



## Gołębie krążą nad grecką rewolucją

To co mogliśmy obserwować w styczniu na światowych rynkach długu skarbowego, czyli spadki rentowności obligacji skarbowych najważniejszych gospodarek świata, miało swoje podłoże przede wszystkim w ogólnym spadku cen, presji deflacyjnej, oraz odpowiadających na nie działaniach organów prowadzenia polityki monetarnej w danych regionach. Do najważniejszych czynników kształtujących rynek stopy procentowej należy zaliczyć europejskie QE, niespodziewaną decyzję SNB, greckie wybory czy komunikaty amerykańskiego FOMC. Te oraz inne czynniki kształtowały obraz rynku stopy procentowej w pierwszym miesiącu 2015 roku.

**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

### Strefa euro – EBC nie zawiódł

**Rentowność niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych w styczniu**



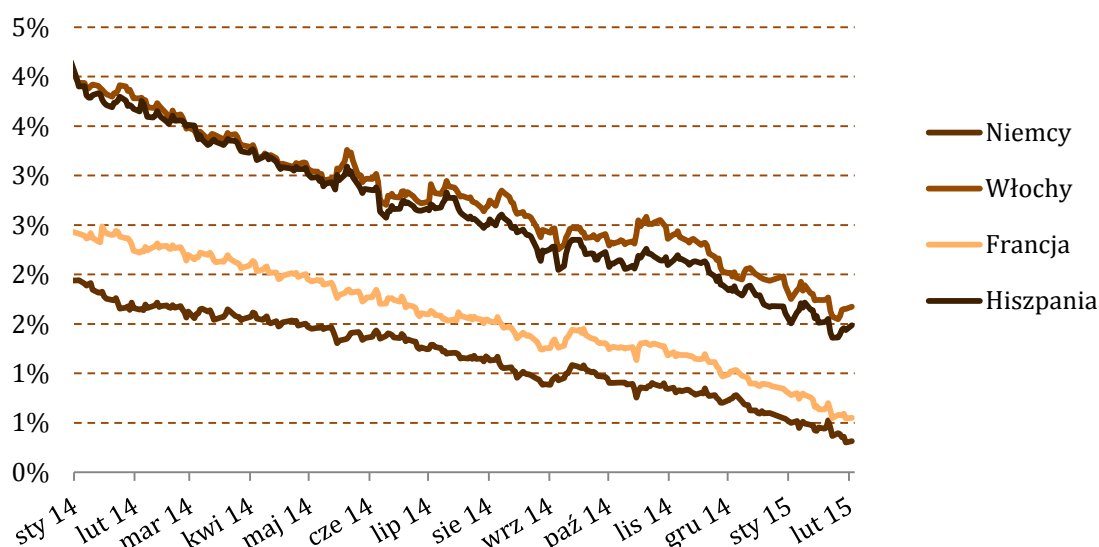
Najbardziej ciekawie ze wszystkich rynków obligacji skarbowych na świecie w styczniu prezentował się rynek obligacji państw strefy euro. Powodów aż zanadto: decyzja o implementacji programu skupu aktywów (QE), wybory parlamentarne w Grecji oraz porzucenie obrony kursu franka szwajcarskiego przez bank centralny Szwajcarii. Rezultat? Rentowności niemieckich, francuskich, hiszpańskich i włoskich 10-latek ustanowiły historyczne minima, a rentowności tych greckich w ciągu miesiąca wybiły w górę o ponad 3 punkty procentowe i na koniec miesiąca ukształtowały się na poziomie 11,51%.

Z przymrużeniem oka

Głównym aktorem w już kultowym spektaklu „Na ratunek strefie euro” w ostatnim miesiącu był skup aktywów o intrygujących inicjałach QE. Ale zanim doszło do premierowego odcinka w dniu 22 stycznia, na rynek regularnie trafiały swoiste „trailer’y”, które pozwalały snuć podejrzenia co do ostatecznego charakteru pilnie wyczekiwanej opery mydlanej (czyt. druku pieniądza). Zaczęło się od słabych ocen portalu szerzej znanego jako PMI. Cała strefa euro zasłużyła na ocenę 50,6 (oczekiwano 50,8). Smaczku przez cały okres

dodawala i wciąż dodaje deflacja (HICP dla EMU za grudzień -0,2% r/r). Swoje dwa grosze (a raczej centy) dorzucaly także spływajace mierne dane dotyczace zamówień w przemyśle czy produkcji przemysłowej. Nie zabraklo także naprowadzajacych wypowiedzi architektów tego przedsięwzięcia. I tak kolejni reżyserzy (w tym główny scenarzysta i włoski producent Mario Draghi) uchylali z czasem rąbka tajemnicy sugerujac, że na rynku może pojawić się wkrótce więcej euro. Te docierajace do rynku statystyki i wypowiedzi, jak i pozytywna recenzja wydana przez Europejski Trybunał Sprawiedliwości (dotyczaca legalności QE) sprawily ze europejskie 10-latki zaczęły drożeć.

### Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych



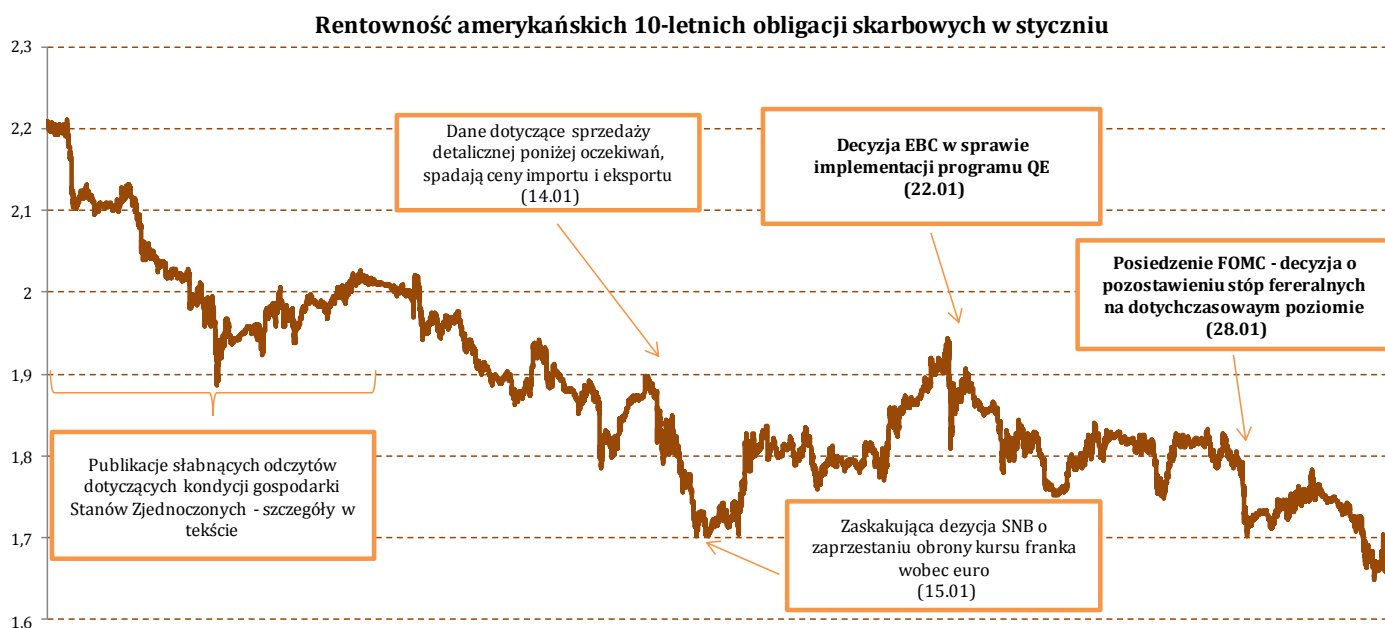
Wszystkie to informacje wskazywały, że Europejczyków czeka prawdziwy hit i przez co wzmacniały się ich oczekiwania co wielkości budżetu skupu. Początkowo plotki o 500 mld euro nieco rozczarowały widzów, ale ostateczne przecieki o dostarczeniu płynności przekraczającej bilion euro rozbudziły apetyty inwestorów. I w końcu, gdy nastał ten dzień (22 stycznia), gdy Europejska Wytwórnia Pieniądzy (tj. Europejski Bank Centralny) zaprezentowała swoje dzieło, na rynkach obligacji rządowych EMU wybuchła euforia. Główne wątki akcji wymieniono poniżej:

- 60 mld euro miesięcznie na skup obligacji rządów krajów strefy euro, agencji i innych europejskich instytucji;
- Plan będzie realizowany od marca 2015 do września 2016 (lub dłużej, jeżeli będzie potrzeba), co da w sumie 1,14 biliona więcej pieniędzy;
- Zakupy będą dokonywane na rynku wtórnym, ze środków banków centralnych – dostarczenie płynności na zakup innych aktywów przez w/w podmioty, pobudzenie akcji kredytowej dla gospodarstw i firm;
- Zakupy będą oparte o tzw. klucz kapitałowy (proporcjonalnie do udziału w kapitale EBC)

Taki spektakl pozostawił po sobie niemałe luki w pamięci (a raczej w notowaniach rentowności) papierów skarbowych największych gospodarek strefy euro. Ich ceny wskoczyły na nie odnotowywane nigdy wcześniej poziomy. Szczególnie dobrze cały ten proceder wpłynął na niemiecki rynek długu, którego rentownościom nie zaszkodził nawet thriller z Greecewood o tematyce socjalistyczno-lewicowej pod tytułem Syriza. Jego projekcja (25.02.2015) była punktem zwrotnym w notowaniach wielu obligacji państw strefy euro, takich jak np. Włochy i Hiszpaniach (nie wspominając Grecji, gdzie rentowności 10 latek w ciągu 4 dni wzrosły z 8,377% do nawet 11,356%), od których widocznie odwrócili się inwestorzy, ewakuując się ze swoim

kapitałem do m.in. bezpiecznych Niemiec. Lewostronne zapędy głównych aktorów wspomnianej Syriry na pewno nie pomogą w przeprowadzeniu reform strukturalnych i regulacji zadłużenia w Helladzie, co więcej mogą także wskazać (nie)słuszną drogę widzom z innych krajów, chociażby Hiszpanom. To oczywiście nieco zniechęciło inwestorów, choć i tak największe piętno wycisnęła w styczniu na rynku stopy procentowej drukarka pieniędzy z Frankfurtu nad Menem.

