

## RPP znowu zaskoczyła: stopy ponownie w dół, cykl trwa

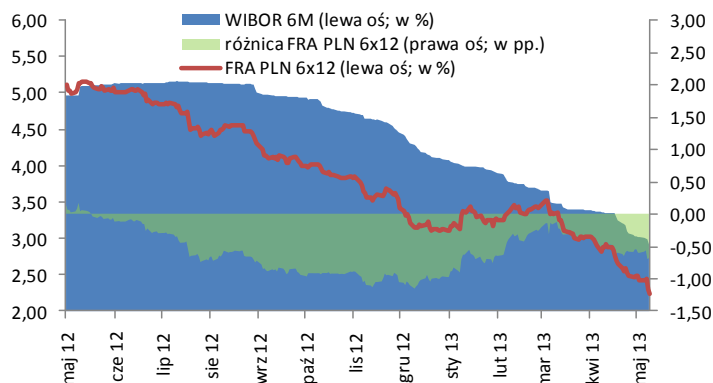
Konsensus rynkowy zakładał, że stopy procentowe w maju pozostaną na dotychczasowym poziomie. RPP wpisała się jednak w globalny trend i zdecydowała się na obniżenie stóp procentowych. Jeszcze przy okazji marcowego posiedzenia wskazywano, że ówczesna redukcja stóp o 50 pb. „stanowi dopełnienie cyklu”, a w kwietniu gdy pozostawiono stopy na dotychczasowym poziomie wykazywano postawę „wait and see” (tzn. oceny napływających danych z punktu widzenia kształtowania się inflacji w średnim terminie). W ostatnim miesiącu dane makroekonomiczne potwierdzały utrzymującą się słabą koniunkturę i kontynuację tendencji spadku inflacji. Przy czym seria danych makroekonomicznych za marzec była pod wpływem utrzymującej się zimy i efektów kalendarzowych (przesunięcie świąt). Nie przeszkodziło to jednak Radzie w zmianie dotychczasowej oceny perspektyw średnioterminowych i podjęciu decyzji o obniżce stóp procentowych, choć jak sam przewodniczący Rady przyznał po letnich miesiącach inflacja powinna przyspieszyć. Mając powyższe na uwadze trudno nie oprzeć się wrażeniu, że **spóźniona w swoich działaniach RPP decyduje się nadgonić stracony czas i kontynuować cykl**. Przy tym słabo komunikuje się z rynkiem, o czym świadczy fakt, że konsensus zakładał utrzymanie stóp w maju na dotychczasowym poziomie. Rynek pod wpływem „gołębich” komentarzy Jerzego Hausnera zaczął jednak dyskontować możliwość obniżki stóp procentowych, co jak się okazało było słuszne mając na uwadze jego rolę przy ostatnich decyzjach.

Decyzja o obniżce stóp procentowych i dość „gołębi” komunikat wsparty oczekiwania rynku na dalsze obniżki stóp procentowych. W efekcie stawka WIBOR 6M spadła poniżej 3%, a kontrakty FRA wskazują na to, że rynek spodziewa się **kolejnych 3 cięć stóp w ciągu roku i spadku stawki WIBOR 6M do 2,30%**. Naszym zdaniem rynek przeszacowuje możliwość tak głębokiego dalszego cięcia stóp. Jednak odczytujemy, że **RPP może jeszcze obniżyć stopy procentowe**, choć naszym zdaniem minął już właściwy moment na obniżki stóp procentowych.

## Obroty mocno rosną

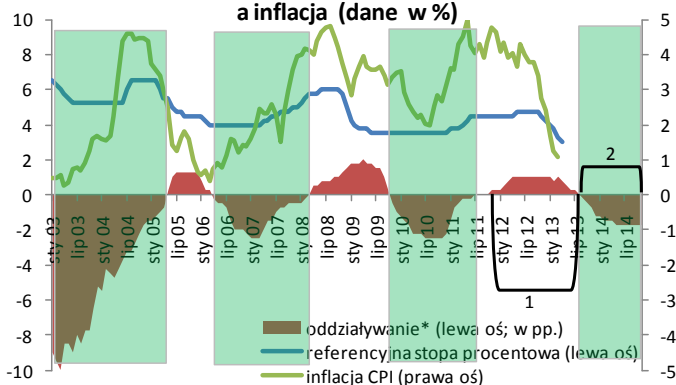
**Obroty na rynku Catalyst w kwietniu były blisko 100% wyższe niż rok wcześniej.** Pomimo tego w ujęciu miesięcznym nastąpił wyraźny spadek, wynikający z wysokiej bazy (dane za marzec), gdy statystyka została przejściowo „zaburzona” przez podwyższone obroty na koniec kwartału (duże transakcje na obligacjach infrastrukturalnych). W kwietniu wartość obrotów transakcji sesyjnych wyniosła 167 mln PLN, a obroty dość równomiernie rozłożyły się pomiędzy obligacje korporacyjne (70,5 mln PLN) i skarbowe (80,7 mln PLN). Odwrotna sytuacja miała miejsce w poprzednich miesiącach, gdy handel na obligacjach skarbowych był ograniczony. Szczególnie wysokie obroty widoczne były na obligacjach deweloperów (Polnord, Marvipol, Ghelamco), które odpowiadały za blisko 1/3 obrotów obligacji korporacyjnych.

