

Deweloperski rollercoaster

Komentarz rynku Catalyst

Notowania

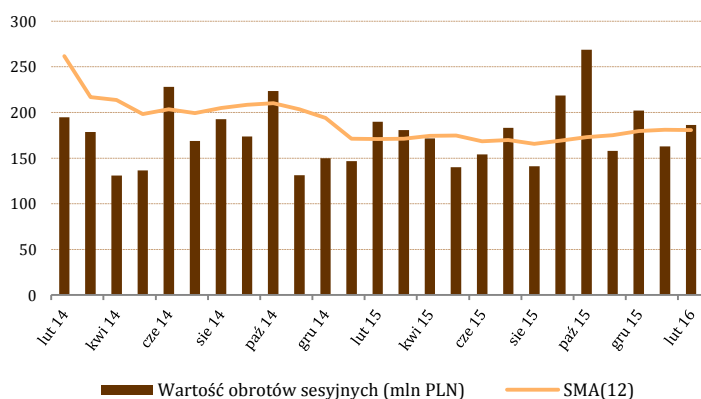
Po bardzo słabym początku roku, luty na Catalyst upłynął w charakterze umiarkowanego odreagowania. Ponad 47% handlowanych papierów korporacyjnych uległo umocnieniu. Średnia zmiana ceny dla całego rynku (ważona obrotami) wyniosła 1,84%. Sporo do życzenia pozostawia jednak szerokość odbicia. Wzrosty skupiły się przede wszystkim na kilku silnie drożących seriach obligacji bankowych i deweloperskich. Również 40% rynku zanotowało spadek kursu, a co ósmy papier utrzymał cenę sprzed miesiąca.

Uwaga inwestorów skupiała się przede wszystkim na papierach Rank Progressu. Seria RNK0616 podlegała w ostatnich miesiącach znacznym wahaniom – od 75 do niemal 100% nominału. W lutym, na rynek trafił komunikat o sprzedaży jednego z projektów spółki za 67,3 mln złotych netto. Obligatariusze uzyskali w ten sposób prawo do przedłożenia części posiadanych papierów do wcześniejszego wykupu. Dotyczy ono jednak zaledwie 15 milionów złotych, podczas gdy cała emisja ma wartość 130 milionów. Legnicki deweloper od listopada usiłuje dopiąć emisję zerokuponowych obligacji o nominale 207,4 mln złotych. Od jej powodzenia może zależeć wykup czerwcowej serii.

W ostatnich dniach lutego, wzrost na bardzo dużych obrotach zanotowała Włodarzewska. Emitent miał już problem przy obsłudze ostatniej płatności odsetkowej, którą uregulował z kilkudniowym opóźnieniem. Dług dewelopera jest wyceniany na poziomie śmieciowym, ale zaangażowanie sporego (jak na Catalyst) kapitału z pewnością zwraca uwagę.

Wśród pozostałych emitentów, największa zmienność występuje w sektorze finansowym. Po styczniowej panice, sytuacja na papierach Getin Noble uległa uspokojeniu, a wiele serii długu zanotowało kilkuprocentowe umocnienie. Większy ruch widoczny był również na obligacjach IPF Investments. Może on sugerować rosnące obawy o wyniki polskiego oddziału Providenta w obliczu nowych rozwiązań legislacyjnych i coraz silniejszej konkurencji. Krajowa spółka idzie w ten sposób w ślady swojej spółki matki, której dług osiągnął już rentowność 11,2%.

Wartość obrotów sesyjnych



Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Mediana rentowności obligacji

Sektor	Wartość emisji [mln PLN]	Discount margin	Zero Discount Margin	Δ DM	Δ Z-Spread
Banki	10 981	7,73%	5,99%	+ 66 bps	+ 67 bps
Budownictwo	133	3,76%	2,02%	- 3 bps	- 2 bps
Chemia	284	4,88%	3,14%	- 9 bps	- 8 bps
Deweloperzy komercyjni	2 723	5,99%	4,25%	+ 8 bps	+ 9 bps
Deweloperzy mieszkaniowi	1 499	5,30%	3,56%	- 30 bps	- 29 bps
Fundusz	349	5,65%	3,91%	- 18 bps	- 17 bps
IT	529	4,06%	2,32%	- 1 bps	- 0 bps
Paliwa, Gaz Energia	9 280	2,67%	0,93%	+ 2 bps	+ 3 bps
Pożyczki	298	6,90%	5,16%	+ 11 bps	+ 12 bps
Przemysł drzewny	127	4,91%	3,17%	- 41 bps	- 40 bps
Retail	530	10,11%	8,37%	+ 64 bps	+ 65 bps
Sieć medyczna	256	5,38%	3,64%	- 60 bps	- 59 bps
Telekomunikacja	2 038	4,50%	2,76%	+ 3 bps	+ 4 bps
Usługi finansowe	289	5,98%	4,24%	- 59 bps	- 58 bps
Wierzytelności	1 366	5,37%	3,63%	+ 6 bps	+ 7 bps
Inne	1 496	5,66%	3,92%	+ 14 bps	+ 15 bps

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Największy wpływ na rynek

Emitent	Seria	Kurs	Zmiana 1m	Obroty 1m [tys. PLN]	Siła wpływu
RANK PROGRESS	RNK0616	99,6	↑ 13,1%	7 625	100,0
WŁODARZEWSKA	WL00516	42,5	↑ 75,8%	1 034	78,3
GETIN NOBLE BANK	GNB0518	87,0	↓ -4,9%	1 920	9,4
GETIN NOBLE BANK	GNB0318	86,5	↑ 6,6%	1 268	8,4
ALIOR BANK	ALR0321	101,3	↓ -1,7%	4 760	7,8
GETIN NOBLE BANK	GNB0819	81,4	↑ 4,4%	1 379	6,0
GETIN NOBLE BANK	GNB0418	87,0	↑ 8,8%	627	5,5
GETIN NOBLE BANK	GNB1219	79,2	↑ 13,1%	292	3,8
IPF INVESTMENTS POLSKA	IPP0620	96,2	↓ -3,8%	997	3,8
CYFROWY POLSAT	CPS0721	100,6	↓ -0,5%	7 421	3,4
GPW	GPW0117	100,5	↑ 0,4%	8 277	3,3
GETIN NOBLE BANK	GNB0218	88,0	↑ 1,1%	1 817	2,1
KRUK	KRU0818	102,0	↓ -1,0%	2 116	2,1
BEST	BST0418	100,1	↑ 0,8%	2 530	2,0
GETIN NOBLE BANK	GNB0820	76,3	↓ -6,4%	302	1,9
ECHO INVESTMENT	ECH0318	100,4	↓ -1,3%	1 467	1,9
2C PARTNERS	2CP0317	90,5	↑ 29,3%	58	1,7
COPERNICUS SECURITIES	CRS0416	92,0	↓ -2,1%	763	1,6
GETIN NOBLE BANK	GNB0420	83,0	↑ 10,7%	123	1,3
2C PARTNERS	2CP0517	94,0	↑ 34,3%	35	1,2

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM, wskaźnik siły wpływu objaśniony w metodologii