## Stany Zjednoczone – stopy w górę nie tak szybko



W przypadku obligacji rządu Stanów Zjednoczonych wzrosty cen obligacji w styczniu wynikają w głównej mierze z oczekiwań co do pozostawienia federalnych stóp procentowych na dotychczasowych poziomach przez dłuższy czas niż początkowo zakładano. Taka presja na FOMC wynikała przede wszystkim z danych otoczenia makroekonomicznego, zwłaszcza inflacji, która znajduje się poniżej wyznaczonego celu.

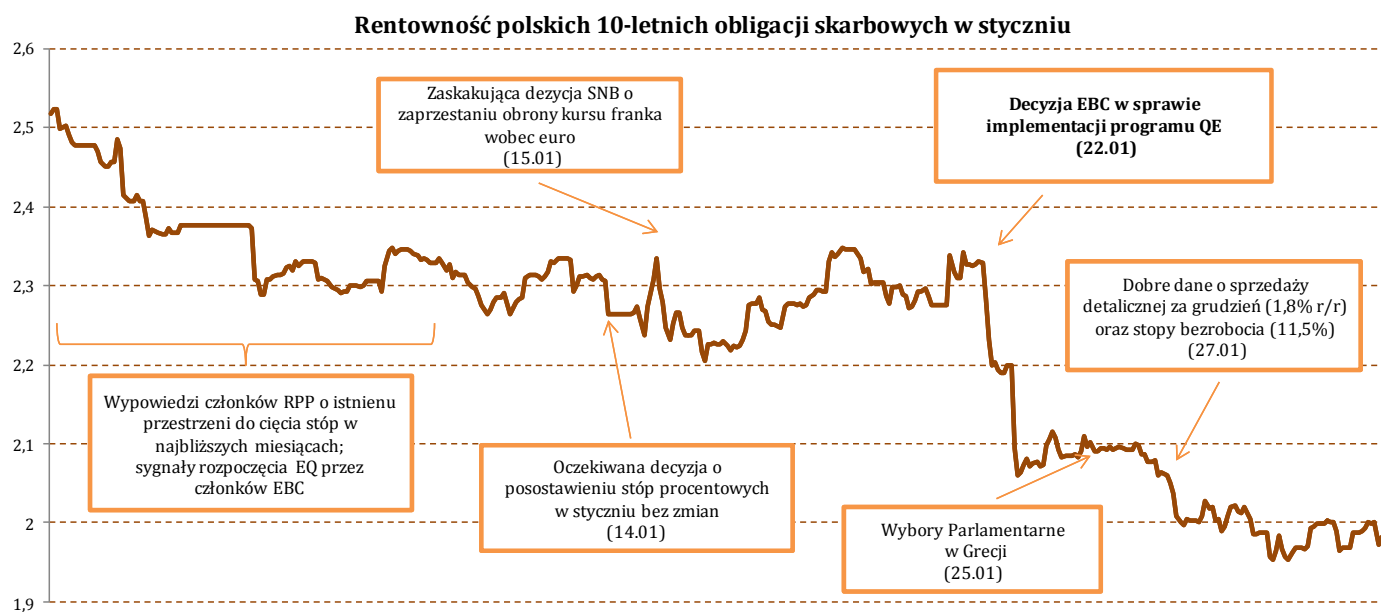
Kluczowe odczyty jakie poznaliśmy w tym miesiącu to chronologicznie:

- indeks ISM dla przemysłu zanotował wartość poniżej prognoz (55,5 vs prognoza 57,6);
- słabnący PMI (53,9 za grudzień wobec 54,8 w listopadzie, odczyt za styczeń 53,9);
- ujemne dynamiki zmian zamówień na dobra trwałego użytku i w przemyśle;
- odczyt dotyczący sprzedaży detalicznej za grudzień (-0,9% m/m vs prognoza -0,1%);
- spadki cen importu i eksportu (odpowiednio -2,5% i -1,2% m/m w grudniu);
- dane o inflacji CPI (0,8% r/r – poniżej celu inflacyjnego);
- wstępne odczyt PKB za 2014 poniżej prognoz o 0,4p.p – 2,6%.

W opozycji do tych odczytów stały bardzo dobre dane o zatrudnieniu – wniosek o zasiłek dla bezrobotnych złożyło 265 tys. osób, tj. 45 tys. mniej niż oczekiwano. Jednak w kontekście prowadzenia polityki stóp procentowych większe znaczenia miały wcześniej pypunktowane odczyty. Większość z nich wyklarowała opinie rynku, że do zaostrzenia polityki pieniężnej nie może dojść za szybko i FOMC nie powinien się spieszyć z podwyżkami stóp. Dodatkowym impulsem było także otoczenie międzynarodowe, w którym aż huczało od łagodzenia monetarnego. Wspomnieć wystarczy chociażby decyzje EBC o wprowadzeniu od marca QE, obniżce stóp procentowych przez Bank Kanady czy gołębiem zwrocie w polityce Banku Anglii.

W obliczu takiej sytuacji Amerykanie zapewne nie będą chcieli jeszcze bardziej wzmocnić dolara, gdyż to spowodowałoby osłabienie konkurencyjności ich eksportu. Potwierdziło się to w komunikacie z posiedzenia FOMC, które miało miejsce pod koniec stycznia. Została podjęta zgodna z oczekiwaniami decyzja o utrzymaniu przedziału 0,0%-0,25% dla wahań stopy funduszy federalnych. FOMC podtrzymał swoje „cierpliwe” nastawienie do potencjalnych podwyżek stóp, i jak napisano w komunikacie, uzależnia je od danych makro (głównie dotyczących zatrudnienia i inflacji). Pomimo pokrycia się z oczekiwaniami rynkowymi, rentowności zareagowały gołębno – po publikacji komunikatu ceny amerykańskich obligacji 10-letnich wzrastały. Z komunikatu wywnioskować można, że gospodarka USA radzi sobie coraz lepiej, ale obecne tendencje inflacyjne i manewry luzowania ilościowego na świecie nakazują podtrzymanie stóp na dotychczasowych poziomach tak długo jak to będzie niezbędne do osiągnięcia celów FOMC i stąd taka reakcja rynku. Rentowność amerykańskich 10-latek na koniec miesiąca, po publikacji nieco rozczarowujących w/w danych o PKB za rok 2014, wynosiła 1,651% (historyczne minimum) i była niższa od tej notowanej na otwarciu roku o ponad 50 punktów bazowych.

### Polska – będą cięcia stóp, ale jeszcze nie teraz

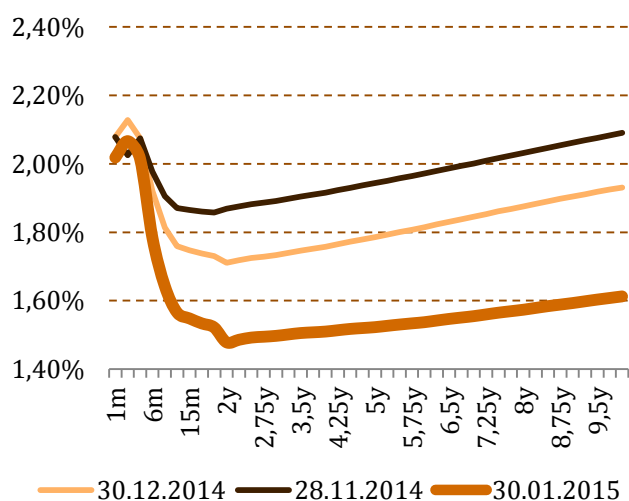


Po spadkach rentowności polskich 10-latek na początku stycznia ich notowania utrzymywały się przez większą część miesiąca w konsolidacji, oscylując w przedziale 2,235%-2,400%. Ten okres był czasem wyczekiwania na decyzję Rady Polityki Pieniężnej w sprawie zmian (lub ich braku) stóp procentowych. Z racji tego, że w pierwszej połowie stycznia nie były publikowane prawie żadne istotne z perspektywy rynku obligacji skarbowych dane makroekonomiczne (poznaliśmy PMI dla przemysłu na oczekiwanym poziomie 52,8) rentowności polskich 10-latek zachowywały się spokojnie. Jedynymi czynnikami, które mogły zadziałać na wyobraźnię inwestorów były wypowiedzi członków RPP. Większości z nich sygnalizowała, że przestrzeń dla obniżki stóp procentowych istnieje i jest możliwa, ale jeszcze nie w styczniu. Jako najbardziej prawdopodobny wskazywany jest marzec, kiedy to poznamy projekcje inflacyjne NBP. Jednocześnie członkowie podkreślali fakt, że dalsze dostosowania polityki monetarnej będą uzależniane od danych dotyczących aktywności gospodarczej oraz inflacji (a raczej deflacji – CPI w grudniu -1,0% r/), choć nie należy zapominać, że na poziom jej cen w dużym stopniu wpływają niskie ceny ropy naftowej.

