

## Komentarz rynku Catalyst – publikacja handlowa

### Notowania

W grudniu Zero Discount Margin bez uwzględniania obligacji BGK/EBI/PFR utrzymał się na poziomie listopadowym i wyniósł 2,22%. Uwzględniając natomiast obligacje BGK/EBI/PFR ZDM osiągnięto pułap 1,26%.

Z analizowanych sektorów spadek ZDM odnotowano w 9 z nich. Największa ujemna zmiana dotyczyła sektora Przemysł i wyniosła 106 bps. Druga najmocniejsza zmiana, równa 62 bps., dotknęła sektora Retail. W pozostałych przypadkach spadek ZDM nie przekroczył 44 bps, a spadki dotknęły również sektorów: Fundusz (-44 bps.), IT (-11 bps.), Chemia (-10 bps.), Medycyna (-4 bps.), Banki (-2 bps.) oraz Wierzytelności (-1 bps.) Wzrosty rentowności dotyczyły 6 sektorów: Paliwa, Gaz, Energia (+47 bps.), Budownictwo (+18 bps.), Usługi Finansowe (+18 bps.), Deweloperzy Mieszkańowi (+10 bps.) oraz Deweloperzy Komercyjni (+7 bps.).

W grudniu na rynku Catalyst obserwowaliśmy spadek rentowności w większości z analizowanych sektorów. Największy spadek spreadu dyskontowego (ZDM), który wystąpił w sektorze Przemysł, spowodowany był kilkoma czynnikami, spośród których można wymienić zwiększoną aktywność inwestorów na rynku wtórnym oraz przesunięcie preferencji w kierunku emitentów o stabilnej pozycji kredytowej. W ubiegłym miesiącu można było zaobserwować również znaczny wzrost kursu akcji KGHM S.A. oraz koncentrację obrotu na instrumentach emitenta KGH0631, które w ciągu miesiąca osiągnęły wolumen obrotu powyżej 5,7 mln PLN przy jednoczesnym wzroście ceny o 0,6% m/m. Przyczyn największego wzrostu spreadu dyskontowego w sektorze Paliwa, Gaz, Energia można upatrywać między innymi w grudniowych spadkach kursów spółek takich jak Polenergia S.A. czy PGE S.A.

W zestawieniu największych wzrostów kursów, zdecydowaną większość stanowią walory deweloperów. Najsilniejsze wzrosty kursów dotyczyły serii DVL1028 emitenta Develia S.A. (+4,9% m/m), GHE0226 Ghelamco Invest (+3,1% m/m), dwóch serii Cavatiny Holding CAV0729 (+2,0% m/m) oraz CAV1227 (+1,9% m/m). W zestawieniu nie zabrakło także spółek Olivia Fin S.A. oraz Victoria Dom S.A. Powodem dominacji deweloperów może być ożywienie popytu przez obniżki stóp procentowych, tańsze kredyty hipoteczne, a także możliwość i opłacalność refinansowania kredytów. Dodatkowo większość deweloperów zanotowała bardzo dobry IV kwartał (w tym grudzień) z bardzo wysokimi wynikami sprzedażowymi i dużym popytem na nowe inwestycje. Warto jednak wspomnieć, że największy wzrost kursu na walorach Develii S.A. miał miejsce przy bardzo małym wolumenie, a transakcje na papierach dłużnych DVL1028 zawarto tylko w przeciągu dwóch dni w grudniu.

### Mediana rentowności

DANE SEKTOROWE	Wartość emisji [mln PLN]	ZDM + WIBOR	Zero Discount Margin	Δ ZDM [m/m]
BANKI	26 350	5,40%	1,53%	● - 2 bps
BUDOWNICTWO	461	7,16%	3,29%	● + 18 bps
CHEMIA	100	5,77%	1,90%	● - 10 bps
DEWELOPERZY KOMERCYJNI	3 884	8,45%	4,58%	● + 7 bps
DEWELOPERZY MIESZKANIOWI	5 761	7,43%	3,56%	● + 10 bps
FUNDUSZ	112	6,88%	3,01%	● - 44 bps
INNE USŁUGI	6 440	5,38%	1,51%	● - 2 bps
IT	210	6,32%	2,45%	● - 11 bps
MEDYCYNĄ	150	5,85%	1,98%	● - 4 bps
PALIWA, GAZ ENERGIA	4 801	5,39%	1,52%	● + 47 bps
PRZEMYSŁ	2 792	7,22%	3,35%	● - 106 bps
RETAIL	2 000	4,68%	0,81%	● - 62 bps
USŁUGI FINANSOWE	2 680	7,98%	4,11%	● + 18 bps
WIERZYTELNOŚCI	3 708	6,92%	3,05%	● - 1 bps
BGK/EBI/PFR	235 034	4,89%	1,02%	● + 3 bps

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM  
Okres: Grudzień 2025

### Największe zmiany notowań

Emitent	Seria	Kurs	Zmiana 1m	Zmiana 3m	Zmiana 6m
<b>Największe wzrosty</b>					
DEVELIA	DVL1028	104,9	▲ 4,9%	▲ 4,9%	▲ 1,0%
GHELAMCO INVEST	GHE0226	97,1	▲ 3,1%	▲ 0,7%	▲ 5,0%
CAVATINA HOLDING	CAV0729	101,5	▲ 2,0%	▲ 1,3%	
CAVATINA HOLDING	CAV1227	101,9	▲ 1,9%	▲ 2,1%	▲ 2,6%
OLIVIA FIN	OBC0429	102,0	▲ 1,9%	▲ 1,7%	▲ 3,0%
PGE	PGE0526	102,8	▲ 1,8%	▲ 3,1%	▼ -1,1%
VEHIS FINANSE SP. Z O.O.	VHI0328	102,8	▲ 1,6%	▲ 1,3%	▲ 2,8%
CAVATINA HOLDING	CAV0526	102,0	▲ 1,6%	▲ 1,0%	▲ 2,0%
VICTORIA DOM	VID1227	102,0	▲ 1,6%	▲ 0,5%	▲ 1,4%
HM INWEST	HMI0627	101,6	▲ 1,5%	▼ -0,1%	▲ 1,0%
<b>Największe spadki</b>					
GHELAMCO INVEST	GHE0728	70,0	▼ -4,8%	▼ -17,2%	▼ -17,2%
BBI DEVELOPMENT	BBI0227	100,0	▼ -4,2%	▼ -4,2%	▼ -2,9%
HM INWEST	HMI0327	97,0	▼ -4,0%	▼ -3,5%	▼ -3,0%
ROBYG	ROB0626	98,0	▼ -3,8%	▼ -3,9%	▲ 0,1%
GHELAMCO INVEST	GHE1027	74,9	▼ -3,6%	▼ -15,6%	▼ -13,1%
GHELAMCO INVEST	GHE1128	73,0	▼ -3,0%	▼ -14,1%	▼ -13,6%
GHELAMCO INVEST	GHE0327	79,0	▼ -2,9%	▼ -10,4%	▼ -7,6%
AOW FAKTORING	AOW1027	101,0	▼ -2,9%	▼ -1,8%	▼ -0,5%
GHELAMCO INVEST	GHE1127	74,0	▼ -2,6%	▼ -16,8%	▼ -12,4%
ARCHE	ACH0826	101,0	▼ -2,4%	▼ -0,5%	▲ 0,2%

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM  
Okres: Grudzień 2025

## Obroty

W grudniu obrót na Catalyst wyniósł 765,93 mln PLN, co jest wartością powyżej 12-miesięcznej średniej (719,32 mln PLN) oraz był aż o 48,8% wyższy niż miesiąc temu. W grudniu, pierwszy raz od września przeprowadzono transakcje pakietowe, których wartość opiewała na 0,41 mln PLN.

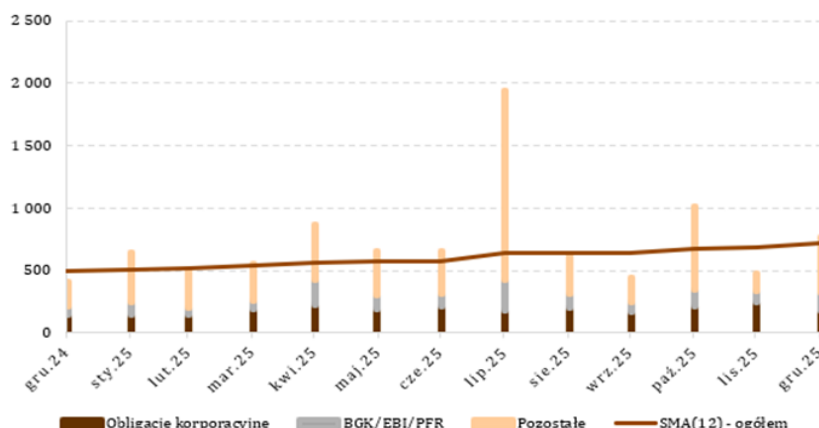
Obrót na obligacjach „czysto” korporacyjnych (tj. bez BGK/EBI/PFR) wyniósł 327,68 mln PLN, czyli był o ok. 73 mln PLN wyższy niż miesiąc temu oraz był wyższy od 12- miesięcznej średniej wynoszącej 188,98 mln PLN. Znaczące zwiększenie wartości obrotów w minionym miesiącu widać również dobrze w średniej wartości obrotów na sesję: w listopadzie było to ok. 27,1 mln PLN, natomiast w grudniu ok. 40,3 mln PLN.

