



Co będzie pierwsze: podwyżki stóp w USA czy Grexit?

Strefa Euro

Pierwsza połowa kwietnia na rynku długu w obrębie Strefy Euro upłynęła stosunkowo spokojnie. Sytuacja zmieniła się w drugiej części minionego miesiąca, kiedy znów do głosu doszły spekulacje, domysły (również dotyczące intrygującego planu B) i oczekiwania związane z zawarciem porozumienia między greckim rządem i Troiką. Do znudzenia pojawiają się wciąż relacje z przepychanek i gier między obiema stronami: wierzyciele Grecji zarzucają Syrizie brak konkretów, Syriza odbija piłeczkę w drugą stronę, w międzyczasie zarzucając macki do kas instytucji państwowych celem utrzymania ciągłości funkcjonowania państwa (m.in. wynagrodzenia urzędnicze, emerytury). Chodzi konkretnie o wydane w dniu 20 kwietnia rozporządzenie nakazujące wszystkim instytucjom państwowym i korporacjom prawa publicznego przekazanie wolnych środków pieniężnych do centralnego banku Grecji, do którego ostatecznie (po początkowych protestach) przychylił się ich władarze. W tym momencie nasuwa się pytanie: skoro takie

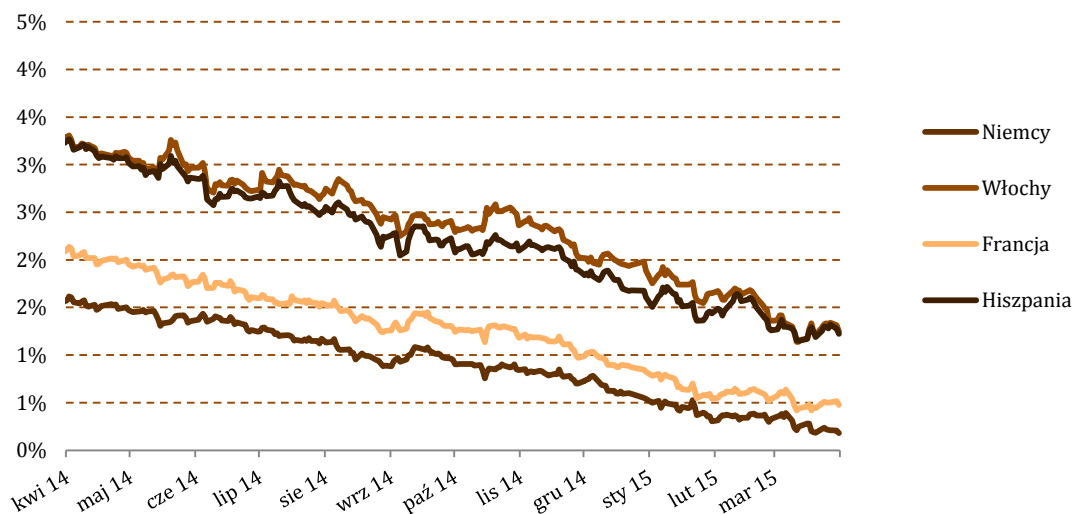
Grzegorz Balcerski

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

Rentowność wybranych 10-letnich obligacji skarbowych



trudności napotyka rząd Syrizeny w regulowaniu chociażby kilkuset milionowych transz spłaty zobowiązań to w jaki sposób chce uregulować roszczenia pożyczkodawców chociażby do końca roku, opiewające łącznie na 27 mld euro? Bez osiągnięcia jednoznacznego kompromisu zdaje się to być niewykonalne, zwłaszcza że rolowanie bonów skarbowych też nie będzie należało do łatwych rzeczy (stanowią one 14,8 mld wspomnianej sumy). Wszzechobecne plotki dotyczące przygotowywania się do wyjścia Greków z Unii Walutowej podsyczone zastały obniżeniem przez S&P ratingu Grecji do poziomu CCC+, dając ostrzeżenie przed potencjalną niewypłacalnością rządu i sektora bankowego. W odpowiedzi rentowność 10-letnich obligacji wystrzeliła do poziomu ponad 13% - najwyższego od listopada 2012r. Z takiego szkwału kapitał najwyraźniej uciekł do bezpiecznej przystani w Berlinie, co pomogło QE w wyznaczeniu na rentownościach niemieckich bund'ów historycznych minimów. Warto wspomnieć, że rentowność niemieckich 9-latek spadła nawet poniżej zera.

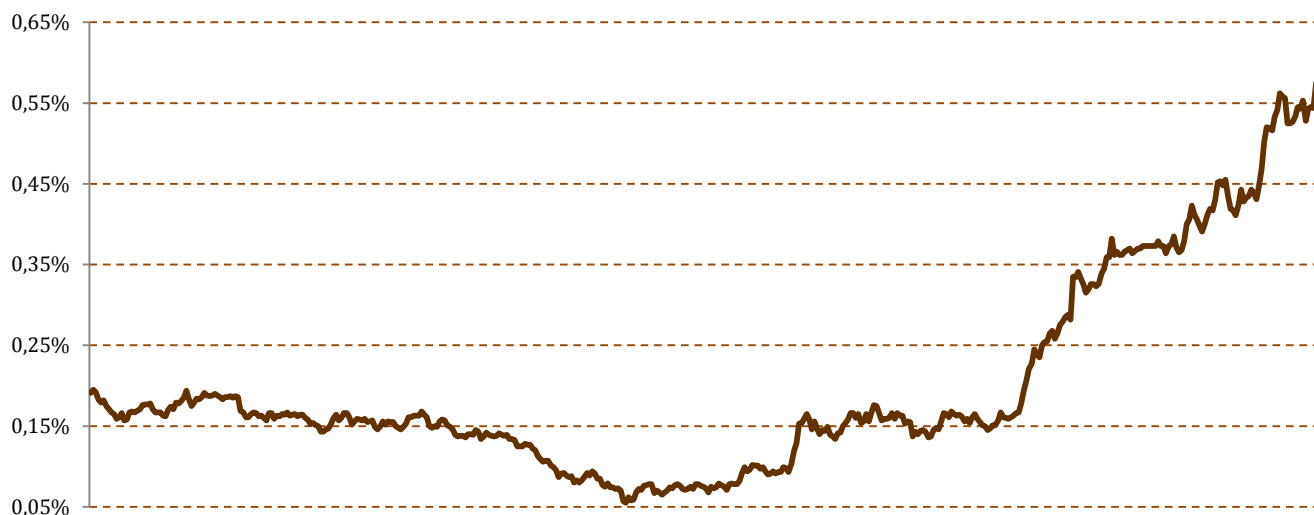
W kwietniu jak na dłoni widać było także efekt drukowania pieniędzy przez EBC – mniej więcej w połowie miesiąca rentowności obligacji największych gospodarek Unii Europejskiej spadły do historycznych minimów. Niemieckie 10-latki do poziomu ok. 0,055%, francuskie do ok. 0,332%. Równocześnie Mario Draghi

uciał spekulacje mówiące o wcześniejszym niż zakładano terminie zakończenia skupu aktywów, gdyż na takie rozważania jest zdecydowanie za wcześnie.

Im bliżej było do spotkania Eurogrupy w Rydze (24.05.), tym bardziej nerwowo zachowywały się rentowności obligacji skarbowych państw Strefy Euro. Rezultat ryzykownego szczytu nie zaskoczył. Godzinne spotkanie zakończyło się fiaskiem, a przełomu w negocjacjach nie widać, bo i konkretnych zapowiedzi reform w Grecji jak na lekarstwo, a to przecież od nich uzależniona jest wypłata transzy pomocy o wartości 7,2 mld euro. Jak dotąd nie wprowadziły zbyt wiele zmiany personalne na szczeblu komórki odpowiedzialnej za negocjacje Greków z Troiką, które osłabiły przy okazji rolę twardego w negocjacjach ministra finansów Varoufakisa. Informacja ta została pozytywnie przyjęta przez rynek i stała się impulsem do spadku rentowności greckich 10-latek. Zespół negocjacyjny koordynowany obecnie przez głównego doradcę ekonomicznego Syriza Tsakalotosa ma prowadzić prace nad projektami reform, które uwzględniają oczekiwania wystosowane przez wierzycieli Grecji. Póki co trwa oczekiwanie przed kolejnym spotkaniem Eurogrupy w dniu 11 maja.

Taka niestabilność zagraża również greckiemu sektorowi bankowemu uzależnionemu od awaryjnej pomocy finansowej (ELA) płynącej z EBC. Pojawiają się głosy, że EBC ma zrewidować jej warunki, co utrudni dostęp banków do świeżej gotówki i pogorszy ich sytuację.