Najbliższa zapadalność

Emitent	Seria	Data wykupu	Nominał [mln PLN]	Kurs	YTM (XIRR)	Discount Margin
Q1 2016						
MW TRADE	MWT0316	2016-03-19	30,0	99,6	-	13,8%
KRUK	KRU0316	2016-03-21	84,0	100,5	-	-3,2%
BOOMERANG	VNT0316	2016-03-28	0,4	90,0	319,6%	-
MW TRADE	MWD0316	2016-03-28	10,0	99,0	-	18,8%
2C PARTNERS	2CP0316	2016-03-31	2,1	97,5	47,0%	-
MEXPOL	MPL0316	2016-03-31	1,6	95,2	-	67,2%
KERDOS GROUP	KRS0316	2016-03-31	3,0	39,0	5727,4%	-
WARIMPEX	WXB0316	2016-03-31	25,9	98,3	-	27,7%
Q2 2016						
KREDYT INKASO	KRI0416	2016-04-04	15,0	100,0	-	7,3%
COPERNICUS SECURITIES	CRS0416	2016-04-10	5,0	92,0	-	81,2%
ALIOR BANK	ALR0416	2016-04-11	180,0	100,9	-	-4,0%
MCI CAPITAL	MCI0416	2016-04-11	36,0	100,1	-	4,9%
Czerwona Torebka Spółka Akcyjna	CZT0416	2016-04-15	14,6	69,0	-	352,8%
PCC ROKITA	PCR0416	2016-04-15	25,0	101,0	-0,5%	-
KANCELARIA MEDIUS	KME0416	2016-04-17	1,1	100,0	8,9%	-

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Obroty

Wartość obrotów sesyjnych wypracowanych w lutym nie odchyliła się od przeciętnych wartości i wyniosła niespełna 190 mln złotych. Łącznie z transakcjami pakietowymi, nieznacznie przekroczony został poziom 200 mln, a na same obligacje korporacyjne przypadało ok. 55% handlu. Na rynku głównym notowanych było 461 serii obligacji, a w ramach BondSpot - 310.

Pozycję lidera pod względem obrotów wyjątkowo objęła emisja GPW, wyprzedzając Cyfrowy Polsat oraz szybko drożejący Rank Progress. Uwagę zwraca również aktywny handel papierami Kredyt Inkaso oraz Besta. Spółki są obecnie uwikłane w wojnę o kontrolę, która skłania obligatariuszy do weryfikacji swojego zaangażowania. Wartość obrotu długiem obu podmiotów przekroczyła 6 mln PLN (+ 700tys. na Best NS FIZ), jednak skala zmian cen była raczej ograniczona.

Debiuty na Catalyst i nowe emisje

W lutym na Catalyst pojawiło się 5 nowych serii obligacji. Na rynek trafiły m. in. niezabezpieczone obligacje JW Construction o wartości 120 mln złotych. Po raz pierwszy handlowano również papierami Polskiej Grupy Farmaceutycznej, należącej do grupy Pelion. W obrocie pojawiła się grudniowa emisja MCI (66 mln PLN), oferująca marżę 3,9pkt. powyżej WIBOR6M. Równie szybko na Catalyst wprowadzone zostały papiery serii Y, wypuszczone przez Kredyt Inkaso. 3,5-letni dług windykatorka ma wartość 40mln złotych. Pod koniec miesiąca, na rynku pojawiła się mała emisja Admiral Boats (6 mln PLN).

Źródłem optymizmu może być aktywność na rynku pierwotnym. Największą emisję prywatną w lutym zamknął energetyczny CEZ. Uplasował on 3 serie papierów o łącznej wartości 101 mln euro. Wśród Polskich emitentów wyróżniało się Rovese, które pozyskało 50mln złotych podporządkowanego długu. Ofensywę kontynuowało Kredyt Inkaso, pozyskując 40 mln złotych z obligacji serii Z. Podobną kwotę zebrał Best, a MW Trade sprzedał papiery za 10 mln. Rynek sprzyja też małym firmom pożyczkowym: Mikrokasa i Creamfinance wyemitowały dług za odpowiednio 3,8 oraz 1,8 mln. Pozostałe emisje przeprowadziły BBI (22 mln), Florsen (10 mln), 7R Logistic (9 mln), Wikana (5 mln) i Velto Cars (4,2 mln).

Płynne papiery zmiennokuponowe (ZDM < 10%)

Dana seria obligacji była uznawana za płynną, jeżeli jej całkowity miesięczny obrót przekroczył 250 tysięcy złotych. Przyjeliśmy również górną granicę premii ponad stopę wolną od ryzyka (10%), by wyeliminować spółki o bardzo słabej kondycji kredytowej.

Na czele zestawienia znajdują się papiery Getin Noble, przy czym nie są to serie o najkorzystniejszym stosunku rentowności do zapadalności. W celu spekulacji na papierach banku można zwrócić uwagę na równie płynną obligację GNB0318. Oferuje ona rentowność powyżej 11% i podobnie jak GNB0820 ma status podporządkowanej. Wśród płynnych papierów uwagę zwracają również zapadające w lipcu obligacje Voxela (VOX0716). Medyczna spółka musi kilka tygodni wcześniej spłacić drugą ze swoich emisji (VOL0716), jednak wycena rynkowa nie wskazuje na istnienie poważnych obaw o wypłacalność emitenta.

Najwyższe obroty (seria)

Emitent	Seria	Obrót 1m [mln PLN]	Obrót 3m [mln PLN]
GPW	GPW0117	8,3	10,6
RANK PROGRESS	RNK0616	7,6	10,8
CYFROWY POLSAT	CPS0721	7,4	29,5
ALIOR BANK	ALR0321	4,8	8,7
GHELAMCO INVEST	GHE0718	2,8	12,8
KREDYT INKASO I NS FIZ	KI10517	2,8	3,6
PKN ORLEN	PKN0418	2,7	4,0
ALIOR BANK	ALR1221	2,7	5,7
BEST	BST0418	2,5	3,7
mBANK	MBK1223	2,5	6,0

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Obroty według emitentów

Emitent	Obroty (mln PLN)	Łączna wartość emisji (mln PLN)
GETIN NOBLE BANK	12,3	2 635
GPW	8,4	245
PKN ORLEN	7,9	2 000
ALIOR BANK	7,6	1 275
RANK PROGRESS	7,6	131
CYFROWY POLSAT	7,4	1 000
KRUK	5,8	592
GHELAMCO INVEST	4,5	668
BEST	3,3	249
ROBYG	3,0	284

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Pierwsze notowania obligacji

Emitent	Seria	Data debiutu	Wartość emisji (mln PLN)
MCI CAPITAL	MCI1218	2016-02-29	66,0
ADMIRAL BOATS	ADM0917	2016-02-26	6,0
KREDYT INKASO	KRI0619	2016-02-25	40,0
POLSKA GRUPA FARMACEUTYCZNA	PGF1120	2016-02-18	100,0
J.W. CONSTRUCTION HOLDING	JWC1217	2016-02-12	120,0

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Płynne papiery o ZDM poniżej 1000bps