W grudniu inwestorzy na Catalyst mocniej zainteresowali się sektorem Banki oraz sektorem Deweloperów Komercyjnych. Wartość obrotów w pierwszym z nich znacząco wzrosła (51,32 mln PLN vs. 31,92 mln PLN m/m), oraz zwiększył się także udział sektora w obrocie całkowitym (o 3,2 pp.). Wartość obrotów w sektorze Deweloperów Komercyjnych wzrosła (38,13 mln PLN vs. 26,07 mln PLN), oraz zwiększył się udział sektora w obrocie całkowitym (o 1,4 pp.) Warto także zwrócić uwagę na sektor Inne, który zanotował wzrost z 14,34 mln PLN do 19,11 mln PLN.

Bank Gospodarstwa Krajowego, Europejski Bank Inwestycyjny oraz Państwowy Fundusz Rozwoju odpowiadały za prawie 46,5% udziału w obrocie, a w porównaniu m/m wartość obrotu zwiększyła się z 95,82 mln PLN w listopadzie do 152,16 mln PLN w grudniu.

W grudniu najwyższe obroty ponownie zanotował BGK – 152,2 mln PLN, który nie dość, że pozostał liderem rynku, to znacznie zwiększył obroty w ujęciu miesięcznym (95,8 mln PLN w listopadzie). W zeszłym miesiącu BGK nie przeprowadził, zgodnie z listopadowymi zapowiedziami przetargu sprzedaży obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Przeprowadził natomiast emisję obligacji dla Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych oraz emisję papierów dłużnych na rzecz Funduszu Pomocy. W zestawieniu na drugim miejscu z bardzo wysokimi jak na Catalyst obrotami uplasował się Cyfrowy Polsat. Seria emitenta CPS0130 ważąca najwięcej w sektorze (3490 mln PLN) zanotowała wzrost wyceny o 0,60% do 104,25, a łącznie inwestorzy wygenerowali na niej 17,6 mln PLN obrotu. Wysokie zainteresowanie obligacjami Cyfrowego Polsatu oraz grudniowy wzrost ceny akcji spowodowane są zmianami w spółce, odwołaniem dotychczasowego prezesa z funkcji oraz powołaniem nowego, a także zmianami w radzie nadzorczej.

Struktura obrotów na Catalyst (mln PLN)



Źródło: GPW Catalyst, szacunki Nwai DM  
Okres: Grudzień 2025

## Obroty według sektorów

DANE SEKTOROWE	Obrót [mln PLN]			Udział w obrocie		
	gru.25	lis.25	▲	gru.25	lis.25	▲
BANKI	51,32	31,92	19,4	15,7%	12,5%	3,2 pp
BUDOWNICTWO	2,94	1,35	1,6	0,9%	0,5%	0,4 pp
CHEMIA	0,96	0,79	0,2	0,3%	0,3%	-0,0 pp
DEWELOPERZY KOMERCYJNI	38,13	26,07	12,1	11,7%	10,2%	1,4 pp
DEWELOPERZY MIESZKANIOWI	14,77	23,71	-8,9	4,5%	9,3%	-4,8 pp
FUNDUSZ	1,90	1,03	0,9	0,6%	0,4%	0,2 pp
INNE USŁUGI	19,11	14,34	4,8	5,8%	5,6%	0,2 pp
IT	0,00	0,00	-0,0	0,0%	0,0%	-0,0 pp
MEDYCYNĄ	0,00	0,00	0,0	0,0%	0,0%	0,0 pp
PALIWA, GAZ ENERGIA	1,83	2,31	-0,5	0,6%	0,9%	-0,3 pp
POŻYCZKI	0,00	0,00	0,0	0,0%	0,0%	0,0 pp
PRZEMYSŁ	8,94	12,36	-3,4	2,7%	4,9%	-2,1 pp
RETAIL	2,85	0,50	2,3	0,9%	0,2%	0,7 pp
USŁUGI FINANSOWE	8,05	15,78	-7,7	2,5%	6,2%	-3,7 pp
WIERYTELNOŚCI	23,97	28,49	-4,5	7,3%	11,2%	-3,9 pp
BGK/EBI/PFR	152,16	95,82	56,3	46,5%	37,7%	8,9 pp

Źródło: GPW Catalyst, szacunki Nwai DM  
Okres: Grudzień 2025

## Obroty według emitentów

EMITENT	Obroty (mln PLN)	Łączna wartość emisji (mln PLN)
BGK	152,2	174 569
CYFROWY POLSAT	17,6	3 490
PKO BP	16,2	7 200
PEKAO	17,3	4 950
BANK MILLENNIUM	9,7	1 530
ALIOR BANK	6,6	2 250
POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI	2,3	455
DEKPOL	1,2	178
PCC EXOL	0,5	45
ANWIM	0,1	90

Źródło: GPW Catalyst, szacunki Nwai DM  
Okres: Grudzień 2025

## Zapadalność

W ubiegłym miesiącu informowaliśmy o terminie wykupu serii AOW Faktoring, Orlen, PragmaGo, Eurocash, oraz dwóch serii spółki Cavatina Holding. Serie AOW1225, CA1125, CAV1225, EUR1225, PKN1225 zostały wykupione w terminie. Dodatkowo przed terminem zostały wykupione serie: TDJ1226 emitenta Invest TDJ Estate, OBC0226 uplasowana przez dewelopera Olivia Fin oraz seria SPL1126 Santander Bank Polska. W styczniu jedyną serią pozostającą do wykupu jest uplasowana przez Dantex Group seria DAN0126.

### Najbliższa zapadalność

Emitent	Seria	Wykup	Nominał [mln]	Kurs	Δ Kurs [m/m]
<b>Styczeń 2026</b>					
DANTEK GROUP SP. Z O.O.	DAN0126	24.01.2026	20,0 PLN	100,2	-0,79%

Źródło: GPW Catalyst  
Dane na: Grudzień 2025

## Nowe emisje

W grudniu za pośrednictwem agentów emisji zarejestrowano w KDPW emisje 48 emitentów o łącznej wartości 10 434 mln PLN oraz 882,7 mln EUR.

Spółki leasingowe, faktoringowe i hipoteczne odpowiadały 52,2% zarejestrowanych emisji w PLN, co daje wartość 5444,86 mln PLN. Największą emisję o wartości 3 mld PLN uplasował PKO Faktoring Sp. z o.o.

1 grudnia Santander Bank Polska rozliczył wartość 3 mld PLN emisję trzyletnich, niezabezpieczonych obligacji „senior preferred” serii 1/20205. Jednostkowa wartość nominalna papierów wartościowych oprocentowanych na WIBOR 6M + 1,1 p.p. wynosi 500 tys. PLN. Obligacje zadebiutowały 8 grudnia w Alternatywnym Systemie Obrotu.

W ostatnim miesiącu 2025 roku, Bank Gospodarstwa Krajowego przeprowadził emisje Obligacji na rzecz Funduszu Pomocy występującą pod skróconą nazwą FPU1130 oraz na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych pod nazwą FWA0931. Data emisji pierwszej z serii przypadła na 02.12.2025 a drugiej na 22.12.2025. Papiery wartościowe FPU1130 oprocentowane są na WIBOR 6M + 4,18 p.p., a ich całkowita wartość nominalna wynosi 1,1 mld PLN. Łączna wartość nominalna obligacji FWA0931 wynosi 2 mld PLN, natomiast ich oprocentowanie jest zmienne i odpowiada wysokości stopy procentowej, która ustalana jest na podstawie średniej arytmetycznej sześciomiesięcznego WIBORU za okres trzech kolejnych dni roboczych, przy czym ostatni z tych dni przypada dzień ustalenia praw dla poprzedzającego okresu odsetkowego. Obie serie trafiły do obrotu na rynku regulowanym.

Orlen S.A. wyemitował 20 tys. sztuk siedmioletnich obligacji o łącznej wartości 2 mld PLN. Koncern inwestorom instytucjonalnym zaproponował obligacje ze zmiennym kuponem opartym o WIBOR 6M + 1,00 p.p. Środki z emisji zostaną przeznaczone na cele ogólnokorporacyjne, realizację Strategii Orlen 2035 oraz na zastąpienie emisji PKN1225 o wartości 1 mld PLN, która zapadła 22 grudnia.

17 grudnia KGHM Polska Miedź S.A. wyemitował siedmioletnie, niezabezpieczone obligacje serii D, o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 1,6 mld PLN. Jednostkowa wartość nominalna wynosi 1000 PLN, a oprocentowanie długu WIBOR 6M + 1,0 p.p. Papiery dłużne zostaną w przyszłości wprowadzone do obrotu na Catalyst.

