

Mikołaj **Stępień**

36/2025/GPW (90) 28 października 2025

# Przeгляд rynku Catalyst

## – obligacje korporacyjne w III kwartale 2025 r.

**BOŚ** | **DOM MAKLERSKI**

1. Kluczowe informacje / 2
2. Przeгляд rynku Catalyst (obligacje korporacyjne) – ostatnie 3 miesiące / 4
3. Sekcja makroekonomiczna i otoczenie regulacyjne / 9
4. Nowe emisje w IV kw. 2025 r. / 12
5. Nadchodzące wykupy – najbliższe 3 miesiące / 13
6. Nadchodzące istotne wydarzenia – kolejny kwartał / 14
7. Słowniczek / 15

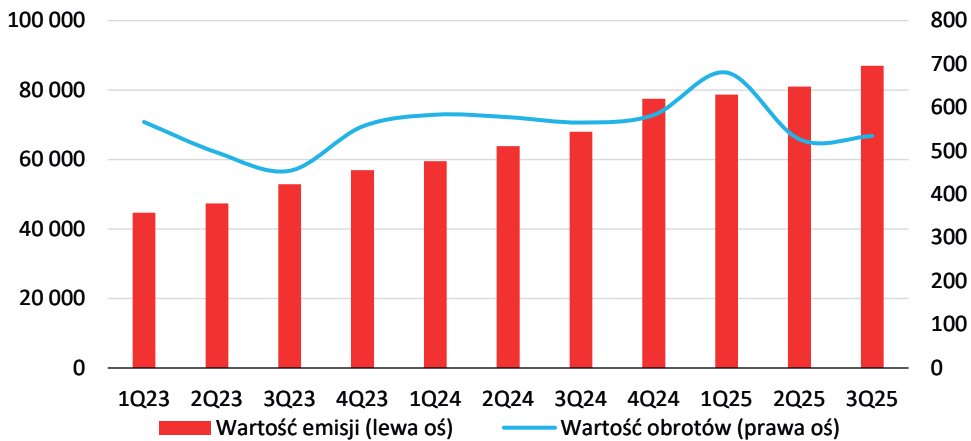


## 1. Kluczowe informacje

W III kw. 2025 r. wartość emisji obligacji korporacyjnych notowanych na Catalyst wzrosła do blisko **87 mld zł (+28% r/r)**, osiągając rekordowy poziom. Obroty na rynku wtórnym ustabilizowały się w ostatnich dwóch kwartałach **w okolicach 530 mln zł kwartalnie**, nieco poniżej szczytu z I kw. 2025 r. Dane wskazują na rosnącą skalę rynku przy stabilizacji jego płynności.

▶ **Rosnąca popularność obligacji korporacyjnych**

Wartość notowanych emisji i wartość obrotów (mln zł)

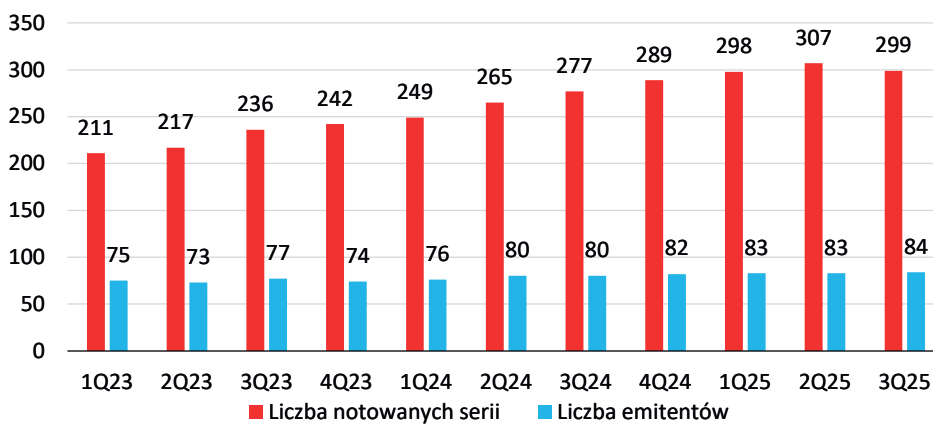


Źródło: GPW, DM BOŚ

W III kw. 2025 r. na Catalyst notowanych było 299 serii obligacji korporacyjnych, **o 8% więcej niż rok wcześniej**. W ujęciu kw./kw. liczba serii spadła z 307 do 299, co oznacza wyhamowanie wcześniejszego trendu wzrostowego. W III kw. 2025 r. przybyło trzech nowych emitentów (Allegro.eu, Zabka Group i JHM Development), natomiast odeszło dwóch (Europejski Bank Inwestycyjny i Vantage Development). Łączna liczba emitentów wzrosła do 84.

▶ **Stabilizacja liczby serii i emitentów**

Liczba notowanych serii i emitentów



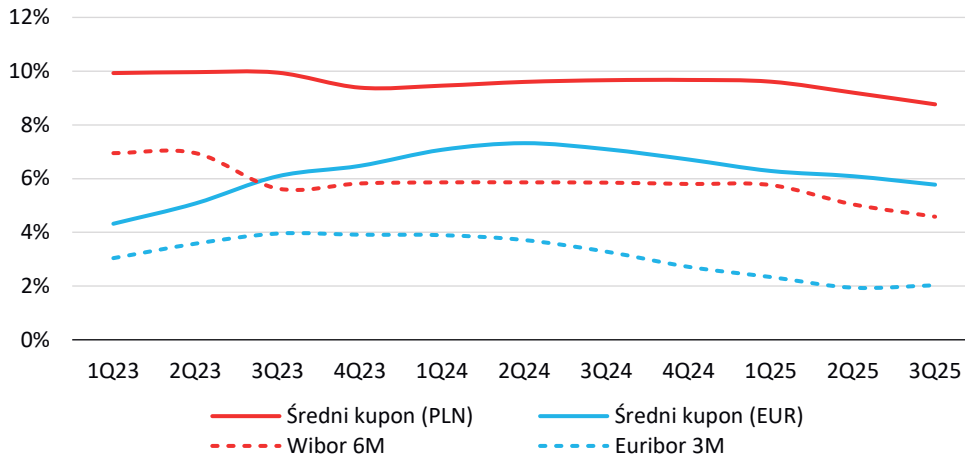
Źródło: GPW, DM BOŚ



W III kw. 2025 r. średni kupon obligacji w PLN **obniżył się do ok. 9%**, odzwierciedlając spadek WIBOR-u 6M. Dla emisji denominowanych w EUR przeciętne oprocentowanie wyniosło ok. 5%, podążając za malejącym Euriborem 3M. **Premia ponad WIBOR pozostaje stabilna na poziomie 4 p.p.**, co wskazuje na niezmienny poziom postrzeganego ryzyka kredytowego, natomiast większa zmienność premii w EUR wynika z ograniczonej liczby serii notowanych w tej walucie.

