



## Never ending stories

Umieszczenie w ramy tego raportu treści jego wydania sprzed miesiąca nie stanowiłaby zapewne zbyt dużego wykroczenia. Patrząc z góry niemal nic się nie zmieniło: znów greckie zawiłości i niepewności, znów przewidywanie co zrobi FOMC, znów na rynku karty rozdają przede wszystkim emocje. Nudy. Sytuacja wygląda jednak nieco ciekawiej patrząc na rynki z bliska.

### Grzegorz Balcerski

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

### Adrianna Kocięda

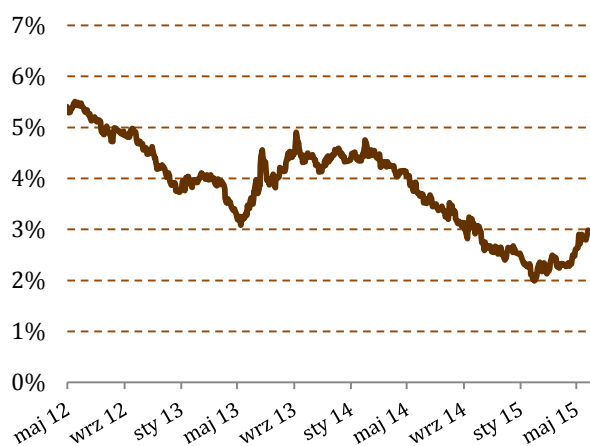
Analityk  
adrianna.kocieda@nwai.pl  
tel: 22 201 97 66

## Polska – potencjał dalszych wzrostów rentowności

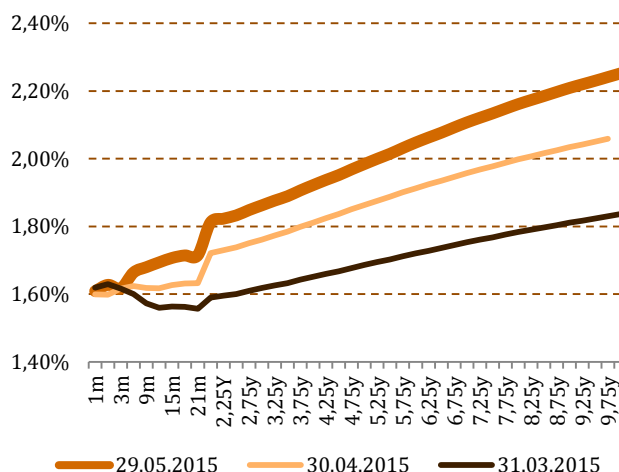
Niewątpliwie wydarzeniem miesiąca w Polsce były wybory prezydenckie i towarzysząca im kampania wyborcza, które stanowią także grę wstępą pod zaplanowane na jesień wybory parlamentarne. Dość zaskakujące rezultaty pierwszej, jak i drugiej tury wyborów mogą stanowić zapowiedź przetasowań na polskiej scenie politycznej, co rzecz jasna zwiększa ryzyko polityczne i nieco uwrażliwia inwestorów, przede wszystkim zza granicy Polski. Należy równocześnie pamiętać o dwubiegunowej naturze ryzyka, tzn. oprócz „odstraszenia” inwestorów niesie za sobą także szansę na wejście w rynek w odpowiednim momencie, gdyż jak wiadomo nie od dziś, duże znaczenie dla notowań instrumentów finansowych mają panujące na rynku emocje. Zmienność była widoczna na rentownościach polskich 10-latek, które zaczęły miesiąc w okolicach 2,65% a zakończyły blisko poziom 3,0%, często zmieniając swój nastrój. Obecny poziom rentowności polskich 10-latek, mimo że wydaje się stosunkowo atrakcyjny, to jednak ma przed sobą dalszy potencjał wzrostu (choćby w myśl zasady: „Trend is your friend”). W zachowaniu polskich skarbówek w odniesieniu do poziomu stopy referencyjnej NBP można doszukać się pewnych analogii do roku 2013, co wskazywałoby na możliwość dotarcia w okolice 3,7%/3,8%, zwłaszcza, że niedoszacowane mogą być prognozy PKB i inflacji na kolejne lata.

Jeżeli chodzi o odczyty fundamentalne to w większości przypadków miały one pozytywny wydźwięk. Szczególną uwagę zwrócić należy na zrewidowany aż o 0,3 pp. w górę (w porównaniu do pierwotnych prognoz) odczyt PKB dla Polski za 1Q, który przez rok urósł o 3,6% (nie korygowany sezonowo). W kwietniu stopa bezrobocia spadła do 11,2% (z 11,7% w marcu), co można (częściowo) powiązać z rozpoczęciem okresu

**Rentowność 10-letnich Polskich obligacji skarbowych**



**Spotowa krzywa stóp procentowych**



prac sezonowych. Na tle tych danych negatywnie prezentowały się dane kwietniowej produkcji przemysłowej (+2,3% r/r wobec oczekiwanych +6%) i sprzedaży detalicznej (-1,5% wobec oczekiwanych +1,1%). Oprócz czynników wewnętrznych na nasz rynek wpływ miały także czynniki egzogeniczne, o których w kolejnych akapitach.

## Stany Zjednoczone

Jedną z dwóch niekończących się opowieści od lat intrygujących rynki finansowe na całym Świecie jest temat podwyżek stóp w USA, których na darmo szukać aż 9 lat wstecz! Praktycznie przy okazji każdego posiedzenia FOMC'u inwestorzy z uwagą śledzili intrygujące wiersze pisane przez jego przedstawicieli, i na ich podstawie próbowali prognozować (lub bardziej prorokować) kiedy nastąpi normalizacja polityki monetarnej w USA, niejednokrotnie zmieniając swoje nastawienie uzależnione od „cierpliwości” FED'u.

Ostatnio natomiast można odnieść wrażenie, że większą ich uwagę przyciągają dane fundamentalne. A na początku maja dane te nie rozpieszczały. Dane z rynku pracy za kwiecień wypadły gorzej aniżeli oczekiwano (zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym 223k. vs oczekiwane 225k., zmiana zatrudnienia w sektorze prywatnym 213k. vs oczekiwane 223k.). Pewien niepokój w Stanach Zjednoczonych budzi stosunkowo słaby popyt wewnętrzny, bez którego może być trudno o szybkie osiągnięcie pożądanego poziomu inflacji, co oczywiście ma wpływ na działania i decyzje FED'u w kontekście podwyżek stóp. Uosobieniem tego niepokoju jest odczyt danych o sprzedaży detalicznej (0% m/m vs oczekiwane +0,3%). W tym miejscu należy zadać sobie pytanie, czy czynniki które tłumiły gospodarkę USA w IQ 2015 r. będą ciężać gospodarce także w dalszej części roku? O ile na początku roku rozwojowi widocznie przeszkadzała niesprzyjająca pogoda oraz mocny dolar o tyle kwietniowe dane zasiały nieco więcej zwątpienia w odbicie. Raport o sprzedaży zdaje się być dobrym odzwierciedleniem nastrojów konsumenckich Amerykanów, martwić mógł więc fakt, że nie odnotował on poprawy mimo naprawdę sprzyjających ku temu powodów (od dłuższego czasu poprawa na rynku pracy, spadek ceny ropy, niskie stopy procentowe, czy rekordowe wyceny na giełdzie). Bez popytu wewnętrznego próżno szukać będzie wzrostu inflacji, której odczyt z połowy maja wskazywał na niższą niż się spodziewano dynamikę (inflacja bazowa PPI +0,8% vs oczekiwane +1,1%, ujemna dynamika cen eksportu i importu w kwietniu, inflacja bazowa CPI 1,8% vs oczekiwane +1,7%), a bez wyraźnej poprawy inflacji i dobrej kondycji rynku pracy nie doczekamy się podwyżek stóp, co najmniej w tym roku. Mimo okresowo pojawiających się symptomów wskazujących na normalizację polityki monetarnej w USA konkretnego terminu wciąż nie widać. Kolejną dozę domysłów i spekulacji w ramiona inwestorów na pewno wrzuci zaplanowane na 16-17 czerwca posiedzenie FOMC i konferencja Janet Yellen.

