



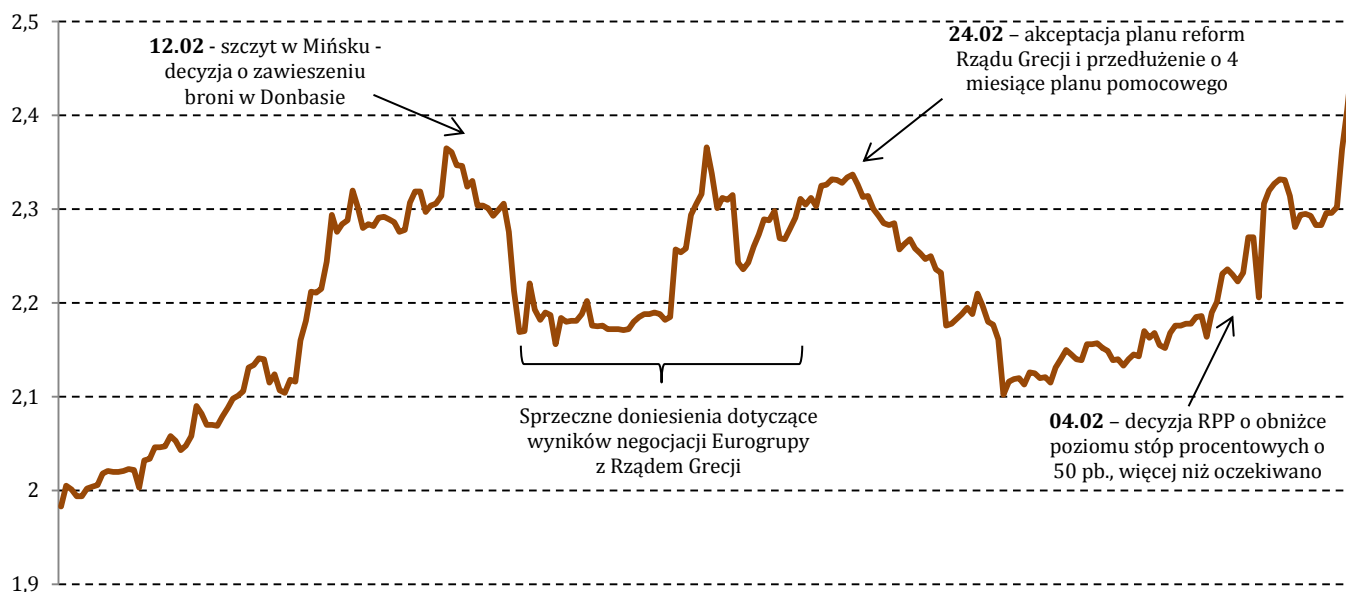
W UE grają w cymora, w USA gra słowna

W lutym rynek obligacji skarbowych pozostawał pod wpływem dwóch silnych frontów atmosferycznych (tzn. kształtujących atmosferę na nim) nadciągających ze wschodu Europy i znad południa półwyspu bałkańskiego. Ich wpływ możemy zaobserwować na synoptycznym wykresie 10-letnich obligacji polskich, na którym pokazane jest jak w lutym zmieniało się ciśnienie rentownościowe. Widzimy na nim jak burze w regionie Donbasu we wschodniej Ukrainie powodowały odpływ kapitału z terytorium Polski w pierwszej połowie lutego. Na niebie przejaśniło się ok. 12 lutego, kiedy to na spotkaniu najbardziej wpływowych synoptyków i pogodynek w Europie (tj. Putina, Merkel i Hollande) doszło do zawarcia kompromisu - taka szklana (a w zasadzie papierowa) (p)ugoda. Na kilka dni obniżyło to ciśnienie w rejonie Europy Środkowo-Wschodniej i spowodowało ponowny napływ ciepłego kapitału w tym regionie.

Grzegorz Balcerski
MPW
Analityk
grzegorz.balcerski@nwai.pl
tel: 22 201 97 74

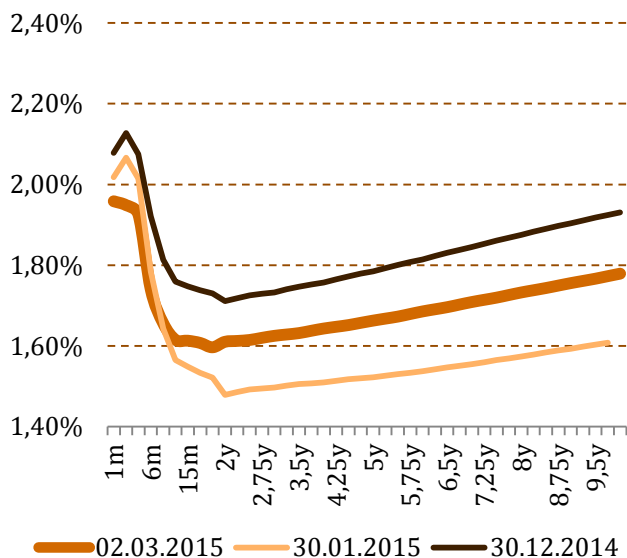
Adrianna Kocięda
Analityk
adrianna.kocieda@nwai.pl
tel: 22 201 97 66

Rentowność polskich 10-letnich obligacji skarbowych w lutym



W kolejnych dniach stosunkowo obfite opady niepewności występowały od Półwyspu Peloponeskiego aż po kraje Benelux'u. W końcu po kilku bezskutecznych spotkaniach w Brukseli, główni synoptycy z Ministerstw Finansów państw strefy Euro osiągnęli kompromis, co na 4 miesiące rozdmuchało ciemne chmury krążące nad rejonem Unii Europejskiej. To oczywiście poprawiło biomet na skarbowym rynku dłużnym, także w Polsce, w związku z czym ceny naszych 10-latek zaczęły ponownie rosnąć i oczekiwać na decyzję RPP w sprawie stóp procentowych. Rynkowe prognozy wskazywały na cięcie o 25 pb., lecz dziś już wiemy, że się nie zrealizowały - Rada po projekcji NBP dotyczącej inflacji postanowiła obniżyć stopy 50 pb., jednocześnie zaznaczając, że z luzowaniem już koniec. Takie warunki, zniechęciły nieco inwestorów do polskiego długu i można było zaobserwować odpływ kapitału do bardziej rentownych terenów. Temu wszystkiemu „cierpliwie” przyglądała się, niczym matka natura, Janet Yellen, która postanowiła nieco odsunąć w czasie zaostrzenie warunków pogodowych na rynkach za Oceanem, zmniejszając prawdopodobieństwo podwyżek stóp już w czerwcu.

Spotowa krzywa stóp procentowych



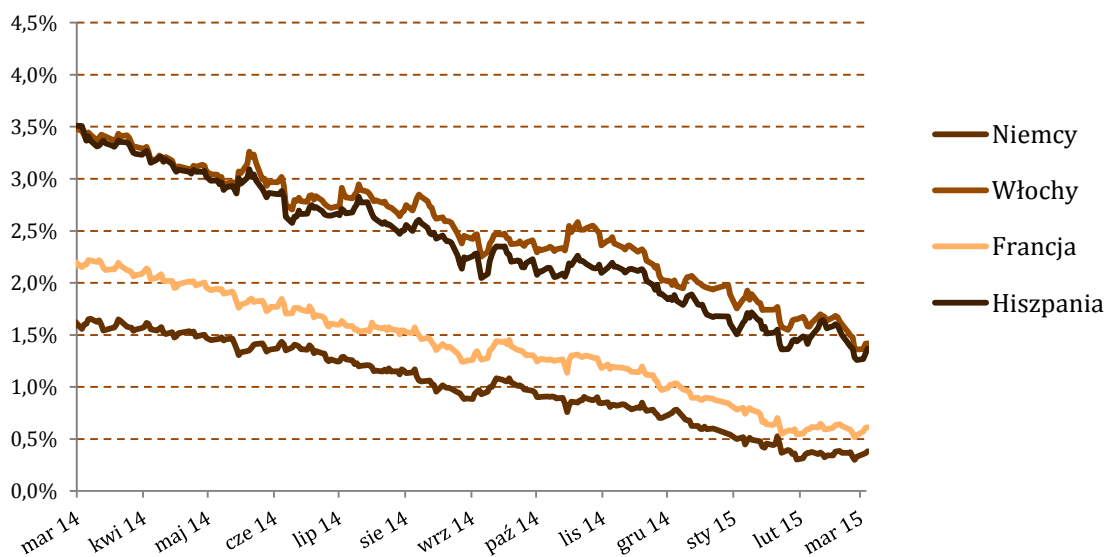
Rentowność 10-letnich Polskich obligacji skarbowych



