

## Czas na przebudowę portfela

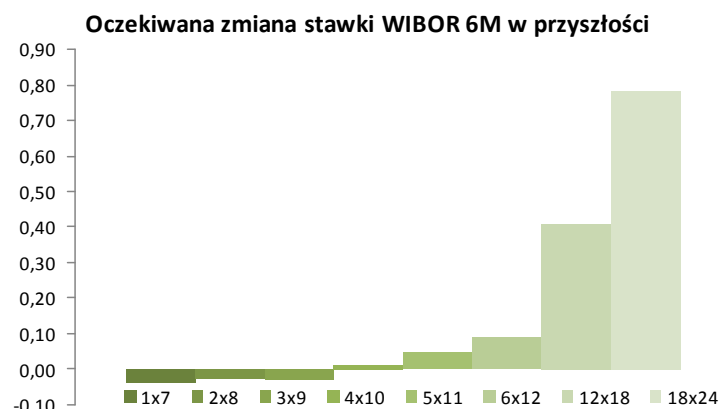
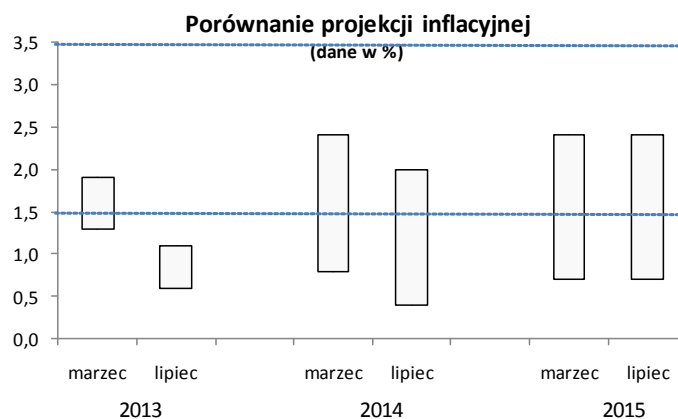
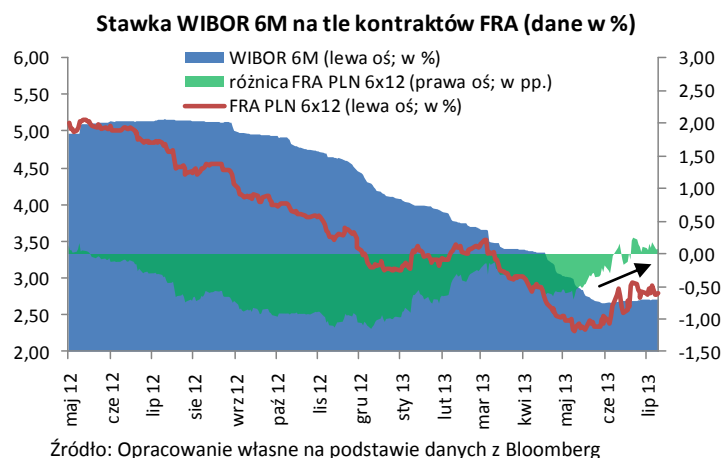
RPP obniżyła referencyjną stopę procentową do 2,50% i zakomunikowała, że lipcowa decyzja „kończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej”. Tym samym czynnik, który wzmacniał zainteresowanie obligacjami teraz nie będzie stanowił takiego wsparcia. Zakładając, że to już koniec obniżek rynkowych stóp procentowych i koszt pieniądza niebawem zacznie rosnąć, to przy realizacji takiego scenariusza w przyszłości **tracić będą głównie obligacje ze stałym oprocentowaniem, szczególnie z dłuższym terminem zapadalności**. Natomiast na rynku Catalyst przeważająca większość obligacji stanowią obligacje ze zmiennym oprocentowaniem. Choć w tym kontekście trzeba też podkreślić, że wpływ dokonanych obniżek stóp procentowych na wysokość odsetek nie jest jeszcze widoczny na wszystkich papierach. Inwestorzy powinni dostosować strukturę swojego portfela do oczekiwanych zmian, wychodząc z obligacji ze stałym oprocentowaniem (zwłaszcza z długim terminem). Tym bardziej, że na rynku Catalyst choć obroty stopniowo rosną to jednak nie na tyle aby móc względnie swobodnie wyjść z inwestycji w przypadku zaangażowania większej kwoty.

