



## Grecja dryfuje na południe

Na polskich 10-latkach w lipcu obserwować mogliśmy złapanie oddechu po 3 miesięcznym trendzie wzrostowym, podczas którego rentowności osiągnęły poziom 3,4%. Tym samym skarbowy dług polskich wgrzył się w trendy obserwowane na globalnym rynku długu, do którego inwestorzy zdali się wrócić właśnie w lipcu powodując wzrosty ceny obligacji.

**Grzegorz Balcerski**

Doradca Inwestycyjny, MPW  
Analityk

grzegorz.balcerski@nwai.pl

tel: 22 201 97 74

## POLSKA – solidne fundamenty podporą do zwyczajek długu

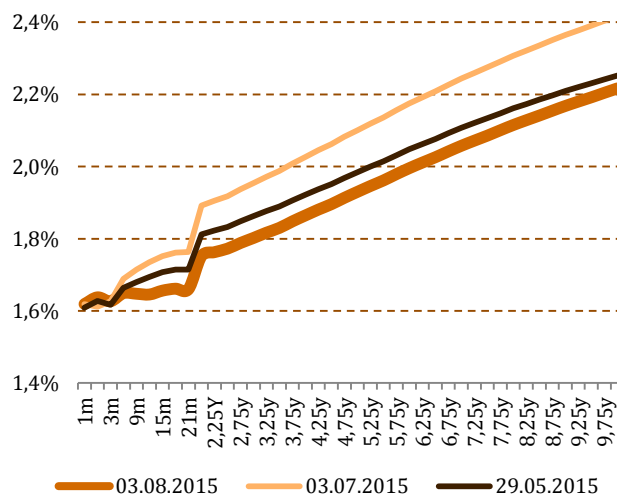
Do powrotu inwestorów na polski dług zachęcały dobre dane z polskiej gospodarki. Lepiej niż oczekiwano wypadły przemysłowe odczyty PMI na czerwiec i lipiec, odpowiednio 54,3 i 54,4 (oczekiwano 52,4 i 54,1). Na plus zaskoczyły także rachunek obrotów bieżących (+1184 mln EUR), produkcja przemysłowa (+7,6% vs oczekiwane +6,6%) oraz sprzedaż detaliczna (+3,8% vs oczekiwane +3,2%). Kolejny miesiąc z rzędu obserwować możemy spadek stopy bezrobocia do 10,3% z 10,8%, co w dobrym świetle stawia ogólną kondycję rynku pracy w naszym kraju.

Wciąż na marne szukać można w gospodarce presji inflacyjnej. Odczyt inflacji CPI za czerwiec wskazał zgodnie z oczekiwaniami na -0,8% i ciężko oczekiwać jej odbicia, zwłaszcza, że ponownie możemy obserwować na rynkach spadek cen ropy naftowej. Zgodnie z ostatnimi projekcjami Instytutu Ekonomicznego NBP roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -1,1÷-0,4% w 2015 r. (wobec -1,0÷0,0% w projekcji z marca 2015 r.), 0,7÷2,5% w 2016 r. (wobec -0,1÷1,8%) oraz 0,5÷2,6% w 2017 r. (wobec 0,1÷2,2%). Widoczna jest za to poprawa w prognozach dotyczących wzrostu PKB. Według projekcji PKB znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,0÷4,3% w 2015 r. (wobec 2,7÷4,2% w projekcji z marca 2015 r.), 2,3÷4,5% w 2016 r. (wobec 2,2÷4,4%) oraz 2,5÷4,7% w 2017 r. (wobec 2,4÷4,6%).

**Rentowność 10-letnich Polskich obligacji skarbowych**



**Spotowa krzywa stóp procentowych**



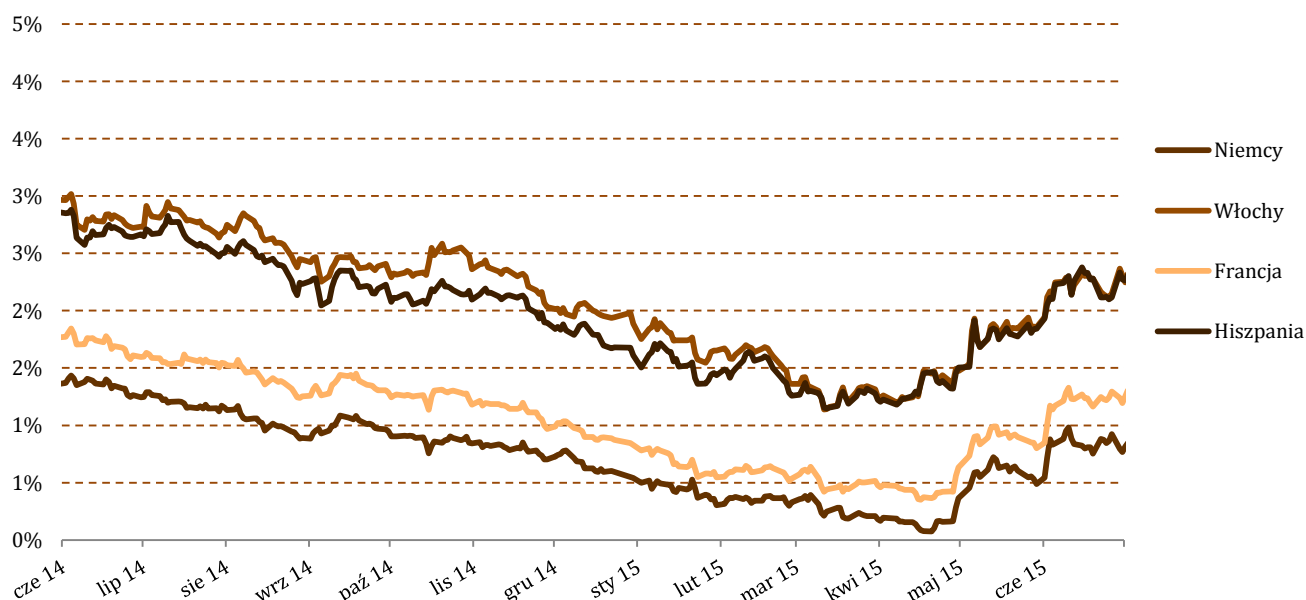
## GRECJA – Tsipras się przeliczył

Pierwsza połowa lipca zdecydowanie przebiegła pod znakiem kryzysu greckiego. Na włosku wisiała kwestia pozostania Greków w strefie euro, ci jednak utrzymali się na płynącym w burzliwe wody statku Unii Monetarnej. Zdaje się, że na siłę przyciągnięci przez kredytodawców i własny rząd, który co prawda podstawiony pod ścianą (co związane przede wszystkim z problemem banków), ale jak gdyby sam nie wiedział czego chce. Najpierw, ewidentnie chcąc wzmocnić swoją pozycję negocyjną premier Grecji zdecydował o rozpisaniu referendum na 5 lipca, w którym Hellada, będąca przecież kolebką demokracji, miała właśnie w demokratyczny sposób zdecydować o aprobachie bądź też odrzuceniu propozycji kredytodawców co do warunków wypłaty kolejnej transzy pomocy i reform. Grecy, z resztą gorąco dopingowani przez Tsiprasa do głosowania na „NIE”, sprzeciwili się przyjęciu propozycji Troiki. Po co to wszystko? A po to żeby tydzień później podpisać porozumienie z kredytodawcami, które de facto zakłada wyprzedaż majątku greckiego (poprzez fundusz prywatyzacyjny) celem pokrycia należności wobec nich oraz dalsze zaciskanie pasa dla Greków. Dodatkowo Grekom narzucane są fiskalne reformy zakładające podniesienie różnorodnych podatków i składek. Pytanie: jak takie rozwiązanie ma pomóc greckiej gospodarce się odrodzić? Jak podniesienie podatków ma pomóc w przezwyciężeniu recesji? A może chodzi tylko o zapewnienie spłaty długów wierzycielom? W zamian Grecja otrzymać ma 86 mld euro w ramach negocjowanego 3 letniego programu pomocowego. W międzyczasie Grecja otrzymała doraźną pożyczkę pomostową w wysokości ponad 7 mld euro (kolejne cudowne rozwiązanie – zadłużenie Grecji jeszcze bardziej wzrosło), która zapewne przedłużyć ma ledwo trzymający się na nogach grecki sektor bankowy.