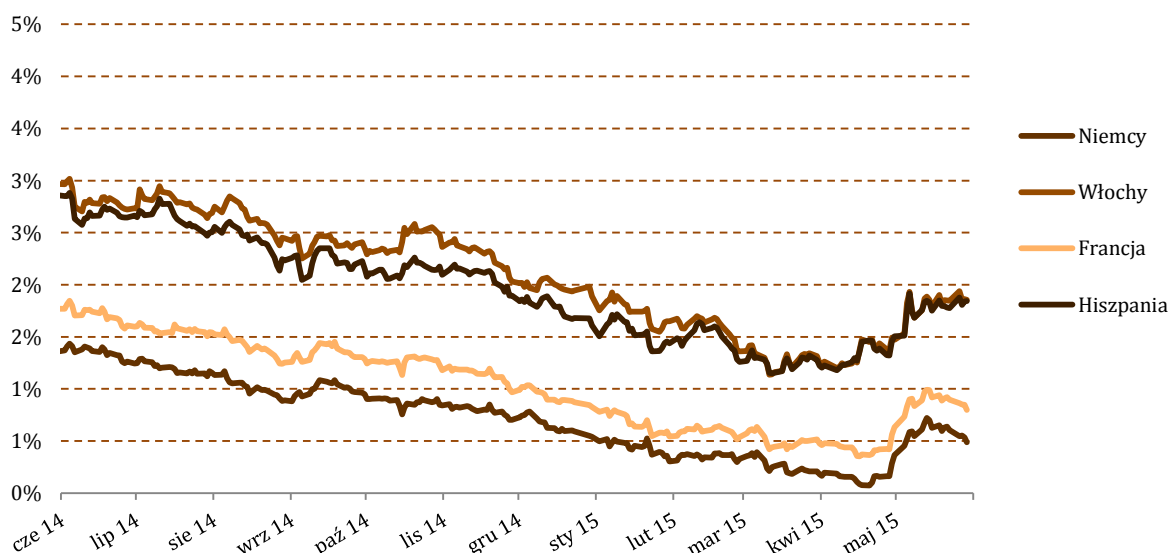
## Strefa Euro

Kolejną sagę z długim stażem stanowią negocjacje Grecji z Trojką (już nawet nie ma sensu wymyślać kreatywnych nazw, takich jak „grecka tragedia” etc., gdyż odczuć można porządne nasycenie rynku taką terminologią, nie wspominając już o temacie). Dziś już wiadomo, że tak bacznie wyczekiwana i komentowana sprawa spłaty zaplanowanej na 5 czerwca spłaty raty do MFW w wysokości ponad 300 mln euro została przeniesiona na koniec półrocza wraz z pozostałymi przypadającymi na czerwiec płatnościami do tej instytucji (łącznie niemal 1,6 mln euro). Wg strony greckiej sytuacja taka w żadnym wypadku nie jest precedensowa – przecież 30 lat temu tak samo postąpiła Zambia... Dzięki takiemu rozwiązaniu czekają nas „pasjonujące” tygodnie negocjacji, zapewne analogiczne do poprzednich. A w nich najczęstszym komentarzem decydentów, zwłaszcza ze strony wierzycieli było i (można obstawić w ciemno) będzie zdanie typu: „w negocjacjach posunęliśmy się do przodu, ale do ostatecznego porozumienia wciąż daleko i przed nami dużo pracy”. Z przeciwnej strony słychać, że propozycje Troiki są nie do przyjęcia dla Greków. I tak od miesięcy. Zdaje się

zatem, że śmiało można postawić pieniądze, że jeżeli dojdzie do jakiegoś prawdziwego przełomu to na sam koniec czerwca. A jaki będzie jego wydzźwięk? Nie wróżmy z fusów – zobaczymy.

Abstrahując od tematu Grecji, zgodnie z wypowiedziami Europejskiego Banku Centralnego, realizacja skupu aktywów QE przeprowadzana jest zgodnie z planem i bez komplikacji, a obawy o podaż obligacji jest bezpodstawną. Co więcej zapowiedziano także zwiększenie skupu aktywów w maju i czerwcu, co ma na celu uniknięcie problemów z wakacyjną płynnością. Bądź co bądź drukowanie pieniędzy znajduje swoje odbicie z danych makro dla strefy euro, gdzie obserwować można lekką poprawę. Indeks PMI dla przemysłu za maj wyniósł 52,2 (poprzednio 52,0), dla usług było to 53,8 (54,1), kwietniowa inflacja konsumencka (bazowa HICP) wypadła lepiej niż oczekiwano (+0,7% wobec prognoz +0,6%), podobnie dane o sprzedaży detalicznej za kwiecień (+2,2% r/r vs oczekiwane +2,0%). Słabiej prezentowały się ostatnie dane o inflacji produkcyjnej w kwietniu (-2,2% r/r vs oczekiwane -2%).

### Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych



## Rynek polskich obligacji korporacyjnych

W maju w większości sektorów, na które podzieleni są emitenci obligacji notowanych na Catalyst, obserwowaliśmy wzrosty Discount Margin (9 na 16 sektorów). Najbardziej „spektakularnie” prezentował się wzrost percepcji ryzyka kredytowego dla branży Pożyczek, której mediana DM wzrosła aż o 7,45 pp. w porównaniu do poprzedniego miesiąca i obecnie stanowi najbardziej ryzykowny sektor wśród wszystkich notowanych na Catalyst. Winowajcami takiego stanu rzeczy są serie Ferratum CP (FRR0615) i IPF Investments Poland (IPF0615), których spadek notowań przełożył się na wzrosty DM do ok. 25% (koniec maja). W czerwcu IPF z powodzeniem uplasował 200-milionową emisję, zapewne w celu refinansowania wygasającej w tym miesiącu serii. Wykup papierów Ferratum CP także zaplanowany jest na czerwiec.

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	9 425,86	5,28%	↑ 0,10%	3,52%	↑ 0,00%	↓ -0,22%
Budownictwo	115,54	6,38%	↑ 0,27%	4,62%	↑ 0,17%	↓ -0,07%
Chemia	317,16	5,75%	↑ 0,09%	4,00%	↓ -0,01%	↑ 0,22%
Deweloperzy komercyjni	2 285,80	6,03%	↓ -0,05%	4,27%	↓ -0,15%	↓ -0,23%
Deweloperzy mieszkaniowi	982,57	5,35%	↑ 0,08%	3,59%	↓ -0,01%	↑ 0,41%
Fundusz	311,39	5,95%	↑ 0,01%	4,19%	↓ -0,09%	↓ -1,81%
IT	383,21	5,52%	↓ -0,49%	3,76%	↓ -0,58%	↓ -0,09%
Paliwa, Gaz Energia	9 250,00	2,57%	↑ 0,12%	0,81%	↑ 0,02%	⇒ 0,00%
Pożyczki	246,44	15,02%	↑ 7,45%	13,26%	↑ 7,35%	↑ 0,11%
Przemysł drzewny	143,30	6,26%	↑ 1,10%	4,50%	↑ 1,00%	↑ 2,11%
Retail	370,61	6,24%	↓ -2,52%	4,48%	↓ -2,62%	↑ 1,45%
Sieć medyczna	193,69	6,48%	↓ -0,11%	4,72%	↓ -0,21%	↑ 1,22%
Telekomunikacja	1 038,00	4,90%	↓ -0,02%	3,14%	↓ -0,12%	↑ 0,31%
Usługi finansowe	290,56	6,53%	↓ -0,07%	4,77%	↓ -0,17%	↓ -0,15%
Wierzytelności	1 131,93	5,55%	↑ 0,03%	3,79%	↓ -0,12%	↓ -0,26%
Inne	1 440,70	5,45%	↓ -0,03%	3,69%	↓ -0,13%	↓ -1,13%

Patrząc po DM najwięcej zdołał „zyskać” sektor Retail. Discount Margin dla niego zmniejszył się o 2,52 pp. w porównaniu do kwietnia, kiedy to handel detaliczny postrzegany był jako najryzykowniejsza branża. Wciąż ciężą mu nisko oceniane przez rynek papiery Czerwonej Torebki z DM na poziomie 47%. Na koniec maja notowane były po 73 procent nominału (+2,7% m/m).