## Projekcja nie przekreśla w pełni szans na dalsze cięcia

Nowa projekcja inflacyjna w najważniejszym elemencie znacząco nie różni się od poprzedniej, tzn. utrzymuje się ryzyko, że inflacja pozostanie poniżej dolnego odchylenia od celu inflacyjnego (1,5%). **Prawdopodobieństwo to zostało określone na 48%, czyli 3 pp. mniej niż przy poprzedniej projekcji**. Mając powyższe na uwadze teoretycznie pozostaje przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych. Wskaźnik inflacji w świetle projekcji ma kształtować się w przedziale 0,7-2,4% w 2015 r. Nadal oczekiwane jest przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego w najbliższych latach, ale już w mniejszym zakresie niż wskazywała to poprzednia projekcja. Efekty dokonanych cięć (łącznie 225 pb.) powinny być widoczne począwszy od 2H'13, a kulminacja wpływu przypadnie na 2014 r.

## Spadek rynkowych stóp procentowych zostanie zatrzymany

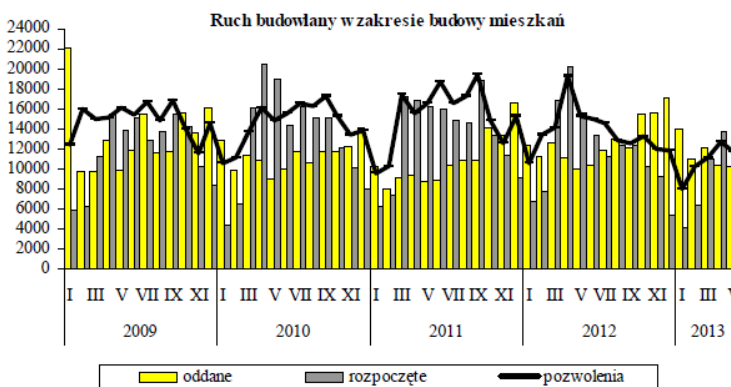
Kontrakty wskazują na to, że stawka WIBOR 6M w najbliższych miesiącach pozostanie stabilna, a w przekroju powyżej roku ma wyraźnie zacząć rosnąć. Oczekiwania, co do poziomu WIBOR 6M za 12 i 18 miesięcy wskazują na wzrost stawki WIBOR o odpowiednio ok. 40 i ok. 80 pb. W tym kontekście należy mieć na uwadze, że wzrost kosztu pieniądza na rynku międzybankowym prawdopodobnie wyprzedzi moment zmiany poziomu stóp procentowych NBP.



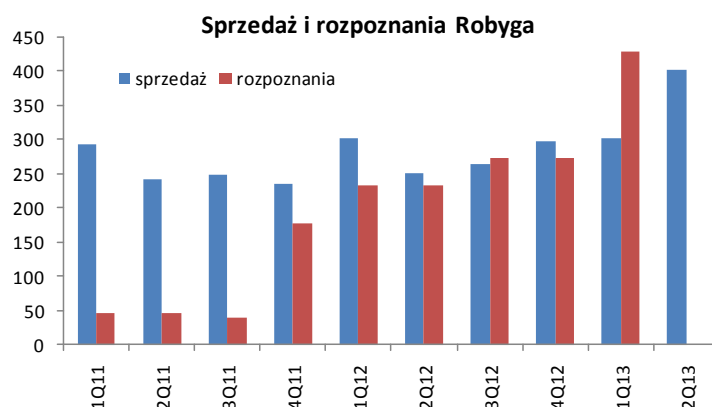
## Obligacje: Sektor deweloperski

Statystyki GUS wskazują na to, że w pierwszych 5 miesiącach br. ilość rozpoczętych budów mieszkań zmniejszyła się o ponad 22%. Jest to oczywiście w pewnym stopniu wynik tego, że w analogicznym okresie ub. r. nastąpił skumulowany wzrost ilości rozpoczętych inwestycji w celu uniknięcia zaostrzonych przepisów. Nie zmienia to jednak faktu, że w kolejnych miesiącach aktywność w tym sektorze zdecydowanie się zmniejszyła. Obecnie widoczne jest sezonowe ożywienie.

