



## Czy Akropol w końcu runie?

Czerwiec był stosunkowo ciekawym miesiącem na światowych rynkach kapitałowych. Do ogniska Strefy Euro wciąż dolewana jest oliwa z Półwyspu Peloponeskiego, ktoś dosypał tony lodu do rozgrzanego do czerwoności pieca Giełdy w Szanghaju, a FOMC zdaje się zacząć wystudzać optymizm inwestorów giełdowych w grudniu. Jak na te wydarzenia reagował polski rynek?

#### Grzegorz Balcerski

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

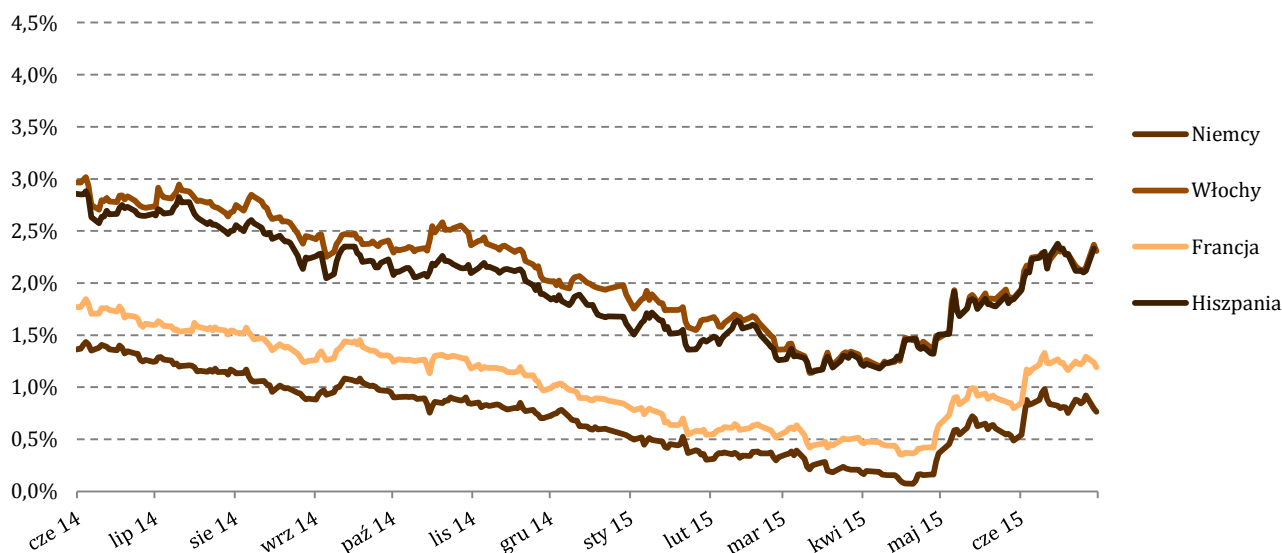
#### Adrianna Kocięda

Analityk  
adrianna.kocieda@nwai.pl  
tel: 22 201 97 66

### Strefa Euro – komu bardziej zależy na uniknięciu Grexit'u?

Sytuacja Grecji z grubsza przypomina sypiący się budynek, który lada chwila może się zawalić. Zbudowany na miernych fundamentach, zwarty mocno naciąganą zaprawą (wystarczy przypomnieć sobie wszelkie kontrowersje związane z przyjęciem Grecji do unii monetarnej), z lokatorami „nieco” leniwymi i przyzwyczajonymi do matczynej i socjalistycznej (mało powiedziane) opieki rządzących. Długu i wniosków o kolejne kredyty jest tak dużo, że aż wypadają z okien. Świat zachodni z dobrotliwymi Niemcami na czele tradycyjnie już wyraża niepokój i wyciąga ręce, które leczą w stronę Greków proponując im remont generalny fundamentów w zamian za dobudowanie kolejnego pięterka, gdzie upchnie się jeszcze troszeczkę długu (słowo „troszeczkę” wcale nie jest przesadzone, bo pomoc w wysokości 7,2 mld EUR to nic w porównaniu do ponad 400 mld EUR całkowitego zadłużenia). Czy taka pomoc rozwiąże problemy Hellady? Nie. Czy Trojka zdaje sobie sprawę, że prędzej czy później ten chwiejny dom runie? Pewnie tak. I to im bardziej rozbudowywany będzie ten dom, tym z większym hukiem upadnie. A może wierzyciele Grecji bardziej martwią się o swój interes, bo gdy Grecja stanie się bankrutem to różnie może być ze spłatami ich należności. Najprościej przecież byłoby zburzyć tę chwiejną konstrukcję, wyrównać teren i zacząć budować od początku, za pomocą drachmy, która może zapewnić Helladzie powrót konkurencyjności jej produktów i usług. Pożyczkodawcy, w tym w głównej mierze Niemcy, nie chcą nawet słyszeć o umorzeniu choćby części długu Atenom (oj, jak pamięć potrafi być krótka i zawodna). W zamian oferują ostre cięcia w budżecie (o tym z drugiej strony nie chce słyszeć Cipras) i pożyczkę

**Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych**



„na waciki”, która pozwoli na kontynuowanie obecnego systemu o kilka miesięcy, dopóki w studni znów nie wyschnie „EUROpenianaka”. Po kolejnych fiaskach rozmów między zainteresowanymi stronami, rząd Grecji postanowił wzmocnić swoją pozycję negocjacyjną, zdając się na wolę narodu. Ogłoszono referendum, w którym Grecy opowiedzieli się na odrzuceniu warunków stawianych przez Eurogrupę. Czy to realnie coś zmieniło? Nie. Bo czy za miesiąc, czy za rok, domek z kart i tak się osunie. Od miesięcy rozmowy są bezskuteczne i póki co nie zapowiada się na odwrócenie tego trendu. Kolejne deadline’y mijają i oprócz podwyższonej zmienności na rynkach i osłabienia sentymentu to bardziej ryzykownych aktywów katastrofy nie ma... Jedni już od jakiegoś czasu oswoili się z realną możliwością wyjścia Grecji ze strefy euro, a teraz dochodzą do nich następni. W tym fakcie inwestorów mógł utwierdzić brak spłaty na koniec czerwca przez Grecję części pożyczki do MFW (ponad 1,5 mln EUR) przez co stała się pierwszym uprzemysłowionym krajem, który jest dłużnikiem tej instytucji (w towarzystwie Zimbabwe, Sudanu czy Kuby).

### **USA – bazowy scenariusz przesunięty na grudzień, ale wrzesień wciąż wchodzi w grę**

Czerwiec przyniósł bardzo ważne wydarzenie z perspektywy kształtowania się poziomu stóp procentowych w USA – posiedzenie FOMC. Przed nim oczekiwano podania już konkretnych sygnałów co do początku normalizacji polityki monetarnej, jednak rynek musiał obejść się smakiem. Jasnych deklaracji nie było, niepewność co do przyszłych kroków FED’u wciąż pozostaje, a mimo to inwestorzy dostali wystarczająco informacji, aby zmienić swoje bazowe oczekiwania. Przesunęły się one w stronę końca roku, chociaż podwyżek we wrześniu wykluczyć nie można.

