

Raport Catalyst w 2016 roku

Podsumowanie i perspektywy





Jacek Fotek

Wiceprezes

Giełda Papierów Wartościowych
w Warszawie

Szanowni Państwo,

Z dumą możemy powtórzyć słowa autorów raportu: rynek Catalyst jest dziś niekwestionowanym liderem w Europie Środkowo-Wschodniej.

Miniony rok był dla rynku Catalyst pozytywny. Od niemal ośmiu lat – czyli od powstania Catalyst we wrześniu 2009 – dokładamy starań, by rynek ten służył zarówno przedsiębiorstwom, umożliwiając im finansowanie rozwoju przy wykorzystaniu obligacji, jak i inwestorom, którzy coraz chętniej inwestują środki w instrumenty dłużne.

Wyzwaniem dla emitentów w 2016 roku było wejście w życie Rozporządzenia Market Abuse Regulation (MAR) – rynek temu wyzwaniu podołał, a wdrożenie nowych przepisów przeprowadzono płynnie, bez zakłócania zwykłego porządku funkcjonowania emitentów Catalyst.

Udało się przełamać utrzymujący się od dwóch lat spadkowy trend dynamiki liczby emisji – choć spadła wartość pojedynczych emisji, ich liczba wzrosła o 6,1%.

W poprzednim raporcie pisaliśmy m.in. o tym, że GPW dołoży wszelkich starań, by tworzyć emitentom jak najlepsze warunki do wejścia na Catalyst. Popularność tego rynku rośnie, w 2016 roku pojawili się nowi emitenci. Co więcej, emitenci, którzy już są obecni na rynku, plasują kolejne serie – Catalyst to dla nich sprawdzone i skuteczne sposoby pozyskania kapitału. Rośnie także liczba przedsiębiorstw zainteresowanych rynkiem Catalyst – w 2016 firmy stanowiły 91,4% wszystkich emitentów, którzy zdecydowali się uplasować obligacje w tym okresie.

W grupie analizowanej w raporcie wartość emisji wprowadzonych w 2016 roku to 5,0 mld zł, z czego 1,6 mld zł stanowią emisje publiczne. W 2015 roku jednym z priorytetów Giełdy było m.in. zachęcanie do oferowania emisji obligacji w ramach ofert publicznych, ponieważ to

właśnie oferty publiczne obligacji są najlepszą promocją wśród inwestorów indywidualnych. W 2016 roku przedsiębiorstwa i banki uplasowały aż 34 takie oferty, a publiczne emisje cieszyły się tak dużym zainteresowaniem, że niektóre z nich wymagały skrócenia terminów przyjmowania zapisów (emisje Alior Banku uplasowane w zaledwie jeden dzień).

Zgodnie z naszymi planami zamierzamy zachęcać emitentów do emisji obligacji o dłuższym horyzoncie zapadalności i o stałym kuponie, które skierowane będą zarówno do szerokiej rzeszy inwestorów indywidualnych, jak i inwestorów instytucjonalnych. Zależy nam również na propagowaniu kultury ratingu, aby zapewnić uczestnikom rynku dostęp do analiz ekonomicznych i ocen ryzyka przede wszystkim w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw.

Obligacje korporacyjne zaczynają być kojarzone z bezpieczną emeryturą. Badania Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych pokazują, że jeszcze cztery lata temu niemal nikt nie myślał o giełdzie jako miejscu gromadzenia kapitału na starość – ale sytuacja się zmieniła i dziś prawie jedna czwarta (24%!) inwestorów deklaruje, że szuka w inwestycjach zabezpieczenia na jesień życia. Do gromadzenia długoterminowych oszczędności nadają się dobrze m.in. obligacje korporacyjne, które mogą regularnie przynosić stopy zwrotu przewyższające inflację przy ograniczonym ryzyku.

Rynek Catalyst spełnia dziś cele stawiane mu w 2009 roku, konsekwentnie pracujemy nad tym, by się rozwijał i utrzymywał pozycję lidera.

**Rafał Śmigórski**

Partner

Doradztwo Transakcyjne

Grant Thornton

Szanowni Państwo,

Od publikacji pierwszego Raportu Catalyst Grant Thornton, w którym podsumowaliśmy ówczesny stan rynku instrumentów dłużnych w Polsce minęły cztery, pełne zmian lata. Cieszy nas fakt, iż wydawany przez nas cyklicznie Raport jest przez Państwa niezmiennie uznawany za cenne źródło informacji o polskim rynku obligacji. Jesteśmy wdzięczni za zaufanie, którym nas Państwo darzycie oraz nieustannie zainteresowanie naszymi publikacjami.

Z uwagi na powyższe, z dumą pragniemy przedstawić Państwu V już, edycję Raportu Catalyst. Przygotowana analiza, uwzględniająca potrzeby zarówno emitentów, jak i inwestorów, oprócz podsumowania sytuacji na rynku obligacji w 2016 roku została wzbogacona o prognozy na rok 2017 oraz analizę czynników, które naszym zdaniem mogą mieć wpływ na dalszy rozwój Catalyst.

Ponadto, z uwagi na ogłoszenie w minionym roku przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP) dwóch edycji Programu dotacji unijnych dotyczących wsparcia dla MŚP w dostępie do rynku kapitałowego, postanowiliśmy przybliżyć Państwu korzyści oraz istotne aspekty dotyczące tego programu. Aby ułatwić Państwu odbiór publikacji, jej układ pozostał niezmienny w stosunku do poprzedniej edycji, a jej formuła oprócz podsumowania roku 2016, przedstawia dane dotyczące całego okresu funkcjonowania rynku obligacji, ze szczególnym uwzględnieniem obligacji korporacyjnych, spółdzielczych i komunalnych.

Wyniki naszych badań, które chcielibyśmy niniejszym Państwu przedstawić, potwierdzają, iż polski rynek długu nadal jest atrakcyjną formą pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa. Ponadto, pomimo mniejszej liczby debiutów oraz wartości pozyskanego przez emitentów kapitału, miniony rok był rekordowy pod względem liczby ofert publicznych, a emitenci wprowadzili do obrotu więcej emisji niż w roku poprzednim. Rynek Catalyst bez wątpienia pozostaje niekwestionowanym liderem wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej.

Serdecznie zapraszamy do zapoznania się z kolejną edycją Raportu Catalyst 2016!

25.00	25.25	+0.35	+1.41	ATO	ATO	1,613,000	40,641	10,281,000	10,000
5.85	5.85	5.75	5.80	+0.05	+0.87	ATO	5.80	5,407,200	1,100
160.00	160.50	159.00	159.00	+1.00	+0.63	ATO	18.00	291,800	1,100
18.00	18.00	17.80	18.00	+0.20	+1.12	ATO	17.90	17,009,000	179,000
32.25	32.50	32.00	32.25	+0.50	+1.57	ATO	64.75	903,900	40,000
68.25	68.50	67.75	67.75	+0.25	+0.37	ATO	10.50	2,876,000	62,000
90.00	90.25	89.75	90.00	+0.25	+0.28	ATO	10.50	1,118,000	1,000
10.60	10.70	10.50	10.60	+0.10	+0.95	ATO	24.00	216,400	10,000
56.00	57.25	55.00	55.25	-0.75	-1.34	ATO	27.50	576,900	12,000
23.50	23.70	23.30	23.30	-0.40	-1.69	ATO	31.00	445,200	108,000
33.00	33.25	33.00	33.00	+0.50	+1.54	ATO	27.50	10,226,000	8,000
27.25	27.50	27.25	27.50	+0.50	+1.85	ATO	11.00	823,600	400
10.50	10.70	10.40	10.40	+0.20	+1.85	ATO	18.60	529,300	1,000
10.90	11.10	10.90	11.00	+0.30	+1.63	ATO	17.00	4,596,800	1,400,000
18.70	18.70	18.50	18.70	+0.10	+0.59	ATO	1.80	5,699,400	474,300
17.10	17.10	16.90	17.00	+0.10	+3.17	ATO	43.00	4,740,700	5,200
321.00	326.00	320.00	325.00	+10.00	+1.70	ATO	13.30	13.40	2,000
1.78	1.80	1.78	1.79	+0.03	+0.58	ATO	13.30	13.30	2,000
43.00	43.25	43.00	43.00	+0.15	+1.52	ATO	13.30	13.30	2,000
9.95	10.10	9.95	10.00	+0.30	+2.29	ATO	27.25	27.25	2,000
13.20	13.50	13.20	13.40	+0.20	+1.53	ATO	21.10	21.10	2,000
40.00	345.00	340.00	344.00	+0.50	+1.89	ATO	58.25	58.25	435,300
13.20	13.40	13.10	13.30	+0.10	+0.48	ATO	4.34	4.34	
27.00	27.25	27.00	27.00	+0.25	+0.83	ATO			
21.30	21.30	20.90	21.00	+0.50	+1.32	ATO			
30.25	30.50	30.00	30.25	-0.25	-0.43	ATO			
38.25	38.50	38.00	38.25	+0.06	+1.40	ATO			
5.55	5.55	5.45	5.50			ATO			
99.25	99.25	98.00	98.25			ATO			
4.30	4.38	4.30	4.36			ATO			

ans successful



Spis treści

Kluczowe liczby	6
Słownik pojęć	8
Rok 2016 na rynku Catalyst	10
Case study - emisje publiczne	14
Case study - emisje prywatne	16
Rynek Catalyst w pigułce	18
Wielkość rynku Catalyst w 2016 roku	19
Wartość rynku Catalyst w 2016 roku	20
Płynność rynku Catalyst w 2016 roku	21
Wzięte pod lupę	22
Struktura emisji obligacji	23
Oprocentowanie obligacji w Analizowanej Grupie	26
Zabezpieczenie obligacji w Analizowanej Grupie	28
Płynność obligacji w Analizowanej Grupie	29
Co przyniesie rok 2017?	32
Prognozowane wykupy	33
Zapowiedzi emisji obligacji	34
Prognozy wydarzeń gospodarczych	35
Wsparcie MŚP w dostępie do rynku kapitałowego	36
Informacje o badaniu	39
Kontakt	40