Rentowność niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych w kwietniu



Najważniejszym pytaniem stawianym w kontekście Grexitu jest: czy decydenci (zarówno rząd Grecji jak i przedstawiciele Troiki) zdali już sobie sprawę, że grecki dług jest niemożliwy do uregulowania i nie ma już sensu brnąć w spiralę pożyczek, czy nadal pokładają nadzieje i wierzą w cudowną zmianę mentalności Greków i ścisłą współpracę ich reprezentantów przy reformowaniu Hellady na zasadach postawionych przez wierzycieli.

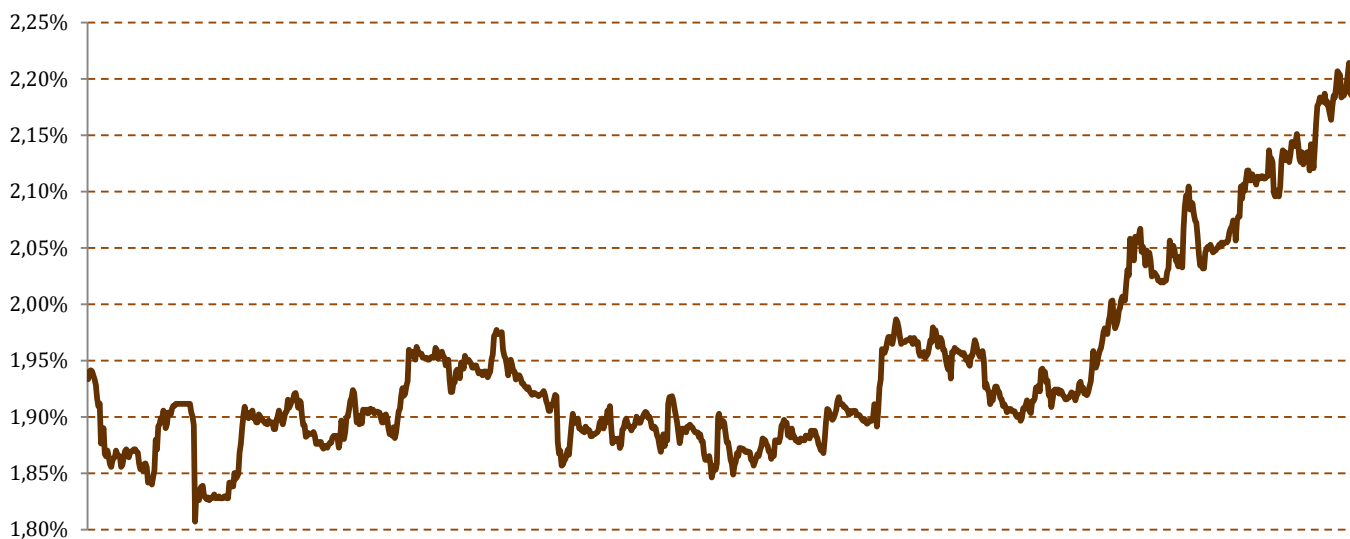
Pod koniec kwietnia (23.04) rozczarowały dane z dwóch największych gospodarek Strefy Euro: Francji i ciągnących europejską gospodarkę Niemiec. Odczyt przemysłowego PMI dla Francji wyniósł 48,4 (wobec oczekiwanego 49,2), analogicznie dla Niemiec było to 51,9 (oczekiwano 53,0). W przypadku PMI dla usług wartości te wyniosły odpowiednio 50,8 dla Francji (oczekiwano 52,4) i 54,4 dla Niemiec (oczekiwano 55,5). Przełożyło się to na zagregowany odczyt dla całej Strefy Euro, gdzie również odnotowano gorszy niż antycypowano rezultat - 51,9 dla przemysłu i 53,7 dla usług. Jednak nazajutrz w odwecie przyszedł odczyt instytutu IFO, obrazujący nastroje panujące wśród niemieckich przedsiębiorców, który w kwietniu po raz 6 zanotował wzrost i znajduje się na poziomie 108,4 (poprzednio 107,9).

Stany Zjednoczone

Od kilku miesięcy sytuacja na amerykańskim rynku długu uzależniona jest od oczekiwań rynkowych dotyczących rozpoczęcia normalizowania polityki monetarnej. Jeszcze na początku roku mogło się wydawać, że niemal na pewno proceder ten zostanie rozpoczęty w czerwcu br., jednak napływające na rynek dane makroekonomiczne z największej gospodarki Świata oraz wszechobecne na Globie otoczenie luzowania polityki monetarnej przesunęły te oczekiwania na koniec roku a nawet do roku 2016. Efektem jest odpływ inwestorów z amerykańskich aktywów, również długu federalnego (widać to na wykresie rentowności amerykańskich 10-latek), co w konsekwencji przełożyło się na osłabienie dolara.

Szczególną uwagę warto poświęcić danym z amerykańskiego rynku pracy. Zaskakująco rozczarowujące były te dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym i prywatnym w marcu – odpowiednio 126 tys. i 129 tys. wobec oczekiwanych 244 tys. i 235 tys. Pojawiające się w kolejnych tygodniach dane o nowych zasiłkach dla bezrobotnych także nie rozpieszczały, wskazując nierzadko na wyższą ich liczbę aniżeli wcześniej antycypowano. Obawy o większe ożywienie amerykańskiej gospodarki potwierdziły annualizowane wstępne dane PKB w 1Q15. Jeśli gospodarka USA miałaby rozwijać przez cały rok w takim tempie jak w 1Q br. urosłaby zaledwie o 0,2%, podczas gdy oczekiwano odczytu na poziomie 1,0%. Dane o rynku pracy są kluczowe w kontekście kształtowania polityki monetarnej przez FOMC. Oprócz nich w swoich poczynaniach organ wykonawczy FED uwzględnia także wskaźniki inflacji (inflacja bazowa PPI +0,9% r/r, zgodnie z oczekiwaniami) i jak deklaruje jego celem jest utrzymanie inflacji blisko 2,0% w średnim terminie.

Rentowność amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych w kwietniu



W kwietniu ukazały się wyważone „minutes” z marcowego posiedzenia FOMC (08.04) oraz miało miejsce kolejne posiedzenie i konferencja tego organu (29.04). Wydaje się, że FOMC dobrze wywiązał się ze swojego zadania, dając wydzwięk swoim komunikatom i komentarzom nieco gołębi i jednocześnie nie zamykając sobie drzwi do podniesienia stóp gdy uzna to za stosowne. Udało się więc uchronić konkurencyjność eksportu i zniwelować silną ostatnio aprecjację USD. Rozbieżność wśród członków sprawia, że żadnego ze scenariuszy nie da się jednoznacznie odrzucić ani wskazać. Wydaje się więc, że w ten sposób FOMC prowadzi swoistą gierkę z rynkiem, od dłuższego czasu kolejno rozbudzając i gasząc jego zapały, od 5 lat zapowiadając normalizację swojej polityki jednocześnie utrzymując stopy procentowe na anormalnych poziomach. Należy mieć na uwadze, że im dłużej prowadzona jest tak skrajnie ekspansywna polityka monetarna, tym trudniej będzie rynkom powrócić do normalności ze stopami rzędu 3-4%.

Zdaje się również, że główni dealerzy w USA posiadali maksymalne ilości obligacji o długim terminie zapadalności, przez co popyt na nie był niewystarczający w porównaniu do podaży i stąd spadki cen amerykańskich skarbówek. Oprócz czynników makro to także może wyjaśniać ostatecznie wzrost ich rentowności.

Polska

Obserwując wykres rentowności polskich obligacji można doszukać się korelacji z zachowaniem obligacji krajów takich jak Niemcy, Francja czy USA. Po niskiej zmienności w pierwszej połowie kwietnia, druga charakteryzowała się regularnymi zniżkami cen polskiego długu. Wspomniane zniżki cen można przypisać czynnikom zewnętrznym takim jak wszelkie zawiłości związane z Grecją oraz niepewność co do poczynań FOMC, które wypychają niepewność zwłaszcza w aktywa związane z rynkiem Emerging Markets, zniechęcając do nich inwestorów.