Strefa Euro

Luty rozpoczął się informacją dotyczącą zaprzestania uznawania przez Europejski Bank Centralny obligacji greckich jako zabezpieczenia pożyczek, czym zapewne centralny bank strefy euro chciał pokazać Syrii, że nie pozwoli on na porzucenie przez Greków reform, czym wyraźnie pogroził im palcem. W praktyce oznaczało to odcięcie greckich banków od taniego (0,05%) oprocentowania, którym pozostało liczyć na wsparcie programu ELA, który jest jednocześnie o wiele bardziej kosztowny (1,55%). Oprócz niepokoju wśród inwestorów pojawiły się także obawy pośród zwykłych Greków, którzy zaczęli wyciągać swoje oszczędności z banków, nakręcając całą spiralę niepewności. Ostatecznie EBC wyraził zgodę na wsparcie sektora bankowego programem ELA w wysokości blisko 60 mld euro z banku centralnego Grecji. Jednocześnie na rynek docierały informacje, że bez dalszej pomocy ze strony Troiki pieniądze greckiemu rządowi skończą się pod koniec lutego, co wprowadzało jeszcze większą zmienność i presję na osiągnięcie kompromisu z obydwóch stron. Od czasu do czasu docierały sprzeczne doniesienia o rzekomym „dogadaniu się”, dementowane chociażby przez ministra finansów Niemiec.

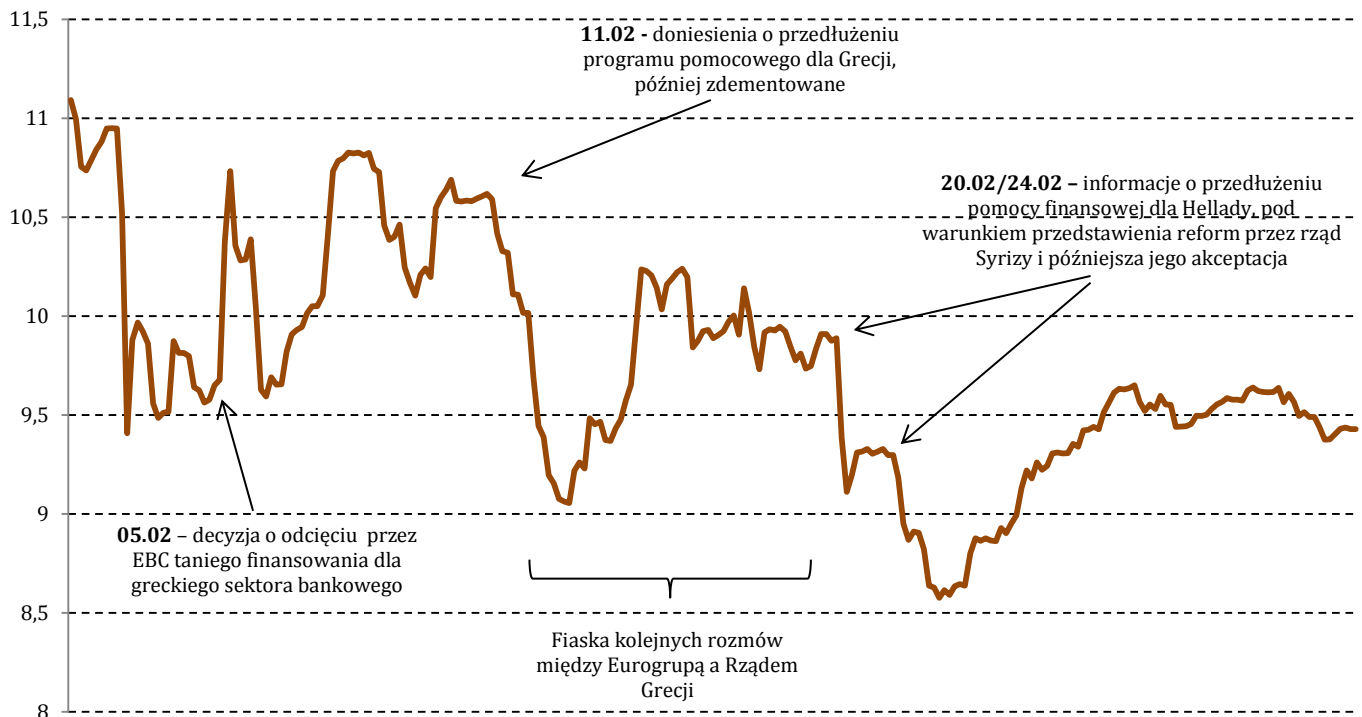
Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w strefie Euro



11 lutego doszło do dwóch bardzo ważnych, w kontekście postrzegania ryzyka na europejskich parkietach, spotkań – w Mińsku i Brukseli. O ile w sprawie konfliktu na Ukrainie doszło do porozumienia o zawieszeniu broni (co najmniej papierowym, co wystarczyło, by rentowności skarbówek trochę ochłonięły), to na osiągnięcie kompromisu między Ministrami Finansów państw Strefy Euro trzeba było poczekać dłużej. Grecja, która początkowo twardo deklarowała odejście od części równie twardej reform i zaciskania pasa wymaganych przez Troikę, w końcu zaczęła mięknąć. Ostatecznie po kilku długich dniach gry w cykora, 20 lutego udało się wypracować porozumienie pomostowe w sprawie planu pomocowego, które miałyby dać Grekom 4 miesiące na przygotowanie odpowiedniego programu reform, pozwalającego na wyjście gospodarki Hellady z zastoju. Warunkiem jego akceptacji było przedstawienie przez rząd Syrizeny do końca 23 lutego proponowanego programu reform, który ma być fundamentem dalszych negocjacji. Eurogrupa uznała te propozycje (zakładające m.in. wyższą efektywności systemu podatkowego, przeciwdziałanie korupcji i ograniczenie biurokracji) jako dostatecznie pełne i zaakceptowała go, na skutek czego ceny obligacji skarbowych strefy Euro wyraźnie się podniosły.

Wydaje się, że w kontekście tej „bitwy” politycznej o wiele mniejszą uwagę zwracano na pojawiające się dane makro. Finalny odczyt PMI dla przemysłu w Strefie Euro za styczeń jak i luty wyniósł 51, inflacja bazowa HICP za styczeń -1,6% m/m i 0,6% r/r (obie statystyki zgodnie z oczekiwaniami), inflacja PPI za styczeń -3,4% r/r (vs prognoza -3,0%).