Emitent	Seria	DM	Zero-DM	Kurs
GETIN NOBLE BANK	GNB0820	11,7%	10,0%	76,25
GETIN NOBLE BANK	GNB0421	11,6%	9,8%	74,1
RANK PROGRESS	RNK0616	8,9%	7,1%	99,55
FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0517	7,9%	6,2%	100,35
MW TRADE	MWT0416	7,3%	5,6%	99,8
KREDYT INKASO I NS FIZ	KI10517	7,3%	5,5%	100,1
CAPITAL PARK	CAP0617	7,3%	5,5%	100
IPF INVESTMENTS POLSKA	IPP0620	7,0%	5,3%	96,19
VOXEL	VOX0716	6,9%	5,2%	100
GHELAMCO INVEST	GHE0718	6,6%	4,9%	100,35

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Przegląd wydarzeń makroekonomicznych

Paniczny początek lutego

Ubiegły miesiąc rozpoczął się od nerwowej zwyżki CDS-ów na dług największych europejskich banków. Źródłem rynkowej paniki były quasi-obligacje Deutsche Banku, tzw. contingent convertible bonds. Instrumenty te zachowują się jak zwykły dług do momentu, gdy współczynniki kapitałowe banku spadają poniżej określonego poziomu. Po jego osiągnięciu następuje przymusowa konwersja na akcje bądź całkowita utrata wartości instrumentu. W obliczu gigantycznych strat ponoszonych w ostatnim roku przez Deutsche Bank, rynek zaczął silnie przeceniać coco bonds. Panika rozlała się również na zwykły dług banku oraz na resztę rynku. Nerwowość była widoczna m. in. na credit default swapach dla Commerzbanku i Societe Generale. Dalsza część lutego przyniosła pewne uspokojenie, jednak mimo to notowania CDS pozostają na wysokim poziomie.

Dobra sprzedaż polskich papierów skarbowych

Mimo zawirowań związanych z obniżką ratingu, lutowe aukcje Ministerstwa Finansów należy ocenić pozytywnie. Sprzedano obligacje o terminach zapadalności od 32 do 125 miesięcy o łącznej wartości 13,5 mld złotych, przy czym popyt silnie przekroczył podaż. Za udaną można również uznać aukcję z 3 marca, podczas której nabywców znalazły papiery za 7,2mld PLN. Polski dług cieszy się obecnie sporym zainteresowaniem inwestorów zagranicznych. Jest to spowodowane coraz bardziej atrakcyjnym spreadem między naszymi obligacjami i ich odpowiednikami ze strefy euro. Krajowi nabywcy długu skupiają się raczej na krótkim końcu krzywej. Korzyści podatkowe związane z nabywaniem obligacji skarbowych cały czas stanowią istotną zaletę z punktu widzenia banków.

Optymistyczne wskaźniki koniunktury

Na początku marca opublikowane zostały wskaźniki PMI dla przemysłu. Szczególnie dobrze wypadł odczyt dla Polski – 52,8 pkt (ost. 50,9; kons. 50,7). Konsensus pobiły zarówno Niemcy, jak i cała strefa Euro, osiągając wyniki odpowiednio 50,5 oraz 51,2 pkt. Optymistyczne wskazania płyną również ze Stanów Zjednoczonych. Zarówno dane o zatrudnieniu, jak i odczyty PMI sugerują coraz lepszą kondycję gospodarki za oceanem. Do pełni szczęścia brakuje jedynie dobrych danych o bezrobociu. W przypadku korzystnego odczytu, inwestorzy mogą powrócić do oczekiwań szybszych podwyżek stóp w USA.

Słabe Chiny

Państwo Środka ogłosiło redukcję 1,8 mln etatów w przemyśle węglowym i stalowym. Zwolnienia mają na celu walkę z nadprodukcją w niepotrzebnych sektorach i dotkną ok. 15% siły roboczej. Chiny zadeklarowały przeznaczenie 15 miliardów dolarów na przekwalifikowanie pracowników i umożliwienie im podjęcia pracy w innych gałęziach gospodarki.

Azjatycki gigant od dłuższego czasu zmagał się z oskarżeniami o dumping surowców, co skłoniło Europę do nałożenia wysokich ceł. Redukcja zatrudnienia jest wyrazem racjonalizacji polityki gospodarczej w obliczu spowalniającego wzrostu. Chin nie stać już na utrzymywanie nierentownego przemysłu, w związku z czym stawiają na rozwój nowoczesnych sektorów gospodarki. Wyrazem transformacji jest rosnący udział usług w PKB, który w 2015 po raz pierwszy przekroczył 50%.

CoCo Bonds Deutsche Banku

XS1071551474	1,25 MLD USD
XS1071551391	0,65 MLD GBP
DE000DB7XHP3	1,75 MLD EUR

Źródło: Saxo Bank, Boerse Berlin

AUKCJE MF

Obligacja	Rentowność
OK1018 (lut)	1,665%
DS0726 (lut)	3,168%
PS0421 (lut)	2,219%
OK1018 (mar)	1,553%
DS0726 (mar)	3,014%

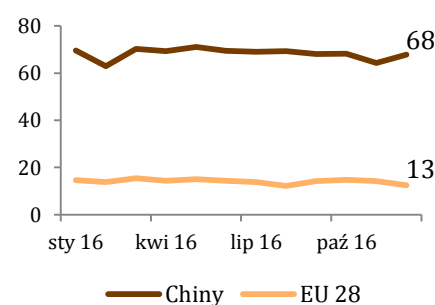
Źródło: Ministerstwo Finansów

PMI - usługi

Polska	52,8
Niemcy	50,5
EU	51,2
USA	51,3
Chiny	49,0

Źródło: PMI Institute

Miesięczna produkcja stali: Chiny vs EU (tys. ton)