► **Kupony idą w dół za stopami procentowymi**

#### Średni kupon notowanych obligacji w zależności od waluty emisji



Źródło: GPW, DM BOŚ



## 2. Przegląd rynku Catalyst (obligacje korporacyjne) – ostatnie 3 miesiące

W III kw. 2025 r. najwyższe kupony oferowały emisje spółek BBI Development (12,5%) i VeHis Finanse (11,9%), reprezentujące **sektory nieruchomości i finansowy**. Wysokie stałe oprocentowanie oferowały również obligacje wieczyste mBanku, jednak są one dostępne jedynie dla dużych inwestorów (wartość nominalna wynosi 500 tys. zł). **Branża zdrowia oferowała najniższe kupony**, jednak w III kw. 2025 r. była reprezentowana jedynie przez jedną serię Polskiej Grupy Farmaceutycznej. Aktywność na rynku wtórnym jest zróżnicowana – od emisji praktycznie nie płynnych po serie z obrotami powyżej kilkunastu milionów zł w III kw. 2025 r.

► **Najwyższe kupony w danej branży**

### Emisje o najwyższym kuponie z każdej branży

Emitent	Seria	Branża	Kupon	Oprocentowanie	Bieżąca rentowność (30.09.2025)	Termin wykupu	Zabezpieczenie	Obrót (tys. zł)
BBI DEVELOPMENT	BBI0227	Nieruchomości	12,46%	zmiennie WIBOR 6M + marża 7,75%	11,9%	24.02.2027	brak	524
VEHIS FINANSE	VHI0526	Finanse	11,85%	zmiennie WIBOR 3M + marża 7%	11,6%	28.05.2026	brak	323
MBANK	MBK01PERP-K	Banki	10,63%	stałe 10,63%	10,4%	obligacje wieczyste	brak	517
COGNOR	COG0129	Surowce	9,55%	zmiennie WIBOR 6M + marża 3,7%	9,5%	15.01.2029	brak	434
ANWIM	ANW1126	Energia	9,54%	zmiennie WIBOR 3M + marża 4,65%	9,4%	16.11.2026	brak	283
CYFROWY POLSAT	CPS0130	Telekomunikacja	8,73%	zmiennie WIBOR 6M + marża 3,85%	8,4%	11.01.2030	brak	16 895
INPOST SOCIÉTÉ ANONYME W LUKSE	IPT0627	Przemysł	7,42%	zmiennie WIBOR 6M + marża 2,5%	7,4%	29.06.2027	brak	0
AB	ABE0726	Dobra konsumenckie	7,36%	zmiennie WIBOR 6M + marża 2,5%	7,4%	14.07.2026	brak	0
POLSKA GRUPA FARMACEUTYCZNA	PGF1026	Zdrowie	7,03%	zmiennie WIBOR 3M + marża 2%	7,0%	16.10.2026	brak	0

Źródło: GPW, DM BOŚ

W III kw. 2025 r. najwyższy obrót na Catalyst odnotowały obligacje Cyfrowego Polsatu (16,9 mln zł) i PEKAO (14,7 mln zł). Wysoką aktywność zanotowały też papiery **Ghelamco Invest i MCI Capital**, przy czym relatywna płynność w przypadku MCI była najwyższa w zestawieniu. Wysoka płynność obligacji Ghelamco była częściowo napędzana wcześniejszymi obawami o niewypłacalność spółki, które **ustąpiły po terminowym wykupie papierów** zapadających w III kw. 2025 r.

► **Najpłynniejsze serie**

### Obligacje o największym wolumenie obrotu w III kw. 2025 r.\*

Emitent	Seria	Branża	Obrót (mln zł)	Obrót/ Wartość emisji	Liczba transakcji	Średnia wartość transakcji (tys. zł)
CYFROWY POLSAT	CPS0130	Telekomunikacja	16,9	0,5%	448	37,7
PEKAO	PEO1027	Banki	14,7	1,2%	488	30,2
GHELAMCO INVEST	GHE0327	Nieruchomości	12,0	3,0%	700	17,2
MCI CAPITAL ASI	MCI0728	Finanse	11,9	17,0%	637	18,7
GHELAMCO INVEST	GHE0226	Nieruchomości	10,3	4,3%	824	12,5

\* Z zestawienia wykluczono emisje o bardzo wysokich nominalach.

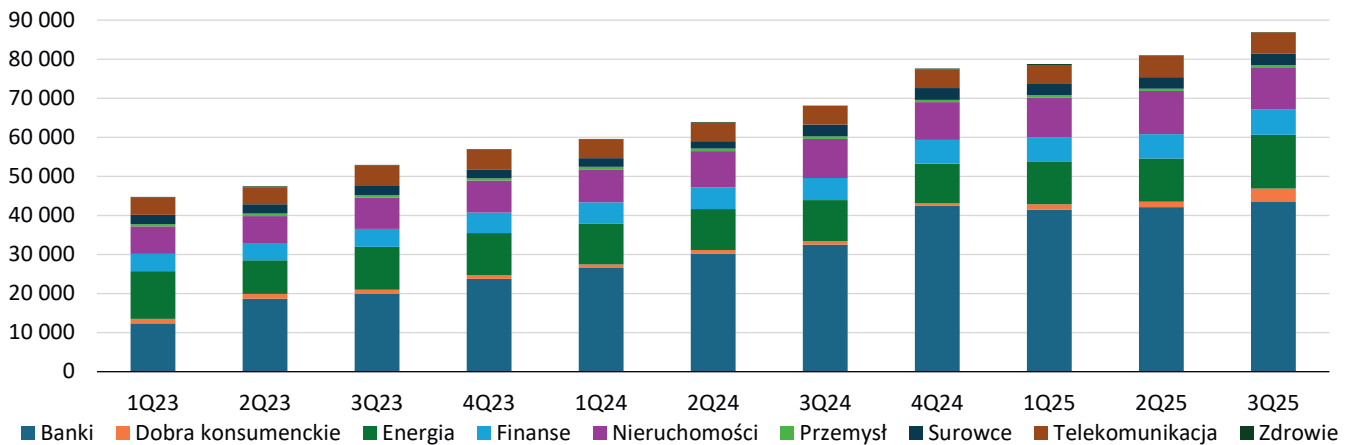
Źródło: GPW, DM BOŚ



W III kw. 2025 r. wartość notowanych emisji obligacji na Catalyst wzrosła do 87 mld zł, **kontynuując trend wzrostowy z poprzednich kwartałów**. Banki utrzymały dominującą pozycję, odpowiadając za blisko połowę rynku. Udział sektorów finansowego i nieruchomości lekko się obniżył, choć pozostaje wysoki w ujęciu historycznym. Największy wzrost udziału odnotowano w ostatnim czasie **w segmencie dóbr konsumenckich**, napędzanym emisjami dużych spółek, takich jak Żabka Group, Benefit Systems czy Allegro.eu, jednak jego znaczenie w strukturze rynku pozostaje wciąż ograniczone.

