

# Rynek Catalyst

Obligacje korporacyjne w Polsce –  
podsumowanie wyników za 2017 rok

Edycja VI, czerwiec 2018

Patronat



## Wstęp

Rynek Catalyst – rynek obligacji prowadzony na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot – od wielu lat jest jednym z najszybciej rozwijających się rynków obligacji w Europie Środkowo-Wschodniej. Na warszawskiej giełdzie, pod koniec 2017 roku, notowanych było ponad pięć razy więcej instrumentów dłużnych niż na rynku czeskim. Co więcej, rozwój rynku Catalyst potwierdza wartość pozyskanego przez emitentów kapitału, która w 2017 roku osiągnęła poziom 12,3 mld zł, czyli była o 148,2% większa w porównaniu do 2016 roku.

Jednym z czynników warunkujących wzrost polskiego rynku instrumentów finansowych jest jego transparentność, która stale się zwiększa ze względu na wprowadzane zmiany w regulacjach. Emitenci są zobowiązani do raportowania o wszelkich istotnych wydarzeniach mających wpływ na ich sytuację finansową, majątkową, gospodarczą, umożliwiając w ten sposób inwestorom bieżącą ocenę kondycji emitenta z punktu widzenia możliwości wywiązania się z poczynionych względem nich zobowiązań.

Analizując rynek Catalyst nie sposób pominąć sytuacji, w których zaufanie inwestorów zostało nadszarpnięte. Dopuszczenie przez emitenta do sytuacji, w której default jest nieunikniony, przy jednoczesnym braku rzetelnej informacji

i niezachowaniu dbałości o interesy inwestorów, obniża wiarygodność przyszłych emisji i zwiększa ryzyko inwestycyjne dłużnych papierów wartościowych. Zdarzenie, które poruszyło rynek kapitałowy w ostatnich miesiącach – niewywiązanie się spółki GetBack ze swoich zobowiązań – może wzbudzać obawy, co do wiarygodności emitentów rynku Catalyst, a tym bardziej spółek emitujących obligacje, które docelowo nie są i nie będą przedmiotem obrotu na rynku publicznym.

Notowane na rynku Catalyst obligacje stanowiły tylko wycinek długu wyemitowanego przez spółkę. Według szacunku KNF, GetBack sprzedał papiery dłużne o wartości 2,6 mld złotych, z czego wprowadził na rynek publiczny emisje o wartości ok. 522 mln zł, które prawdopodobnie powiększą grono emisji zaliczanych do defaultów na rynku Catalyst. Należy też zwrócić uwagę, że łączna wartość instrumentów GetBack wprowadzonych do obrotu stanowiła w latach 2016 i 2017 odpowiednio 0,8% oraz 0,7% łącznej wartości emisji obligacji korporacyjnych. Choć zaistniałej sytuacji nie należy lekceważyć, a wręcz wyciągnąć z niej wnioski na przyszłość, to dokonując oceny rynku Catalyst nie należy postrzegać go z perspektywy jednego emitenta.

**Życzymy przyjemnej lektury.**

## Słownik pojęć

**Analizowana Grupa** – Emisje obligacji komunalnych, spółdzielczych i korporacyjnych wprowadzone do obrotu na Catalyst z wyłączeniem emisji Skarbu Państwa, Europejskiego Banku Inwestycyjnego, Banku Gospodarstwa Krajowego, euroobligacji oraz listów zastawnych.

**Analizowany Okres** – Okres od 30 września 2009 roku do 31 grudnia 2017 roku.

**ASO, Alternatywny System Obrotu** – System obrotu organizowany przez Giełdę Papierów Wartościowych poza rynkiem regulowanym w ramach Catalyst i NewConnect, którego przedmiotem są papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego.

**Catalyst** – Rynek obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi powstały 30 września 2009 roku, prowadzony na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. i BondSpot S.A.

**Dokument Informacyjny** – Dokument sporządzony na potrzeby wprowadzenia instrumentów finansowych do Alternatywnego Systemu Obrotu na NewConnect/Catalyst, zgodnie z wymaganiami Załącznika nr 1 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu.

**Memorandum Informacyjne** - Dokument o charakterze informacyjnym skierowany do akcjonariuszy i potencjalnych inwestorów. Tryb zastosowania Memorandum Informacyjnego został zdefiniowany w Ustawie o ofercie publicznej. Formę i zakres Memorandum Informacyjnego określa

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 8 sierpnia 2013 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne sporządzone w związku z Ofertą Publiczną lub ubieganiem się o dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym.

**NewConnect** - Zorganizowany rynek akcji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., prowadzony poza rynkiem regulowanym w formule alternatywnego systemu obrotu.

**Oferta Prywatna obligacji** – Proponowanie nabycia obligacji skierowane do najwyżej 149 imiennie wskazanych inwestorów.

**Oferta Publiczna obligacji** – Udostępnianie co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonym adresatom, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o tych obligacjach i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych obligacji.

**Stopa procentowa** - Stopa referencyjna określająca minimalną rentowność 7-dniowych bonów pieniężnych emitowanych przez Narodowy Bank Polski.

**Warunki Emisji** – Warunki Emisji obligacji w rozumieniu Ustawy o obligacjach.

**KFN** – Komisja Nadzoru Finansowego, centralny organ administracji rządowej sprawujący nadzór nad rynkiem finansowym w Polsce.

## Rozdział 1.

# Rynek Catalyst w pigułce

## Wielkość rynku Catalyst w 2017 roku

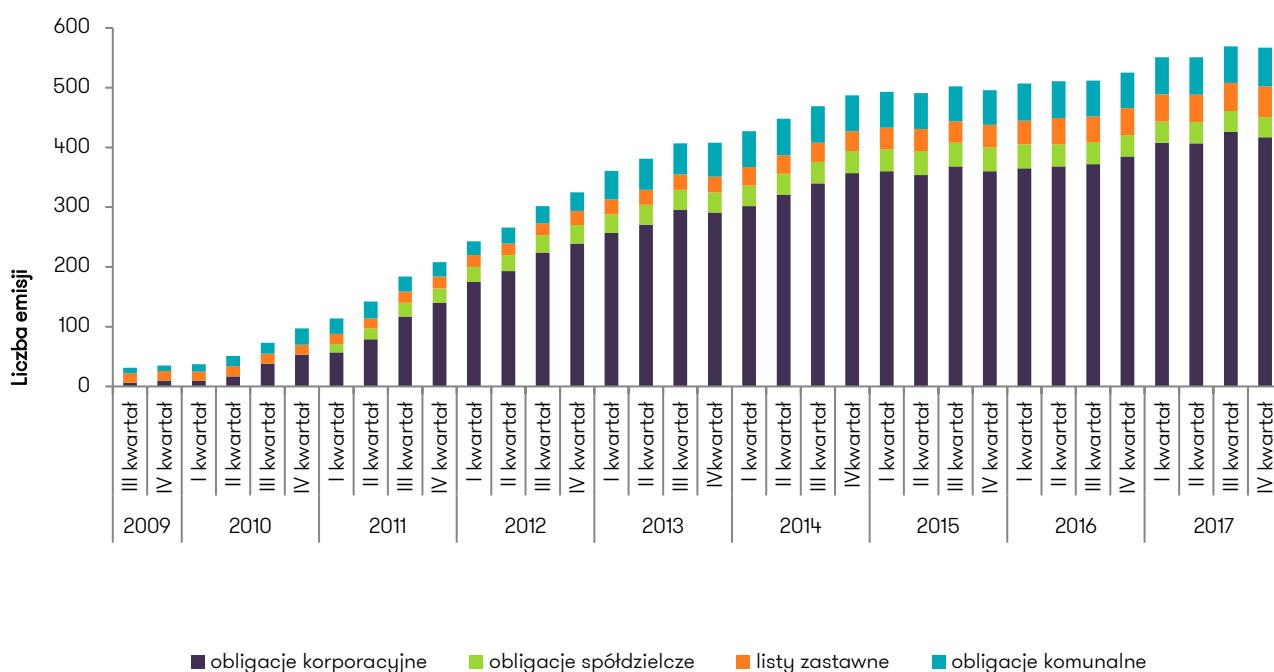
Liczba instrumentów dłużnych notowanych na rynku Catalyst na koniec 2017 roku wyniosła 609 serii wyemitowanych przez 161 emitentów, z czego 417 serii stanowiły obligacje korporacyjne.

Ubiegły rok, w porównaniu do 2016 roku, wyróżnił się znacznym wzrostem liczby instrumentów nieskarbowych. Na koniec IV kwartału 2017 roku liczba obligacji korporacyjnych wzrosła o 8,3%,

liczba listów zastawnych o 13,3%, a liczba obligacji komunalnych o rekordowe 10,2%. W przypadku obligacji spółdzielczych, podobnie jak w 2016 roku, został odnotowany spadek ich liczby o 5,6%.

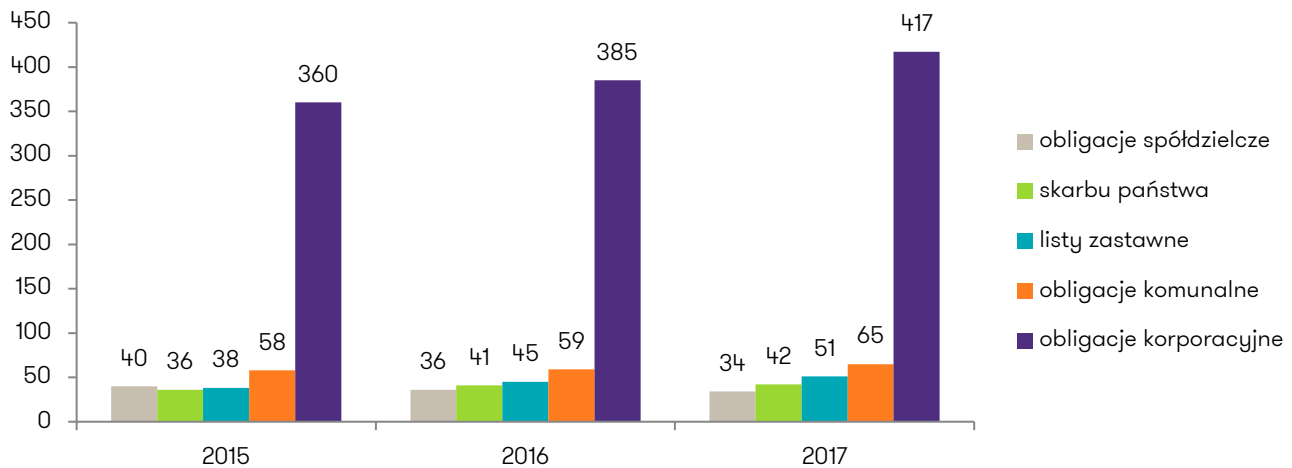
Wyłączając z analizy obligacje Skarbu Państwa, liczba instrumentów dłużnych notowanych na Catalyst z końcem 2017 roku wyniosła 567 serii, tj. była wyższa o 43 serie niż w roku poprzednim.