### Wybrane nowe emisje

Emitent	Wartość emisji [mln]	Oprocentowanie
SANTANDER BANK POLSKA	3000,0 PLN	WIBOR 6M + 1,1%
BGK	2000,0 PLN	WIBOR 6M + 0%
ORLEN	2000,0 PLN	WIBOR 6M + 1,0%
KGHM	1600,0 PLN	WIBOR 6M + 1,0%
BGK	1100,0 PLN	WIBOR 6M + 4,18%
RONSON	130,0 PLN	WIBOR 6M + 2,7%
CAVATINA HOLDING	102,16 PLN	WIBOR 6M + 5,7%
ATAL	100,0 PLN	WIBOR 6M + 1,9%
BEST	100,0 PLN	WIBOR 3M + 3,5%
BUDELEX FINANCE SP. Z O.O.	100,0 PLN	WIBOR 3M + b.d.
INVEST TDJ ESTATE SP. Z O.O.	65,0 PLN	WIBOR 6M + 4,25%
VEHIS FINANCE SP. Z O.O.	42,5 PLN	WIBOR 3M + b.d.
NOWA DEWELOPER SP. Z O.O.	10,73 PLN	WIBOR 3M + 5%
INTERBUD LUBLIN	8,0 PLN	WIBOR 6M + 7,0%
INTERNETOWY FUNDUSZ LEASINGOWY	3,0 PLN	WIBOR 3M + 2,0%

Źródło: GPW Catalyst  
Okres: Grudzień 2025

12 grudnia doszło do ostatecznego przydziału 130 tys. sztuk obligacji serii Z wyemitowanych przez Ronson Development S.A., o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 130 mln PLN. Na papiery dłużne zapisy złożyły 132 podmioty, a po redukcji wynoszącej 53,8% trafiły one do 122 z nich. Obligacje oprocentowane są według zmiennej stopy WIBOR 6M + 2,7 p.p. W dniu 23 grudnia dług występujący pod nazwą RON1229 trafił do obrotu na GPW ASO.

W KDPW S.A. 18 grudnia zostało zarejestrowanych 102.160 sztuk czteroletnich obligacji serii P2025C emitenta Cavatina Holding S.A., o wartości nominalnej 1000 PLN każda. Podczas budowania księgi popytu zapisy złożyły 1256 osób na 109.371 obligacji, a po redukcji wynoszącej 6,59% trafiły one do 1020 z nich. Deweloper ustalił oprocentowanie długu na WIBOR 6M + 5,7 p.p. Papiery wartościowe wyemitowane przez spółkę zadebiutowały 30 grudnia na rynku regulowanym.

19 grudnia Atal S.A. dokonał emisji niezabezpieczonych obligacji o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 100 mln PLN oraz oprocentowaniu wynoszącym WIBOR 6M + 1,9 p.p. Data wykupu serii BE przypada na 19.06.2028.

Firma windykacyjna Best S.A. 4 grudnia dokonała ostatecznego przydziału i emisji niezabezpieczonych obligacji na okaziciela serii AE1, o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 100 mln PLN, oraz 1000 PLN każda. Inwestorzy podczas budowania księgi popytu zgłosili popyt na 114,3 mln PLN, a papiery dłużne trafiły ostatecznie do 36 z nich włączając subfubdusze. Spółka zaproponowała kupon w oparciu o trzymiesięczny WIBOR oraz 3,5 p.p. marży. Data wykupu serii przypada na 4 marca 2030 roku.

22 grudnia Budlex Finance Sp. z o.o. z siedzibą w Toruniu wyemitował 10 tys. sztuk obligacji serii L o jednostkowej wartości nominalnej wynoszącej 1000 PLN. Emitent przydzielił wszystkie papiery wartościowe jednemu podmiotowi powiązanemu ze spółką, tym samym nie był zmuszony do przeprowadzenia redukcji zapisów. Dług Budlex Finance oprocentowany na WIBOR 3M powiększony o nieznaną na dzień tworzenia raportu marżę, zostanie wprowadzony do obrotu w alternatywnym systemie obrotu prowadzonym przez GPW S.A.

16 grudnia katowicki deweloper Invest TDJ Estate Sp. z o.o. dokonał emisji obligacji serii 3/2025 o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 65 mln PLN. Niezabezpieczone obligacje zostały wyemitowane w trybie Delivery versus Payment bez udziału agenta emisji oraz zostały zaferowane wyłącznie inwestorom kwalifikowanym. Papiery dłużne zostały końcowo przydzielone 25 podmiotom. Obligacje oprocentowane są według zmiennej stopy WIBOR 6M + 4,25 p.p.

Spółka leasingowa Vehis Finanse Sp. z o.o. 29 grudnia po skorzystaniu z możliwości zwiększenia emisji z 30 mln PLN do 60 mln PLN, rozliczyła emisję trzyletnich obligacji serii J o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 42,5 mln PLN. Na obligacje zapisy złożyły 110 inwestorów a po redukcji wynoszącej 5,5% trafiły one do wszystkich z nich. Część nowych papierów dłużnych zostało opłaconych poprzez potrącenia za obligacje serii D oraz E a 11600 sztuk papierów wartościowych zostało przydzielonych 1 podmiotowi powiązanemu z emitentem. Na dzień tworzenia raportu wiadomo, że dług jest oprocentowany według zmiennej stopy WIBOR 3M powiększonej o marżę.

W grudniu miała miejsce pierwsza emisja częstochowskiego dewelopera Nowa Deweloper Sp. z o.o., na łączną kwotę wynoszącą 10,73 mln PLN. Obligacje są zabezpieczone, oprocentowane na WIBOR 3M + 5,0 p.p. a ich wykup przypada na 18 grudnia 2028 roku. Spółka będzie ubiegać się o wprowadzenie papierów wartościowych do Alternatywnego Systemu Obrotu.

Deweloper Interbud-Lublin S.A. przeprowadził w ubiegłym miesiącu emisję trzyletnich, zabezpieczonych obligacji o łącznej wartości wynoszącej 8 mln PLN. Papiery wartościowe o jednostkowej wartości nominalnej wynoszącej 100 PLN oprocentowane są na WIBOR 6M + 7,0 p.p. do czasu ustanowienia hipoteki a docelowo oprocentowanie zostanie obniżone do 5 p.p. Oprócz hipoteki, papiery dłużne zabezpieczone są umową podporządkowania istniejących i przyszłych wierzytelności z tytułu finansowania dłużnego oraz wekslem własnym in blanco Emitenta.

Internetowy Fundusz Leasingowy S.A. w dniu 22 grudnia przydzielił obligacje serii A2 o łącznej wartości wynoszącej 3 mln PLN. Spółka nie przeprowadziła redukcji zapisów a wyemitowane papiery dłużne trafiły do grupy kapitałowej G3P. Obligacje są oprocentowane według zmiennej stopy WIBOR 3M powiększonej o 2,0 p.p.

## Debiuty

W grudniu na Catalyst zadebiutowało 10 serii obligacji o łącznej wartości 6463,16 mln PLN oraz 1 mld EUR. Wartość ta jest znacząco wyższa niż w poprzednim miesiącu (750 mln PLN oraz 0 EUR w listopadzie).

Uplasowane 19 listopada obligacje serii K11 firmy faktoringowej Indos S.A. oprocentowane według zmiennej stopy WIBOR 3M + 4,25 p.p., trafiły 2 grudnia do obrotu na Catalyst. Na debiutujących obligacjach prawie każdego dnia zawierano transakcje, jednak cechowały się one niskim wolumenem.

10 grudnia w Alternatywnym Systemie

Obrotu zadebiutował zabezpieczony dług HM Invest S.A., oprocentowany na WIBOR 6M + 5,4 p.p., o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 16 mln PLN. Obligacje cieszyły się w grudniu sporym zainteresowaniem inwestorów, którzy codziennie handlowali debiutującymi papierami wartościowymi HMI1228.

Emisja dewelopera Invest Komfort Finance Sp. z o.o. o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 100 mln PLN, trafiła pod skróconą nazwą INV0928 12 grudnia do obrotu na Catalyst. We wrześniu spółka zobowiązała się wypłacać 119 inwestorom kupon oparty o sześciomiesięczny WIBOR powiększony o 2,75 p.p. marży.

3 tygodnie po emisji o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 500 mln EUR, którą Bank Pekao S.A. przeprowadził w ramach programu EMTN, papiery PEO0236 trafiły w dniu 16 grudnia do obrotu na rynku regulowanym. Dług spółki notowany jest również na giełdzie w Luksemburgu a wartość nominalna pojedynczej obligacji wynosi 100 tys. EUR.

Emisja PKO BP S.A. podobnie jak w przypadku Banku Peako S.A., uplasowana również w listopadzie i o takiej samej łącznej wartości nominalnej wynoszącej 500 mln EUR zadebiutowała na warszawskim parkiecie na ostatniej sesji w roku, pod skróconą nazwą PKO1132.