14 stycznia RPP podjęła decyzję o pozostawieniu poziomu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, co było głęboko oczekiwane przez rynek i próżno było szukać jego reakcji w postaci wyraźnych zmian rentowności obligacji rządowych. Na przyszłe decyzje członków RPP będzie zapewne miała wpływ bardzo niespodziewana decyzja szwajcarskiego SNB o porzuceniu obrony kursu franka wobec euro. Na skutek tego złoty wyraźnie osłabił się wobec franka szwajcarskiego, co w złej sytuacji postawiło Polaków spłacających kredyt we frankach. Rada, pod wpływem presji politycznej, może nie być chętna do dalszych obniżek stóp procentowych i osłabianiem naszej waluty. Dodatkowo zawirowania na rynkach finansowych to nienajlepszy czas na zmiany stóp – RPP może poczekać więc na uspokojenie sytuacji i wspomniane projekcje makro.

Warto wspomnieć także o bardzo dobrych danych z 20 stycznia związanych z zatrudnieniem: przeciętne wynagrodzenie i zatrudnienie wzrosły w grudniu odpowiednio o 3,7% i 1,1% r/r. Dane te, jak i ujawnione dzień później świetne liczby dotyczące dynamiki produkcji przemysłowej (8,4% r/r), stanowią potwierdzenie stabilności nastrojów wśród przedsiębiorców, zmniejszając obawy o osłabienie koniunktury i redukując ryzyko wystąpienia spirali deflacyjnej, przez co można było obserwować odbicie rentowności polskich 10-latek. Jednak na krótko. Prawdziwym przełomem w notowaniach polskich obligacji było, już szerzej omawiane w poprzednich akapitach, ogłoszenie uruchomienia programu skupu aktywów QE. Mimo, że skup ten dotyczyć ma papierów skarbowych państw strefy euro, niewątpliwie duża część z tej dodatkowej płynności trafi także na nasz rynek, co poskutkowało zdecydowanymi zwyżkami cen polskich obligacji rządowych. Ostatecznie pod koniec stycznia rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, przełamały psychologiczną granicę 2,0% osiągając nie notowany wcześniej poziom 1,939%.

**Spotowa krzywa stóp procentowych**



**Rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych**



## Rynek polskich obligacji korporacyjnych

W grudniu na polskim rynku obligacji korporacyjnych w przypadku większości sektorów zaobserwować można było spadki rentowności, spowodowane m.in. spadkiem poziomu stóp procentowych, który widoczny jest na wykresie spotowej krzywej stóp procentowych. Jako najbardziej wiarygodne wciąż uważane są duże spółki, których działalność związana jest z paliwami, gazem i energią. Mediana rentowności obligacji z tych branż na koniec stycznia wynosiła 2,86%. Sektor ten w styczniu kolejny raz rzędu zanotował obniżkę mediany stopy zwrotu mierzonej Zero Discount Margin, która odzwierciedla rentowność sektora powyżej krzywej stóp procentowych. Zero Discount Margin w/w sektora kształtował się na poziomie 0,86%. Drugą w kolejności branżą postrzeganą jako najbezpieczniejszą było Budownictwo z DM na poziomie 4,57%. Sektorem oferującym najwyższe stopy zwrotu jest obecnie sektor Wierzytelności. Zwrócić należy także uwagę na sektor Pożyczek, który odnotował największy spadek DM w porównaniu do mediany z poprzedniego okresu.

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	
<b>Banki</b>	8 931,31	5,40%	↓ -0,13%	3,42%	↑ 0,14%	↓ -0,28%
<b>Budownictwo</b>	115,54	4,57%	↓ -1,33%	2,58%	↓ -1,06%	↓ -0,03%
<b>Chemia</b>	317,16	5,69%	↓ -1,03%	3,69%	↓ -0,77%	↑ 1,15%
<b>Deweloperzy komercyjni</b>	2 400,40	6,46%	↓ -0,13%	4,47%	↑ 0,15%	↑ 0,20%
<b>Deweloperzy mieszkaniowi</b>	1 134,14	5,97%	↓ -0,21%	3,98%	↑ 0,06%	↑ 0,05%
<b>Fundusz</b>	270,88	6,10%	↓ -0,30%	4,10%	↓ -0,03%	↓ -0,09%
<b>Gry i IT</b>	286,23	6,32%	↓ -1,50%	4,32%	↓ -1,22%	↓ -3,00%
<b>Paliwa, Gaz Energia</b>	6 500,00	2,86%	↓ -0,48%	0,86%	↓ -0,22%	↑ 0,02%
<b>Pożyczki</b>	242,02	6,13%	↓ -1,91%	4,14%	↓ -1,64%	↑ 0,25%
<b>Przemysł drzewny</b>	92,80	6,35%	↑ 0,61%	4,36%	↑ 0,87%	↑ 0,01%
<b>Retail</b>	370,61	5,46%	↑ 1,24%	3,47%	↑ 1,52%	↑ 3,84%
<b>Sieć medyczna</b>	193,69	6,44%	↓ -0,57%	4,44%	↓ -0,31%	↓ -0,18%
<b>Telekomunikacja</b>	1 053,00	6,00%	↓ -0,29%	4,01%	↓ -0,02%	↓ -0,24%
<b>Usługi finansowe</b>	300,56	6,45%	↑ 0,10%	4,46%	↑ 0,36%	↓ -1,08%
<b>Wierzytelności</b>	1 110,62	10,21%	↑ 0,97%	8,23%	↑ 1,25%	↓ -0,32%
<b>Inne</b>	1 495,36	6,53%	↑ 0,34%	4,54%	↑ 0,62%	↓ -2,18%

Największe spadki notowań obligacji odnotował sektor Gier i IT ze spadkiem rzędu 3,0% (obecnie brak na rynku obligacji producentów gier). Z kolei na największe zyski, po słabym poprzednim miesiącu, mogli liczyć posiadacze obligacji z branży Retail, która zaliczyła 3,84% wzrostu cen.

Podczas pierwszego miesiąca roku 2015 na rynku Catalyst zadebiutowało 16 serii obligacji (w tym 13 korporacyjnych). Wśród korporatów największy debiut dotyczył papierów dłużnych Raiffeisen Banku Polska o wartości 500 mln zł. Na podium stanęli również OT Logistics oraz Meritum Bank o emisjach wartości odpowiednio 100 mln zł i 80 mln zł.

Tab. 2. Największe obroty

Emitent	Seria	Obrót	
		1m [mln PLN]	3m [mln PLN]
GETIN NOBLE BANK	GNB0318	5,8	11,5
PGNiG	PGN0617	5,2	9,3
GETIN NOBLE BANK	GNB0518	4,8	6,0
ECHO INVESTMENT	ECH0318	4,3	6,7
SYGNITY	SGN0215	4,1	4,1
GETIN NOBLE BANK	GNB0218	4,0	11,0
ECHO INVESTMENT	ECH0418	3,9	10,5
PKO BP S.A.	BZW1216	3,5	4,7
PKN ORLEN	PKN1117	2,4	5,5
ACTION	ACT0717	2,3	2,3



