7%	-	-
	KLON	KLN0217	2,5	99,0	-0,5%	-	-	7,9%	6,1%
	KLON	KLN1115	4,0	99,6	0,6%	-	-	9,5%	7,7%
	MERA	MER0616	12,3	99,0	1,2%	-	-	8,1%	6,3%
	PAGED	PGD0817	49,0	100,8	0,8%	-	-	4,8%	3,0%
	PAGED	PGD0818	21,0	100,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	POZBUD T&R	POZ0219	50,0	100,9	0,0%	-	-	4,0%	2,2%
Retail	CCC	CCC0619	210,0	100,1	0,0%	-	-	3,2%	1,4%
	CZERWONA TOREBKA	CZT0416	14,6	73,2	0,3%	-	-	63,7%	61,9%
	EUROCASH	EUH0618	140,0	97,5	0,0%	-	-	4,2%	2,4%
	PRÓCHNIK	PRC1215	6,0	98,1	-0,4%	-	-	13,2%	11,4%
Sieć medyczna	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0622	124,3	101,0	bd	-	-	4,6%	2,8%
	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0916	40,0	101,8	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	PCZ	PCZ0117	10,0	80,0	0,0%	25,8%	23,3%	-	-
	PCZ	PCZ0416	10,7	80,0	0,0%	47,5%	43,3%	-	-

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	PCZ	PCZ0617	10,0	89,0	0,0%	16,3%	14,1%	-	-
	PCZ	PCZ0916	10,0	94,3	0,0%	-	-	13,1%	11,3%
	PCZ	PCZ1015	13,0	100,0	17,6%	3,8%	2,8%	-	-
	PCZ	PCZ1117	10,0	90,0	0,0%	15,1%	11,7%	-	-
	VOXEL	VOL0716	10,0	97,0	-1,7%	-	-	10,7%	8,9%
	VOXEL	VOX0716	12,0	98,5	0,1%	-	-	9,7%	8,0%
TMT	MULTIMEDIA POLSKA	MMP0520	1038,0	100,0	-1,0%	-	-	5,0%	3,2%
	CYFROWY POLSAT	CPS0721	1000,0	100,6	bd	-	-	4,2%	2,4%
Usługi finansowe	ABS INVESTMENT	AIN0717	1,0	99,5	-0,5%	8,7%	7,2%	-	-
	AOW FAKTORING	AOW0317	5,0	100,0	0,5%	-	-	7,1%	5,3%
	AOW FAKTORING	AOW0416	5,0	100,0	-0,1%	-	-	7,1%	5,3%
	AOW FAKTORING	AOW0517	5,0	100,0	0,0%	-	-	6,7%	4,9%
	BLUE TAX GROUP	BTG1215	0,5	96,3	0,0%	23,4%	28,3%	-	-
	COPERNICUS SECURITIES	CRS0416	5,0	94,9	-0,1%	-	-	14,1%	12,3%
	GPW	GPW0117	245,0	100,5	0,0%	-	-	2,6%	0,8%
	LEASING-EXPERTS	LEX0616	3,0	75,0	0,0%	-	-	50,3%	48,5%
	LEASING-EXPERTS	LEX0916	5,0	52,0	-24,6%	4,6%	2,8%	-	-
	PRAGMA INWESTYCJE	PIN1016	10,0	99,8	-0,5%	-	-	6,4%	4,6%
	SMS KREDYT HOLDING	SMS0418	3,0	100,5	0,0%	8,8%	6,8%	-	-
	SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	4,1	100,0	0,0%	-	-	9,3%	7,5%
	WDB BU	WDB0915	2,0	100,2	1,2%	2,9%	1,3%	-	-
Wierzytelności	BEST	BST0319	35,0	98,0	bd	-	-	5,7%	3,9%
	BEST	BST0320	20,0	100,1	bd	-	-	5,3%	3,5%
	BEST	BST0418	45,0	100,0	bd	-	-	5,6%	3,8%
	BEST	BST0516	39,0	100,6	0,6%	-	-	5,5%	3,7%
	BEST	BST1018	50,0	100,7	bd	5,9%	4,0%	-	-
	CASUS FINANSE	CAS1117	24,0	101,0	1,0%	-	-	6,5%	4,7%
	CASUS FINANSE	CAS1216	9,7	100,3	0,6%	-	-	6,4%	4,6%
	DEBT TRADING PARTNERS	DTP0816	10,0	100,4	0,7%	-	-	5,7%	3,9%
	E-KANCELARIA	EKA0616	2,3	1,0	0,0%	+9999%	1274,5%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA0816	2,8	3,0	0,0%	4498,6%	629,4%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA0916	1,0	74,9	0,0%	44,6%	38,3%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA1015	2,1	70,0	0,0%	1119,3%	248,4%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA1016	2,3	71,0	0,0%	48,4%	41,6%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA1115	3,6	1,6	0,0%	2070,8%	2069,2%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA1215	4,2	1,5	0,0%	1622,1%	1620,5%	-	-
	E-KANCELARIA	EKK1016	1,8	82,0	0,0%	25,7%	23,9%	-	-
	E-KANCELARIA	EKK1215	1,0	80,0	0,0%	118,2%	83,1%	-	-
	EGB INVESTMENTS	EGB0118	10,0	101,5	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
	EGB INVESTMENTS	EGB0318	6,0	97,0	0,0%	-	-	7,7%	5,9%
	EGB INVESTMENTS	EGB1217	10,0	103,0	2,1%	-	-	6,4%	4,6%
	FAST FINANCE	FFI0116	7,8	86,1	-4,3%	-	-	56,2%	54,4%
	FAST FINANCE	FFI0916	3,9	91,9	0,0%	-	-	17,0%	15,2%
	FAST FINANCE	FFI1116	8,6	92,0	-0,6%	-	-	16,1%	14,3%
	INDOS	INS1017	6,0	98,5	-0,7%	9,3%	7,4%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0217	2,6	#N/D!	bd	5,9%	4,0%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0416	1,1	99,0	5,3%	10,9%	8,9%	-	-