## Pierwsze notowania obligacji

Emitent	Nazwa	Data debiutu	Wartość emisji (mln)
INDOS	INS0529	2.12.2025	15,0 PLN
BGK	FPU1130	3.12.2025	1100,0 PLN
SANTANDER BANK POLSKA	SPL1228	8.12.2025	3000,0 PLN
HM INWEST	HMI1228	10.12.2025	16,0 PLN
INVEST KOMFORT FINANCE SP. Z O.O.	INV0928	12.12.2025	100,0 PLN
PEKAO	PEO0236	16.12.2025	500,0 EUR
BGK	FWA0931	22.12.2025	2000,0 PLN
RONSON	RON1229	23.12.2025	130,0 PLN
CAVATINA HOLDING	CAV1229	30.12.2025	102,16 PLN
PKO BANK POLSKI	PKO1132	30.12.2025	500,0 EUR

Źródło: KDPW, Emitenci  
Okres: Grudzień 2025

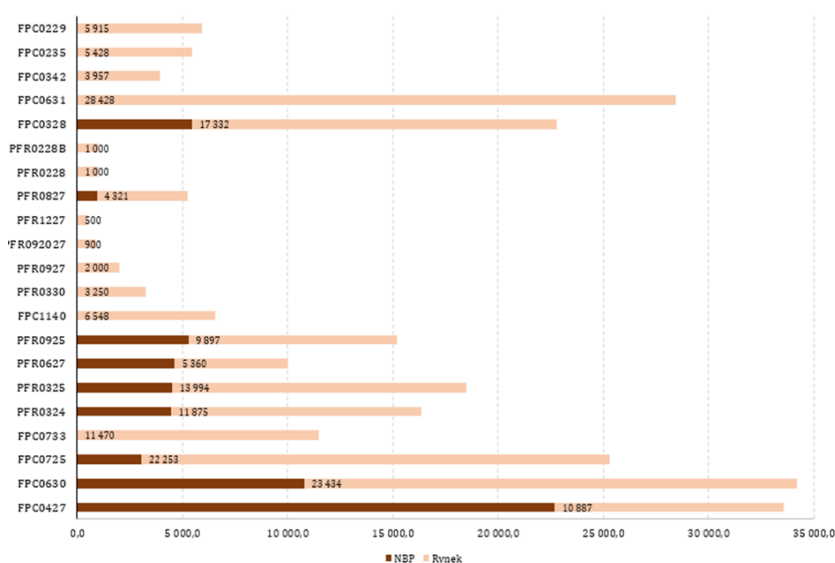
## Obligacje „covidowe”

W grudniu Bank Gospodarstwa Krajowego nie przeprowadził, zgodnie z listopadowymi zapowiedziami sprzedaży obligacji na przetargach, w ramach Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. BGK, z dniem drugiego listopadowego przetargu, czyli w dniu 27 listopada zakończył finansowanie potrzeb pożyczkowych Funduszu Covid-19 w 2025 roku. W grudniu bank przeprowadził natomiast emisje w ramach Funduszu Pomocy oraz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, o których pisaliśmy powyżej.

W analizowanym miesiącu Narodowy Bank Polski nie przeprowadzał strukturalnej operacji outright buy.

Całkowite zadłużenie BGK i PFR z tytułu emitowanych obligacji „covidowych” wynosi obecnie odpowiednio 189,8 mld PLN oraz 73,9 mld PLN. Z kolei zadłużenie wobec NBP z tytułu skupionych obligacji wynosi 61,78 mln PLN (BGK: 41,985 mld PLN i PFR: 19,803 mld PLN).

## Obligacje covidowe (mln zł)



Źródło: NBP, BGK, PFR, szacunki Nwai DM  
Okres: Grudzień 2025

Podsumowanie rynku obligacji grudzień 2025

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	Typ kuponu	YTM / Float yield	Z-Spread / Zero - DM	Obroty 1M [tys.]
Banki	ALIOR BANK	ALR0428	400,0	100,00	0,0%	zmiennie	6,0%	2,2%	0
	ALIOR BANK	ALR0429	400,0	101,99	0,0%	zmiennie	5,2%	1,4%	1 548
	ALIOR BANK	ALR0627	450,0	101,49	-0,3%	zmiennie	5,8%	1,9%	5 088
	ALIOR BANK	ALR0628	550,0	101,75	0,0%	zmiennie	5,2%	1,3%	0
	ALIOR BANK	ALR1029	450,0	100,00	0,0%	zmiennie	5,4%	1,6%	0
	BANK MILLENNIUM	MIL0129	830,0	101,50	0,0%	zmiennie	5,6%	1,8%	0
	BANK MILLENNIUM	MIL1227	700,0	102,25	0,9%	zmiennie	5,1%	1,2%	9 728
	BANK POCZTOWY	BPO0629	70,0	100,00	0,0%	zmiennie	6,4%	2,6%	0
	BANK POCZTOWY	BPO1227	50,0	100,00	0,0%	zmiennie	6,5%	2,6%	0
	BOŚ	BOS0735-K	350,0	100,00	0,0%	zmiennie	b.d.	2,9%	0
	BOŚ	BOS1228	200,0	101,05	-0,4%	zmiennie	6,0%	2,1%	506
	MBANK	MBK01PERP-K	1 500,0	102,50	0,0%	stałe	0,0%	0,0%	0
	MBANK	MBK1028	550,0	102,70	0,0%	zmiennie	4,7%	0,9%	0
	PEKAO	PEO0127	600,0	100,35	0,0%	zmiennie	4,4%	0,5%	0
	PEKAO	PEO0429	500,0	101,99	0,0%	zmiennie	4,9%	1,0%	0
	PEKAO	PEO0435-K	750,0	102,50	0,0%	zmiennie	5,4%	1,5%	0
	PEKAO	PEO0631	750,0	101,05	0,1%	zmiennie	5,4%	1,5%	6 578
	PEKAO	PEO0727	350,0	100,50	0,0%	stałe	7,3%	3,8%	0
	PEKAO	PEO1027	1 250,0	101,89	0,6%	zmiennie	4,5%	0,6%	10 683
	PEKAO	PEO1028	550,0	100,40	0,0%	zmiennie	6,7%	2,9%	0
	PEKAO	PEO1033	200,0	100,00	0,0%	zmiennie	5,7%	1,8%	0
	PKO BP	PKO0229	1 000,0	102,15	-0,3%	zmiennie	4,8%	0,9%	1 040
	PKO BP	PKO0328	1 000,0	101,76	0,5%	zmiennie	4,6%	0,7%	519
	PKO BP	PKO0827	1 700,0	101,65	0,3%	zmiennie	4,5%	0,6%	14 079
	PKO BP	PKO0935-K	2 000,0	101,00	0,0%	zmiennie	5,5%	1,6%	0
	PKO BP	PKO1034-K	1 500,0	103,10	0,8%	zmiennie	5,7%	1,8%	520
	SANTANDER BANK POLSKA	SPL0427	1 900,0	100,90	0,0%	zmiennie	4,8%	1,0%	0
	SANTANDER BANK POLSKA	SPL0428	1 000,0	100,01	0,0%	zmiennie	5,6%	1,7%	0
	SANTANDER BANK POLSKA	SPL0927	1 800,0	101,19	0,7%	zmiennie	4,7%	0,8%	1 027
	SANTANDER BANK POLSKA	SPL1228	3 000,0	100,00		zmiennie	5,1%	1,2%	0
BGK/EBI/PFR	BGK	BGK1127	1 275,9	100,00	0,0%	zmiennie	5,0%	1,1%	0
	BGK	FPC0229	5 620,6	104,12	0,6%	stałe	4,3%	0,8%	26 224
	BGK	FPC0231	2 913,7	104,00	0,5%	stałe	4,8%	1,3%	810
	BGK	FPC0235	5 221,9	105,39	0,5%	stałe	5,2%	1,7%	17 997
	BGK	FPC0328	22 780,7	95,23	0,6%	stałe	4,1%	0,6%	5 908
	BGK	FPC0332	12 448,6	95,10	0,2%	zmiennie	4,8%	0,9%	18 209
	BGK	FPC0342	4 251,9	114,50	0,5%	stałe	5,4%	3,0%	1 103
	BGK	FPC0427	33 585,0	97,50	0,5%	stałe	3,8%	0,4%	891
	BGK	FPC0630	34 216,6	90,70	0,6%	stałe	4,5%	0,9%	44 750
	BGK	FPC0631	29 430,2	98,07	0,1%	zmiennie	4,8%	1,0%	13 498
	BGK	FPC0733	12 174,5	83,04	1,1%	stałe	5,0%	1,3%	20 557
	BGK	FPC1140	6 549,3	71,29	-0,3%	stałe	5,2%	2,8%	2 214