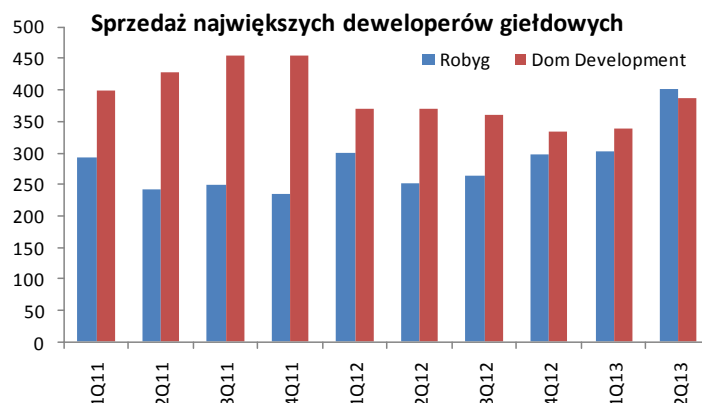
**Ograniczenie podaży powinno korzystnie wpłynąć na zmniejszenie stanu ilości gotowych niesprzedanych mieszkań.** Z opublikowanych przez spółki informacji wynika, że sprzedaż mieszkań w ujęciu rocznym wyraźnie poprawiła się i wśród największych deweloperów giełdowych wzrosła o 44% r/r (w 2Q'13). Szczególnie dobre dane podał Robyg, który w 2Q'13 zakontraktował sprzedaż 402 lokali w ujęciu netto (po uwzględnieniu rezygnacji). Plan dewelopera na ten rok zakłada sprzedaż na poziomie ponad 1 000 lokali i wszystko wskazuje na to, że zostanie zrealizowany (po 1H'13 sprzedaż 705 lokali), choć wymagać to może zwiększenia oferty. **Poziom kontraktacji oceniamy nadzwyczaj pozytywnie** nie tylko ze względu na sam jej bezwzględny poziom (najwyższy w historii spółki), ale także mając na uwadze, że na koniec 1Q'13 w ofercie znajdowało się 909 lokali. Oznacza to, że w ciągu kwartału spółka sprzedała ok. 44% swojej oferty. **Świadczy to o bardzo dobrym rozpoznaniu rynku i dostosowaniu do potrzeb klientów.** Jednocześnie powinno to przyczynić się do uruchomienia kolejnych projektów, w celu uzupełnienia oferty. Deweloper pozytywnie jest także postrzegany przez inwestorów, o czym świadczy przeprowadzenie w ciągu miesiąca 2 emisji obligacji o łącznej wartości nominalnej 90 mln PLN. Trzyletnie obligacje serii I są niezabezpieczone z marżą 450 pb. (dwie poprzednie podobne emisje miały marżę 480-490 pb.). Jednocześnie spółka zdecydowała się na przedterminowy wykup obligacji serii B i C, których pierwotny termin wykupu został określony na listopad i grudzień br. Spółka korzysta z dostępu do tańszego finansowania i wykupiła wszystkie obligacje z krótkim terminem zapadalności. Na rynku Catalyst pojawiła się nowa seria obligacji tego dewelopera – seria I. Zmienne oprocentowanie, wysoka marża (450 pb.) w połączeniu z jakością emitenta i stosunkowo dużymi obrotami na wcześniej wyemitowanych obligacjach powoduje, że **nowa seria papierów może być ciekawym uzupełnieniem portfela obligacji.** Obecnie rentowność (YTM przy założeniu, że WIBOR 6M pozostanie stabilny na obecnym niskim poziomie) tych obligacji wynosi 6,56%. W przeciwieństwie do poprzednich emisji nie mają wbudowanej opcji przedterminowego wykupu na żądanie emitenta. Robyg i Dom Development na tle sektora są bardzo silne. Dom Development pozycję lidera na rynku prawdopodobnie stracił tylko na chwilę ze względu na większą ofertę. Ożywienie na rynku od strony popytowej może ograniczyć wielkość zapasów niesprzedanych mieszkań na rynku. Zamknięcie programu RnS nie spowodowało gwałtownego spadku kontraktów, ale w warunkach ograniczonych rozmiarów inwestycji mieszkaniowych **rynek może podążać w kierunku równoważenia.**



Źródło: GUS



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze spółki



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze spółek

## Wszystko w rękach obligatariuszy

Gant Development stara się przeprowadzić emisję konsolidacyjną obligacji. Z danych na koniec 1Q'13 wynika, że kapitał pracujący jest ujemny (przewaga zobowiązań krótkoterminowych nad wartością aktywów obrotowych), natomiast wartość aktywów netto Grupy wynosi blisko 224 mln PLN. Przy wysokim poziomie zadłużenia **Gant nie jest w stanie bez porozumienia z obligatariuszami uregulować zobowiązań**. Obecnie spółka przesuwając terminy wykupu obligacji, gdyż nie może mieć przedterminowych zobowiązań z obligacji. Gant otrzymał pozwolenie na użytkowanie inwestycji Odra Tower we Wrocławiu, czyli projektu o szacowanej wartości ok. 105 mln PLN.