Gdzie podział się Tsipras z kampanii wyborczej? To czy postąpił dobrze, czy źle i tak nie zmienia faktu, że jako polityk skompromitował się i okazał się gołosłownym, ignorując wolę własnego narodu i podstawowe ideały swojej partii. Pociągnęło to za sobą niemiłe konsekwencje, bo i protesty oburzonych obywateli i rozłam wewnątrz partii – większość z posłów głosujących przeciwko przyjęciu ugody w greckim parlamencie stanowili członkowie rządzącej Syrizy.

A może łatwiej byłoby po prostu wejść na oddzielną szalupę „Drahmę” i popłynąć własnym kursem? Ale czy wtedy zdołaliby uciągnąć olbrzymi dług, który za sobą holują? Tego się nie dowiemy, co najmniej póki co. Bo kiedy znów dojdziemy do jakiegoś decydującego punktu, temat Grexitu prędzej czy później powróci, i to pewnie ze zdwojoną siłą.

**Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych**



Ciekawie prezentują się doniesienia co do stanowiska MFW w sprawie Grecji, który postulować ma konieczność przeprowadzenia głębokich reform i restrukturyzacji (czyli redukcji) greckiego zadłużenia, gdyż jego obecny stan nie kwalifikuje się do otrzymania pomocy ze strony MFW. Ale oczywiście główny decydent w UE – Niemcy, nawet nie chce tego słyszeć. Z drugiej strony bez MFW ciężko będzie ściągnąć kwotę 86 mln euro, która i tak może nie wystarczyć. Lipcowe porozumienie na pewno nie rozwiązuje nam całej sytuacji i kolejne miesiące mogą wyglądać równie ciekawie co poprzednie... .

Bardzo miernie wygląda sytuacja sektora finansowego w Grecji. Od końca czerwca do czynienia mamy z kontrolą kapitału, przez kilka tygodni zamknięte były banki i giełda. Wg Fitcha greckie banki są nie płynne i niewypłacalne, a bez pomocy EBC, który zwiększył dla nich limit w ramach ELA o 0,9 mld euro i może być zmuszony zwiększać go dalej, upadły by. Odpływ gotówki z bankomatów, szacowany na 80-100 mln euro dziennie jest tak duży, że wprowadzono limity wypłat do 60 euro dziennie i 420 euro tygodniowo. Trudno ocenić na jak długo wystarczą takie środki greckiemu sektorowi bankowemu, a co za tym idzie całej greckiej gospodarce.

### **USA – niejednoznaczne fundamenty**

O ile w strefie Euro zdecydowanie karty rozdają polityka i emocje, o tyle w przypadku Stanów Zjednoczonych do głosu dochodzą fundamenty. W ciągu lipca zaś wysyłały one zrównoważone sygnały, przez co wciąż nie możemy być do końca pewni momentu rozpoczęcia podwyżek stóp za Oceanem.

Obserwując dane makroekonomiczne można mieć mieszane uczucia. Z jednej strony można zaobserwować poprawę na rynku pracy (w czerwcu stopa bezrobocia spadła z 5,5% do 5,3%), którego sytuację można uznać za zadowalającą, z drugiej strony zaś wciąż niesatisfakcjonujące jest tempo inflacji (inflacja bazowa CPI +1,8% r/r). Czynnikiem, który może odwieść FOMC od podwyżek we wrześniu jest słaby czerwcowy wynik sprzedaży detalicznej (-0,3% wobec oczekiwanych +0,3%). Co prawda nie jest to podstawowy element wpływający na politykę tej instytucji (do których należą rynek pracy i poziom cen), ale FOMC niejednokrotnie przypominał, że w swoich decyzjach pod uwagę bierze cały zestaw danych rynkowych i informacji ze światowych rynków finansowych, dlatego przy dużej zmienności związanej z sytuacją Grecji i niepewności dalszego tempa rozwoju Chin możemy oczekiwać większej ostrożności członków FED.

Decydentów z FOMC mogą niepokoić także niezadowalające dane o handlu zagranicznym gdzie widoczne jest osłabienie eksportu. Winą w dużej części jest mocny dolar, dlatego oczekiwać można, że Komitet nie będzie chciał swoimi decyzjami jeszcze bardziej podbijać jego notowań ryzykując zachłyśnięcie gospodarki USA (poprzez osłabienie pozycji firm eksportowych) oraz doprowadzić do wzrostów rentowności długu rządowego, wpływając tym samym na wzrost kosztu kredytu.

Zestawiając to wszystko z mało jastrzębim obecnym składem FOMC, spodziewać możemy się dużej ostrożności Jannet Yellen oraz pozostałych członków. Uwidocznione to było zarówno w publikacji „minutes” z posiedzenia czerwcowego, oświadczenie prasowe z lipcowego spotkania jak i wypowiedzi prezes Yellen w Kongresie, w których ze świecą szukać jakichkolwiek jednoznacznych sygnałów.

## Rynek polskich obligacji korporacyjnych

Lipiec przyniósł nam spadki notowań zdecydowanej większości sektorów wyróżnianych przez nas na Catalyst. Najbardziej negatywna średnia zmiana notowań w odniesieniu do czerwca dotknęła sektora Fundusze (-6,01%), a to za sprawą zapadających w listopadzie br. papierów PTI. Seria PTI1115 jest w chwili obecnej oceniana jako wręcz niemożliwa do spłaty. Jej kurs na koniec lipca wyniósł 3,1% nominału. Przypomnijmy, że spółka nie wykupiła w czerwcu obligacji serii B i z opóźnieniem przekazała środki na spłatę odsetek obligacji C. Stosunkowo duże straty poniosły także notowania długu banków, za czym stoi obniżka kursów obligacji GNB. Związana ona jest przede wszystkim z bardziej ostrożnym podejściem do walorów banku Leszka Czarneckiego, co było wynikiem ryzyka ustawowego przewalutowania kredytów frankowych, wzrostu kursu CHFPLN i wprowadzenia podatku od aktywów bankowych. Po przegłosowaniu w Sejmie ostatnimi dniami ustawy nakazującej bankom poniesienie 90% kosztów przewalutowania kredytów walutowych w sierpniu spodziewać się możemy dalszej presji na notowania długu GNB oraz pozostałych banków, zwłaszcza tych z dużym udziałem kredytów walutowych w portfelu. Warto dodać także, że EuroRating obniżył w lipcu ocenę kredytową GNB z BB na BB- z perspektywą negatywną.

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	10 814,16	6,05%	↑ 0,76%	4,26%	↑ 0,76%	↓ -2,48%
Budownictwo	115,54	5,48%	↓ -0,84%	3,69%	↓ -0,84%	↓ -0,92%
Chemia	284,16	4,18%	↓ -0,03%	2,39%	↓ -0,03%	↓ -0,42%
Deweloperzy komercyjni	2 285,65	5,87%	↓ -0,20%	4,08%	↓ -0,20%	↓ -0,02%
Deweloperzy mieszkaniowi	1 241,18	5,60%	↑ 0,36%	3,81%	↑ 0,36%	↓ -1,59%
Fundusz	307,40	5,78%	↑ 0,03%	3,99%	↑ 0,03%	↓ -6,01%
IT	303,21	4,55%	↑ 0,19%	2,75%	↑ 0,19%	↑ 0,55%
Paliwa, Gaz Energia	9 250,00	2,50%	↓ -0,12%	0,71%	↓ -0,12%	→ 0,00%
Pożyczki	239,36	6,17%	↓ -5,55%	4,38%	↓ -5,54%	↓ -0,24%
Przemysł drzewny	141,80	5,28%	↑ 0,00%	3,49%	↑ 0,00%	↓ -0,93%
Retail	370,61	7,62%	↓ -7,39%	5,83%	↓ -7,39%	↑ 2,32%
Sieć medyczna	113,69	7,82%	↓ -1,34%	6,03%	↓ -1,34%	↑ 0,16%
Telekomunikacja	1 038,00	4,79%	↑ 0,09%	3,00%	↑ 0,09%	↓ -0,31%
Usługi finansowe	293,57	6,65%	↓ -0,36%	4,86%	↓ -0,36%	↓ -2,20%
Wierzytelności	1 255,34	5,87%	↑ 0,10%	4,08%	↑ 0,10%	↓ -1,98%
Inne	1 606,28	6,59%	↑ 0,56%	4,80%	↑ 0,56%	↓ -0,93%