Wydzwiękowi poposiedzeniowego komunikatu FOMC, projekcji, jak i konferencji można przypiąć łątkę nieco gołębiego. Ciekawie wygląda skonfrontowanie ze sobą dot-charts’ów z oczekiwaniami członków FOMC co do liczby podwyżek w tym roku. Na krótszym końcu dot-charts nic praktycznie się nie zmieniło, w dół poszły natomiast oczekiwania co do poziomu stóp w dłuższym okresie, co wygenerowało gołębi sygnał. Co prawda na tym samym poziomie co w marcu pozostała mediana oczekiwań członków FOMC na koniec roku (0,5-0,75%, obecnie jest to 0-0,25%), ale w marcu tylko 3 na 17 członków oczekiwało mniej niż dwóch podwyżek w tym roku. W czerwcu liczba ta urosła do 7, co skłoniło rynek do przeniesienia oczekiwań na podwyżki na grudzień. Na konferencji prezes Janet Yellen kolejny raz podkreśliła, że podwyżki będą miały miejsce kiedy FOMC będzie pewien osiągnięcia celu inflacyjnego i widoczna będzie wyraźna poprawa kondycji gospodarki. Zwróciła uwagę, że chociaż ogólna miara bezrobocia poprawiała się, to wciąż niezadowolający jest wzrost płac i ilość osób pracujących na niepełny etat.

Czerwcowe dane o sytuacji na rynku pracy w USA wciąż podtrzymują nadzieję na podwyżki we wrześniu. Stopa bezrobocia spadła bardziej niż tego oczekiwano - do poziomu 5,3% (oczekiwane o 0,1 pp. wyższe), jednak w miejscu stoi płaca godzinowa (0,0% m/m). Wciąż poniżej oczekiwań rozkręca się inflacja (inflacja bazowa PPI +0,6% r/r vs oczekiwane +0,7%; inflacja bazowa CPI +1,7% r/r vs oczekiwane +1,8%). Z drugiej strony odbijać zaczyna sprzedaż detaliczna (sprzedaż bez samochodów +1,0% m/m vs oczekiwane +0,7%), co w połączeniu lepszymi projekcjami PKB na lata 2016 i 2017 zostawia pewne prawdopodobieństwo podwyżek przy wrześniu. Ale żebyśmy byli tego świadkami musimy liczyć na kolejne dobre dane makro, poprawę na giełdzie w Chinach i wyklarowanie sytuacji Grecji. W czerwcu rentowność amerykańskich 10-latek oscylowała w przedziale 2,25-2,50%.

### **Polska – pod wpływem czynników zewnętrznych**

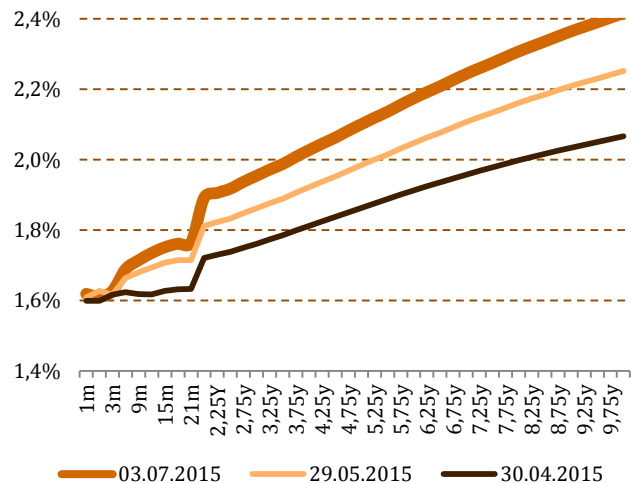
Polski rynek kapitałowy tradycyjnie odzwierciedlał to co działo się na rynkach globalnych, głównie napiętą i zdającą się nie kończyć sytuację związaną z Grecją. Pozytywnie brzmiące przecieki od „osób blisko związanych” z rządem Grecji czy urzędnikami z instytucji Troiki poprawiały sentyment do bardziej ryzykownych rynków EM, w tym Polski, zaś oficjalnie dementowane pogłoski i wypowiedzi decyzyjnych w tej sprawie osób powodowały odpływ kapitału do bezpiecznych przystani takich jak niemiecki dług. „Kupuj plotki, sprzedawaj fakty” aktualne i w tym przypadku.

Jeżeli chodzi o czynniki lokalne to w ostatnich tygodniach nie wydarzyło się nic, co swoim znaczeniem mogłoby pokonać wpływ wydarzeń zewnętrznych. Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami stopy procentowe pozostały na niezmiennym od dłuższego czasu poziomie (główna stopa referencyjna 1,5%). Wciąż towarzyszy nam i zapewne do jesieni towarzyszyć będzie ryzyko polityczne związane z przetarasowaniami na polskiej scenie politycznej. Poniżej oczekiwań prezentują się odczyty inflacji (inflacja CPI -0,9% r/r vs oczekiwane -0,7%, bez zmian m/m). Za to regularnie poprawia się sytuacja na rynku pracy. W maju wzrosło zarówno zatrudnienie jak i wynagrodzenie r/r (odpowiednio +1,1% i +3,2%) a stopa bezrobocia spadła do 10,8% (dane GUS). Dobrym sygnałem jest także pozytywna dynamika sprzedaży detalicznej (+1,8% r/r vs oczekiwane +1,7%) oraz lepsze niż oczekiwano odczyty indeksu PMI dla przemysłu za czerwiec (54,3 vs oczekiwane 52,1).

**Rentowność 10-letnich Polskich obligacji skarbowych**



**Spotowa krzywa stóp procentowych**



## Rynek polskich obligacji korporacyjnych

Szósty miesiąc roku przyniósł nam spadek notowań obligacji zdecydowanej większości sektorów notowanych na Catalyst. Najbardziej ucierpiały kursy emitentów zajmujących się windykacją oraz sieci medycznych, których średnia zmiana notowań w porównaniu do maja wyniosła odpowiednio -7,88% i -5,63%. W przypadku spółek wierzytelnościowych za spadki te odpowiada ciężąca na całym sektorze (stosunkowo dobrze sobie radzającym) E-Kancelaria. Cztery serie tego emitenta spośród 9 notowanych na Catalyst zanotowały w czerwcu ponad 90% spadek, na koniec miesiąca miały kurs poniżej 5% nominału. Notowaniom obligacji branży sieci medycznych mocno szkodzi PCZ, który na koniec czerwca złożył wniosek o upadłość układową. Wcześniej PCZ-owi został wypowiedziany 20 mln kredyt obrotowy. Choć spółka przed miesiącem zdołała przedterminowo spłacić zapadające w 2017 papiery o nominale 10,7 mln PLN, nie wykupiła ona zapadającej w czerwcu serii B. Budzić to może nie lada kontrowersje wśród inwestorów.

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	9 131,96	5,29%	↑ 0,03%	3,50%	↓ 0,00%	↓ -0,34%
Budownictwo	115,54	6,32%	↓ -0,05%	4,53%	↓ -0,08%	↓ -0,29%
Chemia	264,16	4,21%	↓ -0,12%	2,43%	↓ -0,15%	↓ -0,16%
Deweloperzy komercyjni	2 273,17	6,07%	↑ 0,01%	4,28%	↓ -0,02%	↑ 0,03%
Deweloperzy mieszkaniowi	1 082,18	5,24%	↓ -0,13%	3,45%	↓ -0,16%	↓ -0,22%
Fundusz	494,46	5,66%	↑ 0,03%	3,87%	↓ 0,00%	↓ -0,74%
IT	383,21	4,62%	↓ -0,90%	2,83%	↓ -0,93%	↓ -1,24%
Paliwa, Gaz Energia	9 250,00	2,63%	↑ 0,06%	0,84%	↑ 0,03%	↔ 0,00%
Pożyczki	239,36	11,72%	↑ 4,24%	9,92%	↑ 4,20%	↓ -1,37%
Przemysł drzewny	141,80	5,28%	↓ -0,98%	3,49%	↓ -1,01%	↓ -0,38%
Retail	370,61	15,01%	↑ 8,77%	13,22%	↑ 8,74%	↓ -2,27%
Sieć medyczna	175,69	6,54%	↑ 0,06%	4,75%	↑ 0,03%	↓ -5,63%
Telekomunikacja	1 038,00	4,70%	↓ -0,20%	2,91%	↓ -0,23%	↑ 0,90%
Usługi finansowe	293,57	7,01%	↑ 0,48%	5,22%	↑ 0,45%	↓ -2,26%
Wierzytelności	1 167,48	5,91%	↑ 0,36%	4,12%	↑ 0,33%	↓ -7,88%
Inne	1 450,97	6,03%	↑ 0,59%	4,24%	↑ 0,56%	↓ -2,35%

W czerwcu obserwowaliśmy wzrost mediany Discount Margin dla większości sektorów wyróżnianych przez nas na Catalyst (10 z 16). Najbardziej zwiększyła się rentowności obligacji emitowanych przez spółki z branży Retail, do aż 15,01%, o 8,77 pp. w górę. Powodem jest zwiększenie DM dla serii Czerwonej Torebki i Próchnika (odpowiednio 56,2% i 25,9%). Wciąż najlepiej ocenianą i tym samym najmniej rentowną pozostaje branża Paliw, Gazu i Energii.