**Stawka WIBOR 6M na tle kontraktów FRA (dane w %)**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg

**Referencyjna stopa procentowa i jej oddziaływanie, a inflacja (dane w %)**

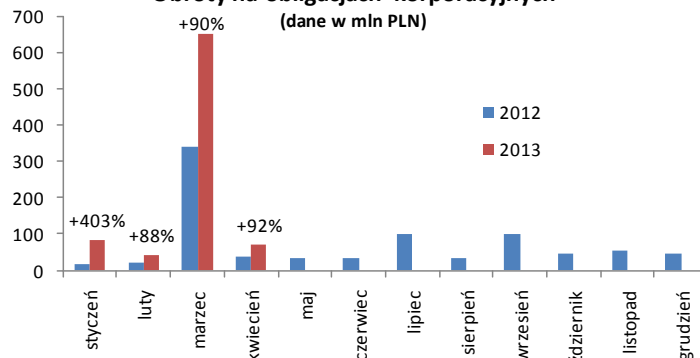


\*- zmiana poziomu stóp procentowych w okresie poprzedzającym (4-8 kwartałów)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg  
Komentarz:

- 1 - okres oddziaływania wcześniej dokonanych podwyżek stóp procentowych, któremu towarzyszy obniżenie inflacji
- 2 - okres najsilniejszego oddziaływania dokonanych obniżek stóp procentowych. Poprzednie takie okresy zaznaczone są na kolor zielony i wówczas widoczne było przyspieszenie inflacji

**Obroty na obligacjach korporacyjnych (dane w mln PLN)**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg

Decyzją GPW o obniżce stawki opłaty operacyjnej od obrotu sesyjnego dłużnikami (z 0,01% do 0,007%) dla tych członków giełdy, którzy w danym miesiącu wygenerują obrót min. 150 mln PLN odczytujemy pozytywnie. Pomimo wyrażonych intencji pobudzenia aktywności uważamy, że **ze względu na poziom progowy to raczej trudno będzie ją zwiększyć w segmencie obligacji korporacyjnych. Szanse dostrzegamy jako przeniesienie części handlu obligacjami skarbowymi z rynku pozagiełdowego (OTC) na rynek Catalyst.**

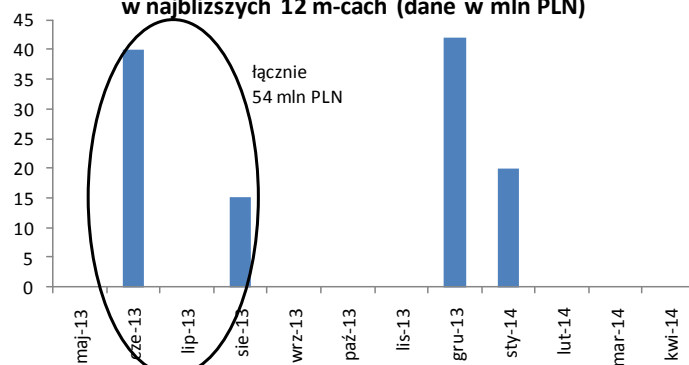
#### Obligacje: Sektor deweloperski

Wsparciem dla mocno przecenionych obligacji Marvipolu była informacja o wystawieniu deweloperowi promesy zawarcia transakcji dotyczącej leasingu zwrotnego biurowca na warszawskiej Woli (Prosta Tower). **Pozwoli to uwolnić zamrożoną gotówkę z kapitałochłonnego projekt.** Z punktu widzenia obligatariuszy jest to istotne mając na uwadze zbliżający się termin zapadalności obligacji MVP0613 i MVP0813. Deweloper rozważa możliwość zrolowania długu, a „zastrzyk” gotówki powinien ułatwić rozmowy z wierzycielami. Spółka w najbliższych miesiącach ma do wykupienia obligacje o łącznej wartości nominalnej 54 mln PLN, a do tego przewidziana jest premia dla obligatariuszy MVP0613 (6% wartości nominału). Spółka po zmianie głównego wykonawcy uzyskała pozwolenie na użytkowanie budynku C i D w ramach projektu „Zielona Italia”. Tym samym do dewelopera spływają środki pieniężne od klientów rozliczające tą inwestycje.