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	Typ kuponu	YTM / Float yield	Z-Spread / Zero - DM	Obroty 1M [tys.]
<b>BGK/EBI/PFR</b>	BGK	FPU1130	1 100,0	95,56		zmiennie	8,8%	5,0%	0
	BGK	FWA0931	2 000,0	95,10		zmiennie	4,9%	1,0%	0
	BGK	IWS0645	1 000,0	97,90	0,0%	stałe	6,2%	4,1%	0
	EUROPEJSKI BANK INWESTYCYJNY	E151129	3 000,0	99,40	0,0%	stałe	3,0%	-0,5%	0
	EUROPEJSKI BANK INWESTYCYJNY	EIB0131	4 250,0	99,71	0,0%	stałe	5,3%	1,7%	0
	EUROPEJSKI BANK INWESTYCYJNY	EIB0227	2 850,0	99,84	0,0%	stałe	1,1%	-2,3%	0
	EUROPEJSKI BANK INWESTYCYJNY	EIB0228	6 375,0	99,81	0,0%	stałe	1,1%	-2,4%	0
	EUROPEJSKI BANK INWESTYCYJNY	EIB0243	200,0	99,45	0,0%	stałe	6,5%	4,3%	0
	EUROPEJSKI BANK INWESTYCYJNY	EIB0429	2 100,0	98,94	0,0%	stałe	5,6%	2,1%	0
	EUROPEJSKI BANK INWESTYCYJNY	EIB0727	2 150,0	99,68	0,0%	stałe	6,2%	2,7%	0
	EUROPEJSKI BANK INWESTYCYJNY	EIB0826	8 000,0	106,65	0,0%	stałe	-6,9%	-10,4%	0
	EUROPEJSKI BANK INWESTYCYJNY	EIB0932	1 150,0	100,44	0,0%	stałe	5,2%	1,6%	0
	EUROPEJSKI BANK INWESTYCYJNY	EIB1129	5 750,0	99,77	0,0%	stałe	2,9%	-0,6%	0
	EUROPEJSKI BANK INWESTYCYJNY	EIB1134	2 850,0	99,69	0,0%	stałe	6,0%	2,4%	0
	EUROPEJSKI BANK INWESTYCYJNY	EIB1137	390,0	99,51	0,0%	stałe	7,0%	4,1%	0
	POLSKI FUNDUSZ ROZWOJU	PF10927	900,0	92,66	0,0%	stałe	5,9%	2,4%	0
	POLSKI FUNDUSZ ROZWOJU	PFR0330	3 250,0	88,60	0,0%	stałe	5,1%	1,5%	0
	POLSKI FUNDUSZ ROZWOJU	PFR0627	10 000,0	96,00	0,0%	stałe	4,7%	1,2%	0
POLSKI FUNDUSZ ROZWOJU	PFR0827	5 250,0	93,37	0,0%	stałe	5,6%	2,2%	0	
POLSKI FUNDUSZ ROZWOJU	PFR0927	2 000,0	93,15	0,0%	stałe	5,7%	2,2%	0	
<b>Budownictwo</b>	DEKPOL	DEK0628	75,0	101,80	-1,1%	zmiennie	7,2%	3,3%	28
	DEKPOL	DEK1228	102,6	101,80	-0,2%	zmiennie	7,2%	3,3%	1 190
	ERBUD	ERB0229	75,0	100,05	0,0%	zmiennie	6,9%	3,0%	275
	NDI FINANCE SP. Z O.O.	NDI0327	70,0	100,40	-0,1%	zmiennie	8,1%	4,2%	67
	UNIBEP SA	UNI1026	138,0	101,70	1,1%	zmiennie	6,3%	2,4%	1 384
<b>Chemia</b>	PCC EXOL	PCX0929	20,0	102,61	-0,1%	zmiennie	5,8%	1,9%	181
	PCC EXOL	PCX0930	25,0	101,37	1,1%	zmiennie	5,7%	1,9%	320
	PCC ROKITA	PCR0426	22,0	100,29	0,3%	stałe	4,1%	0,5%	145
	PCC ROKITA	PCR1026	15,0	100,20	-0,3%	stałe	5,3%	1,8%	74
<b>Deweloperzy komercyjni</b>	7R	PCR0527	17,8	102,00	1,5%	stałe	4,0%	0,6%	244
	7R	SIR0228	150,0	100,10	-0,6%	zmiennie	8,6%	4,7%	1 917
	7R	SIR0928	83,9	101,00	0,5%	zmiennie	8,3%	4,4%	946
	ADATEX	ADX1128	10,0	101,49	0,9%	zmiennie	8,9%	5,1%	957
	ADATEX	ADX1227	20,0	101,49	-0,7%	zmiennie	8,6%	4,8%	239
	BBI DEVELOPMENT	BBI0227	44,7	100,02	-4,2%	zmiennie	11,6%	7,7%	45
	CAVATINA HOLDING	CAV0327	50,0	101,42	0,6%	zmiennie	8,8%	4,9%	651
	CAVATINA HOLDING	CAV0329	49,9	101,44	0,6%	zmiennie	9,4%	5,5%	591
	CAVATINA HOLDING	CAV0429	38,6	101,00	0,5%	zmiennie	9,6%	5,7%	254
	CAVATINA HOLDING	CAV0526	11,6	102,00	1,6%	zmiennie	5,2%	1,3%	224
	CAVATINA HOLDING	CAV0627	22,1	101,40	1,2%	zmiennie	9,0%	5,1%	619
	CAVATINA HOLDING	CAV0729	50,4	101,50	2,0%	zmiennie	9,3%	5,5%	1 116
	CAVATINA HOLDING	CAV0927	21,7	100,99	0,4%	zmiennie	9,3%	5,4%	309

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	Typ kuponu	YTM / Float yield	Z-Spread / Zero - DM	Obroty 1M [tys.]
Deweloperzy komercyjni	CAVATINA HOLDING	CAV0928	38,7	101,23	0,7%	zmienne	9,4%	5,5%	650
	CAVATINA HOLDING	CAV1127	20,0	101,12	0,0%	zmienne	9,3%	5,5%	68
	CAVATINA HOLDING	CAV1128	32,8	100,90	0,3%	zmienne	9,6%	5,7%	690
	CAVATINA HOLDING	CAV1226	25,0	101,10	0,9%	zmienne	8,9%	5,0%	928
	CAVATINA HOLDING	CAV1227	25,0	101,89	1,9%	zmienne	8,9%	5,1%	402
	CAVATINA HOLDING	CAV1229	102,2	99,80		zmienne	9,7%	5,8%	1 607
	ECHO INVESTMENT	ECH0128	140,0	102,89	1,0%	zmienne	6,4%	2,5%	3 595
	ECHO INVESTMENT	ECH0226	50,0	100,49	-0,2%	zmienne	4,9%	1,1%	225
	ECHO INVESTMENT	ECH0229	100,0	100,00	0,0%	zmienne	8,4%	4,5%	0
	ECHO INVESTMENT	ECH0426	40,0	101,57	-0,2%	zmienne	3,7%	-0,1%	191
	ECHO INVESTMENT	ECH0428	60,0	102,48	0,6%	zmienne	6,6%	2,7%	1 332
	ECHO INVESTMENT	ECH0528	140,0	102,20	0,0%	zmienne	7,5%	3,6%	0
	ECHO INVESTMENT	ECH0529	100,0	100,00	0,0%	zmienne	8,5%	4,6%	0
	ECHO INVESTMENT	ECH0626	40,0	101,80	0,0%	zmienne	4,6%	0,8%	102
	ECHO INVESTMENT	ECH0627	50,0	102,41	0,0%	zmienne	6,3%	2,5%	341
	ECHO INVESTMENT	ECH0829	200,0	103,45	0,0%	zmienne	7,3%	3,4%	107
	ECHO INVESTMENT	ECH0926	25,0	102,37	0,0%	zmienne	4,5%	0,7%	66
	ECHO INVESTMENT	ECH1127	50,0	102,48	0,9%	zmienne	6,6%	2,7%	468
	ECHO INVESTMENT	ECH1227	180,0	99,05	0,0%	zmienne	9,0%	5,2%	0
	GHELAMCO INVEST	GHE0128	125,0	74,39	-1,1%	zmienne	25,6%	21,7%	1 737
	GHELAMCO INVEST	GHE0226	240,0	97,12	3,1%	zmienne	38,6%	34,7%	4 056
	GHELAMCO INVEST	GHE0327	405,0	79,00	-2,9%	zmienne	30,4%	26,5%	1 763
	GHELAMCO INVEST	GHE0728	40,0	70,00	-4,8%	zmienne	25,4%	21,5%	2 297
	GHELAMCO INVEST	GHE1027	125,0	74,90	-3,6%	zmienne	27,2%	23,4%	4 226
	GHELAMCO INVEST	GHE1127	23,0	74,00	-2,6%	zmienne	27,4%	23,6%	748
	GHELAMCO INVEST	GHE1128	70,0	73,00	-3,0%	zmienne	22,1%	18,2%	233
	OKAM CAPITAL	OKA0628	30,0	100,00	0,0%	zmienne	7,7%	3,8%	50
	OKAM CAPITAL	OKA0926	50,0	100,00	-0,1%	zmienne	8,9%	5,0%	33
	OKAM CAPITAL	OKA1127	75,0	100,00	-0,5%	zmienne	8,3%	4,4%	694
	OLIVIA FIN	OBC0127	15,0	101,75	0,0%	zmienne	8,0%	4,2%	49
	OLIVIA FIN	OBC0227	25,0	100,20	-1,8%	zmienne	9,2%	5,3%	153
	OLIVIA FIN	OBC0426	9,9	100,75	0,0%	zmienne	6,5%	2,6%	0
	OLIVIA FIN	OBC0429	39,9	101,98	1,9%	zmienne	7,3%	3,4%	154
	OLIVIA FIN	OBC0526	9,9	100,80	0,6%	zmienne	6,9%	3,0%	87
	OLIVIA FIN	OBC1026	16,5	101,59	0,6%	zmienne	7,7%	3,9%	20
	OLIVIA FIN	OBC1028	60,0	100,62	0,6%	zmienne	8,1%	4,2%	265
	OLIVIA FIN	OBC1126	27,0	101,28	-0,2%	zmienne	8,3%	4,5%	180
	POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI	PHN0327	230,0	102,75	0,7%	zmienne	5,5%	1,6%	2 240
	POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI	PHN0526	100,0	101,50	0,1%	zmienne	4,7%	0,8%	42
	POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI	PHN1127	125,0	104,00	1,4%	zmienne	5,6%	1,7%	5
WHITE STONE DEVELOPMENT SP. Z O.O.	WSD0228	25,0	101,50	0,5%	zmienne	7,5%	3,6%	312	
WHITE STONE DEVELOPMENT SP. Z O.O.	WSD0427	21,5	100,10	-1,4%	zmienne	9,1%	5,2%	40	