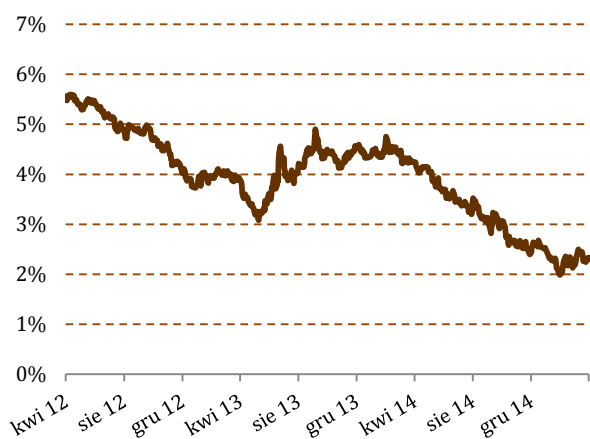
Rentowność polskich 10-letnich obligacji skarbowych w kwietniu



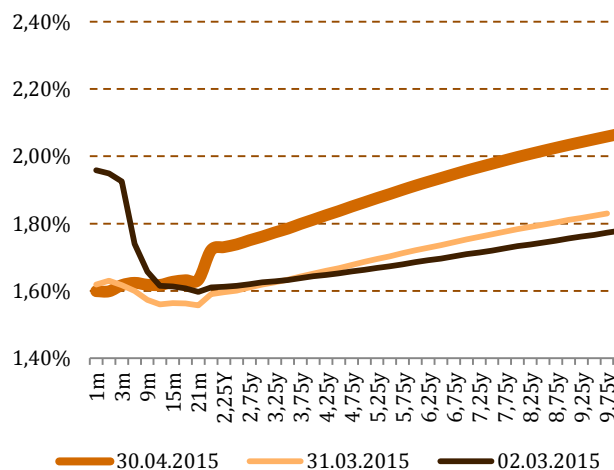
W kwietniu na rynek docierały stosunkowo pozytywne dane dotyczące sytuacji makroekonomicznej Polski. In plus zapisać można bardzo dobre dane z rynku pracy i oraz dotyczące produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Przeciętne wynagrodzenie wzrosło o niemal 5% r/r do 4214,4 zł, ilość osób zatrudnionych wzrosła o 1,1% r/r. Dane dotyczące produkcji przemysłowej za marzec wskazują na wzrost 8,8% r/r, sprzedaż detaliczna natomiast urosła o 3% r/r (obie wartości powyżej oczekiwań). Dane uwidaczniają silny popyt wewnątrz nakręcający polską gospodarkę, co docenił także MFW podwyższając prognozy wzrostu PKB do 3,5% w 2015r.

Oprócz zewnętrznych czynników, tak widoczny wzrost rentowności rodzimych 10-latkach przypisać można realizacji przez inwestorów zysków z długich pozycji, których ceny osiągały historyczne maksima na skutek implementacji QE. Obecnie po solidnym wzroście rentowności w Europie jak i w Polsce wyceny wydają się być bardziej realistyczne i atrakcyjne, co może przełożyć się na korektę ostatnich spadków cen obligacji.

Rentowność 10-letnich Polskich obligacji skarbowych



Spotowa krzywa stóp procentowych



Rynek polskich obligacji korporacyjnych

W kwietniu ponownie obserwowaliśmy obniżki rentowności w przypadku większości papierów korporacyjnych (Discount Margin). Wyjątek w tym okresie stanowiły branże Budownictwa, Retail oraz Usług Finansowych. Jako najbezpieczniejszy wskazywany jest sektor Paliw, Gazu i Energii, z DM na poziomie 2,45%. Widoczna w tym miesiącu była także pozytywna zmiana nastawienia wobec Przemysłu Drzewnego oraz Wierzytelności, których DM spadało najbardziej: odpowiednio o 1,34 pp. i 1,18 pp.

Tab. 1. Mediana rentowności obligacji

Sektor	Wartość notowanych emisji [mln PLN]	Discount		Zero		Średnia zmiana notowań m/m
		Margin	Δ DM	Margin	Δ Z-DM	
Banki	8 832,91	5,18%	↓ -0,35%	3,52%	↑ 0,25%	↑ 0,23%
Budownictwo	115,54	6,11%	↑ 0,21%	4,45%	↑ 0,81%	↓ -0,21%
Chemia	317,16	5,66%	↓ -1,05%	4,00%	↓ -0,45%	↑ 0,33%
Deweloperzy komercyjni	2 389,69	6,08%	↓ -0,51%	4,42%	↑ 0,09%	↓ -0,11%
Deweloperzy mieszkaniowi	1 051,07	5,25%	↓ -0,28%	3,59%	↑ 0,32%	↓ -0,48%
Fundusz	611,39	5,95%	↓ -0,45%	4,29%	↑ 0,15%	↓ -0,66%
IT	303,21	6,00%	↓ -0,87%	4,34%	↓ -0,26%	↑ 0,18%
Paliwa, Gaz Energia	8 250,00	2,45%	↓ -0,89%	0,79%	↓ -0,29%	↑ 0,37%
Pożyczki	244,02	7,57%	↓ -0,47%	5,91%	↑ 0,14%	↓ -0,07%
Przemysł drzewny	143,30	5,16%	↓ -1,34%	3,50%	↓ -0,74%	↓ -0,70%
Retail	370,61	8,76%	↑ 4,54%	7,10%	↑ 5,15%	↓ -3,22%
Sieć medyczna	193,69	6,59%	↓ -0,42%	4,93%	↑ 0,18%	↓ -2,09%
Telekomunikacja	1 038,00	4,92%	↓ -0,80%	3,26%	↓ -0,20%	↑ 0,01%
Usługi finansowe	290,56	6,60%	↑ 0,26%	4,94%	↑ 0,86%	↑ 0,09%
Wierzytelności	1 119,65	6,71%	↓ -1,18%	5,05%	↓ -0,58%	↑ 0,01%
Inne	1 475,86	5,53%	↓ -0,59%	3,87%	↑ 0,01%	↓ -0,25%

Sektorem najniżej ocenianym przez rynek w kwietniu pozostał Retail. Wciąż ciężą na nim nisko oceniane obligacje Czerwonej Torebki, które na koniec kwietnia notowane były po 71 procent nominału, co oznacza spadek notowań o blisko 14% m/m (najwyższy spadek ze wszystkich korporatów notowanych na Catalyst). Ostatnie zniżki jej cen to efekt m.in. informacji o likwidacji spółki zależnej prowadzącej sieć dyskontów pod szyldem Czerwonej Torebki, które jak dotąd stanowiły jeden z fundamentów działalności spółki. Obserwować możemy uspokojenie w obrębie spółek wierzytelnościowych, których notowania w ostatnich miesiącach były zaniżane przez default'y E-Kancelarii. W kwietniu nie odnotowano handlu na papierach tej spółki. Kruk - lider rynkowy tego segmentu, zapowiedział kolejne emisje: 20 mln PLN w stałokuponowej ofercie publicznej i 100 mln w ofercie prywatnej ze zmiennym oprocentowaniem. Kredyt Inkaso uplasował prywatną emisję 69 mln PLN obligacji serii X. Jej celem jest zrolowanie zapadających w czerwcu obligacji serii S04.

Tab. 2. Największe obroty

Emitent	Seria	Obrót 3m	
		Obrót 1m [mln PLN]	[mln PLN]
MULTIMEDIA POLSKA	MMP0520	16,9	20,7
GHELAMCO INVEST	GHE0716	5,3	5,3
ALIOR BANK	ALR0924	5,3	20,4
ACTION	ACT0717	4,3	9,3
ATAL	ATL0616	2,9	5,9
GETIN NOBLE BANK	GNB0318	2,7	6,9
PKN ORLEN	PKN0418	2,5	10,4
ECHO INVESTMENT	ECH0318	2,4	8,2
GETIN NOBLE BANK	GNB0421	2,4	2,8
GETIN NOBLE BANK	GNB0819	2,1	5,7

Kwiecień był słabym miesiącem biorąc pod uwagę liczbę i wartość debiutów na Catalyst. Łącznie zadebiutowało 6 emisji o wartości w sumie 116,7 mln PLN – miesiąc wcześniej było to ponad 2,2 mld PLN. Największy debiut dotyczył emisji POZBUD T&R o wartości 50 mln PLN. Na drugim miejscu podium stanął BBI Development z 35-milionową emisją. Na Catalyst zadebiutowały także mniejsze serie