Gant Development nie zdołał w terminie wykupić obligacji GND0513 o łącznej wartości nominalnej 10 mln PLN. Choć został zakończony projekt Odra Tower, którego wartość sprzedażowa szacowana jest na ponad 105 mln PLN. Deweloper na koniec marca podpisał ramową umowę z wierzycielami instytucjonalnymi, w ramach której przesunął wymagalności zobowiązań na koniec maja. Można przypuszczać, że **spółka pracuje nad porozumieniem z wierzycielami.** W maju (27.05) zapada jeszcze jedna seria obligacji (GNT0513) o wartości nominalnej 1,1 mln PLN.

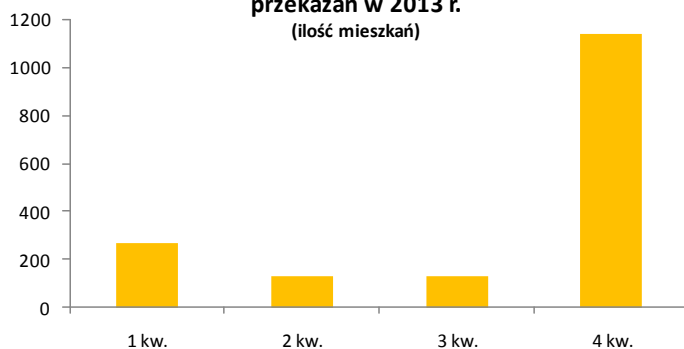
Bardzo dobre wyniki zraportował Dom Development. Lider rynku dzięki dużej liczbie przekazania (519) zwiększył przychody (o 55%) do 220 mln PLN i blisko podwoił zysk netto osiągając wynik na poziomie 26,3 mln PLN (+80%). Na koniec 1Q'13 spółka posiadała ponad 440 mln PLN gotówki, dzięki czemu utrzymuje się silna pozycja gotówkowa, a dług netto wynosi ok. 43 mln PLN. Zmniejszenie długu netto w połączeniu z lepszymi wynikami pozwoliły na poprawę relacji długu netto do EBITDA do poziomu 0,33x. Sytuacja zadłużeniowa i płynnościowa jest komfortowa (tym bardziej, że wartość zobowiązań krótkoterminowych kredytów wynosi 33 mln PLN). Jednocześnie w związku z mniejszą liczbą przekazania (niskomarżowych) w 2Q i 3Q'13 wyniki finansowe w tym okresie będą prawdopodobnie dużo słabsze.

Nominalna wartość obligacji Marvipolu zapadająca w najbliższych 12 m-cach (dane w mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg

Dom Development łączny planowany początek przekazania w 2013 r. (ilość mieszkań)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Dom Development  
Komentarz: gotówka z nowych projektów będzie spływać głównie w 4Q'13

## Obligacje: Sektor bankowy

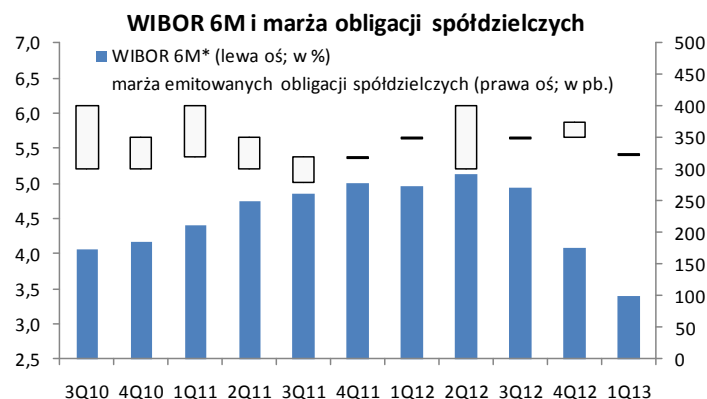
Większość obrotów na obligacjach banków odbywała się na obligacjach spółdzielczych. Podwyższone obroty widoczne były na jednej serii obligacji SK Banku (BSW0715). W ciągu miesiąca 20% wielkości emisji zmieniło właściciela. W marcu bank przeprowadził emisję obligacji dziesięcioletnich (BSW0323). Pod koniec kwietnia zadebiutowała na rynku nowa seria przy stosunkowo niewielkich obrotach, cena tych obligacji wzrosła do 101% wartości nominalu.