## Śmiałe plany Marvipolu

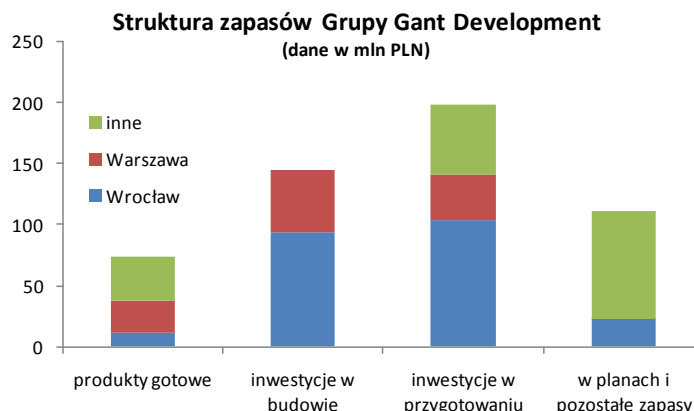
Marvipol zamierza przeprowadzić małą emisję obligacji o nieco mniejszej wielkości niż wartość nominalna zapadających papierów. **Wykup obligacji serii C (MVP0813) „zniesienie” jednego z limitów zadłużania się Marvipolu.** Tzn. spółka musiałaby dokonać przymusowego wykupu obligacji jeżeli relacja zobowiązań do aktywów przekroczyłaby 75%. Ograniczeniem pozostanie skorygowany wskaźnik zadłużenia rozumiany jako różnica między zobowiązaniami a przychodami przyszłych okresów w relacji do kapitałów własnych. Wartość tego wskaźnika nie może przekroczyć poziomu 3,0x. Obecnie relacja ta wynosi 2,4x, czyli pozostaje przestrzeń do dalszego wzrostu zadłużenia. Jednak nieco ponad połowę przychodów przyszłych okresów stanowi projekt „Zielona Italia”, którego przekazywanie lokali rozpoczęło się. Tym samym mieszkania z tego projektu będą rozpoznawane i stan przyszłych przychodów może się obniżyć. W tym kontekście wstępne plany Marvipolu o zagospodarowaniu terenu przy dworcu Warszawa Gdańsk wydaje się bardzo ambitnym i trudnym w zrealizowaniu planie, gdyż wartość projektu szacowana jest na 900 mln PLN. Choć jak zaznacza wiceprezes Marvipolu zanim rozpocznie się realizacja projektu minie 1-2 lata. Aby zrealizować ten projekt spółka musiałaby zwiększyć zadłużenie bądź przeprowadzić dużą emisję akcji.

## Obligacje: Sektor bankowy

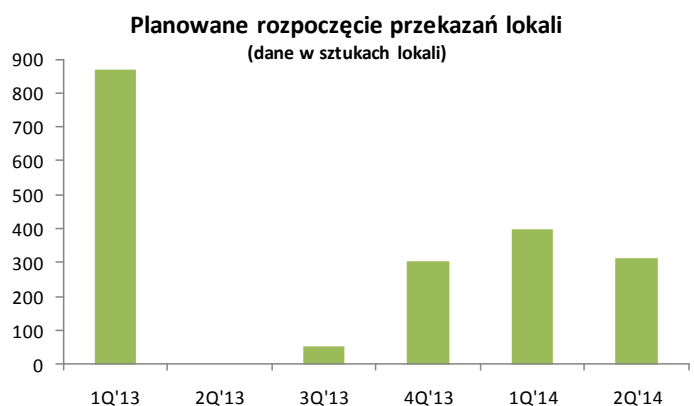
W czerwcu handel na obligacjach korporacyjnych notowanych na rynku Catalyst odbywał się głównie na obligacjach banków, co może wynikać z tego, że **inwestorzy poszukują teraz bardziej bezpiecznych obligacji**, zwłaszcza w otoczeniu częstych trudności w regulowaniu zobowiązań odsetkowych. Jednakże przyczyniać się do tego mogła także niewielka ilość nowych emisji.