Najwięcej w czerwcu zyskał dług Włodarzewskiej. Kupując obligacje serii WLO0516 na koniec maja i trzymając przez miesiąc można było zarobić niemal 6%. Dobrze prosperowały także papiery wyemitowane przez Robinson Europe, które

Tab. 2. Największe obroty

Emitent	Seria	Obrót 3m	
		Obrót 1m [mln PLN]	[mln PLN]
PKN ORLEN	PKN0418	4,3	16,0
CCC	CCC0619	4,0	4,0
PKN ORLEN	PKN1117	3,3	8,9
PKN ORLEN	PK11117	3,1	5,1
BANK POCZTOWY	BPO1216	3,0	3,0
GETIN NOBLE BANK	GNB0218	2,6	5,6
ATAL	ATL0616	2,5	6,7
KREDYT INKASO	KRI1018	2,2	2,2
KRUK	KRU0517	2,1	6,4
KREDYT INKASO	KRI0717	2,1	2,3

w ciągu miesiąca zyskały ponad 5%. W połowie czerwca emitent zaprezentował poprawę wyników w I półroczu roku obrotowego 2014/2015.

Najbardziej popularnym emitentem wśród inwestorów był w poprzednim miesiącu PKN Orlen. Najchętniej handlowano serią PKN0418 (4,3 mln PLN obrotu), nieco mniejsze obroty wygenerowano na dwóch innych seriach zapadających w listopadzie 2017. Na podium znalazła się także seria CCC – w ciągu miesiąca właściciela zmieniły obligacje o wartości nominalnej 4,0 mln PLN (seria CCC0619). W czerwcu obserwowaliśmy lekkie odbicie wartości obrotów całego Catalyst. W ubiegłym miesiącu osiągnęły one poziom 154,2 mln zł. Wynik ten jest o ponad 18 mln PLN niższy od mediany liczonej od początku 2013r.. Wciąż musimy poczekać na wyraźny wzrost aktywności inwestorów na polskim rynku obligacyjnym, a zbliżające się miesiące urlopowe zapewne nie zmienią tego statusu.

Na koniec maja na Catalyst notowanych było 529 serii obligacji wyemitowanych przez 197 podmiotów, których łączna wartość wynosiła 594,1 mld PLN.

W maju na Catalyst zadebiutowało 12 nowych serii obligacji, największy debiut dotyczył 5-letnich obligacji IPF – do obrotu trafiły papiery tej spółki o wartości 200 mln PLN. Do większych debiutów zaliczyć należy także emisje deweloperów. LC Corp i Murapol umieściły na Catalyst emisje o wartościach odpowiednio 65 i 30 mln PLN.

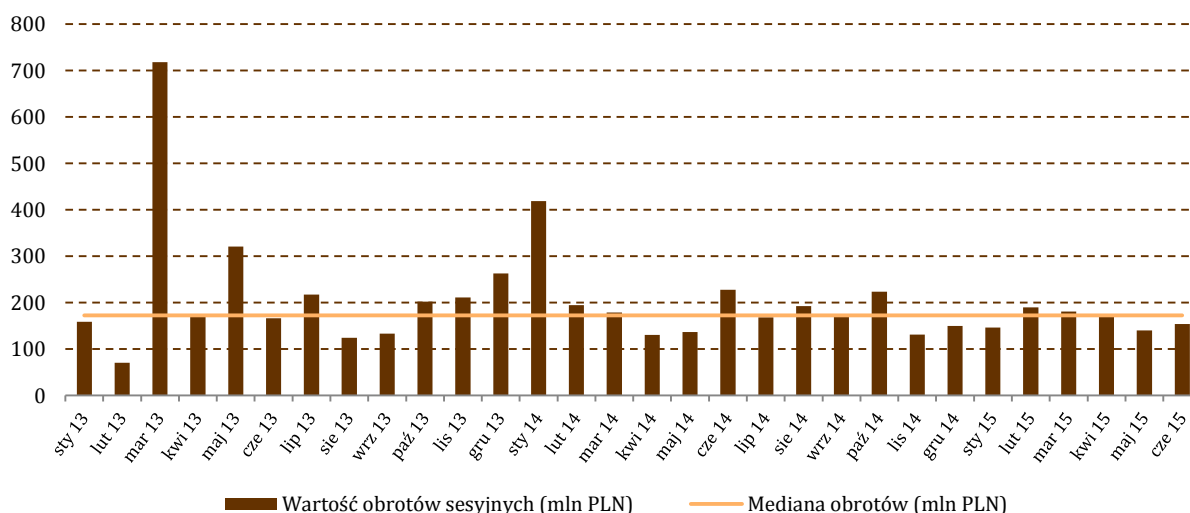
Oprócz wspomianej w poprzednim akapicie emisji IPF nowe środki aktywnie pozyskiwali deweloperzy. W czerwcu nowy dług pozyskali także Ghelamco (w dwóch emisjach łącznie 80 mln PLN), Polnord (50 mln PLN), Robyng (60 mln PLN) oraz Victoria Dom (15 mln PLN). Ghelamco z nadmiaru popytu musiało zredukować część zapisów.

Całość emisji została przydzielona inwestorom detalicznym. Emisje uplasowali również Alior Bank (250 mln PLN), M.W. Trade (23 mln PLN), PCC Rokita (20 mln PLN), EGB Investments (6 mln PLN), Kerdos Group (4 mln PLN).

**Tab. 3. Debiuty**

Emitent	Seria	Data debiutu	Wartość emisji (mln PLN)
IPF INVESTMENTS POLSKA	IPP0620	2015-06-29	200
LC CORP	LCC0320	2015-06-18	65
MURAPOL	MUR0418	2015-06-30	30
ELZAB	ELZ0418	2015-06-15	25
WORK SERVICE	WSE0317	2015-06-19	20
MO-BRUK	MBR0816	2015-06-15	20
RONSON EUROPE	RON0419	2015-06-02	15,5
CHEMOSERVIS-DWORY	CHS0318	2015-06-18	15
SMS KREDYT HOLDING	SMS0418	2015-06-19	3,011
CAPITAL SERVICE	CSV0217	2015-06-12	2,88
MIKROKASA	MKR0417	2015-06-08	1,72
Summa Linguae SA	SUL0717	2015-06-22	1,448