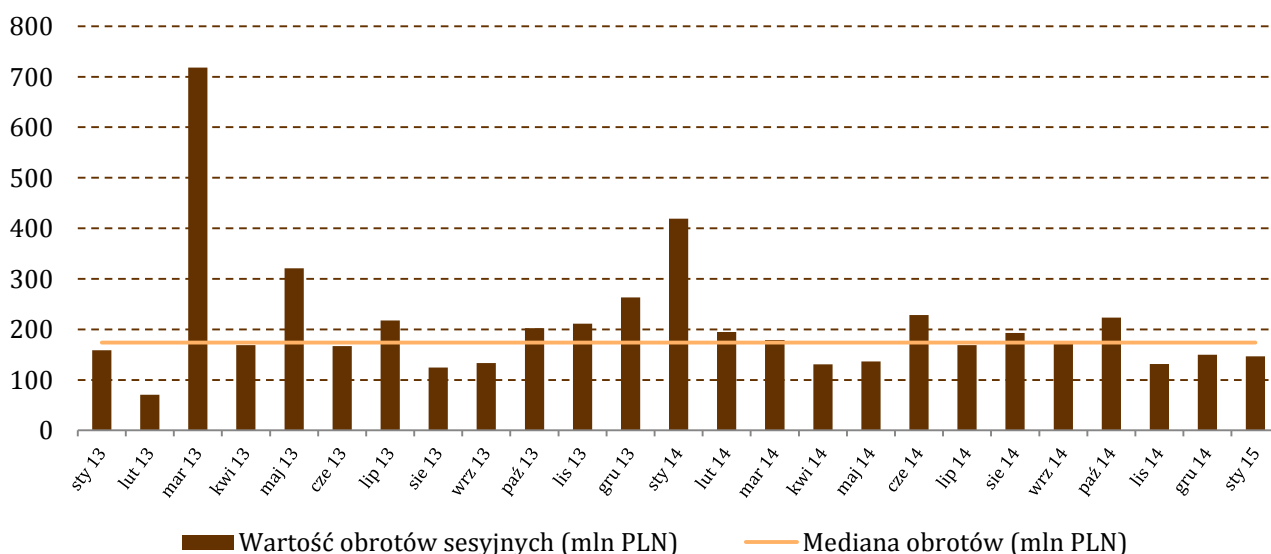
Na koniec stycznia notowanych na GPW było 530 serii obligacji wyemitowanych przez 197 podmiotów, których łączna wartość wynosiła 551,2 mln zł. Obroty w styczniu osiągnęły poziom 146,6 mln zł, to jest o 3,3 mln mniej niż w poprzedzającym go miesiącu. Przyczyn można doszukiwać się w feryjnym charakterze stycznia, związanym z wyjazdami urlopowymi i niższą niż przeciętnie liczbą dni roboczych w miesiącu. Wysokość obrotów w styczniu to wielkość mniejsza niż mediana liczona od początku 2013 roku, która wynosi 173,7 mln zł. Spoglądając na wykres ukazujący wartość obrotów sesyjnych ostatnich dwóch lat, z pewnością można stwierdzić, że próżno było szukać w tym miesiącu efektu stycznia, który wyraźnie można było obserwować chociażby w roku poprzednim.

Tab. 3. Debiuty w miesiącu

Emitent	Seria	Data debiutu	Wartość emisji [mln PLN]
RAIFFEISEN BANK POLSKA	RBP1117	2015-01-15	500,0
OT LOGISTICS	OTS1118	2015-01-19	100,0
MERITUM BANK	MRT1022	2015-01-14	80,0
GHELAMCO INVEST	GHE0619	2015-01-16	50,0
KRUK	KR31220	2015-01-14	35,0
VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0617	2015-01-28	23,5
PRAGMA FAKTORING	PRF1216	2015-01-30	20,0
PCZ	PCZ1117	2015-01-20	10,0
KRUK	KRU1220	2015-01-14	10,0
LEASING-EXPERTS	LEX0916	2015-01-07	5,0
PCC	KOS1117	2015-01-26	3,0
2C PARTNERS	2CP0317	2015-01-16	3,0
NOVAVIS	NVV1217	2015-01-12	3,0

Spośród notowanych obligacji w najbliższych trzech miesiącach zapadają 23 serie obligacji o łącznej wartości nominalnej ok. 292,6 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 E-Kancelarię, PC Guard oraz Uboat-Line. Pierwsza z wymienionych serii zapada pod koniec lutego, natomiast spłata nominału kolejnych dwóch nastąpić ma w kwietniu. Default obligacji jest bardzo silnie oczekiwany w przypadku serii UBT0415 Uboat-Line. Na koniec stycznia te walory były notowane po 38% wartości nominalnej co oznacza Discount Margin na poziomie ponad 740%.

### 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-spred</b>	<b>Discount Margin</b>	<b>Zero Discount Margin</b>
<b>Luty</b>								
MASTERFORM	MAS0215	2015-02-13	0,7	100,2	-	-	6,4%	4,4%
KLON	KLN0215	2015-02-15	2,0	99,6	-	-	7,0%	5,1%
RAPORT	RAP0215	2015-02-21	10,0	99,7	-	-	10,6%	8,6%
BBI DEVELOPMENT	BBD0215	2015-02-23	21,5	100,1	-	-	4,8%	2,8%
BBI DEVELOPMENT	BBI0215	2015-02-23	13,6	100,0	-	-	9,6%	7,6%
SYGNITY	SGN0215	2015-02-23	40,0	100,0	-	-	9,3%	7,3%
E-KANCELARIA	EKA0215	2015-02-26	3,9	95,0	114,5%	74,4%	-	-
ZASTAL	ZST0215	2015-02-27	3,1	100,0	-	-	5,9%	3,9%
<b>Marzec</b>								
PRAGMA FAKTORING	PRF0315	2015-03-06	15,0	100,0	-	-	6,5%	4,5%
AIRON INVESTMENT	ARN0315	2015-03-19	9,2	100,0	-	-	7,5%	5,5%
FAST FINANCE	FFI0315	2015-03-23	30,0	94,0	-	-	52,8%	50,8%
KLEBA INVEST	KIN0315	2015-03-31	3,5	101,0	4,6%	2,9%	-	-
KLEBA INVEST	KIW0315	2015-03-31	2,1	102,0	-1,2%	-2,8%	-	-
<b>Kwiecień</b>								
PRAGMA INWESTYCJE	PIN0415	2015-04-07	10,0	100,1	-	-	6,1%	4,2%
MARVIPOL	MVP0415	2015-04-08	39,1	100,3	-	-	6,6%	4,6%
PC GUARD	PCG0415	2015-04-13	5,0	65,0	-	-	270,5%	268,5%
ADMIRAL BOATS	ADB0415	2015-04-14	5,3	99,0	14,6%	12,0%	-	-
ADMIRAL BOATS	ADM0415	2015-04-16	5,4	98,8	-	-	14,5%	12,6%
GHELAMCO INVEST	GHE0415	2015-04-20	55,8	101,5	-	-	1,2%	-0,8%
GHELAMCO INVEST	GHI0415	2015-04-20	3,2	100,0	-	-	7,9%	5,9%
UBOAT - LINE	UBT0415	2015-04-22	3,4	38,0	-	-	741,1%	739,1%
MURAPOL	MUR0415	2015-04-27	7,5	100,0	-	-	7,4%	5,5%
2C PARTNERS	2CP0415	2015-04-30	3,5	103,0	-1,0%	-2,5%	-	-



Tab. 5. Zmiany kursów

Emitent	Seria	Kurs 28.11.2014	Zmiana 1m	Zmiana 3m	Zmiana 6m
<b>Największe wzrosty</b>					
PRAGMA FAKTORING	PRF1216	100,61	↑ 16,80%	↓ -16,28%	↓ -25,43%
Czerwona Torebka Spółka Akcyjna	CZT0416	73	↑ 8,90%	↑ 4,21%	↑ 0,35%
NAVI GROUP	NAV0216	99	↑ 6,93%	↑ 6,93%	↑ 6,93%
POZNAŃSKA 37 SPV	POB0117	108	↑ 4,51%	↑ 12,30%	↓ -2,48%
E-KANCELARIA	EKK1016	78,5	↑ 4,33%	bd	bd
KLEBA INVEST	KIN0615	101,2	↑ 3,29%	↑ 6,30%	↑ 5,28%
KRUK	KRU1018	109,49	↑ 3,00%	↑ 0,75%	↓ -1,01%
ADMIRAL BOATS	ADB0415	98,99	↑ 2,53%	↑ 2,53%	↑ 1,71%
GRUPA EMMERSON	GEM0715	101,2	↑ 2,44%	↓ -1,53%	↓ -2,01%
EKOPALIWA CHEŁM	EPC0716	104,49	↑ 2,37%	↑ 2,87%	↑ 5,37%
<b>Największe spadki</b>					
UBOAT - LINE	UBT0915	31,5	↓ -54,97%	↓ -59,62%	↓ -64,61%
UBOAT - LINE	UBT0415	38	↓ -51,90%	↓ -54,22%	↓ -61,89%
PC GUARD	PCG0415	64,99	↓ -23,54%	↓ -33,95%	↓ -35,33%
SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	90,5	↓ -9,50%	↓ -9,95%	bd
PPUH VIG	VIG0515	95	↓ -5,85%	↓ -4,04%	↓ -4,04%
E-KANCELARIA	EKA1115	84	↓ -5,46%	↓ -8,15%	↑ 5,00%
BEST	BST0916	99,65	↓ -4,17%	↓ -3,72%	↓ -2,88%
E-KANCELARIA	EKA0715	88,9	↓ -3,37%	↓ -5,43%	↑ 0,25%
FAST FINANCE	FFI0116	96,8	↓ -2,88%	↓ -0,13%	↓ -3,68%
E-KANCELARIA	EKA0616	84,8	↓ -2,79%	↑ 10,42%	↑ 6,00%