Największą średnią zmianę notowań (in plus) w porównaniu do kwietnia odnotował dług Fabryki Konstrukcji Drewnianych, której obie notowane na Catalyst emisje drożały o ok. 8%, co stawia je w ścisłej czołówce w tym zestawieniu za maj. Warto wspomnieć, że seria FKO0615 staje się wymagalna z dniem 13 czerwca br. W ubiegłym miesiącu najbardziej podrożały obligacje Instalexport’u (+11,2% m/m). Na początku czerwca spółka podała informację o spełnieniu jednego z warunków, którego spełnienie jest wymagane do sprzedaży działki, z której to transakcji pozyskane mają być środki na spłatę zapadających w październiku obligacji.

Tab. 2. Największe obroty

Emitent	Seria	Obrót 3m	
		Obrót 1m [mln PLN]	[mln PLN]
MULTIMEDIA POLSKA	MMP0520	14,6	34,3
PKN ORLEN	PKN0418	9,3	15,5
ALIOR BANK	ALR0924	5,1	22,6
PKN ORLEN	PKN1117	4,3	7,5
KRUK	KRU0517	4,2	4,3
BZ WBK	BZW1216	4,1	6,4
PKN ORLEN	PKN0517	3,5	4,5
ECHO INVESTMENT	ECH0716	3,2	3,3
ECHO INVESTMENT	ECH0318	2,9	8,2
PKN ORLEN	PKN0617	2,6	4,1

W maju na Catalyst zadebiutowało 14 nowych serii obligacji, największy debiut dotyczył 5-letnich obligacje Enei – do obrotu trafiły papiery o wartości 1 mld PLN. Do większych debiutów zaliczyć należy także emisje Alior Banku i WB Electronics o nominałach odpowiednio 193 i 80 mln PLN.

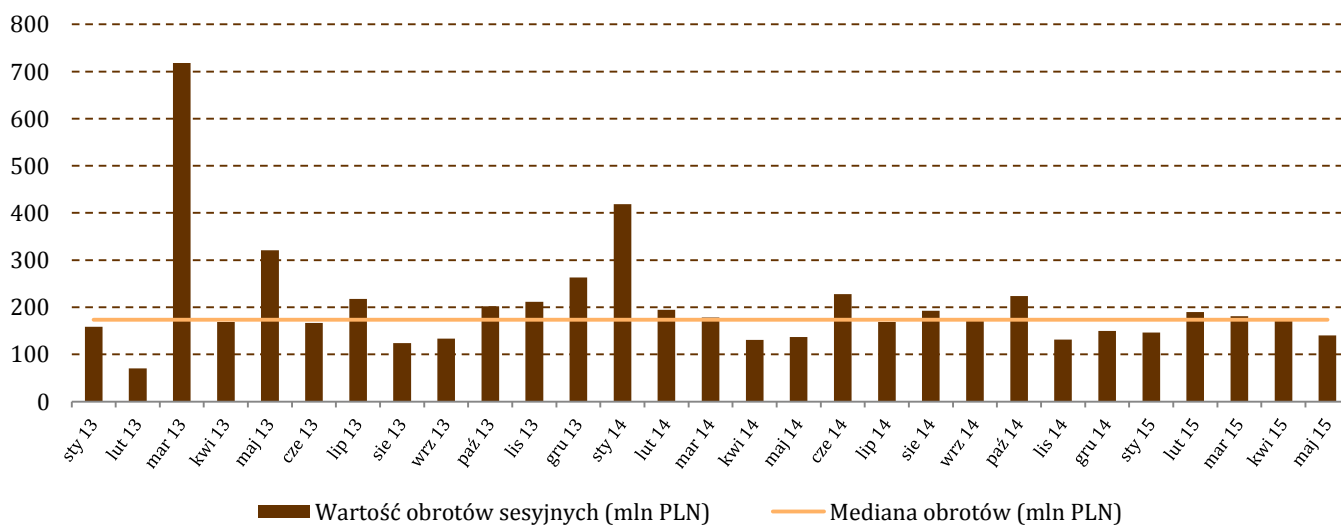
Na przełomie maja i czerwca największy polski windykatork Kruk SA uplasował emisję 13,4 mln PLN skierowaną do inwestorów detalicznych, choć oferował on papiery o łącznej wartości nominalnej 20 mln PLN. Jest to przymiarka emitenta do obligacji stałokuponowych (4,5% w skali roku) o stosunkowo długim terminie zapadalności (5 lat), co potencjalnie może tłumaczyć niedostateczny popyt ze strony inwestorów indywidualnych. W tym samym czasie 50 mln PLN pozyskał Ghelamco Invest oferujący 4-letnie obligacje płaćące co pół roku WIBOR6M + 4%. Także inny deweloper – Capital Park, uplasował 35-milionową ofertę (3-letnie papiery z kuponem WIBOR3M + 4,3%).

**Tab. 3. Debiuty**

Emitent	Seria	Data debiutu	Wartość emisji (mln PLN)
ENEA	ENA0220	2015-05-15	1 000,0
ALIOR BANK	ALR0321	2015-05-21	193,0
WB ELECTRONICS	WBE1117	2015-05-04	80,0
KREDYT INKASO	KRI1018	2015-05-29	69,0
GETIN NOBLE BANK	GNO0320	2015-05-22	50,0
DEVELOPRES	DVR0318	2015-05-26	15,0
CAPITAL PARK	CAP0318	2015-05-08	11,1
PRAGMA FAKTORING	PRF0418	2015-05-22	10,0
EGB INVESTMENTS	EGB0118	2015-05-18	10,0
KERDOS GROUP	KRS0318	2015-05-20	10,0
DAYLI POLSKA	DAY0916	2015-05-28	5,0
MIKROKASA	MKR1016	2015-05-06	2,4
KANCELARIA MEDIUS	KME0916	2015-05-19	2,3
POLBRAND	PBD1017	2015-05-05	1,6

Na koniec maja na GPW notowanych było 535 serii obligacji wyemitowanych przez 199 podmiotów, których łączna wartość wynosiła 589,8 mln PLN. Pomimo regularnego wzrostu wartości emisji na polskim rynku obligacji niepokojąco obniżają się obroty. W ubiegłym miesiącu osiągnęły one poziom 140,2 mln zł, co jest rezultatem najniższym od pół roku. Wynik ten jest o ponad 33 mln PLN niższy od mediany liczonej od początku 2013r.

### Wartość obrotów sesyjnych



Spośród notowanych obligacji w najbliższych trzech miesiącach zapada 20 serii obligacji (większość w czerwcu) o łącznej wartości nominalnej ok. 472 mln zł. W okresie tym zapada także kilka serii, których ryzyko niedotrzymania warunków wykupu oceniane jest przez rynek jako wysokie. Uwagę zwrócić warto na zapadającą w czerwcu emisję PTI (na koniec maja notowana po 90% nominału) oraz lipcowe wykupy serii

wyemitowanych przez Grupę Emmerson i E-Kancelarię. Wykup papierów przez Grupę Emmerson może wymusić sprzedaż jej aktywów. W przypadku E-Kancelarii w połowie maja sąd ogłosił jej upadłość układową. Propozycje układowe spółki zakładają brak wcześniej postulowanego umorzenia wierzytelności, konwersję połowy zobowiązań spółki z tytułu obligacji na akcje emitenta (cena emisyjna 0,1 PLN, obecnie notowane po 0,03 PLN) oraz zamiana pozostałych na niezabezpieczone obligacje na okaziciela (7-letnie papiery z rocznym kuponem WIBOR1Y + 1,32%).