Tab. 3. Debiuty

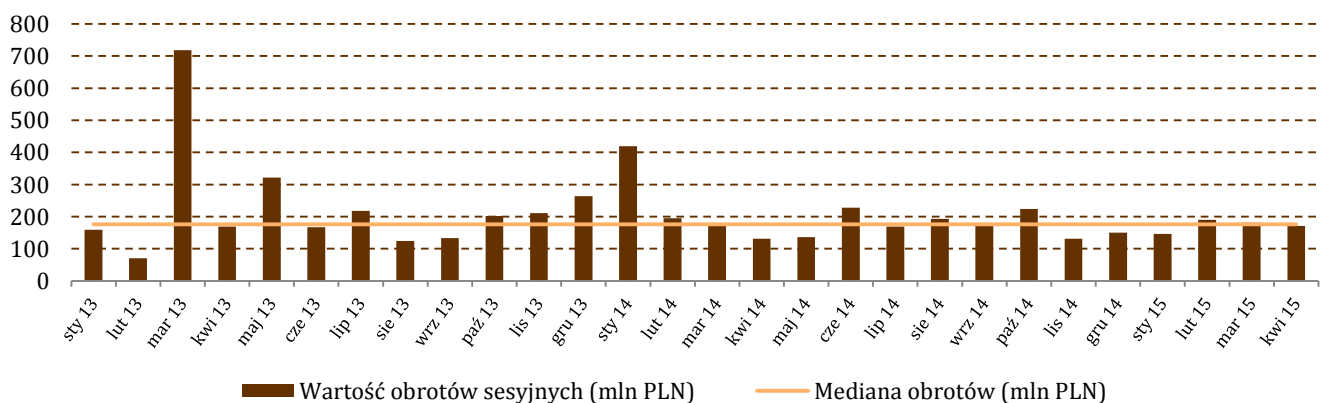
Emitent	Seria	Data debiutu	Wartość emisji (mln PLN)
POZBUD T&R	POZ0219	2015-04-10	50,0
BBI DEVELOPMENT	BBI0218	2015-04-10	35,0
KERDOS GROUP	KRS1217	2015-04-02	13,2
RONSON EUROPE	RON0119	2015-04-08	10,0
INDOS	INS1017	2015-04-10	6,0
KLON	KLN0217	2015-04-17	2,5

od Kerdos Group, Ronson'a, Indos oraz Klon'a. Warto także wspomnieć o planach Kedros Group o zrefinansowaniu na rynku niemieckim swojego zadłużenia obligacyjnego emisją denominowaną w euro, o czym poinformował prezes grupy na niedawnej konferencji wynikowej.

Na początku kwietnia Alior Bank uplasował emisję na 192,5 mln PLN. Ze znaczących nowych emisji warto także zwrócić uwagę na już wspomnianą serię X Kredyt Inkaso.

Na koniec kwietnia na GPW notowanych było 527 serii obligacji wyemitowanych przez 195 podmioty, których łączna wartość wynosiła 583,8 mln PLN. Obroty w kwietniu osiągnęły poziom 171,8 mln zł, co jest wynikiem najniższym od 3 miesięcy. Jest to także niższa o prawie 5 mln PLN wartość od 28-miesięcznej mediany liczonej od początku 2013r.

Wartość obrotów sesyjnych



Spośród notowanych obligacji w najbliższych trzech miesiącach zapada 24 serii obligacji o łącznej wartości nominalnej ok. 723,9 mln zł. W okresie tym zapada także kilka serii, których ryzyko niedotrzymania warunków wykupu oceniane jest przez rynek jako wysokie. Na czele tego zestawienia znajduje się E-Kancelaria, której zapadająca w lipcu emisja notowana jest po 68% nominału, co daje Discount Margin na poziomie 241,5%. Na początku marca spółka złożyła wniosek o upadłość układową co praktycznie oznacza dla inwestorów default papierów. Oprócz tego bacznie należy przyglądać się zapadającym w czerwcu obligacjom Fabryki Konstrukcji Drewnianych oraz Powszechnego Towarzystwa Inwestycyjnego. Kurs tych ostatnich obniżył się w ciągu miesiąca o ponad 10%.

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
Maj								
MURAPOL	MUR0515	2015-05-16	7,5	98,8	-	-	32,9%	31,2%
ECHO INVESTMENT	ECH0515	2015-05-18	115,0	101,0	-	-	-15,7%	-17,4%
LC CORP	LCC0515	2015-05-25	65,0	100,0	-	-	5,0%	3,3%
UNIBEP	UNI0515	2015-05-28	11,0	100,3	-	-	0,3%	-1,4%
CASUS FINANSE	CAS0515	2015-05-28	10,0	100,0	-	-	5,9%	4,2%
Czerwiec								
KREDYT INKASO	KRI0615	2015-06-08	69,0	101,1	-	-	-3,8%	-5,4%
MYSŁAW	MYS0615	2015-06-10	1,7	101,6	-3,8%	-5,5%	-	-
FKD	FKD0615	2015-06-13	1,5	90,0	117,3%	109,6%	-	-
PCC ROKITA	PCR0615	2015-06-18	20,0	100,5	3,8%	2,1%	-	-
INVISTA	INV0615	2015-06-18	3,9	99,0	-	-	14,9%	13,3%
FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0615	2015-06-18	10,4	100,0	-	-	7,4%	5,7%
ROBYG	ROB0615	2015-06-20	10,0	100,1	-	-	4,5%	2,8%
PTI	PTI0615	2015-06-22	4,0	92,3	-	-	91,3%	89,7%
MIKROKASA	MKR0615	2015-06-23	1,3	100,2	-	-	7,6%	5,9%
GINO ROSSI	GRI0615	2015-06-26	20,0	99,7	-	-	9,8%	8,1%
ALIOR BANK	ALR0615	2015-06-29	146,7	100,0	-	-	3,1%	1,4%
BBF	BBF0615	2015-06-29	2,7	100,0	9,7%	7,8%	-	-
KLEBA INVEST	KIN0615	2015-06-30	2,6	99,9	9,6%	14,2%	-	-
IPF INVESTMENTS POLSKA	IPP0615	2015-06-30	200,0	101,2	-	-	14,7%	13,0%
PCZ	PCZ0615	2015-06-30	8,0	99,2	-	-	11,9%	10,3%
Lipiec								
CAPITAL PARK	CAP0715	2015-07-09	10,0	99,9	-	-	7,0%	5,3%
GRUPA EMMERSON	GEM0715	2015-07-10	0,9	88,0	89,6%	72,4%	-	-
E-KANCELARIA	EKA0715	2015-07-11	1,5	68,0	-	-	241,5%	239,8%
MYSŁAW	MYS0715	2015-07-25	1,4	102,2	1,1%	-0,3%	-	-

Tab. 5. Zmiany kursów

Emitent	Seria	Kurs			
		30.04.2015	Zmiana 1m	Zmiana 3m	Zmiana 6m
Największe wzrosty					
EGB INVESTMENTS	EGB1217	102,4	↑ 5,57%	bd	bd
PRIME MINERALS SPÓŁKA AKCYJNA	CCA0216	94,99	↑ 5,54%	↓ -3,22%	↓ -2,57%
SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	97	↑ 5,21%	↑ 7,18%	↓ -3,48%
GETIN NOBLE BANK	GNB1020	97,5	↑ 2,09%	↓ -0,51%	↓ -1,71%
GETIN NOBLE BANK	GNB0420	97,8	↑ 1,88%	↓ -0,20%	↓ -1,70%
GETIN NOBLE BANK	GNB0820	97,7	↑ 1,77%	↓ -0,19%	↓ -1,11%
EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM0416	99,5	↑ 1,53%	↓ -1,98%	↓ -1,49%
KANCELARIA MEDIUS	KME0416	101,5	↑ 1,49%	↓ -0,19%	↑ 1,50%
PKN ORLEN	PKN0219	103,19	↑ 1,47%	↑ 1,47%	↑ 0,72%
AmRest Holdings SE	AMR0919	101,37	↑ 1,37%	↑ 1,37%	bd
Największe spadki					
Czerwona Torebka Spółka Akcyjna	CZT0416	71	↓ -13,94%	↓ -2,74%	↓ -18,58%
PTI	PTI1115	80	↓ -10,30%	↓ -19,99%	↓ -20,35%
INSTALEXPORT	INE1015	85	↓ -9,09%	↓ -11,36%	↓ -9,67%
ROBINSON EUROPE	RBS1017	90	↓ -7,41%	bd	bd
PCZ	PCZ0117	91	↓ -6,67%	↓ -9,01%	↓ -9,34%
POLBRAND	PBD0616	93	↓ -6,63%	↓ -5,49%	↓ -3,63%
PCZ	PCZ0916	91,5	↓ -6,35%	↓ -8,68%	↓ -9,14%
PCZ	PCZ0416	92,78	↓ -5,33%	↓ -7,69%	↓ -7,96%
GRUPA EMMERSON	GEM0715	88	↓ -4,86%	↓ -13,04%	↓ -10,84%
MEXPOL	MPL0316	94	↓ -3,79%	↓ -8,11%	↓ -6,85%