Kluczowe liczby



3,2 mld EUR - całkowita wartość obrotów na rynku Catalyst w latach 2010-2016 - największa w regionie CEE

15,0 mld zł - wartość łącznych obrotów sesyjnych do końca 2016 roku

1,3 mld zł - wartość obrotów sesyjnych w 2016*

5,0 mld zł - wartość emisji wprowadzonych w 2016 roku*

1,6 mld zł - wartość emisji publicznych w 2016 roku*

52,1 mld zł - skumulowana wartość emisji obligacji w Analizowanym Okresie



1,0 mln zł - najniższa wartość emisji przeprowadzonej w 2016 roku*

51,3 mln zł - średnia wartość jednej emisji w Analizowanym Okresie*

230,0 mln zł - najwyższa wartość emisji przeprowadzonej w 2016 roku*

* w Analizowanej Grupie



139 – liczba wprowadzonych serii obligacji w 2016*

15 – liczba podmiotów debiutujących na Catalyst w 2016 roku*



87,8% - udział emisji obligacji korporacyjnych w liczbie wszystkich wprowadzonych do obrotu w Analizowanym Okresie*

75,5% - udział emisji prywatnych w liczbie wszystkich emisji w 2016 roku*

34,5% - udział obligacji zabezpieczonych w ogólnej liczbie emisji w 2016 roku*



10,50% - najwyższe oprocentowanie obligacji w 2016 roku*

8,36% - średnie oprocentowanie obligacji przedsiębiorstw w Analizowanym Okresie*

* w Analizowanej Grupie

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 2016 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.

EUR

Euro - prawny środek płatniczy w wybranych krajach na terenie UE.

Główny Rynek GPW

Rynek regulowany i podstawowy, podlegający nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany. Przedmiotem handlu na Głównym Rynku GPW są: akcje, prawa poboru, prawa do akcji (PDA), certyfikaty inwestycyjne, instrumenty strukturyzowane oraz instrumenty pochodne: kontrakty terminowe, opcje i jednostki indeksowe.

GPW, Organizator Alternatywnego Systemu

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

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.

Nota Informacyjna

Dokument przygotowany na potrzeby wprowadzenia do obrotu w Alternatywnym Systemie Obrotu na Catalyst dłużnych instrumentów finansowych emitenta, którego dłużne lub inne instrumenty finansowe są przedmiotem obrotu:

- a) na krajowym rynku regulowanym lub w Alternatywnym Systemie Obrotu organizowanym przez Organizatora Alternatywnego Systemu lub BondSpot S.A., lub
- b) na zagranicznym rynku regulowanym, lub
- c) na innym rynku lub w alternatywnym systemie obrotu innym niż Alternatywny System Obrotu prowadzony przez

Organizatora Alternatywnego Systemu lub BondSpot S.A., sporządzony zgodnie z wymogami Załącznika Nr 1 Regulaminu 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.

„Poddziałanie 3.1.5 Wsparcie MŚP w dostępie do rynku kapitałowego – 4 Stock” w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój 2014-2020

Program dotacji unijnych, dotyczący wsparcia projektów, mających na celu przygotowanie niezbędnej dokumentacji do pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania o charakterze udziałowym i dłużnym (w celu wprowadzenia zmian organizacyjnych, produktowych lub technologicznych o charakterze innowacyjnym).

Prospekt Emisyjny

Dokument zawierający szczegółowe informacje, niezbędne do oceny sytuacji gospodarczej, finansowej i majątkowej emitenta, perspektyw jego rozwoju oraz dotyczące praw i obowiązków związanych z papierami wartościowymi, wprowadzanymi do publicznego obrotu.

Sporządza się go w formie jednolitego dokumentu lub zestawu dokumentów, obejmującego dokument rejestracyjny, ofertowy i podsumowujący. Tryb zastosowania Prospektu Emisyjnego został zdefiniowany w Ustawie o ofercie publicznej.

Rating

Ocena ryzyka inwestycji określająca zdolność podmiotu do regulacji i obsługi zobowiązań.

Rozporządzenie MAR

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Stopa Procentowa

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

Ustawa o ofercie publicznej

Ustawa z dn. 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Ustawa o ofercie publicznej).

Ustawa o podatku od niektórych instytucji finansowych

Ustawa z dnia 15 stycznia 2016 roku o podatku od niektórych instytucji finansowych.

Warunki Emisji

Warunki Emisji obligacji w rozumieniu Ustawy o obligacjach.

Zł

Złoty – prawny środek płatniczy w Rzeczypospolitej Polskiej będący w obiegu publicznym od dnia 1 stycznia 1995 roku, zgodnie z ustawą z dnia 7 lipca 1994 roku o denominacji złotego (Dz.U.94.84.383 z późniejszymi zmianami).

Rok 2016 na rynku Catalyst



Ubiegły rok pokazał, że Catalyst nie jest jedynie miejscem emisji instrumentów Skarbu Państwa, a rozwijający się segment obligacji korporacyjnych przedsiębiorstw nadal stanowi atrakcyjną alternatywę dla finansowania bankowego.

Wartość kapitału pozyskanego w 2016 roku poprzez Catalyst wyniosła około 5,0 mld zł (bez obligacji skarbowych, Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI), Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK), euroobligacji oraz listów zastawnych), a **środki z emisji papierów dłużnych w głównej mierze przeznaczone były na finansowanie bieżącej działalności** (38,1% liczby emisji wprowadzonych do obrotu w 2016 roku). Ubiegłoroczni emitenci w mniejszym stopniu decydowali się na wykorzystanie kapitału dłużnego na inwestycje czy refinansowanie istniejącego zadłużenia (odpowiednio 8,6% i 7,9% wszystkich serii wyemitowanych na Catalyst w 2016 roku).

Pomimo tego, iż ubiegły rok charakteryzował się mniejszą liczbą debiutów (15* wobec 28 przed rokiem), pojawiły się wśród nich emisje spółek notowanych na Głównym Rynku GPW, w tym między innymi: Famur, Polska Grupa Odlewnicza, PCC EXOL czy Polska Grupa Farmaceutyczna. Ponadto, atrakcyjne źródło pozyskania kapitału upatrują w Catalyst także przedsiębiorstwa działające w branży nowoczesnych technologii (Medicalgorithmics, Braster). W samym 2016 roku obligacje na Catalyst wprowadziło **58 podmiotów**, co pokazuje, że na rynku dominuje trend przeprowadzania kolejnych emisji przez podmioty, które już wcześniej skorzystały z tej formy finansowania. Te obserwacje potwierdzają, że debiut na rynku Catalyst daje spółkom szansę na zdobycie zaufania inwestorów i otwiera drzwi do nowych możliwości pozyskiwania kapitału.

Polski rynek długu od początku swojego istnienia jest niekwestionowanym liderem wśród państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej (CEE)**. Zgodnie z danymi za 2016 rok, opublikowanymi przez Federation of European Securities Exchanges (FESE), łączna liczba instrumentów dłużnych, notowanych na Catalyst na koniec 2016 roku wyniosła 566 serii, dzięki czemu **polski rynek jest aż o 392,2% większy od drugiego pod względem liczby notowanych instrumentów - rynku czeskiego**. Ponadto, Catalyst wiezie również prym w regionie CEE pod kątem wartości transakcji przeprowadzonych w latach 2010-2016, z **całkowitym obrotem rzędu 3,2 mld EUR*****.

* W analizie nie uwzględniono euroobligacji ORLEN CAPITAL AB (PUBL), euroobligacji spółki MAGELLAN, listów zastawnych PKO BANK HIPOTECZNY, a także obligacji spółki ARCHICOM S.A., ponieważ w 2011 roku debiutowały już instrumenty ARCHICOM SP. Z O.O. S.K.A.

**Analiza uwzględnia giełdy w Rumunii, Bułgarii, Czechach, Polsce i na Węgrzech.

***Dane zaprezentowano na wykresie 2 na str. 19 oraz wykresie 5 na str. 21

Niewątpliwie, czynnikami, które uwarunkowały sytuację polskiego rynku kapitałowego w 2016 roku, były zmiany makroekonomiczne, a także sytuacja polityczna w kraju i za granicą.