**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-Discount spread</b>	<b>Discount Margin</b>	<b>Zero Discount Margin</b>
<b>Czerwiec</b>								
FABRYKA KONSTRUKCJI DREW.	FKD0615	2015-06-13	1,5	98,0	2,6%	0,9%	-	-
PCC ROKITA	PCR0615	2015-06-18	20,0	100,1	3,7%	2,1%	-	-
INVISTA	INV0615	2015-06-18	3,9	99,3	-	-	19,4%	17,6%
FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0615	2015-06-18	10,4	99,0	-	-	24,8%	23,1%
ROBYG	ROB0615	2015-06-20	10,0	100,1	-	-	3,5%	1,8%
PTI	PTI0615	2015-06-22	4,0	90,0	-	-	168,5%	166,8%
MIKROKASA	MKR0615	2015-06-23	1,3	99,5	-	-	15,0%	13,3%
GINO ROSSI	GRI0615	2015-06-26	20,0	99,5	-	-	14,0%	12,3%
ALIOR BANK	ALR0615	2015-06-29	146,7	100,0	-	-	2,9%	1,1%
BBF	BBF0615	2015-06-29	2,7	100,0	9,5%	7,6%	-	-
KLEBA INVEST	KIN0615	2015-06-30	2,6	98,8	22,6%	20,3%	-	-
IPF INVESTMENTS POLSKA	IPP0615	2015-06-30	200,0	100,5	-	-	27,7%	25,9%
PCZ	PCZ0615	2015-06-30	8,0	99,0	-	-	17,9%	16,2%
<b>Lipiec</b>								
CAPITAL PARK	CAP0715	2015-07-09	10,0	100,2	-	-	4,8%	3,0%
GRUPA EMMERSON	GEM0715	2015-07-10	0,9	89,0	141,3%	121,3%	-	-
E-KANCELARIA	EKA0715	2015-07-11	1,5	68,0	-	-	390,6%	388,8%
MYSŁAW	MYS0715	2015-07-25	1,4	102,2	-3,5%	-5,2%	-	-
<b>Sierpień</b>								
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE0815	2015-08-08	10,0	103,5	-	-	-10,6%	-12,4%
RAPORT	RAP0815	2015-08-13	15,0	100,4	-	-	4,9%	3,1%
EUROCENT	ERC0815	2015-08-30	2,0	100,2	8,7%	6,9%	-	-

Tab. 5. Zmiany kursów

Emitent	Seria	Kurs			
		29.05.2015	Zmiana 1m	Zmiana 3m	Zmiana 6m
<b>Największe wzrosty</b>					
INSTALEXPORT	INE1015	94,5	↑ 11,18%	↑ 0,54%	↓ -1,56%
FABRYKA KONSTRUKCJI DREWNIANYCH	FKD0615	98	↑ 8,89%	⇒ 0,00%	↓ -2,97%
FABRYKA KONSTRUKCJI DREWNIANYCH	FKD0516	95	↑ 7,95%	↓ -3,36%	↓ -6,31%
PCZ	PCZ0416	100	↑ 7,78%	↑ 1,01%	↓ -0,20%
WŁODARZEWSKA	WLO0516	83,45	↑ 5,63%	↑ 4,18%	↓ -10,75%
PRIME MINERALS SPÓŁKA AKCYJNA	CCA0216	100	↑ 5,27%	↑ 3,20%	↑ 1,52%
LZMO	LZM1116	96,74	↑ 3,91%	↓ -1,49%	↓ -1,79%
POLKAP	SFK1215	97,34	↑ 3,44%	↑ 1,39%	↓ -1,81%
PCZ	PCZ0117	94	↑ 3,30%	↓ -4,52%	↓ -6,23%
PRÓCHNIK	PRC1215	98,99	↑ 3,11%	↓ -1,99%	↓ -1,99%
<b>Największe spadki</b>					
UBOAT - LINE	UBT0915	2,9	↓ -67,42%	↓ -67,42%	↓ -96,28%
PTI	PTI1115	55,01	↓ -31,24%	↓ -44,99%	↓ -45,48%
VENITI	VNT0316	82	↓ -10,77%	↓ -18,57%	↓ -17,98%
MEXPOL	MPL0316	85	↓ -9,57%	↓ -16,54%	↓ -15,84%
KANCELARIA MEDIUS	KME0416	95	↓ -6,40%	↓ -6,13%	↓ -6,08%
RANK PROGRESS	RNK0616	92	↓ -4,17%	↓ -4,75%	↓ -5,64%
BLUE TAX GROUP	BTG1215	96,3	↓ -3,69%	↓ -3,69%	↓ -3,69%
PTI	PTI0615	90	↓ -2,49%	↓ -10,45%	↓ -10,67%
E-KANCELARIA	EKA1215	39	↓ -2,48%	↑ 5,41%	↓ -54,44%
VINDEXUS	VIN1116	101	↓ -2,04%	↓ -4,27%	↓ -3,44%

Tab. 6. Najwyższe rentowności

Emitent	Seria	Discount Margin	Zero Discount Margin	Notowanie 2015-05-29
UBOAT - LINE	UBT0915	2904,0%	2902,1%	2,9
E-KANCELARIA	EKA0715	390,6%	388,8%	68
E-KANCELARIA	EKA1215	249,6%	247,8%	39
PTI	PTI1115	193,1%	191,4%	55,01
PTI	PTI0615	168,5%	166,8%	90
E-KANCELARIA	EKK1215	50,1%	48,3%	80
CZERWONA TOREBKA SA	CZT0416	47,0%	45,3%	72,9
E-KANCELARIA	EKA1016	36,0%	34,3%	71
E-KANCELARIA	EKA0916	32,3%	30,6%	74,9
MEXPOL	MPL0316	29,5%	27,8%	85
Emitent	Seria	YTM	Z-spread	Notowanie 2015-05-29
E-KANCELARIA	EKA1115	196,1%	120,9%	64,8
GRUPA EMMERSON	GEM0715	141,3%	121,3%	89
E-KANCELARIA	EKA0616	68,2%	57,0%	64
E-KANCELARIA	EKA0816	48,4%	39,7%	69,8
E-KANCELARIA	EKA1015	43,1%	48,0%	90
VENITI	VNT0316	40,3%	33,5%	82

Tab. 6. Podsumowanie notowanych serii

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	ALIOR BANK	ALR0321	193,0	103,5	bd	-	-	4,5%	2,8%
	ALIOR BANK	ALR0416	180,0	100,9	0,0%	-	-	2,1%	0,4%
	ALIOR BANK	ALR0615	146,7	100,0	0,0%	-	-	2,9%	1,1%
	ALIOR BANK	ALR0924	321,7	102,0	0,8%	-	-	4,6%	2,9%
	BANK MILLENNIUM	MIL0317	500,0	101,2	0,3%	-	-	2,5%	0,7%
	BANK MILLENNIUM	MIL1015	250,0	101,3	0,0%	-	-	-0,2%	-1,9%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOD0521	100,0	102,8	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOG0222	100,0	102,4	0,0%	-	-	4,4%	2,7%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOS0724	150,0	102,0	0,0%	-	-	3,8%	2,0%
	BANK POCZTOWY	BPO0721	47,3	101,6	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
	BANK POCZTOWY	BPO1022	50,0	103,0	0,0%	-	-	4,7%	3,0%
	BANK POCZTOWY	BPO1216	147,9	100,7	0,0%	-	-	2,8%	1,0%
	BZ WBK	BZW0717	475,0	101,2	0,0%	-	-	2,2%	0,4%
	BZ WBK	BZW1216	500,0	101,5	0,3%	-	-	2,0%	0,2%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0218	241,6	100,0	-0,3%	-	-	5,5%	3,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0220	75,0	96,1	-0,5%	-	-	5,8%	4,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0221	100,0	97,0	0,7%	-	-	5,4%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0318	160,0	99,3	0,5%	-	-	5,5%	3,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0320	69,4	96,2	-0,8%	-	-	5,7%	4,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0321	80,0	96,0	0,0%	-	-	5,6%	3,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0418	40,0	99,0	-0,7%	-	-	5,6%	3,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0420	45,0	96,8	-1,1%	-	-	5,6%	3,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0421	81,6	96,0	-1,2%	-	-	5,5%	3,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0518	37,3	100,0	0,0%	-	-	5,3%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0617	350,0	100,8	-0,2%	-	-	2,5%	0,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0618	250,0	100,0	-1,0%	-	-	5,7%	3,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0620	42,7	96,3	-0,3%	-	-	5,6%	3,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0717	65,0	100,0	0,0%	-	-	3,5%	1,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0720	148,6	96,0	-1,5%	-	-	5,7%	3,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0817	35,0	100,0	0,0%	-	-	5,2%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0819	172,0	98,5	-0,9%	-	-	5,7%	3,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0820	65,0	96,8	-0,9%	-	-	5,5%	3,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0917	50,0	99,5	-0,5%	-	-	5,4%	3,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0919	18,0	99,0	-0,9%	-	-	5,6%	3,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1017	45,0	100,0	0,1%	-	-	5,2%	3,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1019	40,0	98,5	-0,3%	-	-	5,7%	3,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1020	35,0	97,3	-0,2%	-	-	5,3%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1119	40,0	98,0	0,3%	-	-	5,7%	3,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1120	50,0	96,0	-1,5%	-	-	5,6%	3,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1217	100,0	100,0	0,0%	-	-	3,5%	1,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1219	40,6	98,0	0,0%	-	-	5,8%	4,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1220	24,2	97,0	0,0%	-	-	5,1%	3,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNF0618	40,0	100,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNO0320	50,0	100,0	bd	4,0%	4,6%	-	-
	GETIN NOBLE BANK	GNO0917	20,0	99,8	-0,4%	-	-	5,3%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNO1120	40,4	97,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%