Obligacje spółdzielcze, które weszły w nowy okres odsetkowy stały się bardziej atrakcyjne dla inwestorów ze względu na obniżenie wartości narosłych odsetek. W tych warunkach ceny tych obligacji wzrosły, choć w skali całego rynku nie było to tak widoczne. W wyniku kontynuacji spadku stawki WIBOR 6M rentowności YTM obligacji obniżyła się, co zmniejsza ich atrakcyjność. **Przy spadku stawki WIBOR 6M poniżej 3% marża większości obligacji banków spółdzielczych przewyższa podstawowy parametr, na którego podstawie jest wyznaczane oprocentowanie. Z drugiej strony na tle drogiej obligacji skarbowych obligacje banków pozostają ciekawą alternatywą.**

Jednym z istotniejszych wydarzeń w przekroju miesiąca była emisja obligacji Meritum Banku. Oprocentowanie obligacji serii B jest zmienne oparte na stawce WIBOR 6M powiększone o marżę 580 pb. Celem emisji obligacji podporządkowanych jest wzmocnienie kapitałowe. Bank zamierza zwiększyć w tym roku portfel kredytowy do 2,5 mld PLN (+42%). W maju ub. r. przeprowadził emisję obligacji serii A o wartości nominalnej 26,4 mln PLN, wówczas marża była o 20 pb. i wynosiła 600 pb. (od 7 okresu odsetkowego zostanie podwyższona do 900 pb.). Zainteresowanie tymi obligacjami na rynku Catalyst jest niewielkie. Handel odbywa się sporadycznie na rynku hurtowym.

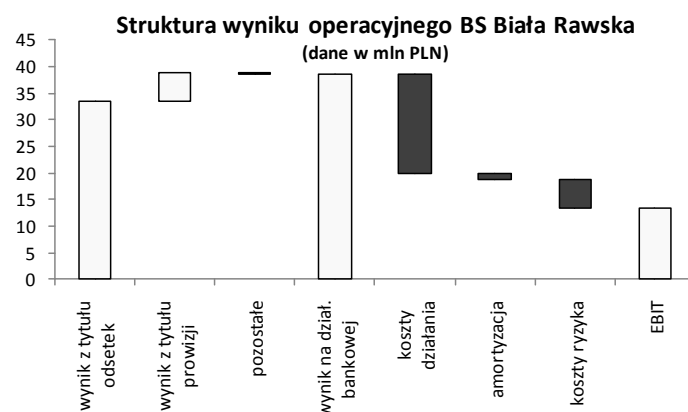
W kwietniu wyniki finansowe opublikował Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej (BRB0425). Bank dynamicznie się rozwija: suma bilansowa wzrosła o 15,8%, a akcja kredytowa o 20,6%. Zysk netto wzrósł o 29%. Poprawił wskaźniki rentowności ROA netto do 1,29%, a ROE netto do 16,5%. Poprawie uległa efektywność kosztowa (C/I spadło do 51,5%) oraz jakość portfela kredytowego (udział kredytów zagrożonych zmniejszył się do 3,24%). Pomimo wzrostu funduszy własnych o 21%, obniżył się współczynnik wypłacalności o 0,3 pp. do 10,2%.

Na tle całego sektora bankowości spółdzielczej wyróżnia się Kujawski Bank Spółdzielczy (KBS0518). Pomimo, że portfel kredytowy w ciągu roku zmniejszył się o blisko 3%, to bank zdołał wypracować wyższe przychody z tytułu odsetek. Poprawił się wynik na działalności bankowej i wynik netto (o 5% do 1,75 mln PLN). W warunkach zmniejszenia akcji kredytowej współczynnik wypłacalności znacząco wzrósł (o 5,4 pp.) do 17,8%. Bank zamierza dalej powiększać fundusze własne. Jakość portfela kredytowego jest wysoka, a udział kredytów zagrożonych do kredytów ogółem wynosi 0,7%. Skala prowadzonej działalności banku jest mała, ale wydaje się bezpieczna.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg i warunkach emisji

\*- WIBOR 6M na zakończenie danego kwartału



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z raportu emitenta  
Komentarz: wyniki generowany jest głównie przez wynik z tytułu odsetek. Koszty działania i amortyzacji są relatywnie niskie jak na bank spółdzielczy, co w ograniczonym stopniu obciąża EBIT.