Tab. 6. Najwyższe rentowności

Emitent	Seria	Discount Margin	Zero Discount Margin	Notowanie
				2015-04-30
UBOAT - LINE	UBT0915	1181,8%	1180,2%	8,9
E-KANCELARIA	EKA0715	241,5%	239,8%	68
E-KANCELARIA	EKA1215	196,6%	194,9%	39,99
PTI	PTI0615	91,3%	89,7%	92,3
PTI	PTI1115	55,8%	54,2%	80
CZERWONA TOREBKA	CZT0416	47,3%	45,6%	71
INSTALEXPORT	INE1015	46,8%	45,1%	85
E-KANCELARIA	EKK1215	44,9%	43,2%	80
E-KANCELARIA	EKA0816	38,3%	36,6%	69,8
E-KANCELARIA	EKA1016	34,6%	32,9%	71
Emitent	Seria	YTM	Z-spread	Notowanie
E-KANCELARIA	EKA1115	155,8%	104,6%	64,8
FKD	FKD0615	117,3%	109,6%	90
GRUPA EMMERSON	GEM0715	89,6%	72,4%	88
E-KANCELARIA	EKA0616	63,6%	53,3%	64
E-KANCELARIA	EKA1015	37,1%	31,2%	90

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	ALR0416	180,0	100,9	0,0%	-	-	2,2%	0,5%
	ALIOR BANK	ALR0615	146,7	100,0	0,0%	-	-	3,1%	1,4%
	ALIOR BANK	ALR0924	321,7	101,2	0,0%	-	-	4,6%	3,0%
	BANK MILLENNIUM	MIL0317	500,0	100,9	0,0%	-	-	2,6%	0,9%
	BANK MILLENNIUM	MIL1015	250,0	101,3	0,0%	-	-	0,5%	-1,1%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOD0521	100,0	102,8	0,0%	-	-	4,0%	2,3%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOG0222	100,0	102,4	0,0%	-	-	4,3%	2,7%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOS0724	150,0	102,0	0,0%	-	-	3,7%	2,0%
	BANK POCZTOWY	BPO0721	47,3	101,6	0,0%	-	-	5,1%	3,4%
	BANK POCZTOWY	BPO1022	50,0	103,0	0,0%	-	-	4,7%	3,0%
	BANK POCZTOWY	BPO1216	147,9	100,7	0,0%	-	-	2,6%	1,0%
	BZ WBK	BZW0717	475,0	101,2	0,0%	-	-	2,1%	0,5%
	BZ WBK	BZW1216	500,0	101,2	-0,1%	-	-	2,1%	0,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0218	241,6	100,3	0,2%	-	-	5,3%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0220	75,0	96,6	0,5%	-	-	5,6%	3,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0221	100,0	96,3	0,8%	-	-	5,4%	3,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0318	160,0	98,8	-1,2%	-	-	5,6%	4,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0320	69,4	97,0	0,5%	-	-	5,4%	3,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0321	80,0	96,0	0,1%	-	-	5,5%	3,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0418	40,0	99,7	0,3%	-	-	5,3%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0420	45,0	97,8	1,9%	-	-	5,4%	3,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0421	81,6	97,2	0,7%	-	-	5,2%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0518	37,3	100,0	0,0%	-	-	5,2%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0618	250,0	101,0	0,0%	-	-	5,3%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0620	42,7	96,5	-0,7%	-	-	0,5%	-1,1%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0717	65,0	100,0	0,0%	-	-	3,4%	1,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0720	148,6	97,5	0,5%	-	-	5,2%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0817	35,0	100,0	0,0%	-	-	5,1%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0819	172,0	99,4	0,5%	-	-	5,4%	3,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0820	65,0	97,7	1,8%	-	-	5,2%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0917	50,0	100,0	1,0%	-	-	5,1%	3,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0919	18,0	99,9	0,9%	-	-	5,2%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1017	45,0	100,0	-0,3%	-	-	5,1%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1019	40,0	98,8	-0,3%	-	-	5,5%	3,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1020	35,0	97,5	2,1%	-	-	5,2%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1119	40,0	97,8	-1,0%	-	-	5,7%	4,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1120	50,0	97,5	0,8%	-	-	5,2%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1217	100,0	100,0	0,0%	-	-	3,4%	1,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1219	40,6	98,0	-0,8%	-	-	5,6%	3,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1220	24,2	97,0	1,0%	-	-	5,0%	3,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNF0618	40,0	100,0	0,5%	-	-	5,2%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNO0917	20,0	100,0	-0,2%	-	-	5,3%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNO1120	40,4	97,0	0,5%	-	-	5,3%	3,6%
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1217	565,0	100,0	0,0%	-	-	6,2%	4,6%
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1219	300,0	100,0	0,0%	-	-	2,4%	0,8%
	mBANK	MBK1223	500,0	103,0	0,0%	-	-	3,5%	1,8%

Banki

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	MERITUM BANK	MRT0421	67,2	105,0	1,2%	-	-	6,4%	4,8%
	MERITUM BANK	MRT1022	80,0	102,0	0,0%	-	-	5,4%	3,8%
	PKO BP	PKO0922	1600,7	102,5	0,0%	-	-	5,4%	3,8%
	RAIFFEISEN BANK POLSKA	RBP1117	500,0	100,2	0,0%	-	-	2,9%	1,3%
Budownictwo	ERBUD	ERB0318	52,0	101,2	-1,5%	-	-	4,2%	2,5%
	MIRBUD	MRB0717	25,4	100,0	0,0%	-	-	6,7%	5,0%
	TRAKCJA PRKiI	TRJ1215	3,0	100,2	-0,2%	-	-	6,1%	4,5%
	TRAKCJA PRKiI	TRK1215	29,5	101,5	0,0%	-	-	3,1%	1,5%
	UNISERV-PIECBUD	PCB1015	5,6	99,5	0,7%	-	-	9,1%	7,4%
Chemia	CIECH	CI21217	160,0	105,5	0,6%	-	-	4,3%	2,6%
	PCC CONSUMER PRODUCTS	KOS0516	4,2	100,6	0,0%	6,0%	4,3%	-	-
	PCC CONSUMER PRODUCTS	KOS1117	3,0	101,4	0,8%	5,3%	3,4%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0416	25,0	102,9	bd	4,3%	2,6%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0419	22,0	102,7	bd	4,7%	2,7%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0517	25,0	103,9	bd	4,8%	3,1%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0615	20,0	100,5	bd	3,8%	2,1%	-	-
	PCC ROKITA	PCR1019	25,0	102,7	bd	4,8%	2,8%	-	-
	WRATISLAVIA-BIO	WRA1116	33,0	100,0	0,0%	-	-	7,1%	5,4%
Deweloperzy komercyjni	BBI DEVELOPMENT	BBI0216	22,0	101,5	0,0%	-	-	6,1%	4,5%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0217	53,0	101,6	-0,4%	-	-	6,6%	5,0%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0218	35,0	101,0	bd	-	-	6,2%	4,6%
	CAPITAL PARK	CAP0617	35,0	99,6	-0,3%	-	-	7,3%	5,7%
	CAPITAL PARK	CAP0715	10,0	99,9	-0,1%	-	-	7,0%	5,3%
	CAPITAL PARK	CAP0917	20,0	100,3	0,3%	-	-	6,8%	5,1%
	CAPITAL PARK	CAP1217	53,9	99,0	-1,0%	-	-	6,3%	4,7%
	ECHO INVESTMENT	ECH0219	100,0	101,5	0,0%	-	-	4,8%	3,2%
	ECHO INVESTMENT	ECH0318	75,0	102,0	bd	-	-	4,0%	2,4%
	ECHO INVESTMENT	ECH0417	200,0	103,4	0,0%	-	-	3,8%	2,2%
	ECHO INVESTMENT	ECH0418	50,0	102,8	bd	-	-	3,8%	2,1%
	ECHO INVESTMENT	ECH0515	115,0	101,0	0,0%	-	-	-15,7%	-17,4%
	ECHO INVESTMENT	ECH0519	70,5	100,0	0,0%	-	-	5,2%	3,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0616	50,0	101,4	bd	-	-	3,4%	1,7%
	ECHO INVESTMENT	ECH0618	80,0	102,0	-0,5%	-	-	4,5%	2,8%
	ECHO INVESTMENT	ECH0716	25,0	101,7	bd	-	-	3,0%	1,4%
	GHELAMCO INVEST	GHC0718	30,8	100,0	0,0%	-	-	6,6%	5,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE0118	114,5	101,0	-0,5%	-	-	6,2%	4,6%
	GHELAMCO INVEST	GHE0418	27,2	100,0	-1,5%	-	-	6,3%	4,6%
	GHELAMCO INVEST	GHE0619	50,0	98,2	bd	-	-	5,7%	4,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE0716	20,0	101,5	1,0%	-	-	5,3%	3,7%
	GHELAMCO INVEST	GHE0718	120,4	100,0	-0,9%	-	-	6,6%	5,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE0816	9,2	99,5	0,0%	-	-	6,1%	4,4%
	GHELAMCO INVEST	GHE1116	6,5	100,0	0,0%	-	-	5,6%	3,9%
	GHELAMCO INVEST	GHE1117	37,8	100,7	-0,6%	-	-	7,0%	5,3%
	GHELAMCO INVEST	GHI0718	30,0	100,2	0,7%	-	-	6,1%	4,4%
	GHELAMCO INVEST	GHJ0718	30,0	99,0	-1,8%	-	-	6,5%	4,8%
	GHELAMCO INVEST	GHK0718	11,2	100,8	0,0%	-	-	5,9%	4,2%
	GTC	GTC0319	200,0	100,4	0,3%	-	-	6,0%	4,3%