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	Typ kuponu	YTM / Float yield	Z-Spread / Zero - DM	Obroty 1M [tys.]
	WHITE STONE DEVELOPMENT SP. Z O.O.	WSD0627	25,0	101,59	0,0%	zmienne	7,2%	3,3%	106
Deweloperzy mieszkaniowi	ARCHE	ACH0427	21,5	102,70	0,0%	zmienne	6,0%	2,1%	65
	ARCHE	ACH0628	106,5	103,43	1,4%	zmienne	6,9%	3,0%	1 074
	ARCHE	ACH0826	20,0	101,00	-2,4%	zmienne	6,5%	2,6%	46
	ARCHICOM	ARH0227	210,0	101,62	0,0%	zmienne	5,8%	1,9%	0
	ARCHICOM	ARH0329	120,0	100,00	0,0%	zmienne	6,4%	2,6%	0
	ARCHICOM	ARH0627	168,0	100,00	0,0%	zmienne	7,1%	3,3%	0
	ARCHICOM	ARH0628	190,0	100,40	0,0%	zmienne	6,8%	2,9%	0
	ART.LOCUM	ARL0429	40,0	100,95	0,0%	zmienne	7,8%	3,9%	241
	ART.LOCUM	ARL1226	20,0	100,80	-1,6%	zmienne	7,8%	3,9%	143
	ART.LOCUM	ARL1227	21,0	101,50	0,0%	zmienne	7,3%	3,4%	9
	ATAL	ATL0227	130,0	100,00	0,0%	zmienne	5,3%	1,5%	239
	ATAL	ATL1028	200,0	100,00	0,0%	zmienne	6,0%	2,1%	0
	BUDLEX FINANCE SP. Z O.O.	BXF0727	20,0	101,62	-0,2%	zmienne	8,7%	4,8%	105
	BUDLEX FINANCE SP. Z O.O.	BXF1027	43,4	100,50	-1,4%	zmienne	9,3%	5,4%	71
	BUDLEX FINANCE SP. Z O.O.	BXF1028	20,0	101,40	0,0%	zmienne	8,6%	4,8%	40
	BUDLEX FINANCE SP. Z O.O.	BXF1226	16,5	102,50	-0,5%	zmienne	7,6%	3,7%	21
	DANTEX GROUP SP. Z O.O.	DAN0126	20,0	100,20	0,0%	zmienne	5,2%	1,4%	0
	DEVELIA	DVL0229	160,0	100,00	0,0%	zmienne	6,3%	2,4%	0
	DEVELIA	DVL0528	100,0	100,00	0,0%	zmienne	6,9%	3,0%	0
	DEVELIA	DVL0726	100,0	101,00	0,0%	zmienne	5,2%	1,4%	0
	DEVELIA	DVL1028	100,0	104,94	4,9%	zmienne	4,5%	0,6%	80
	DEVELIA	DVL1227	160,0	101,50	0,0%	zmienne	6,5%	2,6%	0
	DEVELOPRES	DVR0726	12,9	101,33	-0,1%	zmienne	7,8%	4,0%	27
	DEVELOPRES	DVR1226	11,5	101,45	0,4%	zmienne	7,8%	3,9%	54
	DEVELOPRES	DVR1227	15,6	101,00	-0,7%	zmienne	8,3%	4,5%	100
	DOM DEVELOPMENT	DOM0526	110,0	101,00	-1,0%	zmienne	3,2%	-0,7%	2
	DOM DEVELOPMENT	DOM0530	135,0	100,00	0,0%	zmienne	5,3%	1,5%	0
	DOM DEVELOPMENT	DOM0928	260,0	100,50	0,0%	zmienne	5,3%	1,4%	0
	DOM DEVELOPMENT	DOM1229	140,0	100,00	0,0%	zmienne	5,3%	1,5%	0
	DOMESTA SP. Z O.O.	DST0727	30,0	100,50	0,4%	zmienne	8,3%	4,4%	38
	DOMESTA SP. Z O.O.	DST1126	15,0	102,29	0,0%	zmienne	6,4%	2,5%	1
	HM INWEST	HMI0327	14,0	97,00	-4,0%	zmienne	12,0%	8,1%	66
	HM INWEST	HMI0627	7,0	101,55	1,5%	zmienne	9,3%	5,4%	86
	HM INWEST	HMI1228	16,0	100,50		zmienne	9,2%	5,4%	655
	INFINITY	INF0127	14,0	100,30	0,0%	zmienne	7,8%	3,9%	0
	INFINITY	INF0326	5,4	100,90	0,1%	zmienne	5,4%	1,5%	17
	INFINITY	INF1027	12,0	100,50	0,2%	zmienne	7,8%	3,9%	16
	INPRO SA	INP0529	50,0	100,00	-0,7%	zmienne	6,9%	3,0%	192
	INTERBUD LUBLIN	INT0628	11,6	103,50	0,9%	zmienne	7,9%	4,0%	42
	INVEST KOMFORT FINANCE SP. Z O.O.	INV0928	100,0	100,70		zmienne	6,4%	2,5%	437
INVEST TDJ ESTATE SP. Z O.O.	TDJ0228	37,5	102,00	0,0%	zmienne	7,1%	3,2%	0	