Jednym z ważniejszych wydarzeń była styczniowa wiadomość o obniżeniu przez agencję Standard & Poor's ratingu Polski z poziomu A- do BBB+, podyktowanym głównie polską sytuacją polityczną. Wydarzenie to najszybciej odbiło się na notowaniach rynku walutowego - złotówka spadła do najniższego poziomu od czterech lat, a w skutek reakcji inwestorów, WIG20 stracił na koniec sesji aż 3,21%, osiągając poziom najniższy od ostatnich 7 lat. Zareagował również rynek instrumentów dłużnych - **wzrosła rentowność polskich, 10-letnich obligacji skarbowych z 3% do 3,21%.**

Zgodnie z prognozami analityków, istotny wpływ na segment obligacji korporacyjnych miały mieć wprowadzone w 2016 roku **zmiany podatkowe dotyczące banków**. Celem Ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych było ograniczenie akcji kredytowej banków oraz wzrost przychodów do budżetu państwa. Skutkiem zastosowania podatku bankowego miało być więc pośrednio również skłonienie przedsiębiorstw do poszukiwania alternatywnych źródeł finansowania, tj. m.in. do emisji obligacji. Jednakże w wyniku pewnej luki w przepisach, na wprowadzonych zmianach regulacyjnych „skorzystały” jedynie obligacje Skarbu Państwa. Okazało się bowiem, że instytucje kredytowe zwiększyły popyt na obligacje skarbowe, które nie są wliczane do aktywów, od których obliczany jest podatek bankowy i - tym samym - od stycznia do września 2016 roku banki kupiły papiery Skarbu Państwa **o wartości 58,1 mld zł, tj. więcej o 29,3%** w porównaniu z wynikiem zamykającym 2015 rok. Rok 2016 **nie wiązał się natomiast ze zmianą wartości Stopy Procentowej**, która kolejny rok z rzędu plasowała się na najniższym historycznie poziomie, **tj. 1,50%.**

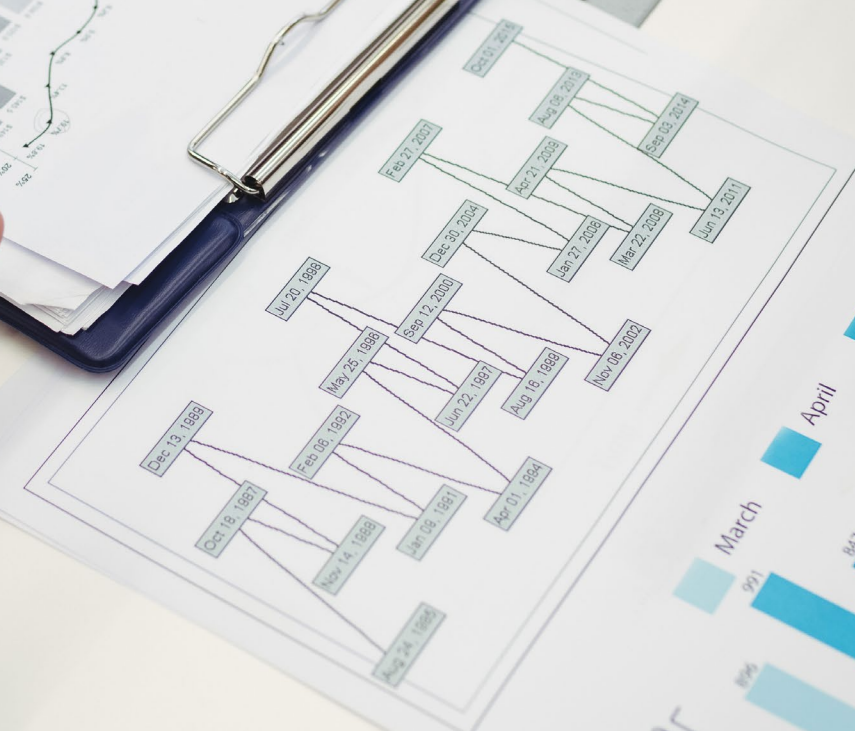
Warto również zaznaczyć, że wydarzenia polityczne, takie jak: majowy Brexit (brytyjskie referendum dot. wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej), czy wybory prezydenckie w USA nie zachwiały rynkiem Catalyst - co więcej, polski rynek długu korporacyjnego, dzięki nieznaczącej korelacji z zagranicą, stanowi stabilną ofertę i ostoję dla inwestorów charakteryzujących się awersją do ryzyka.

Ubiegły rok należy traktować jako znaczący również ze względu na wejście w życie Rozporządzenia **Market Abuse Regulation (MAR)**, które swoim zasięgiem objęło także Catalyst. Obowiązujące od 3 lipca 2016 roku nowe regulacje dotyczą głównie raportowania bieżącego spółek notowanych zarówno na rynku regulowanym, jak i w Alternatywnym Systemie Obrotu.

Do najważniejszych zmian na polskim rynku obligacji, jakie wprowadził MAR, należą:

- uchylenie katalogu standardowych zdarzeń wymagających raportowania, zawartych w załącznikach Nr 3 i Nr 4 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu (ASO),
- konieczność informowania o transakcjach na obligacjach przez osoby pełniące obowiązki zarządcze oraz osoby blisko z nimi związane,
- 30-dniowy okres zamknięty przed przekazaniem każdego raportu okresowego, niezależnie od tego, jakiego okresu raport ten dotyczy,
- zwiększona odpowiedzialność zarządów za prawidłowe wypełnianie obowiązków informacyjnych względem rynku, a w przypadku ich naruszenia - wysokie sankcje i kary zarówno dla spółki, jak i osób zarządzających.

Niemniej, pomimo powszechnie panujących obaw względem nowych regulacji, pierwszy rok działania emitentów pod rygiem nowych przepisów nie zaburzył funkcjonowania emitentów rynku Catalyst.



Case study - emisje publiczne



Ubiegły rok zostanie zapamiętany jako jeden z lepszych okresów na rynku Catalyst **pod względem liczby emisji publicznych.**

W 2016 roku przedsiębiorstwa oraz banki uplasowały aż 34 oferty tego typu na łączną wartość ponad 1,6 mld zł.

Publiczne emisje obligacji cieszyły się tak dużym zainteresowaniem ze strony inwestorów, że niektóre z nich wymagały skrócenia terminów przyjmowania zapisów, np. notowana od 3 sierpnia 2016 roku seria PPI spółki Ghelamco, czy kwietniowe emisje Alior Banku zostały uplasowane zaledwie w jeden dzień.



Case 1

Lipcowa emisja Ghelamco Invest wchodząca w skład IV Programu Publicznej Emisji Obligacji, opiewała na kwotę 50,0 mln zł i dotyczyła finansowania bieżącej działalności emitenta, która związana jest z obszarem budownictwa komercyjnego, mieszkaniowego i usługowego. Spółka należy do grona deweloperów nienotowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych. Pomimo oferty złożonej w czasie letniego odpoczynku, popyt inwestorów był tak duży, że seria została uplasowana w ciągu jednego dnia. Spółka zabezpieczyła cały Program Emisji poręczeniem o wartości 630,0 mln zł. Dodatkowo, emitent zagwarantował sobie prawo do wcześniejszego wykupu całości lub części wyemitowanych obligacji. Warto podkreślić, iż łączna wartość emisji przeprowadzonych przez spółkę wyniosła aż 1,4 mld zł

Kod emisji	GHI0720
Od kiedy emitentem na Catalyst (w latach)	6
Branża	Deweloperska
Wartość emisji	50 000 000 zł
Oprocentowanie	WIBOR6M + 4,0 p.p.
Zabezpieczenie	Poręczenie
Okres emisji (w latach)	4,0
Łączna wartość wszystkich emisji na Catalyst	1 357 600 000 zł



Case 2

W lutym 2016 roku na Catalyst zadebiutowały obligacje Polskiej Grupy Farmaceutycznej (PGF), opiewające na wartość 100,0 mln zł. PGF to jeden z największych dystrybutorów leków i produktów medycznych w Polsce. Instrumenty uplasowane zostały w ramach Programu Emisji o łącznej wartości 300,0 mln zł, obejmującego cztery kolejne lata. Środki z emisji zostały przeznaczone na prowadzenie bieżącej działalności oraz dalszy rozwój spółki. Obligacje charakteryzują się zmiennym oprocentowaniem na poziomie WIBOR6M +2,6 p.p. marży i zostały zabezpieczone poręczeniem o łącznej wartości 540,0 mln zł.

Kod emisji	PGF1120
Od kiedy emitentem na Catalyst (w latach)	1
Branża	Farmaceutyczna
Wartość emisji	100 000 000 zł
Oprocentowanie	WIBOR6M +2,6 p.p.
Zabezpieczenie	Poręczenie
Okres emisji (w latach)	5,0
Łączna wartość wszystkich emisji na Catalyst	100 000 000 zł

Case study - emisje prywatne



Główną rolę na Catalyst nadal **odgrywają oferty obligacji o charakterze prywatnym, których udział wśród wszystkich emisji wprowadzonych do obrotu w samym 2016 roku wyniósł 75,5%.**

Największa pod względem wartości seria debiutująca w ubiegłym roku, wyemitowana została przez Echo Investment właśnie w formie emisji prywatnej **na łączną kwotę 230,0 mln zł.**



Case 3

Echo Investment to spółka z branży deweloperskiej, notowana na Głównym Rynku GPW, realizująca projekty głównie w zakresie budowy i sprzedaży budynków w sektorze biurowym, handlowym i mieszkaniowym. Działalność spółki skupia się w siedmiu największych polskich miastach: Warszawie, Krakowie, Wrocławiu, Poznaniu, Gdańsku, Łodzi i Katowicach. W marcu 2016 roku miała miejsce prywatna emisja obligacji Echo Investment, opiewająca na kwotę 230,0 mln zł, będąca jednocześnie jedyną serią wprowadzoną w 2016 roku przez tę spółkę. Oferowany instrument charakteryzował się zmiennym oprocentowaniem opartym na stawce WIBOR6M + 2,5 p.p. marży. Ponadto, emitent zagwarantował sobie prawo do wcześniejszego wykupu wszystkich wyemitowanych obligacji w dniu płatności odsetek za przedostatni okres odsetkowy.