**Wykres 1.** Liczba instrumentów notowanych na koniec poszczególnych kwartałów (z wyłączeniem obligacji skarbowych)



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

**Wykres 2.** Liczba instrumentów notowanych na Catalystr

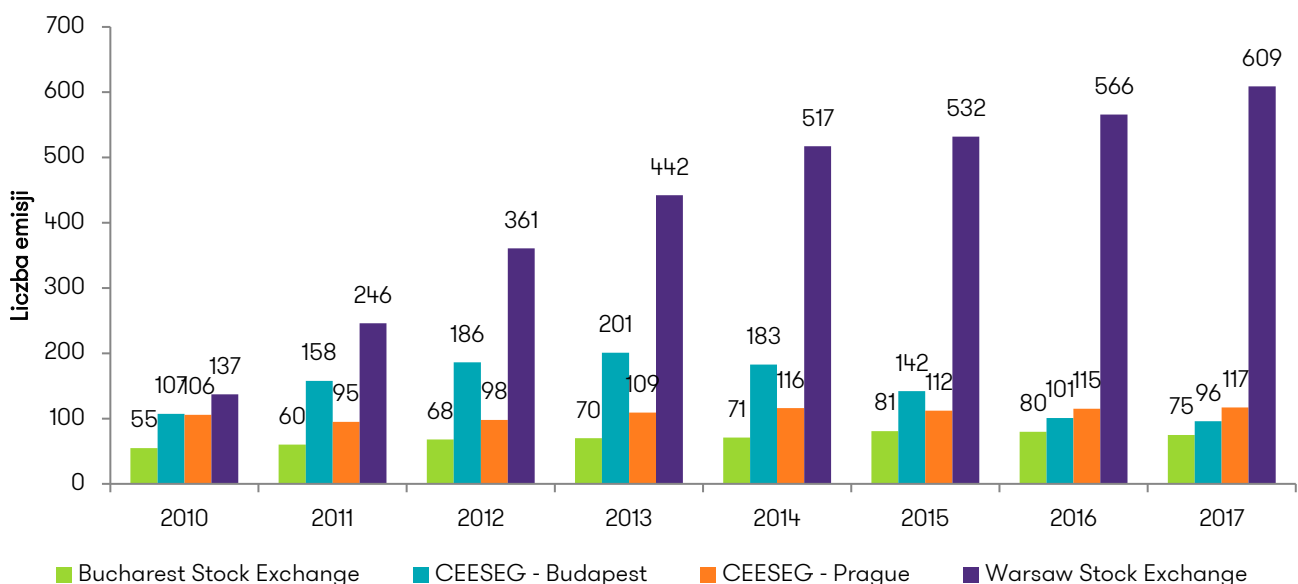


Źródło: opracowanie własne Grant Thornton

Podążając za statystykami FESE\*, liczba obligacji notowanych na Catalystr w latach 2010-2017 wzrosła o 344,5%. Dla porównania, na warszawskiej giełdzie pod koniec 2017 roku, notowanych było ponad pięć razy więcej instrumentów dłużnych niż na rynku czeskim (drugim w regionie pod względem liczby

notowanych instrumentów, który w analogicznym okresie wzrósł zaledwie o 10,4%). Dane te ukazują utrzymującą się nieprzerwanie w ostatnich latach, dominującą pozycję rynku Catalystr nad pozostałymi rynkami długu w Europie Środkowej i Wschodniej.

**Wykres 3.** Liczba obligacji notowanych na giełdach krajów Europy Środkowej i Wschodniej



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton na podstawie danych FESE

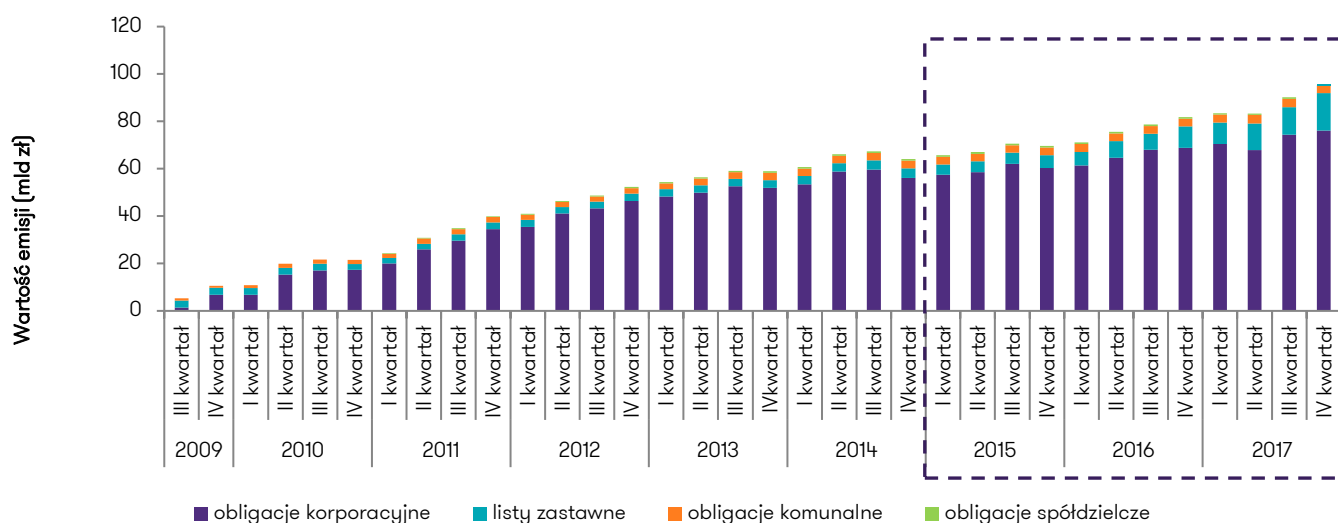
\*ze względu na brak dostępności danych za 2017 rok prezentujących bułgarski rynek papierów dłużnych, analiza nie uwzględnia tego rynku.

Wartość wszystkich instrumentów dłużnych w Polsce na koniec 2017 roku kształtowała się na poziomie 751,7 mld zł, w tym 95,8 mld zł stanowiły instrumenty nieskarbowe, co oznacza wzrost o 17,1% w stosunku do analogicznego okresu 2016 roku, gdzie wartość ta kształtowała się na poziomie 81,8 mld zł.

Pod koniec IV kwartału 2017 roku wartość obligacji korporacyjnych wyniosła 76,1 mld zł względem

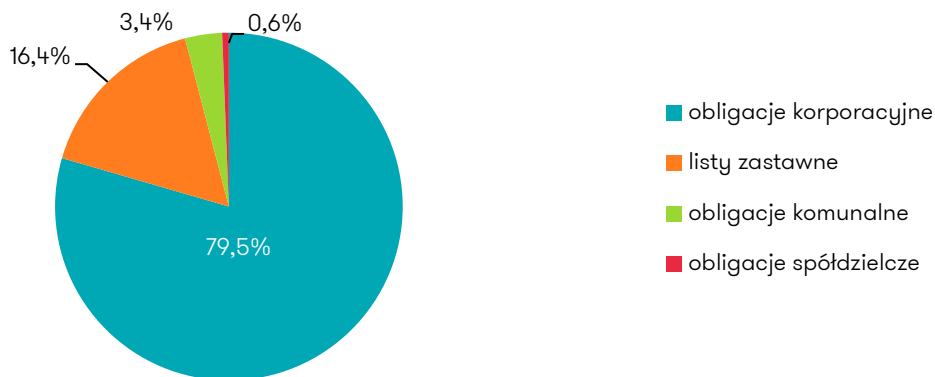
68,8 mld zł z roku 2016. Podobnie jak w 2016 roku, ubiegły rok charakteryzował się spadkiem udziału obligacji korporacyjnych w strukturze instrumentów nieskarbowych (na korzyść wzrostu udziału listów zastawnych) i wyniósł 79,5. Nie wpłynęło to znacznie na wartość dynamiki wzrostu, która w 2017 roku w stosunku do okresu poprzedniego osiągnęła poziom 10,6%.

**Wykres 4.** Wartość instrumentów notowanych na koniec poszczególnych kwartałów (z wyłączeniem obligacji skarbowych)



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

**Wykres 5.** Struktura wartościowa instrumentów notowanych na Catalyst (w zł) według rodzajów instrumentów na dzień 31 grudnia 2017 roku (z wyłączeniem obligacji skarbowych)



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

## Rynek po GetBacku

Dokonując analizy rynku obligacji w 2017, nie sposób nie wspomnieć o ostatnich wydarzeniach, jakie miały miejsce na przełomie I i II kwartału bieżącego roku. Szerokim echem odbiło się zdarzenie związane z niewywiązywaniem się ze zobowiązań jednego z emitentów – spółki GetBack, której poziom zadłużenia z tytułu emisji obligacji na koniec marca 2018 r. KNF szacuje na blisko 2,6 mld zł.

Przyglądając się bliżej przeprowadzonym przez ww. spółkę emisjom, z punktu widzenia wartości liczbowych prezentowanych w niniejszym Raporcie, należy zwrócić uwagę, iż łączna wartość instrumentów GetBack, wprowadzonych na rynek Catalyst, począwszy od debiutu spółki na rynku w 2016 roku do końca 2017 roku, wyniosła blisko 522 mln zł i stanowiła odpowiednio: 0,8% (w 2016 roku) oraz 0,7% (w 2017 roku) łącznej wartości emisji obligacji korporacyjnych. Należy zatem zauważyć, że obligacje notowane na Catalyst stanowiły zaledwie niewielki wycinek długu wyemitowanego przez GetBack, a sytuacja w znacznej części dotyczy rynku pozagiełdowego.

Z powyższego wynika, że rynek Catalyst nie powinien być oceniany z perspektywy jednego emitenta, a wszystkich podmiotów, które notują na nim swoje instrumenty i łącznie wyznaczają kierunek rozwoju i perspektywy funkcjonowania polskiego publicznego rynku instrumentów dłużnych. Z drugiej strony nie należy lekceważyć sytuacji, w których emitenci dłużnych papierów wartościowych narażają interesy inwestorów. Pojawiające się na rynku defaulty nie pozostaną bez wpływu na zwiększenie ostrożności w ocenie ryzyka inwestycyjnego przyszłych ofert emisji.