Rentowność greckich 10-letnich obligacji skarbowych w lutym

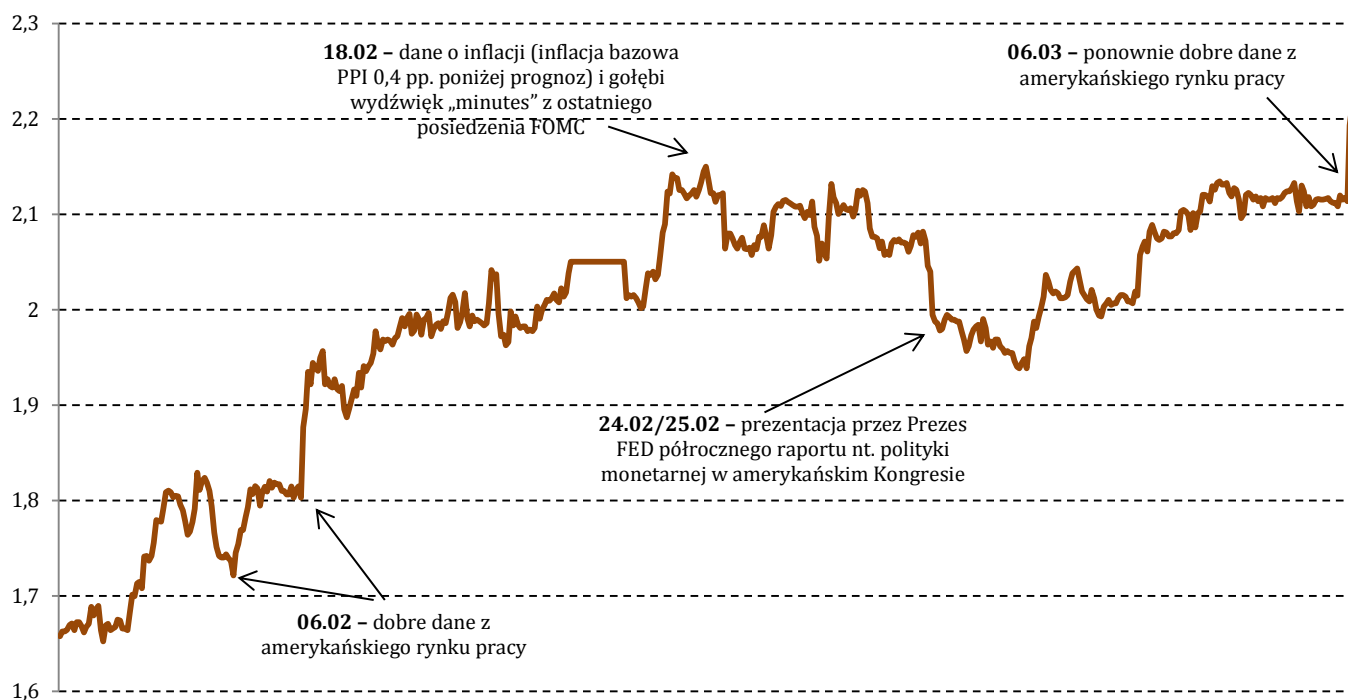


Stany Zjednoczone – stopy w górę nie tak szybko

Kluczowym czynnikiem kształtującym rynek stopy procentowej w USA są obecnie doniesienia dotyczące normalizacji polityki monetarnej przez FED. Pośredni wpływ na decyzje amerykańskiego banku centralnego mają także wszechobecne na całym świecie gołębie nastoje, które w ostatnich miesiącach mocno umacniały dolara. W pierwszej połowie lutego zaobserwować można było systematycznie rosnące rentowności obligacji amerykańskich. Wsparciem dla tych ruchów były dobre odczyty danych makro: styczniowy indeks aktywności biznesowej ISM wyniósł 61,5 wobec prognozy 57,6, PMI dla przemysłu w styczniu osiągnął poziom 53,9, o 0,2 wyżej niż oczekiwano. Swoje dwa grosze dorzucił jeden z przedstawicieli FED'u Jeffrey Lacker, który stwierdził, że dobre fundamenty makro mogą prowadzić do podwyżek stóp procentowych już w czerwcu.

Dobrze na pierwszy rzut oka prezentuje się sytuacja na rynku pracy (niższa niż oczekiwano liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, niska stopa bezrobocia), choć w tym przypadku należy pamiętać o malejącym poziomie aktywności zawodowej wśród Amerykanów, który może w pewnym stopniu zniekształcać wspomniane dane. Pomimo to zostały one odebrane pozytywnie przez rynek. Dlatego właśnie kluczowym czynnikiem, wpływającym na decyzje FED powinna być inflacja, która znajduje się wyraźnie poniżej celu. Rosnące rentowności amerykańskich 10-latek zatrzymały się w momencie publikacji „minutes” z ostatniego posiedzenia FOMC. Wynika z niego, że duża część członków FED opowiada się za „cierpliwością” w związku z normalizacją ich polityki, co rzecz jasna zostało odebrane gołębio, a uzasadniane było bardzo silnym dolarem, problemami Ukrainy i Grecji, powolnym wzrostem wynagrodzeń, czy niską inflacją (CPI -0,1% r/r, 0,2% m/m w styczniu). Wobec tego inwestorzy z niecierpliwością oczekiwali cyklicznego wystąpienia szefowej FED w Kongresie. W czasie jego trwania Janet Yellen dała do zrozumienia, że podwyżki będą miały miejsce wtedy, gdy członkowie Rezerwy Federalnej będą pewni co do inflacji, a obecność stwierdzenia „patient” wskazuje na brak podwyżek na najbliższych kilku posiedzeniach. Podkreśliła ona jednocześnie, że jego brak w komunikacie, nie będzie od razu wskazywać na podwyżki, a tylko daje informacje, że taka możliwość będzie poważnie dyskutowana. Cóż - jedno słowo, a co najmniej tyle znaczeń i niepewności, co w przypadku „love”.

Rentowność amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych w lutym



Rynek polskich obligacji korporacyjnych

Luty był miesiącem, w którym trend spadkowy w rentownościach obligacji korporacyjnych stał się jeszcze bardziej wyraźny. Na przestrzeni ostatnich 5 miesięcy zaobserwowaliśmy spadki rentowności we wszystkich sektorach poza branżą wierzytelności. Od października największy spadek odnotował sektor budownictwa, dla którego od października mediana DM spadła z 6,69% do 4,66%, zaś mediana Z-DM z poziomu 4,74% do 2,84%. Jednocześnie budownictwo nadal jest postrzegane jako jedna z najbezpieczniejszych branż. Jako bardziej wiarygodny postrzegany jest nadal sektor paliw, gazu i energii z medianą DM na poziomie 2,67% oraz medianą ZDM na poziomie 0,86%.

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	9 031,31	5,23%	↓ -0,30%	3,43%	↑ 0,16%	↓ -0,10%
Budownictwo	115,54	4,66%	↓ -1,24%	2,84%	↓ -0,80%	↓ -0,35%
Chemia	317,16	5,68%	↓ -1,04%	3,87%	↓ -0,58%	↓ -0,55%
Deweloperzy komercyjni	2 419,29	5,92%	↓ -0,67%	4,11%	↓ -0,21%	↓ -0,04%
Deweloperzy mieszkaniowi	1 107,64	5,08%	↓ -0,90%	3,27%	↓ -0,45%	↓ -0,20%
Fundusz	271,01	5,79%	↓ -0,58%	3,99%	↓ -0,12%	↓ -0,43%
IT	261,23	5,41%	↓ -1,59%	3,60%	↓ -1,13%	↓ -2,85%
Paliwa, Gaz Energia	6 500,00	2,67%	↓ -0,67%	0,86%	↓ -0,22%	→ 0,00%
Pożyczki	242,02	6,16%	↓ -1,87%	4,33%	↓ -1,44%	↓ -0,40%
Przemysł drzewny	90,80	5,31%	↓ -1,19%	3,49%	↓ -0,75%	↓ -1,09%
Retail	370,61	4,27%	↑ 0,05%	2,46%	↑ 0,51%	↑ 5,73%
Sieć medyczna	193,69	6,62%	↓ -0,39%	4,81%	↑ 0,06%	↓ -1,01%
Telekomunikacja	1 038,00	4,95%	↓ -0,78%	3,15%	↓ -0,32%	↑ 0,15%
Usługi finansowe	301,36	5,32%	↓ -1,03%	3,51%	↓ -0,59%	↓ -0,45%
Wierzytelności	1 104,04	10,73%	↑ 1,61%	8,94%	↑ 2,08%	↓ -3,30%
Inne	1 658,77	5,64%	↓ -0,55%	3,82%	↓ -0,11%	↓ -3,31%

Wierzytelności były branżą która w ostatnich miesiącach odnotowała największy wzrost percepcji ryzyka. Tylko w lutym mediany DM oraz ZDM dla tej branży wzrosły odpowiednio o 1,61 pp. i 2,08 pp., zaś od października DM wzrosła o 3,14 pp. a ZDM o 3,31pp. Z punktu widzenia inwestorów obligacje spółek obrotu wierzytelnościami są aktualnie najbardziej ryzykownymi papierami na rynku. Tak wysoki wzrost rentowności mediany dla branży wynika przede wszystkim ze spread'ów notowanych przez praktycznie bankrutującą E-Kancelarię oraz w mniejszym stopniu ze spadających cen obligacji mniejszych emitentów, którzy w ostatnich tygodniach raportują słabsze wyniki finansowe.

Tab. 2. Największe obroty

Emitent	Seria	Obrót	
		Obrót 1m [mln PLN]	3m [mln PLN]
BZ WBK	BZW1216	8,6	12,2
GHELAMCO INVEST	GHE0118	5,0	5,9
BEST III NS FIZ	BS30615	4,6	4,6
BBI DEVELOPMENT	BBI0217	4,2	4,8
PKN ORLEN	PKN0418	4,2	5,4
ALIOR BANK	ALR0924	2,9	4,1
ECHO INVESTMENT	ECH0318	2,8	7,7
BEST	BST0916	2,8	2,8
BANK MILLENIUM	MIL0317	2,5	4,5
PGNiG	PGN0617	2,3	8,5

W lutym 2015 obserwowaliśmy niewielką liczbę debiutów - na rynku Catalyst zadebiutowało jedynie 8 serii obligacji, z czego najważniejsze dotyczyły papierów Empiku o wartości 128,8 mln PLN oraz Getin Noble Banku o wartości 100 mln PLN. Wśród nowych emisji najważniejsze to: trzyletnie papiery o wartości na 35 mln PLN wypuszczone przez BBI Development, obligacje serii M o wartości 20 mln PLN uplasowane przez Robyng oraz obligacje wartości 35 mln PLN sprzedane w ramach publicznej oferty przez BEST.