Banki



	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1217	565,0	100,0	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1219	300,0	100,0	0,0%	-	-	2,5%	0,7%
	mBANK	MBK1223	500,0	103,0	0,0%	-	-	3,6%	1,8%
	MERITUM BANK	MRT0421	67,2	104,0	-1,0%	-	-	6,7%	4,9%
	MERITUM BANK	MRT1022	80,0	102,0	0,0%	-	-	5,5%	3,7%
	PKO BP	PKO0922	1600,7	102,5	0,0%	-	-	3,0%	1,2%
	RAIFFEISEN BANK POLSKA	RBP1117	500,0	100,2	0,0%	-	-	3,0%	1,3%
Budownictwo	ERBUD	ERB0318	52,0	101,2	0,0%	-	-	4,3%	2,5%
	MIRBUD	MRB0717	25,4	100,0	0,0%	-	-	6,7%	5,0%
	TRAKCJA PRKII	TRJ1215	3,0	100,0	-0,1%	-	-	6,4%	4,6%
	TRAKCJA PRKiI	TRK1215	29,5	101,5	0,0%	-	-	2,9%	1,1%
	UNISERV-PIECBUD	PCB1015	5,6	99,3	-0,2%	-	-	9,9%	8,2%
Chemia	CIECH	CI21217	160,0	105,5	0,0%	-	-	4,3%	2,6%
	PCC CONSUMER PRODUCTS KOSMET	KOS0516	4,2	101,0	0,4%	5,6%	3,8%	-	-
	PCC CONSUMER PRODUCTS KOSMET	KOS1117	3,0	101,9	0,5%	5,1%	3,2%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0416	25,0	102,9	bd	4,0%	2,2%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0419	22,0	102,7	bd	4,7%	2,5%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0517	25,0	103,9	bd	4,7%	2,8%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0615	20,0	100,1	bd	3,7%	2,1%	-	-
	PCC ROKITA	PCR1019	25,0	102,3	bd	4,9%	2,7%	-	-
	WRATISLAVIA-BIO	WRA1116	33,0	100,0	0,0%	-	-	7,2%	5,4%
Deweloperzy komercyjni	BBI DEVELOPMENT	BBI0216	22,0	101,5	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0217	53,0	101,0	-0,6%	-	-	7,0%	5,3%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0218	35,0	100,0	-1,0%	-	-	6,8%	5,0%
	CAPITAL PARK	CAP0318	11,1	100,0	bd	-	-	6,0%	4,3%
	CAPITAL PARK	CAP0617	35,0	100,0	0,4%	-	-	7,2%	5,4%
	CAPITAL PARK	CAP0715	10,0	100,2	0,3%	-	-	4,8%	3,0%
	CAPITAL PARK	CAP0917	20,0	100,4	0,1%	-	-	6,8%	5,0%
	CAPITAL PARK	CAP1217	53,9	99,0	0,0%	-	-	6,4%	4,7%
	ECHO INVESTMENT	ECH0219	100,0	101,5	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
	ECHO INVESTMENT	ECH0318	75,0	101,8	bd	-	-	4,2%	2,4%
	ECHO INVESTMENT	ECH0417	200,0	103,4	0,0%	-	-	3,7%	1,9%
	ECHO INVESTMENT	ECH0418	50,0	102,0	bd	-	-	4,1%	2,4%
	ECHO INVESTMENT	ECH0519	70,5	100,0	0,0%	-	-	5,3%	3,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0616	50,0	101,0	bd	-	-	4,1%	2,3%
	ECHO INVESTMENT	ECH0618	80,0	102,0	0,0%	-	-	4,5%	2,8%
	ECHO INVESTMENT	ECH0716	25,0	100,7	bd	-	-	3,9%	2,2%
	GHELAMCO INVEST	GHC0718	30,8	100,0	0,0%	-	-	6,7%	5,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE0118	114,5	101,0	0,0%	-	-	6,3%	4,6%
	GHELAMCO INVEST	GHE0418	27,2	100,8	0,0%	-	-	5,9%	4,1%
	GHELAMCO INVEST	GHE0619	50,0	98,4	bd	-	-	5,7%	4,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE0716	20,0	101,5	0,0%	-	-	5,3%	3,6%
	GHELAMCO INVEST	GHE0718	120,4	100,0	-1,0%	-	-	6,8%	5,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE0816	9,2	99,5	0,0%	-	-	6,2%	4,4%
	GHELAMCO INVEST	GHE1116	6,5	100,0	0,0%	-	-	5,7%	3,9%
	GHELAMCO INVEST	GHE1117	37,8	100,0	-0,7%	-	-	7,2%	5,4%
	GHELAMCO INVEST	GHI0718	30,0	100,0	-0,2%	-	-	6,3%	4,5%