Tab. 6. Najwyższe rentowności

Emitent	Seria	Discount Margin	Zero Discount Margin	Notowanie 2015-01-30
UBOAT - LINE	UBT0415	741,1%	739,1%	38
PC GUARD	PCG0415	270,5%	268,5%	64,99
UBOAT - LINE	UBT0915	231,9%	230,3%	31,5
FAST FINANCE	FFI0315	52,8%	50,8%	93,98
E-KANCELARIA	EKA1215	40,6%	38,7%	78
E-KANCELARIA	EKA0715	39,4%	37,4%	88,9
Czerwona Torebka S.A.	CZT0416	36,1%	34,2%	73
E-KANCELARIA	EKK1215	35,1%	33,2%	80
E-KANCELARIA	EKA1016	26,3%	24,4%	76
E-KANCELARIA	EKK1016	23,8%	21,8%	78,5
Emitent	Seria	YTM	Z-spread	Notowanie 2015-01-30
E-KANCELARIA	EKA0215	114,5%	74,4%	95
E-KANCELARIA	EKA0515	45,7%	36,1%	93,3
E-KANCELARIA	EKA1115	39,0%	33,0%	84
PPUH VIG	VIG0515	35,1%	28,6%	95
E-KANCELARIA	EKA0616	24,4%	21,6%	84,8

Tab. 7. Podsumowanie notowanych serii

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spreż	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
ALIOR BANK	ALR0220	148,4	100,8	0,0%	-	-	6,5%	4,5%
ALIOR BANK	ALR0416	180,0	101,3	0,0%	-	-	2,4%	0,4%
ALIOR BANK	ALR0615	146,7	100,0	0,0%	-	-	3,9%	1,9%
ALIOR BANK	ALR0924	321,7	101,1	1,1%	-	-	5,0%	3,0%
BANK MILLENNIUM	MIL0317	500,0	100,0	-1,0%	-	-	3,4%	1,4%
BANK MILLENNIUM	MIL1015	250,0	101,3	0,0%	-	-	2,1%	0,1%
BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOD0521	100,0	102,8	0,0%	-	-	4,4%	2,4%
BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOG0222	100,0	102,4	0,0%	-	-	4,7%	2,7%
BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOS0724	150,0	100,0	0,0%	-	-	4,3%	2,3%
BANK POCZTOWY	BPO0721	47,3	101,6	0,0%	-	-	5,5%	3,5%
BANK POCZTOWY	BPO1022	50,0	100,0	0,0%	-	-	5,5%	3,5%
BANK POCZTOWY	BPO1216	147,9	101,5	0,8%	-	-	2,7%	0,7%
BZ WBK	BZW0717	475,0	101,2	0,2%	-	-	2,6%	0,6%
BZ WBK	BZW1216	500,0	101,2	0,0%	-	-	2,6%	0,6%
GETIN NOBLE BANK	GNB0218	241,6	101,0	0,0%	-	-	5,4%	3,4%
GETIN NOBLE BANK	GNB0220	75,0	98,0	0,0%	-	-	5,5%	3,6%
GETIN NOBLE BANK	GNB0221	100,0	97,5	-0,3%	-	-	5,5%	3,5%
GETIN NOBLE BANK	GNB0318	160,0	100,5	0,2%	-	-	5,4%	3,4%
GETIN NOBLE BANK	GNB0320	69,4	98,0	0,0%	-	-	5,6%	3,6%
GETIN NOBLE BANK	GNB0321	80,0	97,5	-1,2%	-	-	5,5%	3,5%
GETIN NOBLE BANK	GNB0418	40,0	100,1	-0,2%	-	-	5,5%	3,5%
GETIN NOBLE BANK	GNB0420	45,0	98,0	-0,3%	-	-	5,5%	3,6%
GETIN NOBLE BANK	GNB0421	81,6	97,9	-0,5%	-	-	5,4%	3,4%
GETIN NOBLE BANK	GNB0518	37,3	99,9	0,4%	-	-	5,6%	3,6%
GETIN NOBLE BANK	GNB0617	350,0	101,0	-0,1%	-	-	3,4%	1,4%
GETIN NOBLE BANK	GNB0618	250,0	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,0%
GETIN NOBLE BANK	GNB0620	42,7	98,0	-1,3%	-	-	5,4%	3,5%
GETIN NOBLE BANK	GNB0717	65,0	100,0	-1,4%	-	-	3,8%	1,8%
GETIN NOBLE BANK	GNB0720	148,6	99,0	0,0%	-	-	5,3%	3,3%
GETIN NOBLE BANK	GNB0817	35,0	99,0	-1,0%	-	-	6,1%	4,1%
GETIN NOBLE BANK	GNB0819	172,0	99,7	-1,0%	-	-	5,6%	3,6%
GETIN NOBLE BANK	GNB0820	65,0	97,9	-0,3%	-	-	5,4%	3,4%
GETIN NOBLE BANK	GNB0917	50,0	100,4	-0,3%	-	-	5,3%	3,3%
GETIN NOBLE BANK	GNB0919	18,0	98,5	-0,1%	-	-	5,9%	3,9%
GETIN NOBLE BANK	GNB1017	45,0	100,4	-1,4%	-	-	5,3%	3,3%
GETIN NOBLE BANK	GNB1019	40,0	99,8	0,5%	-	-	5,6%	3,6%
GETIN NOBLE BANK	GNB1020	35,0	98,0	-0,5%	-	-	5,4%	3,4%
GETIN NOBLE BANK	GNB1119	40,0	99,5	0,5%	-	-	5,6%	3,6%
GETIN NOBLE BANK	GNB1120	50,0	98,0	-0,8%	-	-	5,4%	3,4%
GETIN NOBLE BANK	GNB1219	40,6	99,8	-1,2%	-	-	5,5%	3,5%
GETIN NOBLE BANK	GNB1220	24,2	97,9	-0,5%	-	-	5,2%	3,2%
GETIN NOBLE BANK	GNF0618	40,0	99,3	-0,5%	-	-	5,8%	3,9%
GETIN NOBLE BANK	GNO0917	20,0	99,0	0,7%	-	-	5,9%	3,9%
GETIN NOBLE BANK	GNO1120	40,4	97,7	-1,0%	-	-	6,6%	4,6%
ING BANK SŁĄSKI	ING1217	565,0	100,0	0,0%	-	-	3,0%	1,0%
mBANK	MBK1223	500,0	101,5	-0,5%	-	-	4,1%	2,1%

Banki

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z- spred	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	MERITUM BANK	MRT0421	67,2	106,6	-0,5%	-	-	6,5%	4,5%
	MERITUM BANK	MRT1022	80,0	102,0	0,0%	-	-	5,8%	3,8%
	PKO BP	PKO0922	1600,7	104,2	bd	-	-	3,0%	1,0%
	RAIFFEISEN BANK POLSKA	RBP1117	500,0	100,0	0,0%	-	-	3,3%	1,3%
Budownictwo	ERBUD	ERB0318	52,0	102,0	0,0%	-	-	4,3%	2,3%
	MIRBUD	MRB0717	25,4	100,5	bd	-	-	6,9%	4,9%
	TRAKCJA PRKiI	TRJ1215	3,0	102,1	0,0%	-	-	4,6%	2,6%
	TRAKCJA PRKiI	TRK1215	29,5	101,5	bd	-	-	4,3%	2,3%
	UNISERV-PIECBUD	PCB1015	5,6	100,8	0,0%	-	-	7,0%	4,9%
Chemia	CIECH	CI21217	160,0	105,0	0,0%	-	-	5,0%	3,0%
	PCC CONSUMER PRODUCTS KOSMET	KOS0516	4,2	102,0	0,0%	5,1%	3,7%	-	-
	PCC CONSUMER PRODUCTS KOSMET	KOS1117	3,0	101,1	0,0%	5,5%	4,0%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0416	25,0	104,7	-0,2%	3,4%	2,1%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0419	22,0	102,6	0,0%	4,8%	3,2%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0517	25,0	105,2	1,4%	4,4%	2,8%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0615	20,0	101,5	bd	4,0%	3,6%	-	-
	PCC ROKITA	PCR1019	25,0	102,1	bd	5,0%	3,4%	-	-
	WRATISLAVIA-BIO	WRA1116	33,0	102,0	bd	-	-	6,3%	4,3%
Deweloperzy komercyjni	BBI DEVELOPMENT	BBD0215	21,5	100,1	bd	-	-	4,8%	2,8%
	BBI DEVELOPMENT	BBi0215	13,6	100,0	bd	-	-	9,6%	7,6%
	BBI DEVELOPMENT	BBi0216	22,0	100,0	bd	-	-	8,4%	6,4%
	BBI DEVELOPMENT	BBi0217	53,0	102,0	2,0%	-	-	7,2%	5,2%
	CAPITAL PARK	CAP0617	35,0	101,0	0,0%	-	-	7,1%	5,1%
	CAPITAL PARK	CAP0715	10,0	100,0	-2,1%	-	-	8,2%	6,2%
	CAPITAL PARK	CAP0917	20,0	100,6	0,0%	-	-	7,0%	5,1%
	ECHO INVESTMENT	ECH0219	100,0	101,0	0,0%	-	-	5,3%	3,3%
	ECHO INVESTMENT	ECH0318	75,0	102,0	-0,5%	-	-	4,5%	2,5%
	ECHO INVESTMENT	ECH0417	200,0	103,4	0,0%	-	-	4,3%	2,3%
	ECHO INVESTMENT	ECH0418	50,0	101,6	-0,1%	-	-	4,6%	2,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0515	115,0	101,0	0,0%	-	-	2,5%	0,5%
	ECHO INVESTMENT	ECH0519	70,5	100,0	bd	-	-	5,6%	3,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0616	50,0	102,5	0,0%	-	-	3,3%	1,3%
	ECHO INVESTMENT	ECH0618	80,0	101,5	bd	-	-	5,1%	3,1%
	ECHO INVESTMENT	ECH0716	25,0	102,2	0,0%	-	-	3,4%	1,4%
	GHELAMCO INVEST	GHC0718	30,8	100,0	0,0%	-	-	7,1%	5,1%
	GHELAMCO INVEST	GHE0118	114,5	101,6	bd	-	-	6,5%	4,5%
	GHELAMCO INVEST	GHE0415	55,8	101,5	0,0%	-	-	1,2%	-0,8%
	GHELAMCO INVEST	GHE0418	27,2	101,0	bd	-	-	6,1%	4,1%
	GHELAMCO INVEST	GHE0619	50,0	100,5	0,0%	-	-	5,4%	3,4%
	GHELAMCO INVEST	GHE0716	20,0	100,5	0,8%	-	-	6,8%	4,8%
	GHELAMCO INVEST	GHE0718	120,4	101,6	0,0%	-	-	6,5%	4,5%
	GHELAMCO INVEST	GHE0816	9,2	99,0	-0,3%	-	-	6,6%	4,7%
	GHELAMCO INVEST	GHE1116	6,5	100,0	bd	-	-	7,1%	5,1%
	GHELAMCO INVEST	GHE1117	37,8	101,0	-0,4%	-	-	6,4%	4,4%
	GHELAMCO INVEST	GHI0415	3,2	100,0	0,2%	-	-	7,9%	5,9%
	GHELAMCO INVEST	GHI0718	30,0	100,0	0,0%	-	-	6,6%	4,6%
	GHELAMCO INVEST	GHI0718	30,0	101,3	0,0%	-	-	6,1%	4,1%