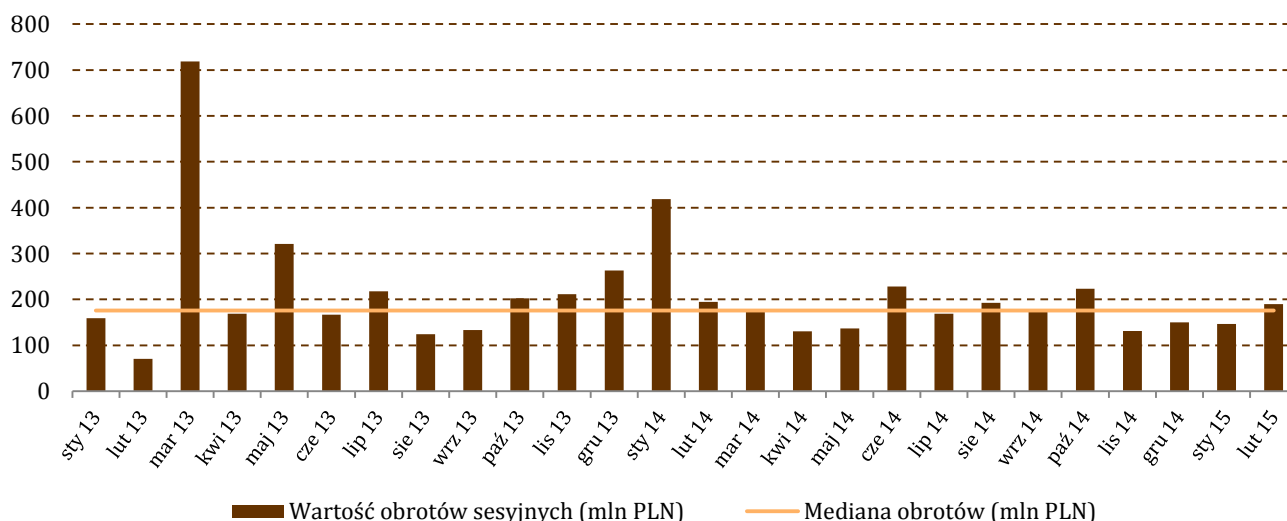
Na koniec lutego na GPW notowane były 524 serie obligacji wyemitowane przez 195 podmiotów, których łączna wartość wynosiła 561,2 mln zł. Obroty w lutym osiągnęły poziom 190 mln zł, co jest wynikiem o 30% lepszym niż w poprzedzającym go miesiącu (obroty w styczniu wyniosły 146,6 mln PLN).

Spośród notowanych obligacji w najbliższych trzech miesiącach zapada 21 serii obligacji o łącznej wartości nominalnej ok. 396,2 mln zł. W okresie tym zapada także kilka serii, których ryzyko niedotrzymania warunków wykupu oceniane jest przez rynek jako wysokie. Należy zwrócić uwagę przede wszystkim na Fast Finance, PC Guard, Uboat-Line, E-Kancelarię, oraz PPUH VIG. Pierwsza z wymienionych serii zapada pod koniec marca, natomiast spłata nominału kolejnych dwóch nastąpić ma w kwietniu. Default obligacji jest bardzo silnie oczekiwany w przypadku serii UBT0415 Uboat-Line. Na koniec lutego te walory były notowane po 12% wartości nominalnej co oznacza Discount Margin na poziomie ponad 3052%.

Tab. 3. Debiuty

Emitent	Seria	Data debiutu	Wartość emisji (mln PLN)
EMPIK	EMF1117	2015-02-13	128,8
GETIN NOBLE BANK	GNB1217	2015-02-17	100,0
CAPITAL PARK	CAP1217	2015-02-19	53,9
CASUS FINANSE	CAS1117	2015-02-26	24,0
INTEGER.PL	ITG1217	2015-02-12	15,0
INTEGER.PL	ITG1219	2015-02-12	15,0
REGIS	RGS0717	2015-02-11	8,4
E-KANCELARIA	EKA1015	2015-02-02	2,1

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
Marzec								
AIRON INVESTMENT	ARN0315	2015-03-19	9,2	100,0	-	-	2,5%	0,7%
FAST FINANCE	FFI0315	2015-03-23	30,0	82,0	-	-	150,8%	149,0%
KLEBA INVEST	KIN0315	2015-03-31	3,5	101,0	-2,1%	-2,6%	-	-
KLEBA INVEST	KIW0315	2015-03-31	2,1	99,6	15,4%	5,7%	-	-
Kwiecień								
PRAGMA INWESTYCJE	PIN0415	2015-04-07	10,0	100,2	-	-	3,6%	1,8%
MARVIPOL	MVP0415	2015-04-08	39,1	100,0	-	-	4,2%	2,4%
PC GUARD	PCG0415	2015-04-13	5,0	52,0	-	-	441,4%	439,6%
ADMIRAL BOATS	ADB0415	2015-04-14	5,3	97,0	40,2%	18,1%	-	-
ADMIRAL BOATS	ADM0415	2015-04-16	5,4	97,0	-	-	19,9%	18,1%
GHELAMCO INVEST	GHE0415	2015-04-20	55,8	101,5	-	-	-1,7%	-3,5%
GHELAMCO INVEST	GHI0415	2015-04-20	3,2	100,0	-	-	4,9%	3,1%
UBOAT - LINE	UBT0415	2015-04-22	3,4	12,0	-	-	3051,9%	3050,1%
MURAPOL	MUR0415	2015-04-27	7,5	100,0	-	-	4,7%	2,9%
2C PARTNERS	2CP0415	2015-04-30	3,5	100,0	12,2%	6,0%	-	-
Maj								
E-KANCELARIA	EKA0515	2015-05-06	1,8	84,0	268,5%	91,0%	-	-
PPUH VIG	VIG0515	2015-05-08	3,0	80,0	371,6%	111,9%	-	-
MURAPOL	MUR0515	2015-05-16	7,5	100,2	-	-	4,7%	2,9%
ECHO INVESTMENT	ECH0515	2015-05-18	115,0	101,0	-	-	0,7%	-1,1%
LC CORP	LCC0515	2015-05-25	65,0	100,0	-	-	4,4%	2,6%
UNIBEP	UNI0515	2015-05-28	11,0	100,5	-	-	2,1%	0,3%
CASUS FINANSE	CAS0515	2015-05-28	10,0	99,9	-	-	5,7%	3,9%

Tab. 5. Zmiany kursów

Emitent	Seria	Kurs			
		28.11.2014	Zmiana 1m	Zmiana 3m	Zmiana 6m
Największe wzrosty					
SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	94	↑ 21,92%	↑ 12,66%	↓ -7,77%
BANK POCZTOWY	BPO1022	103	↑ 5,91%	bd	bd
LZMO	LZM1116	98,2	↑ 4,46%	↑ 3,80%	↑ 11,11%
KRUK	KRU1218	106,2	↑ 3,87%	↓ -6,00%	bd
GETIN NOBLE BANK	GNB0919	100,2	↑ 3,00%	↑ 3,00%	↑ 3,00%
MW TRADE	MWD0216	101	↑ 2,83%	↓ -0,30%	↓ -0,81%
BBI DEVELOPMENT	BBI0216	101,5	↑ 1,82%	↑ 2,51%	↓ -0,28%
AOW FAKTORING	AOW0416	101,5	↑ 1,73%	↑ 0,20%	↓ -0,92%
RONSON EUROPE	RON0716	102,5	↑ 1,51%	↑ 0,40%	↓ -0,49%
MW TRADE	MWT0216	101	↑ 1,50%	↑ 1,50%	↑ 1,50%
Największe spadki					
UBOAT - LINE	UBT0915	8,9	↓ -71,75%	↓ -88,59%	↓ -88,73%
UBOAT - LINE	UBT0415	11,99	↓ -68,45%	↓ -85,38%	↓ -82,87%
E-KANCELARIA	EKA1215	37	↓ -52,56%	↓ -56,78%	↓ -50,99%
E-KANCELARIA	EKA0715	68	↓ -23,51%	↓ -25,36%	↓ -19,65%
E-KANCELARIA	EKA1115	64,8	↓ -22,86%	↓ -25,09%	↓ -13,60%
PC GUARD	PCG0415	52	↓ -19,99%	↓ -46,50%	↓ -47,71%
E-KANCELARIA	EKA0616	68,5	↓ -19,22%	↓ -21,44%	↓ -6,09%
PPUH VIG	VIG0515	80,02	↓ -15,77%	↓ -20,69%	↓ -20,77%
FAST FINANCE	FFI0315	81,99	↓ -12,76%	↓ -14,33%	↓ -16,76%
LEASING-EXPERTS	LEX0616	88	↓ -10,66%	↓ -13,04%	↓ -10,75%