Meritum i SK Bank uzyskały zgodę KNF na zaliczenie obligacji (odpowiednio serii MRT0421 i BSW0323) do funduszy uzupełniających. W związku z tym wykup obligacji Meritum Bank może nastąpić 29 kwietnia 2016 r., a w przypadku SK Banku wykup może nastąpić po 5 latach od daty emisji.

**W maju nastąpił wyraźny wzrost wartości udzielonych kredytów.** Choć był to najwyższy przyrost w tym roku to i tak niższy niż przed rokiem. W efekcie tempo wzrostu akcji kredytowej dalej spowolniło. W mniejszym stopniu a zarazem z wyższego poziomu spowolniło również tempo wzrostu akcji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze spółki



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze spółki

Komentarz: Rozpoczęcie przekazywania z kluczowego projektu rozpoczęło się pod koniec 1Q'13. Przyjmując, że średnia cena z m.kw. wyniosła 5.200 PLN to wartość projektu przy sprzedaży wszystkich lokali wyniosłaby blisko 305 mln PLN, z czego ponad 65 mln PLN wpłynęło już do spółki. Stwarza to przestrzeń do zmniejszenia zadłużenia. Pomimo tego realizacja projektu Warszawa Gdańsk o takiej wartości wydaje się mało prawdopodobna, chyba że spółka wzmocni kapitały własne.

kredytowej w sektorze banków spółdzielczych. W takich warunkach wymóg kapitałowy w tych bankach rósł wolniej niż tempo wzrostu funduszy własnych, co pozwoliło na dalszy wzrost wartości współczynnika wypłacalności (w całym sektorze bankowym współczynnik od początku roku wzrósł o 0,6 pp. do 15,3%, a w bankach spółdzielczych o 0,4 pp. do 14,2%). **Obniżanie poziomu stóp procentowych powoduje spadek marży odsetkowej netto banków.** Pomimo wzrostu akcji kredytowej przychody z odsetek maleją powodując spadek wyniku na działalności bankowej. Przy czym o ile w skali całego sektora bankowego spadek ten sięga 5,8% r/r i podobny ruch spadkowy widoczny jest w bankach spółdzielczych, to wynik finansowy netto w sektorze spółdzielczym maleje szybciej (27% r/r) niż w całym sektorze bankowym. Przyczynia się do tego **niska efektywność kosztowa banków spółdzielczych.** Wiele wskazuje na to, że banki spółdzielcze będą raportowały niższe zyski. Utrzymuje się wysoka jakość portfela kredytowego banków spółdzielczych (6,3%), która jest wyższa niż w całym sektorze (8,9%).

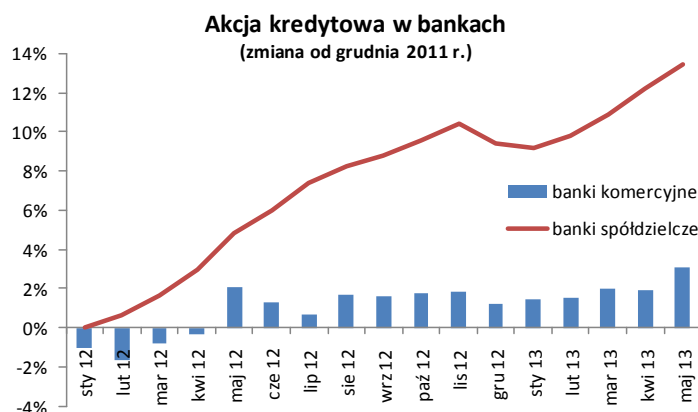
Na rynku zadebiutowały obligacje jednego z większych banków spółdzielczych, Podkarpackiego Banku Spółdzielczego (PBS0523). Dziesięcioletnie obligacje banku mają zmienne oprocentowanie oparte na stawce WIBOR 6M powiększone o marżę 330 pb. Zakładając, że koszt pieniądza pozostanie na obecnym niskim poziomie to rentowność w terminie do wykupu przy bieżących cenach wyniosłaby 5,87%. Przy czym należy pamiętać, że emitent ma prawo dokonać przedterminowego wykupu po 5 latach od daty emisji (YTC w takich warunkach wyniosłoby 5,76%).