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	Typ kuponu	YTM / Float yield	Z-Spread / Zero - DM	Obroty 1M [tys.]
Deweloperzy mieszkaniowi	INVEST TDJ ESTATE SP. Z O.O.	TDJ0628	40,0	100,82	-1,6%	zmienne	8,3%	4,4%	229
	JHM DEVELOPMENT	JHM0629	60,0	100,00	0,0%	zmienne	7,9%	4,0%	0
	LOKUM DEWELOPER	LKD0627	53,0	102,00	0,0%	zmienne	6,5%	2,6%	3
	LOKUM DEWELOPER	LKD0828	100,0	100,50	-0,9%	zmienne	7,4%	3,5%	10
	MARVIPOL DEVELOPMENT	MVP0227	55,5	101,41	-0,5%	zmienne	7,9%	4,0%	505
	MARVIPOL DEVELOPMENT	MVP0528	150,0	101,86	-0,1%	zmienne	7,6%	3,7%	209
	MARVIPOL DEVELOPMENT	MVP0729	80,0	101,09	0,1%	zmienne	7,4%	3,5%	83
	MARVIPOL DEVELOPMENT	MVP1029	100,0	100,86	0,0%	zmienne	7,4%	3,5%	1 068
	MARVIPOL DEVELOPMENT	MVP1228	50,0	101,37	1,0%	zmienne	7,2%	3,3%	552
	MURAPOL	MUR0428	100,0	100,00	0,0%	zmienne	7,9%	4,0%	0
	MURAPOL	MUR0527	150,0	100,40	0,0%	zmienne	7,6%	3,7%	0
	NOVDOM SP. Z O.O.	NOD0828	27,0	100,00	0,0%	zmienne	8,7%	4,9%	0
	RESI CAPITAL	RES0228	38,3	101,95	1,0%	zmienne	8,9%	5,0%	540
	ROBYG	ROB0129	250,0	101,25	0,0%	zmienne	6,0%	2,1%	0
	ROBYG	ROB0529	225,0	100,00	0,0%	zmienne	6,6%	2,7%	0
	ROBYG	ROB0626	88,2	98,02	-3,8%	zmienne	11,3%	7,4%	16
	RONSON	RON0726	29,9	100,13	0,0%	zmienne	7,7%	3,8%	0
	RONSON	RON0827	60,0	101,00	-0,5%	zmienne	7,1%	3,2%	185
	RONSON	RON0928	160,0	101,96	1,0%	zmienne	6,5%	2,6%	190
	RONSON	RON1229	130,0	100,00		zmienne	6,6%	2,8%	0
	UNIDEVELOPMENT	UDV0928	55,0	100,80	0,4%	zmienne	8,4%	4,5%	326
	VICTORIA DOM	VI10629	50,0	100,90	0,9%	zmienne	7,8%	4,0%	19
	VICTORIA DOM	VID0128	50,0	101,90	0,2%	zmienne	7,7%	3,8%	259
	VICTORIA DOM	VID0329	81,4	102,10	1,3%	zmienne	7,4%	3,6%	387
	VICTORIA DOM	VID0427	50,0	101,89	0,5%	zmienne	7,7%	3,8%	470
	VICTORIA DOM	VID0629	88,6	100,70	0,1%	zmienne	7,9%	4,0%	2 201
	VICTORIA DOM	VID0827	50,0	101,84	0,3%	zmienne	7,6%	3,7%	210
	VICTORIA DOM	VID1028	180,0	101,40	0,5%	zmienne	7,7%	3,8%	983
	VICTORIA DOM	VID1226	88,2	100,00	1,0%	zmienne	5,1%	1,2%	927
	VICTORIA DOM	VID1227	86,3	101,97	1,6%	zmienne	7,7%	3,8%	663
	WAN	WAN0329	19,0	100,50	-0,3%	zmienne	9,3%	5,4%	418
	WAN	WAN1028	31,0	101,00	0,0%	zmienne	9,8%	5,9%	449
Fundusz	MCI CAPITAL ASI	MCI0728	70,0	101,99	0,4%	zmienne	6,5%	2,7%	1 634
	MCI MANAGEMENT SP. Z O.O	MCM0727	20,0	100,00	0,0%	zmienne	8,1%	4,2%	0
	MCI MANAGEMENT SP. Z O.O	MCM1127	21,5	102,48	0,7%	zmienne	6,9%	3,0%	261
Inne usługi	DADELO	DAD1028	50,0	101,00	0,8%	zmienne	6,4%	2,5%	758
	BENEFIT SYSTEMS	BFT0330	1 000,0	101,99	0,4%	zmienne	5,3%	1,4%	72
	CYFROWY POLSAT	CPS0130	3 490,0	104,25	0,6%	zmienne	6,5%	2,6%	17 594
	P4 SP. Z O.O.	PLY0230	700,0	100,55	-0,9%	zmienne	5,5%	1,7%	773
	P4 SP. Z O.O.	PLY1226	750,0	101,10	0,1%	zmienne	4,7%	0,8%	506
P4 SP. Z O.O.	PLY1227	500,0	100,90	0,2%	zmienne	5,4%	1,5%	170	
IT	AB	ABE0227	80,0	100,00	0,0%	zmienne	6,5%	2,7%	0

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	Typ kuponu	YTM / Float yield	Z-Spread / Zero - DM	Obroty 1M [tys.]
IT	AB	ABE0726	30,0	100,00	0,0%	zmienne	6,3%	2,5%	0
	WB ELECTRONICS	WBE1126	100,0	110,00	0,0%	zmienne	-5,5%	-9,3%	0
Medycyn	POLSKA GRUPA FARMACEUTYCZNA	PGF1026	150,0	100,00	0,0%	zmienne	5,8%	2,0%	0
Paliwa, Gaz, Energia	ANWIM	ANW1126	65,0	102,00	0,0%	zmienne	6,2%	2,3%	131
	ANWIM	ANW1227	25,0	100,00	0,0%	zmienne	7,9%	4,0%	0
	ENEA	ENA0527	1 000,0	100,85	0,0%	zmienne	4,7%	0,9%	0
	ENEA	ENA0530	1 000,0	102,49	0,0%	zmienne	4,9%	1,0%	0
	PGE	PGE0526	400,0	102,80	1,8%	zmienne	-1,3%	-5,1%	317
	PGE	PGE0529	1 000,0	102,30	0,3%	zmienne	4,6%	0,8%	522
	POLENERGIA	PEP1029	750,0	102,60	-0,4%	zmienne	5,9%	2,0%	807
	R.POWER	RPW1029	560,7	101,50	1,5%	zmienne	6,5%	2,7%	54
Przemysł	COGNOR	CO10129	96,0	100,00	-0,1%	zmienne	8,5%	4,7%	960
	COGNOR	COG0129	96,0	100,10	-1,3%	zmienne	8,5%	4,6%	44
	KGHM POLSKA MIEDŹ	KGH0629	1 600,0	101,20	0,0%	zmienne	5,9%	2,1%	2 241
	KGHM POLSKA MIEDŹ	KGH0631	1 000,0	101,99	0,6%	zmienne	4,8%	0,9%	5 698
Retail	ALLEGRO	ALE0630	1 000,0	102,70	0,2%	zmienne	4,6%	0,7%	2 184
	ZABKA GROUP	ZAB0530	1 000,0	102,50	0,3%	zmienne	4,8%	0,9%	664
Usługi finansowe	AOW FAKTORING	AOW0227	10,0	102,50	0,0%	zmienne	7,1%	3,2%	0
	AOW FAKTORING	AOW0528	12,0	102,00	-0,5%	zmienne	7,8%	3,9%	24
	AOW FAKTORING	AOW1027	10,0	101,00	-2,9%	zmienne	8,3%	4,4%	63
	AOW FAKTORING	AOW1028	10,0	102,50	0,8%	zmienne	7,7%	3,8%	160
	CORDIA POLSKA FINANCE SP. Z O.O.	CPF1227	120,4	101,70	0,2%	zmienne	7,6%	3,7%	59
	INTERNETOWY FUNDUSZ LEASINGOWY	IFL0334	6,0	100,03	0,0%	zmienne	5,9%	2,0%	0
	PZU	PZU0727	2 250,0	102,04	0,6%	zmienne	4,4%	0,5%	5 532
	VEHIS FINANSE SP. Z O.O.	VHI0328	42,9	102,82	1,6%	zmienne	8,0%	4,1%	299
	VEHIS FINANSE SP. Z O.O.	VHI0526	21,0	100,89	-1,0%	zmienne	8,7%	4,8%	137
	VEHIS FINANSE SP. Z O.O.	VHI0528	34,2	101,20	0,0%	zmienne	8,3%	4,4%	172
VEHIS FINANSE SP. Z O.O.	VHI0626	35,0	99,50	-1,5%	zmienne	11,8%	7,9%	309	
VEHIS FINANSE SP. Z O.O.	VHI0627	28,0	101,50	0,5%	zmienne	8,6%	4,7%	29	
VEHIS FINANSE SP. Z O.O.	VHI1128	100,0	100,20	0,0%	zmienne	8,2%	4,4%	1 264	
Wierzytelności	BEST	BS10228	20,0	99,70	0,0%	zmienne	8,9%	5,0%	0
	BEST	BS10327	11,2	101,51	0,2%	zmienne	7,1%	3,2%	59
	BEST	BS10829	40,0	101,99	0,0%	zmienne	7,4%	3,6%	314
	BEST	BST0128	20,0	103,19	0,3%	zmienne	7,2%	3,3%	305
	BEST	BST0226	10,0	99,63	0,0%	zmienne	10,5%	6,6%	0
	BEST	BST0228	30,0	102,54	-0,4%	zmienne	7,6%	3,7%	614
	BEST	BST0327	10,5	102,00	0,0%	zmienne	6,2%	2,3%	33
	BEST	BST0527	50,0	103,00	-1,8%	zmienne	6,3%	2,4%	67
	BEST	BST0630	41,6	101,48	-0,6%	zmienne	7,3%	3,4%	1 200
	BEST	BST0726	10,7	99,40	-0,1%	stałe	5,6%	2,0%	67
	BEST	BST0728	19,1	103,20	-0,2%	zmienne	7,5%	3,6%	32
	BEST	BST0829	25,0	102,60	0,0%	zmienne	7,5%	3,7%	953