Case 4

Klon to spółka notowana na NewConnect, która od 1991 roku prowadzi działalność polegającą głównie na obróbce drewna. W II kwartale 2016 roku przedsiębiorstwo wyemitowało na Catalyst obligacje o wartości 2,0 mln zł. Oferowane instrumenty dłużne charakteryzują się atrakcyjnym, zmiennym oprocentowaniem na poziomie WIBOR3M, powiększonym o 6,0 p.p. marży. Specyfika serii wynika z faktu, że to jedna z niewielu emisji notowanych na Catalyst, w której prawo przedterminowego wykupu przysługuje obydwu stronom umowy, zarówno spółce - nie wcześniej niż po upływie roku od dnia emisji, jak i obligatariuszom - po upływie dwóch lat od emisji. Zabezpieczeniem obligacji jest hipoteka umowna łączna na pierwszym miejscu do kwoty 2,85 mln zł.

Kod emisji	ECN0418
Od kiedy emitentem na Catalyst (w latach)	5
Branża	Deweloperska
Wartość emisji	230 000 000 zł
Oprocentowanie	WIBOR 6M + 2,5 p.p.
Zabezpieczenie	Brak zabezpieczenia
Okres emisji (w latach)	2,5
Łączna wartość wszystkich emisji na Catalyst	995 500 000 zł

Kod emisji	KLN1118
Od kiedy emitentem na Catalyst (w latach)	5
Branża	Przemysł drzewny
Wartość emisji	2 000 000 zł
Oprocentowanie	WIBOR3M + 6,0 p.p.
Zabezpieczenie	Nieruchomości
Okres emisji (w latach)	3,0
Łączna wartość wszystkich emisji na Catalyst	10 500 000 zł

Rynek Catalyst w pigułce



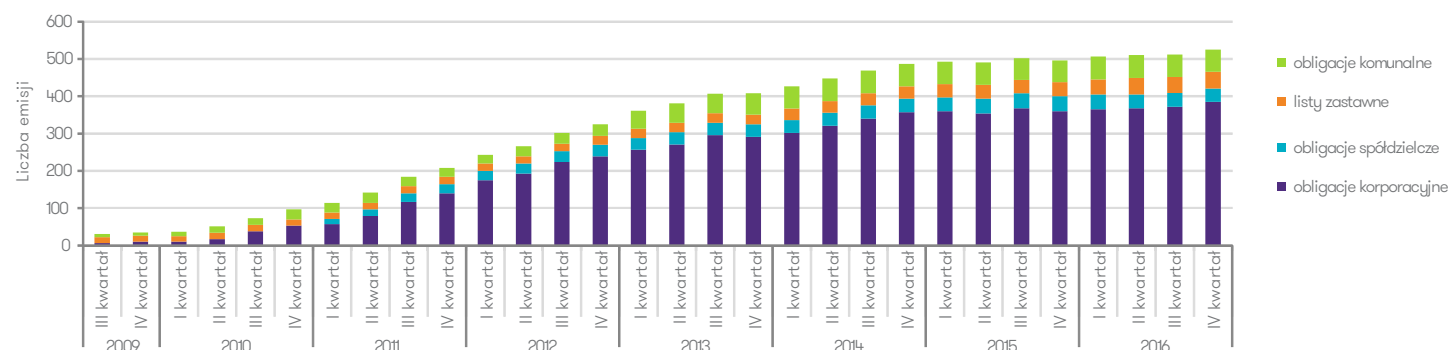
Wielkość rynku Catalyst w 2016 roku

Na koniec 2016 roku liczba instrumentów dłużnych notowanych na Catalyst osiągnęła **566 serii wyemitowanych przez 176 emitentów**, z czego 68,0% stanowiły obligacje korporacyjne.

Rok 2016, w porównaniu z rokiem poprzednim, charakteryzował się wzrostem liczby listów zastawnych notowanych na koniec ostatniego kwartału (o 18,4%, tj. 7 listów zastawnych więcej), a także obligacji skarbowych (wzrost o 13,9%, tj. o 5 instrumentów) oraz spadkiem liczby notowanych obligacji spółdzielczych (o 10,0%, tj. 4 instrumenty). Wyłączając z analizy obligacje Skarbu Państwa, liczba pozostałych instrumentów notowanych na Catalyst osiągnęła z końcem roku 525 serii, co stanowi **wzrost o 29 instrumentów w porównaniu z wynikiem na koniec 2015 roku**.

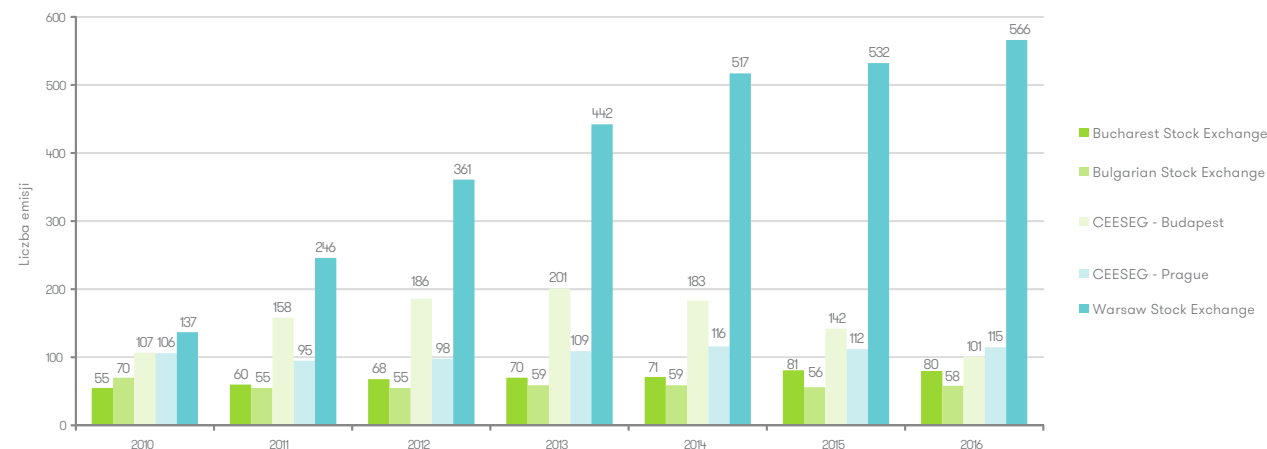
W oparciu o statystyki FESE, średni roczny wzrost liczby obligacji notowanych na Catalyst w latach 2010-2016 wyniósł 26,7%, co przełożyło się na **313,1% wzrost w całym okresie funkcjonowania rynku**. Dla porównania - rynek czeski (drugi w regionie pod względem liczby notowanych instrumentów), w okresie 2010-2016 wzrósł **zaledwie o 8,5%**. Dane te potwierdzają silną pozycję polskiego rynku papierów dłużnych na tle państw Europy Środkowo-Wschodniej.

Wykres 1. Liczba instrumentów notowanych na koniec poszczególnych kwartałów w latach 2009-2016 (z wyłączeniem obligacji skarbowych)



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

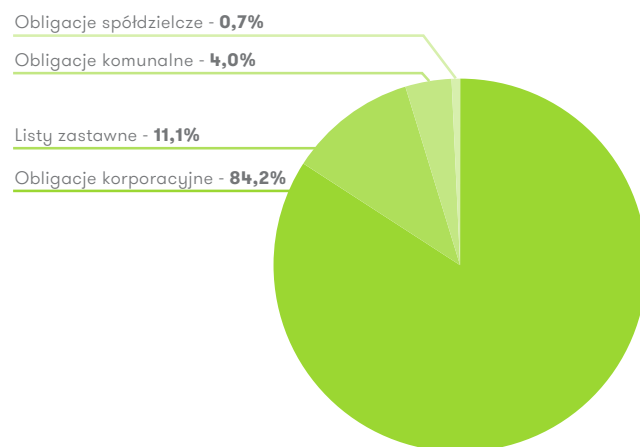
Wykres 2. Liczba obligacji notowanych na giełdach państw Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2010-2016



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton na podstawie danych FESE