► **Dominacja banków**

Wartość notowanych emisji w podziale na branże (mln zł)

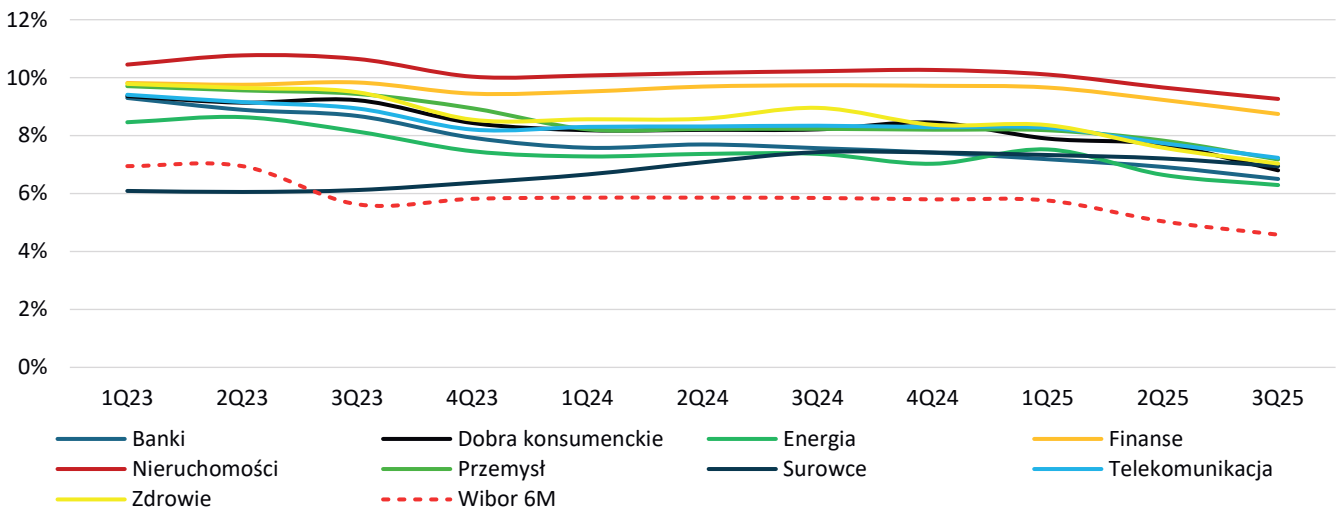


Źródło: GPW, DM BOŚ

W III kw. 2025 r. średni kupon notowanych obligacji w większości sektorów obniżył się, podążając za spadkiem WIBOR 6M. Najwyższe oprocentowanie utrzymują emisje z branż **nieruchomości i finansów**, gdzie przeciętne kupony oscylują wokół poziomu 9%. Najniższe wartości widoczne są w sektorach **bankowym i energetycznym**, co odzwierciedla ich niższy profil ryzyka kredytowego. Średni kupon w sektorze **dóbr konsumenckich** spada relatywnie szybko, co wynika z pojawienia się w ostatnim czasie dużych, wiarygodnych emitentów, takich jak Żabka Group, Benefit Systems czy Allegro.eu.

► **Nieruchomości i finanse płacą najwięcej**

Średni kupon notowanych obligacji w podziale na branże oraz WIBOR 6M



Źródło: GPW, Stooq, DM BOŚ



W III kw. 2025 r. na Catalyst zadebiutowało 21 nowych serii obligacji, głównie o zmiennym oprocentowaniu opartym na **WIBOR 3M lub 6M**. Dominującą walutą emisji pozostaje złoty, a oferty były kierowane zarówno do inwestorów detalicznych, jak i instytucjonalnych. Najczęściej reprezentowanym sektorem był **rynek nieruchomości**, w którym pojawiły się emisje m.in. Cavatina Holding, Marvipol Development i Victoria Dom.

► **Aktywność emisji utrzymuje się na wysokim poziomie**

Największe wartościowo emisje przeprowadziły banki (m.in. BOŚ, PKO BP, Pekao), jednak te emisje skierowane były do inwestorów instytucjonalnych.

Wysoką aktywność odnotowano również w segmencie dóbr konsumenckich – Żabka Group i Allegro.eu uplasowały duże, pięcioletnie emisje o wartości po 1 mld zł każda. Marże nowych emisji wahały się od **1,3% do 6%**, z typowym okresem zapadalności **od 3 do 5 lat**.

#### Debiuty – emisje z ostatnich 3 miesięcy

Emitent	Seria	Branża	Wielkość emisji (mln)	Waluta	Oprocentowanie	Rodzaj inwestora	Tenor (lata)	Zabezpieczenie
ALLEGRO.EU	ALE0630	Dobra konsumenckie	1 000	PLN	zmienne WIBOR 6M + marża 1,3%	detal i instytucje	5	brak
AOW FAKTORING	AOW1028	Finanse	10	PLN	zmienne WIBOR 3M + marża 4,8%	detal i instytucje	3	brak
BOŚ SA	BOS0735-K	Banki	350	PLN	zmienne WIBOR 6M + marża 2,9%	instytucje	10	brak
BANK POCZTOWY	BPO0629	Banki	70	PLN	zmienne WIBOR 6M + marża 2,49%	instytucje	4	brak
BEST	BST0730	Finanse	5	EUR	zmienne EURIBOR 3M + marża 3,8%	detal i instytucje	5	brak
CAVATINA HOLDING	CAV0729	Nieruchomości	50	PLN	zmienne WIBOR 6M + marża 6%	detal i instytucje	4	brak
CAVATINA HOLDING	CAV0929	Nieruchomości	11	EUR	zmienne EURIBOR 6M + marża 6%	detal i instytucje	4	brak
JHM DEVELOPMENT	JHM0629	Nieruchomości	60	PLN	zmienne WIBOR 6M + marża 3,95%	detal i instytucje	4	brak
KRUK	KRU0632	Finanse	400	PLN	zmienne WIBOR 3M + marża 3%	detal i instytucje	7	brak
KRUK	KRU0731	Finanse	100	PLN	zmienne WIBOR 3M + marża 2,7%	detal i instytucje	6	brak
MCI CAPITAL ASI	MCI0728	Finanse	70	PLN	zmienne WIBOR 3M + marża 3,5%	detal i instytucje	3	brak
MARVIPOL DEVELOPMENT	MVP0729	Nieruchomości	80	PLN	zmienne WIBOR 6M + marża 3,9%	detal i instytucje	4	brak
OKAM CAPITAL	OKA0628	Nieruchomości	30	PLN	zmienne WIBOR 3M + marża 3,75%	detal i instytucje	3	brak
ORLEN	ORL0732	Energia	600	EUR	stałe 3,625%	instytucje	7	brak
PEKAO	PE20631	Banki	500	EUR	stałe 3,75%	instytucje	6	brak
PKO BP	PKO0631	Banki	500	EUR	stałe 3,625%	instytucje	6	brak
R.POWER S.A.	RPW0630	Energia	30	EUR	zmienne EURIBOR 6M + marża 3,5%	detal i instytucje	5	brak
7R	SIR0928	Nieruchomości	84	PLN	zmienne WIBOR 6M + marża 4,8%	detal i instytucje	3	brak
INVEST TDJ ESTATE	TDJ0628	Nieruchomości	40	PLN	zmienne WIBOR 6M + marża 4,25%	detal i instytucje	3	brak
VICTORIA DOM S.A.	VID0629	Nieruchomości	89	PLN	zmienne WIBOR 6M + marża 4,1%	detal i instytucje	4	brak
ZABKA GROUP	ZAB0530	Dobra konsumenckie	1 000	PLN	zmienne WIBOR 6M + marża 1,5%	detal i instytucje	5	brak