**Wartość obrotów sesyjnych**



**Tab.4. Serie notowanych obligacji o najkrótszym terminie wykupu**

<b>Emitent</b>	<b>Seria</b>	<b>Data wykupu</b>	<b>Nominał [mln PLN]</b>	<b>Kurs</b>	<b>YTM</b>	<b>Z-spread</b>	<b>Discount Margin</b>	<b>Zero Discount Margin</b>
<b>Lipiec</b>								
MYSŁAW	MYS0715	2015-07-25	1,4	102,2	-20,7%	-24,8%	-	-
<b>Sierpień</b>								
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE0815	2015-08-08	10,0	103,5	-	-	-26,3%	-28,1%
RAPORT	RAP0815	2015-08-13	15,0	98,0	-	-	24,2%	22,4%
RAPORT	RAP0815	2015-08-13	15,0	98,0	-	-	24,2%	22,4%
EUROCENT	ERC0815	2015-08-30	2,0	99,5	12,1%	17,3%	-	-
<b>Wrzesień</b>								
EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM0915	2015-09-07	2,0	99,5	11,6%	9,7%	-	-
WDB BU	WDB0915	2015-09-25	2,0	99,5	10,6%	8,7%	-	-
UBOAT - LINE	UBT0915	2015-09-27	5,0	2,0	-	-	21760,2%	21758,4%

Tab. 5. Zmiany kursów

Emitent	Seria	Kurs			
		30.06.2015	Zmiana 1m	Zmiana 3m	Zmiana 6m
<b>Największe wzrosty</b>					
WŁODARZEWSKA	WLO0516	88,43	↑ 5,97%	↑ 7,84%	↑ 0,32%
ROBINSON EUROPE	RBS1017	95	↑ 5,56%	↓ -2,26%	bd
EGB INVESTMENTS	EGB0118	101,5	↑ 4,64%	bd	bd
KRUK	KRU1218	109,49	↑ 3,29%	↑ 4,08%	↑ 4,28%
BZ WBK	BZW1216	104,5	↑ 2,96%	↑ 3,16%	↑ 3,21%
WORK SERVICE	WSE0717	105	↑ 2,76%	↑ 3,75%	↑ 5,00%
SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	100	↑ 2,04%	↑ 8,46%	→ 0,00%
GETIN NOBLE BANK	GNB0518	102	↑ 2,00%	↑ 2,00%	↑ 2,00%
ALIOR BANK	ALR0321	105	↑ 1,45%	bd	bd
GHELAMCO INVEST	GHJ0718	100,5	↑ 1,31%	↓ -0,35%	↓ -0,18%
<b>Największe spadki</b>					
E-KANCELARIA	EKA1215	1,11	↓ -97,15%	↓ -97,22%	↓ -98,61%
E-KANCELARIA	EKA1115	2,35	↓ -96,37%	↓ -96,37%	↓ -97,36%
E-KANCELARIA	EKA0816	3,1	↓ -95,56%	↓ -95,56%	↓ -96,17%
E-KANCELARIA	EKA0616	4,35	↓ -93,20%	↓ -93,20%	↓ -95,01%
UBOAT - LINE	UBT0915	1,95	↓ -32,76%	↓ -78,09%	↓ -97,21%
E-KANCELARIA	EKA1015	70	↓ -22,22%	↓ -22,22%	bd
MEXPOL	MPL0316	68,6	↓ -19,29%	↓ -29,79%	↓ -32,27%
LEASING-EXPERTS	LEX0916	80	↓ -17,97%	↓ -19,15%	bd
2C PARTNERS	2CP0416	84,9	↓ -16,20%	↓ -15,18%	↓ -16,76%
PCZ	PCZ0117	80	↓ -14,89%	↓ -17,95%	↓ -20,00%

Tab. 6. Najwyższe rentowności

Emitent	Seria	Discount Margin	Zero Discount Margin	Notowanie 2015-06-30
UBOAT - LINE	UBT0915	21760,2%	21758,4%	1,95
E-KANCELARIA	EKA1215	3511,2%	3509,3%	1,11
PTI	PTI1115	304,0%	302,2%	48,99
MEXPOL	MPL0316	65,6%	63,8%	68,6
E-KANCELARIA	EKK1215	59,5%	57,7%	80
Czerwona Torebka SA	CZT0416	56,2%	54,4%	70,99
E-KANCELARIA	EKA1016	38,2%	36,4%	71
E-KANCELARIA	EKA0916	34,4%	32,6%	74,9
POLKAP	SFK1215	31,6%	29,8%	90
INSTALEXPORT	INE1015	29,5%	27,7%	94
Emitent	Seria	YTM	Z-spread	Notowanie 2015-06-30
E-KANCELARIA	EKA1115	2503569,8%	2640,2%	2,35
E-KANCELARIA	EKA0816	3202,2%	514,3%	3,1
E-KANCELARIA	EKA0616	2883,8%	771,5%	4,35
E-KANCELARIA	EKA1015	250,6%	141,9%	70
PCZ	PCZ1015	60,8%	54,9%	85,06
VENITI	VNT0316	45,0%	37,1%	82

Tab. 6. Podsumowanie notowanych serii

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana			Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs	m/m	YTM				
	ALIOR BANK	ALR0321	193,0	105,0	1,4%	-	-	4,3%	2,5%	
	ALIOR BANK	ALR0416	180,0	100,9	0,0%	-	-	2,0%	0,2%	
	ALIOR BANK	ALR0924	321,7	102,5	0,5%	-	-	4,6%	2,8%	
	BANK MILLENNIUM	MIL0317	500,0	101,2	0,0%	-	-	2,4%	0,6%	
	BANK MILLENNIUM	MIL1015	250,0	101,3	0,0%	-	-	-1,6%	-3,4%	
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOD0521	100,0	102,8	0,0%	-	-	4,1%	2,3%	
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOG0222	100,0	102,4	0,0%	-	-	4,5%	2,7%	
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOS0724	150,0	102,0	0,0%	-	-	3,8%	2,0%	
	BANK POCZTOWY	BPO0721	47,3	101,6	0,0%	-	-	5,2%	3,5%	
	BANK POCZTOWY	BPO1022	50,0	103,0	0,0%	-	-	4,8%	3,0%	
	BANK POCZTOWY	BPO1216	147,9	100,5	-0,2%	-	-	2,8%	1,0%	
	BZ WBK	BZW0717	475,0	100,0	-1,2%	-	-	2,9%	1,0%	
	BZ WBK	BZW1216	500,0	104,5	3,0%	-	-	-0,1%	-1,9%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0218	241,6	100,0	0,0%	-	-	5,5%	3,7%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0220	75,0	95,0	-1,1%	-	-	6,1%	4,3%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0221	100,0	95,5	-1,5%	-	-	5,7%	3,9%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0318	160,0	99,0	-0,3%	-	-	5,7%	3,9%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0320	69,4	94,5	-1,8%	-	-	6,2%	4,4%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0321	80,0	94,5	-1,6%	-	-	5,9%	4,1%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0418	40,0	100,0	1,0%	-	-	5,3%	3,5%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0420	45,0	95,5	-1,3%	-	-	6,0%	4,2%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0421	81,6	94,5	-1,6%	-	-	5,9%	4,1%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0518	37,3	102,0	2,0%	-	-	4,6%	2,8%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0617	350,0	100,8	0,0%	-	-	3,3%	1,5%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0618	250,0	99,5	-0,5%	-	-	-1,6%	-3,4%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0620	42,7	96,0	-0,3%	-	-	5,7%	3,9%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0717	65,0	100,0	0,0%	-	-	3,6%	1,8%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0720	148,6	96,5	0,5%	-	-	5,6%	3,8%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0817	35,0	100,0	0,0%	-	-	5,2%	3,4%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0819	172,0	97,5	-1,0%	-	-	6,0%	4,2%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0820	65,0	94,5	-2,4%	-	-	6,0%	4,2%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0917	50,0	99,4	-0,1%	-	-	5,6%	3,8%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB0919	18,0	98,3	-0,7%	-	-	5,8%	4,0%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB1017	45,0	98,5	-1,5%	-	-	5,9%	4,1%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB1019	40,0	97,4	-1,1%	-	-	6,0%	4,2%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB1020	35,0	94,8	-2,6%	-	-	5,9%	4,1%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB1119	40,0	98,5	0,5%	-	-	5,6%	3,8%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB1120	50,0	95,0	-1,1%	-	-	5,9%	4,1%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB1217	100,0	100,0	0,0%	-	-	3,6%	1,8%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB1219	40,6	96,9	-1,1%	-	-	6,0%	4,2%	
	GETIN NOBLE BANK	GNB1220	24,2	96,0	-1,0%	-	-	5,4%	3,6%	
	GETIN NOBLE BANK	GNF0618	40,0	99,0	0,0%	-	-	5,7%	3,9%	
	GETIN NOBLE BANK	GNO0320	50,0	100,0	0,0%	4,0%	5,4%	-	-	
	GETIN NOBLE BANK	GNO0917	20,0	99,0	-0,8%	-	-	6,4%	4,6%	
	GETIN NOBLE BANK	GNO1120	40,4	96,2	-0,8%	-	-	5,6%	3,8%	
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1217	565,0	100,0	0,0%	-	-	2,7%	0,9%	