## Ryzyko przedterminowego wykupu

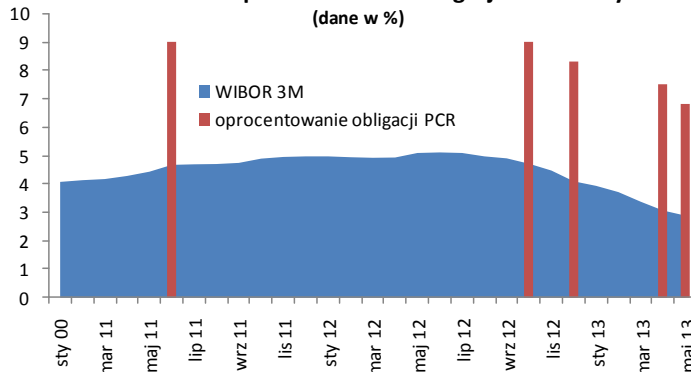
Od kilku miesięcy spółka korzysta z dostępu do tańszego finansowania i emituje obligacje ze stałym oprocentowaniem poniżej 9% (tak jak to było przy pierwszych emisjach). W tym tygodniu nastąpi przedterminowy wykup obligacji serii A (PCR0613). Inwestorom przysługiwać będzie premia w wysokości 0,05% wartości nominalnej obligacji. Przed decyzją o przedterminowym wykupie spółka przeprowadziła emisję obligacji serii AC o wartości nominalnej 25 mln PLN (oprocentowanie tych obligacji jest stałe na poziomie 7,5%, czyli 1,5 pp. poniżej oprocentowania obligacji serii A o wartości nominalnej 15 mln PLN). Choć w warunkach emisji nie podano, że ma to służyć wykupowi obligacji to bliskość terminu emisji do decyzji o przedterminowym wykupie może sugerować, że w sposób pośredni środki z emisji posłużą do wykupu. Spółka korzysta z pozytywnego postrzegania przez rynek i przeprowadza emisję prywatne, które cieszą się dużym zainteresowaniem (ma to później przełożenie na rynek wtórny, gdzie systematycznie zawierane są transakcje). Teraz spółka sięga po kolejne 25 mln PLN. Tym razem oferując oprocentowanie na poziomie 6,8%. Obligacje serii AD oferowane są w transzy otwartej i instytucjonalnej. Przy czym w tej drugiej pierwszeństwo będą mieli inwestorzy, którym przydzielono obligacje serii A (które obecnie są przedterminowo wykupowane). Cel emisji obligacji serii AD został określony jako „finansowanie ogólnych potrzeb korporacyjnych”. Dostrzegamy ryzyko, że podobnie jak w przypadku obligacji serii A może nastąpić przedterminowy wykup obligacji AA (PCR1014). **Obecnie do planowanego terminu wykupu pozostaje 16 pełnych miesięcy, czyli premia za przedterminowy wykup wyniosłaby 0,8%. Oznacza to, że pomimo premii z punktu widzenia emitenta decyzja o przedterminowym wykupie byłaby opłacalna. Czynniki ten może ciążyć na cenach obligacji serii AA. Rentowność w okresie do wykupu (YTM) wynosi 5,92%, ale przy założeniu przedterminowego inwestycja ta staje się nieopłacalna pomimo wypłaconej premii.**

## Seria defaultów

Oprócz wspomnianego wcześniej Ganta, w ostatnich tygodniach nie zostały wykupione obligacje Miraculum i Widok Energii. Wyłączając Ganta problem ten dotyczy mniejszych spółek i co za tym idzie obligacji o niższej wartości nominalnej. Wydaje się, że nie będzie to stanowiło w tym momencie bariery dla dalszego rozwoju rynku.

Miraculum nie wykupiła w terminie wszystkich obligacji serii X. Na niespełna 2 tygodnie przed wykupem spółka zdecydowała się na emisję obligacji o łącznej wartości nominalnej do 6 mln PLN. Ostatecznie emisja doszła do skutku, ale przydzielono obligacje jedynie za 2 mln PLN (a dokonano wykupu obligacji za 1,65 mln PLN i do rozliczenia pozostały papiery o wartości nominalnej 3,125 mln PLN). Można przypuszczać, że spółka zamierzała wykorzystać część środków z emisji do wykupu obligacji. Obligacje serii X nie mają „twardego” zabezpieczenia, a jedynie na znakach towarowych. Z tego punktu widzenia w teoretycznie lepszej sytuacji są obligatariusze Widok Energii. W przypadku tej spółki również przeprowadzono emisję