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
GHELAMCO INVEST	GHJ0718	30,0	99,2	0,2%	-	-	6,5%	4,8%
GHELAMCO INVEST	GHK0718	11,2	100,8	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
GTC	GTC0319	200,0	100,3	-0,1%	-	-	6,1%	4,4%
GTC	GTC0418	294,2	99,7	0,0%	-	-	5,8%	4,1%
HB REAVIS FINANCE PL	HBR1117	111,0	101,0	0,0%	-	-	5,2%	3,5%
KLEBA INVEST	KIN0615	2,6	98,8	-1,1%	22,6%	20,3%	-	-
POZNAŃSKA 37 SPV	POA0117	15,6	108,9	0,0%	2,1%	0,1%	-	-
POZNAŃSKA 37 SPV	POB0117	34,4	108,0	0,0%	2,6%	0,7%	-	-
RANK PROGRESS	RNK0616	130,8	92,0	-4,2%	-	-	15,7%	14,0%
WARIMPEX	WXB0316	63,1	99,6	0,0%	-	-	9,0%	7,3%
WARIMPEX	WXF0218	9,0	106,0	0,0%	-	-	5,3%	3,6%
WARIMPEX	WXF0316	24,0	105,2	0,0%	-1,4%	-3,2%	-	-
WARIMPEX	WXF1016	15,0	100,0	0,0%	3,8%	1,8%	-	-
WARIMPEX	WXF1017	8,0	100,0	0,0%	-	-	8,1%	6,3%
ATAL	ATL0616	30,0	100,2	-0,3%	-	-	4,8%	3,0%
ATAL	ATL1015	7,9	102,0	0,0%	-	-	0,0%	-1,7%
ATAL	ATL1016	17,6	102,7	0,0%	-	-	4,6%	2,9%
DEVELOPRES	DVR0318	15,0	100,0	bd	-	-	6,7%	5,0%
DOM DEVELOPMENT	DOM0217	120,0	104,2	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
DOM DEVELOPMENT	DOM0318	50,0	101,7	0,0%	-	-	3,7%	2,0%
ED invest S.A.	EDI1116	6,6	100,3	0,3%	-	-	6,4%	4,7%
GRUPA EMMERSON	GEM0715	0,9	89,0	1,1%	141,3%	121,3%	-	-
INSTALEXPORT	INE1015	5,4	94,5	11,2%	-	-	23,3%	21,5%
LC CORP	LCC0619	50,0	102,5	0,0%	-	-	4,6%	2,8%
LC CORP	LCC1018	50,0	102,6	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
LOKUM DEWELOPER	LKD1017	30,0	99,9	-0,3%	-	-	5,6%	3,8%
MAK DOM	MKD0317	5,5	100,0	0,0%	-	-	6,5%	4,7%
MURAPOL	MUL1116	18,6	100,0	-0,4%	-	-	6,8%	5,0%
MURAPOL	MUR0816	6,7	100,9	-0,1%	-	-	6,5%	4,7%
MURAPOL	MUR1115	5,4	99,5	-0,5%	-	-	8,5%	6,7%
MURAPOL	MUR1116	8,9	101,3	0,4%	-	-	6,4%	4,7%
NORDIC DEVELOPMENT	NOR1016	22,0	108,5	0,0%	5,2%	3,3%	-	-
POLNORD	PND0217	50,0	100,4	-0,3%	-	-	5,8%	4,0%
ROBYG	ROB0218	45,0	105,1	0,0%	-	-	3,8%	2,1%
ROBYG	ROB0615	10,0	100,1	0,0%	-	-	3,5%	1,8%
ROBYG	ROB0616	90,0	103,0	0,0%	-	-	3,3%	1,6%
ROBYG	ROB1216	35,0	100,8	0,0%	-	-	4,7%	2,9%
ROBYG	ROG0218	15,0	101,0	-1,3%	-	-	5,3%	3,6%
RONSON EUROPE	RON0119	10,0	99,0	-1,4%	-	-	2,7%	0,9%
RONSON EUROPE	RON0218	5,0	102,0	0,0%	-	-	5,8%	4,0%
RONSON EUROPE	RON0518	28,0	99,6	0,1%	-	-	5,4%	3,6%
RONSON EUROPE	RON0616	23,6	101,5	0,0%	-	-	4,7%	3,0%
RONSON EUROPE	RON0617	83,5	102,5	0,0%	-	-	4,2%	2,4%
RONSON EUROPE	RON0716	9,3	102,5	0,0%	-	-	4,0%	2,2%
UNIBEP	UNI0516	11,0	102,2	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
UNIDEVELOPMENT	UND0317	20,0	103,0	3,0%	-	-	4,9%	3,2%
VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0617	23,5	100,2	0,1%	-	-	5,9%	4,1%

Deweloperzy mieszkaniowi

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0618	13,3	100,0	-1,0%	-	-	6,8%	5,0%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0816	20,0	100,3	-1,2%	-	-	6,9%	5,1%
	VICTORIA DOM	VDM0217	18,1	100,0	0,0%	-	-	7,6%	5,8%
	WŁODARZEWSKA	WLD0516	4,6	94,0	0,0%	-	-	15,9%	14,1%
	WŁODARZEWSKA	WLO0516	17,5	83,5	5,6%	-	-	29,3%	27,6%
Fundusze	BBF	BBF0615	2,7	100,0	0,0%	9,5%	7,6%	-	-
	BEST II NS FIZ	BS20118	40,0	100,5	0,5%	-	-	5,9%	4,2%
	BEST III NS FIZ	BS30616	21,1	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM0416	3,5	99,5	0,0%	10,5%	8,8%	-	-
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM0915	2,0	100,0	1,1%	9,1%	7,3%	-	-
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM1216	4,4	100,0	1,0%	10,3%	8,6%	-	-
	IIF	IIF1115	2,5	100,3	0,1%	-	-	6,6%	4,8%
	INVISTA	INV0615	3,9	99,3	0,3%	-	-	19,4%	17,6%
	INVISTA	INV1215	0,9	98,9	-1,1%	-	-	9,9%	8,2%
	KREDYT INKASO I NS FIZ	KI10517	50,0	99,9	0,0%	-	-	5,6%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI0318	50,0	100,0	0,0%	-	-	5,6%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI0416	36,0	100,8	0,0%	-	-	5,1%	3,3%
	MCI MANAGEMENT	MCI0616	18,8	100,9	0,0%	-	-	5,3%	3,5%
	MCI MANAGEMENT	MCI1017	31,0	100,0	0,0%	-	-	5,6%	3,8%
	MCI MANAGEMENT	MCI1216	30,0	101,0	-0,8%	-	-	5,5%	3,8%
PTI	PTI0615	4,0	90,0	-2,5%	-	-	168,5%	166,8%	
PTI	PTI0816	4,0	92,0	0,0%	-	-	15,3%	13,5%	
PTI	PTI1115	6,7	55,0	-31,2%	-	-	193,1%	191,4%	
IT	AB	ABE0819	100,0	100,0	0,0%	-	-	3,4%	1,6%
	ACTION	ACT0717	100,0	100,9	0,0%	-	-	2,7%	1,0%
	COMP	CMP0717	36,0	100,0	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	CUBE. ITG	CTG0417	3,5	99,9	0,1%	-	-	8,0%	6,3%
	HUSSAR GRUPPA	HGR0517	1,7	98,8	-0,6%	9,1%	7,1%	-	-
	SMT	SMT0917	7,0	101,1	0,3%	-	-	5,9%	4,2%
	SYGNIITY	SGN1217	40,0	100,0	0,0%	-	-	9,0%	7,3%
	WB ELECTRONICS	WBE1117	80,0	100,7	bd	-	-	5,1%	3,3%
	WIND MOBILE	WMO0317	15,0	101,5	-0,5%	-	-	6,7%	4,9%
Inne	2C PARTNERS	2CP0317	3,0	101,1	0,2%	9,3%	7,2%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0416	4,2	101,3	1,2%	8,6%	6,6%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0517	2,0	101,0	1,0%	8,7%	6,6%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0316	2,1	101,5	1,3%	8,2%	5,9%	-	-
	AmRest Holdings SE	AMR0618	140,0	100,6	0,0%	-	-	3,9%	2,2%
	AmRest Holdings SE	AMR0919	140,0	101,4	0,0%	-	-	3,5%	1,8%
	DAYLI POLSKA	DAY0916	5,0	100,0	bd	8,6%	6,6%	-	-
	EKOPALIWA CHEŁM	EPC0716	6,5	100,5	-0,5%	14,8%	13,4%	-	-
	ELEMENTAL HOLDING	EMT1017	26,0	100,0	0,0%	-	-	4,2%	2,5%
	ELEMENTAL HOLDING	EMT1019	24,0	100,0	0,0%	-	-	4,3%	2,6%
	EMPIK	EMF1117	128,8	90,5	1,7%	-	-	14,4%	12,6%
	GNB AUTO PLAN	GNA0725	193,6	100,0	0,0%	-	-	-15,2%	2,0%
	GRANIT-COLOR	GRA0816	7,4	103,5	0,9%	6,4%	4,6%	-	-
	INTEGER.PL	ITG0617	30,0	100,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	INTEGER.PL	ITG0918	60,0	100,0	0,0%	-	-	5,7%	4,0%