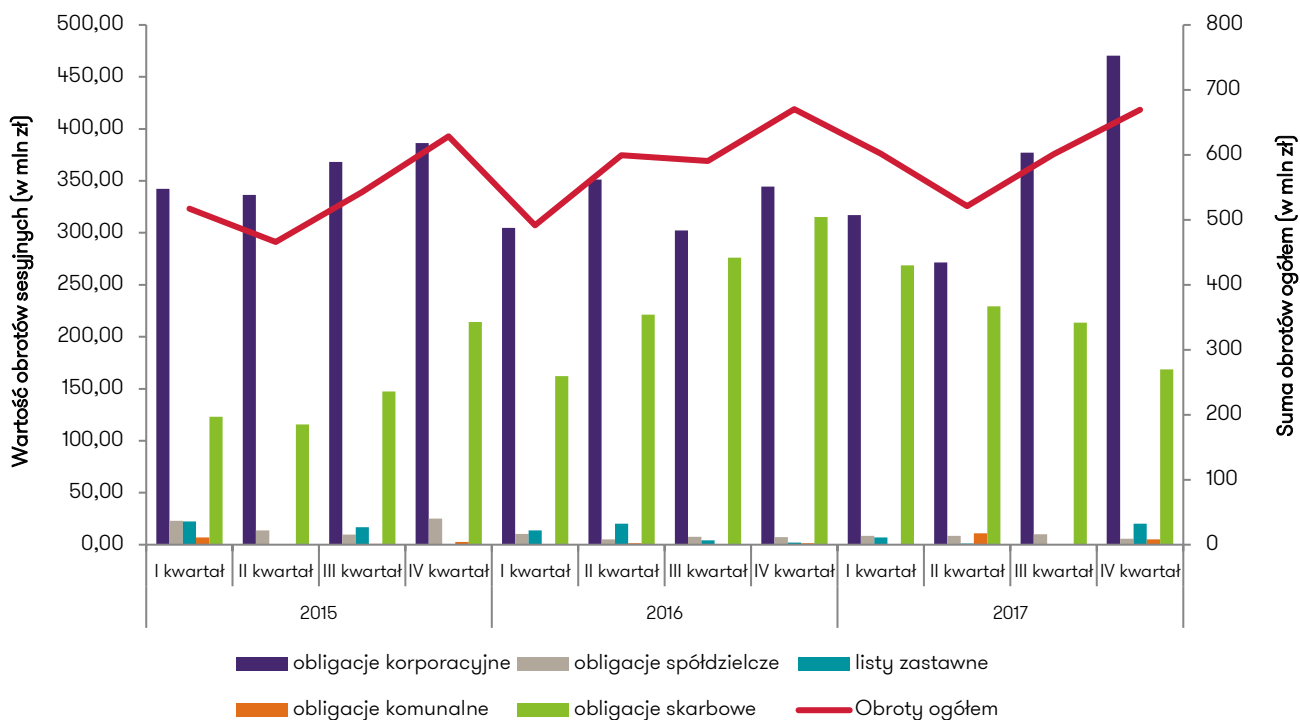


## Płynność rynku Catalystr w 2017 roku

Od początku funkcjonowania rynku Catalystr do końca 2017 roku, wartość łącznych obrotów sesyjnych wyniosła 17,4 mld zł. W samym 2017 roku inwestorzy dokonali transakcji na łączną kwotę 2,4 mld zł, co oznacza drugi co do wartości najwyższy wynik w historii polskiego rynku instrumentów dłużnych, zaraz po rekordowym wyniku z 2013, kiedy

łącznie obroty sesyjne osiągnęły 2,8 mld zł. Ponad 63,2% w ogólnej wartości zawieranych transakcji w 2017 roku stanowiły obroty instrumentami nieskarbowymi (dla porównania w 2016 roku wartość obrotów tymi instrumentami stanowiła 58,6% wartości obrotów ogółem).

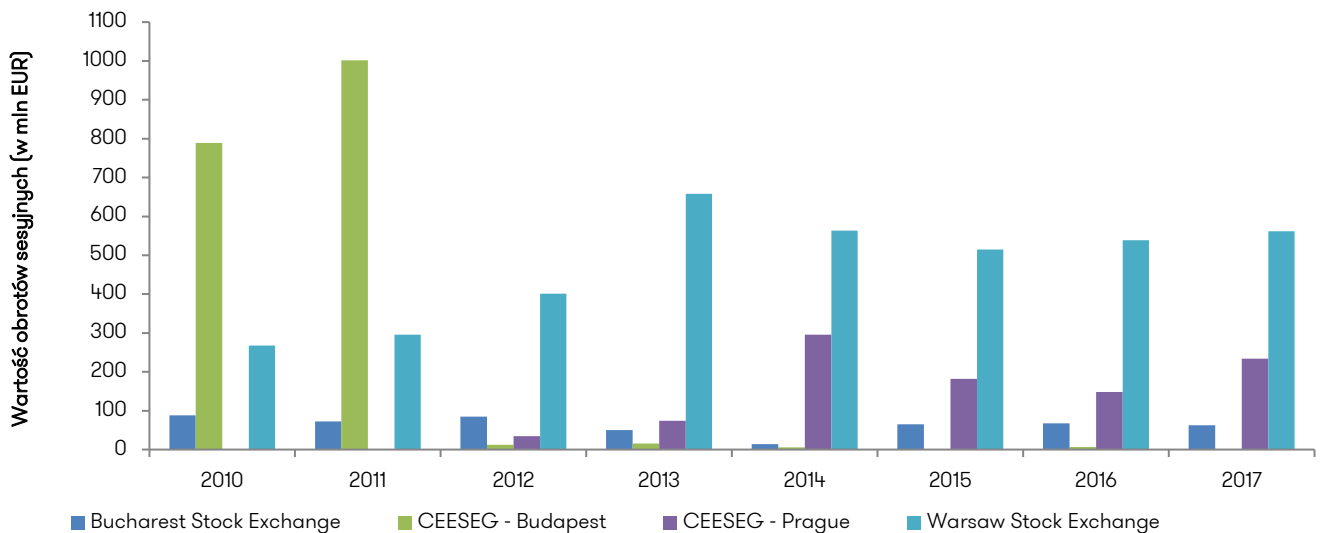
**Wykres 6.** Struktura wartości obrotów sesyjnych obligacjami notowanymi na Catalystr według rodzajów instrumentów w latach 2015-2017



Źródło: opracowanie własne Grant Thornton



**Wykres 7.** Obroty sesyjne na giełdach obligacji krajów Europy Środkowej i Wschodniej (w mln EUR)

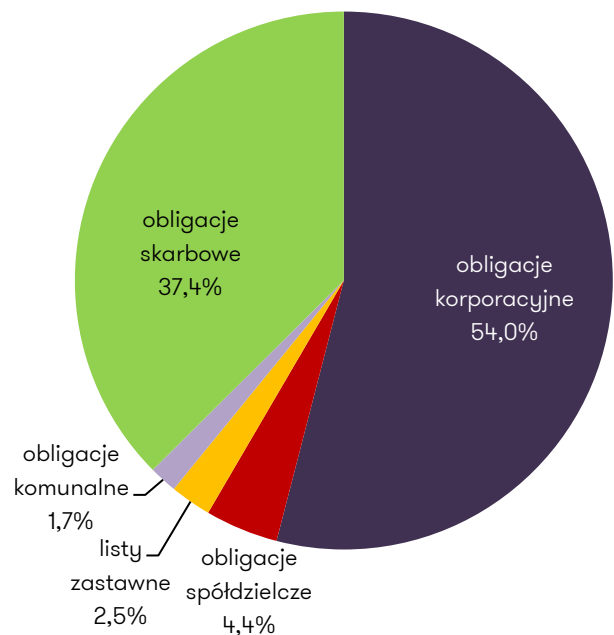


Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton na podstawie danych FESE

Skupiając się na analizie płynności obligacji przedsiębiorstw i banków komercyjnych należy zauważyć, że łączny obrót sesyjny tymi obligacjami w ujęciu narastającym od początku funkcjonowania rynku wyniósł 9,4 mld zł, co wskazuje na wzrost w porównaniu do wartości obrotów w latach 2009-2016 o 18,0%. W Analizowanym Okresie udział obligacji korporacyjnych w ogólnej wartości obrotów osiągnął poziom 54,0%, w samym 2017 roku zaś 60,0%. Największa wartość transakcji tego typu instrumentami przypadła na ostatni kwartał minionego roku, natomiast średni kwartalny obrót obligacjami korporacyjnymi wyniósł w 2017 roku 359,0 mln zł i w porównaniu do 2016 roku był wyższy o 10,2%.

W okresie ostatnich ośmiu lat, Catalyst wygenerował obroty sesyjne w wysokości 3,8 mld EUR, co oznacza średni roczny wzrost liczby obligacji notowanych na Catalyst w latach 2010-2018 na poziomie 11,2%. W minionym roku handel instrumentami notowanymi na polskim rynku długu wyniósł 562,0 mln EUR i stanowił 65,4% wszystkich transakcji zawieranych w 2017 roku na rynkach krajów Europy Środkowej i Wschodniej.

**Wykres 8.** Struktura wartości obrotów sesyjnych obligacji notowanych na Catalyst według rodzajów instrumentów



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

## Rozdział 2.

# Wzięte pod lupę

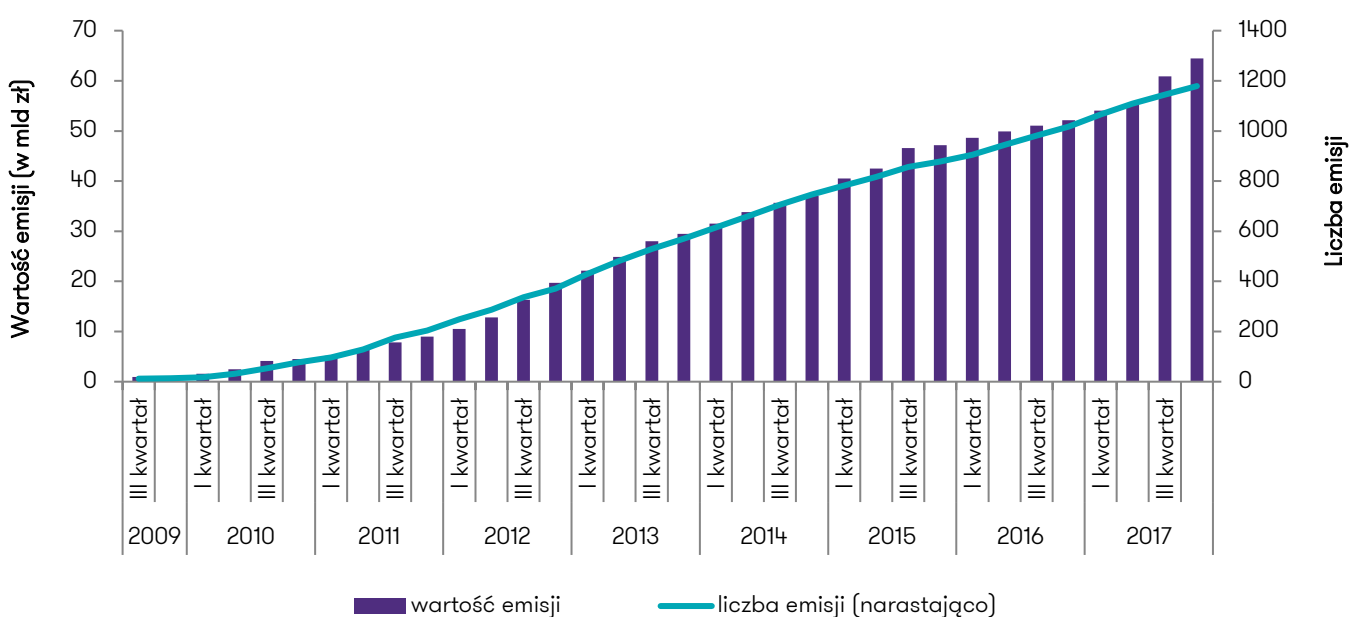
## Struktura emisji obligacji

Wartość emisji Analizowanej Grupy w Analizowanym Okresie osiągnęła z końcem IV kwartału 2017 roku 64,5 mld zł, czyli więcej o 23,7% w porównaniu do danych z końca 2016 roku.