Tab. 6. Najwyższe rentowności

Emitent	Seria	Discount Margin	Zero Margin	Discount	Notowanie 2015-02-27
UBOAT - LINE	UBT0415	3051,9%	3050,1%		11,99
UBOAT - LINE	UBT0915	644,0%	643,1%		8,9
PC GUARD	PCG0415	441,4%	439,6%		52
E-KANCELARIA	EKA0715	170,6%	168,8%		68
E-KANCELARIA	EKA1215	165,3%	163,8%		37
FAST FINANCE	FFI0315	150,8%	149,0%		81,99
E-KANCELARIA	EKK1215	34,3%	32,5%		80
E-KANCELARIA	EKA1016	30,5%	28,8%		71
WŁODARZEWSKA	WLO0516	27,6%	25,8%		80,1
E-KANCELARIA	EKA0816	27,6%	25,8%		75,7
Emitent	Seria	YTM	Z-spread		Notowanie 2015-02-27
PPUH VIG	VIG0515	371,6%	111,9%		80,02
E-KANCELARIA	EKA0515	268,5%	91,0%		84
E-KANCELARIA	EKA1115	124,7%	76,8%		64,8
E-KANCELARIA	EKA0616	48,2%	42,3%		68,5
ADMIRAL BOATS	ADB0415	40,2%	18,1%		97

Tab. 7. Podsumowanie notowanych serii

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
Banki	ALIOR BANK	ALR0220	148,4	100,8	0,0%	-	-	6,6%	4,8%
	ALIOR BANK	ALR0416	180,0	101,3	0,0%	-	-	2,0%	0,2%
	ALIOR BANK	ALR0615	146,7	100,0	0,0%	-	-	2,9%	1,1%
	ALIOR BANK	ALR0924	321,7	101,2	0,1%	-	-	4,8%	3,0%
	BANK MILLENNIUM	MIL0317	500,0	100,6	0,6%	-	-	2,8%	1,0%
	BANK MILLENNIUM	MIL1015	250,0	101,3	0,0%	-	-	1,5%	-0,4%
	BOŚ	BOD0521	100,0	102,8	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	BOŚ	BOG0222	100,0	102,4	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
	BOŚ	BOS0724	150,0	100,0	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	BANK POCZTOWY	BPO0721	47,3	101,6	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
	BANK POCZTOWY	BPO1022	50,0	103,0	3,0%	-	-	4,8%	3,0%
	BANK POCZTOWY	BPO1216	147,9	101,5	0,0%	-	-	2,3%	0,5%
	BZ WBK	BZW0717	475,0	101,2	0,0%	-	-	2,3%	0,5%
	BZ WBK	BZW1216	500,0	101,3	0,1%	-	-	2,2%	0,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0218	241,6	100,2	0,1%	-	-	5,4%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0220	75,0	97,9	-0,8%	-	-	5,3%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0221	100,0	97,1	-0,1%	-	-	5,3%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0318	160,0	100,1	-0,4%	-	-	5,2%	3,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0320	69,4	98,0	-0,4%	-	-	5,3%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0321	80,0	96,5	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0418	40,0	99,6	-1,0%	-	-	5,4%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0420	45,0	97,9	-0,5%	-	-	5,3%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0421	81,6	96,6	-0,1%	-	-	5,4%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0518	37,3	99,6	-1,3%	-	-	5,6%	3,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0617	350,0	101,0	-0,3%	-	-	2,8%	1,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0618	250,0	101,0	0,0%	-	-	5,3%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0620	42,7	96,8	1,0%	-	-	5,4%	3,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0717	65,0	100,0	-1,2%	-	-	3,5%	1,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0720	148,6	97,9	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0817	35,0	100,2	-1,1%	-	-	5,3%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0819	172,0	99,7	1,2%	-	-	5,4%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0820	65,0	97,5	0,0%	-	-	5,3%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0917	50,0	99,3	-0,4%	-	-	6,5%	4,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0919	18,0	100,2	-1,1%	-	-	5,9%	4,1%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1017	45,0	99,9	1,7%	-	-	5,1%	3,3%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1019	40,0	99,8	-0,5%	-	-	5,3%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1020	35,0	97,5	-0,1%	-	-	5,3%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1119	40,0	99,8	-0,5%	-	-	5,2%	3,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1120	50,0	97,9	0,3%	-	-	5,2%	3,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1217	100,0	100,0	-0,1%	-	-	3,5%	1,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1219	40,6	99,1	bd	-	-	5,4%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1220	24,2	96,9	bd	-	-	5,3%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNF0618	40,0	100,0	-0,8%	-	-	5,5%	3,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNO0917	20,0	99,5	-1,0%	-	-	6,4%	4,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNO1120	40,4	99,0	1,3%	-	-	4,9%	3,1%
ING BANK SŁĄSKI	ING1217	565,0	100,0	0,0%	-	-	2,7%	0,9%	



	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	mBANK	MBK1223	500,0	101,5	0,0%	-	-	3,8%	2,0%
	MERITUM BANK	MRT0421	67,2	104,1	0,0%	-	-	6,8%	5,0%
	MERITUM BANK	MRT1022	80,0	102,0	-2,3%	-	-	5,5%	3,7%
	PKO BP	PKO0922	1600,7	102,5	0,0%	-	-	3,1%	1,3%
	RAIFFEISEN BP	RBP1117	500,0	100,0	0,0%	-	-	3,0%	1,2%
Budownictwo	ERBUD	ERB0318	52,0	102,0	-2,3%	-	-	4,0%	2,2%
	MIRBUD	MRB0717	25,4	100,3	0,0%	-	-	6,5%	4,7%
	TRAKCJA PRKiI	TRJ1215	3,0	101,3	-1,6%	-	-	4,7%	2,8%
	TRAKCJA PRKiI	TRK1215	29,5	101,5	0,0%	-	-	3,5%	1,7%
	UNISERV-PIECBUD	PCB1015	5,6	100,0	0,0%	-	-	8,0%	6,2%
Chemia	CIECH	CI21217	160,0	104,9	-0,1%	-	-	4,7%	2,9%
	PCC CONSUMER	KOS0516	4,2	101,9	-0,8%	6,6%	4,6%	-	-
	PCC CONSUMER	KOS1117	3,0	100,5	0,0%	5,8%	4,0%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0416	25,0	103,3	-0,8%	4,4%	2,5%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0419	22,0	102,8	-0,1%	4,7%	2,9%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0517	25,0	104,2	-0,1%	4,8%	3,0%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0615	20,0	101,3	-0,1%	3,7%	1,3%	-	-
	PCC ROKITA	PCR1019	25,0	102,9	bd	4,8%	3,0%	-	-
	WRATISLAVIA-BIO	WRA1116	33,0	100,5	bd	-	-	6,7%	4,9%
Deweloperzy komercyjni	BBI DEVELOPMENT	BBI0216	22,0	101,5	bd	-	-	6,2%	4,4%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0217	53,0	102,3	bd	-	-	6,3%	4,5%
	CAPITAL PARK	CAP0617	35,0	100,9	bd	-	-	6,7%	4,9%
	CAPITAL PARK	CAP0715	10,0	100,5	-1,5%	-	-	4,7%	2,9%
	CAPITAL PARK	CAP0917	20,0	100,9	1,5%	-	-	6,5%	4,7%
	CAPITAL PARK	CAP1217	53,9	100,2	0,3%	-	-	5,9%	4,0%
	ECHO INVESTMENT	ECH0219	100,0	101,5	-0,1%	-	-	4,9%	3,1%
	ECHO INVESTMENT	ECH0318	75,0	101,2	0,5%	-	-	5,1%	3,3%
	ECHO INVESTMENT	ECH0417	200,0	103,4	0,3%	-	-	3,8%	2,0%
	ECHO INVESTMENT	ECH0418	50,0	102,2	bd	-	-	4,3%	2,5%
	ECHO INVESTMENT	ECH0515	115,0	101,0	0,5%	-	-	0,7%	-1,1%
	ECHO INVESTMENT	ECH0519	70,5	100,0	bd	-	-	5,3%	3,5%
	ECHO INVESTMENT	ECH0616	50,0	101,5	0,0%	-	-	3,5%	1,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0618	80,0	102,5	bd	-	-	4,4%	2,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0716	25,0	101,0	0,0%	-	-	3,7%	1,9%
	GHELAMCO INVEST	GHC0718	30,8	100,0	0,0%	-	-	6,7%	4,9%
	GHELAMCO INVEST	GHE0118	114,5	101,6	bd	-	-	6,1%	4,3%
	GHELAMCO INVEST	GHE0415	55,8	101,5	1,0%	-	-	-1,7%	-3,5%
	GHELAMCO INVEST	GHE0418	27,2	101,5	bd	-	-	5,6%	3,8%
	GHELAMCO INVEST	GHE0619	50,0	99,6	0,0%	-	-	5,5%	3,7%
	GHELAMCO INVEST	GHE0716	20,0	100,5	0,0%	-	-	6,8%	5,1%
	GHELAMCO INVEST	GHE0718	120,4	101,0	0,0%	-	-	6,4%	4,6%
	GHELAMCO INVEST	GHE0816	9,2	99,5	0,5%	-	-	6,0%	4,2%
	GHELAMCO INVEST	GHE1116	6,5	100,0	bd	-	-	5,6%	3,8%
	GHELAMCO INVEST	GHE1117	37,8	102,0	0,0%	-	-	6,5%	4,7%
	GHELAMCO INVEST	GHI0415	3,2	100,0	-0,6%	-	-	4,9%	3,1%
GHELAMCO INVEST	GHI0718	30,0	100,0	0,5%	-	-	6,2%	4,4%	
GHELAMCO INVEST	GHI0718	30,0	99,7	0,0%	-	-	6,3%	4,5%	