### Słaba marka Marka

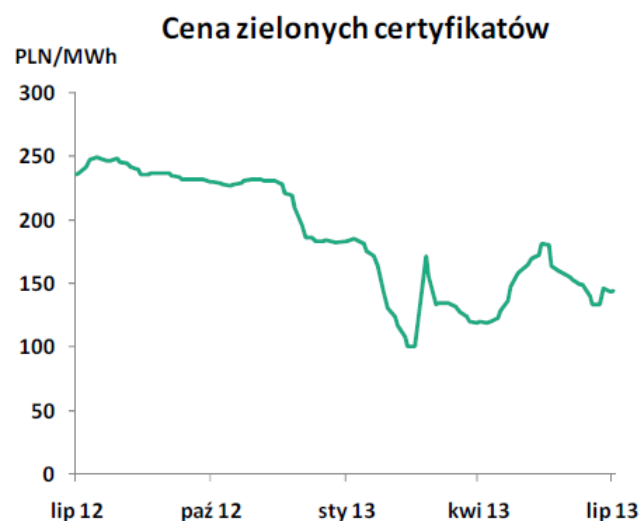
Spółka nie tylko rozczarowała wynikami wypracowując niższy zysk operacyjny niż koszty finansowe, ale także złamała warunki emisji, dając możliwość żądania przedterminowego wykupu obligacji. Relacja długu netto do kapitałów własnych przekroczyła poziom 2,0x. Ze stworzonej możliwości skorzystała część obligatariuszy i emitent musi przedterminowo wykupić blisko połowę wartości emisji – papiery o łącznej wartości nominalnej ok. 6,0 mln PLN (ok. 1/3 ubiegłorocznych przychodów spółki). Według stanu na koniec 2012 r. stan środków pieniężnych był niski (48 tys. PLN), a wartość aktywów obrotowych wynosiła 56,1 mln PLN. W tej sytuacji **przymusowy przedterminowy wykup części obligacji jest wyzwaniem dla spółki.**

### Słaba koniunktura w branży OZE

MEW i Widok Energia nie wykupiły obligacji w terminie. W przypadku tego pierwszego emitenta spółka prosi o indywidualny kontakt obligatariuszy w celu przedstawienia warunków porozumienia. Mając na uwadze, że wcześniej spółka części obligatariuszom zaproponowała roczne obligacje z oprocentowaniem stałym na poziomie 13% w skali roku z kuponem płatnym kwartalnie, to można przypuszczać że podobne warunki oferuje także i teraz. Papiery mogą być zabezpieczone udziałami w spółce celowej posiadającej elektrownie wodną. Widok Energia porozumiał się z **większością obligatariuszy serii E1, E2, E3 i K oraz obligacji serii**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych TGE



D zamiennych na akcje. Widok Energia ma trudności formalne ze złożeniem wniosku o ustanowienie zabezpieczenia, czym naruszyło warunki emisji obligacji serii L. Natomiast BBI Zeneris z opóźnieniem wykupiło obligacje, które zostały wykupione ze środków pozyskanych z kolejnej emisji. **Ostatnie trudności spółek z branży OZE są skutkiem pogorszenia koniunktury w związku ze spadkiem cen zielonych certyfikatów i mniejszym zapotrzebowaniem na biomasę ze względu na nierentowność produkcji co doprowadziło do renegocjacji umów cenowych i zaprzestania produkcji w takich warunkach cenowych. Przyszłość branży pogarsza projekt ustawy o OZE. W związku z tym podchodzilibyśmy bardzo ostrożnie do spółek z tej branży.**