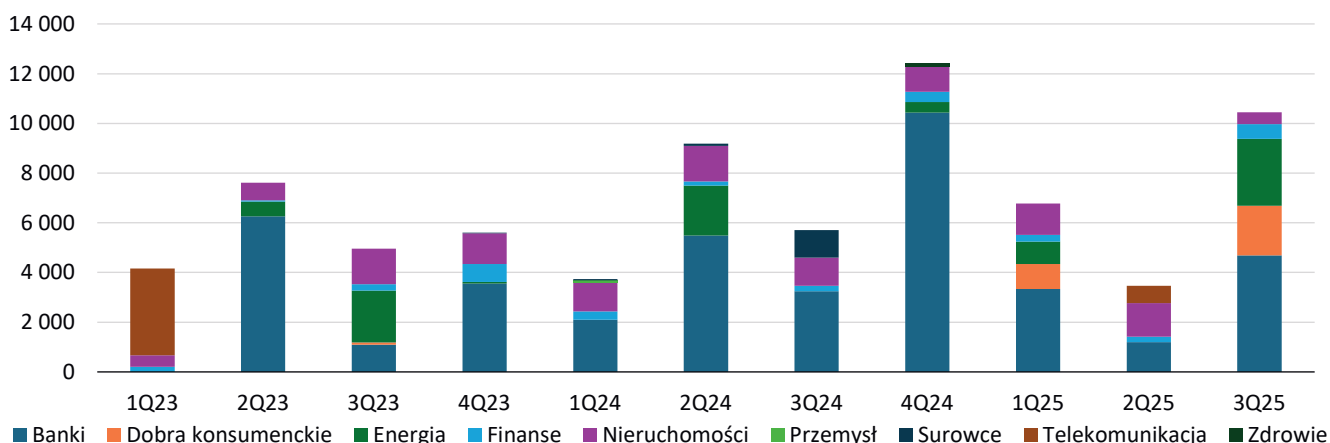
Źródło: GPW, DM BOŚ

W III kw. 2025 r. wartość nowych emisji na Catalyst wyniosła ok. 10,5 mld zł, wyraźnie więcej niż w II kw. 2025 r. (3,5 mld zł). Największy udział miały **banki z łączną wartością emisji 4,7 mld zł**, co potwierdza ich dominującą rolę w strukturze rynku. Wysoką aktywność odnotowano również w sektorach **energii (2,7 mld zł)** i **dóbr konsumenckich (2,0 mld zł)**, wspieranych dużymi emisjami spółek Żabka Group i Allegro.eu. Z kolei branża nieruchomości wyraźnie ograniczyła skalę nowych emisji do 0,5 mld zł, po kilku kwartałach podwyższonej podaży długu.

► **Silne odbicie wartości nowych emisji**



## Wartość nowych emisji w danym kwartale według branży (mln zł)

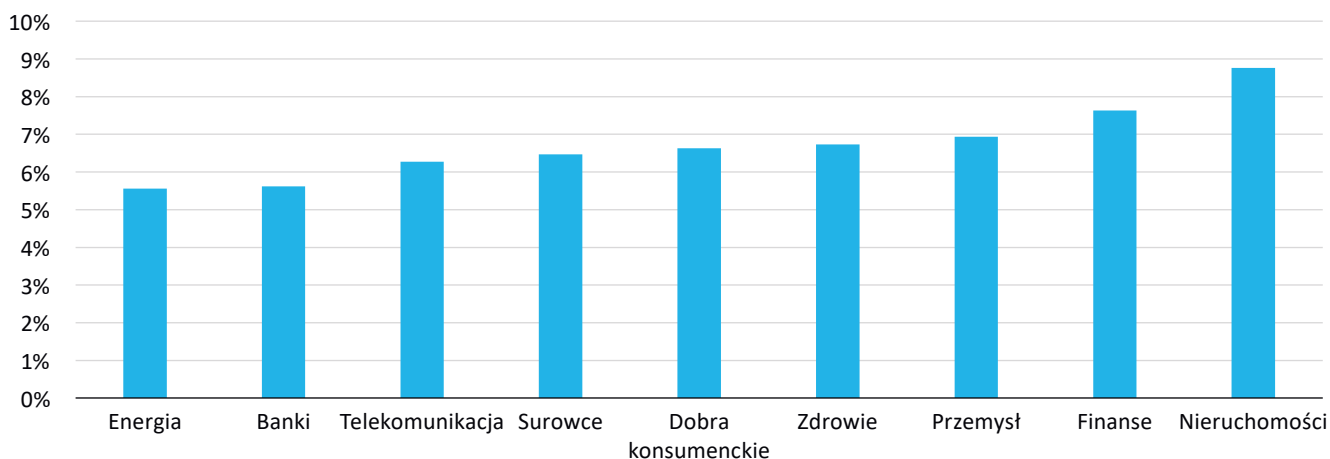


Źródło: GPW, DM BOŚ

Analiza rentowności do wykupu brutto potwierdza wnioski z obserwacji średnich kuponów – różnice między tymi miarami są niewielkie, co wynika z faktu, że zdecydowana większość emisji ma oprocentowanie zmienne, a ich rentowność kształtuje się w ślad za bieżącymi stawkami WIBOR. Jednocześnie różnice między branżami pozostają wyraźne – **najwyższe rentowności utrzymują się w sektorach nieruchomości i finansów, podczas gdy banki i energetyka plasują się na najniższych poziomach**, poniżej 6%. Układ ten dobrze odzwierciedla strukturę ryzyka i oczekiwań inwestorów wobec poszczególnych branż.

► **Większe ryzyko, większy potencjalny zysk**

## Rentowność do wykupu brutto w zależności od branży

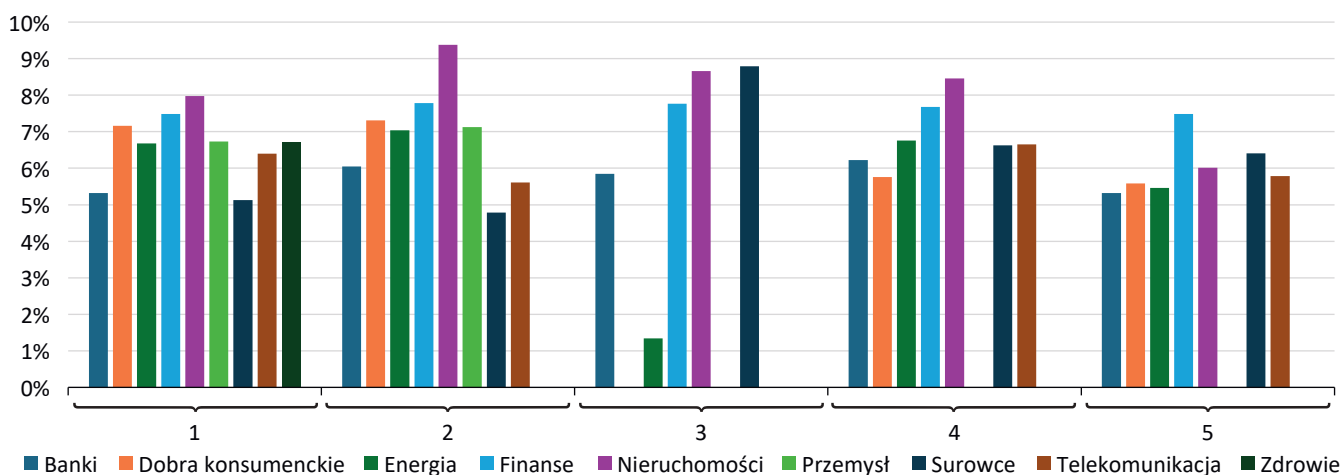


Źródło: GPW, DM BOŚ

Porównanie rentowności brutto obligacji notowanych na Catalyst pokazuje wyraźne różnice między branżami oraz w zależności od terminu do wykupu. Najwyższe rentowności oferują emisje z sektora nieruchomości i finansów, **zwłaszcza w segmencie papierów 2–3-letnich**, gdzie przeciętne **stopy zwrotu przekraczają 8–9%**. Z kolei banki i branża dóbr konsumenckich znajdują się w grupie o najniższej rentowności, co odzwierciedla ich wyższą wiarygodność kredytową. W dłuższym horyzoncie (4–5 lat) krzywa rentowności spłaszcza się, co sugeruje oczekiwania rynku na dalsze obniżki stóp procentowych.