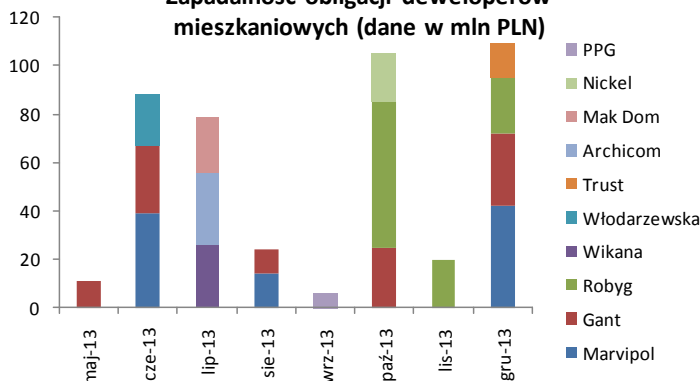
**WIBOR 3M i oprocentowanie obligacji PCC Rokity**  
(dane w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW Catalyst i Bloomberg

Komentarz: Oprocentowanie obligacji PCC Rokity w miesiącu, gdy była przeprowadzana emisja przewyższało ówczesną stawkę WIBOR 3M o 420-440 pb. Dla obecnie przeprowadzanej emisji relacja tych wielkości jest niższa (390 pb.)

**Zapadalność obligacji deweloperów mieszkaniowych (dane w mln PLN)**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW Catalyst i Bloomberg

Komentarz: W drugiej połowie roku będzie duża ilość wykupów obligacji, zwłaszcza w 4Q'13 (wówczas zapadać będą m.in. obligacje Robyga, dewelopera z silną pozycją gotówkową).



obligacji, która choć doszła do skutku to jej wielkość nie wystarczyła, aby w pełni zrolować dług. Seria D (WDK0513) była zabezpieczona hipoteką na nieruchomości, której wartość oszacowano na 10,016 mln PLN (wycena z grudnia 2011 r.). Przy czym wpis w księdze wieczystej został dokonany na drugim miejscu, za zabezpieczeniem Agencji Nieruchomości Rolnych (do kwoty 7,6 mln PLN). W związku z tym ustanowione zabezpieczenie może nie pokryć w pełni roszczeń obligatariuszy.

## OBLIGACJE SKARBOWE

Rynek w dalszym ciągu gra na obniżki stóp. Widać to nie tylko na kontraktach FRA, ale oczekiwania na obniżki stóp widoczne są również w spreadzie między kosztem WIBOR 1Y i 3M.

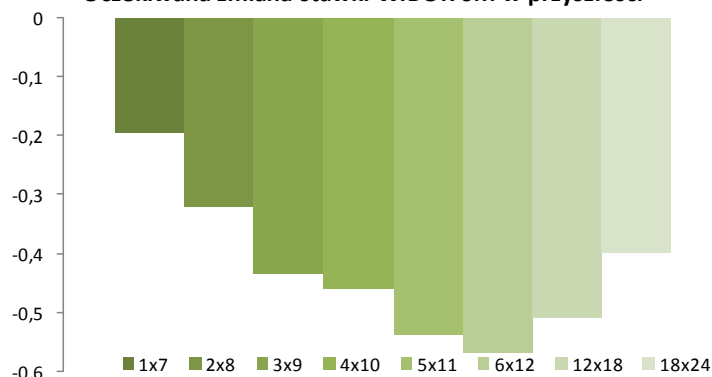
### Sukces goni sukces, czyli rekordowe ceny polskiego długu

Wyniki ostatniego przetargu również są „budujące” poprzez wysoki popyt na nową serię obligacji (PS0718). Sprzedaż przewyższyła planowaną podaż 3,5-5,5 mld PLN i wyniosła 6,5 mld PLN. Zainteresowanie przetargiem było bardzo wysokie (popyt przekroczył 9 mld PLN), a ceny uzyskane przez resort odpowiadały rentowności na poziomie 2,55% (po raz kolejny najniższy w historii w sektorze 5Y).