Po połowie podzieliły się sektory jeżeli brać pod uwagę wzrosty/spadki mediany Discount Margin. Najbardziej poprawiła się perspektywa postrzegania sektora Retail, a to ze względu na duży skok na notowaniach Próchnika. Seria PRC1215 należała do liderów wzrostu w lipcu (+6,5%) co poskutkowało obniżeniem DM do 11% z 26%. W Ubiegłym miesiącu producent odzieżowy zdołał uplasować emisję 5,09 mln obligacji rocznych płaćących stałe 8% w skali roku. Najwyższy wzrost mediany DM (+0,76 pp.) dotyczył w lipcu sektora bankowego co można łączyć ze wspomnianymi już problemami GNB.

Po dobrym czerwcu (największy wzrostu

Tab. 2. Największe obroty

Emitent	Seria	Obrót	
		Obrót 1m [mln PLN]	3m [mln PLN]
PKN ORLEN	PKN0418	9,0	22,6
ALIOR BANK	ALR1022	6,4	6,4
mBANK	MBK0125	5,9	5,9
IPF	IPP0620	5,1	5,2
GHELAMCO INVEST	GHI0619	4,4	4,4
KREDYT INKASO	KRI1018	4,2	6,4
GETIN NOBLE BANK	GNB0720	3,7	4,6
PKN ORLEN	PK11117	3,7	7,7
GETIN NOBLE BANK	GNB0218	3,7	7,3
PKN ORLEN	PKN0617	3,1	7,2

kursu m/m) do niełaski powróciła seria WLO0516 Włodarzewskej. W lipcu walory te taniały o ponad 53% (3 najgorszy wynik). Tak słaby performance związany jest z informacjami podanymi przez Puls Biznesu, jakoby podwykonawcy inwestycji prowadzonych przez emitenta zamierzali wnioskować o jego upadłość.

Kolejny miesiąc z rzędu najbardziej popularnym emitentem wśród inwestorów był PKN Orlen. Najchętniej handlowano serią PKN0418 (9,0 mln PLN obrotu). Chętnie handlowano także obligacjami banków. Seria ALR1022 Alior Banku wygenerowała obroty rzędu 6,4 mln PLN, a seria MBK0125 mBanku 5,9 mln PLN. Pewne odbicie możemy obserwować w obrotach na rynku wtórnym. Osiągnęły one poziom 183,2 mln PLN co jest najlepszym rezultatem od pięciu miesięcy. Wynik ten jest wyższy od mediany liczonej od początku roku 2013, co cieszyć może zwłaszcza w kontekście urlopowego okresu. Uzasadnienie zwiększonej aktywności inwestorów na wtórnym rynku korporacyjnym można się doszukiwać w spadkach notowań obligacji skarbowych, które zachęciły fundusze do szukania wyższych stóp zwrotu wśród korporatów. Na koniec lipca na Catalyst notowanych było 540 serii obligacji wyemitowanych przez 196 podmiotów, których łączna wartość nominalna wynosiła 596,4 mld PLN.

W lipcu na Catalyst zadebiutowało 20 nowych serii obligacji, największy debiut dotyczył 750-milionowej emisji mBanku. Do większych debiutów zaliczyć należy także emisje kolejnych dwóch banków. BZ WBK i Bank Millennium umieściły na Catalyst emisje o wartościach odpowiednio 485 i 300 mln PLN.

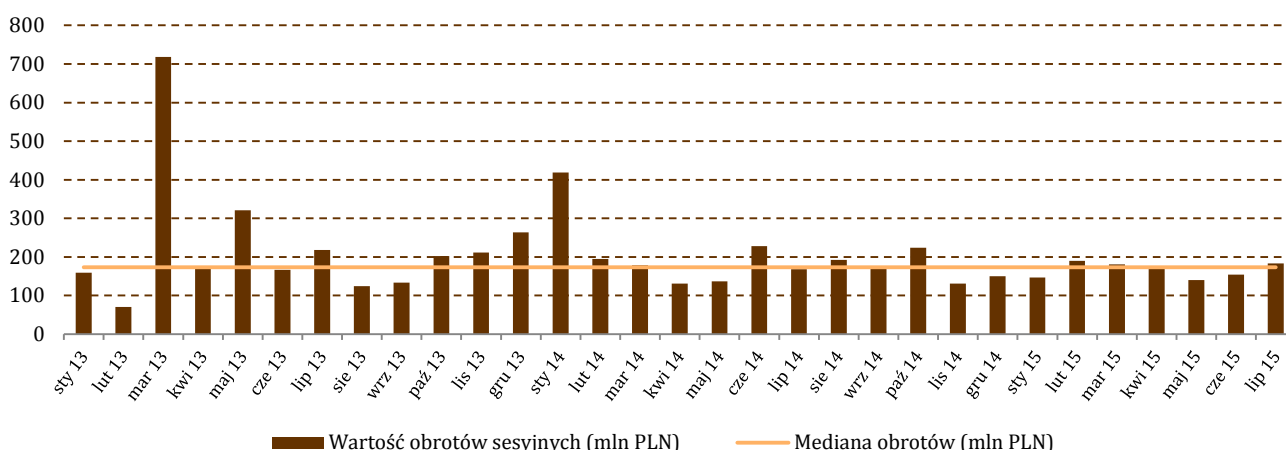
W lipcu nowy dług pozyskiwali zwłaszcza mniejsi emitenci. Wyjątek stanowi 1-miliardowa emisja Cyfrowego Polsatu dotycząca 6-letnich walorów oprocentowanych 2,5 pp. ponad WIBOR6M. Kolejna nowa emisja dotyczyła 5-letnich obligacji AB o wartości 70 mln PLN. Łącznie 40 mln pozyskał w dwóch emisjach Open Finance, również 40 mln udało się uplasować

Torpolowi, 25 mln PLN pozyskał z rynku SCO PAK. Mniejsze emisje ulokowały także Próchnik (5,1 mln PLN), Drop (5,0), Capital Service (3,2), Premium Pożyczki (3,0), LZMO (3,0) i Kleba Invest (2,0).

Tab. 3. Debiuty

Emitent	Seria	Data debiutu	Wartość emisji (mln PLN)
mBANK	MBK0125	2015-07-14	750,0
BZ WBK	BZW0618	2015-07-27	485,0
BANK MILLENNIUM	MIL0618	2015-07-24	300,0
KRUK	KRU0621	2015-07-15	100,0
ROBYG	ROB1018	2015-07-15	60,0
POLNORD	PND0618	2015-07-14	50,0
GHELAMCO INVEST	GHE0519	2015-07-08	50,0
GHELAMCO INVEST	GHI0619	2015-07-06	50,0
ZM HENRYK KANIA	KAN1117	2015-07-06	45,0
POLNORD	PND0218	2015-07-27	34,0
GHELAMCO INVEST	GHC0619	2015-07-06	30,0
ZM HENRYK KANIA	KAN0318	2015-07-06	25,0
MW TRADE	MWT0618	2015-07-29	23,0
PCC ROKITA	PCR0620	2015-07-14	20,0
KRUK	KRU0620	2015-07-01	13,4
POLNORD	PND0118	2015-07-27	10,5
GTB METROPOLIS	GTB1117	2015-07-03	8,1
EGB INVESTMENTS	EGB0318	2015-07-07	6,0
PRAGMA INKASO	PRI0518	2015-07-15	5,5
RONSON EUROPE	RON0619	2015-07-17	4,5