Na 2017 rok przypadają 162 emisje wprowadzone przez 71 emitentów z Analizowanej Grupy, z czego 21 podmiotów to ubiegłoroczni debiutanci. Wartość instrumentów wprowadzonych do obrotu była o 148,2% większa w porównaniu do 2016 roku

i wyniosła 12,3 mld zł. Oznacza to, że miniony rok okazał się rekordowy pod względem wartości emisji w całej historii rynku obligacji w Polsce. Największa wartość emisji przypadła na trzeci kwartał 2017 roku, co było spowodowane rozpoczęciem notowań dwóch serii o wartości większej niż 1,0 mld zł wyemitowanych przez PZU oraz PKO BP. Średnia wartość emisji obligacji Analizowanej Grupy w 2017 roku wyniosła aż 3,1 mld zł, czyli o 1,8 mld zł więcej niż w 2016 roku.

**Wykres 9.** Wartość i liczba emisji obligacji w Analizowanej Grupie (narastająco, wg dnia pierwszego notowania)



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Według najnowszej klasyfikacji sektorowej wprowadzonej przez GPW w 2017 roku, największą grupę emitentów w Analizowanym Okresie na rynku Catalyst stanowiły podmioty z sektora nieruchomości. Liczba przedsiębiorstw reprezentujących wyżej wymieniony sektor na koniec 2017 roku wyniosła 53 emitentów, a wartość pozyskanego przez nich kapitału dłużnego w ramach wszystkich emisji obligacji przekroczyła 9,7 mld zł. W samym 2017 roku 18 podmiotów sektora nieruchomości wyemitowało 37 serii obligacji, co stanowiło 22,8% wszystkich emisji w minionym roku. Miało to związek z kontynuowanym od 2016 roku wzrostowym trendem sprzedaży nieruchomości mieszkaniowych.

Jednym z ważniejszych ubiegłorocznych trendów na Catalyst jest wzmożona aktywność podmiotów

z sektora ubezpieczeń, co było wynikiem zmiany w Ustawie o obligacjach z czerwca 2017 roku, która umożliwiła ubezpieczycielom zaliczenie wpływów z emisji obligacji podporządkowanych do funduszy własnych. Skutkiem tego, na debiut emisji obligacji w polskiej walucie na rynku obligacji w minionym roku zdecydowało się aż trzech ubezpieczycieli, w tym PZU, który przeprowadził emisję opiewającą na blisko 2,3 mld zł.

Warto zauważyć, że do końca 2017 roku aż 35 polskich banków wyemitowało obligacje o łącznej wartości 18,7 mld zł. W Analizowanym Okresie jedną z grup na rynku obligacji w Polsce stanowiły również spółki z sektora wiarytelności, które w 176 emisjach pozyskały 4,1 mld zł, z czego ponad 1,0 mld w minionym roku.

**Tabela 1.** Sektory emitentów o największym udziale w strukturze sektorowej emitentów obligacji w Analizowanej Grupie

Sektor	Liczba emitentów	Udział
nieruchomości	53	16,0%
banki	35	10,5%
JST	28	8,4%
budownictwo	21	6,3%
wiarytelności	20	6,0%

Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Podobnie jak w poprzednich latach, pod względem wysokości pozyskanego kapitału z obligacji oraz liczby wyemitowanych serii, miejsce niekwestionowanego lidera w Analizowanej Grupie utrzymał Getin Noble Bank, który w Analizowanym Okresie przeprowadził 49 emisji o wartości 3,3 mld zł, z czego aż 10 serii obligacji opiewających na łączną kwotę 42,9 mln zł zostało wyemitowanych w 2017 roku.

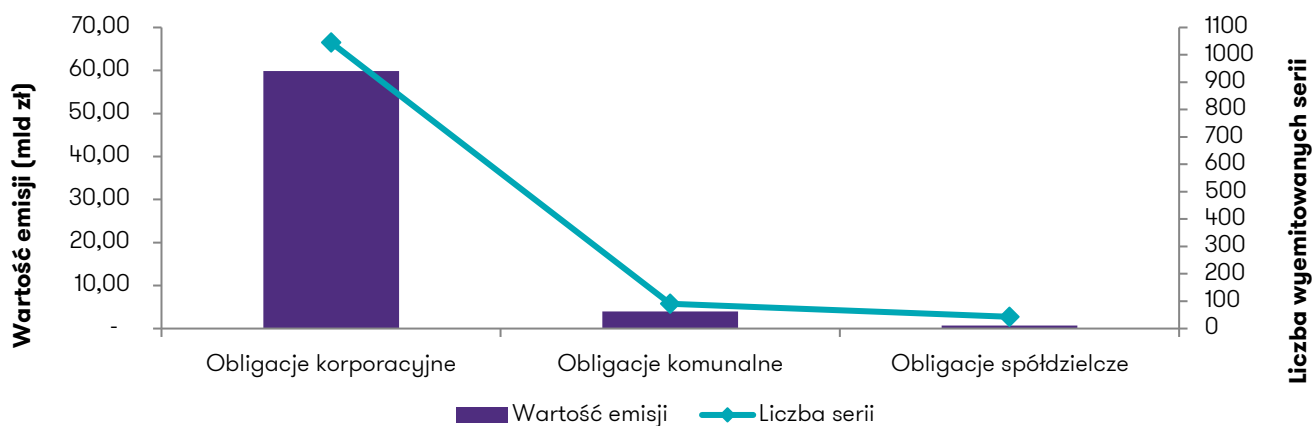
W ubiegłym roku najwięcej obligacji do obrotu na rynek Catalyst wprowadził debiutujący podmiot z branży budowlanej PBG\*, tj. 15 serii, których łączna wartość wyniosła 472,1 mln zł. Z kolei najmniejsza emisja minionego roku została przeprowadzona przez Columbus Energy i opiewała na kwotę 1,1 mln zł.

\* PBG świadczy specjalistyczne usługi budowlane. Spółka jest notowana na GPW od 2004 r. W latach 2012-2016 toczyło się postępowanie układowe wobec spółki, która wyemitowała i wprowadził do giełdowego obrotu nieoprocentowane obligacje objęte przez jej wierzycieli.

Biorąc pod uwagę obligacje podmiotów Analizowanej Grupy, łączna liczba emisji wprowadzonych do obrotu w Analizowanym Okresie wyniosła 1179 serii, z czego 88,6% wszystkich stanowiły emisje obligacji przedsiębiorstw i banków. Wartość emisji obligacji korporacyjnych

wyemitowanych wyłącznie w minionym roku osiągnęła rekordowy wynik 12,0 mld zł, czyli ponad 7,2 mld więcej niż w 2016 roku, co za tym idzie, łączna wartość ww. emisji licząc od początku działania Catalyst wyniosła 59,9 mld zł.

**Wykres 10.** Wartość pozyskanego kapitału według rodzaju obligacji

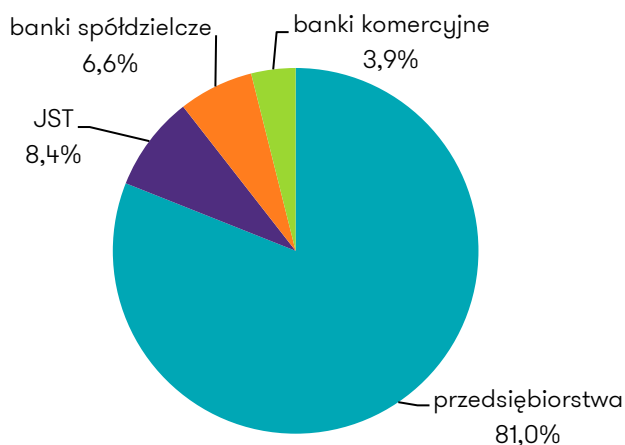


Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

W Analizowanym Okresie na Catalyst notowanych było 269 przedsiębiorstw, a ich udział w strukturze emitentów w Analizowanej Grupie wyniósł 81,0%, czyli zbliżenie do wartości ukazanej pod koniec 2016 roku. Udział spółek w ogólnej liczbie emitentów w samym 2017 roku wyniósł 84,5%. Przedsiębiorstwa wyemitowały łącznie 953 serie obligacji, w tym 136 w ubiegłym roku.

Udział JST w strukturze emitentów w Analizowanym Okresie był równy 8,4%. W 2017 roku na Catalyst pojawiło się 10 nowych serii obligacji komunalnych, z czego 6 serii o łącznej wartości 60,0 mln zł wyemitowała debiutująca Gmina Miasto Płock.

**Wykres 11.** Struktura emitentów obligacji w podziale na typy emitentów

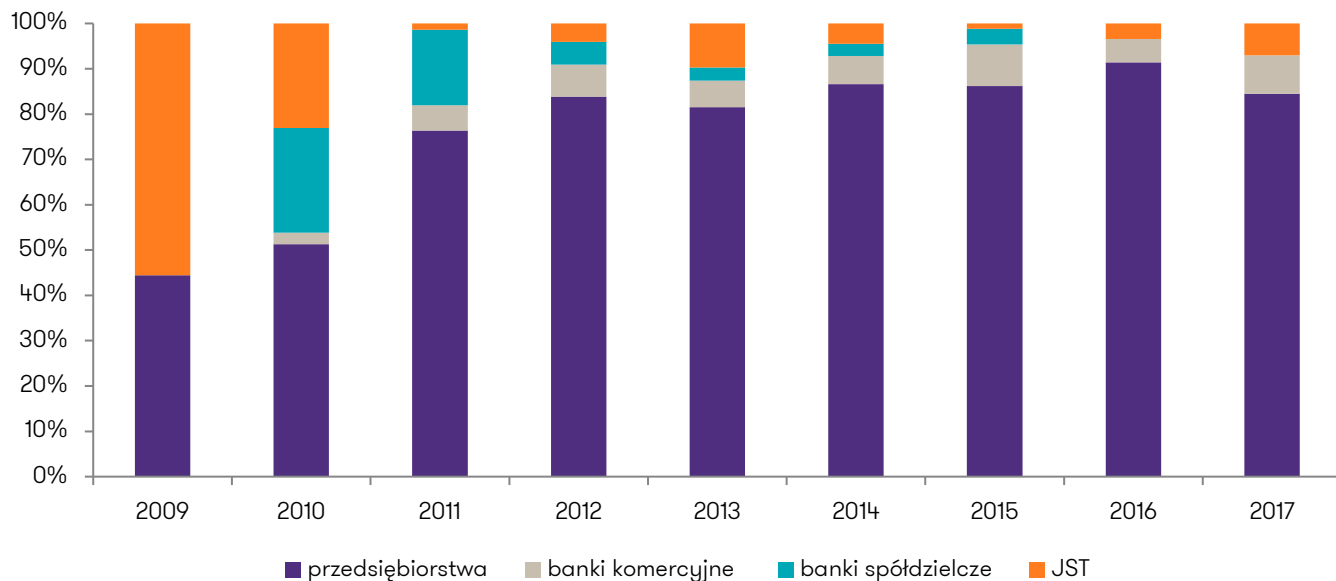


Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Od początku istnienia rynku Catalyst 13 banków komercyjnych podjęło decyzję o pozyskaniu kapitału poprzez polski rynek obligacji, tym samym, ich udział w strukturze emitentów w Analizowanym Okresie ukształtował się na poziomie 3,9%. W samym 2017 roku sześć banków komercyjnych, w tym dwa

debiutujące (Idea Bank oraz Bank Pekao), zdecydowały się na emisję obligacji korporacyjnych o łącznej wartości 4,6 mld zł. W minionym roku, podobnie jak w 2016 roku, nie pojawiły się żadne obligacje banków spółdzielczych.