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
GTC	GTC0418	294,2	99,7	0,0%	-	-	5,7%	4,1%
HB REAVIS FINANCE PL	HBR1117	111,0	101,0	0,0%	-	-	5,2%	3,5%
KLEBA INVEST	KIN0615	2,6	99,9	1,2%	9,6%	14,2%	-	-
POZNAŃSKA 37 SPV	POA0117	15,6	108,9	0,0%	3,5%	0,5%	-	-
POZNAŃSKA 37 SPV	POB0117	34,4	108,0	0,0%	4,0%	1,0%	-	-
RANK PROGRESS	RNK0616	130,8	96,0	0,0%	-	-	11,2%	9,5%
WARIMPEX	WXB0316	63,1	99,6	0,6%	-	-	8,9%	7,3%
WARIMPEX	WXF0218	9,0	106,0	0,0%	-	-	5,3%	3,7%
WARIMPEX	WXF0316	24,0	105,2	0,0%	-0,8%	-2,6%	-	-
WARIMPEX	WXF1016	15,0	100,0	0,0%	3,8%	2,2%	-	-
WARIMPEX	WXF1017	8,0	100,0	0,0%	-	-	8,3%	6,6%
ATAL	ATL0616	30,0	100,5	0,2%	-	-	4,5%	2,9%
ATAL	ATL1015	7,9	102,0	0,0%	-	-	1,0%	-0,6%
ATAL	ATL1016	17,6	102,7	0,0%	-	-	4,6%	3,0%
DOM DEVELOPMENT	DOM0217	120,0	104,2	0,0%	-	-	2,7%	1,1%
DOM DEVELOPMENT	DOM0318	50,0	101,7	0,0%	-	-	3,7%	2,0%
ED invest S.A.	EDI1116	6,6	100,0	0,0%	-	-	6,6%	4,9%
GRUPA EMMERSON	GEM0715	0,9	88,0	-4,9%	89,6%	72,4%	-	-
INSTALEXPORT	INE1015	5,4	85,0	-9,1%	-	-	46,8%	45,1%
LC CORP	LCC0515	65,0	100,0	0,0%	-	-	5,0%	3,3%
LC CORP	LCC0619	50,0	102,5	0,0%	-	-	4,5%	2,8%
LC CORP	LCC1018	50,0	102,6	0,0%	-	-	4,3%	2,7%
LOKUM DEWELOPER	LKD1017	30,0	100,2	0,7%	-	-	5,3%	3,7%
MAK DOM	MKD0317	5,5	100,0	0,0%	-	-	6,4%	4,7%
MURAPOL	MUL1116	18,6	100,5	0,5%	-	-	7,3%	5,7%
MURAPOL	MUR0515	7,5	98,8	-1,0%	-	-	32,9%	31,2%
MURAPOL	MUR0816	6,7	101,0	0,7%	-	-	6,4%	4,8%
MURAPOL	MUR1115	5,4	100,0	0,0%	-	-	7,7%	6,1%
MURAPOL	MUR1116	8,9	100,8	0,5%	-	-	6,7%	5,1%
NORDIC DEVELOPMENT	NOR1016	22,0	108,5	1,1%	5,8%	4,0%	-	-
POLNORD	PND0217	50,0	100,7	1,0%	-	-	5,6%	3,9%
ROBYG	ROB0218	45,0	105,1	0,6%	-	-	3,7%	2,1%
ROBYG	ROB0615	10,0	100,1	-0,6%	-	-	4,5%	2,8%
ROBYG	ROB0616	90,0	103,0	-0,2%	-	-	3,4%	1,8%
ROBYG	ROB1216	35,0	100,0	-2,0%	-	-	5,3%	3,6%
ROBYG	ROG0218	15,0	102,3	-1,5%	-	-	3,7%	2,0%
RONSON EUROPE	RON0119	10,0	100,4	bd	-	-	5,5%	3,9%
RONSON EUROPE	RON0218	5,0	102,0	0,0%	-	-	4,5%	2,9%
RONSON EUROPE	RON0518	28,0	100,0	-0,5%	-	-	5,2%	3,6%
RONSON EUROPE	RON0616	23,6	101,5	-1,0%	-	-	4,8%	3,1%
RONSON EUROPE	RON0617	83,5	102,5	0,4%	-	-	4,1%	2,5%
RONSON EUROPE	RON0716	9,3	102,5	0,0%	-	-	4,1%	2,4%
UNIBEP	UNI0515	11,0	100,3	0,0%	-	-	0,3%	-1,4%
UNIBEP	UNI0516	11,0	102,2	0,0%	-	-	2,8%	1,1%
UNIDEVELOPMENT	UND0317	20,0	100,0	-1,0%	-	-	6,6%	5,0%
VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0617	23,5	100,1	0,0%	-	-	5,8%	4,2%
VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0618	13,3	101,0	-0,4%	-	-	6,2%	4,6%

Deweloperzy mieszkaniowi

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0816	20,0	101,5	1,3%	-	-	5,8%	4,2%
	VICTORIA DOM	VDM0217	18,1	100,0	0,0%	-	-	7,5%	5,8%
	WŁODARZEWSKA	WLD0516	4,6	94,0	0,0%	-	-	15,4%	13,7%
	WŁODARZEWSKA	WLO0516	17,5	79,0	-3,7%	-	-	33,7%	32,0%
Fundusze	BBF	BBF0615	2,7	100,0	0,0%	9,7%	7,8%	-	-
	BEST II NS FIZ	BS20118	40,0	100,0	-0,1%	-	-	5,9%	4,3%
	BEST III NS FIZ	BS30616	21,1	100,0	0,0%	-	-	6,2%	4,5%
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MED.	EFM0416	3,5	99,5	1,5%	-	-	5,9%	4,2%
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MED.	EFM0915	2,0	98,9	-1,1%	12,8%	10,9%	-	-
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MED.	EFM1216	4,4	99,0	0,5%	10,9%	8,9%	-	-
	GETIN NOBLE BANK	GNB0617	350,0	101,0	0,0%	-	-	2,9%	1,2%
	IIF	IIF1115	2,5	100,2	0,0%	-	-	7,2%	5,5%
	INVISTA	INV0615	3,9	99,0	0,5%	-	-	14,9%	13,3%
	INVISTA	INV1215	0,9	100,0	0,0%	-	-	7,7%	6,1%
	MCI MANAGEMENT	MCI0318	50,0	100,0	0,0%	-	-	5,5%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI0416	36,0	100,8	0,0%	-	-	5,1%	3,4%
	MCI MANAGEMENT	MCI0616	18,8	100,9	0,0%	-	-	5,2%	3,6%
	MCI MANAGEMENT	MCI1017	31,0	100,0	0,0%	-	-	5,5%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI1216	30,0	101,8	0,0%	-	-	5,0%	3,3%
	PTI	PTI0615	4,0	92,3	-2,8%	-	-	91,3%	89,7%
PTI	PTI0816	4,0	92,0	0,0%	-	-	14,7%	13,1%	
PTI	PTI1115	6,7	80,0	-10,3%	-	-	55,8%	54,2%	
IT	AB	ABE0819	100,0	100,0	0,0%	-	-	3,3%	1,6%
	ACTION	ACT0717	100,0	100,9	0,5%	-	-	2,7%	1,0%
	COMP	CMP0717	36,0	100,0	0,0%	-	-	4,0%	2,3%
	CUBE. ITG	CTG0417	3,5	99,8	-0,7%	-	-	7,9%	6,3%
	HUSSAR GRUPPA	HGR0517	1,7	99,4	0,9%	8,8%	6,9%	-	-
	SMT	SMT0917	7,0	100,8	0,8%	-	-	6,0%	4,3%
	SYGNITY	SGN1217	40,0	100,0	0,0%	-	-	12,6%	10,9%
	WIND MOBILE	WMO0317	15,0	102,0	0,0%	-	-	6,3%	4,7%
Inne	2C PARTNERS	2CP0316	2,1	100,2	0,5%	9,9%	7,9%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0317	3,0	100,9	0,8%	9,4%	7,4%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0416	4,2	100,2	0,1%	10,0%	8,0%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0517	2,0	100,0	0,0%	9,3%	7,2%	-	-
	AmRest Holdings SE	AMR0618	140,0	100,6	0,0%	-	-	3,8%	2,2%
	AmRest Holdings SE	AMR0919	140,0	101,4	1,4%	-	-	3,5%	1,8%
	EKOPALIWA CHEŁM	EPC0716	6,5	101,0	0,2%	14,4%	12,1%	-	-
	ELEMENTAL HOLDING	EMT1017	26,0	100,0	0,0%	-	-	4,1%	2,5%
	ELEMENTAL HOLDING	EMT1019	24,0	100,0	0,0%	-	-	4,2%	2,6%
	EMPIK	EMF1117	128,8	89,0	0,0%	-	-	14,9%	13,3%
	GNB AUTO PLAN	GNA0725	193,6	100,0	0,0%	-	-	-15,8%	2,0%
	GRANIT-COLOR	GRA0816	7,4	102,6	-1,3%	7,3%	5,5%	-	-
	INTEGER.PL	ITG0617	30,0	100,0	0,0%	-	-	5,3%	3,6%
	INTEGER.PL	ITG0918	60,0	100,0	0,0%	-	-	5,6%	4,0%
	INTEGER.PL	ITG1217	15,0	100,0	0,0%	-	-	4,6%	3,0%
	INTEGER.PL	ITG1219	15,0	100,0	0,0%	-	-	5,8%	4,2%
IVOPOL	IVO0616	2,4	99,0	-0,3%	-	-	9,7%	8,1%	