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-sprez	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
GHELAMCO INVEST	GHK0718	11,2	100,5	0,0%	-	-	6,5%	4,5%
GTC	GTC0319	200,0	100,0	-1,5%	-	-	6,5%	4,5%
GTC	GTC0418	294,2	99,7	0,6%	-	-	6,1%	4,1%
HB REAVIS FINANCE PL	HBR1117	111,0	100,9	0,0%	-	-	5,6%	3,6%
KLEBA INVEST	KIN0315	3,5	101,0	0,0%	4,6%	2,9%	-	-
KLEBA INVEST	KIN0615	2,6	101,2	0,0%	6,9%	5,4%	-	-
KLEBA INVEST	KIW0315	2,1	102,0	-0,1%	-1,2%	-2,8%	-	-
POZNAŃSKA 37 SPV	POA0117	15,6	108,9	1,0%	4,0%	1,5%	-	-
POZNAŃSKA 37 SPV	POB0117	34,4	108,0	4,3%	4,4%	1,9%	-	-
RANK PROGRESS	RNK0616	130,8	97,0	0,0%	-	-	10,0%	8,0%
WARIMPEX	WXB0316	63,1	99,5	0,0%	-	-	9,4%	7,4%
WARIMPEX	WXF0218	9,0	106,0	6,9%	-	-	5,8%	3,8%
WARIMPEX	WXF0316	24,0	105,2	0,0%	0,3%	-1,0%	-	-
WARIMPEX	WXF1016	15,0	100,0	-0,1%	3,9%	2,3%	-	-
WARIMPEX	WXF1017	8,0	100,0	1,0%	-	-	6,6%	4,6%
ATAL	ATL0616	30,0	100,3	-0,1%	-	-	5,2%	3,2%
ATAL	ATL1015	7,9	102,0	1,0%	-	-	3,2%	1,2%
ATAL	ATL1016	17,6	100,0	4,3%	-	-	7,0%	5,0%
DOM DEVELOPMENT	DOM0217	120,0	104,2	0,0%	-	-	3,5%	1,5%
DOM DEVELOPMENT	DOM0318	50,0	101,7	0,0%	-	-	4,1%	2,1%
ED invest S.A.	EDI1116	6,6	100,0	6,9%	-	-	6,9%	4,9%
GRUPA EMMERSON	GEM0715	0,9	101,2	-0,5%	8,9%	7,3%	-	-
INPRO	INP0815	20,0	100,0	-0,4%	-	-	6,1%	4,1%
INSTALEXPORT	INE1015	5,4	95,9	0,0%	-	-	14,8%	12,9%
LC CORP	LCC0515	65,0	100,0	0,0%	-	-	6,2%	4,2%
LC CORP	LCC0619	50,0	100,0	0,0%	-	-	5,5%	3,5%
LC CORP	LCC1018	50,0	100,0	0,0%	-	-	5,5%	3,5%
LOKUM DEWELOPER	LKD1017	30,0	100,2	bd	-	-	5,7%	3,7%
MAK DOM	MKD0317	5,5	100,0	0,3%	-	-	6,8%	4,8%
MARVIPOL	MVP0415	39,1	100,3	0,0%	-	-	6,6%	4,6%
MURAPOL	MUL1116	18,6	100,8	0,0%	-	-	7,5%	5,5%
MURAPOL	MUR0415	7,5	100,0	0,0%	-	-	7,4%	5,5%
MURAPOL	MUR0515	7,5	99,0	0,0%	-	-	10,5%	8,6%
MURAPOL	MUR0816	6,7	100,0	-0,5%	-	-	7,7%	5,7%
MURAPOL	MUR1115	5,4	100,7	2,5%	-	-	7,0%	5,0%
MURAPOL	MUR1116	8,9	100,4	0,0%	-	-	7,4%	5,4%
NORDIC DEVELOPMENT	NOR1016	22,0	108,0	-1,0%	7,0%	5,5%	-	-
POLNORD	PND0116	26,5	99,7	0,0%	-	-	7,2%	5,2%
POLNORD	PND0217	50,0	99,5	0,0%	-	-	3,5%	1,5%
ROBYG	ROB0218	45,0	104,5	0,0%	-	-	4,4%	2,4%
ROBYG	ROB0615	10,0	100,6	1,0%	-	-	4,7%	2,7%
ROBYG	ROB0616	90,0	103,3	0,0%	-	-	4,2%	2,2%
ROBYG	ROB1216	35,0	101,0	-0,3%	-	-	5,0%	3,0%
ROBYG	ROG0218	15,0	104,0	0,8%	-	-	4,6%	2,6%
RONSON EUROPE	RON0218	5,0	101,1	0,0%	-	-	6,4%	4,4%
RONSON EUROPE	RON0518	28,0	100,3	-0,1%	-	-	5,4%	3,4%
RONSON EUROPE	RON0616	23,6	103,0	0,0%	-	-	4,4%	2,4%

Deweloperzy mieszkaniowi

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z- spred	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	RONSON EUROPE	RON0617	83,5	104,0	-1,3%	-	-	4,0%	2,0%
	RONSON EUROPE	RON0716	9,3	101,0	0,1%	-	-	6,0%	4,0%
	UNIBEP	UNI0515	11,0	100,0	2,4%	-	-	5,2%	3,2%
	UNIBEP	UNI0516	11,0	102,2	-0,3%	-	-	3,7%	1,7%
	UNIDEVELOPMENT	UND0317	20,0	103,0	-0,5%	-	-	5,5%	3,5%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0617	23,5	102,0	-0,5%	-	-	5,4%	3,4%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0618	13,3	102,0	0,2%	-	-	6,3%	4,3%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0816	20,0	100,7	-0,2%	-	-	7,0%	5,0%
	VICTORIA DOM	VDM0217	18,1	101,0	-0,8%	-	-	7,6%	5,6%
	WŁODARZEWSKA	WLD0516	4,6	93,0	0,0%	-	-	15,4%	13,5%
	WŁODARZEWSKA	WLO0516	17,5	87,5	0,0%	-	-	20,6%	18,7%
Fundusze	BBF	BBF0615	2,7	100,5	0,4%	9,3%	7,7%	-	-
	BEST II NS FIZ	BS20118	40,0	100,4	1,0%	-	-	6,2%	4,2%
	BEST III NS FIZ	BS30615	13,5	100,0	-1,0%	-	-	5,9%	3,9%
	BEST III NS FIZ	BS30616	21,1	100,0	-1,0%	-	-	6,3%	4,3%
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM0416	3,5	101,5	0,0%	8,7%	7,3%	-	-
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM0915	2,0	102,5	0,0%	6,2%	4,8%	-	-
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM1216	4,4	103,4	1,8%	8,4%	7,2%	-	-
	IIF	IIF1115	2,5	101,5	0,0%	-	-	6,0%	4,0%
	INVISTA	INV0615	3,9	100,0	0,0%	-	-	8,7%	6,7%
	INVISTA	INV1215	0,9	100,6	1,8%	-	-	7,5%	5,5%
	MCI MANAGEMENT	MCI0318	50,0	100,0	-0,3%	-	-	5,9%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI0416	36,0	100,8	0,0%	-	-	5,7%	3,8%
	MCI MANAGEMENT	MCI0616	18,8	100,9	-0,7%	-	-	5,9%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI1017	31,0	100,0	0,5%	-	-	5,9%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI1216	30,0	102,6	-0,5%	-	-	5,1%	3,1%
PTI	PTI0615	4,0	100,5	0,0%	-	-	6,9%	4,9%	
PTI	PTI0816	#ARG!	101,0	0,0%	-	-	7,4%	5,4%	
PTI	PTI1115	6,7	100,0	0,0%	-	-	7,0%	5,0%	
Gry i IT	AB	ABE0819	100,0	100,0	0,0%	-	-	3,6%	1,6%
	ACTION	ACT0717	100,0	100,0	0,0%	-	-	3,5%	1,5%
	COMP	CMP0717	36,0	100,0	0,0%	-	-	4,4%	2,4%
	CUBE. ITG	CTG0417	3,5	100,0	0,0%	-	-	8,2%	6,2%
	HUSSAR GRUPPA	HGR0517	1,7	100,0	0,0%	8,4%	6,8%	-	-
	PC GUARD	PCG0415	5,0	65,0	0,0%	-	-	270,5%	268,5%
	SYGNITY	SGN0215	40,0	100,0	-0,2%	-	-	9,3%	7,3%
Inne	2C PARTNERS	2CP0316	2,1	102,7	0,0%	7,7%	6,1%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0317	3,0	102,7	0,0%	8,5%	6,9%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0415	3,5	103,0	0,0%	-1,0%	-2,5%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0416	4,2	102,7	0,0%	7,9%	6,5%	-	-
	ADMIRAL BOATS	ADB0415	5,3	99,0	-0,6%	14,6%	12,0%	-	-
	ADMIRAL BOATS	ADM0415	5,4	98,8	-0,5%	-	-	14,5%	12,6%
	AIRON INVESTMENT	ARN0315	9,2	100,0	0,5%	-	-	7,5%	5,5%
	AmRest Holdings SE	AMR0618	140,0	100,6	0,0%	-	-	4,3%	2,3%
	AmRest Holdings SE	AMR0919	140,0	100,0	0,0%	-	-	4,7%	2,7%
	EKOPALIWA CHEŁM	EPC0716	6,5	104,5	0,0%	11,9%	10,1%	-	-
	GRANIT-COLOR	GRA0816	7,4	102,6	-23,5%	7,7%	6,1%	-	-