Źródło: World Steel Association

Podsumowanie rynku obligacji

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount margin	Zero Discount Margin
Banki	ALIOR BANK	ALR0321	192,95	101,30	-1,7%	-	-	4,9%	3,2%
	ALIOR BANK	ALR0416	180,00	100,85	0,0%	-	-	-4,0%	-5,7%
	ALIOR BANK	ALR0421	67,20	101,78	-0,8%	-	-	7,1%	5,4%
	ALIOR BANK	ALR0617	250,00	100,00	0,0%	-	-	3,0%	1,3%
	ALIOR BANK	ALR0924	321,70	101,00	-0,3%	-	-	4,7%	3,0%
	ALIOR BANK	ALR1022	80,00	102,49	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	ALIOR BANK	ALR1221	183,35	101,44	0,4%	-	-	4,8%	3,1%
	BANK MILLENNIUM	MIL0317	500,00	100,00	0,0%	-	-	3,1%	1,4%
	BANK MILLENNIUM	MIL0618	300,00	101,20	0,0%	-	-	2,4%	0,7%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOD0521	100,00	102,78	0,0%	-	-	4,0%	2,3%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOG0222	100,00	100,40	0,0%	-	-	4,8%	3,1%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOS0724	150,00	100,49	0,0%	-	-	4,0%	2,2%
	BANK POCZTOWY	BPO0721	47,34	101,55	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
	BANK POCZTOWY	BPO1022	50,00	101,00	0,0%	-	-	5,1%	3,3%
	BANK POCZTOWY	BPO1216	147,85	100,50	0,0%	-	-	2,6%	0,9%
	BZ WBK	BZW0618	485,00	100,20	-0,4%	-	-	2,7%	1,0%
	BZ WBK	BZW0717	475,00	101,20	0,0%	-	-	1,9%	0,2%
	BZ WBK	BZW1216	500,00	100,00	-0,3%	-	-	3,0%	1,3%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0218	241,64	88,00	1,1%	-	-	12,6%	10,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0220	75,00	77,00	2,7%	-	-	12,3%	10,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0221	100,00	73,60	-1,9%	-	-	12,0%	10,2%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0318	160,00	86,49	6,6%	-	-	12,9%	11,2%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0320	69,36	76,10	0,8%	-	-	12,5%	10,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0321	80,00	75,00	6,4%	-	-	11,4%	9,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0418	40,00	87,00	8,8%	-	-	12,3%	10,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0420	45,01	82,99	10,7%	-	-	9,9%	8,2%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0421	81,58	74,10	1,5%	-	-	11,6%	9,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0518	37,28	87,00	-4,9%	-	-	12,1%	10,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0617	350,00	94,40	-0,9%	-	-	8,0%	6,3%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0618	250,00	95,00	0,0%	-	-	8,1%	6,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0620	42,69	78,00	1,0%	-	-	11,4%	9,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0717	65,00	100,00	0,0%	-	-	3,5%	1,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0720	148,58	73,98	-1,4%	-	-	12,7%	11,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0817	35,00	96,00	0,0%	-	-	8,3%	6,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0819	172,03	81,40	4,4%	-	-	12,0%	10,3%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0820	65,00	76,25	-6,4%	-	-	11,7%	10,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0917	50,00	96,00	3,2%	-	-	8,2%	6,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0919	17,99	82,00	5,1%	-	-	11,6%	9,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1017	45,00	90,51	-7,2%	-	-	11,8%	10,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1019	40,00	80,00	5,3%	-	-	12,2%	10,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1020	35,00	72,50	-9,4%	-	-	12,8%	11,1%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1119	40,00	78,00	1,6%	-	-	12,8%	11,0%

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount margin	Zero Discount Margin
Banki	GETIN NOBLE BANK	GNB1120	50,00	72,00	-2,7%	-	-	7,1%	5,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1217	100,00	100,00	0,0%	-	-	3,5%	1,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1219	40,62	79,19	13,1%	-	-	12,2%	10,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1220	24,25	75,00	0,0%	-	-	11,4%	9,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNF0618	40,00	94,99	0,0%	-	-	7,7%	6,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNO0320	33,29	99,75	0,0%	4,1%	2,3%	-	-
	GETIN NOBLE BANK	GNO0917	20,00	91,50	-5,7%	-	-	11,3%	9,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNO1120	40,40	74,97	-5,7%	-	-	11,8%	10,0%
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1217	565,00	100,00	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1219	300,00	100,00	0,0%	-	-	2,5%	0,8%
	mBANK	MBK0125	750,00	99,50	0,0%	-	-	3,9%	2,2%
	mBANK	MBK1223	500,00	99,74	-0,3%	-	-	4,0%	2,3%
	PKO BP S.A.	PKO0922	1 600,70	102,50	0,0%	-	-	3,0%	1,2%
	RAIFFEISEN BANK POLSKA	RBP1117	500,00	100,15	0,0%	-	-	3,0%	1,2%
BGK	Bank Gospodarstwa Krajowego	BGK0118	1 000,00	100,35	0,0%	-	-	2,1%	0,3%
	Bank Gospodarstwa Krajowego	BGK0517	1 370,00	100,00	0,0%	-	-	2,1%	0,4%
	Bank Gospodarstwa Krajowego	BGK1016	500,00	100,00	0,0%	-	-	2,7%	1,0%
	Bank Gospodarstwa Krajowego	IDS1018	11 652,50	108,50	0,0%	2,9%	1,2%	-	-
	Bank Gospodarstwa Krajowego	IDS1022	5 250,00	121,00	0,0%	2,3%	0,6%	-	-
	Bank Gospodarstwa Krajowego	IDS1024	1 270,00	99,17	0,0%	4,1%	2,4%	-	-
	Bank Gospodarstwa Krajowego	IWS0645	1 000,00	97,90	0,0%	6,1%	4,4%	-	-
Budownictwo	ERBUD	ERB0318	52,00	101,50	0,0%	-	-	4,0%	2,2%
	TORPOL	TOR0818	40,00	100,18	0,0%	-	-	3,6%	1,8%
	UNIBEP	UNI0516	11,00	102,20	0,0%	-	-	-3,6%	-5,3%
	UNIBEP	UNI0618	30,00	100,00	0,0%	-	-	4,3%	2,5%
Chemia	CIECH	CI21217	160,00	103,00	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
	PCC CONS. PRODUCTS KOSMET	KOS0516	4,16	100,00	0,0%	6,6%	5,1%	-	-
	PCC CONS. PRODUCTS KOSMET	KOS1117	3,00	100,05	0,1%	5,9%	4,5%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0416	25,00	100,95	0,4%	-0,5%	-2,1%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0419	22,00	102,43	1,1%	4,6%	2,8%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0517	25,00	103,43	0,7%	3,9%	2,6%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0620	20,00	102,12	-0,5%	4,4%	2,5%	-	-
	PCC ROKITA	PCR1019	25,00	102,34	-1,0%	4,8%	2,8%	-	-
Deweloperzy komercyjni	BBI DEVELOPMENT	BBI0217	53,00	101,20	1,2%	-	-	6,5%	4,8%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0218	35,00	101,00	1,5%	-	-	6,3%	4,5%
	CAPITAL PARK	CAP0318	11,11	98,60	0,5%	-	-	6,7%	5,0%
	CAPITAL PARK	CAP0617	35,00	100,00	0,1%	-	-	7,3%	5,5%
	CAPITAL PARK	CAP0618	33,12	99,40	2,1%	-	-	6,3%	4,6%
	CAPITAL PARK	CAP0818	1,88	100,00	0,0%	-	-	6,0%	4,3%
	CAPITAL PARK	CAP0917	20,00	100,00	1,0%	-	-	7,0%	5,3%
	CAPITAL PARK	CAP1217	53,89	99,50	3,1%	-	-	6,3%	4,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0219	100,00	101,50	0,0%	-	-	4,8%	3,1%