### Wartość obrotów sesyjnych



Tab.4. Serie notowanych obligacji o najkrótszym terminie wykupu

<b>Emitent</b>	<b>Seria</b>	<b>Data wykupu</b>	<b>Nominał [mln PLN]</b>	<b>Kurs</b>	<b>YTM</b>	<b>Z-spread</b>	<b>Discount Margin</b>	<b>Zero Discount Margin</b>
<b>Sierpień</b>								
RAPORT	RAP0815	2015-08-13	15,0	97,1	-	-	113,0%	111,2%
EUROCENT	ERC0815	2015-08-30	2,0	99,0	23,1%	17,3%	-	-
<b>Wrzesień</b>								
EUROPEJSKI FUNDUSZ MEDYCZNY	EFM0915	2015-09-07	2,0	100,0	8,8%	7,0%	-	-
WDB BU	WDB0915	2015-09-25	2,0	99,0	15,7%	13,7%	-	-
UBOAT - LINE	UBT0915	2015-09-27	5,0	2,0	-	-	23721,0%	23719,2%
<b>Październik</b>								
UNISERV-PIECBUD	PCB1015	2015-10-02	5,6	99,9	-	-	8,2%	6,4%
KANCELARIA MEDIUS	KME1015	2015-10-04	2,0	100,0	8,7%	7,1%	-	-
BANK MILLENNIUM	MIL1015	2015-10-05	250,0	101,3	-	-	-3,9%	-5,6%
ATAL	ATL1015	2015-10-08	7,9	100,7	-	-	1,6%	-0,2%
INSTALEXPORT	INE1015	2015-10-19	5,4	94,0	-	-	37,9%	36,1%
E-KANCELARIA	EKA1015	2015-10-23	2,1	70,0	446,0%	168,1%	-	-
PCZ	PCZ1015	2015-10-31	13,0	85,1	79,1%	71,6%	-	-

Tab. 5. Zmiany kursów

Emitent	Seria	Kurs			
		30.06.2015	Zmiana 1m	Zmiana 3m	Zmiana 6m
<b>Największe wzrosty</b>					
E-KANCELARIA	EKA1215	1,5	↑ 35,14%	↓ -96,25%	↓ -98,08%
MEXPOL	MPL0316	76	↑ 10,79%	↓ -19,15%	↓ -25,71%
POLKAP	SFK1215	99	↑ 10,00%	↑ 5,21%	↑ 2,07%
PRÓCHNIK	PRC1215	98,5	↑ 6,49%	↑ 2,60%	↓ -1,50%
LZMO	LZM1116	93,33	↑ 4,98%	↑ 0,25%	↓ -2,27%
POLBRAND	PBD0116	100	↑ 4,18%	↑ 2,88%	→ 0,00%
2C PARTNERS	2CP0416	88	↑ 3,65%	↓ -12,13%	↓ -14,29%
Czerwona Torebka Spółka Akcyjna	CZT0416	72,98	↑ 2,80%	↑ 2,79%	↓ -0,03%
CUBE. ITG	CTG0417	95	↑ 2,26%	↓ -4,81%	↓ -5,00%
KRUK	KRU0618	107	↑ 2,10%	↑ 2,10%	↑ 2,10%
<b>Największe spadki</b>					
PTI	PTI1115	3,05	↓ -93,77%	↓ -96,19%	↓ -96,95%
E-KANCELARIA	EKA0616	1,01	↓ -76,78%	↓ -98,42%	↓ -98,81%
WŁODARZEWSKA	WLO0516	41	↓ -53,64%	↓ -48,10%	↓ -53,14%
E-KANCELARIA	EKA1115	1,55	↓ -34,04%	↓ -97,61%	↓ -98,15%
LEASING-EXPERTS	LEX0616	75,01	↓ -15,24%	↓ -19,34%	↓ -23,85%
2C PARTNERS	2CP0317	84	↓ -14,59%	↓ -16,74%	↓ -18,20%
LEASING-EXPERTS	LEX0916	69	↓ -13,75%	↓ -29,25%	↓ -30,31%
2C PARTNERS	2CP0517	78,82	↓ -10,94%	↓ -21,18%	bd
GETIN NOBLE BANK	GNO1120	88	↓ -8,52%	↓ -9,28%	↓ -9,93%
GETIN NOBLE BANK	GNB1120	87	↓ -8,42%	↓ -10,77%	↓ -11,22%

Tab. 6. Najwyższe rentowności

Emitent	Seria	Discount Margin	Zero Discount		Notowanie 2015-07-31
			Margin	Margin	
UBOAT - LINE	UBT0915	23721,0%	23719,2%		1,95
PTI	PTI1115	8118,4%	8116,6%		3,05
E-KANCELARIA	EKA1215	3559,3%	3557,8%		1,5
E-KANCELARIA	EKA0816	587,6%	586,5%		3,01
WŁODARZEWSKA	WLO0516	147,1%	145,3%		41
RAPORT	RAP0815	113,0%	111,2%		97,1
E-KANCELARIA	EKK1215	70,5%	68,7%		80
Czerwona Torebka Spółka Akcyjna	CZT0416	57,4%	55,7%		72,98
MEXPOL	MPL0316	54,1%	52,4%		76
LEASING-EXPERTS	LEX0616	46,2%	44,5%		75,01
Emitent	Seria	YTM	Z-spread	Notowanie 2015-07-31	
E-KANCELARIA	EKA1115	986593575,0%	1608,8%		1,55
E-KANCELARIA	EKA0616	12628,7%	1542,1%		1,01
E-KANCELARIA	EKA1015	446,0%	168,1%		70
PCZ	PCZ1015	79,1%	71,6%		85,06
LEASING-EXPERTS	LEX0916	51,2%	43,8%		69
VENITI	VNT0316	49,9%	40,7%		82

Tab. 6. Podsumowanie notowanych serii

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana		Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs	m/m	YTM			
	ALIOR BANK	ALR0321	193,0	105,5	0,5%	-	-	4,2%	2,4%
	ALIOR BANK	ALR0416	180,0	100,9	0,0%	-	-	2,0%	0,2%
	ALIOR BANK	ALR0421	67,2	104,0	bd	-	-	6,7%	4,9%
	ALIOR BANK	ALR0924	321,7	102,5	0,0%	-	-	4,6%	2,8%
	ALIOR BANK	ALR1022	80,0	103,5	bd	-	-	5,3%	3,5%
	BANK MILLENNIUM	MIL0317	500,0	101,3	0,0%	-	-	2,4%	0,6%
	BANK MILLENNIUM	MIL0618	300,0	101,2	bd	-	-	2,7%	0,9%
	BANK MILLENNIUM	MIL1015	250,0	101,3	0,0%	-	-	-3,9%	-5,6%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOD0521	100,0	102,8	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA	BOG0222	100,0	102,4	0,0%	-	-	4,5%	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%	-	-	4,8%	3,0%
	BANK POCZTOWY	BPO1216	147,9	100,5	0,0%	-	-	2,8%	1,0%
	BZ WBK	BZW0618	485,0	100,0	bd	-	-	2,8%	1,1%
	BZ WBK	BZW0717	475,0	101,2	0,7%	-	-	2,2%	0,4%
	BZ WBK	BZW1216	500,0	104,5	0,0%	-	-	-0,3%	-2,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0218	241,6	97,0	-3,0%	-	-	6,8%	5,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0220	75,0	90,0	-5,3%	-	-	7,5%	5,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0221	100,0	88,9	-6,9%	-	-	7,2%	5,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0318	160,0	96,8	-2,2%	-	-	6,8%	5,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0320	69,4	90,0	-4,8%	-	-	7,5%	5,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0321	80,0	88,9	-5,9%	-	-	7,2%	5,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0418	40,0	93,1	-6,9%	-	-	8,2%	6,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0420	45,0	93,5	-2,1%	-	-	5,3%	3,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0421	81,6	88,9	-5,9%	-	-	7,2%	5,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0518	37,3	97,4	-4,5%	-	-	6,4%	4,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0617	350,0	100,8	0,0%	-	-	3,1%	1,3%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0618	250,0	100,0	0,5%	-	-	5,7%	3,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0620	42,7	90,0	-6,3%	-	-	7,3%	5,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0717	65,0	100,0	0,0%	-	-	3,5%	1,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0720	148,6	90,0	-6,7%	-	-	7,2%	5,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0817	35,0	97,7	-2,3%	-	-	6,5%	4,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0819	172,0	95,5	-2,1%	-	-	6,6%	4,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0820	65,0	90,5	-4,2%	-	-	7,1%	5,3%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0917	50,0	97,0	-2,4%	-	-	6,8%	5,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB0919	18,0	91,9	-6,5%	-	-	7,6%	5,8%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1017	45,0	97,0	-1,5%	-	-	6,7%	4,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1019	40,0	93,0	-4,5%	-	-	7,3%	5,5%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1020	35,0	90,0	-5,1%	-	-	7,1%	5,3%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1119	40,0	91,0	-7,6%	-	-	7,7%	5,9%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1120	50,0	87,0	-8,4%	-	-	7,8%	6,0%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1217	100,0	100,0	0,0%	-	-	7,2%	5,4%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1219	40,6	94,5	-2,5%	-	-	6,4%	4,6%
	GETIN NOBLE BANK	GNB1220	24,2	91,8	-4,4%	-	-	6,5%	4,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNF0618	40,0	93,0	-6,1%	-	-	8,1%	6,3%