Banki



	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1219	300,0	100,0	0,0%	-	-	2,5%	0,8%
	mBANK	MBK1223	500,0	102,5	-0,5%	-	-	3,7%	1,9%
	PKO BP	PKO0922	1600,7	102,5	0,0%	-	-	3,0%	1,2%
	RAIFFEISEN BANK POLSKA	RBP1117	500,0	100,2	0,0%	-	-	3,0%	1,2%
<b>Budownictwo</b>	ERBUD	ERB0318	52,0	101,2	0,0%	-	-	4,3%	2,5%
	MIRBUD	MRB0717	25,4	97,9	-2,2%	-	-	8,0%	6,2%
	TRAKCJA PRKiI	TRJ1215	3,0	100,0	0,0%	-	-	6,3%	4,5%
	TRAKCJA PRKiI	TRK1215	29,5	101,5	0,0%	-	-	2,5%	0,7%
	UNISERV-PIECBUD	PCB1015	5,6	100,0	0,7%	-	-	8,1%	6,4%
<b>Chemia</b>	CIECH	CI21217	160,0	105,5	0,0%	-	-	4,2%	2,4%
	PCC CPK	KOS0516	4,2	101,0	0,0%	5,5%	3,7%	-	-
	PCC CPK	KOS1117	3,0	101,5	-0,4%	5,3%	3,3%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0416	25,0	102,3	bd	4,5%	2,7%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0419	22,0	101,3	bd	5,1%	2,8%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0517	25,0	103,5	bd	4,9%	2,7%	-	-
	PCC ROKITA	PCR1019	25,0	102,0	bd	4,6%	2,4%	-	-
<b>Deweloperzy komercyjni</b>	BBI DEVELOPMENT	BBI0216	22,0	101,5	0,0%	-	-	5,8%	4,0%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0217	53,0	101,7	0,7%	-	-	6,6%	4,8%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0218	35,0	100,0	0,0%	-	-	6,9%	5,1%
	CAPITAL PARK	CAP0318	11,1	100,0	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
	CAPITAL PARK	CAP0617	35,0	99,8	-0,2%	-	-	7,3%	5,5%
	CAPITAL PARK	CAP0917	20,0	99,6	-0,8%	-	-	7,2%	5,5%
	CAPITAL PARK	CAP1217	53,9	98,5	-0,5%	-	-	6,7%	5,0%
	ECHO INVESTMENT	ECH0219	100,0	101,5	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
	ECHO INVESTMENT	ECH0318	75,0	101,2	bd	-	-	4,4%	2,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0417	200,0	103,4	0,0%	-	-	3,6%	1,9%
	ECHO INVESTMENT	ECH0418	50,0	101,1	bd	-	-	4,5%	2,7%
	ECHO INVESTMENT	ECH0519	70,5	100,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0616	50,0	100,5	bd	-	-	4,1%	2,4%
	ECHO INVESTMENT	ECH0618	80,0	102,0	0,0%	-	-	4,6%	2,8%
	ECHO INVESTMENT	ECH0716	25,0	101,6	bd	-	-	3,0%	1,2%
	GHELAMCO INVEST	GHC0718	30,8	100,0	0,0%	-	-	6,8%	5,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE0118	114,5	101,0	0,0%	-	-	6,3%	4,5%
	GHELAMCO INVEST	GHE0418	27,2	100,9	0,1%	-	-	5,9%	4,1%
	GHELAMCO INVEST	GHE0619	50,0	98,5	bd	-	-	5,7%	3,9%
	GHELAMCO INVEST	GHE0716	20,0	101,5	0,0%	-	-	5,3%	3,5%
	GHELAMCO INVEST	GHE0718	120,4	101,5	0,5%	-	-	6,2%	4,5%
	GHELAMCO INVEST	GHE0816	9,2	99,5	0,0%	-	-	6,4%	4,6%
	GHELAMCO INVEST	GHE1116	6,5	100,0	0,0%	-	-	5,7%	4,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE1117	37,8	100,8	0,0%	-	-	6,2%	4,4%
	GHELAMCO INVEST	GHI0718	30,0	100,2	0,7%	-	-	7,3%	5,5%
	GHELAMCO INVEST	GHJ0718	30,0	100,5	1,3%	-	-	6,1%	4,3%
	GHELAMCO INVEST	GHK0718	11,2	100,0	-0,7%	-	-	6,3%	4,5%
	GTC	GTC0319	200,0	100,1	-0,1%	-	-	6,2%	4,4%
	GTC	GTC0418	294,2	99,7	0,0%	-	-	5,9%	4,1%
	HB REAVIS FINANCE PL	HBR1117	111,0	101,0	0,0%	-	-	5,3%	3,5%
	POZNAŃSKA 37 SPV	POA0117	15,6	108,9	0,0%	1,8%	-0,3%	-	-