**Wykres 12.** Struktura emitentów obligacji w podziale na typy emitentów w latach 2009-2017



Źródło: opracowanie własne Grant Thornton

## Oprocentowanie obligacji w Analizowanej Grupie

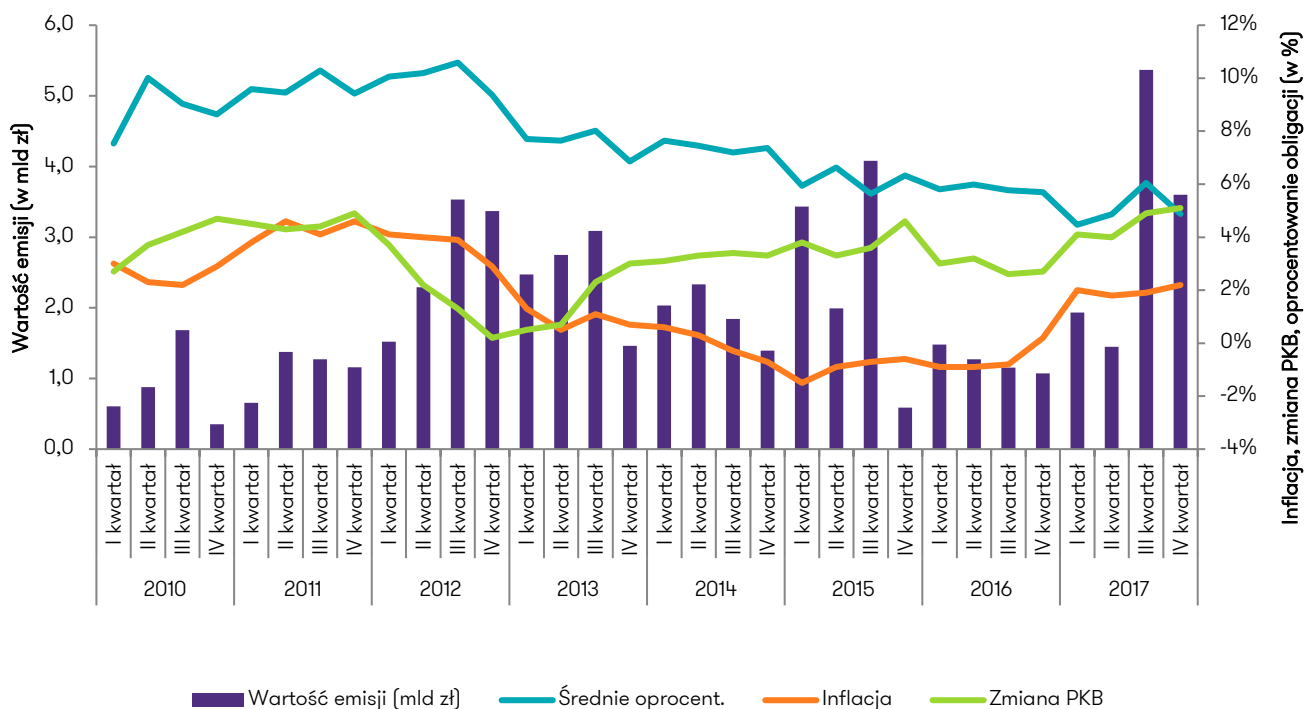
Ponad 944 serie wyemitowane w analizowanym okresie i 129 serii z minionego roku to obligacje o zmiennym oprocentowaniu.

W ciągu ostatnich trzech lat, stopy procentowe w Polsce kształtowały się na niskim, dość stałym poziomie, w tym m.in. WIBOR, który utrzymywał się na najniższym w perspektywie ostatnich 7 lat, średnim poziomie 1,71% dla WIBOR 3M oraz 1,78% dla WIBOR 6M. W związku z tym, preferowane przez emitentów obligacje o zmiennym oprocentowaniu również utrzymywały się na niskim poziomie – w minionym roku średnia wartość kuponu wyniosła 5,29%.

Co dziesiąta seria wyemitowana w 2017 roku to obligacje o stałym oprocentowaniu, które na rynku Catalyst w ubiegłym roku osiągnęły średnio poziom 7,17%.

Warto również zwrócić uwagę na zwiększenie liczby emisji obligacji zerokuponowych. W okresie od 2009 do 2016 roku udział obligacji z dyskontem w strukturze wszystkich emisji nie przekroczył 1,0% (wyemitowano jedynie 4 serie takich instrumentów). Miniony rok, pod względem emisji obligacji zerokuponowych był rekordowym w historii rynku Catalyst. W 2017 roku wyemitowanych zostało 15 serii obligacji, które stanowiły 9,3% wszystkich emisji.

**Wykres 13.** Średnie oprocentowanie obligacji na tle poziomu inflacji, dynamiki PKB oraz wartości

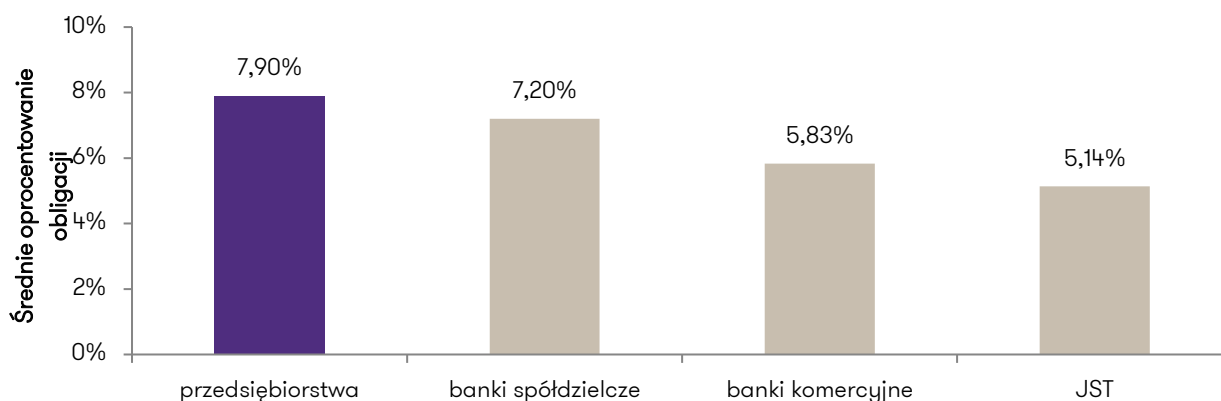


Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Średnia wartość oprocentowania obligacji na dzień debiutu w 2017 roku w I, II i IV kwartale znajdowała się w przedziale od 4,47% do 4,88%, jedynie w III kwartale wzrosła do 6,05%, co było spowodowane znaczną liczbą emisji o oprocentowaniu większym niż 6,00%, w tym dwóch z najwyższych, których kupon oferowany przez Columbus Energy opiewał na wartość 9,20%. Wśród wprowadzonych na rynek obligacji w minionym roku, najwyższe oprocentowanie – 10,00% - zaofერowało przedsiębiorstwo Xsystem, najniższe zaś (pomijając emisje zerokuponowe) ustanowiła Gmina Miasto Płock (2,61%).

Pod względem przeciętnego oferowanego kuponu, w podziale na typ emitenta, w analizowanym okresie do największych odsetek uprawniały obligacje emitowane przez przedsiębiorców – średnio 7,90%. Jednocześnie, wartość oprocentowania tego typu instrumentów charakteryzowała się największym spadkiem – dla porównania w okresie 2009-2016 wartość ta wyniosła 8,36%. W samym 2017 roku przeciętne oprocentowanie obligacji przedsiębiorstw wyniosło 5,12%. Niezmiennie, najniższy kupon oferowały obligacje podmiotów z sektora JST.

**Wykres 14.** Średnie oprocentowanie obligacji w Analizowanym Okresie ze względu na typ emitenta



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

W Analizowanym Okresie, jak i w samym 2017 roku, emitenci najczęściej oferowali obligacje z oprocentowaniem znajdującym się w przedziale 5,00% - 6,00%.