Banki



	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	GETIN NOBLE BANK	GNO0320	50,0	100,0	0,0%	4,0%	0,8%	-	-
	GETIN NOBLE BANK	GNO0917	20,0	99,5	0,5%	-	-	5,5%	3,7%
	GETIN NOBLE BANK	GNO1120	40,4	88,0	-8,5%	-	-	7,7%	5,9%
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1217	565,0	100,0	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
	ING BANK ŚLĄSKI	ING1219	300,0	100,0	0,0%	-	-	2,6%	0,8%
	mBANK	MBK0125	750,0	100,0	bd	-	-	3,9%	2,1%
	mBANK	MBK1223	500,0	102,9	0,4%	-	-	3,6%	1,8%
	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%	1,2%
Budownictwo	ERBUD	ERB0318	52,0	101,2	0,0%	-	-	4,3%	2,5%
	MIRBUD	MRB0717	25,4	93,4	-4,5%	-	-	10,7%	8,9%
	TRAKCJA PRKiI	TRJ1215	3,0	101,5	1,5%	-	-	3,0%	1,2%
	TRAKCJA PRKiI	TRK1215	29,5	100,0	-1,5%	-	-	5,5%	3,7%
	UNISERV-PIECBUD	PCB1015	5,6	99,9	-0,1%	-	-	8,2%	6,4%
Chemia	CIECH	CI21217	160,0	105,5	0,0%	-	-	4,2%	2,4%
	PCC CPK	KOS0516	4,2	100,9	0,0%	5,5%	3,8%	-	-
	PCC CPK	KOS1117	3,0	100,2	-1,2%	5,9%	4,0%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0416	25,0	102,8	bd	3,3%	1,6%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0419	22,0	101,4	bd	5,1%	3,0%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0517	25,0	103,0	bd	5,0%	3,1%	-	-
	PCC ROKITA	PCR0620	20,0	100,4	bd	4,9%	2,7%	-	-
	PCC ROKITA	PCR1019	25,0	102,4	bd	4,8%	2,7%	-	-
Deweloperzy komercyjni	BBI DEVELOPMENT	BBI0216	22,0	101,5	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0217	53,0	101,5	-0,2%	-	-	6,8%	5,0%
	BBI DEVELOPMENT	BBI0218	35,0	100,4	0,4%	-	-	6,6%	4,8%
	CAPITAL PARK	CAP0318	11,1	100,0	0,0%	-	-	6,1%	4,3%
	CAPITAL PARK	CAP0617	35,0	99,5	-0,3%	-	-	7,6%	5,8%
	CAPITAL PARK	CAP0917	20,0	99,1	-0,5%	-	-	7,5%	5,7%
	CAPITAL PARK	CAP1217	53,9	98,9	0,4%	-	-	6,6%	4,8%
	ECHO INVESTMENT	ECH0219	100,0	101,5	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
	ECHO INVESTMENT	ECH0318	75,0	102,9	bd	-	-	3,8%	2,0%
	ECHO INVESTMENT	ECH0417	200,0	103,4	0,0%	-	-	3,6%	1,8%
	ECHO INVESTMENT	ECH0418	50,0	102,7	bd	-	-	3,9%	2,1%
	ECHO INVESTMENT	ECH0519	70,5	100,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	ECHO INVESTMENT	ECH0616	50,0	101,8	bd	-	-	2,7%	0,9%
	ECHO INVESTMENT	ECH0618	80,0	102,0	0,0%	-	-	4,5%	2,7%
	ECHO INVESTMENT	ECH0716	25,0	101,5	bd	-	-	3,0%	1,2%
	GHELAMCO INVEST	GHC0619	30,0	100,0	bd	-	-	5,9%	4,1%
	GHELAMCO INVEST	GHC0718	30,8	100,0	0,0%	-	-	6,8%	5,0%
	GHELAMCO INVEST	GHE0118	114,5	100,8	-0,2%	-	-	6,4%	4,6%
	GHELAMCO INVEST	GHE0418	27,2	101,5	0,6%	-	-	5,7%	3,9%
	GHELAMCO INVEST	GHE0519	50,0	100,0	bd	-	-	6,3%	4,5%
	GHELAMCO INVEST	GHE0619	50,0	100,0	bd	-	-	5,4%	3,6%
	GHELAMCO INVEST	GHE0716	20,0	101,5	0,0%	-	-	5,1%	3,3%
	GHELAMCO INVEST	GHE0718	120,4	103,2	1,7%	-	-	5,6%	3,8%
	GHELAMCO INVEST	GHE0816	9,2	99,5	0,0%	-	-	6,3%	4,5%
	GHELAMCO INVEST	GHE1117	37,8	100,8	0,0%	-	-	7,6%	5,8%