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount margin	Zero Discount Margin
Deweloperzy komercyjni	ECHO INVESTMENT	ECH0318	75,00	100,40	-1,3%	-	-	4,8%	3,0%
	ECHO INVESTMENT	ECH0417	200,00	102,28	0,0%	-	-	3,6%	1,8%
	ECHO INVESTMENT	ECH0418	50,00	100,40	0,0%	-	-	4,7%	3,0%
	ECHO INVESTMENT	ECH0519	70,50	100,00	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0616	50,00	100,49	-0,3%	-	-	3,4%	1,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0618	80,00	101,60	0,0%	-	-	4,5%	2,8%
	ECHO INVESTMENT	ECH0716	25,00	100,49	0,0%	-	-	3,4%	1,7%
	ECHO INVESTMENT	ECN0418	230,00	100	0,0%	-	-	4,2%	2,5%
	FLORSEN	FLO0418	10,00	100,50	0,0%	6,7%	4,9%	-	-
	GHELAMCO INVEST	GHC0619	30,00	100,00	0,5%	-	-	5,8%	4,0%
	GHELAMCO INVEST	GHC0718	30,80	100,15	0,0%	-	-	6,7%	5,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE0118	114,52	100,10	-1,1%	-	-	6,7%	5,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE0418	27,17	100,40	0,0%	-	-	6,0%	4,3%
	GHELAMCO INVEST	GHE0519	50,00	100,14	0,0%	-	-	6,2%	4,5%
	GHELAMCO INVEST	GHE0619	50,00	100,25	-0,7%	-	-	5,2%	3,4%
	GHELAMCO INVEST	GHE0716	20,00	100,70	0,0%	-	-	5,0%	3,3%
	GHELAMCO INVEST	GHE0718	120,36	100,35	0,3%	-	-	6,6%	4,9%
	GHELAMCO INVEST	GHE0816	9,20	100,00	0,0%	-	-	6,1%	4,4%
	GHELAMCO INVEST	GHE1116	6,53	100,00	0,0%	-	-	5,7%	4,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE1117	37,78	101,50	0,0%	-	-	5,6%	3,8%
	GHELAMCO INVEST	GHE1119	50,00	99,50	-0,2%	-	-	5,9%	4,2%
	GHELAMCO INVEST	GHI0619	50,00	100,34	-0,2%	-	-	5,6%	3,9%
	GHELAMCO INVEST	GHI0718	30,00	100,55	-1,3%	-	-	6,0%	4,3%
	GHELAMCO INVEST	GHJ0718	30,00	101,65	0,0%	-	-	5,5%	3,8%
	GHELAMCO INVEST	GHK0718	11,24	100,00	-0,6%	-	-	6,3%	4,5%
	GTB METROPOLIS NIERUCHOMOŚCI	GTB0617	1,69	99,50	0,0%	9,6%	8,1%	-	-
	GTB METROPOLIS NIERUCHOMOŚCI	GTB1117	6,86	99,50	0,0%	4,0%	2,3%	-	-
	GTC	GTC0319	200,00	101,29	0,3%	-	-	5,8%	4,0%
	GTC	GTC0418	294,20	101,00	0,0%	-	-	5,3%	3,5%
	HB REAVIS FINANCE PL	HBR1117	111,00	100,00	-1,3%	-	-	5,7%	4,0%
	POZNAŃSKA 37 SPV	POA0117	15,60	105,50	0,0%	1,2%	-0,1%	-	-
	POZNAŃSKA 37 SPV	POB0117	34,40	105,50	0,0%	1,2%	-0,1%	-	-
	RANK PROGRESS	RNK0616	130,81	99,55	13,1%	-	-	8,9%	7,1%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0418	24,53	100,25	-0,2%	-	-	6,6%	4,9%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0518	10,00	99,70	0,0%	-	-	6,2%	4,5%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0617	23,50	100,05	-0,4%	-	-	5,9%	4,2%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0618	13,26	100,10	0,0%	-	-	6,6%	4,9%
	WARIMPEX	WXB0316	25,91	98,31	-1,3%	-	-	27,7%	25,9%
	WARIMPEX	WXF0218	3,00	106,00	0,0%	-	-	4,6%	2,9%
	WARIMPEX	WXF1017	8,00	100,00	0,0%	-	-	8,1%	6,4%
	WARIMPEX	WXF1118	19,50	105,20	0,0%	0,5%	-1,3%	-	-
Dew. Mie.	ATAL	ATL0616	30,00	100,00	0,0%	-	-	5,2%	3,4%

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount margin	Zero Discount Margin
Deweloperzy mieszkaniowi	ATAL	ATL1016	17,60	102,65	0,0%	-	-	2,3%	0,5%
	DEVELOPRES	DVR0318	15,00	100,70	0,7%	-	-	6,4%	4,7%
	DOM DEVELOPMENT	DOM0217	120,00	102,49	0,0%	-	-	2,6%	0,9%
	DOM DEVELOPMENT	DOM0318	50,00	101,90	0,2%	-	-	3,4%	1,7%
	DOM DEVELOPMENT	DOM0620	100,00	100,27	-0,2%	-	-	3,6%	1,8%
	ED invest S.A.	EDI1116	6,60	99,38	0,9%	-	-	7,6%	5,9%
	J.W. CONSTRUCTION HOLDING	JWC1217	120,00	101,00		-	-	4,7%	2,9%
	LC CORP	LCC0320	65,00	100,35	0,0%	-	-	4,8%	3,1%
	LC CORP	LCC0619	50,00	102,50	0,0%	-	-	4,4%	2,7%
	LC CORP	LCC1018	50,00	102,20	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	LOKUM DEWELOPER	LKD1017	30,00	98,70	-1,2%	-	-	6,4%	4,6%
	MAK DOM	MKD0317	5,50	100,00	0,0%	-	-	6,5%	4,8%
	MARVIPOL	MVP0819	60,00	100,00	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	MURAPOL	MUL1116	18,57	100,85	0,0%	-	-	4,4%	2,7%
	MURAPOL	MUR0418	30,00	99,95	0,1%	-	-	6,4%	4,6%
	MURAPOL	MUR0816	6,65	100,50	0,5%	-	-	6,2%	4,5%
	MURAPOL	MUR1018	22,49	100,00	0,5%	-	-	6,3%	4,6%
	MURAPOL	MUR1116	8,93	100,90	1,3%	-	-	6,1%	4,4%
	NORDIC DEVELOPMENT	NOR1016	22,00	105,50	-0,5%	1,4%	0,0%	-	-
	POLNORD	PND0118	10,50	100,50	0,0%	-	-	5,6%	3,8%
	POLNORD	PND0217	50,00	100,50	0,3%	-	-	5,5%	3,8%
	POLNORD	PND0218	34,00	100,50	0,5%	-	-	5,5%	3,8%
	POLNORD	PND0618	50,00	97,00	-1,2%	-	-	6,6%	4,9%
	ROBYG	ROB0218	45,00	101,05	0,0%	-	-	5,2%	3,5%
	ROBYG	ROB0219	20,00	101,00	0,0%	-	-	4,2%	2,5%
	ROBYG	ROB0616	84,00	100,90	-0,3%	-	-	3,5%	1,8%
	ROBYG	ROB0619	60,00	0,00		-	-	1,7%	0,0%
	ROBYG	ROB1018	60,00	101,00	0,5%	-	-	4,3%	2,6%
	ROBYG	ROG0218	15,00	101,20	0,1%	-	-	5,1%	3,4%
	RONSON EUROPE	RON0119	10,00	100,40	0,4%	-	-	5,6%	3,9%
	RONSON EUROPE	RON0218	5,00	101,50	0,0%	-	-	4,5%	2,7%
	RONSON EUROPE	RON0419	15,50	100,50	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
	RONSON EUROPE	RON0518	28,00	100,55	0,0%	-	-	5,0%	3,3%
	RONSON EUROPE	RON0616	15,55	102,50	0,0%	-	-	-2,1%	-3,8%
	RONSON EUROPE	RON0617	83,50	102,00	1,3%	-	-	3,9%	2,2%
	RONSON EUROPE	RON0619	4,50	100,00	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	RONSON EUROPE	RON0716	2,25	101,40	0,0%	-	-	2,7%	1,0%
	SALWIRAK	SAL0317	5,00	98,70	-0,3%	-	-	8,6%	6,9%
	UNIDEVELOPMENT	UND0317	20,00	100,00	0,0%	-	-	6,8%	5,1%
	VICTORIA DOM	VDM0217	8,05	100,00	0,0%	-	-	7,7%	5,9%
	VICTORIA DOM	VDM0618	15,00	100,00	0,0%	-	-	7,4%	5,6%
	WIKANA	WIK0117	7,61	100,00	0,0%	-	-	7,7%	6,0%