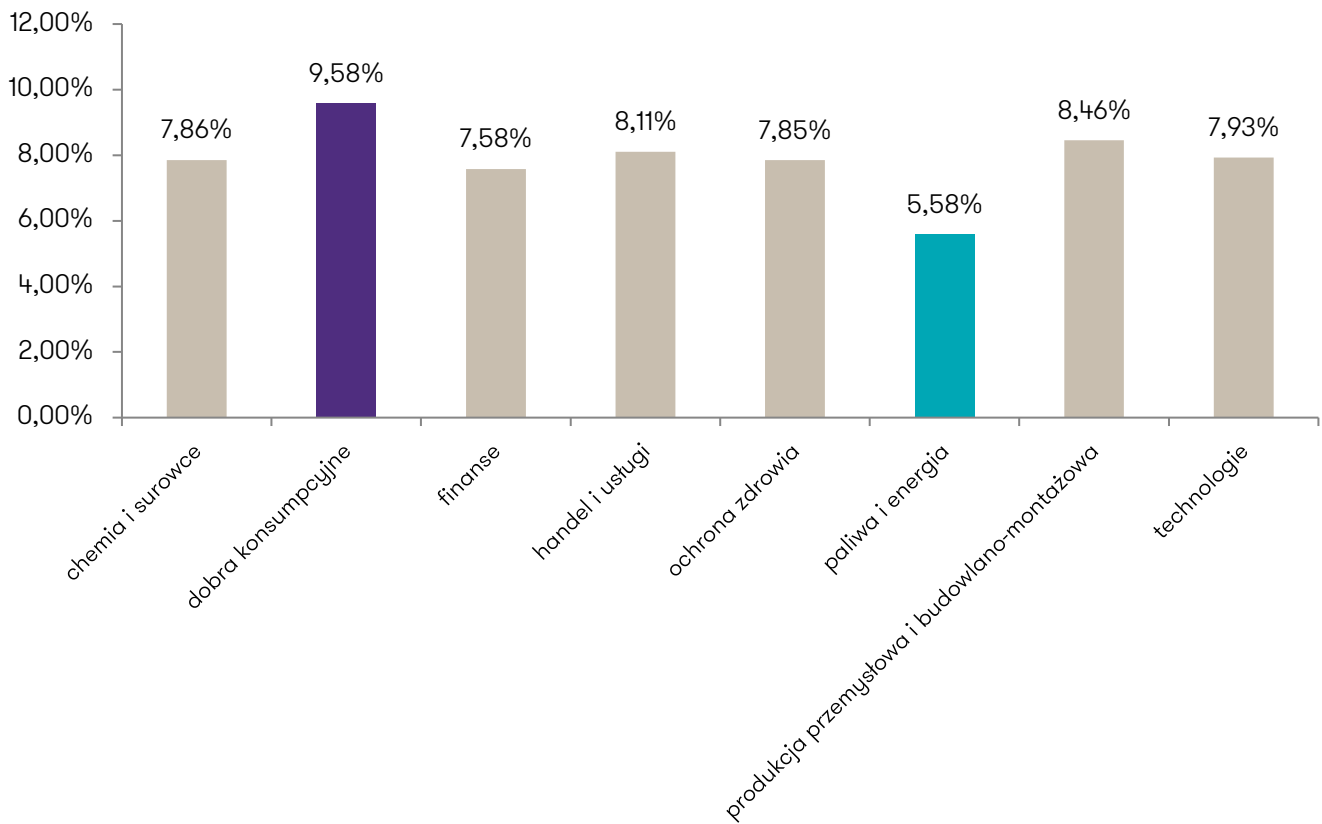
Najwyższe odsetki w Analizowanym Okresie\*, oferowały spółki prowadzące działalność w makrosektorze dóbr konsumpcyjnych. Przeciętny kupon tych spółek osiągnął poziom 9,58%. Drugie, pod względem wysokości oprocentowania były obligacje proponowane przez emitentów z makrosektora produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej. Najniższego oprocentowania mogli spodziewać się obligatariusze obligacji przeprowadzonych przez emitentów działającego

w branży paliwowo-energetycznej, gdzie przeciętna wysokość kuponu osiągnęła wartość 5,58%.

W przypadku oprocentowania emisji, które debiutowały na Catalyst w 2017 roku, najwyższy kupon oferowały podmioty z makrosektora produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej (średnio 6,80%). W wyniku znacznej liczby emisji obligacji zerokuponowych przeprowadzonych w minionym roku przez spółkę PBG\*\*, grupa podmiotów z makrosektora paliwa i energia oferowała najniższą, średnią wysokość oprocentowania - 1,26%. Według podziału sektorowego, najwyższe odsetki gwarantowały przedsiębiorstwa z sektorów: gier (7,73%), transportu i logistyki (6,81%) oraz informatyki (6,43%).

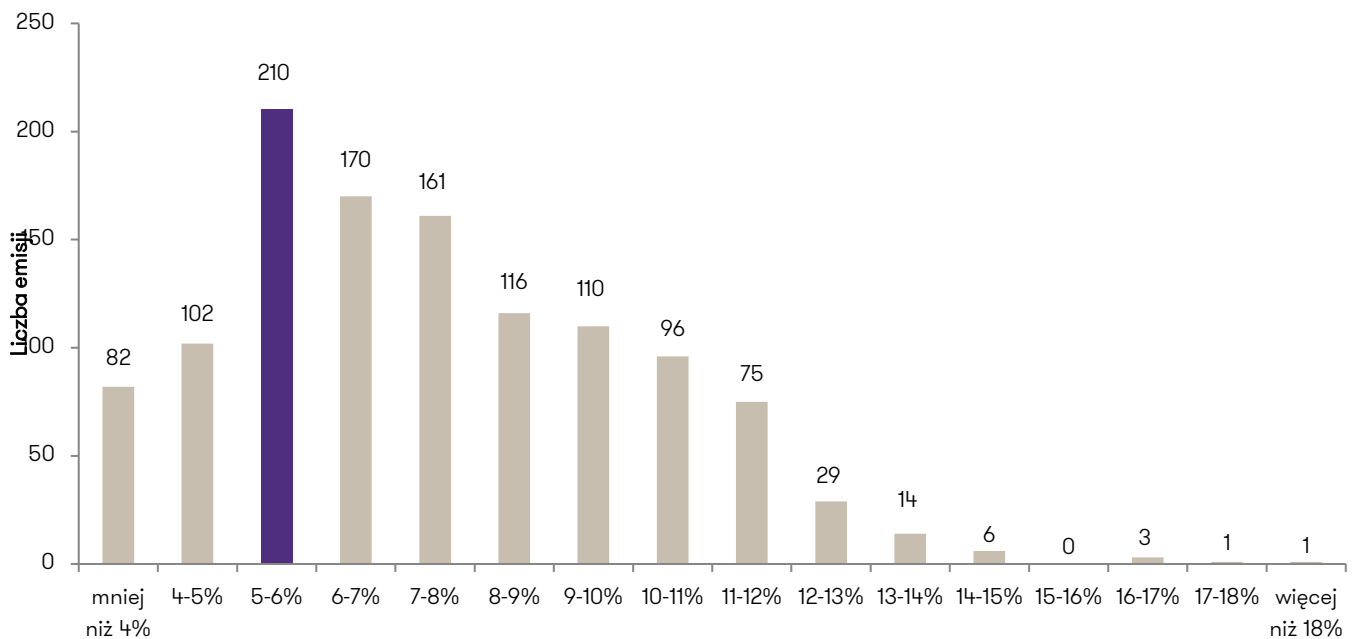
\*\*PBG świadczy specjalistyczne usługi budowlane. Spółka jest notowana na GPW od 2004 r. W latach 2012-2016 toczyło się postępowanie układowe wobec spółki, która wyemitowała i wprowadziła do giełdowego obrotu nieoprocentowane obligacje objęte przez jej wierzycieli.

**Wykres 15.** Średnie oferowane oprocentowanie wprowadzonych do obrotu obligacji w podziale na sektor działalności emitenta



\*wskazane według najnowszej klasyfikacji sektorowej

**Wykres 16.** Liczba emisji obligacji o danym przedziale oprocentowania



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton



## Zabezpieczenie obligacji w Analizowanej Grupie

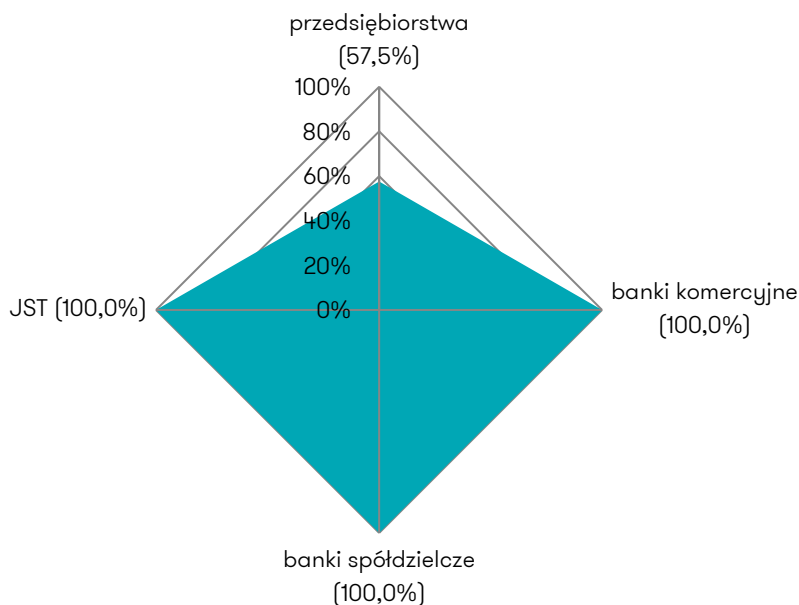
Do końca 2017 roku, największą liczbę zabezpieczonych obligacji wyemitowała spółka Ghelamco Invest, tj. 28 serii.

W ostatnich trzech latach udział emisji zabezpieczonych w emisjach wprowadzonych na rynek Catalyst ogółem systematycznie spadał – w 2015 wyniósł 35,9%, w 2016 był równy - 34,5%, a w 2017 - 31,5%. Decyzję o zabezpieczeniu emisji w 2017 roku, podobne jak w latach poprzednich, podjęli wyłącznie przedsiębiorcy, a udział tych emitentów w liczbie wszystkich emitentów z 2017 roku stanowił 35,2% . Ze względu na makrosektor prowadzenia działalności, liderem ustanawiania zabezpieczeń na wyemitowanych obligacjach w 2017 roku były spółki sektora energetyki (17 serii).

Najczęściej wybieraną formą zabezpieczenia finansowego było zabezpieczenie mieszane, które stanowiło 52,9% wszystkich rodzajów zabezpieczeń w samym 2017 roku.