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin	
		[mln PLN]	Kurs						
POZNAŃSKA 37 SPV	POB0117	34,4	108,0	0,0%	2,4%	0,5%	-	-	
RANK PROGRESS	RNK0616	130,8	91,8	-0,2%	-	-	17,0%	15,2%	
WARIMPEX	WXB0316	63,1	100,0	0,4%	-	-	9,0%	7,2%	
WARIMPEX	WXF0218	9,0	106,0	0,0%	-	-	5,3%	3,5%	
WARIMPEX	WXF0316	24,0	105,2	0,0%	-2,0%	-3,8%	-	-	
WARIMPEX	WXF1016	15,0	100,0	0,0%	3,9%	1,8%	-	-	
WARIMPEX	WXF1017	8,0	100,0	0,0%	-	-	8,1%	6,3%	
Deweloperzy mieszkaniowi	ATAL	ATL0616	30,0	100,6	0,3%	-	-	4,4%	2,6%
	ATAL	ATL1015	7,9	100,7	-1,3%	-	-	3,1%	1,3%
	ATAL	ATL1016	17,6	102,7	0,0%	-	-	4,5%	2,7%
	DEVELOPRES	DVR0318	15,0	100,0	0,0%	-	-	6,7%	4,9%
	DOM DEVELOPMENT	DOM0217	120,0	104,2	0,0%	-	-	2,6%	0,8%
	DOM DEVELOPMENT	DOM0318	50,0	101,7	0,0%	-	-	3,7%	2,0%
	ED invest S.A.	EDI1116	6,6	98,0	-2,3%	-	-	8,8%	7,0%
	INSTALEXPORT	INE1015	5,4	94,0	-0,5%	-	-	29,5%	27,7%
	LC CORP	LCC0320	65,0	100,0	bd	-	-	5,0%	3,2%
	LC CORP	LCC0619	50,0	102,5	0,0%	-	-	4,6%	2,8%
	LC CORP	LCC1018	50,0	102,6	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	LOKUM DEWELOPER	LKD1017	30,0	98,5	-1,4%	-	-	6,3%	4,5%
	MAK DOM	MKD0317	5,5	100,0	0,0%	-	-	6,6%	4,8%
	MURAPOL	MUL1116	18,6	100,7	0,2%	-	-	7,4%	5,6%
	MURAPOL	MUR0418	30,0	100,0	bd	-	-	6,4%	4,6%
	MURAPOL	MUR0816	6,7	100,5	-0,3%	-	-	6,8%	5,0%
	MURAPOL	MUR1115	5,4	99,7	0,2%	-	-	8,3%	6,5%
	MURAPOL	MUR1116	8,9	100,2	-1,1%	-	-	7,3%	5,5%
	NORDIC DEVELOPMENT	NOR1016	22,0	108,5	0,0%	5,1%	3,1%	-	-
	POLNORD	PND0217	50,0	100,3	-0,1%	-	-	5,9%	4,1%
	ROBYG	ROB0218	45,0	105,1	0,0%	-	-	3,7%	1,9%
	ROBYG	ROB0616	90,0	102,5	-0,5%	-	-	3,6%	1,8%
	ROBYG	ROB1216	35,0	100,8	0,0%	-	-	4,7%	2,9%
	ROBYG	ROG0218	15,0	101,5	0,5%	-	-	5,2%	3,4%
	RONSON EUROPE	RON0119	10,0	100,0	1,0%	-	-	2,6%	0,8%
	RONSON EUROPE	RON0218	5,0	101,5	-0,5%	-	-	6,0%	4,2%
	RONSON EUROPE	RON0419	15,5	100,5	bd	-	-	5,2%	3,4%
	RONSON EUROPE	RON0518	28,0	100,0	0,4%	-	-	5,2%	3,5%
	RONSON EUROPE	RON0616	23,6	101,5	0,0%	-	-	4,7%	2,9%
	RONSON EUROPE	RON0617	83,5	101,0	-1,5%	-	-	4,9%	3,2%
	RONSON EUROPE	RON0716	9,3	102,5	0,0%	-	-	4,0%	2,2%
	UNIBEP	UNI0516	11,0	102,2	0,0%	-	-	2,5%	0,7%
UNIDEVELOPMENT	UND0317	20,0	103,0	0,0%	-	-	4,8%	3,0%	
VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0617	23,5	100,2	0,0%	-	-	6,0%	4,2%	
VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0618	13,3	100,0	-1,0%	-	-	6,8%	5,0%	
VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0816	20,0	100,0	-0,3%	-	-	7,4%	5,6%	
VICTORIA DOM	VDM0217	18,1	100,0	0,0%	-	-	7,6%	5,8%	
WŁODARZEWSKA	WLD0516	4,6	88,5	-5,9%	-	-	24,1%	22,3%	
WŁODARZEWSKA	WLO0516	17,5	88,4	6,0%	-	-	24,4%	22,6%	
nd us	BEST II NS FIZ	BS20118	40,0	100,0	-0,5%	-	-	6,1%	4,3%

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	BEST III NS FIZ	BS30616	21,1	100,0	0,0%	-	-	6,7%	4,9%
	EFM	EFM0416	3,5	99,0	-0,5%	11,2%	9,3%	-	-
	EFM	EFM0915	2,0	99,5	-0,5%	11,6%	9,7%	-	-
	EFM	EFM1216	4,4	98,7	-1,3%	11,4%	9,2%	-	-
	GNB AUTO PLAN	GNA0725	193,6	100,0	0,0%	-	-	-14,7%	2,0%
	IIF	IIF1115	2,5	100,3	0,0%	-	-	6,7%	4,9%
	INVISTA	INV1215	0,9	100,0	1,1%	-	-	7,8%	6,0%
	KREDYT INKASO I NS FIZ	KI10517	50,0	99,9	0,0%	-	-	5,6%	3,8%
	MCI MANAGEMENT	MCI0318	50,0	100,0	0,0%	-	-	5,7%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI0416	36,0	100,8	0,0%	-	-	5,1%	3,3%
	MCI MANAGEMENT	MCI0616	18,8	100,9	0,0%	-	-	5,3%	3,5%
	MCI MANAGEMENT	MCI1017	31,0	100,0	0,0%	-	-	5,7%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI1216	30,0	101,9	0,9%	-	-	4,9%	3,1%
	PTI	PTI0816	4,0	92,0	0,0%	-	-	15,9%	14,1%
	PTI	PTI1115	6,7	49,0	-10,9%	-	-	304,0%	302,2%
IT	AB	ABE0819	100,0	100,0	0,0%	-	-	3,4%	1,6%
	ACTION	ACT0717	100,0	100,9	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
	COMP	CMP0717	36,0	100,0	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	CUBE. ITG	CTG0417	3,5	92,9	-7,0%	-	-	12,6%	10,8%
	HUSSAR GRUPPA	HGR0517	1,7	94,5	-4,4%	11,8%	9,5%	-	-
	SMT	SMT0917	7,0	101,1	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	SYGNITY	SGN1217	40,0	100,0	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	WB ELECTRONICS	WBE1117	80,0	101,2	0,5%	-	-	4,9%	3,1%
	WIND MOBILE	WMO0317	15,0	101,2	-0,3%	-	-	11,0%	9,2%
Inne	2C PARTNERS	2CP0316	2,1	98,5	-3,0%	12,8%	10,4%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0317	3,0	98,4	-2,7%	11,2%	8,9%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0416	4,2	84,9	-16,2%	35,0%	29,3%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0517	2,0	88,5	-12,4%	17,3%	14,3%	-	-
	AmRest Holdings SE	AMR0618	140,0	100,6	0,0%	-	-	3,9%	2,2%
	AmRest Holdings SE	AMR0919	140,0	101,4	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	CHEMOSERVIS-DWORY	CHS0318	15,0	100,0	bd	-	-	6,9%	5,1%
	DAYLI POLSKA	DAY0916	5,0	98,5	-1,5%	10,0%	7,8%	-	-
	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	bd	-	-	3,6%	1,8%
	EMPIK	EMF1117	128,8	90,0	-0,6%	-	-	14,8%	13,0%
	GRANIT-COLOR	GRA0816	7,4	103,5	0,0%	6,3%	4,4%	-	-
	INTEGER.PL	ITG0617	30,0	100,0	0,0%	-	-	5,6%	3,8%
	INTEGER.PL	ITG0918	60,0	100,0	0,0%	-	-	5,9%	4,1%
	INTEGER.PL	ITG1217	15,0	100,0	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
	INTEGER.PL	ITG1219	15,0	100,4	-0,1%	-	-	6,0%	4,2%
	IVOPOL	IVO0616	2,4	98,6	0,2%	-	-	10,6%	8,8%
	KERDOS GROUP	KRS0316	3,0	98,5	-1,5%	10,5%	9,0%	-	-
	KERDOS GROUP	KRS0318	10,0	99,2	-0,8%	8,8%	6,5%	-	-
KERDOS GROUP	KRS0416	3,0	97,5	-2,0%	11,5%	9,3%	-	-	
KERDOS GROUP	KRS0516	2,0	99,4	-1,2%	9,0%	6,9%	-	-	
KERDOS GROUP	KRS1217	13,2	91,0	-5,2%	13,0%	10,5%	-	-	