## Rentowność do wykupu brutto w zależności od branży i okresu do wykupu

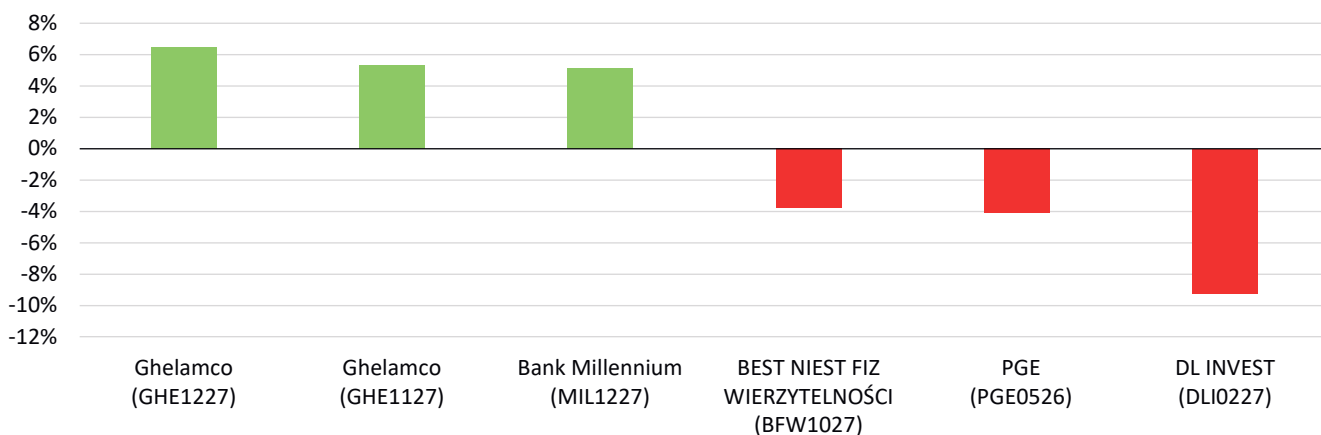


Źródło: GPW, DM BOŚ

W III kw. 2025 r. na rynku Catalyst pojawiły się wyraźniejsze zmiany cen obligacji, choć **ogólna zmienność pozostała umiarkowana**. Największe wzrosty dotyczyły papierów Ghelamco (GHE1227, GHE1127) oraz Banku Millennium (MIL1227), które zyskały ok. 5–6%. W przypadku Ghelamco odzwierciedlały one odbudowę zaufania inwestorów do dewelopera po wcześniejszych obawach o jego płynność. Spadki objęły m.in. obligacje DL Invest (DLI0227, -9,2%), których niższa miała charakter techniczny i wynikała z ogłoszenia przedterminowego wykupu oraz wygaszania notowań serii.

► Odbicie po turbulencjach na rynku nieruchomości

## Największe wzrosty i spadki cen obligacji korporacyjnych w III kw. 2025 r.



Źródło: GPW, DM BOŚ

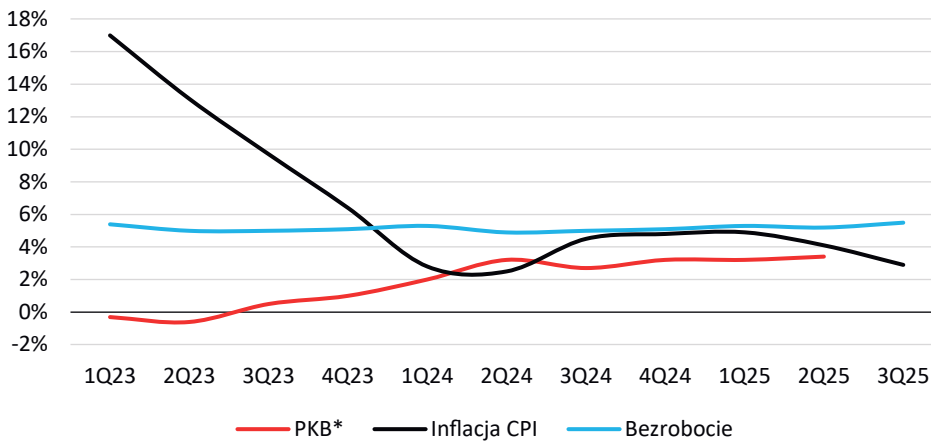


### 3. Sekcja makroekonomiczna i otoczenie regulacyjne

W III kw. 2025 r. inflacja CPI obniżyła się do 2,9%, schodząc poniżej poziomu z poprzedniego kwartału i zbliżając się do celu NBP. Stopa bezrobocia wzrosła nieznacznie do 5,5%, utrzymując się jednak w przedziale obserwowanym w ostatnich dwóch latach. Spadek inflacji przy przywoitym wzroście PKB w pierwszej połowie roku wskazuje na **stopniowe wygaszanie presji cenowej bez spowolnienia aktywności gospodarczej**.

► **Inflacja ponownie w trendzie spadkowym**

Wskaźniki makroekonomiczne dla Polski (%)