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
GHELAMCO INVEST	GHK0718	11,2	100,0	0,0%	-	-	6,2%	4,4%
GTC	GTC0319	200,0	100,0	-0,8%	-	-	7,1%	5,3%
GTC	GTC0418	294,2	99,7	-1,6%	-	-	6,7%	4,9%
HB REAVIS FINANCE PL	HBR1117	111,0	100,9	-0,5%	-	-	5,3%	3,5%
KLEBA INVEST	KIN0315	3,5	101,0	0,0%	-2,1%	-2,6%	-	-
KLEBA INVEST	KIN0615	2,6	100,0	0,0%	9,8%	6,2%	-	-
KLEBA INVEST	KIW0315	2,1	99,6	0,0%	15,4%	5,7%	-	-
POZNAŃSKA 37 SPV	POA0117	15,6	108,9	0,0%	2,8%	1,2%	-	-
POZNAŃSKA 37 SPV	POB0117	34,4	108,0	-1,2%	3,3%	1,6%	-	-
RANK PROGRESS	RNK0616	130,8	96,6	-2,4%	-	-	9,7%	7,9%
WARIMPEX	WXB0316	63,1	99,5	0,0%	-	-	8,6%	6,8%
WARIMPEX	WXF0218	9,0	106,0	0,0%	-	-	5,5%	3,7%
WARIMPEX	WXF0316	24,0	105,2	0,0%	0,0%	-1,6%	-	-
WARIMPEX	WXF1016	15,0	100,0	0,0%	3,9%	2,0%	-	-
WARIMPEX	WXF1017	8,0	100,0	0,0%	-	-	8,0%	6,2%
ATAL	ATL0616	30,0	100,2	0,0%	-	-	4,7%	2,9%
ATAL	ATL1015	7,9	102,0	0,0%	-	-	2,3%	0,4%
ATAL	ATL1016	17,6	100,0	-1,2%	-	-	6,4%	4,6%
DOM DEVELOPMENT	DOM0217	120,0	104,2	-2,4%	-	-	3,0%	1,2%
DOM DEVELOPMENT	DOM0318	50,0	101,7	0,0%	-	-	3,8%	2,0%
ED invest S.A.	EDI1116	6,6	100,0	0,0%	-	-	6,5%	4,7%
GRUPA EMMERSON	GEM0715	0,9	98,0	-0,4%	17,6%	12,2%	-	-
INPRO	INP0815	20,0	100,0	0,0%	-	-	5,5%	3,7%
INSTALEXPORT	INE1015	5,4	94,0	0,0%	-	-	16,8%	14,9%
LC CORP	LCC0515	65,0	100,0	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
LC CORP	LCC0619	50,0	100,0	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
LC CORP	LCC1018	50,0	100,0	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
LOKUM DEWELOPER	LKD1017	30,0	100,1	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
MAK DOM	MKD0317	5,5	100,0	0,0%	-	-	6,3%	4,5%
MARVIPOL	MVP0415	39,1	100,0	0,0%	-	-	4,2%	2,4%
MURAPOL	MUL1116	18,6	100,8	0,0%	-	-	7,0%	5,2%
MURAPOL	MUR0415	7,5	100,0	0,0%	-	-	4,7%	2,9%
MURAPOL	MUR0515	7,5	100,2	0,0%	-	-	4,7%	2,9%
MURAPOL	MUR0816	6,7	100,0	-3,2%	-	-	7,0%	5,2%
MURAPOL	MUR1115	5,4	100,2	0,0%	-	-	6,8%	4,9%
MURAPOL	MUR1116	8,9	100,5	-2,0%	-	-	6,9%	5,1%
NORDIC DEVELOPMENT	NOR1016	22,0	108,8	0,0%	6,3%	4,4%	-	-
POLNORD	PND0217	50,0	100,8	0,0%	-	-	6,3%	4,5%
ROBYG	ROB0218	45,0	104,5	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
ROBYG	ROB0615	10,0	101,0	-0,1%	-	-	3,8%	2,0%
ROBYG	ROB0616	90,0	103,6	0,0%	-	-	3,4%	1,6%
ROBYG	ROB1216	35,0	102,0	-0,3%	-	-	4,0%	2,2%
ROBYG	ROG0218	15,0	103,0	0,0%	-	-	4,6%	2,8%
RONSON EUROPE	RON0218	5,0	102,5	0,0%	-	-	4,8%	3,0%
RONSON EUROPE	RON0518	28,0	100,0	1,2%	-	-	5,2%	3,4%
RONSON EUROPE	RON0616	23,6	102,5	0,0%	-	-	4,7%	2,9%
RONSON EUROPE	RON0617	83,5	103,5	-0,5%	-	-	3,9%	2,1%
RONSON EUROPE	RON0716	9,3	102,5	0,1%	-	-	4,3%	2,5%

Deweloperzy mieszkaniowi

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	UNIBEP	UNI0515	11,0	100,5	0,7%	-	-	2,1%	0,3%
	UNIBEP	UNI0516	11,0	102,2	1,3%	-	-	3,3%	1,5%
	UNIDEVELOPMENT	UND0317	20,0	103,0	0,0%	-	-	5,5%	3,7%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0617	23,5	102,0	0,4%	-	-	5,0%	3,2%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0618	13,3	101,3	0,4%	-	-	6,1%	4,3%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0816	20,0	101,5	0,3%	-	-	7,1%	5,3%
	VICTORIA DOM	VDM0217	18,1	100,0	1,0%	-	-	7,4%	5,6%
	WŁODARZEWSKA	WLD0516	4,6	94,0	-1,0%	-	-	13,9%	12,1%
	WŁODARZEWSKA	WLO0516	17,5	80,1	1,4%	-	-	27,6%	25,8%
Fundusze	BBF	BBF0615	2,7	100,0	-0,3%	10,5%	6,6%	-	-
	BEST II NS FIZ	BS20118	40,0	100,5	1,5%	-	-	5,8%	4,0%
	BEST III NS FIZ	BS30615	13,5	100,0	0,5%	-	-	6,1%	4,3%
	BEST III NS FIZ	BS30616	21,1	100,0	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
	EFM	EFM0416	3,5	100,3	0,0%	9,8%	7,5%	-	-
	EFM	EFM0915	2,0	100,3	0,0%	15,4%	6,9%	-	-
	EFM	EFM1216	4,4	100,7	-0,7%	9,9%	7,7%	-	-
	IIF	IIF1115	2,5	101,5	0,8%	-	-	5,0%	3,2%
	INVISTA	INV1215	0,9	100,2	0,0%	-	-	7,9%	6,1%
	MCI MANAGEMENT	MCI0318	50,0	100,0	-0,7%	-	-	5,6%	3,7%
	MCI MANAGEMENT	MCI0416	36,0	100,8	0,8%	-	-	5,1%	3,3%
	MCI MANAGEMENT	MCI0616	18,8	100,9	-1,0%	-	-	5,3%	3,5%
	MCI MANAGEMENT	MCI1017	31,0	100,0	-8,5%	-	-	5,5%	3,7%
	MCI MANAGEMENT	MCI1216	30,0	102,1	-0,5%	-	-	4,9%	3,1%
	PTI	PTI0615	4,0	100,5	0,1%	-	-	6,2%	4,4%
PTI	PTI0816	4,0	101,0	0,0%	-	-	6,7%	4,9%	
PTI	PTI1115	6,7	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,2%	
IT	AB	ABE0819	100,0	100,0	-1,2%	-	-	3,4%	1,6%
	ACTION	ACT0717	100,0	100,0	0,0%	-	-	3,2%	1,4%
	COMP	CMP0717	36,0	100,0	0,0%	-	-	4,1%	2,2%
	CUBE. ITG	CTG0417	3,5	100,5	-1,2%	-	-	7,5%	5,7%
	HUSSAR GRUPPA	HGR0517	1,7	100,5	-2,6%	8,2%	6,6%	-	-
	PC GUARD	PCG0415	5,0	52,0	0,0%	-	-	441,4%	439,6%
	WIND MOBILE	WM00317	15,0	101,2	-0,4%	-	-	6,8%	5,0%
Inne	2C PARTNERS	2CP0316	2,1	102,7	-0,4%	7,6%	5,4%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0317	3,0	104,0	0,0%	7,8%	5,7%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0415	3,5	100,0	0,0%	12,2%	6,0%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0416	4,2	102,0	0,0%	8,4%	6,1%	-	-
	ADMIRAL BOATS	ADB0415	5,3	97,0	-0,4%	40,2%	18,1%	-	-
	ADMIRAL BOATS	ADM0415	5,4	97,0	0,0%	-	-	19,9%	18,1%
	AIRON INVESTMENT	ARN0315	9,2	100,0	0,0%	-	-	2,5%	0,7%
	AmRest Holdings SE	AMR0618	140,0	100,6	0,0%	-	-	3,9%	2,1%
	AmRest Holdings SE	AMR0919	140,0	100,0	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	EKOPALIWA CHEŁM	EPC0716	6,5	104,0	-0,7%	12,1%	9,5%	-	-
	GNB AUTO PLAN	GNA0725	363,9	100,0	-2,0%	-	-	-16,7%	2,0%
	GRANIT-COLOR	GRA0816	7,4	102,0	-1,8%	10,1%	7,6%	-	-
	INTEGER.PL	ITG0617	30,0	100,0	0,0%	-	-	5,3%	3,5%
	INTEGER.PL	ITG0918	60,0	100,0	0,0%	-	-	5,7%	3,9%