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
LZMO	LZM1116	6,1	88,9	-8,1%	4,0%	2,2%	-	-
MEDORT	MDR1016	25,9	100,5	0,0%	-	-	6,6%	4,8%
MEXPOL	MPL0316	1,6	68,6	-19,3%	-	-	65,6%	63,8%
MO-BRUK	MBR0816	20,0	98,0	bd	-	-	8,5%	6,7%
MW TRADE	MWD0216	10,0	99,0	-0,5%	-	-	7,7%	5,9%
MW TRADE	MWD0316	10,0	100,5	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
MW TRADE	MWD1115	6,0	99,5	-1,0%	-	-	7,3%	5,5%
MW TRADE	MWT0216	30,0	99,5	-0,5%	-	-	6,9%	5,1%
MW TRADE	MWT0316	30,0	99,8	-0,2%	-	-	6,3%	4,5%
MW TRADE	MWT0416	25,0	99,5	-1,0%	-	-	6,8%	5,0%
MW TRADE	MWT0417	15,0	100,9	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
MW TRADE	MWT0616	15,0	100,0	-0,5%	-	-	6,2%	4,4%
MW TRADE	MWT1115	34,0	99,5	-1,1%	-	-	7,2%	5,4%
MW TRADE	MWT1215	10,0	100,0	-0,9%	-	-	6,0%	4,2%
MYSŁAW	MYS0715	1,4	102,2	0,0%	-20,7%	-24,8%	-	-
OT LOGISTICS	OTS0217	30,0	101,0	-1,0%	-	-	5,1%	3,4%
OT LOGISTICS	OTS1118	100,0	102,6	-0,1%	-	-	4,8%	3,0%
PCC AUTOCHEM	AUT0217	3,0	102,9	-0,4%	4,9%	2,9%	-	-
POLBRAND	PBD0116	12,6	96,0	-3,0%	20,5%	17,3%	-	-
POLBRAND	PBD0616	3,9	95,8	0,8%	14,6%	4,6%	-	-
POLBRAND	PBD1017	1,6	97,9	0,0%	10,3%	8,0%	-	-
POLKAP	SFK1215	1,4	90,0	-7,5%	-	-	31,6%	29,8%
PRIME MINERALS SA	CCA0216	0,8	99,0	-1,0%	11,3%	9,1%	-	-
QUALITY ALL DEVELOPMENT	QLT1115	1,7	96,7	-1,3%	-	-	20,9%	19,1%
REGIS	RGS0717	8,4	96,5	-3,5%	-	-	8,6%	6,8%
ROBINSON EUROPE	RBS1017	1,0	95,0	5,6%	-	-	11,2%	9,4%
Summa Linguae SA	SUL0717	1,4	100,1	bd	10,2%	7,9%	-	-
UBOAT - LINE	UBT0915	5,0	2,0	-32,8%	-	-	21760,2%	#####
VENITI	VNT0316	0,4	82,0	0,0%	45,0%	37,1%	-	-
WORK SERVICE	WSE0317	20,0	101,0	bd	-	-	3,7%	1,9%
WORK SERVICE	WSE0717	25,0	105,0	2,8%	-	-	4,6%	2,8%
WORK SERVICE	WSE1016	55,0	102,5	-0,7%	-	-	4,4%	2,6%
WSIP	WSP0918	131,9	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
WSIP	WSP0918	131,9	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
Paliwa, Gaz, Energia	ENEA	ENA0220	1000,0	100,0	0,0%	-	2,6%	0,9%
	ENERGA	ENG1019	1000,0	102,6	bd	-	2,6%	0,9%
	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	101,2	bd	-	2,6%	0,8%
	PKN ORLEN	PKN0219	1000,0	103,2	0,0%	-	2,5%	0,7%
	PKN ORLEN	PKN0418	200,0	100,3	bd	-	3,0%	1,2%
	PKN ORLEN	PKN0420	1000,0	100,0	0,0%	-	2,5%	0,7%
	PKN ORLEN	PKN0517	2500,0	101,4	0,0%	-	2,3%	0,5%
	PKN ORLEN	PKN0617	100,0	101,2	bd	-	2,6%	0,8%
	PKN ORLEN	PKN1117	1000,0	103,2	0,0%	-	2,5%	0,7%
	TAURON POLSKA ENERGIA	TPE1119	200,0	100,3	bd	-	3,0%	1,2%
	ży cz	CAPITAL SERVICE	CSV0217	100,0	106,8	bd	3,4%	1,0%

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	EUROCENT	ERC0815	200,0	101,6	bd	-	-	2,4%	0,6%
	EUROCENT	ERC0916	200,0	101,2	bd	-	-	2,6%	0,8%
	FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0517	200,0	101,1	bd	-	-	2,8%	1,0%
	IPF INVESTMENTS POLSKA	IPP0620	1750,0	100,2	0,0%	-	-	2,6%	0,8%
	MIKROKASA	MKR0417	1,7	101,0	bd	8,2%	6,0%	-	-
	MIKROKASA	MKR0916	2,0	99,5	-0,8%	9,8%	7,7%	-	-
	MIKROKASA	MKR1016	2,4	99,0	-0,3%	10,2%	8,1%	-	-
	MIKROKASA	MKR1115	1,8	96,0	-4,0%	-	-	21,0%	19,2%
	MIKROKASA	MKR1116	2,0	99,5	0,0%	9,4%	7,3%	-	-
	WIERZYCIEL	WRL0516	2,0	96,0	-1,9%	-	-	15,7%	13,9%
Przemysł drzewny	FKD	FKD0516	3,0	93,5	-1,6%	17,9%	15,3%	-	-
	KLON	KLN0217	2,5	100,0	0,0%	-	-	2,6%	0,8%
	KLON	KLN1115	4,0	99,0	-1,2%	-	-	9,8%	8,0%
	MERA	MER0616	12,3	100,2	0,0%	-	-	6,6%	4,8%
	PAGED	PGD0817	49,0	100,0	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
	PAGED	PGD0818	21,0	100,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	POZBUD T&R	POZ0219	50,0	100,8	0,1%	-	-	4,1%	2,3%
Retail	CCC	CCC0619	210,0	100,1	0,1%	-	-	3,2%	1,4%
	Czerwona Torebka SA	CZT0416	14,6	71,0	-2,6%	-	-	56,2%	54,4%
	EUROCASH	EUH0618	140,0	97,5	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	PRÓCHNIK	PRC1215	6,0	92,5	-6,6%	-	-	25,9%	24,1%
	GINO ROSSI	GRI0616	15,0	101,9	-0,8%	-	-	5,8%	4,0%
Sieć medyczna	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0317	20,0	100,0	0,0%	-	-	5,1%	3,3%
	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0718	40,0	100,0	0,0%	-	-	6,5%	4,8%
	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0916	40,0	101,8	-0,8%	-	-	4,7%	2,9%
	PCZ	PCZ0117	10,0	80,0	-14,9%	24,5%	23,0%	-	-
	PCZ	PCZ0416	10,7	80,0	-14,8%	40,0%	36,4%	-	-
	PCZ	PCZ0617	10,0	89,0	-4,3%	15,8%	13,5%	-	-
	PCZ	PCZ0916	10,0	94,3	0,0%	-	-	12,8%	11,0%
	PCZ	PCZ1015	13,0	85,1	-14,1%	60,8%	54,9%	-	-
	PCZ	PCZ1117	10,0	90,0	-5,5%	14,8%	12,6%	-	-
	VOXEL	VOX0716	12,0	97,5	-1,9%	-	-	9,3%	7,5%
TMT	MULTIMEDIA POLSKA	MMP0520	1038,0	101,3	0,9%	-	-	4,7%	2,9%
Usługi finansowe	ABS INVESTMENT	AIN0717	1,0	99,2	-0,8%	8,8%	6,7%	-	-
	AOW FAKTORING	AOW0317	5,0	100,0	-0,5%	-	-	6,7%	4,9%
	AOW FAKTORING	AOW0416	5,0	99,5	-0,5%	-	-	7,3%	5,5%
	AOW FAKTORING	AOW0517	5,0	100,3	-0,6%	-	-	6,6%	4,8%
	BLUE TAX GROUP	BTG1215	0,5	96,3	0,0%	17,9%	15,3%	-	-
	COPERNICUS SECURITIES	CRS0416	5,0	95,0	-1,0%	-	-	12,0%	10,2%
	GPW	GPW0117	245,0	101,0	0,5%	-	-	2,3%	0,5%
	LEASING-EXPERTS	LEX0616	3,0	88,5	-6,3%	-	-	23,8%	22,0%
	LEASING-EXPERTS	LEX0916	5,0	80,0	-18,0%	5,8%	4,0%	-	-
	PRAGMA INWESTYCJE	PIN1016	10,0	100,0	-1,5%	-	-	6,3%	4,5%
	SMS KREDYT HOLDING	SMS0418	3,0	100,5	bd	8,8%	6,6%	-	-
	SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	4,1	100,0	2,0%	-	-	9,4%	7,6%
	WDB BU	WDB0915	2,0	99,5	-0,4%	10,6%	8,7%	-	-