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	Typ kuponu	YTM / Float yield	Z-Spread / Zero - DM	Obroty 1M [tys.]
Wierzytelności	BEST	BST0930	83,4	100,73	-0,3%	zmienne	7,3%	3,4%	1 099
	BEST	BST1026	10,0	102,36	0,8%	zmienne	4,9%	1,0%	16
	BEST	BST1029	60,0	101,38	-0,1%	zmienne	7,3%	3,4%	169
	BEST	BST1126	70,0	101,20	0,0%	zmienne	7,5%	3,6%	0
	BEST	BST1226	13,5	101,80	0,0%	zmienne	6,5%	2,6%	72
	BEST	KRI1128	30,0	101,03	-0,5%	zmienne	7,7%	3,8%	26
	INDOS	INS0127	15,0	100,80	0,0%	zmienne	8,1%	4,2%	0
	INDOS	INS0228	10,0	102,99	0,5%	zmienne	7,1%	3,2%	80
	INDOS	INS0529	15,0	101,02		zmienne	7,8%	3,9%	1 322
	INDOS	INS0628	21,0	103,00	0,0%	zmienne	6,8%	3,0%	133
	KRUK	KR10228	50,0	103,20	-0,3%	zmienne	6,3%	2,4%	192
	KRUK	KR10627	50,0	101,70	-0,3%	zmienne	5,9%	2,1%	376
	KRUK	KR11029	75,0	102,08	-0,4%	zmienne	6,2%	2,4%	379
	KRUK	KR20229	70,0	103,60	-0,8%	zmienne	6,6%	2,7%	459
	KRUK	KRU0129	120,0	105,44	-0,4%	zmienne	6,4%	2,5%	53
	KRUK	KRU0226	20,0	99,68	-0,1%	stałe	6,5%	2,5%	84
	KRUK	KRU0227	50,0	102,69	0,7%	zmienne	4,7%	0,8%	162
	KRUK	KRU0228	245,0	102,00	0,0%	zmienne	6,1%	2,2%	0
	KRUK	KRU0231	100,0	103,40	0,8%	zmienne	5,9%	2,0%	865
	KRUK	KRU0626	70,0	99,50	0,1%	stałe	5,2%	1,6%	695
	KRUK	KRU0627	330,0	102,50	-0,7%	zmienne	5,9%	2,0%	266
	KRUK	KRU0628	50,0	104,50	0,9%	zmienne	5,9%	2,0%	274
	KRUK	KRU0632	400,0	102,50	0,5%	zmienne	6,4%	2,5%	23
	KRUK	KRU0726	65,0	99,77	0,4%	stałe	4,5%	1,0%	820
	KRUK	KRU0731	100,0	101,94	0,4%	zmienne	6,1%	2,3%	847
	KRUK	KRU0827	60,0	102,30	0,6%	zmienne	5,7%	1,8%	521
	KRUK	KRU0828	75,0	105,16	1,1%	zmienne	5,7%	1,9%	482
	KRUK	KRU1028	90,0	105,96	0,7%	zmienne	5,5%	1,6%	853
	KRUK	KRU1029	450,0	113,00	0,0%	zmienne	4,8%	0,9%	0
	KRUK	KRU1127	35,0	104,00	0,0%	zmienne	5,7%	1,8%	67
	KRUK	KRU1130	125,0	102,28	-0,2%	zmienne	6,3%	2,5%	2 925
	KRUK	KRU1226	50,0	101,60	0,2%	zmienne	5,6%	1,7%	211
	PRAGMAGO	PRF0127	25,0	101,50	-0,3%	zmienne	7,5%	3,7%	239
	PRAGMAGO	PRF0326	12,0	100,20	0,0%	zmienne	8,3%	4,4%	215
	PRAGMAGO	PRF0327	25,0	101,80	-0,1%	zmienne	7,4%	3,5%	228
	PRAGMAGO	PRF0429	50,0	100,40	-0,1%	zmienne	7,1%	3,2%	388
	PRAGMAGO	PRF0626	10,0	100,50	0,5%	zmienne	6,8%	3,0%	216
	PRAGMAGO	PRF0627	30,0	101,95	0,6%	zmienne	7,3%	3,5%	495
	PRAGMAGO	PRF0628	50,0	101,24	0,1%	zmienne	7,6%	3,7%	1 676
	PRAGMAGO	PRF0727	35,0	101,47	0,1%	zmienne	7,4%	3,5%	402
	PRAGMAGO	PRF0927	30,0	100,60	-0,2%	zmienne	7,0%	3,1%	726
	PRAGMAGO	PRF1026	12,8	101,60	0,3%	zmienne	5,9%	2,0%	101

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	Typ kuponu	YTM / Float yield	Z-Spread / Zero - DM	Obroty 1M [tys.]
Wierzytelności	PRAGMAGO	PRF1028	30,0	100,60	0,0%	zmienne	7,4%	3,5%	1 142
	PRAGMAGO	PRF1126	20,0	101,00	-0,8%	zmienne	8,0%	4,2%	278
	PRAGMAGO	PRF1228	35,0	100,90	0,0%	zmienne	7,0%	3,2%	302
	VINDEXUS	VIN0327	16,3	102,97	0,5%	zmienne	6,8%	3,0%	94
	VINDEXUS	VIN0628	21,0	102,00	-0,4%	zmienne	7,3%	3,4%	262
	VINDEXUS	VIN0727	10,0	102,96	-0,3%	zmienne	6,7%	2,9%	95



## Nota prawna

Prezentowany komentarz został przygotowany w Wydziale Inwestycji Własnych NWAi Dom Maklerski S.A. Przedstawiany materiał został opracowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja zawierania jakichkolwiek transakcji, nie stanowi jakiegokolwiek porady inwestycyjnej, prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, że jakakolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Inwestor wykorzystuje informacje zawarte w niniejszym materiale na własne ryzyko i odpowiedzialność.

Wszelkie prawa autorskie związane z niniejszym materiałem przysługują wyłącznie NWAi Dom Maklerski S.A. („**NWAi**”) i nie może on być w całości ani w części kopiowany, rozpowszechniany udostępniany lub wykorzystywany przez jakikolwiek inny podmiot bez uprzedniej pisemnej zgody NWAi w innym celu niż promocja usług świadczonych przez NWAi.

Niniejszy materiał jest publikacją handlową w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, **wobec czego komentarz ten nie został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.** Informacje zawarte w materiale są wyłącznie wyrazem wiedzy i poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia. Informacje zawarte w materiale pochodzą z publicznie dostępnych źródeł, które NWAi uznaje za wiarygodne, przy czym NWAi w żaden sposób nie może zagwarantować, że są one kompletne i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przy sporządzaniu materiału NWAi działa z należytą starannością oraz rzetelnością. NWAi oraz jego organy zarządcze, organy nadzorcze, i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za działania lub zaniechania klienta lub innego inwestora podjęte na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych ani za skutki finansowe i niefinansowe powstałe w wyniku wykorzystania niniejszego materiału lub zawartych w nim informacji. Uważa się, że każdy kto przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie mu tego materiału wyraża zgodę na treść powyższych zastrzeżeń.

Niniejszy materiał został sporządzony w celu udostępnienia klientom NWAi, a także może być udostępniany innym osobom zainteresowanym w celu promocji usług świadczonych przez NWAi. Niniejszy materiał nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania po stronie NWAi.

NWAi informuje, że obligacje przedstawione w niniejszym materiale mogą stanowić przedmiot inwestycji NWAi.

NWAi Dom Maklerski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Nowy Świat 64, 00-357 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000304374, NIP: 5252423576, REGON: 141338474, kapitał zakładowy 1.746.583 zł opłacony w całości, jest firmą inwestycyjną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 722 z późn. zm.). Zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej przez NWAi zostało wydane w dniu 31 lipca 2009 roku przez Komisję Nadzoru Finansowego, będącą organem nadzoru nad NWAi.

## DEFINICJE I METODOLOGIA

### Obligacje stałokuponowe

Z-spread

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

Oznaczenia: C to wartość kuponu, P- cena brudna obligacji,  $\phi$  - Z-spread, zaś stopa WIBOR związana jest z czynnikiem dyskontowym ZT relacją:

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

YTM liczony jest zgodnie z formułą XIRR, według wzoru:

$$P = \sum_{j=1}^n \frac{C_j}{(1 + YTM)^{\frac{T(j)}{365}}} + \frac{100}{(1 + YTM)^{\frac{T(n)}{365}}}$$

### Obligacje zmiennokuponowe

Float yield

Wielkość **Zero-Discount Margin** powiększona o obecną wartość stawki **WIBOR**.

Gdzie

Zero Discount Margin

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

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

$W(T_{j-1}, T_j)$  – oznacza terminową stopę Wibor pomiędzy dwoma terminami  $T_{j-1}$  a  $T_j$ ,  $\gamma$  – Zero Discount Margin. Zero Discount Margin uwzględnia kształt krzywej stóp procentowych zarówno w czynniku dyskontowym jak i ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).

**W praktyce, Zero Discount Margin pokazuje premię ponad WIBOR, która wynika z obecnej ceny rynkowej.**

**Siła wpływu na rynek**

Obrót jednomiesięczny pomnożony przez zmianę kursu. Podana wartość jest znormalizowana: dla najbardziej wpływowej obligacji wynosi ona 100, a reszta papierów jest do niej odnoszona.

**Obroty miesięczne**

Liczone przez zsumowanie dziennych obrotów dla papierów, które pozostały w obrocie na koniec miesiąca.