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
GHELAMCO INVEST	GHI0619	50,0	100,3	bd	-	-	5,7%	3,9%
GHELAMCO INVEST	GHI0718	30,0	100,4	0,2%	-	-	6,1%	4,3%
GHELAMCO INVEST	GHI0718	30,0	101,1	0,6%	-	-	5,9%	4,1%
GHELAMCO INVEST	GHK0718	11,2	99,5	-1,2%	-	-	6,5%	4,7%
GTB METROPOLIS	GTB1117	8,1	89,0	bd	15,3%	13,5%	-	-
GTC	GTC0319	200,0	100,1	0,0%	-	-	6,2%	4,4%
GTC	GTC0418	294,2	99,7	0,0%	-	-	5,9%	4,1%
HB REAVIS FINANCE PL	HBR1117	111,0	101,0	0,0%	-	-	5,3%	3,5%
POZNAŃSKA 37 SPV	POA0117	15,6	108,9	0,0%	1,5%	-0,3%	-	-
POZNAŃSKA 37 SPV	POB0117	34,4	108,0	0,0%	2,1%	0,3%	-	-
RANK PROGRESS	RNK0616	130,8	90,0	-2,0%	-	-	20,3%	18,5%
ATAL	ATL0616	30,0	101,0	0,4%	-	-	3,9%	2,1%
ATAL	ATL1015	7,9	100,7	0,0%	-	-	1,6%	-0,2%
ATAL	ATL1016	17,6	102,7	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
DEVELOPRES	DVR0318	15,0	100,0	0,0%	-	-	6,7%	5,0%
DOM DEVELOPMENT	DOM0217	120,0	104,2	0,0%	-	-	2,5%	0,7%
DOM DEVELOPMENT	DOM0318	50,0	101,7	0,0%	-	-	3,7%	2,0%
ED invest S.A.	EDI1116	6,6	98,5	0,5%	-	-	8,0%	6,2%
INSTALEXPORT	INE1015	5,4	94,0	0,0%	-	-	37,9%	36,1%
LC CORP	LCC0320	65,0	100,0	0,0%	-	-	5,0%	3,2%
LC CORP	LCC0619	50,0	102,5	0,0%	-	-	4,6%	2,8%
LC CORP	LCC1018	50,0	102,2	-0,4%	-	-	4,5%	2,7%
LOKUM DEWELOPER	LKD1017	30,0	97,0	-1,5%	-	-	7,0%	5,3%
MAK DOM	MKD0317	5,5	100,0	0,0%	-	-	6,5%	4,7%
MURAPOL	MUL1116	18,6	100,7	0,0%	-	-	7,3%	5,5%
MURAPOL	MUR0418	30,0	99,5	-0,5%	-	-	6,6%	4,8%
MURAPOL	MUR0816	6,7	100,9	0,4%	-	-	6,4%	4,6%
MURAPOL	MUR1115	5,4	99,2	-0,4%	-	-	5,7%	3,9%
MURAPOL	MUR1116	8,9	100,5	0,3%	-	-	7,0%	5,2%
NORDIC DEVELOPMENT	NOR1016	22,0	108,5	0,0%	4,4%	2,6%	-	-
POLNORD	PND0118	10,5	100,2	bd	-	-	5,8%	4,0%
POLNORD	PND0217	50,0	100,3	0,0%	-	-	5,8%	4,0%
POLNORD	PND0218	34,0	100,0	bd	-	-	5,8%	4,0%
POLNORD	PND0618	50,0	99,0	bd	-	-	5,6%	3,8%
ROBYG	ROB0218	45,0	104,3	-0,8%	-	-	4,0%	2,2%
ROBYG	ROB0616	90,0	101,5	-1,0%	-	-	2,5%	0,7%
ROBYG	ROB1018	60,0	100,0	bd	-	-	4,8%	3,0%
ROBYG	ROB1216	35,0	102,3	1,5%	-	-	3,6%	1,8%
ROBYG	ROG0218	15,0	102,5	1,0%	-	-	4,7%	2,9%
RONSON EUROPE	RON0119	10,0	100,0	0,0%	-	-	5,8%	4,0%
RONSON EUROPE	RON0218	5,0	100,5	-1,0%	-	-	6,4%	4,6%
RONSON EUROPE	RON0419	15,5	100,5	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
RONSON EUROPE	RON0518	28,0	100,0	0,0%	-	-	5,5%	3,7%
RONSON EUROPE	RON0616	23,6	101,5	0,0%	-	-	4,6%	2,8%
RONSON EUROPE	RON0617	83,5	101,0	0,0%	-	-	5,0%	3,2%
RONSON EUROPE	RON0619	4,5	100,0	bd	-	-	5,5%	3,7%
RONSON EUROPE	RON0716	9,3	102,5	0,0%	-	-	3,7%	1,9%

Deweloperzy mieszkaniowi

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
	UNIBEP	UNI0516	11,0	102,2	0,0%	-	-	2,3%	0,5%
	UNIDEVELOPMENT	UND0317	20,0	103,0	0,0%	-	-	4,8%	3,0%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0617	23,5	99,5	-0,7%	-	-	6,4%	4,6%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0618	13,3	100,0	0,0%	-	-	6,7%	4,9%
	VANTAGE DEVELOPMENT	VTG0816	20,0	99,9	-0,1%	-	-	7,2%	5,5%
	VICTORIA DOM	VDM0217	18,1	100,0	0,0%	-	-	7,7%	5,9%
	WŁODARZEWSKA	WLD0516	4,6	83,0	-6,2%	-	-	34,8%	33,1%
	WŁODARZEWSKA	WLO0516	17,5	41,0	-53,6%	-	-	147,1%	145,3%
Fundusze	BEST II NS FIZ	BS20118	40,0	100,7	0,7%	-	-	5,8%	4,0%
	BEST III NS FIZ	BS30616	21,1	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	EFM	EFM0416	3,5	98,5	-0,5%	12,1%	10,9%	-	-
	EFM	EFM0915	2,0	100,0	0,5%	8,8%	7,0%	-	-
	EFM	EFM1216	4,4	99,5	0,9%	10,8%	8,8%	-	-
	GHELAMCO INVEST	GHE1116	6,5	100,0	0,0%	-	-	5,7%	3,9%
	IIF	IIF1115	2,5	100,0	-0,3%	-	-	7,2%	5,4%
	INVISTA	INV1215	0,9	97,0	-3,0%	-	-	16,1%	14,4%
	KREDYT INKASO I NS FIZ	KI10517	50,0	99,9	0,0%	-	-	5,7%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI0318	50,0	100,0	0,0%	-	-	5,7%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI0416	36,0	100,1	-0,7%	-	-	5,9%	4,1%
	MCI MANAGEMENT	MCI0616	18,8	100,9	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
	MCI MANAGEMENT	MCI1017	31,0	100,0	0,0%	-	-	5,6%	3,9%
	MCI MANAGEMENT	MCI1216	30,0	102,0	0,1%	-	-	4,8%	3,0%
	PTI	PTI0816	4,0	92,0	0,0%	-	-	16,8%	15,0%
	PTI	PTI1115	6,7	3,1	-93,8%	-	-	8118,4%	8116,6%
Inne	2C PARTNERS	2CP0316	2,1	97,0	-1,5%	15,6%	13,1%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0317	3,0	84,0	-14,6%	23,5%	19,9%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0416	4,2	88,0	3,7%	31,6%	26,8%	-	-
	2C PARTNERS	2CP0517	2,0	78,8	-10,9%	26,2%	22,2%	-	-
	AmRest Holdings SE	AMR0618	140,0	100,6	0,0%	-	-	4,0%	2,2%
	AmRest Holdings SE	AMR0919	140,0	101,4	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	CHEMOSERVIS-DWORY	CHS0318	15,0	100,0	0,0%	-	-	7,0%	5,2%
	DAYLI POLSKA	DAY0916	5,0	93,0	-5,6%	16,4%	13,7%	-	-
	ELEMENTAL HOLDING	EMT1017	26,0	100,0	0,0%	-	-	4,3%	2,5%
	ELEMENTAL HOLDING	EMT1019	24,0	100,0	0,0%	-	-	4,4%	2,6%
	ELZAB	ELZ0418	25,0	100,0	0,0%	-	-	3,6%	1,8%
	EMPIK	EMF1117	128,8	87,0	-3,3%	-	-	16,7%	14,9%
	GNB AUTO PLAN	GNA0725	193,6	100,0	0,0%	-	-	3,8%	2,0%
	GRANIT-COLOR	GRA0816	7,4	101,2	-2,2%	8,3%	6,4%	-	-
	INTEGER.PL	ITG0617	30,0	100,0	0,0%	-	-	5,6%	3,8%
	INTEGER.PL	ITG0918	60,0	100,0	0,0%	-	-	5,8%	4,0%
	INTEGER.PL	ITG1217	15,0	100,0	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
	INTEGER.PL	ITG1219	15,0	100,4	0,0%	-	-	6,0%	4,2%
	IROPOL	IROP0616	2,4	91,0	-7,7%	-	-	20,2%	18,4%
	KANCELARIA MEDIUS	KME1015	2,0	100,0	0,5%	8,7%	7,1%	-	-
KERDOS GROUP	KRS0316	3,0	92,0	-6,6%	22,9%	21,5%	-	-	
KERDOS GROUP	KRS0318	10,0	97,2	-2,0%	9,8%	7,6%	-	-	
KERDOS GROUP	KRS0416	3,0	93,0	-4,6%	19,5%	16,5%	-	-	