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin	
		[mln PLN]	Kurs						
KANCELARIA MEDIUS	KME0916	2,3	98,5	0,5%	11,2%	9,1%	-	-	-
KANCELARIA MEDIUS	KME1015	2,0	100,0	0,0%	6,8%	4,9%	-	-	-
KREDYT INKASO	KR20116	5,0	99,0	-1,5%	-	-	10,1%	8,3%	
KREDYT INKASO	KRI0116	35,0	99,7	-0,5%	-	-	7,9%	6,1%	
KREDYT INKASO	KRI0118	17,0	101,0	0,0%	-	-	5,8%	4,0%	
KREDYT INKASO	KRI0416	15,0	100,0	0,0%	-	-	7,5%	5,7%	
KREDYT INKASO	KRI0717	53,0	102,9	0,0%	-	-	4,4%	2,6%	
KREDYT INKASO	KRI0916	30,0	106,0	0,0%	-	-	1,5%	-0,3%	
KREDYT INKASO	KRI1018	69,0	100,7	0,0%	-	-	5,1%	3,3%	
KREDYT INKASO	KRI1216	18,0	103,7	0,0%	-	-	4,7%	2,9%	
KRUK	KRU0316	96,0	101,6	0,0%	-	-	3,0%	1,2%	
KRUK	KRU0317	60,0	102,8	-0,4%	-	-	4,4%	2,6%	
KRUK	KRU0517	60,0	102,0	-2,4%	-	-	4,8%	3,0%	
KRUK	KRU0618	15,0	105,8	-1,1%	-	-	4,1%	2,3%	
KRUK	KRU0620	13,4	99,6	bd	4,6%	2,7%	-	-	
KRUK	KRU0621	100,0	101,5	-0,2%	-	-	4,6%	2,8%	
KRUK	KRU0818	50,0	103,2	-0,6%	-	-	5,1%	3,3%	
KRUK	KRU1018	40,0	106,0	-2,6%	-	-	6,4%	4,6%	
KRUK	KRU1116	30,0	103,3	0,0%	-	-	3,5%	1,7%	
KRUK	KRU1216	40,0	103,6	0,0%	-	-	3,4%	1,6%	
KRUK	KRU1217	15,0	103,0	bd	-	-	4,3%	2,5%	
KRUK	KRU1218	10,0	109,5	0,0%	-	-	3,0%	1,2%	
KRUK	KRU1220	45,0	102,4	-1,6%	-	-	4,6%	2,8%	
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE1117	35,0	100,0	0,0%	-	-	6,2%	4,4%	
PRAGMA FAKTORING	PRF0218	10,0	99,6	-0,9%	-	-	6,2%	4,4%	
PRAGMA FAKTORING	PRF0418	10,0	100,0	0,0%	-	-	5,8%	4,0%	
PRAGMA FAKTORING	PRF1216	20,0	99,1	-1,1%	-	-	7,0%	5,2%	
PRAGMA INKASO	PRI0518	5,5	100,0	0,0%	-	-	5,7%	3,9%	
PRAGMA INKASO	PRI1117	10,0	101,0	-0,6%	-	-	5,8%	4,0%	
SAF	SAF1115	2,0	82,0	-17,2%	178,9%	180,7%	-	-	
VINDEXUS	VIN1116	10,0	101,7	1,2%	-	-	6,5%	4,7%	

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

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

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

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

Obligacje zmiennokuponowe

- Discount Margin

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

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

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

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 ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).