Wartość rynku Catalyst w 2016 roku

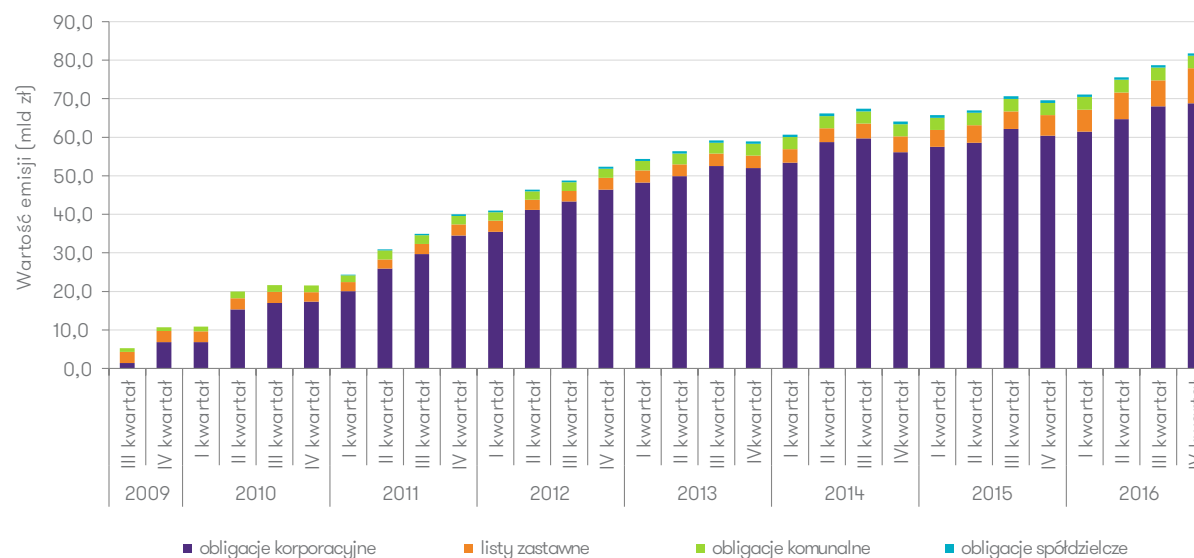
Wykres 3. Struktura wartościowa instrumentów notowanych na Catalyst (w zł) według rodzajów instrumentów na dzień 31 grudnia 2016 roku (z wyłączeniem obligacji skarbowych)



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Łączna wartość emisji instrumentów dłużnych na rynku Catalyst osiągnęła na koniec 2016 roku poziom **707,4 mld zł**, co przekłada się na wzrost o 15,4% w stosunku do wartości z poprzedniego roku. Pomimo dominacji w strukturze instrumentów dłużnych obligacji skarbowych, wartość instrumentów emitowanych przez inne podmioty systematycznie wzrasta, a **w IV kwartale 2016 roku osiągnęła 81,8 mld zł**.

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



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

W porównaniu do 2015 roku, ubiegły rok charakteryzował się nieznacznym spadkiem udziału obligacji korporacyjnych w strukturze instrumentów nieskarbowych (spadek z 86,7% w 2015 roku do 84,2% w roku 2016), jednakże **dynamika ich wzrostu była prawie dwukrotnie wyższa** niż w okresie poprzednim i wynosiła 14,03%.

W 2016 roku, po raz pierwszy od trzech lat, **w żadnym kwartale nie wystąpił spadek wartości notowanych instrumentów**, co potwierdza systematyczny wzrost rynku.

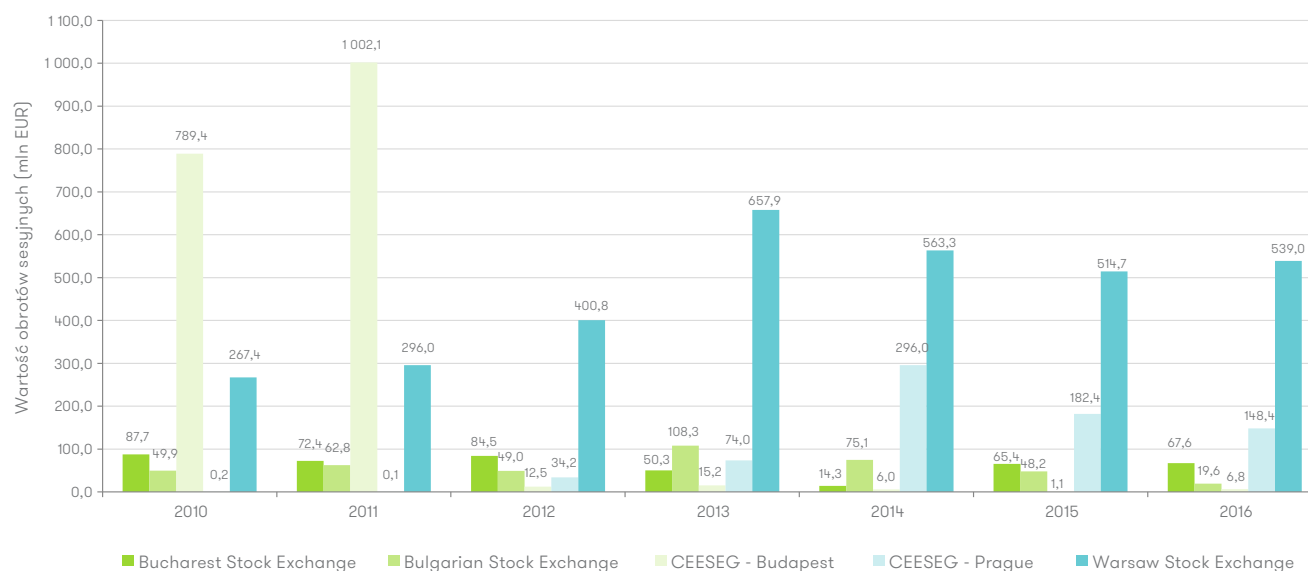
Płynność rynku Catalyst w 2016 roku

W ujęciu narastającym, od początku funkcjonowania rynku do końca 2016 roku, **wartość łącznych obrotów sesyjnych wyniosła 15,0 mld zł**, co oznacza wzrost o 18,5% w porównaniu do wartości z końca 2015 roku. Roczny obrót sesyjny w 2016 roku ukształtował się na poziomie niemal 2,4 mld zł, z czego ponad 58,6% stanowiły instrumenty nieskarbowe.

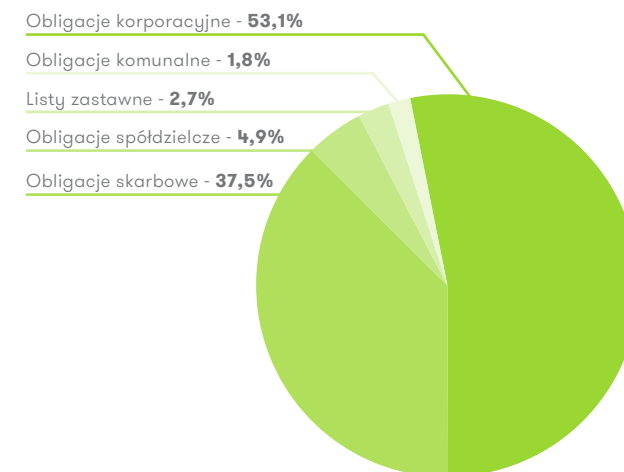
Analiza struktury obrotów sesyjnych w Analizowanym Okresie pozwala zauważyć wysoki udział obligacji korporacyjnych w ogólnej wartości zawieranych transakcji, kształtujący się na poziomie 53,1%, czyli **niemal 8,0 mld zł. Średni kwartalny obrót obligacjami przedsiębiorstw i banków komercyjnych wyniósł w 2016 roku 325,7 mln zł**, a największa wartość transakcji tego typu instrumentami przypadła na II kwartał 2016 roku.

Wartość obrotów sesyjnych w 2016 roku, po raz pierwszy od trzech lat, wykazała dynamikę dodatnią i wzrosła w porównaniu z 2015 rokiem o 4,7%, osiągając poziom 539,0 mln EUR. W związku z powyższym, **handel instrumentami notowanymi na polskiej giełdzie obligacji stanowił 48,6% wszystkich transakcji zawieranych w Analizowanym Okresie na porównywanych giełdach państw Europy Środkowo-Wschodniej.**

Wykres 5. Obroty sesyjne na giełdach obligacji państw Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2010 —2016 (w mln EUR)



Wykres 6. Struktura wartości obrotów sesyjnych obligacjami notowanymi na Catalyst według rodzajów instrumentów



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton na podstawie danych FESE

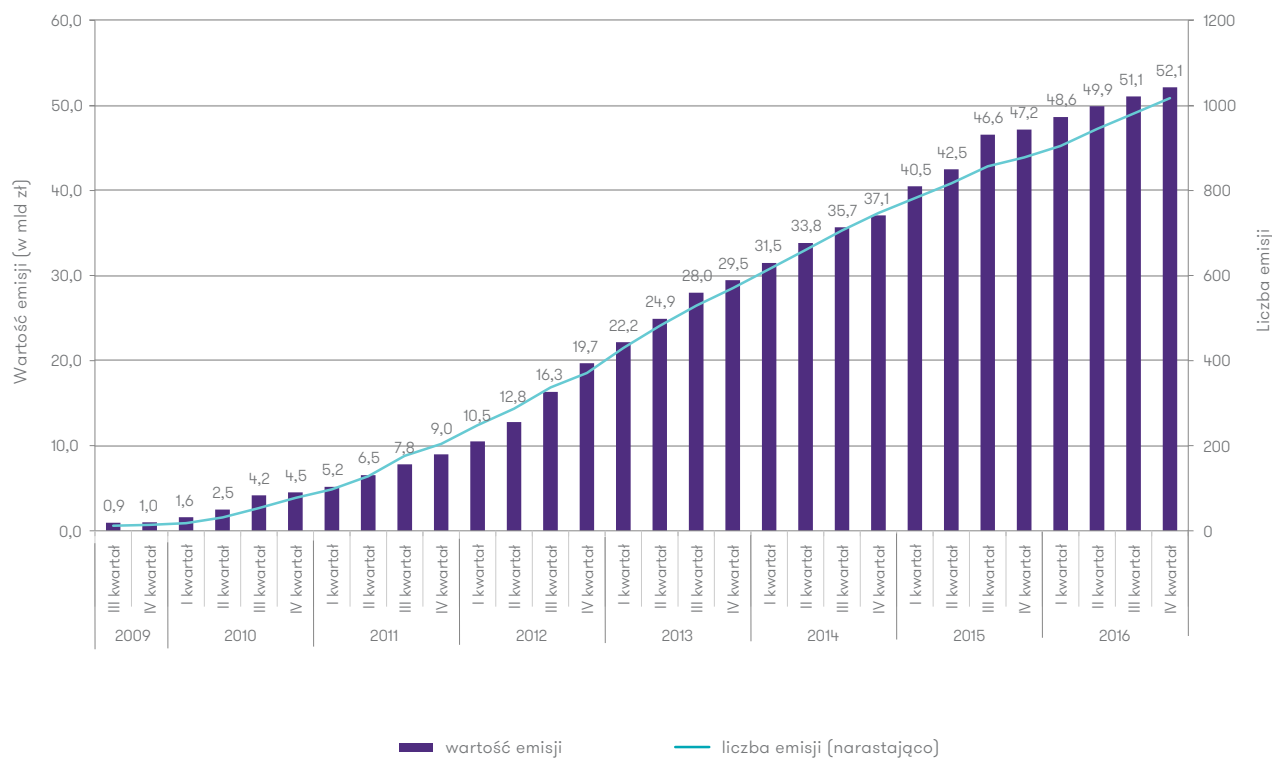
Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Wzięte pod lupę