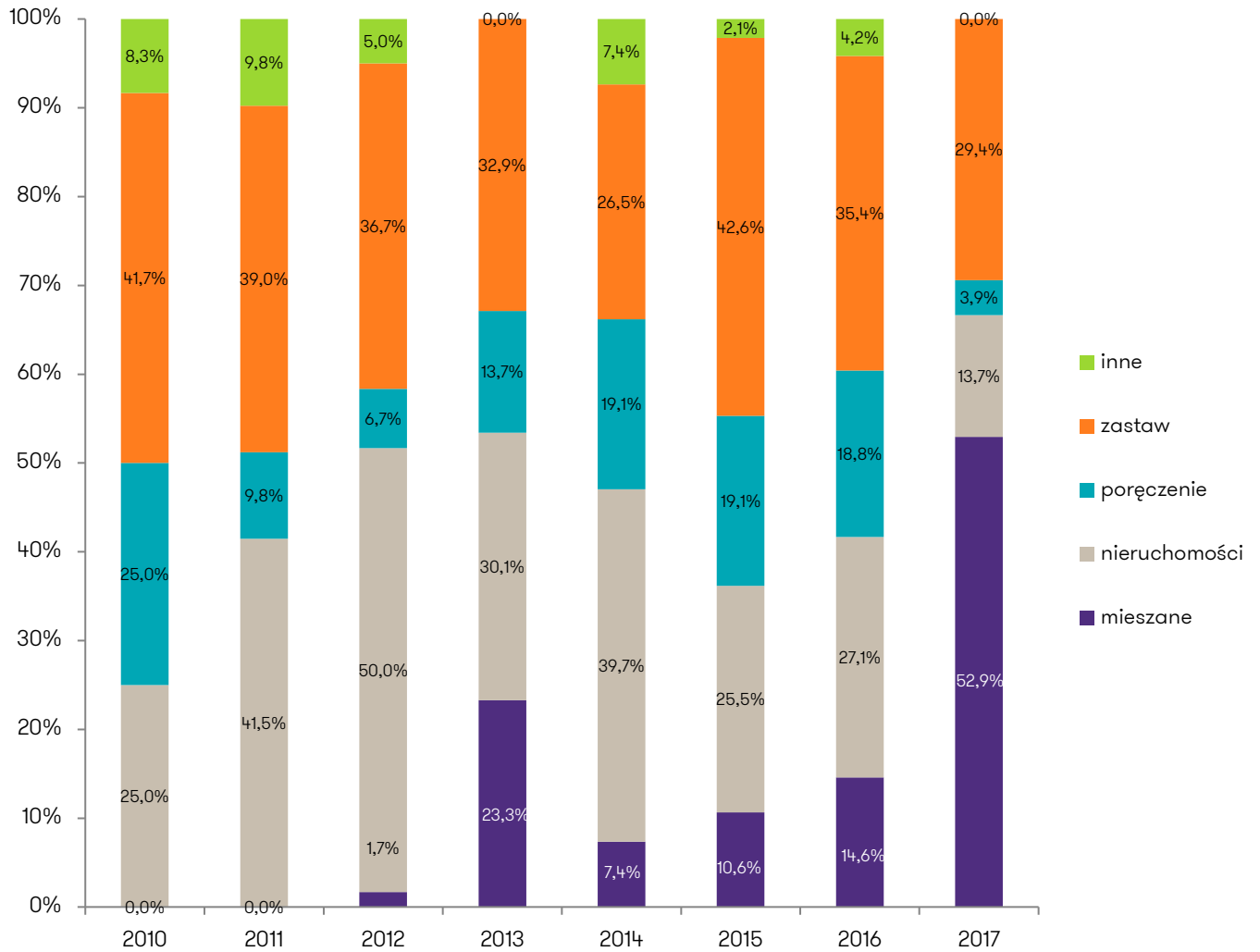
Wśród emisji wprowadzonych na Catalyst w Analizowanym Okresie, obligacje zabezpieczone stanowiły 34,2%. Udział emisji niezabezpieczonych w strukturze emisji przedsiębiorstw, w porównaniu do wyników z 2016 roku, zwiększył się do 57,5%. Do końca 2017 emitenci najczęściej decydowali się na zabezpieczenie w postaci zastawu (34,3%) oraz hipoteki (32,8%). Najbardziej wykorzystywaną formą zabezpieczenia w Analizowanym Okresie była cesja wierzytelności oraz należności.

**Wykres 17.** Udział emisji niezabezpieczonych w emisjach poszczególnych typów emitentów z Analizowanej Grupy



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton na podstawie danych dla 1168 emisji

**Wykres 18.** Struktura zabezpieczeń obligacji Analizowanej Grupy w latach 2010-2017



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton na podstawie 400 emisji

## Płynność obligacji w Analizowanej Grupie

Biorąc pod uwagę transakcje instrumentami podmiotów z Analizowanej Grupy do końca 2017 roku, łączna wartość obrotów sesyjnych narastająco wyniosła prawie 8,1 mld zł.

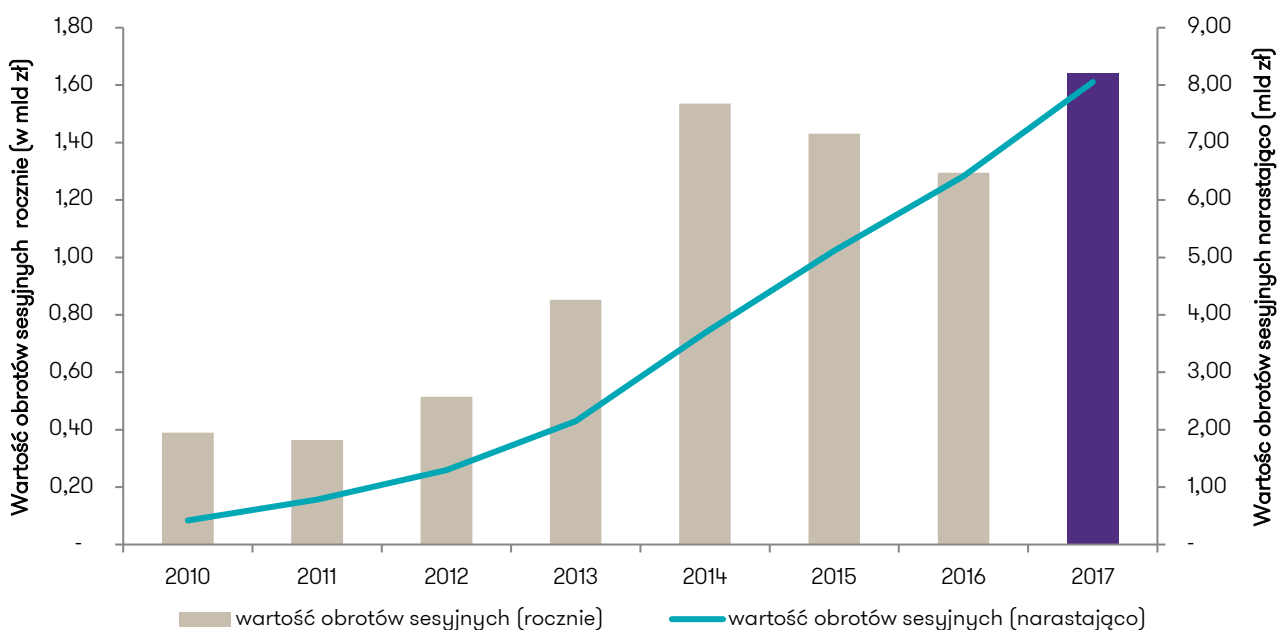
W samym 2017 roku wartość zawartych transakcji była największa w historii istnienia rynku obligacji w Polsce i wyniosła 1,6 mld zł, czyli o 26,9% więcej niż w analogicznym okresie 2016 roku. Największa wartość obrotów w całym okresie funkcjonowania Catalyst, przypadła na I kwartał 2017 roku i opiewała na kwotę 508,1 mln zł. Miniony rok okazał się również rekordowy pod względem średniej wartości obrotów sesyjnych, które osiągnęły wartość 410,6 mln zł.

Struktura obrotów z podziałem na sektor emitenta od lat nie uległa modyfikacjom. Niezmiennie, banki stanowią największą grupę emitentów ze względu na udział w obrotach sesyjnych w Analizowanym

Okresie, jak i w samym 2017 roku. Na drugiej pozycji, tuż obok wspomnianej wyżej grupy, należy wymienić podmioty z sektora nieruchomości, których instrumenty finansowe stanowiły w obrotach 17,9% w Analizowanym Okresie oraz 18,6% w 2017 roku. Miniony rok charakteryzował się również wzrostem udziału transakcji przeprowadzonych na instrumentach wyemitowanych przez podmioty z sektora ubezpieczeń (4,8% udziału w transakcjach z 2017 roku).

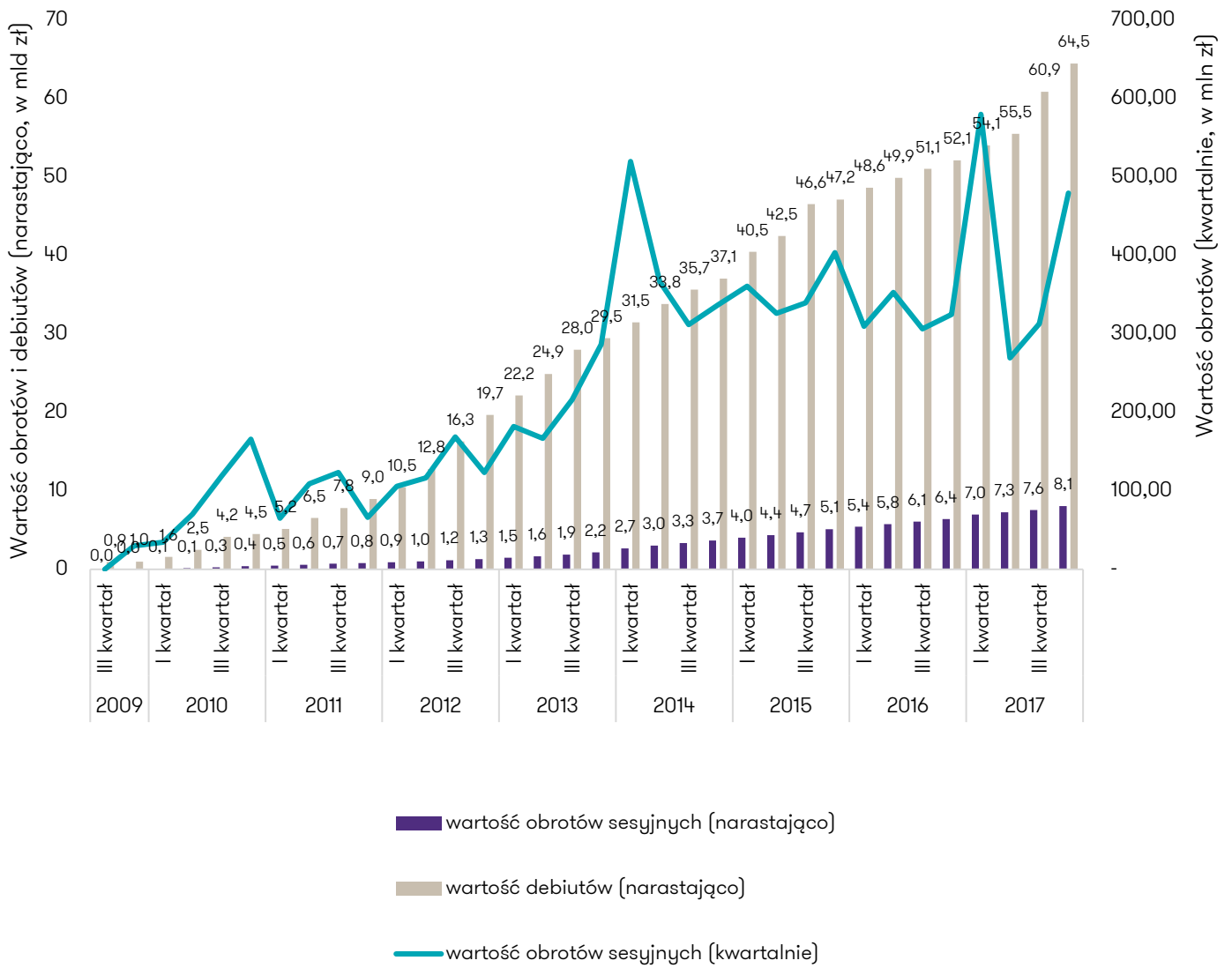
Pod względem wartości obrotów sesyjnych obligacji w Analizowanym Okresie, niekwestionowanym liderem w Analizowanej Grupie pozostaje Getin Noble Bank. Pod koniec 2017 roku łączna wartość zawartych transakcji na instrumentach spółki wyniosła aż 846,6 mln zł.