### Umorzenia obligacji pozwalają obniżyć koszty finansowe

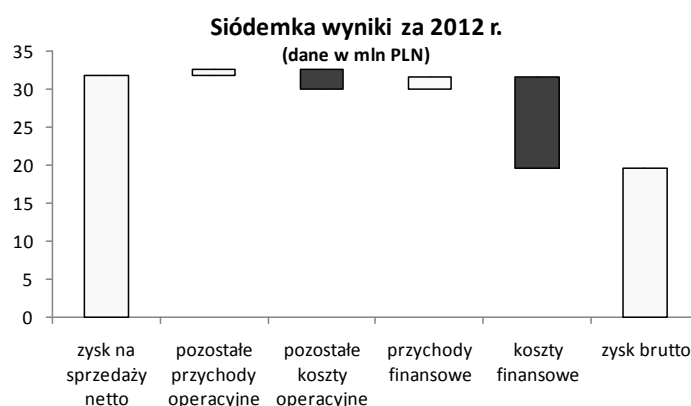
Siódemka, Dominium i Mera nabywają obligacje własne w celu umorzenia. W przypadku tej pierwszej spółki nabyła ona papiery o łącznej wartości nominalnej 15 mln PLN. Obligacje serii C (SIO1213) zapadają na początku grudnia br. Ich nabycie przed terminem powinno pozwolić na obniżenie kosztów obsługi długu o ok. 570 tys. PLN. Siódemka w grudniu będzie musiała wykupić obligacje o wartości 75 mln PLN. Ze względu na bezpieczny poziom zadłużenia (dług netto/EBITDA 1,1x, a dług netto/kapitałów własnych 0,2x) nie powinna mieć problemów z ewentualnym zrolowaniem obligacji. W takim scenariuszu prawdopodobnie wielkość kolejnej emisji byłaby niższa niż wartość nominalna zapadających papierów.

### Uboat – szansa na wzrost skali działalności

Spółka po uplasowaniu obligacji serii B podjęła działania zmierzające do zwiększenia skali działalności, podpisując umowy z armatorami z północnej i południowej części Europy. Jednocześnie spółka dywersyfikuje przychody geograficznie. Poczynione działania zmierzające do obniżenia kosztów przyczynia się do zwiększenia udziału w rynku dzięki możliwości zaoferowania usług po niższych cenach. **Kondycja finansowa spółki jest dobra, choć rozmiar samej spółki pozostaje mały.**

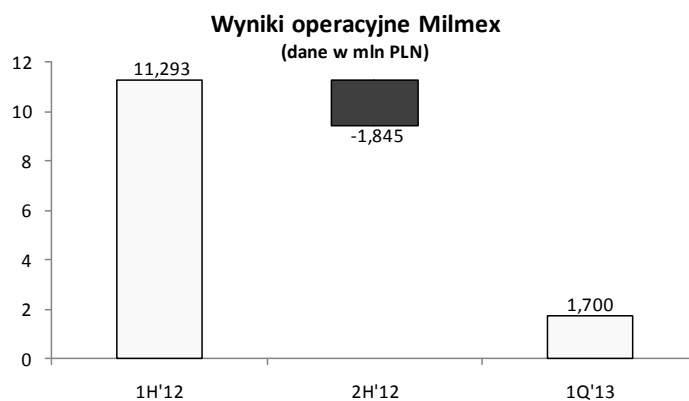
### Milmex - Szacunkowe wyniki odbiegają od planów spółki

Milmex, który z opóźnieniem wypłacił odsetki od obligacji serii KOM12D (MLX0813) ze względu na problemy techniczne. Spółka przedstawiła szacunkowe wyniki za 1Q'13. Biorąc pod uwagę plany spółki zakładające wzrost przychodów o ponad 50% w latach 2013-2014, przychody w 1Q'13 na poziomie 15,4 mln PLN mogą być rozczarowujące. Z drugiej strony spółce ponownie udało się wypracować dodatni wynik na poziomie operacyjnym (w 2H'12 spółka odnotowała ujemny EBIT 1,8 mln PLN i stratę netto w wysokości 13,8 mln PLN). W szacunkowych wynikach widać, że nastąpił spadek aktywów obrotowych o 26%, głównie przez obniżenie należności krótkoterminowych. Negatywny trend w zmianie stanu aktywów obrotowych może wpływać na pogorszenie płynności spółki. Natomiast realizacja planu zwiększenia skali działalności wymagać będzie zwiększenia tej pozycji, co może się wiązać z koniecznością pozyskania zewnętrznego finansowania.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze spółki

Komentarz: Koszty finansowe dość mocno obciążały wynik EBIT. Choć oczywiście pozostawały one pod kontrolą, tzn. EBIT przewyższał je 2,5-krotnie, dlatego spółka nie ma problemów z obsługą długu. Poczynione oszczędności pozytywnie oceniamy.