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin	
		[mln PLN]	Kurs						
KERDOS GROUP	KRS0516	2,0	98,8	-0,7%	4,0%	2,2%	-	-	
KERDOS GROUP	KRS1217	13,2	90,0	-1,1%	13,8%	11,3%	-	-	
LZMO	LZM1116	6,1	93,3	5,0%	15,1%	12,6%	-	-	
MEDORT	MDR1016	25,9	100,5	0,0%	-	-	6,7%	4,9%	
MEXPOL	MPL0316	1,6	76,0	10,8%	-	-	54,1%	52,4%	
MO-BRUK	MBR0816	20,0	95,7	-2,3%	-	-	11,0%	9,2%	
MW TRADE	MWD0216	10,0	98,0	-1,0%	-	-	10,0%	8,2%	
MW TRADE	MWD0316	10,0	99,5	-1,0%	-	-	7,4%	5,7%	
MW TRADE	MWD1115	6,0	100,0	0,5%	-	-	5,1%	3,3%	
MW TRADE	MWT0216	30,0	98,5	-1,0%	-	-	9,9%	8,1%	
MW TRADE	MWT0316	30,0	98,7	-1,1%	-	-	8,2%	6,4%	
MW TRADE	MWT0416	25,0	98,0	-1,5%	-	-	8,9%	7,1%	
MW TRADE	MWT0417	15,0	98,0	-2,9%	-	-	7,0%	5,2%	
MW TRADE	MWT0616	15,0	98,0	-2,0%	-	-	8,6%	6,8%	
MW TRADE	MWT0618	23,0	100,0	bd	-	-	4,5%	2,7%	
MW TRADE	MWT1115	34,0	98,5	-1,0%	-	-	11,7%	9,9%	
MW TRADE	MWT1215	10,0	99,0	-1,0%	-	-	9,0%	7,2%	
OT LOGISTICS	OTS0217	30,0	100,5	-0,5%	-	-	5,4%	3,6%	
OT LOGISTICS	OTS1118	100,0	102,8	0,1%	-	-	4,8%	3,0%	
PCC AUTOCHEM	AUT0217	3,0	101,0	-1,8%	6,2%	4,6%	-	-	
POLBRAND	PBD0116	12,6	100,0	4,2%	11,3%	9,4%	-	-	
POLBRAND	PBD0616	3,9	92,0	-4,0%	20,8%	18,9%	-	-	
POLBRAND	PBD1017	1,6	97,9	0,0%	10,4%	8,2%	-	-	
POLKAP	SFK1215	1,4	99,0	10,0%	-	-	10,7%	8,9%	
PRIME MINERALS SA	CCA0216	0,8	94,0	-5,1%	23,4%	19,9%	-	-	
QUALITY ALL DEVELOPMENT	QLT1115	1,7	96,7	0,0%	-	-	23,0%	21,2%	
REGIS	RGS0717	8,4	94,0	-2,6%	-	-	10,1%	8,4%	
ROBINSON EUROPE	RBS1017	1,0	96,5	1,6%	-	-	10,5%	8,8%	
Summa Linguae SA	SUL0717	1,4	100,1	0,0%	10,2%	8,1%	-	-	
UBOAT - LINE	UBT0915	5,0	2,0	0,0%	-	-	23721,0%	#####	
VENITI	VNT0316	0,4	82,0	0,0%	49,9%	40,7%	-	-	
WORK SERVICE	WSE0317	20,0	101,0	0,0%	-	-	3,6%	1,9%	
WORK SERVICE	WSE0717	25,0	105,0	0,0%	-	-	4,5%	2,7%	
WORK SERVICE	WSE1016	55,0	103,0	0,4%	-	-	3,9%	2,1%	
WSIP	WSP0918	131,9	100,0	0,0%	-	-	6,0%	4,3%	
ZM HENRYK KANIA	KAN0318	25,0	101,0	bd	-	-	5,9%	4,1%	
ZM HENRYK KANIA	KAN1117	45,0	100,0	bd	-	-	6,5%	4,7%	
IT	AB	ABE0819	100,0	100,0	0,0%	-	-	3,4%	1,6%
	ACTION	ACT0717	100,0	100,5	-0,3%	-	-	2,9%	1,2%
	COMP	CMP0717	36,0	100,0	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
	CUBE. ITG	CTG0417	3,5	95,0	2,3%	-	-	11,3%	9,5%
	HUSSAR GRUPPA	HGR0517	45,0	100,0	bd	-	-	6,5%	4,7%
	SMT	SMT0917	100,0	100,0	0,0%	-	-	3,4%	1,6%
	SYGNITY	SGN1217	100,0	100,5	-0,3%	-	-	2,9%	1,2%
	WIND MOBILE	WMO0317	36,0	100,0	0,0%	-	-	4,1%	2,3%
ENEA	ENA0220	3,5	95,0	2,3%	-	-	11,3%	9,5%	
ENERGA	ENG1019	1,7	96,3	1,9%	10,7%	8,6%	-	-	

	Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
			[mln PLN]	Kurs					
Paliwa, Gaz, Energia	PGE	PGE0618	7,0	100,8	-0,3%	-	-	6,1%	4,3%
	PGNiG	PGN0617	40,0	100,0	0,0%	-	-	4,5%	2,8%
	PKN ORLEN	PK11117	15,0	102,0	0,8%	-	-	6,4%	4,6%
	PKN ORLEN	PKN0219	1000,0	100,0	0,0%	-	-	2,7%	0,9%
	PKN ORLEN	PKN0418	200,0	101,5	bd	-	-	2,5%	0,7%
	PKN ORLEN	PKN0420	100,0	106,8	bd	3,4%	1,2%	-	-
	PKN ORLEN	PKN0517	200,0	101,8	bd	-	-	2,3%	0,5%
	PKN ORLEN	PKN0617	200,0	100,8	bd	-	-	2,9%	1,1%
	PKN ORLEN	PKN1117	200,0	101,5	bd	-	-	2,5%	0,7%
	TAURON POLSKA ENERGIA	TPE1119	1750,0	100,2	0,0%	-	-	2,6%	0,8%
	Pożyczki	CAPITAL SERVICE	CSV0217	2,9	101,0	0,2%	8,7%	6,7%	-
EUROCENT		ERC0815	2,0	99,0	-0,5%	23,1%	17,3%	-	-
EUROCENT		ERC0916	2,0	99,8	0,8%	9,1%	7,3%	-	-
FERRATUM CAPITAL POLAND		FRR0517	20,5	103,5	2,0%	-	-	6,2%	4,4%
IPF INVESTMENTS POLSKA		IPP0620	200,0	101,4	0,4%	-	-	5,7%	3,9%
MIKROKASA		MKR0417	1,7	99,9	-1,1%	8,9%	7,0%	-	-
MIKROKASA		MKR0916	2,0	100,5	0,9%	9,0%	7,1%	-	-
MIKROKASA		MKR1016	2,4	96,0	-3,1%	13,1%	10,9%	-	-
MIKROKASA		MKR1115	1,8	97,5	1,6%	-	-	18,4%	16,6%
MIKROKASA		MKR1116	2,0	94,6	-4,9%	13,6%	11,6%	-	-
WIERZYCIEL		WRL0516	2,0	97,0	1,0%	13,6%	11,7%	-	-
Przemysł drzewny	FKD	FKD0516	3,0	90,0	-3,8%	24,4%	21,3%	-	-
	KLON	KLN0217	2,5	99,5	-0,5%	-	-	2,4%	0,6%
	KLON	KLN1115	4,0	99,0	0,1%	-	-	10,5%	8,7%
	MERA	MER0616	12,3	97,8	-2,4%	-	-	9,5%	7,8%
	PAGED	PGD0817	49,0	100,0	0,0%	-	-	5,2%	3,4%
	PAGED	PGD0818	21,0	100,0	0,0%	-	-	5,4%	3,6%
	POZBUD T&R	POZ0219	50,0	100,9	0,1%	-	-	4,0%	2,2%
Retail	CCC	CCC0619	210,0	100,1	0,0%	-	-	3,2%	1,4%
	Czerwona Torebka SA	CZT0416	14,6	73,0	2,8%	-	-	57,4%	55,7%
	EUROCASH	EUH0618	140,0	97,5	0,0%	-	-	4,2%	2,4%
	PRÓCHNIK	PRC1215	6,0	98,5	6,5%	-	-	11,0%	9,3%
Sieć medyczna	AMERICAN HEART OF POLAND	AHP0916	40,0	101,8	0,0%	-	-	4,6%	2,8%
	PCZ	PCZ0117	10,0	80,0	0,0%	25,2%	22,7%	-	-
	PCZ	PCZ0416	10,7	80,0	0,0%	43,8%	40,0%	-	-
	PCZ	PCZ0617	10,0	89,0	0,0%	16,1%	13,9%	-	-
	PCZ	PCZ0916	10,0	94,3	0,0%	-	-	12,9%	11,1%
	PCZ	PCZ1015	13,0	85,1	0,0%	79,1%	71,6%	-	-
	PCZ	PCZ1117	10,0	90,0	0,0%	14,9%	12,8%	-	-
	VOXEL	VOL0716	10,0	98,6	1,3%	-	-	7,8%	6,0%
TMT	MULTIMEDIA POLSKA	MMP0520	1038,0	101,0	-0,3%	-	-	4,8%	3,0%
Usługi finansowe	ABS INVESTMENT	AIN0717	1,0	100,0	0,8%	8,5%	6,5%	-	-
	AOW FAKTORING	AOW0317	5,0	99,5	-0,5%	-	-	7,1%	5,3%
	AOW FAKTORING	AOW0416	5,0	100,1	0,6%	-	-	6,6%	4,8%
	AOW FAKTORING	AOW0517	5,0	100,0	-0,3%	-	-	6,7%	5,0%
	BLUE TAX GROUP	BTG1215	0,5	96,3	0,0%	20,1%	17,5%	-	-