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
KERDOS GROUP	KRS0316	3,0	100,3	-0,3%	7,7%	7,0%	-	-
KERDOS GROUP	KRS0416	3,0	99,6	-1,4%	8,5%	6,6%	-	-
KERDOS GROUP	KRS0516	2,0	99,5	0,4%	8,6%	6,7%	-	-
KERDOS GROUP	KRS1217	13,2	95,0	bd	10,7%	8,5%	-	-
KREDYT INKASO I NS FIZ	KI10517	50,0	99,9	0,0%	-	-	5,6%	3,9%
LZMO	LZM1116	6,1	93,1	-1,0%	14,3%	11,9%	-	-
MEDORT	MDR1016	25,9	100,5	0,0%	-	-	6,6%	4,9%
MEXPOL	MPL0316	1,6	94,0	-3,8%	-	-	3,8%	2,2%
MW TRADE	MWD0216	10,0	100,0	0,0%	-	-	5,5%	3,8%
MW TRADE	MWD0316	10,0	100,5	1,0%	-	-	5,4%	3,7%
MW TRADE	MWD1115	6,0	100,0	0,0%	-	-	5,9%	4,3%
MW TRADE	MWT0216	30,0	100,6	-0,4%	-	-	5,3%	3,6%
MW TRADE	MWT0316	30,0	100,1	-0,2%	-	-	5,8%	4,1%
MW TRADE	MWT0416	25,0	100,5	1,0%	-	-	5,5%	3,8%
MW TRADE	MWT0417	15,0	101,0	0,0%	-	-	5,1%	3,4%
MW TRADE	MWT0616	15,0	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,3%
MW TRADE	MWT1115	34,0	100,1	0,3%	-	-	5,9%	4,3%
MW TRADE	MWT1215	10,0	100,9	0,0%	-	-	4,5%	2,9%
MYSŁAW	MYS0615	1,7	101,6	0,0%	-3,8%	-5,5%	-	-
MYSŁAW	MYS0715	1,4	102,2	0,0%	1,1%	-0,3%	-	-
NOVAVIS	NVV1217	3,0	105,2	0,2%	5,9%	4,0%	-	-
OT LOGISTICS	OTS0217	30,0	101,6	0,6%	-	-	4,7%	3,1%
OT LOGISTICS	OTS1118	100,0	102,5	0,4%	-	-	4,8%	3,1%
PCC AUTOCHEM	AUT0217	3,0	101,6	-1,3%	5,8%	4,0%	-	-
POLBRAND	PBD0116	12,6	97,2	-1,2%	15,9%	13,4%	-	-
POLBRAND	PBD0616	3,9	93,0	-6,6%	16,8%	14,1%	-	-
POLKAP	SFK1215	1,4	94,1	-0,1%	-	-	6,2%	4,6%
PRIME MINERALS SA	CCA0216	0,8	95,0	5,5%	16,8%	14,2%	-	-
QUALITY ALL DEVELOPMENT	QLT1115	1,7	98,0	-0,5%	-	-	12,7%	11,0%
REGIS	RGS0717	8,4	100,0	0,0%	-	-	6,6%	4,9%
ROBINSON EUROPE	RBS1017	1,0	90,0	-7,4%	-	-	13,4%	11,7%
UBOAT - LINE	UBT0915	5,0	8,9	0,0%	-	-	1181,8%	1180,2%
VENITI	VNT0316	0,4	91,9	0,0%	20,8%	17,7%	-	-
WORK SERVICE	WSE0717	25,0	101,2	0,0%	-	-	6,4%	4,8%
WORK SERVICE	WSE1016	55,0	103,0	0,0%	-	-	4,1%	2,5%
WSIP	WSP0918	131,9	100,0	0,0%	-	-	5,9%	4,3%
Paliwa, Gaz, Energia	ENERGA	ENG1019	1000,0	102,6	bd	-	2,5%	0,9%
	PGE	PGE0618	1000,0	100,0	0,0%	-	2,4%	0,7%
	PGNiG	PGN0617	2500,0	101,4	0,0%	-	2,3%	0,6%
	PKN ORLEN	PK11117	100,0	101,0	bd	-	2,2%	0,5%
	PKN ORLEN	PKN0219	1000,0	103,2	1,5%	-	2,4%	0,7%
	PKN ORLEN	PKN0418	200,0	101,1	bd	-	2,6%	0,9%
	PKN ORLEN	PKN0420	100,0	107,0	bd	3,4%	1,3%	-
	PKN ORLEN	PKN0517	200,0	101,2	bd	-	2,5%	0,9%
	PKN ORLEN	PKN0617	200,0	101,8	bd	-	2,3%	0,6%
	PKN ORLEN	PKN1117	200,0	101,5	bd	-	2,5%	0,8%
	TAURON POLSKA ENERGIA	TPE1119	1750,0	100,2	0,0%	-	-	2,5%