**Wykres 19.** Wartość obrotów sesyjnych (narastająco i rocznie) w Analizowanej Grupie w Analizowanym Okresie



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

**Wykres 20.** Wartość obrotów sesyjnych (narastająco i kwartalnie) oraz wartość debiutów w Analizowanej Grupie w Analizowanym Okresie (wg dnia pierwszego notowania)



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

**Tabela 2.** Emitenci, których obligacje cieszyły się największym zainteresowaniem na rynku w 2017 roku (w mln zł)

Emitent	Wartość emisji (mln zł)	Obroty sesyjne (mln zł)
GETIN NOBLE BANK	3332,2	846,6
PKN ORLEN	2400,0	642,7
KRUK	1717,4	369,1
GHELAMCO INVEST	1620,7	341,8
ALIOR BANK	2624,7 – ALIOR BANK 147,2 – d. MERITUM BANK	288,6 - ALIOR BANK 30,5 - d. MERITUM BANK*
ECHO INVESTMENT	1550,5	240,7
CYFROWY POLSAT	1000,0	225,5
BPS WWRZAWA	265,20	222,5
WARSZAWA	2100,0	217,5

Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

\*Ze względu na przejęcie w dniu 26 października 2015 roku MERITUM BANK przez ALIOR BANK, prezentowana wartość obrotów zawiera również transakcje na instrumentach d. MERITUM BANKU za okres po przejęciu, tj. 26 października 2015 roku – 31 grudnia 2016 roku. Analiza oparta została o statystyki dzienne i miesięczne GPW.

## Rozdział 3

# Jak inwestować na Catalyst?

Inwestycja w dostępne na rynku kapitałowym papiery wartościowe powinna być decyzją świadomą, poprzedzoną właściwą analizą, opartą o rzetelne, prawdziwe i pełne dane dotyczące emitenta. Inwestor dokonując wyboru przedmiotu alokacji środków powinien mieć możliwość dokonania oceny ryzyka, jakie niesie ze sobą inwestycja, aby móc wybrać tę, która mu najbardziej odpowiada. Każdy potencjalny zainteresowany inwestowaniem w dłużne papiery wartościowe, mimo tego, iż są to instrumenty postrzegane jako bardziej bezpieczne, powinien liczyć się z możliwością zmaterializowania się niepożądanego ryzyka. Przypadki nie wywiązywania się emitentów ze zobowiązań względem obligatariuszy, mogą przyczynić się do obniżania wiarygodności innych emitentów i całego rynku obligacji. Poniżej kilka podstawowych czynności, o jakich warto pamiętać decydując się na inwestycję w dłużne papiery wartościowe:

1. Poznanie biznesu emitenta – każdy inwestor powinien zapoznać się wnikliwie z modelem biznesowym emitenta, strategią rozwoju i bieżącą sytuacją na rynku, na którym emitent prowadzi swoją działalność (w tym z otoczeniem konkurencyjnym, sezonowością branży, czy możliwością rozwoju rynku emitenta).
2. Przeprowadzenie analizy danych finansowych emitenta – samodzielna analiza sprawozdań finansowych wybranej spółki, które spółka jest zobowiązana udostępnić każdemu zainteresowanemu inwestycją podmiotowi lub skorzystanie z gotowych analiz stworzonych przez profesjonalnych doradców, co pozwala w precyzyjny sposób ocenić poziom stabilności finansowej emitenta, czy jakości zarządzania spółką.
3. Zapoznanie się z czynnikami ryzyka – w dokumentach ofertowych i informacyjnych emitent ma obowiązek wskazać czynniki ryzyka, które mogą wpłynąć na jego działalność w przyszłości, w tym zdolność do regulowania zobowiązań względem inwestorów. Prócz ryzyka związanego z prowadzonym biznesem, należy zwrócić uwagę na ryzyka związane z makrootoczeniem. Do takich ryzyk należą m.in.: ryzyko kredytowe, ryzyko zmiany stopy procentowej, ryzyko inflacji oraz, szczególnie istotne dla obligacji, których wartość wyrażona jest w walucie obcej, ryzyko kursowe.
4. Zweryfikowanie warunków emisji – emisja instrumentów zabezpieczonych zapewnia inwestorom większe bezpieczeństwo, które w przypadku nie wypłacenia należnego zobowiązania stanowi przedmiot roszczeń i realne szanse na zwrot zainwestowanych środków. Ponadto warto znać swoje prawa wynikające z posiadanych instrumentów i wiedzieć jak i kiedy można z nich korzystać.
5. Pogłębienie wiedzy o rynku obligacji – nigdy nie należy podejmować decyzji pochopnie, warto skorzystać z wiedzy praktyków i czytać artykuły finansowe poświęcone tematyce obligacji.
6. Dywersyfikowanie portfela inwestycyjnego – dywersyfikacja to jedna z ważniejszych zasad dotyczących inwestowania, polegająca na lokowaniu kapitału w różne instrumenty finansowe, co skutkuje obniżeniem poziomu ryzyka straty finansowej dla inwestora.

Pojawianie się sytuacji, w których emitenci nie dotrzymują warunków emisji ma wpływ na ograniczanie zaufania inwestorów do rynku obligacji, a tym samym sprawia, że pozyskiwanie finansowania z tego źródła staje się trudniejsze dla potencjalnych, nowych, ale i obecnych już na rynku emitentów. Jednak emitenci, którzy prowadzą transparentną politykę informacyjną i wywiązują się ze swoich zobowiązań będą zapewne mogli liczyć na przychylność inwestorów, którzy doceniają:

- Ugruntowaną pozycję spółki na rynku – inwestorzy preferują spółki o ugruntowanej pozycji w branży, posiadającej doświadczenie i umiejętność szybkiego reagowania na zmieniające się otoczenie rynkowe.
- Dobrą kondycję finansową emitenta – emitent generujący wyniki finansowe pozwalające mu na utrzymywanie płynności finansowej jest zdolny do regulowania swoich zobowiązań, co dla obligatariusza

stanowi najlepszą gwarancję bezpieczeństwa inwestycji.

- Zgodną z obowiązującymi regulacjami politykę informacyjną – inwestorzy lokujący środki finansowe w obligacje powinni mieć pełną wiedzę o czynnikach, które mogą mieć wpływ na zdolność wywiązywania się emitentów ze zobowiązań wynikających z posiadanych przez inwestorów instrumentów dłużnych.
- Atrakcyjne warunki emisji – ustanowienie dodatkowego zabezpieczenia spłaty kapitału, otwartość w zakresie ujawniania celów na jakie środki są przeznaczane i etapów ich realizacji, czy też możliwość dokonania transakcji instrumentami na rynku publicznym z pewnością będą czynnikami zwiększającymi atrakcyjność inwestycji, co przełoży się na skuteczność emisji.



## Informacje o badaniu

Raport został opracowany w oparciu o szczegółową analizę publicznie dostępnych dokumentów emisyjnych poszczególnych serii obligacji. Ponadto, autorzy opierali się na bazach danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., Głównego Urzędu Statystycznego, Narodowego Banku Polskiego, Federation of European Securities Exchanges (FESE), branżowych serwisach informacyjnych oraz innych danych z giełd Europy Środkowo - Wschodniej.

Dane zaprezentowane na wykresach i w tabelach zostały opracowane przez Grant Thornton na podstawie danych źródłowych dla 1179 emisji w okresie od 30 września 2009 do 31 grudnia 2017 roku, chyba, że zaznaczono inaczej.

Przy analizie poszczególnych emisji w czasie brano pod uwagę daty wprowadzenia obligacji na rynek, chyba, że zaznaczono inaczej.

Analizę oprocentowania obligacji oparto na stawkach oprocentowania właściwych na dzień

wprowadzenia obligacji do obrotu, chyba, że zaznaczono inaczej.

Analizując wartości poszczególnych emisji, uwzględniono ich wartości na dzień wprowadzenia do obrotu, chyba, że zaznaczono inaczej.

W analizie liczby emisji wzięto pod uwagę liczbę emisji wprowadzonych do obrotu, niezależnie od faktu, czy wybrane emisje określonych emitentów były asymilowane po dniu ich wprowadzenia, chyba, że zaznaczono inaczej.

Dokonując analizy poszczególnych wartości, przyjęto dwa sposoby prezentowania danych:

- a w przypadku wartości liczbowych i analizy ich struktury - przyjęto zaokrąglenie do części dziesiętnych;
- b w przypadku analizy wartości oprocentowania - przyjęto zaokrąglenie do części setnych.





## Kontakt



### **Dariusz Bednarski**

Partner Zarządzający  
Wiceprezes Zarządu  
T: +48 61 625 13 14  
M: +48 601 728 683  
E: [dariusz.bednarski@pl.gt.com](mailto:dariusz.bednarski@pl.gt.com)



### **Rafał Śmigórski**

Partner  
T: +48 61 625 1320  
M: +48 607 665 736  
E: [rafal.smigorski@pl.gt.com](mailto:rafal.smigorski@pl.gt.com)



### **Paulina Zalewska-Wichrzycka**

Doradca, Certyfikowany Doradca ASO nr 97/2011  
T: +48 71 733 75 86  
M: +48 693 141 395  
E: [paulina.zalewska-wichrzycka@pl.gt.com](mailto:paulina.zalewska-wichrzycka@pl.gt.com)



### **Agnieszka Ambrożewicz**

Doradca, Certyfikowany Doradca ASO nr 63/2011  
T: +48 61 625 14 73  
M: +48 697 890 942  
E: [agnieszka.ambrozewicz@pl.gt.com](mailto:agnieszka.ambrozewicz@pl.gt.com)



### **Olga Bukowska**

Senior Konsultant, Certyfikowany Doradca ASO nr 16/2015  
T: +48 32 721 37 46  
M: +48 693 143 575  
E: [olga.bukowska@pl.gt.com](mailto:olga.bukowska@pl.gt.com)



### **Joanna Molenda**

Konsultant

Informacje zawarte w niniejszym dokumencie mają jedynie charakter ogólny i poglądowy. Nie stwarzają one stosunku handlowego ani stosunku świadczenia usług doradztwa podatkowego, prawnego, rachunkowego lub innego profesjonalnego doradztwa. Przed podjęciem jakichkolwiek działań należy skontaktować się z profesjonalnym doradcą w celu uzyskania porady dostosowanej do indywidualnych potrzeb. Grant Thornton Frąckowiak Sp. z o.o. Sp. k. dołożyło wszelkich starań, aby informacje znajdujące się w niniejszym dokumencie były kompletne, prawdziwe i bazowały na wiarygodnych źródłach. Grant Thornton Frąckowiak Sp. z o.o. Sp. k. nie ponosi jednak odpowiedzialności za ewentualne błędy lub braki w nich oraz błędy wynikające z ich nieaktualności. Grant Thornton Frąckowiak Sp. z o.o. Sp. k. nie ponosi także odpowiedzialności za skutki działań będące rezultatem użycia tych informacji.