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount margin	Zero Discount Margin
Dew. Mie.	WŁODARZEWSKA	WLD0516	4,60	75,00	-9,1%	-	-	171,5%	169,8%
	WŁODARZEWSKA	WLO0516	17,50	42,50	75,8%	-	-	665,1%	663,4%
Fundusz	BEST II NS FIZ	BS20118	30,00	99,70	-0,3%	-	-	6,2%	4,5%
	BEST III NS FIZ	BS30616	21,14	100,00	0,0%	-	-	5,9%	4,1%
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM0416	3,46	100,00	0,0%	-	-	9,8%	8,1%
	EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM1216	4,39	97,00	-3,0%	-	-	15,5%	13,8%
	FUNDUSZ HIPOTECZNY DOM SA SKA	FHS1217	3,57	99,49	-0,5%	8,7%	7,3%	-	-
	IIF	IIF1017	3,00	101,90	-0,1%	6,7%	5,0%	-	-
	INVISTA	INV1217	1,98	100,00	0,0%	9,0%	7,5%	-	-
	KREDYT INKASO I NS FIZ	KI10517	50,00	100,10	0,1%	-	-	7,3%	5,5%
	MCI CAPITAL	MCI0318	50,00	100,00	0,0%	-	-	5,6%	3,9%
	MCI CAPITAL	MCI0416	36,00	100,05	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
	MCI CAPITAL	MCI0616	18,80	100,90	0,0%	-	-	3,4%	1,7%
	MCI CAPITAL	MCI1017	31,00	100,00	0,0%	-	-	5,6%	3,9%
	MCI CAPITAL	MCI1216	30,00	100,90	0,4%	-	-	5,1%	3,4%
	MCI CAPITAL	MCI1218	66,00	100,00		-	-	5,6%	3,9%
Inne	2C PARTNERS	2CP0316	2,10	97,50	5,4%	47,0%	36,9%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0317	3,00	90,50	29,3%	21,7%	18,4%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0416	4,21	97,19	11,7%	30,4%	25,0%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0517	2,00	94,00	34,3%	15,2%	12,8%	-	-
	ADMIRAL BOATS	ADM0917	6,00	98,00		10,2%	8,2%	-	-
	AGENCJA ROZWOJU PRZEMYSŁU	ARP1217	150,00	101,50	0,0%	-	-	2,4%	0,7%
	AmRest Holdings SE	AMR0618	140,00	101,50	0,0%	-	-	3,5%	1,8%
	AmRest Holdings SE	AMR0919	140,00	101,37	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	BENEFIT SYSTEMS	BFT0618	50,00	101,00	0,5%	-	-	2,7%	0,9%
	BOOMERANG	VNT0316	0,36	90,00	5,9%	319,6%	141,8%	-	-
	CHEMOSERVIS-DWORY	CHS0318	15,00	103,50	-2,4%	-	-	5,2%	3,5%
	ELEMENTAL HOLDING	EMT1017	26,00	100,00	0,0%	-	-	4,2%	2,5%
	ELEMENTAL HOLDING	EMT1019	24,00	100,00	0,0%	-	-	4,3%	2,6%
	GRANIT-COLOR	GRA0816	5,77	101,00	1,5%	7,3%	5,5%	-	-
	HUSSAR GRUPPA	HGR0517	1,71	101,00	0,0%	7,8%	5,9%	-	-
	INTEGER.PL	ITG0617	30,00	100,00	0,0%	-	-	6,3%	4,6%
	INTEGER.PL	ITG0918	60,00	100,00	0,0%	-	-	6,7%	5,0%
	INTEGER.PL	ITG1217	15,00	100,00	0,0%	-	-	5,5%	3,8%
	INTEGER.PL	ITG1219	15,00	93,00	0,0%	-	-	9,2%	7,5%
	IWOPL	IWO0616	2,36	99,70	-0,9%	-	-	9,7%	8,0%
	LZMO	LZM1116	6,10	69,00	1,4%	82,9%	63,4%	-	-
	MEDORT	MDR1016	25,88	100,50	0,0%	-	-	6,3%	4,5%
	MEXPOL	MPL0316	1,60	95,21	0,2%	-	-	67,2%	65,5%
	MO-BRUK	MBR0816	16,38	91,00	14,5%	-	-	26,4%	24,6%
	ORBIS	ORB0620	300,00	101,50	0,5%	-	-	2,4%	0,6%
	OT LOGISTICS	OTS0217	30,00	99,95	0,0%	-	-	5,9%	4,2%

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount margin	Zero Discount Margin
Inne	OT LOGISTICS	OTS0818	10,00	99,79	0,8%	5,6%	3,8%	-	-
	OT LOGISTICS	OTS1118	100,00	100,45	0,0%	-	-	5,5%	3,7%
	PCC AUTOCHEM	AUT0217	3,00	101,10	-0,9%	5,6%	3,9%	-	-
	POLBRAND	PBD0616	3,94	96,00	0,0%	25,6%	21,3%	-	-
	POLBRAND	PBD1017	1,55	100,00	3,1%	9,2%	7,3%	-	-
	REGIS	RGS0717	7,15	100,10	0,2%	-	-	6,7%	4,9%
	ROBINSON EUROPE	RBS1017	1,03	100,95	1,0%	-	-	8,1%	6,3%
	Summa Linguae Spółka Akcyjna	SUL0717	1,45	100,45	1,4%	10,0%	7,9%	-	-
	TOPMEDICAL	TPM0816	1,46	95,00	0,0%	-	-	20,5%	18,8%
	WORK SERVICE	WSE0317	20,00	101,50	0,0%	-	-	2,8%	1,1%
	WORK SERVICE	WSE0717	25,00	106,00	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
	WORK SERVICE	WSE1016	55,00	100,45	-0,5%	-	-	5,7%	3,9%
	WSIP SA	WSP0918	124,17	100,00	0,0%	-	-	6,3%	4,5%
	ZM HENRYK KANIA	KAN0318	25,00	101,60	0,0%	-	-	5,5%	3,7%
	ZM HENRYK KANIA	KAN1117	45,00	101,10	0,5%	-	-	5,8%	4,1%
IT	AB	ABE0720	70,00	100,70	0,0%	-	-	3,1%	1,4%
	AB	ABE0819	100,00	100,75	0,0%	-	-	3,2%	1,4%
	ACTION	ACT0717	100,00	100,00	-0,5%	-	-	3,2%	1,5%
	AILLERON	ALL0317	15,00	100,20	0,2%	-	-	7,4%	5,6%
	COMP	CMP0620	50,00	100,00	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	COMP	CMP0717	36,00	101,00	0,0%	-	-	3,4%	1,7%
	CUBE. ITG	CTG0417	3,50	90,00	0,0%	-	-	18,0%	16,2%
	ELZAB	ELZ0418	25,00	100,00	0,0%	-	-	3,5%	1,8%
	SMT	SMT0917	5,60	100,00	0,1%	-	-	6,4%	4,7%
	SYGNITY	SGN1217	40,00	100,05	0,1%	-	-	4,3%	2,6%
	T-BULL	TBL0517	1,20	100,00	-0,5%	11,6%	9,9%	-	-
	UNIFIED FACTORY	UFC0217	3,00	101,50	-0,2%	7,2%	5,8%	-	-
	WB ELECTRONICS	WBE1117	80,00	101,00	0,4%	-	-	4,8%	3,1%
Paliwa, Gaz Energia	ENEA	ENA0220	1 000,00	100,00	0,0%	-	-	2,6%	0,9%
	ENERGA	ENG1019	1 000,00	102,00		-	-	2,7%	0,9%
	GRUPA DUON	DUO0618	30,00	100,00	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA	PGE0618	1 000,00	100,00	0,0%	-	-	2,5%	0,7%
	PGNiG	PGN0617	2 500,00	100,76	0,0%	-	-	2,5%	0,7%
	PKN ORLEN	PK11117	100,00	100,64	-0,3%	-	-	2,7%	0,9%
	PKN ORLEN	PKN0219	1 000,00	101,20	-1,9%	-	-	3,0%	1,2%
	PKN ORLEN	PKN0418	200,00	100,35	-0,3%	-	-	2,9%	1,1%
	PKN ORLEN	PKN0420	100,00	107,23	0,3%	3,1%	1,1%	-	-
	PKN ORLEN	PKN0517	200,00	100,94	0,1%	-	-	2,5%	0,8%
	PKN ORLEN	PKN0617	200,00	100,31	-0,4%	-	-	3,0%	1,3%
	PKN ORLEN	PKN1117	200,00	100,78	-0,3%	-	-	2,7%	0,9%
	TAURON POLSKA ENERGIA	TPE1119	1 750,00	100,00	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
Poż.	CAPITAL SERVICE	CSV0217	2,88	100,00	-1,1%	9,4%	8,0%	-	-