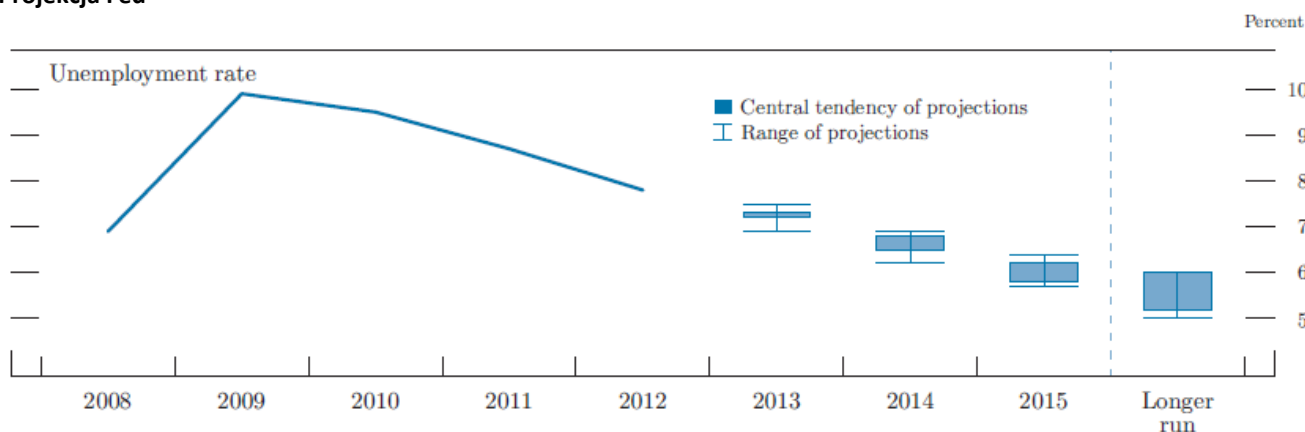
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze spółki

## OBLIGACJE SKARBOWE

W czerwcu widoczna była przecena obligacji, zwłaszcza papierów ze stałym kuponem o dłuższym terminie zapadalności, co jest związane z zasygnalizowanym zakończeniem cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP. Aktywność inwestorów na rynku Catalyst na obligacjach skarbowych ze stałym oprocentowaniem była duża, może być to przebudowa portfeli w związku ze spodziewaną zmianą w kształtowaniu polityki pieniężnej. Nie jest wykluczone, że pod wpływem danych o inflacji rynek jeszcze będzie miał nadzieje na dalsze cięcia stóp. Choć projekcja inflacyjna stwarza także przestrzeń to naszym zdaniem **mało prawdopodobne jest aby cykl był kontynuowany**. Tym samym do końca kadencji Rady nie powinno być zmian w zakresie stóp procentowych. Natomiast członkowie kolejnej kadencji, ze względu na nominacje od polityków, mogą zwlekać z ewentualnym momentem zwrotu w kształtowanej polityce pieniężnej.

**Mając na uwadze duże zaangażowanie w polskim długu ze strony inwestorów zagranicznych to właśnie ich zachowanie jest kluczowe.** Krajowy rynek długu pozostaje pod wpływem zmian na rynkach bazowych. Z tego punktu widzenia kluczowa wydaje się kwestia wychodzenia z ilościowego luzowania polityki pieniężnej w USA. Stenogramy z czerwcowego posiedzenia FOMC wydają się nieco oddalać tą perspektywę. W Komitecie jest większość, która ograniczenie skali QE uzależnia od dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy. Prezes Fed określił, że zakończenie ilościowego luzowania polityki pieniężnej miałyby nastąpić, gdy stopa bezrobocia spadnie do 7%. **Z przedstawionych przez Komitet prognoz wynika, że stopa bezrobocia powinna spaść do tego poziomu w 2014 r. tym samym w świetle tych prognoz, QE powinien zostać zakończony w przyszłym roku. Zakończenie programu będzie skutkowało wzrostem rentowności, który przełoży się także na krajowy rynek długu. Zmiana będzie następowała stopniowo. W krótkim terminie krajowy rynek powinien stabilizować się ze względu na ograniczoną podaż ze strony MF i wykup obligacji OK0713.**

### Projekcja Fed



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.kopec@dmbps.pl](mailto:lukasz.kopec@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**  
Dyrektor Biura Sprzedaży  
[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:

**Piotr Majka**, MPW  
Dyrektor Departamentu Operacji  
[piotr.majka@dmbps.pl](mailto:piotr.majka@dmbps.pl)  
Tel.: (22) 53 95 520

**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

**Lech Kucharski**  
[lech.kucharski@dmbps.pl](mailto:lech.kucharski@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 522

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

**Krzysztof Solus**  
[krzysztof.solus@dmbps.pl](mailto:krzysztof.solus@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 559

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

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

**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 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)