**Obecnie spread pomiędzy polskimi i niemieckimi obligacjami zawęża się nie tylko ze względu na umocnienie krajowego długu, ale także ze względu na lekki wzrost rentowności na rynku bazowym. Obecnie testowany jest opór. Jeśli zostanie on pokonany to będzie przestrzeń do kontynuacji wzrostów rentowności.** Możliwe jest, że przejściowo polski rynek nie będzie podążał za tendencjami na rynku bazowym, co będzie skutkowało dalszym obniżeniem spreadu. Globalni inwestorzy poszukują obecnie stosunkowo bezpiecznych aktywów z atrakcyjną stopą zwrotu, co obecnie umacnia polski dług. Polska polityka pieniężna wpisuje się w globalne tendencje luzowania polityki pieniężnej, choć akurat ta wydaje się w pewnym horyzoncie czasu osiągnąć punkt zwrotny. **Przy czym trwalszy ruch w górę na rynku bazowym z całą pewnością wytworzyłby presję na polski dług.**

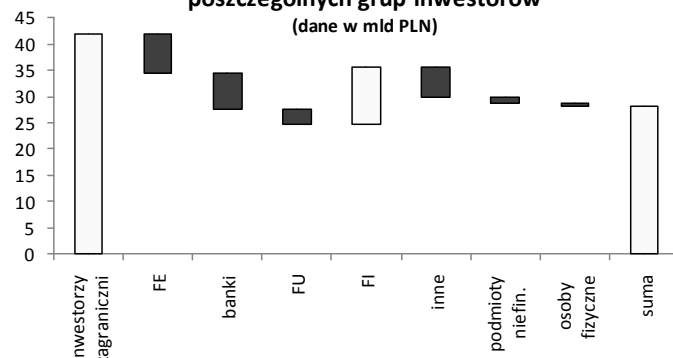
Wiara w cięcia wydaje się być uzasadniona, ale rozmiar spodziewanych obniżek już nie. Ciekawą wypowiedzi udzielił Adam Glapiński, który sam nie należy do zwolenników obniżek stóp procentowych, ale wskazał, że w czerwcu możliwa jest obniżka stóp procentowych. Jako członek Rady może lepiej ocenić na ile poszczególni członkowie są zdeterminowani i zorientowanie na dalsze cięcia stóp. **Naszym zdaniem obniżek stóp procentowych już nie powinno być, ale mając na uwadze ton komunikatu i wypowiedzi poszczególnych członków można przypuszczać, że to jeszcze nie koniec cyklu.** Krótkoterminowe perspektywy w dalszym ciągu oceniamy jako umiarkowanie pozytywne, ale podtrzymujemy, że długo oczekiwana korekta na rynku jest możliwa w 2H'13.

Oczekiwana zmiana stawki WIBOR 6M w przyszłości



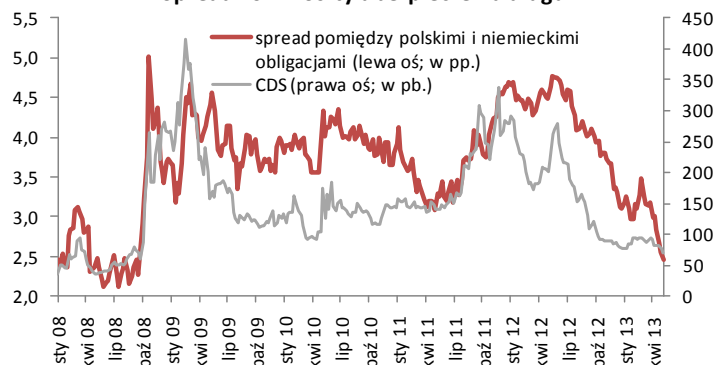
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg

Zmiana (r/r) zaangażowania w krajowe SPW poszczególnych grup inwestorów (dane w mld PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW Catalyst

Spread 10Y i koszty ubezpieczenia długu



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW Catalyst

Dom Maklerski Banku BPS SA  
ul. Płocka 11/13 01-231 Warszawa,  
tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556  
[www.dmbps.pl](http://www.dmbps.pl)  
[dm@dmbps.pl](mailto:dm@dmbps.pl)

**Biuro Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego:**

**Łukasz Kopeć** – Przemysł elektromaszynowy, Górnictwo  
Dyrektor Biura Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego  
[lukasz.kopiec@dmbps.pl](mailto:lukasz.kopiec@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 527

**Marcin Stebakow**, MPW – handel, przemysł spożywczy  
[marcin.stebakow@dmbps.pl](mailto:marcin.stebakow@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 548

**Kamil Artyszuk** – obligacje  
[kamil.artyszuk@dmbps.pl](mailto:kamil.artyszuk@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 535

**Damian Szparaga**, MPW  
[damian.szparaga@dmbps.pl](mailto:damian.szparaga@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 516