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount margin	Zero Discount Margin
Pożyczki	EUROCENT	ERC0617	1,80	103,00	1,0%	5,9%	4,5%	-	-
	EUROCENT	ERC0916	2,00	101,50	-0,5%	5,6%	4,2%	-	-
	EVEREST CAPITAL	EVC0418	30,00	99,80	-0,2%	-	-	6,8%	5,1%
	EVEREST CAPITAL	EVC1118	20,00	99,80	0,0%	-	-	6,8%	5,1%
	FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0517	20,50	100,35	-0,9%	-	-	7,9%	6,2%
	IPF INVESTMENTS POLSKA	IPP0620	200,00	96,19	-3,8%	-	-	7,0%	5,3%
	MIKROKASA	MKR0417	1,72	100,00	1,2%	8,9%	7,4%	-	-
	MIKROKASA	MKR0517	1,50	98,10	1,1%	9,6%	8,2%	-	-
	MIKROKASA	MKR0617	1,01	97,20	-2,5%	10,9%	9,4%	-	-
	MIKROKASA	MKR0916	2,00	100,00	0,1%	9,3%	7,8%	-	-
	MIKROKASA	MKR0917	1,00	96,00	-1,2%	10,8%	9,2%	-	-
	MIKROKASA	MKR1016	2,42	99,00	0,4%	11,1%	9,6%	-	-
	MIKROKASA	MKR1116	2,00	99,50	0,0%	9,8%	8,3%	-	-
	SMS KREDYT HOLDING	SMS0418	3,01	100,50	0,0%	8,7%	6,9%	-	-
	SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	4,06	101,00	1,0%	-	-	7,0%	5,2%
	WIERZYCIEL	WRL0516	2,00	97,00	-1,5%	-	-	1,7%	0,0%
Przemysł drzewny	FABRYKA KONS. DREWNIANYCH	FKD0516	3,00	94,50	4,4%	41,3%	36,1%	-	-
	KLON	KLN0217	2,50	100,60	-0,4%	-	-	6,6%	4,9%
	MERA	MER0616	1,65	100,60	0,4%	-	-	4,9%	3,2%
	PAGED	PGD0817	49,00	100,50	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
	PAGED	PGD0818	21,00	100,00	0,0%	-	-	5,4%	3,7%
	POZBUD T&R	POZ0219	50,00	98,70	0,7%	-	-	4,8%	3,0%
Retail	CCC	CCC0619	210,00	100,00	0,0%	-	-	3,2%	1,5%
	Czerwona Torebka Spółka Akcyjna	CZT0416	14,61	69,00	1,5%	-	-	352,8%	351,1%
	DAYLI POLSKA	DAY0916	5,00	29,99	11,0%	336,0%	242,6%	-	-
	EMPIK	EMF1117	128,80	91,00	-1,6%	-	-	15,9%	14,1%
	EUROCASH	EUH0618	140,00	97,50	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	KERDOS GROUP	KRS0316	3,00	39,00	10,2%	5727,4%	1090,0%	-	-
	KERDOS GROUP	KRS0318	9,98	91,39	0,0%	13,2%	11,2%	-	-
	KERDOS GROUP	KRS0416	3,00	42,00	-2,3%	1072,6%	519,8%	-	-
	KERDOS GROUP	KRS0516	1,95	86,00	0,0%	73,5%	66,0%	-	-
	KERDOS GROUP	KRS1217	13,22	20,05	54,1%	124,5%	107,1%	-	-
Sieć medyczna	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0622	124,30	100,00	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0916	0,70	101,80	0,0%	-	-	2,8%	1,1%
	BIOMED-LUBLIN	BML0818	9,00	78,99	-11,2%	-	-	18,3%	16,5%
	POLSKA GRUPA FARMACEUTYCZNA	PGF1120	100,00	100,50	-	-	-	4,2%	2,5%
	VOXEL	VOL0716	10,00	100,19	0,0%	-	-	5,9%	4,2%
	VOXEL	VOX0716	12,00	100,00	-0,2%	-	-	6,9%	5,2%
TMT	CYFROWY POLSAT	CPS0721	1 000,00	100,64	-0,5%	-	-	4,1%	2,4%
	MULTIMEDIA POLSKA	MMP0520	1 038,00	100,45	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
Usł. Finan.	ABS INVESTMENT	AIN0717	1,00	100,45	0,0%	8,1%	6,7%	-	-
	AOW FAKTORING	AOW0317	5,00	100,90	0,7%	-	-	5,8%	4,1%