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z- spred	Discount Margin*	Zero Discount Margin	
		[mln PLN]	Kurs						
INTEGER.PL	ITG0617	30,0	100,0	0,0%	-	-	5,7%	3,7%	
INTEGER.PL	ITG0918	60,0	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,0%	
IVOPOL	IVO0616	2,4	102,3	0,5%	-	-	7,5%	5,5%	
KERDOS GROUP	KRS0316	3,0	101,9	0,9%	6,4%	4,8%	-	-	
KERDOS GROUP	KRS0416	3,0	101,0	0,7%	7,3%	5,6%	-	-	
KERDOS GROUP	KRS0516	2,0	103,0	1,9%	5,7%	4,1%	-	-	
KREDYT INKASO I NS FIZ	KI10517	50,0	100,0	0,0%	-	-	5,9%	3,9%	
LZMO	LZM1116	6,1	95,5	-1,3%	11,9%	10,0%	-	-	
MASTERFORM	MAS0215	0,7	100,2	0,2%	-	-	6,4%	4,4%	
MEDORT	MDR1016	25,9	100,5	0,0%	-	-	7,1%	5,1%	
MEXPOL	MPL0316	1,6	102,3	1,0%	-	-	7,2%	5,2%	
MW TRADE	MWD0216	10,0	99,5	-1,0%	-	-	6,8%	4,8%	
MW TRADE	MWD0316	10,0	99,5	-0,5%	-	-	14,0%	12,0%	
MW TRADE	MWD1115	6,0	99,5	-1,0%	-	-	7,0%	5,0%	
MW TRADE	MWT0216	30,0	99,6	-1,0%	-	-	6,7%	4,7%	
MW TRADE	MWT0316	30,0	99,8	-0,2%	-	-	6,6%	4,6%	
MW TRADE	MWT0416	25,0	101,0	0,0%	-	-	5,6%	3,6%	
MW TRADE	MWT0417	15,0	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,0%	
MW TRADE	MWT0616	15,0	100,0	-0,9%	-	-	6,5%	4,5%	
MW TRADE	MWT1115	34,0	100,0	0,0%	-	-	6,4%	4,4%	
MW TRADE	MWT1215	10,0	100,3	0,3%	-	-	6,2%	4,2%	
MYSŁAW	MYS0615	1,7	102,4	0,3%	4,6%	3,0%	-	-	
MYSŁAW	MYS0715	1,4	103,5	0,0%	3,5%	2,7%	-	-	
OT LOGISTICS	OTS0217	30,0	102,0	0,2%	-	-	5,0%	3,0%	
OT LOGISTICS	OTS1118	100,0	102,8	bd	-	-	5,1%	3,1%	
PCC AUTOCHEM	AUT0217	3,0	102,0	-0,5%	5,8%	4,3%	-	-	
POLBRAND	PBD0116	12,6	100,0	0,0%	11,3%	9,4%	-	-	
POLBRAND	PBD0616	3,9	98,4	-1,5%	10,6%	8,8%	-	-	
POLKAP	SFK1215	1,4	97,0	-2,1%	-	-	11,8%	9,8%	
PPUH VIG	VIG0515	3,0	95,0	-5,8%	35,1%	28,6%	-	-	
QUALITY ALL DEVELOPMENT	QLT1115	1,7	100,0	0,8%	-	-	8,6%	6,6%	
SIÓDEMKA	SIO1216	50,0	100,0	0,0%	-	-	6,6%	4,6%	
UBOAT - LINE	UBT0415	3,4	38,0	-51,9%	-	-	741,1%	739,1%	
UBOAT - LINE	UBT0915	5,0	31,5	-55,0%	-	-	231,9%	230,3%	
VENITI	VNT0316	0,4	100,7	0,8%	9,2%	7,5%	-	-	
WORK SERVICE	WSE0717	25,0	100,0	0,0%	-	-	7,5%	5,5%	
WORK SERVICE	WSE1016	55,0	103,5	0,0%	-	-	4,6%	2,6%	
WSIP	WSP0918	131,9	100,0	0,1%	-	-	6,3%	4,3%	
ZASTAL	ZST0215	3,1	100,0	0,0%	-	-	5,9%	3,9%	
NOVAVIS	NVV1217	3,0	105,0	0,0%	6,1%	4,6%	-	-	
Paliwa, Gaz Energia	ENERGA	ENG1019	1000,0	102,6	0,3%	-	-	2,9%	0,9%
	PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA	PGE0618	1000,0	101,0	0,3%	-	-	2,5%	0,5%
	PGNiG	PGN0617	2500,0	101,4	0,0%	-	-	2,7%	0,8%
	PKN ORLEN	PK11117	100,0	101,4	0,2%	-	-	2,8%	0,8%
	PKN ORLEN	PKN0219	1000,0	101,7	bd	-	-	3,1%	1,2%
	PKN ORLEN	PKN0418	200,0	101,4	-0,5%	-	-	2,9%	0,9%
	PKN ORLEN	PKN0420	100,0	106,5	0,0%	3,6%	2,0%	-	-