Struktura emisji obligacji

Wykres 7. Wartość i liczba emisji obligacji w Analizowanej Grupie (narastająco, wg dnia pierwszego notowania)



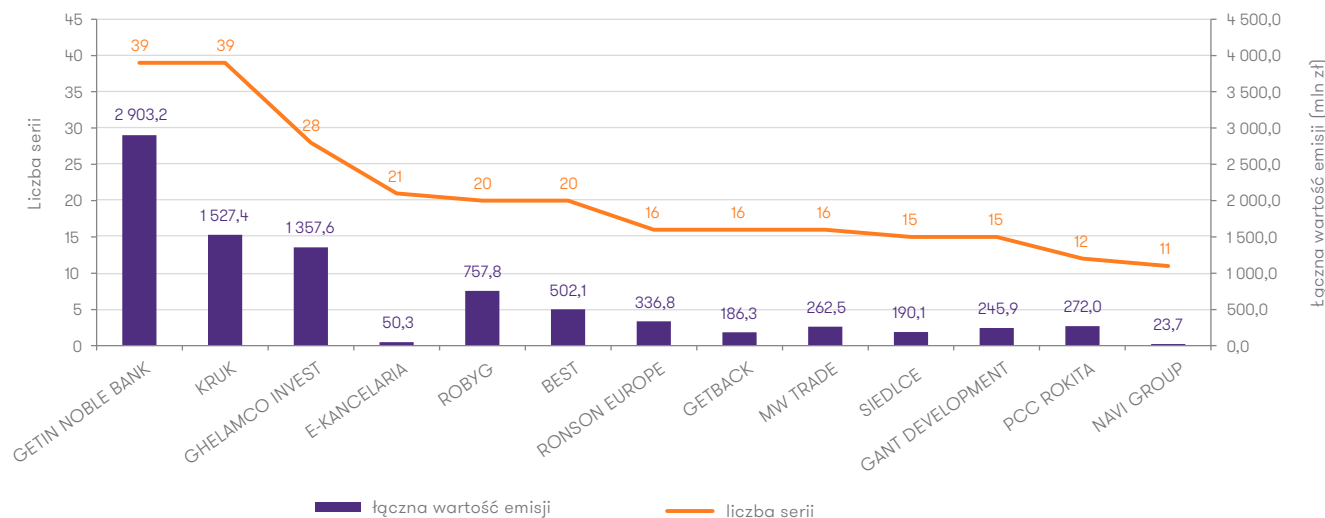
Liczba obligacji wyemitowanych w Analizowanym Okresie przez emitentów z Analizowanej Grupy sięgnęła **1017 serii**, z czego **139 przypadło na 2016 rok**. Tym samym, **skumulowana wartość emisji osiągnęła z końcem 2016 roku 52,1 mld zł**, przy średniej wartości jednej emisji na poziomie 51,3 mln zł.

Ubiegły rok charakteryzował się spadkiem wartości pojedynczych emisji, jednakże ich liczba - w porównaniu do danych z 2015 roku - wzrosła o 6,1%, co oznacza przełamanie utrzymującego się od dwóch lat spadkowego trendu dynamiki liczby emisji.

Pomimo zbliżonej liczby emitentów obligacji Analizowanej Grupy, którzy zdecydowali się wprowadzić do obrotu swoje instrumenty w IV kwartale 2016 roku w porównaniu do liczby z analogicznego okresu w 2015 roku, **wartość oraz liczba serii instrumentów** przypadających na ten okres **wzrosła odpowiednio o 81,8% oraz 71,4%**.

Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Wykres 8. Emitenci, którzy wyemitowali najwięcej serii obligacji w Analizowanej Grupie



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Rok 2016 potwierdził **dominację spółek z sektora usług finansowych** w strukturze podmiotów z Analizowanej Grupy, notowanych na rynku Catalyst. Na przestrzeni ostatnich 5 lat ich liczba wzrosła o 28 nowych emitentów. W samym 2016 roku wartość emisji podmiotów z sektora usług finansowych stanowiła 33,1% wszystkich instrumentów wprowadzonych do obrotu przez podmioty z Analizowanej Grupy.

Szczególną aktywnością na rynku obligacji charakteryzowały się **spółki z branży deweloperskiej**, których wartość emisji w ubiegłym roku wyniosła 1,5 mld zł, na co wpływ miał rekordowy dla tego sektora rok 2016, w którym, zgodnie z raportem REAS „Rynek mieszkaniowy w Polsce – IV kwartał 2016”, odnotowano wzrost sprzedaży mieszkań na najbardziej aktywnych rynkach (główne miasta Polski) o 20% w porównaniu do roku poprzedniego.

Jednym z najbardziej aktywnych podmiotów na rynku obligacji jest niewątpliwie **KRUK**, który **w samym 2016 roku pozyskał poprzez rynek Catalyst aż 657,9 mln zł**, w tym poprzez emisje publiczne, opiewające na największą sumę 300,0 mln zł. W rezultacie, liczba serii obligacji wyemitowanych na Catalyst przez tę spółkę w całym Analizowanym Okresie osiągnęła wynik 39 emisji i - tym samym - zrównała się liczbą emisji przeprowadzonych przez **lidera rynku w tej dziedzinie – Getin Noble Bank**.

Warto zauważyć, że w Analizowanym Okresie niemal **co dziesiąty emitent Rynku Catalyst był bankiem**. Pod kątem największej liczby serii obligacji wprowadzonych do obrotu w ubiegłym roku, **niekwestionowanym liderem został debiutujący GetBack**, który przeprowadził na Catalyst aż **16 emisji**.

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

Sektor	Liczba emitentów	Udział
usługi finansowe	60	19,2%
deweloperzy	51	16,3%
banki	33	10,6%
JST	26	8,3%

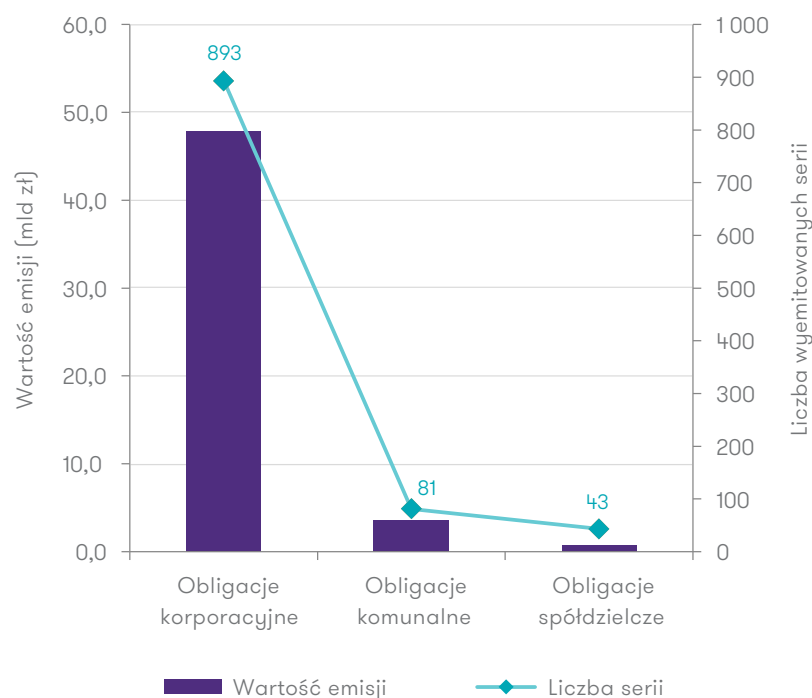
Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Biorąc natomiast pod uwagę średnią wartość emisji wprowadzonych do obrotu w 2016 roku, najwyższy wynik, tj. **230,0 mln zł, osiągnęła Echo Investment**, reprezentująca branżę deweloperską. Ubiegłoroczna, **najniższa wartość emisji wyniosła trochę ponad 1,0 mln zł** i - analogicznie do 2015 roku - **przeprowadzona została przez spółkę Mikrokasa**.