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	0,0%	-	-	4,7%	3,0%
INTEGER.PL	ITG1219	15,0	100,5	0,5%	-	-	5,8%	4,1%
IVOPOL	IVO0616	2,4	98,4	-0,6%	-	-	11,4%	9,5%
KERDOS GROUP	KRS0316	3,0	100,0	-0,3%	8,1%	6,1%	-	-
KERDOS GROUP	KRS0318	10,0	100,0	bd	8,2%	6,1%	-	-
KERDOS GROUP	KRS0416	3,0	99,5	-0,1%	8,7%	7,9%	-	-
KERDOS GROUP	KRS0516	2,0	100,6	1,1%	7,5%	5,5%	-	-
KERDOS GROUP	KRS1217	13,2	96,0	1,1%	10,3%	8,0%	-	-
LZMO	LZM1116	6,1	96,7	3,9%	4,0%	2,2%	-	-
MEDORT	MDR1016	25,9	100,5	0,0%	-	-	6,7%	4,9%
MEXPOL	MPL0316	1,6	85,0	-9,6%	-	-	29,5%	27,8%
MW TRADE	MWD0216	10,0	99,5	-0,5%	-	-	6,8%	5,1%
MW TRADE	MWD0316	10,0	100,5	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
MW TRADE	MWD1115	6,0	100,5	0,5%	-	-	5,2%	3,5%
MW TRADE	MWT0216	30,0	100,0	-0,6%	-	-	6,1%	4,3%
MW TRADE	MWT0316	30,0	100,0	-0,1%	-	-	6,0%	4,2%
MW TRADE	MWT0416	25,0	100,5	0,0%	-	-	5,4%	3,7%
MW TRADE	MWT0417	15,0	100,9	-0,1%	-	-	5,2%	3,4%
MW TRADE	MWT0616	15,0	100,5	0,5%	-	-	5,6%	3,8%
MW TRADE	MWT1115	34,0	100,6	0,5%	-	-	4,9%	3,2%
MW TRADE	MWT1215	10,0	100,9	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
MYSŁAW	MYS0715	1,4	102,2	0,0%	-3,5%	-5,2%	-	-
NOVAVIS	NVV1217	3,0	108,0	2,7%	4,7%	2,8%	-	-
OT LOGISTICS	OTS0217	30,0	102,0	0,4%	-	-	4,5%	2,8%
OT LOGISTICS	OTS1118	100,0	102,8	0,3%	-	-	4,8%	3,0%
PCC AUTOCHEM	AUT0217	3,0	103,3	1,7%	4,7%	2,8%	-	-
POLBRAND	PBD0116	12,6	99,0	1,9%	13,0%	10,7%	-	-
POLBRAND	PBD0616	3,9	95,0	2,2%	14,7%	4,6%	-	-
POLBRAND	PBD1017	1,6	97,9	bd	10,3%	8,1%	-	-
POLKAP	SFK1215	1,4	97,3	3,4%	-	-	12,8%	11,1%
PRIME MINERALS SPÓŁKA AKCYJNA	CCA0216	0,8	100,0	5,3%	9,2%	7,2%	-	-
QUALITY ALL DEVELOPMENT	QLT1115	1,7	98,0	0,0%	-	-	13,5%	11,7%
REGIS	RGS0717	8,4	100,0	0,0%	-	-	6,7%	5,0%
ROBINSON EUROPE	RBS1017	1,0	90,0	0,0%	-	-	13,6%	11,9%
UBOAT - LINE	UBT0915	5,0	2,9	-67,4%	-	-	2904,0%	2902,1%
VENITI	VNT0316	0,4	82,0	-10,8%	40,3%	33,5%	-	-
WORK SERVICE	WSE0717	25,0	102,2	1,0%	-	-	6,0%	4,3%
WORK SERVICE	WSE1016	55,0	103,2	0,2%	-	-	4,3%	2,5%
WSIP	WSP0918	131,9	100,0	0,0%	-	-	4,3%	2,6%
Paliwa, Gaz, Energia	ENEA	ENA0220	1000,0	100,0	bd	-	2,6%	0,9%
	ENERGA	ENG1019	1000,0	102,6	bd	-	2,6%	0,9%
	PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA	PGE0618	1000,0	100,0	0,0%	-	2,5%	0,7%
	PGNiG	PGN0617	2500,0	101,4	0,0%	-	2,3%	0,6%
	PKN ORLEN	PK11117	100,0	100,9	bd	-	2,7%	0,9%
	PKN ORLEN	PKN0219	1000,0	103,2	0,0%	-	2,5%	0,7%
	PKN ORLEN	PKN0418	200,0	101,2	bd	-	2,6%	0,9%
PKN ORLEN	PKN0420	100,0	107,0	bd	3,4%	1,1%	-	-

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin	
			[mln PLN]	Kurs						
	PKN ORLEN	PKN0517	200,0	101,8	bd	-	-	2,3%	0,6%	
	PKN ORLEN	PKN0617	200,0	101,7	bd	-	-	2,4%	0,7%	
	PKN ORLEN	PKN1117	200,0	101,3	bd	-	-	2,6%	0,8%	
	TAURON POLSKA ENERGIA	TPE1119	1750,0	100,2	0,0%	-	-	2,6%	0,8%	
Pożyczki	EUROCENT	ERC0815	2,0	100,2	1,0%	8,7%	6,9%	-	-	
	EUROCENT	ERC0916	2,0	100,3	0,6%	8,5%	6,6%	-	-	
	FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0517	20,5	103,5	0,7%	-	-	6,3%	4,5%	
	FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0615	10,4	99,0	-1,0%	-	-	24,8%	23,1%	
	IPF INVESTMENTS POLSKA	IPP0615	200,0	100,5	-0,6%	-	-	27,7%	25,9%	
	MIKROKASA	MKR0615	1,3	99,5	-0,7%	-	-	15,0%	13,3%	
	MIKROKASA	MKR0916	2,0	100,3	1,3%	9,1%	7,1%	-	-	
	MIKROKASA	MKR1016	2,4	99,3	bd	9,9%	7,9%	-	-	
	MIKROKASA	MKR1115	1,8	100,0	0,0%	-	-	8,7%	6,9%	
	MIKROKASA	MKR1116	2,0	99,5	0,5%	9,4%	7,4%	-	-	
	WIERZYCIEL	WRL0516	2,0	97,9	-0,6%	11,8%	9,9%	-	-	
Przemysł drzewny	FABRYKA KONSTRUKCJI DREWNIANYCH	FKD0516	3,0	95,0	8,0%	15,2%	12,8%	-	-	
	FABRYKA KONSTRUKCJI DREWNIANYCH	FKD0615	1,5	98,0	8,9%	2,6%	0,9%	-	-	
	KLON	KLN0217	2,5	100,0	0,0%	-	-	7,2%	5,4%	
	KLON	KLN1115	4,0	100,2	0,0%	-	-	7,8%	6,0%	
	MERA	MER0616	12,3	100,3	0,0%	-	-	7,2%	5,4%	
	PAGED	PGD0817	49,0	100,0	0,0%	-	-	5,1%	3,4%	
	PAGED	PGD0818	21,0	100,0	0,0%	-	-	5,3%	3,6%	
	POZBUD T&R	POZ0219	50,0	100,6	0,0%	-	-	4,1%	2,3%	
Retail	CCC	CCC0619	210,0	100,0	0,0%	-	-	3,2%	1,5%	
	Czerwona Torebka Spółka Akcyjna	CZT0416	14,6	72,9	2,7%	-	-	47,0%	45,3%	
	EUROCASH	EUH0618	140,0	97,5	0,0%	-	-	4,1%	2,3%	
	PRÓCHNIK	PRC1215	6,0	99,0	3,1%	-	-	8,4%	6,6%	
	GINO ROSSI	GRI0615	20,0	99,5	-0,2%	-	-	14,0%	12,3%	
	GINO ROSSI	GRI0616	15,0	102,7	0,0%	-	-	5,1%	3,3%	
Sieć medyczna	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0317	20,0	100,0	0,0%	-	-	5,1%	3,3%	
	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0718	40,0	100,0	0,0%	-	-	6,5%	4,7%	
	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0916	40,0	102,6	0,0%	-	-	4,1%	2,4%	
	PCZ	PCZ0117	10,0	94,0	3,3%	12,9%	10,7%	-	-	
	PCZ	PCZ0416	10,7	100,0	7,8%	9,3%	8,4%	-	-	
	PCZ	PCZ0615	8,0	99,0	-0,2%	-	-	17,9%	16,2%	
	PCZ	PCZ0617	10,0	93,0	-1,1%	13,2%	11,2%	-	-	
	PCZ	PCZ0916	10,0	94,3	3,1%	-	-	11,9%	10,2%	
	PCZ	PCZ1015	13,0	99,0	2,6%	10,9%	9,0%	-	-	
	PCZ	PCZ1117	10,0	95,3	-0,7%	11,9%	8,8%	-	-	
	VOXEL	VOL0716	10,0	100,2	0,2%	-	-	6,0%	4,3%	
	VOXEL	VOX0716	12,0	99,4	-0,4%	-	-	7,2%	5,5%	
TMT	MULTIMEDIA POLSKA	MMP0520	1038,0	100,4	0,3%	-	-	4,9%	3,1%	
Usługi finansowe	ABS INVESTMENT	AIN0717	1,0	100,0	0,0%	8,4%	6,6%	-	-	
	AOW FAKTORING	AOW0317	5,0	100,5	0,0%	-	-	6,4%	4,7%	
	AOW FAKTORING	AOW0416	5,0	100,0	0,0%	-	-	6,6%	4,9%	
	AOW FAKTORING	AOW0517	5,0	101,0	-0,2%	-	-	6,2%	4,4%	