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin	
		[mln PLN]	Kurs						
COPERNICUS SECURITIES	CRS0416	5,0	95,0	0,0%	-	-	12,9%	11,1%	
GPW	GPW0117	245,0	100,5	0,0%	-	-	2,6%	0,8%	
LEASING-EXPERTS	LEX0616	3,0	75,0	-15,2%	-	-	46,2%	44,5%	
LEASING-EXPERTS	LEX0916	5,0	69,0	-13,8%	51,2%	43,8%	-	-	
PRAGMA INWESTYCJE	PIN1016	10,0	100,3	0,3%	-	-	6,0%	4,2%	
SMS KREDYT HOLDING	SMS0418	3,0	100,5	0,0%	8,8%	6,7%	-	-	
SMS KREDYT HOLDING	SMS0716	4,1	100,0	0,0%	-	-	4,6%	2,8%	
WDB BU	WDB0915	2,0	99,0	-0,5%	15,7%	13,7%	-	-	
Wierzytelności	BEST	BST0319	35,0	98,0	bd	-	-	5,7%	3,9%
	BEST	BST0320	20,0	100,1	bd	-	-	5,3%	3,5%
	BEST	BST0418	45,0	100,0	bd	-	-	5,6%	3,8%
	BEST	BST0516	39,0	100,0	-0,2%	-	-	6,4%	4,6%
	BEST	BST1018	50,0	100,4	bd	6,0%	4,1%	-	-
	CASUS FINANSE	CAS1117	24,0	100,0	0,0%	-	-	6,9%	5,1%
	CASUS FINANSE	CAS1216	9,7	99,7	-0,3%	-	-	7,0%	5,2%
	DEBT TRADING PARTNERS BIS	DTP0816	10,0	99,7	-1,2%	-	-	6,5%	4,8%
	E-KANCELARIA	EKA0616	2,3	1,0	-76,8%	#####	1542,1%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA0816	2,8	3,0	-2,9%	-	-	587,6%	586,5%
	E-KANCELARIA	EKA0916	1,0	74,9	0,0%	-	-	36,2%	34,4%
	E-KANCELARIA	EKA1015	2,1	70,0	0,0%	446,0%	168,1%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA1016	2,3	71,0	0,0%	-	-	40,2%	38,4%
	E-KANCELARIA	EKA1115	3,6	1,6	-34,0%	#####	1608,8%	-	-
	E-KANCELARIA	EKA1215	4,2	1,5	35,1%	-	-	3559,3%	3557,8%
	E-KANCELARIA	EKK1016	1,8	82,0	0,0%	-	-	25,7%	24,0%
	E-KANCELARIA	EKK1215	1,0	80,0	0,0%	-	-	70,5%	68,7%
	EGB INVESTMENTS	EGB0118	10,0	101,5	0,0%	-	-	6,2%	4,4%
	EGB INVESTMENTS	EGB0318	6,0	97,0	bd	-	-	7,6%	5,8%
	EGB INVESTMENTS	EGB1217	10,0	100,9	0,0%	-	-	7,4%	5,6%
	FAST FINANCE	FFI0116	7,8	90,0	-6,2%	-	-	34,2%	32,4%
	FAST FINANCE	FFI0916	3,9	91,9	-3,2%	-	-	16,6%	14,8%
	FAST FINANCE	FFI1116	8,6	92,6	-4,5%	-	-	15,2%	13,4%
	INDOS	INS1017	6,0	99,2	-2,2%	9,0%	7,1%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0416	1,1	94,0	0,0%	6,0%	4,1%	-	-
	KANCELARIA MEDIUS	KME0916	2,3	98,0	1,0%	11,8%	9,6%	-	-
	KREDYT INKASO	KR20116	5,0	100,5	0,3%	-	-	5,9%	4,2%
	KREDYT INKASO	KRI0116	35,0	100,2	-0,3%	-	-	6,7%	4,9%
	KREDYT INKASO	KRI0118	17,0	101,0	-0,8%	-	-	5,7%	3,9%
	KREDYT INKASO	KRI0416	15,0	100,0	0,0%	-	-	7,8%	6,0%
	KREDYT INKASO	KRI0717	53,0	102,9	0,5%	-	-	4,4%	2,7%
	KREDYT INKASO	KRI0916	30,0	106,0	0,0%	-	-	1,8%	0,0%
	KREDYT INKASO	KRI1018	69,0	100,7	-0,1%	-	-	5,1%	3,3%
	KREDYT INKASO	KRI1216	18,0	103,7	0,0%	-	-	4,9%	3,1%
KRUK	KRU0316	96,0	101,6	0,8%	-	-	3,5%	1,7%	
KRUK	KRU0317	60,0	103,2	-0,4%	-	-	4,3%	2,5%	
KRUK	KRU0517	60,0	104,5	-0,1%	-	-	3,4%	1,6%	
KRUK	KRU0618	15,0	107,0	2,1%	-	-	3,7%	1,9%	
KRUK	KRU0620	13,4	99,9	bd	4,6%	2,6%	-	-	

Emitent	Seria	Wartość emisji		zmiana m/m	YTM	Z- spread	Discount Margin*	Zero Discount Margin
		[mln PLN]	Kurs					
KRUK	KRU0621	100,0	101,8	bd	-	-	4,5%	2,8%
KRUK	KRU0818	50,0	103,8	-1,1%	-	-	4,9%	3,1%
KRUK	KRU1018	40,0	108,9	0,0%	-	-	3,3%	1,5%
KRUK	KRU1116	30,0	103,3	-0,5%	-	-	3,7%	1,9%
KRUK	KRU1216	40,0	103,5	0,5%	-	-	6,4%	4,6%
KRUK	KRU1217	15,0	103,7	bd	-	-	4,1%	2,3%
KRUK	KRU1218	10,0	109,5	0,0%	-	-	3,1%	1,3%
KRUK	KRU1220	45,0	104,0	0,0%	-	-	4,3%	2,5%
P.R.E.S.C.O. GROUP	PRE1117	35,0	100,0	0,0%	-	-	6,2%	4,4%
PRAGMA FAKTORING	PRF0218	10,0	100,5	0,2%	-	-	5,8%	4,0%
PRAGMA FAKTORING	PRF0418	10,0	100,0	0,0%	-	-	5,8%	4,0%
PRAGMA FAKTORING	PRF1216	20,0	100,2	-1,2%	-	-	6,1%	4,3%
PRAGMA INKASO	PRI0518	5,5	100,0	bd	-	-	5,8%	4,0%
PRAGMA INKASO	PRI1117	10,0	101,6	-0,2%	-	-	5,5%	3,7%
RAPORT	RAP0815	15,0	97,1	-0,9%	-	-	113,0%	111,2%
SAF	SAF1115	2,0	99,0	0,4%	12,8%	10,6%	-	-
VINDEXUS	VIN1116	10,0	100,5	0,3%	-	-	7,5%	5,7%
VOXEL	VOX0716	12,0	98,4	0,9%	-	-	8,6%	6,8%

**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, 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

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

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).