**Analitycy techniczni:**

**Jacek Borawski**

**Biuro Sprzedaży:**

**Mirosław Sobczak**  
[miroslaw.sobczak@dmbps.pl](mailto:miroslaw.sobczak@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 553

**Beata Zbrzezna**, MPW  
[beata.zbrzezna@dmbps.pl](mailto:beata.zbrzezna@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 544

**Departament Operacji:**

**Bogdan Dzimira**, MPW, Doradca Inwestycyjny  
[bogdan.dzimira@dmbps.pl](mailto:bogdan.dzimira@dmbps.pl)  
Tel.: (22) 53 95 523

**Jan Woźniak**, MPW  
[jan.wozniak@dmbps.pl](mailto:jan.wozniak@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 536

**Artur Kobos**, MPW  
[artur.kobos@dmbps.pl](mailto:artur.kobos@dmbps.pl)  
Tel.: (22) 53 95 511

**Grzegorz Górski**, MPW  
[grzegorz.gorski@dmbps.pl](mailto:grzegorz.gorski@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 540

**Bartosz Szaniawski**  
[bartosz.szaniawski@dmbps.pl](mailto:bartosz.szaniawski@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 525

**Bartosz Walczak**  
[bartosz.walczak@dmbps.pl](mailto:bartosz.walczak@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 559

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

**Catalyst** – rynek instrumentów dłużnych GPW i BondSpot.

**Cena brutto** – cena rynkowa powiększona o narosłe odsetki.

**Data wykupu** – termin, w jakim należność główna z tytułu wykupu obligacji jest wymagalna i płatna.

**Data wypłaty odsetek** – termin, w jakim nastąpi wypłata odsetek za dany okres odsetkowy.

**Kupon odsetkowy** – kwota płatności z tytułu odsetek, przypadająca na koniec okresu odsetkowego. Wyliczany zgodnie z warunkami emisji w oparciu o oprocentowanie obligacji w danym okresie odsetkowym i wartość nominalną papieru dłużnego.

**Marża** – liczba wyrażona w pkt. proc. dodawana do stopy bazowej w celu obliczenia oprocentowania obligacji w danym okresie odsetkowym.

**Obligacja** – dłużny papier wartościowy, emitowany w serii, wystawiony zgodnie z wymogami odpowiedniej ustawy.

**Obligatariusz** – pierwotny (pierwszy) właściciel obligacji lub wtórny jej nabywca.

**Płynność miesięczna** – miesięczny wolumen obrotów w relacji do wartości emisji.

**Stopa bazowa** – stopa wyznaczająca oprocentowanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Wysokość stopy bazowej podawana jest w warunkach emisji obligacji.

**Termin wykupu/zapadalności** – dzień, w którym emitent musi wykupić obligacje, to jest zapłacić obligatariuszowi cenę wykupu (zwykle równą wartości nominalnej). Dzień ten wypada wraz z upływem okresu zapadalności obligacji, to jest czasu, na jaki obligacje były emitowane (np. 2 lata).

**WIBOR** – ang. Warsaw Interbank Offered Rate – stawka procentowa na warszawskim międzybankowym rynku od depozytów oferowanych, podawana dla różnych, standardowych przedziałów czasowych tych depozytów.

**YTM** – ang. Yield To Maturity – stopa dochodu, którą inwestor uzyskuje nabywając obligację po cenie rynkowej i trzymając ją w swoim portfelu inwestycyjnym do terminu wykupu. Wskaźnik obliczany w celu porównania atrakcyjności instrumentu z innymi możliwościami inwestycyjnymi.

„Raport o obligacjach” wyraża wiedzę oraz poglądy jej autorów według stanu na dzień sporządzenia niniejszego opracowania.

Materiał został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności na podstawie ogólnodostępnych informacji, w dniu publikacji opracowania, pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje ich kompletności i dokładności.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy Placu Powstańców Warszawy 1.

Informacje zawarte w niniejszym raporcie nie stanowią rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 19 października 2005 r. Nr 206, poz. 1715).

DM Banku BPS SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz zwartych w nim zaleceń, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody DM Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie stanowi publikację handlową i jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. 1994 nr 24 poz. 83 z późn. zm.).

Jest prawdopodobne, iż DM Banku BPS S.A. świadczył, świadczy lub będzie świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DM Banku BPS S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Dom Maklerski Banku BPS S.A., ul. Płocka 11/13, 01-231 Warszawa, infolinia: 801 321 456, [www.dmbps.pl](http://www.dmbps.pl), e-mail: [dm@dmbps.pl](mailto:dm@dmbps.pl)