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
Pożyczki	EUROCENT	ERC0815	2,0	99,2	-1,0%	12,2%	10,4%	-	-
	EUROCENT	ERC0916	2,0	99,7	-0,3%	9,1%	7,6%	-	-
	FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0517	20,5	102,8	0,5%	-	-	6,6%	5,0%
	FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0615	10,4	100,0	0,0%	-	-	7,4%	5,7%
	IPF INVESTMENTS POLSKA	IPP0615	200,0	101,2	0,0%	-	-	14,7%	13,0%
	MIKROKASA	MKR0615	1,3	100,2	1,1%	-	-	7,6%	5,9%
	MIKROKASA	MKR0916	2,0	99,1	-1,2%	10,1%	8,1%	-	-
	MIKROKASA	MKR1115	1,8	100,0	1,0%	-	-	8,7%	7,0%
	MIKROKASA	MKR1116	2,0	99,1	-0,6%	9,7%	7,7%	-	-
	WIERZYCIEL	WRL0516	2,0	98,5	-0,2%	11,0%	9,2%	-	-
Przemysł drzewny	FKD	FKD0516	3,0	88,0	-2,2%	23,0%	20,0%	-	-
	FKD	FKD0615	1,5	90,0	-1,2%	117,3%	109,6%	-	-
	KLON	KLN0217	2,5	100,0	bd	-	-	7,1%	5,4%
	KLON	KLN1115	4,0	100,2	-0,5%	-	-	2,4%	0,7%
	MERA	MER0616	12,3	100,3	-0,2%	-	-	6,5%	4,9%
	PAGED	PGD0817	49,0	100,0	0,0%	-	-	5,1%	3,4%
	PAGED	PGD0818	21,0	100,0	0,0%	-	-	5,3%	3,6%
	POZBUD T&R	POZ0219	50,0	100,6	bd	-	-	4,0%	2,3%
Retail	CCC	CCC0619	210,0	100,0	0,0%	-	-	3,1%	1,5%
	CZERWONA TOREBKA SA	CZT0416	14,6	71,0	-13,9%	-	-	47,3%	45,6%
	EUROCASH	EUH0618	140,0	97,5	0,0%	-	-	4,0%	2,3%
	PRÓCHNIK	PRC1215	6,0	96,0	1,1%	-	-	13,5%	11,9%
	GINO ROSSI	GRI0615	20,0	99,7	-0,8%	-	-	9,8%	8,1%
	GINO ROSSI	GRI0616	15,0	102,7	0,3%	-	-	5,1%	3,5%
Sieć medyczna	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0317	20,0	100,0	0,0%	-	-	5,1%	3,4%
	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0718	40,0	100,0	0,0%	-	-	6,4%	4,7%
	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0916	40,0	102,6	0,0%	-	-	4,1%	2,5%
	PCZ	PCZ0117	10,0	91,0	-6,7%	-	-	9,5%	7,9%
	PCZ	PCZ0416	10,7	92,8	-5,3%	17,7%	15,6%	-	-
	PCZ	PCZ0615	8,0	99,2	-0,7%	-	-	11,9%	10,3%
	PCZ	PCZ0617	10,0	94,0	-3,1%	-	-	9,1%	7,5%
	PCZ	PCZ0916	10,0	91,5	-6,3%	-	-	15,3%	13,6%
	PCZ	PCZ1015	13,0	96,5	-3,5%	22,1%	14,1%	-	-
	PCZ	PCZ1117	10,0	95,9	-0,5%	-	-	5,2%	3,6%
	VOXEL	VOL0716	10,0	100,0	-0,2%	-	-	6,1%	4,5%
	VOXEL	VOX0716	12,0	99,8	1,2%	-	-	6,8%	5,1%
TMT	MULTIMEDIA POLSKA	MMP0520	1038,0	100,1	0,0%	-	-	4,9%	3,3%
Usługi finansowe	ABS INVESTMENT	AIN0717	1,0	100,0	0,5%	8,4%	6,5%	-	-
	AOW FAKTORING	AOW0317	5,0	100,0	-1,1%	-	-	6,7%	5,0%
	AOW FAKTORING	AOW0416	5,0	100,0	-1,0%	-	-	6,5%	4,9%
	AOW FAKTORING	AOW0517	5,0	101,2	-0,5%	-	-	6,0%	4,3%
	BLUE TAX GROUP	BTG1215	0,5	100,0	0,0%	8,7%	6,9%	-	-
	COPERNICUS SECURITIES	CRS0416	5,0	97,0	-1,5%	-	-	9,8%	8,1%
	GPW	GPW0117	245,0	100,5	0,0%	-	-	2,5%	0,9%
	LEASING-EXPERTS	LEX0616	3,0	93,0	0,0%	-	-	15,8%	14,1%
	LEASING-EXPERTS	LEX0916	5,0	97,5	-1,4%	10,8%	9,4%	-	-

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin	
		[mln PLN]	Kurs						
PRAGMA INWESTYCJE	PIN1016	10,0	101,0	0,0%	-	-	5,5%	3,8%	
SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	4,1	97,0	5,2%	-	-	12,4%	10,8%	
WDB BU	WDB0915	2,0	99,9	0,9%	8,8%	7,0%	-	-	
Wierzytelności	BEST	BST0319	35,0	100,3	bd	-	-	4,9%	3,3%
	BEST	BST0320	20,0	100,1	bd	-	-	5,1%	3,5%
	BEST	BST0418	45,0	100,5	bd	-	-	5,3%	3,6%
	BEST	BST0516	39,0	101,0	0,8%	-	-	5,9%	4,1%
	BEST	BST1018	50,0	100,6	bd	5,9%	-0,7%	-	-
	CASUS FINANSE	CAS0515	10,0	100,0	0,5%	-	-	5,9%	4,2%
	CASUS FINANSE	CAS1117	24,0	101,0	0,8%	-	-	6,4%	4,7%
	CASUS FINANSE	CAS1216	9,7	99,8	-0,7%	-	-	6,7%	5,0%
	DEBT TRADING PARTNERS BIS	DTP0816	10,0	100,9	0,9%	-	-	5,4%	3,7%
	E-KANCELARIA	EKA0616	2,3	64,0	0,0%	63,6%	53,3%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA0715	1,5	68,0	0,0%	-	-	241,5%	239,8%
	E-KANCELARIA	EKA0816	2,8	69,8	0,0%	-	-	38,3%	36,6%
	E-KANCELARIA	EKA0916	1,0	74,9	0,0%	-	-	30,8%	29,2%
	E-KANCELARIA	EKA1015	2,1	90,0	0,0%	37,1%	31,2%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA1016	2,3	71,0	0,0%	-	-	34,6%	32,9%
	E-KANCELARIA	EKA1115	3,6	64,8	0,0%	155,8%	104,6%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA1215	4,2	40,0	0,0%	-	-	196,6%	194,9%
	E-KANCELARIA	EKK1016	1,8	82,0	0,0%	-	-	22,6%	20,9%
	E-KANCELARIA	EKK1215	1,0	80,0	0,0%	-	-	44,9%	43,2%
	EGB INVESTMENTS	EGB1217	10,0	102,4	5,6%	-	-	6,6%	5,0%
	FAST FINANCE	FFI0116	7,8	97,9	-2,0%	-	-	11,6%	10,0%
	FAST FINANCE	FFI0916	3,9	100,0	0,4%	-	-	8,6%	6,9%
	FAST FINANCE	FFI1116	8,6	98,5	-0,9%	-	-	9,6%	8,0%
	INDOS	INS1017	6,0	100,8	bd	8,2%	6,3%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0416	1,1	101,5	1,5%	5,9%	-0,7%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME1015	2,0	100,0	0,0%	9,0%	7,0%	-	-
	KREDYT INKASO	KR20116	5,0	100,0	-1,0%	-	-	6,7%	5,1%
	KREDYT INKASO	KRI0116	35,0	100,5	-1,2%	-	-	6,3%	4,7%
	KREDYT INKASO	KRI0118	17,0	101,8	0,0%	-	-	5,3%	3,7%
	KREDYT INKASO	KRI0416	15,0	100,0	0,0%	-	-	7,5%	5,9%
	KREDYT INKASO	KRI0615	69,0	101,1	0,0%	-	-	-3,8%	-5,4%
	KREDYT INKASO	KRI0717	53,0	102,7	0,0%	-	-	4,5%	2,9%
	KREDYT INKASO	KRI0916	30,0	106,0	0,0%	-	-	2,7%	1,1%
	KREDYT INKASO	KRI1216	18,0	103,7	0,0%	-	-	5,2%	3,5%
	KRUK	KRU0316	96,0	102,5	-1,0%	-	-	3,1%	1,4%
	KRUK	KRU0317	60,0	105,0	0,4%	-	-	3,4%	1,7%
KRUK	KRU0517	60,0	105,2	0,0%	-	-	3,2%	1,5%	
KRUK	KRU0618	15,0	104,8	0,0%	-	-	4,5%	2,8%	
KRUK	KRU0818	50,0	105,0	0,0%	-	-	4,5%	2,9%	
KRUK	KRU1018	40,0	106,0	-3,2%	-	-	4,2%	2,6%	
KRUK	KRU1116	30,0	103,3	0,0%	-	-	4,0%	2,3%	
KRUK	KRU1216	40,0	104,7	-0,3%	-	-	3,2%	1,5%	
KRUK	KRU1217	15,0	103,7	bd	-	-	4,1%	2,5%	
KRUK	KRU1218	10,0	106,0	0,8%	-	-	6,2%	4,6%	

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
KRUK	KRU1220	45,0	102,0	-0,3%	-	-	4,6%	2,9%
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE0815	10,0	103,5	0,0%	-	-	-5,7%	-7,4%
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE1117	35,0	100,7	0,1%	-	-	5,7%	4,1%
PRAGMA FAKTORING	PRF0218	10,0	101,0	0,3%	-	-	5,5%	3,9%
PRAGMA FAKTORING	PRF1216	20,0	101,0	0,0%	-	-	5,4%	3,8%
PRAGMA INKASO	PRI1117	10,0	101,5	0,1%	-	-	-109,5%	3,9%
RAPORT	RAP0815	15,0	100,0	0,0%	-	-	6,8%	5,2%
SAF	SAF1115	2,0	96,5	0,5%	16,5%	15,1%	-	-
VINDEXUS	VIN1116	10,0	103,1	-1,3%	-	-	5,7%	4,0%

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

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

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, W_{FIX} – znany Wibor dla obecnego okresu odsetkowego, W_{Stub} – 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).