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin	
		[mln PLN]	Kurs						
BLUE TAX GROUP	BTG1215	0,5	96,3	-3,7%	16,1%	13,7%	-	-	
COPERNICUS SECURITIES	CRS0416	5,0	96,0	-1,0%	-	-	14,0%	12,3%	
GPW	GPW0117	245,0	100,5	0,0%	-	-	2,6%	0,8%	
LEASING-EXPERTS	LEX0616	3,0	94,5	1,6%	-	-	14,8%	13,0%	
LEASING-EXPERTS	LEX0916	5,0	97,5	0,0%	10,9%	8,7%	-	-	
PRAGMA INWESTYCJE	PIN1016	10,0	101,5	0,5%	-	-	5,1%	3,4%	
SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	4,1	98,0	1,0%	-	-	11,9%	10,2%	
WDB BU	WDB0915	2,0	99,9	0,0%	8,8%	7,0%	-	-	
Wierzytelności	BEST	BST0319	35,0	99,5	bd	-	-	5,2%	3,4%
	BEST	BST0320	20,0	100,7	bd	-	-	5,1%	3,3%
	BEST	BST0418	45,0	100,0	bd	-	-	5,5%	3,8%
	BEST	BST0516	39,0	100,6	-0,4%	-	-	5,7%	3,9%
	BEST	BST1018	50,0	100,8	bd	5,8%	3,8%	-	-
	CASUS FINANSE	CAS1117	24,0	101,5	0,4%	-	-	6,3%	4,5%
	CASUS FINANSE	CAS1216	9,7	100,0	0,2%	-	-	6,6%	4,9%
	DEBT TRADING PARTNERS BIS	DTP0816	10,0	100,5	-0,4%	-	-	5,7%	4,0%
	EGB INVESTMENTS	EGB0118	10,0	97,0	bd	-	-	8,0%	6,3%
	EGB INVESTMENTS	EGB1217	10,0	102,4	0,0%	-	-	6,7%	4,9%
	E-KANCELARIA	EKA0616	2,3	64,0	0,0%	68,2%	57,0%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA0715	1,5	68,0	0,0%	-	-	390,6%	388,8%
	E-KANCELARIA	EKA0816	2,8	69,8	0,0%	48,4%	39,7%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA0916	1,0	74,9	0,0%	-	-	32,3%	30,6%
	E-KANCELARIA	EKA1015	2,1	90,0	0,0%	43,1%	48,0%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA1016	2,3	71,0	0,0%	-	-	36,0%	34,3%
	E-KANCELARIA	EKA1115	3,6	64,8	0,0%	196,1%	120,9%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA1215	4,2	39,0	-2,5%	-	-	249,6%	247,8%
	E-KANCELARIA	EKK1016	1,8	82,0	0,0%	-	-	23,4%	21,6%
	E-KANCELARIA	EKK1215	1,0	80,0	0,0%	-	-	50,1%	48,3%
	FAST FINANCE	FFI0116	7,8	96,0	-2,0%	-	-	15,3%	13,6%
	FAST FINANCE	FFI0916	3,9	98,6	-1,5%	-	-	9,8%	8,0%
	FAST FINANCE	FFI1116	8,6	97,0	-1,5%	-	-	10,9%	9,1%
	INDOS	INS1017	6,0	100,2	-0,6%	8,5%	6,4%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0416	1,1	95,0	-6,4%	5,8%	3,8%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0916	2,3	97,9	bd	11,6%	9,3%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME1015	2,0	100,0	0,0%	8,9%	6,9%	-	-
	KREDYT INKASO	KR20116	5,0	100,3	-0,2%	-	-	6,6%	4,9%
	KREDYT INKASO	KRI0116	35,0	100,0	-0,5%	-	-	7,1%	5,4%
	KREDYT INKASO	KRI0118	17,0	101,8	0,0%	-	-	5,4%	3,7%
	KREDYT INKASO	KRI0416	15,0	100,0	0,0%	-	-	7,7%	5,9%
	KREDYT INKASO	KRI0717	53,0	101,0	-1,7%	-	-	5,4%	3,7%
KREDYT INKASO	KRI0916	30,0	106,0	0,0%	-	-	2,5%	0,8%	
KREDYT INKASO	KRI1018	69,0	100,0	bd	-	-	5,3%	3,6%	
KREDYT INKASO	KRI1216	18,0	103,7	0,0%	-	-	5,2%	3,4%	
KRUK	KRU0316	96,0	102,5	0,0%	-	-	2,9%	1,2%	
KRUK	KRU0317	60,0	104,5	-0,5%	-	-	3,6%	1,8%	
KRUK	KRU0517	60,0	104,0	-1,1%	-	-	3,8%	2,0%	
KRUK	KRU0618	15,0	104,8	0,0%	-	-	4,5%	2,8%	

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
KRUK	KRU0818	50,0	106,0	1,0%	-	-	4,2%	2,5%
KRUK	KRU1018	40,0	108,9	2,7%	-	-	3,4%	1,7%
KRUK	KRU1116	30,0	103,8	0,5%	-	-	3,5%	1,8%
KRUK	KRU1216	40,0	104,0	-0,6%	-	-	3,6%	1,8%
KRUK	KRU1217	15,0	103,5	bd	-	-	6,3%	4,6%
KRUK	KRU1218	10,0	106,0	0,0%	-	-	4,2%	2,4%
KRUK	KRU1220	45,0	104,7	2,6%	-	-	4,1%	2,4%
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE0815	10,0	103,5	0,0%	-	-	-10,6%	-12,4%
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE1117	35,0	100,1	-0,6%	-	-	6,1%	4,3%
PRAGMA FAKTORING	PRF0218	10,0	101,0	0,0%	-	-	5,6%	3,8%
PRAGMA FAKTORING	PRF0418	10,0	100,6	bd	-	-	5,5%	3,7%
PRAGMA FAKTORING	PRF1216	20,0	100,8	-0,2%	-	-	5,7%	3,9%
PRAGMA INKASO	PRI1117	10,0	101,5	0,0%	-	-	5,5%	3,8%
RAPORT	RAP0815	15,0	100,4	0,4%	-	-	4,9%	3,1%
SAF	SAF1115	2,0	99,4	3,0%	10,3%	8,3%	-	-
VINDEXUS	VIN1116	10,0	101,0	-2,0%	-	-	7,2%	5,4%

#### Klauzule

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAI Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAI Dom Maklerski jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAI Dom Maklerski, a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAI Dom Maklerski w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności dane pochodzące ze strony <https://gpwcatalyst.pl/>), jednak NWAI Dom Maklerski nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania rekomendacji były wszelkie informacje na temat spółek oraz ich obligacji, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia.

NWAI Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.

#### DEFINICJE

Obligacje stałokuponowe:

- Z-spread

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

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 terminowej krzywej stóp procentowych.

- Zero Discount Margin

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

gdzie,

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

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