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	2,8%	-	-	4,7%	2,9%	
INTEGER.PL	ITG1219	15,0	100,0	0,0%	-	-	5,9%	4,1%	
IROPOL	IROP0616	2,4	101,8	-0,4%	-	-	7,7%	5,9%	
KERDOS GROUP	KRS0316	3,0	100,4	1,5%	7,8%	5,6%	-	-	
KERDOS GROUP	KRS0416	3,0	102,0	0,7%	6,3%	4,2%	-	-	
KERDOS GROUP	KRS0516	2,0	102,0	1,0%	8,1%	5,9%	-	-	
KREDYT INKASO I NS FIZ	KI10517	50,0	100,0	1,4%	-	-	5,5%	3,7%	
LZMO	LZM1116	6,1	98,2	0,2%	10,2%	7,9%	-	-	
MEDORT	MDR1016	25,9	100,5	-0,3%	-	-	7,0%	5,2%	
MEXPOL	MPL0316	1,6	101,9	0,4%	-	-	19,9%	18,1%	
MW TRADE	MWD0216	10,0	101,0	0,2%	-	-	4,9%	3,1%	
MW TRADE	MWD0316	10,0	100,2	0,3%	-	-	5,6%	3,8%	
MW TRADE	MWD1115	6,0	100,5	0,0%	-	-	6,9%	5,1%	
MW TRADE	MWT0216	30,0	101,0	-0,8%	-	-	4,9%	3,0%	
MW TRADE	MWT0316	30,0	100,0	-1,3%	-	-	5,8%	4,0%	
MW TRADE	MWT0416	25,0	100,6	0,0%	-	-	5,3%	3,5%	
MW TRADE	MWT0417	15,0	100,4	-0,4%	-	-	5,4%	3,6%	
MW TRADE	MWT0616	15,0	100,2	-1,4%	-	-	5,8%	3,9%	
MW TRADE	MWT1115	34,0	100,3	-0,8%	-	-	5,2%	3,4%	
MW TRADE	MWT1215	10,0	100,3	-0,5%	-	-	5,3%	3,5%	
MYSŁAW	MYS0615	1,7	101,6	0,1%	16,4%	10,3%	-	-	
MYSŁAW	MYS0715	1,4	102,2	-1,0%	5,4%	2,8%	-	-	
NOVAVIS	NVV1217	3,0	105,0	-15,8%	6,1%	4,2%	-	-	
OT LOGISTICS	OTS0217	30,0	101,5	-1,4%	-	-	4,9%	3,1%	
OT LOGISTICS	OTS1118	100,0	101,3	0,0%	-	-	5,2%	3,4%	
PCC AUTOCHEM	AUT0217	3,0	101,2	-68,4%	7,2%	5,1%	-	-	
POLBRAND	PBD0116	12,6	99,5	-71,7%	12,0%	8,9%	-	-	
POLBRAND	PBD0616	3,9	98,5	0,0%	12,6%	9,8%	-	-	
POLKAP	SFK1215	1,4	96,0	0,0%	-	-	6,4%	4,6%	
PPUH VIG	VIG0515	3,0	80,0	-0,5%	371,6%	#####	-	-	
QUALITY ALL DEVELOPMENT	QLT1115	1,7	98,6	0,0%	-	-	12,6%	10,8%	
SIÓDEMKA	SIO1216	50,0	100,0	bd	-	-	4,0%	2,2%	
UBOAT - LINE	UBT0415	3,4	12,0	bd	-	-	3051,9%	3050,1%	
UBOAT - LINE	UBT0915	5,0	8,9	0,0%	-	-	644,0%	643,1%	
VENITI	VNT0316	0,4	100,7	0,0%	9,2%	6,7%	-	-	
WORK SERVICE	WSE0717	25,0	100,0	0,0%	-	-	7,0%	5,2%	
WORK SERVICE	WSE1016	55,0	103,0	-20,0%	-	-	4,3%	2,5%	
WSIP	WSP0918	131,9	100,0	0,5%	-	-	5,9%	4,1%	
EMPIK	EMF1117	128,8	91,5	0,5%	-	-	13,3%	11,5%	
REGIS	RGS0717	8,4	100,0	-20,0%	-	-	6,6%	4,8%	
Paliwa, Gaz Energia	ENERGA	ENG1019	1000,0	102,6	0,1%	-	-	2,7%	0,9%
	PGE	PGE0618	1000,0	101,0	-1,0%	-	-	2,2%	0,4%
	PGNiG	PGN0617	2500,0	101,4	-15,8%	-	-	2,4%	0,6%
	PKN ORLEN	PK11117	100,0	101,0	-1,4%	-	-	2,4%	0,6%
	PKN ORLEN	PKN0219	1000,0	101,7	0,0%	-	-	2,9%	1,1%
	PKN ORLEN	PKN0418	200,0	101,0	-68,4%	-	-	2,7%	0,9%
	PKN ORLEN	PKN0420	100,0	106,5	-71,7%	3,6%	1,8%	-	-