Łączna **liczba emisji obligacji korporacyjnych**, wprowadzonych do obrotu na Catalist w Analizowanym Okresie, **osiągnęła pod koniec 2016 roku 893 serie**, co stanowiło 87,8% wszystkich emisji przeprowadzonych w tych latach przez podmioty z Analizowanej Grupy. Wartość emisji obligacji przedsiębiorstw i banków w samym 2016 roku wyniosła **4,8 mld zł**. Tym samym, powiększyła skumulowaną wartość kapitału pozyskanego przez podmioty z tej grupy od początku funkcjonowania rynku o 11,3%, do wartości ponad **47,8 mld zł**.

Udział przedsiębiorstw w strukturze emitentów w Analizowanej Grupie z roku na rok systematycznie wzrasta, **z 44,4% na koniec 2009 roku do 81,1% na koniec 2016 roku**. W samym 2016 roku **przedsiębiorstwa stanowiły 91,4% wszystkich emitentów**, którzy zdecydowali się wprowadzić obligacje do obrotu w tym okresie.

Wykres 9. Wartość pozyskanego kapitału według rodzaju obligacji

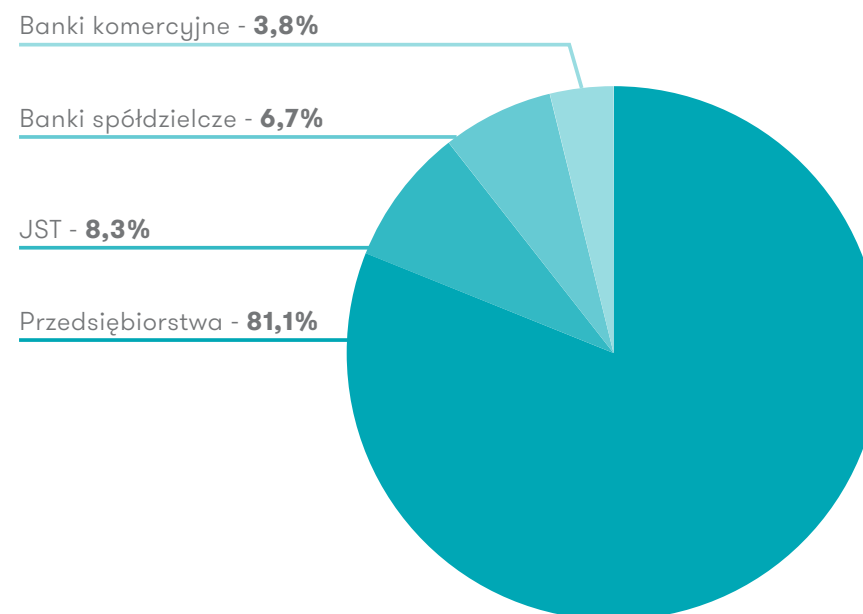


Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Z drugiej strony, **systematycznie spada liczba banków komercyjnych**, emitujących obligacje korporacyjne. W 2016 roku decyzję o emisji podjęły jedynie 3 banki (**Alior Bank, Getin Noble Bank oraz Bank Pocztowy**), czyli o 5 banków mniej niż w roku 2015.

Analizując obligacje komunalne, w całym Analizowanym Okresie **JST wyemitowały łącznie 81 serii o wartości ponad 3,6 mld zł**. W 2016 roku **tylko dwa samorządy (Siedlce i Elbląg)** zdecydowały się na pozyskanie kapitału poprzez Catalist, emitując 4 serie obligacji. Tym samym, ich udział w strukturze emitentów stanowił jedynie 3,4%. W 2016 roku na Catalist nie pojawiła się ani jedna nowa obligacja spółdzielcza.

Wykres 10. Struktura emitentów obligacji w podziale na typy emitentów



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Oprocentowanie obligacji w Analizowanej Grupie

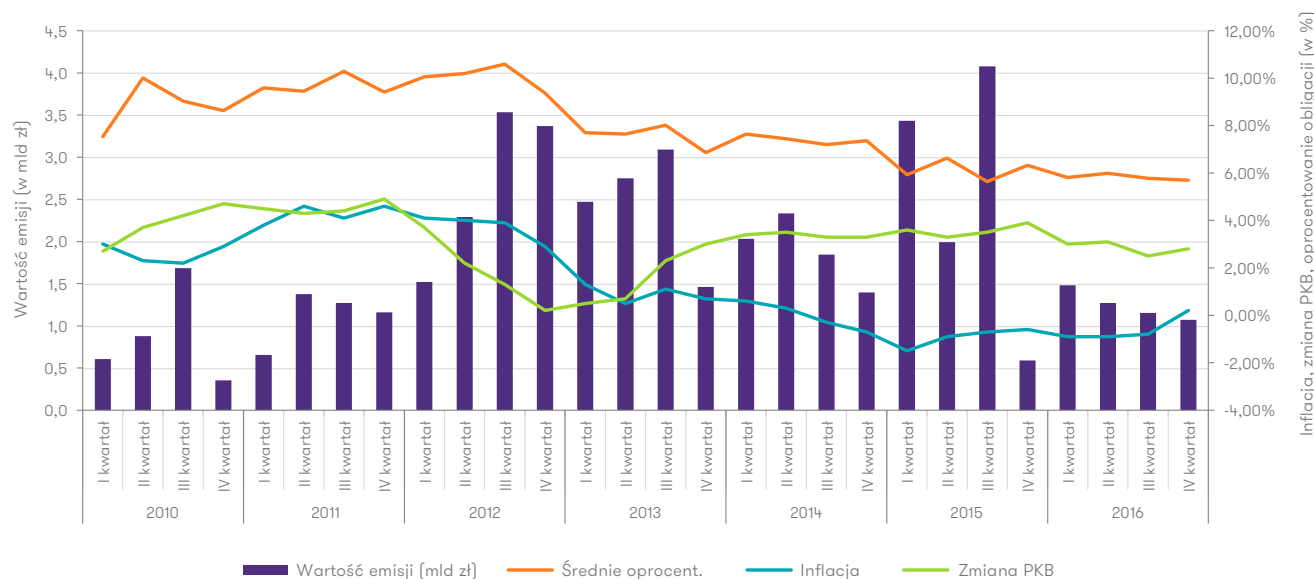
Najczęściej wybieranym przez emitentów rodzajem obligacji w 2016 roku w dalszym ciągu były obligacje o zmiennym oprocentowaniu, stanowiące ponad 80,1% wszystkich emisji przeprowadzonych w Analizowanym Okresie. Jednocześnie żaden podmiot nie zdecydował się na pozyskanie kapitału w postaci obligacji zerokuponowych.

Wraz z malejącym od II kwartału 2011 roku poziomem inflacji spadało średnie oprocentowanie obligacji,

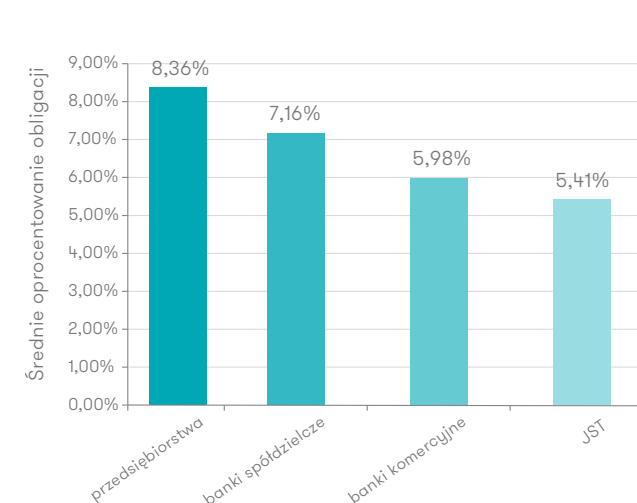
oferowane przez emitentów na dzień wprowadzenia do obrotu. Tym samym, podobnie jak w poprzednich latach, również i w 2016 roku emitenci - na dzień rozpoczęcia notowań - oferowali inwestorom średnio niższy niż w poprzednim roku kupon, który w IV kwartale 2016 roku kształtował się na średnim poziomie **5,70%. Najwyższe oprocentowanie** wśród instrumentów dłużnych wprowadzonych do obrotu w 2016 roku **zaoferowała spółka Fast Finance (10,50%)**.

Najwyższe średnie oprocentowanie w Analizowanym Okresie na dzień wprowadzenia do obrotu, ze względu na typ emitenta, **zapewniają niezmiennie obligacje przedsiębiorstw – średnio 8,36%**. Jednocześnie, jeden z najniższych poziomów oprocentowania oferowały banki komercyjne, na co wpływ może mieć ogólne przekonanie o większym bezpieczeństwie inwestycji w instrumenty tego typu podmiotów. Podobnie jak w 2015 roku, **najniższy, bo średnio 5,41% kupon, oferowały samorządy terytorialne**.

Wykres 11. Średnie oprocentowanie obligacji na tle poziomu inflacji, dynamiki PKB oraz wartości emisji w okresie I kw. 2010 – IV kw. 2016 roku



Wykres 12. Średnie oprocentowanie obligacji w Analizowanym Okresie ze względu na typ emitenta



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Analizując średnie oprocentowanie obligacji, oferowane przez emitentów na dzień debiutu, w podziale na sektory, podobnie jak w poprzednich latach, **najniższych odsetek obligatariusze mogli oczekiwać od emitentów obligacji sektora finansowego**. Oprocentowanie wyemitowanych przez nich instrumentów dłużnych w Analizowanym Okresie kształtowało się średnio na poziomie **7,86%**. Podmioty z **sektora usług** pozwalały inwestorom zarobić najwięcej, bo średnio **8,41%**, a najwyższe oprocentowanie w tej grupie emitentów charakteryzowało obligacje spółek handlu detalicznego i wynosiło średnio 9,90%.