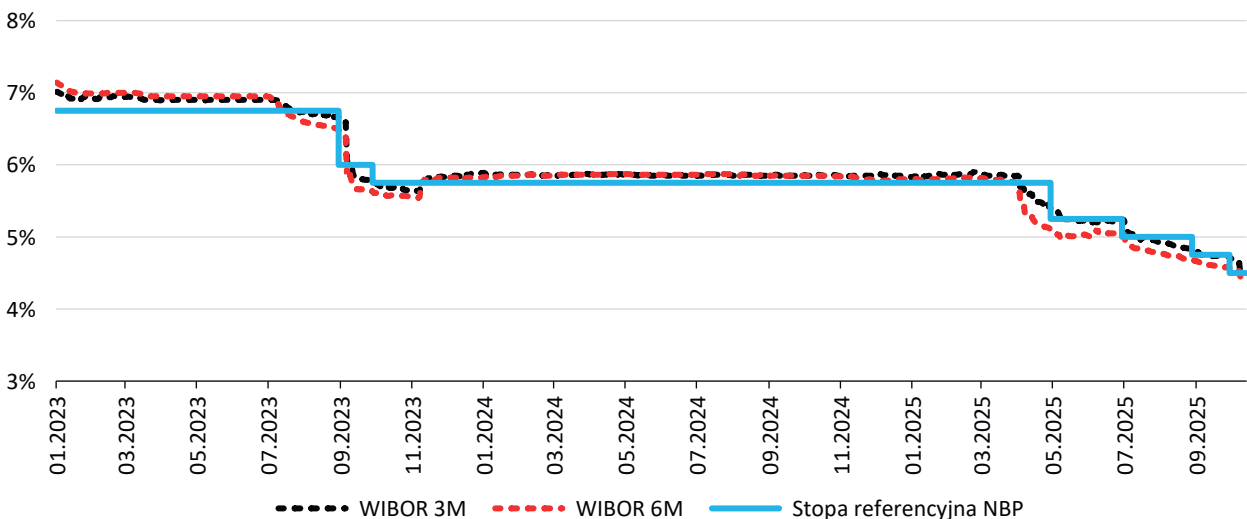


\* Nie opublikowano jeszcze danych za 3Q25  
Źródło: GPW, DM BOŚ

Od maja do października 2025 r. Rada Polityki Pieniężnej czterokrotnie obniżyła stopę referencyjną — łącznie o 125 pb, z **5,75% do 4,50%**. W ślad za tym WIBOR 6M spadł z ok. 5,8% na początku roku do 4,6% na koniec III kw., a WIBOR 3M zniżył się z ok. 5,9% do 4,7%. Szybsza reakcja dłuższego wskaźnika odzwierciedla oczekiwania rynku na **dalsze łagodzenie polityki pieniężnej** i przekłada się na spadek kuponów w nowych emisjach obligacji o zmiennym oprocentowaniu.

► **Szybkie cięcia stóp – WIBOR wyraźnie w dół**

Stopy procentowe (%)

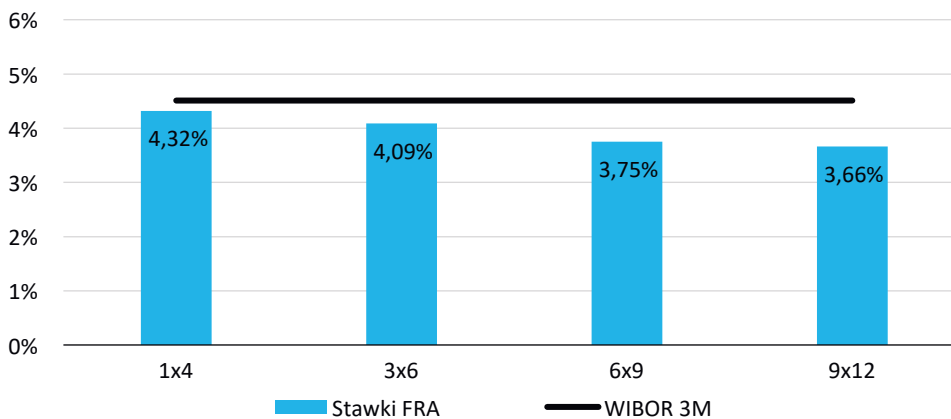


Źródło: GPW, DM BOŚ



Aktualne stawki FRA (Forward Rate Agreement) dla polskiego rynku pieniężnego odzwierciedlają m.in. oczekiwania co do przyszłych stóp procentowych rynku. Na wykresie linii krzywej FRA wyraźnie opada, co sugeruje, że **inwestorzy spodziewają się dalszych obniżek stóp procentowych w najbliższych kwartałach**. Dla inwestorów detalicznych oznacza to potencjalnie niższe przyszłe kupony w emisjach obligacji korporacyjnych. Jednocześnie niższe stopy wspierają wyceny istniejących obligacji o stałym oprocentowaniu oraz **zdolność obsługi długu przez emitentów**.

### Stawki FRA

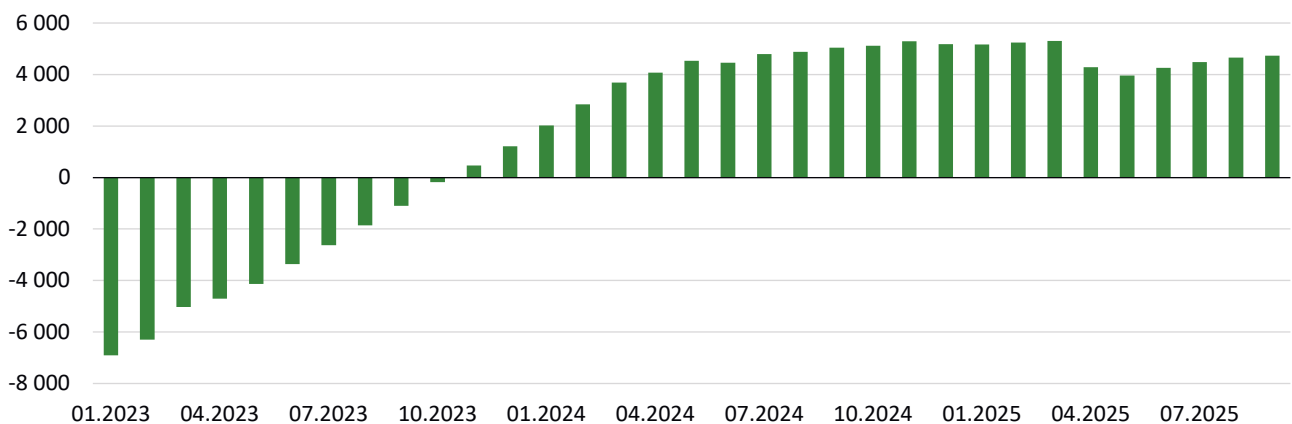


Źródło: Bloomberg, DM BOŚ

W III kw. 2025 r. saldo nabyć jednostek funduszy obligacji korporacyjnych w ujęciu 12-miesięcznym wyniosło ok. 4,7 mld zł, nieco mniej niż w II kw. 2025 r. (ponad 5,3 mld zł). Mimo lekkiego spadku, poziom napływów **pozostaje zdecydowanie dodatni**, co potwierdza utrzymujące się zainteresowanie inwestorów długiem korporacyjnym. Wpływ na to mają wciąż **atrakcyjne kupony i brak istotnych przypadków niewypłacalności emitentów** w ostatnich kwartałach.

► **Stabilne napływy do funduszy długu**

### Saldo nabyć i umorzeń jednostek funduszy obligacji korporacyjnych (narastająco ostatnie 12 mies. (mln zł))



Źródło: IZFiA, DM BOŚ



Komitet Sterujący Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych ogłosił, że nowy wskaźnik zastępujący WIBOR będzie nosił nazwę **POLSTR (Polish Short-Term Rate)**. Dotychczas funkcjonował on pod techniczną nazwą „WIRF-”. POLSTR bazuje na danych z niezabezpieczonych depozytów międzyinstytucjonalnych. Choć pełna transformacja ma nastąpić **do końca 2027 r.**, zaktualizowano harmonogram i uruchomiono publikację wskaźnika już w 2025 r.