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	PKN ORLEN	PKN0517	200,0	101,2	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
	PKN ORLEN	PKN0617	200,0	101,3	0,0%	-	-	2,7%	0,8%
	PKN ORLEN	PKN1117	200,0	101,0	-0,5%	-	-	2,8%	1,0%
Pożyczki	EUROCENT	ERC0815	2,0	100,9	bd	8,0%	5,3%	-	-
	EUROCENT	ERC0916	2,0	100,5	bd	10,1%	6,4%	-	-
	FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0517	20,5	104,0	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
	FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0615	10,4	100,0	0,0%	-	-	6,6%	4,8%
	IPF INVESTMENTS POLSKA	IPP0615	200,0	103,5	bd	-	-	-12,5%	-14,3%
	MIKROKASA	MKR0615	1,3	100,4	0,0%	-	-	6,2%	4,3%
	MIKROKASA	MKR0916	2,0	100,3	bd	10,8%	8,5%	-	-
	MIKROKASA	MKR1115	1,8	100,0	bd	-	-	11,1%	9,3%
	WIERZYCIEL	WRL0516	2,0	100,6	bd	9,0%	6,8%	-	-
Przemysł drzewny	FKD	FKD0516	3,0	98,3	bd	10,9%	8,3%	-	-
	FKD	FKD0615	1,5	98,0	bd	17,0%	11,0%	-	-
	KLON	KLN1115	4,0	100,9	bd	-	-	5,5%	3,7%
	MERA	MER0616	12,3	100,8	bd	-	-	6,0%	4,2%
	PAGED	PGD0817	49,0	100,0	0,0%	-	-	5,1%	3,3%
	PAGED	PGD0818	21,0	100,0	0,1%	-	-	2,9%	1,1%
Retail	CCC	CCC0619	210,0	100,0	-1,0%	-	-	3,2%	1,4%
	Czerwona Torebka SA	CZT0416	14,6	89,0	0,0%	-	-	16,8%	15,0%
	EUROCASH	EUH0618	140,0	97,5	0,0%	-	-	4,0%	2,2%
	PRÓCHNIK	PRC1215	6,0	101,0	bd	-	-	4,5%	2,7%
	GINO ROSSI	GRI0615	20,0	100,2	0,0%	-	-	8,5%	6,7%
	GINO ROSSI	GRI0616	15,0	102,3	bd	-	-	5,7%	3,9%
Sieć medyczna	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0317	20,0	100,0	bd	-	-	5,0%	3,2%
	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0718	40,0	100,0	bd	-	-	6,7%	4,9%
	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0916	40,0	102,6	bd	-	-	4,3%	2,5%
	PCZ	PCZ0117	10,0	98,5	bd	-	-	9,7%	7,9%
	PCZ	PCZ0416	10,7	99,0	0,0%	10,5%	8,1%	-	-
	PCZ	PCZ0615	8,0	99,0	0,1%	-	-	8,7%	6,8%
	PCZ	PCZ0617	10,0	99,0	0,8%	-	-	9,3%	7,5%
	PCZ	PCZ0916	10,0	98,1	-1,0%	-	-	8,3%	6,4%
	PCZ	PCZ1015	13,0	99,9	0,0%	14,0%	10,6%	-	-
	PCZ	PCZ1117	10,0	100,0	-1,0%	-	-	5,4%	3,6%
	VOXEL	VOL0716	10,0	100,3	-1,0%	-	-	5,8%	4,0%
	VOXEL	VOX0716	12,0	100,0	-1,4%	-	-	6,5%	4,7%
TMT	MULTIMEDIA POLSKA	MMP0520	1038,0	100,2	-0,2%	-	-	4,9%	3,1%
Usługi finansowe	ABS INVESTMENT	AIN0717	1,0	99,3	-0,2%	8,8%	6,8%	-	-
	AOW FAKTORING	AOW0317	5,0	102,5	0,1%	-	-	5,3%	3,5%
	AOW FAKTORING	AOW0416	5,0	101,5	0,0%	-	-	5,1%	3,3%
	AOW FAKTORING	AOW0517	5,0	101,0	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
	BLUE TAX GROUP	BTG1215	0,5	100,0	0,0%	8,8%	6,2%	-	-
	CERTUS CAPITAL	CCA0216	0,8	96,9	21,9%	7,8%	6,7%	-	-
	COPERNICUS SECURITIES	CRS0416	5,0	99,0	0,0%	-	-	5,9%	4,0%
	GPW	GPW0117	245,0	100,5	1,0%	-	-	2,8%	1,0%

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin	
		[mln PLN]	Kurs						
LEASING-EXPERTS	LEX0616	3,0	88,0	0,0%	-	-	2,8%	1,0%	
LEASING-EXPERTS	LEX0916	5,0	98,0	-0,2%	12,1%	9,5%	-	-	
PRAGMA INWESTYCJE	PIN0415	10,0	100,2	0,0%	-	-	3,6%	1,8%	
PRAGMA INWESTYCJE	PIN1016	10,0	101,2	0,0%	-	-	5,7%	3,9%	
SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	4,1	94,0	0,0%	-	-	13,6%	11,8%	
WDB BU	WDB0915	2,0	100,3	-1,6%	8,3%	5,7%	-	-	
Wierzytelności	BEST	BST0418	45,0	100,5	-1,5%	-	-	5,3%	3,5%
	BEST	BST0516	39,0	100,3	-1,6%	-	-	6,0%	4,2%
	BEST	BST0916	14,7	100,6	0,0%	7,2%	5,2%	-	-
	BEST	BST1018	50,0	100,5	-1,6%	6,4%	4,5%	-	-
	CASUS FINANSE	CAS0515	10,0	99,9	-1,5%	-	-	5,7%	3,9%
	CASUS FINANSE	CAS1117	24,0	100,0	-1,2%	-	-	7,0%	5,2%
	CASUS FINANSE	CAS1216	9,7	100,6	-1,6%	-	-	6,2%	4,4%
	E-KANCELARIA	EKA0515	1,8	84,0	-2,1%	268,5%	91,0%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA0616	2,3	68,5	-2,5%	48,2%	42,3%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA0715	1,5	68,0	-0,1%	-	-	170,6%	168,8%
	E-KANCELARIA	EKA0816	2,8	75,7	-0,4%	-	-	27,6%	25,8%
	E-KANCELARIA	EKA0916	1,0	87,0	-1,0%	-	-	17,0%	15,3%
	E-KANCELARIA	EKA1015	2,1	90,0	0,2%	30,2%	22,6%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA1016	2,3	71,0	0,0%	-	-	30,5%	28,8%
	E-KANCELARIA	EKA1115	3,6	64,8	0,0%	124,7%	76,8%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA1215	4,2	37,0	1,5%	-	-	165,3%	163,8%
	E-KANCELARIA	EKK1016	1,8	82,0	0,0%	-	-	20,3%	18,5%
	E-KANCELARIA	EKK1215	1,0	80,0	0,0%	-	-	34,3%	32,5%
	FAST FINANCE	FFI0116	10,9	95,8	-1,3%	-	-	12,9%	11,1%
	FAST FINANCE	FFI0315	30,0	82,0	0,0%	-	-	150,8%	149,0%
	FAST FINANCE	FFI0916	3,9	98,4	0,0%	-	-	10,4%	8,6%
	FAST FINANCE	FFI1116	8,6	98,5	-10,7%	-	-	9,3%	7,5%
	INVISTA	INV0615	3,9	99,4	-1,1%	-	-	11,1%	9,3%
	KANCELARIA MEDIUS	KME0416	1,1	101,2	0,1%	8,0%	5,7%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME1015	2,0	100,0	1,1%	7,6%	3,9%	-	-
	KREDYT INKASO	KR20116	5,0	101,3	3,9%	-	-	5,2%	3,4%
	KREDYT INKASO	KRI0116	35,0	102,1	0,1%	-	-	4,5%	2,7%
	KREDYT INKASO	KRI0118	17,0	101,8	bd	-	-	5,4%	3,6%
	KREDYT INKASO	KRI0416	15,0	100,0	-0,4%	-	-	7,2%	5,4%
	KREDYT INKASO	KRI0615	69,0	101,1	-2,5%	-	-	2,4%	0,6%
	KREDYT INKASO	KRI0717	53,0	102,7	bd	-	-	4,7%	2,9%
	KREDYT INKASO	KRI0916	30,0	106,0	-0,3%	-	-	5,8%	4,0%
	KREDYT INKASO	KRI1216	18,0	103,7	bd	-	-	5,3%	3,5%
	KRUK	KR31220	35,0	101,9	0,6%	-	-	4,9%	3,1%
KRUK	KRU0316	108,0	105,0	-10,0%	-	-	1,1%	-0,7%	
KRUK	KRU0317	60,0	103,5	-23,5%	-	-	5,2%	3,4%	
KRUK	KRU0517	60,0	104,0	-6,4%	-	-	4,0%	2,2%	
KRUK	KRU0618	15,0	104,8	-5,9%	-	-	4,6%	2,8%	
KRUK	KRU0818	50,0	104,5	bd	-	-	4,8%	3,0%	
KRUK	KRU1018	40,0	109,5	-6,6%	-	-	3,4%	1,6%	
KRUK	KRU1116	30,0	103,3	-22,9%	-	-	5,1%	3,3%	

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana		Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs	m/m	YTM			
KRUK	KRU1216	40,0	103,0	-52,6%	-	-	5,3%	3,5%
KRUK	KRU1217	15,0	104,0	4,5%	-	-	4,7%	2,9%
KRUK	KRU1218	10,0	106,2	0,0%	-	-	6,4%	4,6%
KRUK	KRU1220	10,0	103,9	-1,0%	-	-	4,6%	2,8%
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE0815	10,0	100,0	-12,8%	-	-	7,9%	6,1%
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE1117	35,0	100,0	-0,8%	-	-	6,0%	4,2%
PRAGMA FAKTORING	PRF1216	20,0	101,2	0,5%	-	-	5,3%	3,5%
PRAGMA INKASO	PRI1117	10,0	101,0	-0,6%	-	-	5,8%	3,9%
RAPORT	RAP0815	15,0	100,0	-0,5%	-	-	6,4%	4,6%
SAF	SAF1115	2,0	99,8	-0,1%	9,6%	6,8%	-	-
VINDEXUS	VIN1116	10,0	105,5	0,3%	-	-	5,6%	3,8%
DEBT TRADING PARTNERS	DTP0816	10,0	100,0	0,5%	-	-	6,0%	4,2%

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://gpcwcatayst.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, 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 w ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).