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount margin	Zero Discount Margin
Usługi finansowe	AOW FAKTORING	AOW0416	5,00	100,80	0,8%	-	-	1,6%	-0,2%
	AOW FAKTORING	AOW0517	5,00	100,50	0,3%	-	-	6,4%	4,6%
	AOW FAKTORING	AOW0618	2,00	0,00		-	-	1,7%	0,0%
	COPERNICUS SECURITIES	CRS0416	5,00	92,00	-2,1%	-	-	81,2%	79,5%
	GPW	GPW0117	120,48	100,50	0,4%	-	-	2,4%	0,7%
	GPW	GPW1022	125,00	102,19	0,7%	2,8%	0,6%	-	-
	PRAGMA INWESTYCJE	PIN1016	10,00	100,00	0,0%	-	-	6,1%	4,4%
	Property Lease Fund	PLE0616	3,00	39,00	0,0%	-	-	610,6%	608,8%
	Property Lease Fund	PLE0916	5,00	12,30	-44,1%	1415,3%	416,4%	-	-
	Property Lease Fund	PLE1216	2,72	98,00	0,0%	11,5%	9,9%	-	-
Wierzytelności	BEST	BST0319	35,00	98,50	0,7%	-	-	5,6%	3,8%
	BEST	BST0320	20,00	99,80	0,1%	-	-	5,3%	3,6%
	BEST	BST0418	45,00	100,10	0,8%	-	-	5,5%	3,8%
	BEST	BST0516	39,00	100,48	0,5%	-	-	4,6%	2,9%
	BEST	BST0820	60,00	99,90	-0,6%	-	-	5,4%	3,6%
	BEST	BST1018	50,00	100,10	-0,3%	6,1%	4,4%	-	-
	CASUS FINANCE	CAS1216	4,83	101,00	-0,1%	-	-	5,5%	3,8%
	DEBT TRADING PARTNERS BIS	DTP0816	9,06	100,70	-0,8%	-	-	4,8%	3,1%
	EGB INVESTMENTS	EGB0118	10,00	101,50	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	EGB INVESTMENTS	EGB0318	6,00	97,00	0,0%	-	-	7,8%	6,1%
	EGB INVESTMENTS	EGB0618	6,00	97,00	0,0%	-	-	7,7%	6,0%
	EGB INVESTMENTS	EGB1217	10,00	102,00	0,0%	-	-	6,6%	4,8%
	FAST FINANCE	FFI0916	3,87	89,50	-3,8%	-	-	29,4%	27,6%
	FAST FINANCE	FFI1116	8,60	90,00	-5,2%	-	-	24,5%	22,8%
	INDOS	INS1017	6,00	101,00	-1,0%	7,9%	6,1%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0217	2,60	102,00	-1,2%	6,4%	4,6%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0416	1,15	100,00	-2,8%	8,9%	7,0%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0617	3,49	102,00	0,0%	8,1%	6,2%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0916	2,28	102,00	0,5%	5,9%	4,1%	-	-
	KREDYT INKASO	KRI0118	17,00	102,50	0,0%	-	-	4,8%	3,0%
	KREDYT INKASO	KRI0416	15,00	100,00	0,0%	-	-	7,3%	5,5%
	KREDYT INKASO	KRI0619	40,00	100,00		-	-	5,7%	4,0%
	KREDYT INKASO	KRI0717	53,00	102,20	0,0%	-	-	4,3%	2,6%
	KREDYT INKASO	KRI0916	30,00	102,50	0,0%	-	-	2,7%	1,0%
	KREDYT INKASO	KRI1018	69,00	100,80	0,0%	-	-	5,0%	3,3%
	KREDYT INKASO	KRI1216	18,00	103,70	0,0%	-	-	2,9%	1,1%
	KRUK	KRU0316	84,00	100,50	-1,8%	-	-	-3,2%	-5,0%
	KRUK	KRU0317	60,00	102,10	0,2%	-	-	4,2%	2,4%
	KRUK	KRU0517	60,00	101,80	0,2%	-	-	4,4%	2,7%
	KRUK	KRU0618	15,00	104,10	-2,7%	-	-	4,4%	2,6%
	KRUK	KRU0620	13,36	101,62	-0,4%	4,1%	2,4%	-	-
	KRUK	KRU0621	100,00	101,10	-0,1%	-	-	4,6%	2,9%

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount margin	Zero Discount Margin
Wierzytelności	KRUK	KRU0818	50,00	102,00	-1,0%	-	-	5,4%	3,6%
	KRUK	KRU1018	40,00	102,00	-0,8%	-	-	5,4%	3,7%
	KRUK	KRU1116	30,00	102,50	0,0%	-	-	2,6%	0,9%
	KRUK	KRU1120	30,00	101,40	0,2%	-	-	4,3%	2,6%
	KRUK	KRU1216	40,00	101,00	0,0%	-	-	4,9%	3,2%
	KRUK	KRU1217	15,00	102,50	-0,3%	-	-	4,2%	2,5%
	KRUK	KRU1218	10,00	104,00	-0,2%	-	-	4,5%	2,7%
	KRUK	KRU1220	45,00	102,00	0,5%	-	-	4,6%	2,9%
	MW TRADE	MWD0316	10,00	99,00	-0,5%	-	-	18,8%	17,0%
	MW TRADE	MWT0316	30,00	99,55	1,1%	-	-	13,8%	12,1%
	MW TRADE	MWT0416	25,00	99,80	0,4%	-	-	7,3%	5,6%
	MW TRADE	MWT0417	15,00	100,90	0,9%	-	-	4,9%	3,2%
	MW TRADE	MWT0616	15,00	100,15	1,1%	-	-	5,7%	4,0%
	MW TRADE	MWT0618	23,00	100,10	-0,1%	-	-	4,4%	2,7%
	P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE1117	35,00	100,20	0,2%	-	-	6,0%	4,3%
	PRAGMA FAKTORING	PRF0218	10,00	100,24	-0,1%	-	-	5,8%	4,1%
	PRAGMA FAKTORING	PRF0418	10,00	100,18	0,2%	-	-	5,6%	3,9%
	PRAGMA FAKTORING	PRF1216	20,00	100,05	-0,1%	-	-	6,1%	4,3%
	PRAGMA INKASO	PRI0518	5,50	100,00	0,0%	-	-	5,7%	4,0%
	PRAGMA INKASO	PRI1117	10,00	100,88	0,7%	-	-	5,7%	3,9%
	VINDEXUS	VIN1116	0,75	103,00	0,0%	-	-	3,6%	1,8%

Źródło: GPW Catalyst, szacunki NWAI DM

Nota prawna

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAI 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 jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAI a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAI 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. Szczegółowe warunki sporządzania Rekomendacji określa Regulamin sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak NWAI nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raporty były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Analitycy sporządzając niniejszy raport działali z należyłą starannością. Analiza Spółki i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie Analityków.

Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez NWAI bez uzgodnienia ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Informacji dotyczących wyceny/prognoz wyników finansowych zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzanych przez Spółkę. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami NWAI. NWAI nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. NWAI zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym raporcie, a także do aktualizacji tych informacji w dowolnym czasie i bez powiadomienia.

Niniejszy raport został w zamierzeniu przygotowany i przeznaczony do udostępnienia klientom profesjonalnym w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz. U z 2014 r, poz. 94, z późn. zm.), może być także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa. NWAI 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 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, ϕ - Z-spread, zaś stopa WIBOR związana jest z czynnikiem dyskontowym ZT relacją:

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

YTM liczony jest zgodnie z formułą XIRR, według wzoru:

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

Obligacje zmiennokuponowe

Discount Margin

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

gdzie

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

δ – Discount Margin, P –cena brudna obligacji, q – marża, WFIX – znany Wibor dla obecnego okresu odsetkowego, WStub – 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

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

gdzie

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

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

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.