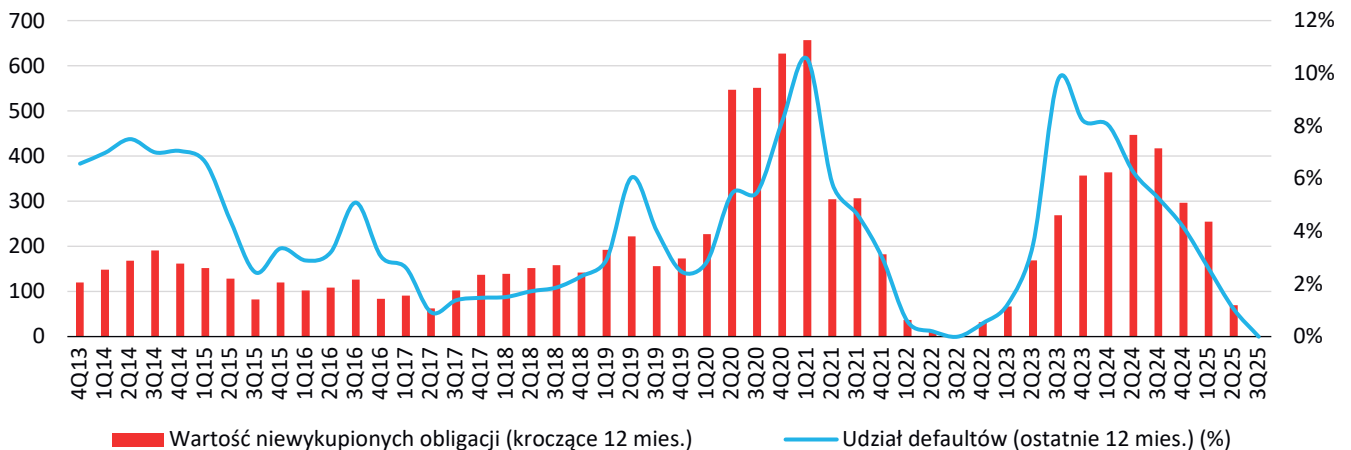
► **WIBOR zmieni nazwę na POLSTR?**

W III kw. 2025 r., liczony przez Obligacje.pl, 12-miesięczny **wskaźnik niewykupionych obligacji spadł do zera** – po raz drugi w całej historii pomiaru. Oznacza to, że **w ostatnich 12 miesiącach nie odnotowano żadnej niewypłacalności emitenta notowanego na Catalyst**. Symbolicznym wydarzeniem stał się wykup serii obligacji Ghelamco o wartości 170 mln zł, który **zamknął okres obaw o płynność dewelopera** i ostatecznie potwierdził pełną spłacalność rynku.

► **Czułość inwestorów uśpiona?**

To wynik kilkuletniego procesu oczyszczania rynku z podmiotów o słabej kondycji, poprawy nadzoru i rosnącej świadomości inwestorów. Nie oznacza to jednak zniknięcia ryzyka. Długookresowe statystyki wskazują, że **średnio 3,3% kapitału ulokowanego w obligacjach korporacyjnych notowanych na Catalyst zostało utracone w ciągu minionej dekady** (3% po wyłączeniu banków). Dlatego mimo obecnej 100-proc. spłacalności, inwestorzy powinni pozostać czujni.

Wartość niewykupionych obligacji na Catalyst (mln zł)



Źródło: Obligacje.pl, DM BOŚ



## 4. Nowe emisje w IV kw. 2025 r.

Po zakończeniu III kw. 2025 r. na rynku pierwotnym utrzymuje się duża aktywność emitentów. Atal uplasował trzyletnie obligacje na 200 mln zł z **marżą 2,0 pkt proc.** ponad WIBOR 6M, a Marvipol Development zakończył pierwszą transzę długo-terminowego długu o wartości 100 mln zł i **marży 3,7 pkt proc.**

► **Wysoka aktywność na rynku pierwotnym**

W segmencie dóbr konsumenckich trend rosnącego zainteresowania długiem korporacyjnym potwierdzają **Dadelo i Pepco Group** – pierwsze miało za sobą debiut z emisją 50 mln zł, drugie przygotowuje program emisji do 2 mld zł.

Na tle tej aktywności pojawia się również emisja grupy GTC – 455 mln EUR zabezpieczonych obligacji oprocentowanych na 6,5% w skali roku, które będą notowane na Euronext Dublin. Choć obecnie GTC nie ma papierów notowanych na Catalyst, sukces emisji wskazuje **na wiarę inwestorów w polski rynek najmu komercyjnego.**

### Najważniejsze emisje w IV kw. 2025 r.

Emitent	Branża	Termin emisji	Wielkość emisji (mln zł)	Oprocentowanie	Tenor (lata)	Zabezpieczenie
Atal	Nieruchomości	październik 2025	200	zmienne WIBOR 6M + 2,0%	3	brak
Dadelo	Dobra konsumenckie	październik 2025	50	zmienne WIBOR 3M + 2,9%	3	brak
Marvipol Development	Nieruchomości	październik 2025	100	zmienne WIBOR 6M + 3,7%	4	brak
Pepco	Dobra konsumenckie	brak danych	program emisji do 2 mld zł	brak danych	brak danych	brak danych

Źródło: Obligacje.pl, DM BOŚ

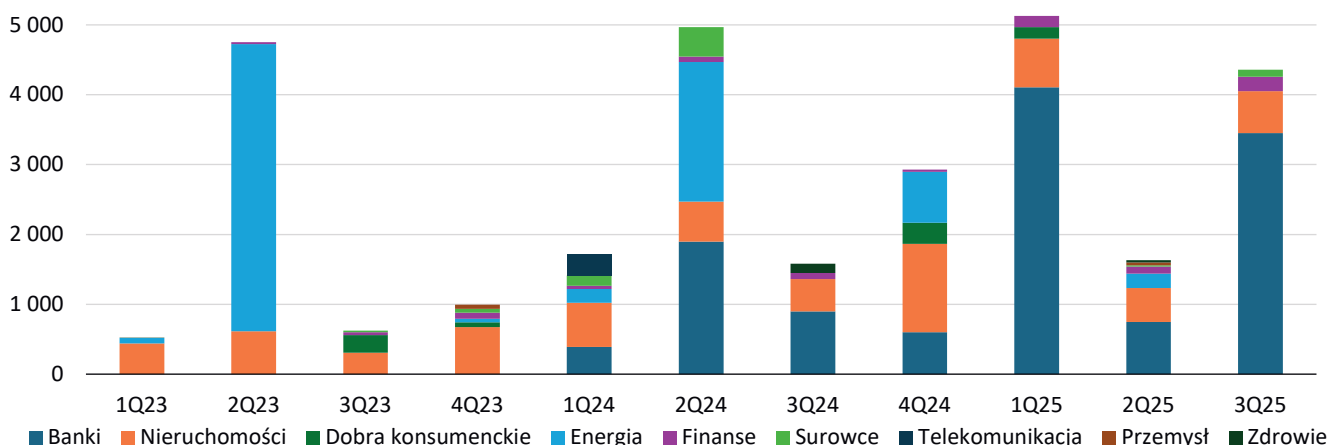


## 5. Nadchodzące wykupy – najbliższe 3 miesiące

W III kw. 2025 r. wartość zapadających obligacji wyniosła około **4,4 mld zł**, co stanowi wzrost względem drugiego kwartału i powrót do wysokich poziomów z początku roku. Dominowały wykupy z sektora bankowego, które odpowiadały za ponad **trzy czwarte całkowitej wartości** (3,45 mld zł). Istotny udział miały też emisje z branży nieruchomości (ok. 600 mln zł), natomiast pozostałe sektory miały marginalny wpływ.