	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-sprez	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	PKN ORLEN	PKN0517	200,0	101,2	-1,5%	-	-	3,0%	1,1%
	PKN ORLEN	PKN0617	200,0	101,6	-2,1%	-	-	2,9%	0,9%
	PKN ORLEN	PKN1117	200,0	101,5	-5,8%	-	-	2,9%	0,9%
Pożyczki	EUROCENT	ERC0815	2,0	100,9	bd	8,3%	6,9%	-	-
	EUROCENT	ERC0916	2,0	100,4	bd	8,6%	7,2%	-	-
	FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0517	20,5	103,2	0,0%	-	-	7,0%	5,0%
	FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0615	10,4	101,0	0,0%	-	-	6,1%	4,1%
	IPF INVESTMENTS POLSKA	IPP0615	200,0	103,5	bd	-	-	-3,9%	-5,9%
	MIKROKASA	MKR0615	1,3	101,4	0,0%	-	-	5,8%	3,8%
	MIKROKASA	MKR0916	2,0	101,3	bd	8,5%	7,0%	-	-
	MIKROKASA	MKR1115	1,8	101,4	bd	-	-	7,3%	5,3%
	WIERZYCIEL	WRL0516	2,0	100,8	bd	8,9%	7,4%	-	-
Przemysł drzewny	FABRYKA KONSTRUKCJI DREWNIANYCH	FKD0516	3,0	102,0	bd	7,7%	6,2%	-	-
	FABRYKA KONSTRUKCJI DREWNIANYCH	FKD0615	1,5	101,0	bd	6,9%	6,8%	-	-
	KLON	KLN0215	2,0	99,6	bd	-	-	7,0%	5,1%
	KLON	KLN1115	4,0	100,8	bd	-	-	6,4%	4,4%
	MERA	MER0616	12,3	100,9	-0,9%	-	-	6,5%	4,6%
	PAGED	PGD0817	49,0	100,0	0,4%	-	-	3,1%	1,2%
	PAGED	PGD0818	21,0	100,0	0,0%	-	-	5,6%	3,6%
Retail	CCC	CCC0619	210,0	100,0	0,0%	-	-	3,5%	1,5%
	Czerwona Torebka Spółka Akcyjna	CZT0416	14,6	73,0	0,0%	-	-	36,1%	34,2%
	EUROCASH	EUH0618	140,0	97,5	bd	-	-	4,3%	2,3%
	PRÓCHNIK	PRC1215	6,0	100,0	0,0%	-	-	6,6%	4,6%
	GINO ROSSI	GRI0615	20,0	100,2	bd	-	-	11,2%	9,2%
	GINO ROSSI	GRI0616	15,0	102,5	bd	-	-	6,2%	4,2%
Sieć medyczna	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0317	20,0	100,0	bd	-	-	5,4%	3,4%
	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0718	40,0	100,0	bd	-	-	6,8%	4,8%
	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0916	40,0	102,6	bd	-	-	4,8%	2,8%
	PCZ	PCZ0117	10,0	100,0	-0,9%	9,0%	7,9%	-	-
	PCZ	PCZ0416	10,7	100,5	0,4%	9,1%	7,6%	-	-
	PCZ	PCZ0615	8,0	100,2	1,1%	-	-	7,5%	5,5%
	PCZ	PCZ0617	10,0	100,6	0,0%	9,1%	7,5%	-	-
	PCZ	PCZ0916	10,0	100,2	0,0%	-	-	7,5%	5,5%
	PCZ	PCZ1015	13,0	101,0	0,4%	8,2%	7,3%	-	-
	PCZ	PCZ1117	10,0	100,1	1,0%	4,9%	3,6%	-	-
	VOXEL	VOL0716	10,0	100,7	0,0%	-	-	6,1%	4,1%
VOXEL	VOX0716	12,0	101,0	0,3%	-	-	6,4%	4,4%	
TMT	MULTIMEDIA POLSKA	MMP0520	1038,0	100,0	0,3%	-	-	5,3%	3,3%
	WIND MOBILE	WMO0317	15,0	102,2	-0,4%	-	-	6,8%	4,8%
Usługi finansowe	ABS INVESTMENT	AIN0717	1,0	99,3	0,4%	8,8%	7,2%	-	-
	AOW FAKTORING	AOW0317	5,0	102,5	0,0%	-	-	5,7%	3,7%
	AOW FAKTORING	AOW0416	5,0	100,0	0,0%	-	-	7,0%	5,0%
	AOW FAKTORING	AOW0517	5,0	101,0	0,0%	-	-	6,5%	4,5%
	BLUE TAX GROUP	BTG1215	0,5	100,0	16,8%	8,0%	9,2%	-	-
	CERTUS CAPITAL	CCA0216	#ARG!	98,2	0,0%	10,8%	9,3%	-	-
	COPERNICUS SECURITIES	CRS0416	5,0	99,0	-1,4%	-	-	6,4%	4,4%

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
GPW	GPW0117	245,0	100,5	-0,8%	-	-	3,0%	1,0%
LEASING-EXPERTS	LEX0616	3,0	98,5	-1,0%	-	-	10,4%	8,4%
LEASING-EXPERTS	LEX0916	5,0	99,0	0,0%	11,1%	9,4%	-	-
PRAGMA INWESTYCJE	PIN0415	10,0	100,1	0,0%	-	-	6,1%	4,2%
PRAGMA INWESTYCJE	PIN1016	10,0	100,1	-0,1%	-	-	6,5%	4,5%
SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	4,1	90,5	0,0%	-	-	17,1%	15,1%
WDB BU	WDB0915	2,0	100,2	-0,1%	8,5%	7,0%	-	-
BEST	BST0418	45,0	100,1	0,0%	-	-	5,8%	3,8%
BEST	BST0516	39,0	100,0	-0,1%	-	-	6,8%	4,8%
BEST	BST0916	14,7	99,7	0,0%	7,9%	6,3%	-	-
BEST	BST1018	50,0	101,0	-0,3%	5,8%	4,2%	-	-
CASUS FINANSE	CAS0515	10,0	100,2	-0,3%	-	-	6,8%	4,8%
CASUS FINANSE	CAS1216	9,7	100,0	-0,4%	-	-	7,1%	5,1%
DEBT TRADING	DTP0816	10,0	100,0	-0,4%	-	-	6,4%	4,4%
E-KANCELARIA	EKA0215	3,9	95,0	-0,7%	114,5%	74,4%	-	-
E-KANCELARIA	EKA0515	1,8	93,3	bd	45,7%	36,1%	-	-
E-KANCELARIA	EKA1215	4,2	78,0	-0,1%	-	-	40,6%	38,7%
E-KANCELARIA	EKA0616	2,3	84,8	0,2%	24,4%	21,6%	-	-
E-KANCELARIA	EKA0715	1,5	88,9	-0,2%	-	-	39,4%	37,4%
E-KANCELARIA	EKA0816	2,8	80,9	-0,3%	-	-	23,1%	21,2%
E-KANCELARIA	EKA0916	1,0	92,5	0,3%	-	-	13,5%	11,5%
E-KANCELARIA	EKA1016	2,3	76,0	0,0%	-	-	26,3%	24,4%
E-KANCELARIA	EKA1115	3,6	84,0	-1,2%	39,0%	33,0%	-	-
E-KANCELARIA	EKK1016	1,8	78,5	0,0%	-	-	23,8%	21,8%
E-KANCELARIA	EKK1215	1,0	80,0	0,0%	-	-	35,1%	33,2%
FAST FINANCE	FFI0116	10,9	96,8	-0,4%	-	-	12,8%	10,8%
FAST FINANCE	FFI0315	30,0	94,0	0,6%	-	-	52,8%	50,8%
FAST FINANCE	FFI0916	3,9	99,1	0,0%	-	-	9,5%	7,6%
FAST FINANCE	FFI1116	8,6	98,0	-2,0%	-	-	10,2%	8,2%
KANCELARIA MEDIUS	KME0416	1,1	101,7	bd	7,6%	6,0%	-	-
KANCELARIA MEDIUS	KME1015	2,0	100,1	0,0%	9,0%	7,4%	-	-
KREDYT INKASO	KR20116	5,0	101,0	-0,9%	-	-	6,2%	3,7%
KREDYT INKASO	KRI0116	35,0	101,6	-9,5%	-	-	5,9%	3,9%
KREDYT INKASO	KRI0118	17,0	101,8	-1,2%	-	-	5,8%	3,8%
KREDYT INKASO	KRI0416	15,0	100,0	-2,6%	-	-	8,0%	6,0%
KREDYT INKASO	KRI0615	69,0	102,0	bd	-	-	1,6%	-0,3%
KREDYT INKASO	KRI0717	53,0	102,5	-1,4%	-	-	5,2%	3,2%
KREDYT INKASO	KRI0916	30,0	105,0	-4,2%	-	-	4,4%	2,4%
KREDYT INKASO	KRI1216	18,0	103,7	bd	-	-	5,9%	3,9%
KRUK	KR31220	35,0	103,3	0,0%	-	-	4,7%	2,7%
KRUK	KRU0316	108,0	104,1	-1,8%	-	-	2,7%	0,7%
KRUK	KRU0317	60,0	104,0	-1,0%	-	-	4,6%	2,6%
KRUK	KRU0517	60,0	104,4	-1,7%	-	-	4,2%	2,2%
KRUK	KRU0618	15,0	104,8	-2,8%	-	-	4,9%	2,9%
KRUK	KRU0818	50,0	105,5	-3,4%	-	-	4,8%	2,8%
KRUK	KRU1018	40,0	109,5	0,0%	-	-	3,7%	1,7%
KRUK	KRU1116	30,0	103,5	-0,8%	-	-	4,5%	2,5%

Wierzytelności

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
KRUK	KRU1216	40,0	103,8	0,0%	-	-	4,4%	2,4%
KRUK	KRU1217	15,0	105,0	-5,5%	-	-	4,1%	2,1%
KRUK	KRU1218	10,0	104,3	4,5%	-	-	5,0%	3,0%
KRUK	KRU1220	10,0	98,1	0,0%	-	-	6,6%	4,6%
NAVI GROUP	NAV0216	2,0	99,0	-2,9%	-	-	8,9%	6,9%
NAVI GROUP	NAV0515	2,0	99,5	-1,8%	-	-	9,4%	7,4%
NAVI GROUP	NAV0915	3,7	99,0	-0,9%	-	-	8,1%	6,1%
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE0815	10,0	103,5	-2,0%	-	-	1,3%	-0,7%
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE1117	35,0	100,2	0,5%	-	-	6,3%	4,4%
PRAGMA FAKTORING	PRF0315	15,0	100,0	0,0%	-	-	6,5%	4,5%
PRAGMA FAKTORING	PRF1216	20,0	100,6	0,8%	-	-	6,1%	4,1%
PRAGMA INKASO	PRI1117	10,0	101,0	-0,4%	-	-	6,1%	4,1%
RAPORT	RAP0215	10,0	99,7	0,0%	-	-	10,6%	8,6%
RAPORT	RAP0815	15,0	100,0	0,0%	-	-	7,0%	5,0%
SAF	SAF1115	2,0	101,5	0,0%	7,1%	5,5%	-	-
VINDEXUS	VIN1116	10,0	104,5	0,0%	-	-	5,5%	3,5%

#### 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 z 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 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,

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

$\delta$  – 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 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 w ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).