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
BEST	BST0319	35,0	99,0	bd	-	-	5,4%	3,6%
BEST	BST0320	20,0	100,7	bd	-	-	5,1%	3,3%
BEST	BST0418	45,0	99,5	bd	-	-	5,8%	4,0%
BEST	BST0516	39,0	100,2	-0,4%	-	-	6,2%	4,5%
BEST	BST1018	50,0	99,8	bd	6,2%	4,1%	-	-
CASUS FINANSE	CAS1117	24,0	100,0	-1,4%	-	-	7,0%	5,2%
CASUS FINANSE	CAS1216	9,7	100,0	0,0%	-	-	6,8%	5,0%
DEBT TRADING PARTNERS BIS	DTP0816	10,0	100,9	0,4%	-	-	5,4%	3,7%
E-KANCELARIA	EKA0616	2,3	4,4	-93,2%	#####	771,5%	-	-
E-KANCELARIA	EKA0816	2,8	3,1	-95,6%	#####	514,3%	-	-
E-KANCELARIA	EKA0916	1,0	74,9	0,0%	-	-	34,4%	32,6%
E-KANCELARIA	EKA1015	2,1	70,0	-22,2%	250,6%	141,9%	-	-
E-KANCELARIA	EKA1016	2,3	71,0	0,0%	-	-	38,2%	36,4%
E-KANCELARIA	EKA1115	3,6	2,4	-96,4%	#####	2640,2%	-	-
E-KANCELARIA	EKA1215	4,2	1,1	-97,2%	-	-	3511,2%	3509,3%
E-KANCELARIA	EKK1016	1,8	82,0	0,0%	-	-	24,5%	22,7%
E-KANCELARIA	EKK1215	1,0	80,0	0,0%	-	-	59,5%	57,7%
EGB INVESTMENTS	EGB0118	10,0	101,5	4,6%	-	-	6,2%	4,4%
EGB INVESTMENTS	EGB1217	10,0	100,9	-1,5%	-	-	7,4%	5,6%
FAST FINANCE	FFI0116	7,8	95,9	-0,1%	-	-	17,1%	15,3%
FAST FINANCE	FFI0916	3,9	94,9	-3,7%	-	-	13,3%	11,5%
FAST FINANCE	FFI1116	8,6	97,0	0,0%	-	-	11,0%	9,2%
INDOS	INS1017	6,0	101,5	1,3%	7,9%	5,8%	-	-
KANCELARIA MEDIUS	KME0416	1,1	94,0	-1,1%	18,2%	15,3%	-	-
KANCELARIA MEDIUS	KME0916	2,3	97,0	-0,9%	6,2%	4,1%	-	-
KANCELARIA MEDIUS	KME1015	2,0	99,5	-0,5%	11,3%	9,0%	-	-
KREDYT INKASO	KR20116	5,0	100,2	0,0%	-	-	6,5%	4,7%
KREDYT INKASO	KRI0116	35,0	100,5	0,5%	-	-	6,0%	4,2%
KREDYT INKASO	KRI0118	17,0	101,8	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
KREDYT INKASO	KRI0416	15,0	100,0	0,0%	-	-	8,3%	6,6%
KREDYT INKASO	KRI0717	53,0	102,3	1,3%	-	-	4,8%	3,0%
KREDYT INKASO	KRI0916	30,0	106,0	0,0%	-	-	2,2%	0,4%
KREDYT INKASO	KRI1018	69,0	100,8	0,8%	-	-	5,1%	3,3%
KREDYT INKASO	KRI1216	18,0	103,7	0,0%	-	-	5,0%	3,3%
KRUK	KRU0316	96,0	100,8	-1,7%	-	-	4,9%	3,1%
KRUK	KRU0317	60,0	103,6	-0,9%	-	-	4,1%	2,3%
KRUK	KRU0517	60,0	104,6	0,6%	-	-	3,4%	1,7%
KRUK	KRU0618	15,0	104,8	0,0%	-	-	4,5%	2,7%
KRUK	KRU0818	50,0	105,0	-0,9%	-	-	4,5%	2,7%
KRUK	KRU1018	40,0	108,9	0,0%	-	-	3,4%	1,7%
KRUK	KRU1116	30,0	103,8	0,0%	-	-	3,4%	1,6%
KRUK	KRU1216	40,0	103,0	-1,0%	-	-	4,2%	2,4%
KRUK	KRU1217	15,0	102,0	bd	-	-	4,9%	3,1%
KRUK	KRU1218	10,0	109,5	3,3%	-	-	6,4%	4,6%
KRUK	KRU1220	45,0	104,0	-0,7%	-	-	4,3%	2,5%
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE0815	10,0	103,5	0,0%	-	-	-26,3%	-28,1%
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE1117	35,0	100,0	0,0%	-	-	6,1%	4,3%

Wierzytelności

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z- spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
PRAGMA FAKTORING	PRF0218	10,0	100,3	-0,7%	-	-	5,9%	4,1%
PRAGMA FAKTORING	PRF0418	10,0	100,0	-0,6%	-	-	5,8%	4,0%
PRAGMA FAKTORING	PRF1216	20,0	101,5	0,7%	-	-	5,2%	3,4%
PRAGMA INKASO	PRI1117	10,0	101,8	0,2%	-	-	5,5%	3,7%
RAPORT	RAP0815	15,0	98,0	-2,4%	-	-	24,2%	22,4%
SAF	SAF1115	2,0	98,6	-0,8%	13,1%	10,7%	-	-
VINDEXUS	VIN1116	10,0	100,2	-0,8%	-	-	7,8%	6,1%
VOXEL	VOL0716	10,0	97,4	-2,8%	-	-	9,2%	7,4%
RAPORT	RAP0815	15,0	98,0	-2,4%	-	-	24,2%	22,4%
SAF	SAF1115	2,0	98,6	-0,8%	13,1%	10,7%	-	-
VINDEXUS	VIN1116	10,0	100,2	-0,8%	-	-	7,8%	6,1%

**Klauzule**

Niniejszy raport został sporządzony przez NWA 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 NWA Dom Maklerski jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWA Dom Maklerski, a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWA 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 NWA 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.

NWA 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,  $\varphi$  - 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 zmienokuponowe

- Discount Margin

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

gdzie,

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

$\delta$  – 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  $T_j$ ,  $\gamma$  – Zero Discount Margin. Zero Discount Margin uwzględnia kształt krzywej stóp procentowych zarówno w czynniku dyskontowym jak i ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).