► Wykupy z ostatniego kwartału

Wykupy obligacji przypadające na dany kwartał w podziale na branże (mln zł)



Źródło: GPW, DM BOŚ

W IV kw. 2025 r. zapadają obligacje o łącznej wartości ok. 2,6 mld zł, z czego największe wykupy przypadają na ORLEN i Tauron – **po 1 mld zł każdy**. Spośród analizowanych emitentów tylko ATAL zrealizował już refinansowanie, uplasowując nową emisję **200 mln zł** na dwa tygodnie przed terminem wykupu starszej serii. Z kolei PragmaGO zapowiedziała październikową emisję **25–30 mln zł**, która może częściowo służyć spłacie serii PRF1225. Pozostali emitenci nie ujawnili publicznie planów refinansowania.

► Nadchodzące wykupy

### Nadchodzące wykupy

Emitent	Seria	Data wykupu	Wartość (mln zł)	Refinansowanie
AOW FAKTORING	AOW1225	14.12.2025	6	-
ATAL	ATL1025	27.10.2025	260	zrealizowana nowa emisja na 200 mln zł
DINO POLSKA	DNP1025	20.10.2025	200	-
EUROCASH	EUR1225	23.12.2025	125	-
KREDYT INKASO	KRI1025	19.10.2025	4	-
ORLEN	PKN1225	22.12.2025	1 000	-
PRAGMAGO	PRF1225	23.12.2025	16	planowana emisja na 25-30 mln zł
TAURON POLSKA ENERGIA	TPE1025	30.10.2025	1 000	-

Źródło: GPW, Obligacje.pl, DM BOŚ



## 6. Nadchodzące istotne wydarzenia – kolejny kwartał

Po czwartej w tym roku obniżce stóp procentowych Rada Polityki Pieniężnej sprowadziła stopę referencyjną **do 4,50%**. Choć decyzja z początku października wpisuje się w cykl łagodzenia trwający od maja, coraz więcej prognoz wskazuje, że w kolejnych miesiącach możliwa jest pauza w dalszych cięciach. Najnowsze dane o wzroście płac i produkcji przemysłowej sugerują umiarkowane ożywienie gospodarcze, co może **skłaniać Radę do bardziej ostrożnego podejścia**. Większość analiz zakłada, że kolejne obniżki stóp procentowych — jeśli w ogóle nastąpią — pojawią się dopiero na początku 2026 r., przy utrzymaniu stabilnego poziomu inflacji i wzrostu PKB.

► **Polityka pieniężna pod znakiem pauzy**

PKO Bank Hipoteczny z sukcesem uplasował pierwszą emisję detalicznych listów zastawnych, zwiększając jej wartość z planowanego 1 mld zł **do 1,155 mld zł** w związku z wysokim popytem inwestorów. Trzyletnie papiery oferują **0,25 pkt proc. ponad stopę referencyjną NBP**, a ich łączny program sięga 10 mld zł. Wprowadzenie listów zastawnych na rynek detaliczny tworzy nową konkurencję dla obligacji korporacyjnych – przy relatywnie niskim ryzyku i atrakcyjnym kuponie **mogą one przyciągać część kapitału inwestorów indywidualnych**, zwłaszcza w segmencie emisji o niższej marży.

► **Konkurencja ze strony listów zastawnych**

Mimo że oferta detalicznych obligacji skarbowych została w ostatnich miesiącach obniżona w ślad za spadkiem stóp procentowych, ich oprocentowanie wciąż pozostaje atrakcyjne przy niskim poziomie ryzyka. Październikowa oferta Ministerstwa Finansów obejmuje m.in. **3-letnie obligacje TOS z kuponem 5,15%, 4-letnie COI oprocentowane na 5,50% oraz 10-letnie EDO z 6,00% w pierwszym roku**. Dane MF wskazują, że mimo spadku odsetek popyt na detaliczne papiery utrzymuje się wysoki – we wrześniu sprzedano je za **6,7 mld zł**, o 15% więcej niż rok wcześniej. W nadchodzących latach, **wobec drastycznego wzrostu deficytu budżetowego**, resort finansów będzie musiał utrzymywać atrakcyjność oferty obligacji detalicznych, by zapewnić finansowanie potrzeb pożyczkowych państwa — co może dalej zwiększać konkurencję o kapitał inwestorów z rynkiem korporacyjnych papierów dłużnych.

► **Wysoki popyt na detaliczne obligacje skarbowe**

## 7. Słowniczek

**Euribor** – referencyjna stopa procentowa dla strefy euro.

**Kupon** – odsetki wypłacane regularnie posiadaczowi obligacji.

**Marża** – stały dodatek do stopy referencyjnej w obligacjach zmiennokuponowych.

**Rentowność bieżąca** – stosunek kuponu rocznego do ceny rynkowej obligacji.

**Rentowność do wykupu** – całkowita stopa zwrotu przy trzymaniu obligacji do wykupu.

**Tenor** – okres do wykupu obligacji.

**Wartość nominalna** – kwota, którą emitent zwraca w dniu wykupu; podstawa naliczania kuponu.

**WIBOR** – referencyjna stopa procentowa dla rynku międzybankowego w Polsce

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej: „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 28 października 2025 r., godz. 18:20.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 28 października 2025 r., godz. 18:30.

Raport jest badaniem inwestycyjnym 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.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#catalyst>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#catalyst>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji Allegro.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Best i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz Best usługi maklerskie i otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenie stosownie do podpisanej umowy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz Best usługi inwestycyjne na podstawie zawartej umowy i otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji Best.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz BOŚ SA i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz BOŚ S.A. usługi maklerskie i otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenie stosownie do podpisanej umowy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz Cognor usługi maklerskie na TGE i otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenie stosownie do podpisanej umowy.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji Cyfrowy Polsat.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji Dino.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz DL INVEST GROUP PM i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz Eurocash usługi maklerskie na TGE i otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenie stosownie do podpisanej umowy.  
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji Eurocash.  
DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Eurocash SA i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.  
DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Ghelamco Invest i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.  
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz Ghelamco Invest Sp. z o.o. usługi maklerskie na podstawie zawartej umowy i otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.  
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz Kruk usługi inwestycyjne na podstawie zawartej umowy i otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.  
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji Kruk.  
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. był animatorem rynku akcji i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych Marvipol Development.  
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz Marvipol Development usługi maklerskie na podstawie zawartej umowy i otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.  
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji LPP.  
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz MCI Capital ASI S.A. usługi maklerskie na podstawie zawartej umowy i otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.  
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych Orlenu.  
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych Pekao.  
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych PGE.  
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz PKO BP usługi maklerskie na TGE i otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenie stosownie do podpisanej umowy.  
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz PKO BP usługi maklerskie na podstawie zawartej umowy i otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.  
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych PKO BP.  
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz PragmaGo usługi maklerskie na podstawie zawartej umowy i otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.  
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych Tauron.  
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz Victoria Dom SA usługi maklerskie na podstawie zawartej umowy i otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>