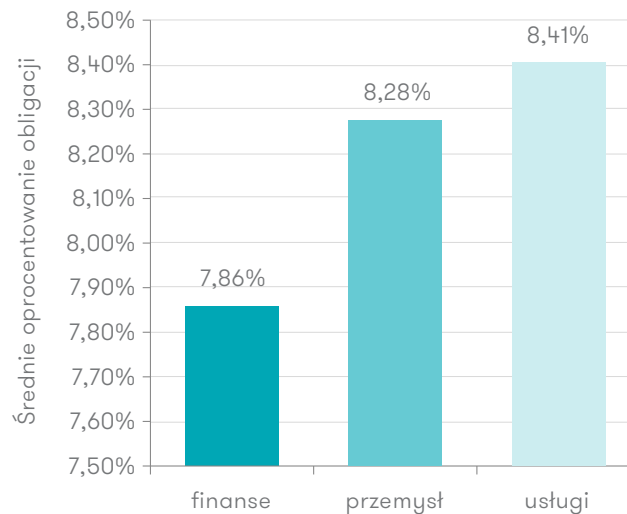
Biorąc pod uwagę wszystkie branże obecne na Catalyst, najmniejsze średnie oprocentowanie w Analizowanym Okresie proponowały spółki branży przemysłu metalowego (3,69%).

W samym 2016 roku najwyższe średnie oprocentowanie oferowały spółki z sektora finansowego, średnio 6,02%, natomiast obligacje podmiotów usługowych uprawniały obligatariuszy do odsetek rzędu 5,98%, a najmniej oferowali emitenci przemysłowi – 5,66%.

Z perspektywy poszczególnych branż, **najwyższy średni kupon oferowały spółki z branż: technologicznej (8,50%), materiałów budowlanych (8,50%) oraz drzewnej (7,71%)**.

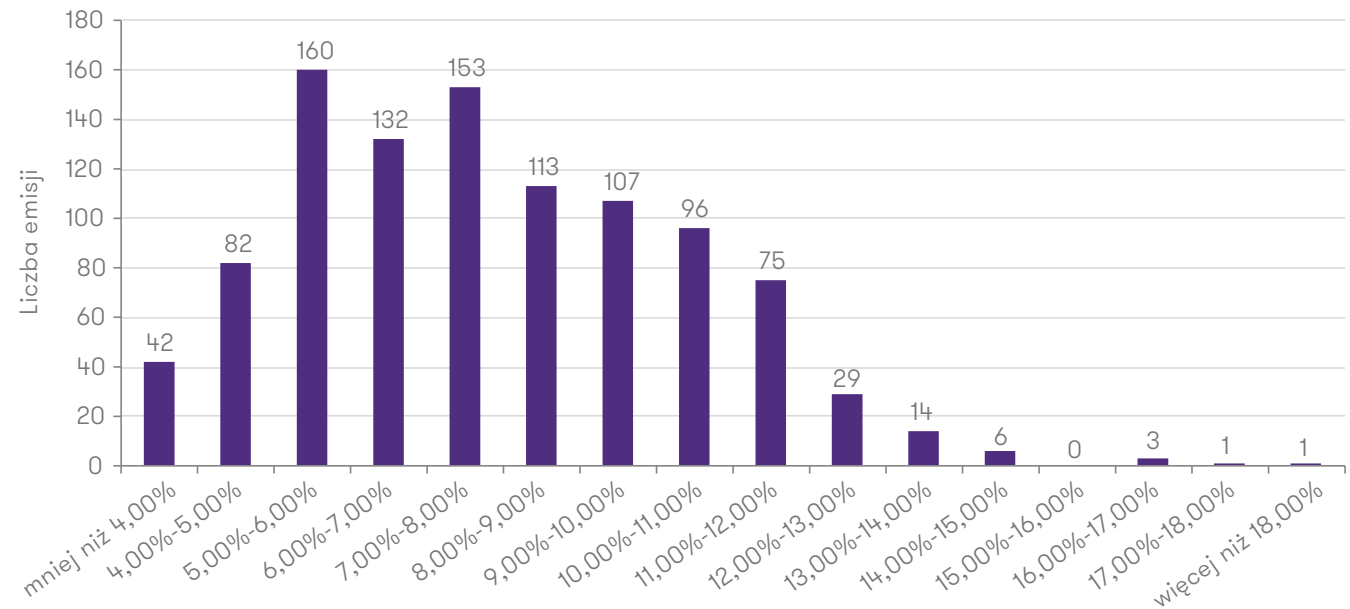
Do końca 2016 roku **oferowane przez emitentów oprocentowanie zawierało się najczęściej w przedziale 5,00 - 6,00% - 160 emisji oraz 7,00 - 8,00% - 153 emisje**. W samym 2016 roku aż 104 emisje ze wszystkich 139 wprowadzonych do obrotu pozwalały inwestorom zarobić więcej niż 5,00%.

Wykres 13. Średnie oferowane oprocentowanie wprowadzonych do obrotu obligacji w podziale na sektor działalności emitenta



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Wykres 14. Liczba emisji obligacji o danym przedziale oprocentowania



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

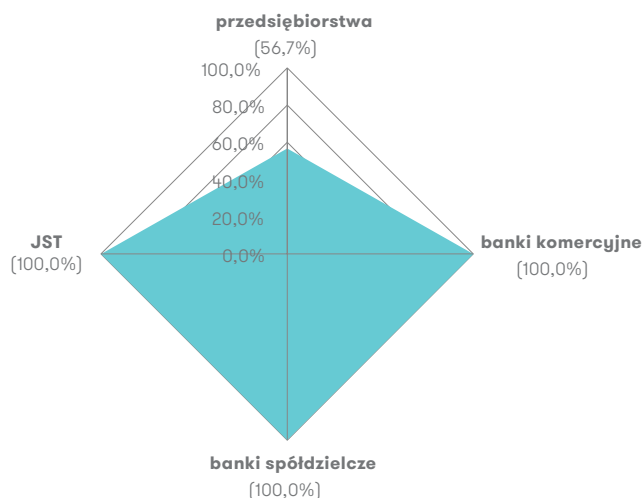
Zabezpieczenie obligacji w Analizowanej Grupie

Największą wartość zabezpieczenia emisji na rynku Catalyst w 2016 roku zaoferowała spółka Ghelamco Invest, tj. poręczenie opiewające na sumę 630,0 mln zł dla emisji dokonywanych w ramach IV Programu Emisji Obligacji o łącznej wartości 350,0 mln zł.

Zabezpieczenie emisji dla wielu podmiotów, zwłaszcza debiutujących, stanowi kwestię mającą wpływ na sukces pozyskania kapitału poprzez rynek Catalyst. Zgodnie z ogólną zasadą, za zobowiązania wynikające z instrumentów dłużnych odpowiada całym swoim majątkiem - obecnym i przyszłym - emitent, a ustanowienie zabezpieczenia ma być gwarancją zwrotu inwestorom pożyczonych środków. Zabezpieczenie stanowi zatem formę zaspokojenia obietnic w przypadku ewentualnej niewypłacalności emitenta.

W minionym roku emisje zabezpieczone stanowiły 34,5% wszystkich obligacji wprowadzonych do obrotu, i zostały przeprowadzone tylko przez przedsiębiorstwa,

Wykres 15. Udział emisji niezabezpieczonych w emisjach poszczególnych typów emitentów z Analizowanej Grupy

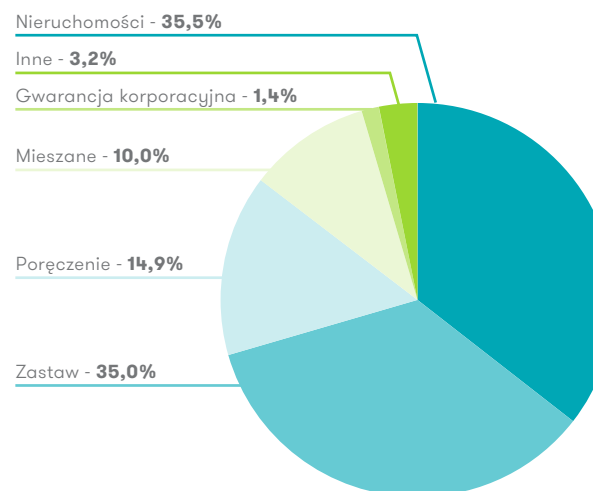


Źródło: Opracowanie Grant Thornton na podstawie 1006 emisji

z czego w głównej mierze decyzję o zabezpieczeniu podejmowały podmioty reprezentujące sektor usług finansowych (45,8%) oraz deweloperzy (27,1%). Najbardziej preferowaną formą zabezpieczeń był **zastaw - 35,4% emisji zabezpieczonych**, natomiast najrzadziej przedsiębiorstwa oferowały m.in. zabezpieczenia mieszane - 14,6%. Ponadto, co czwarta emisja była zabezpieczona hipoteką.

Wśród emisji zrealizowanych przez emitentów **w całym Analizowanym Okresie** największy udział, bo ponad 65,3%, miały obligacje niezabezpieczone. Wszystkie emisje przeprowadzone przez banki i JST oraz **56,7% emisji przedsiębiorstw odbyły się bez ustanawiania zabezpieczenia**. Wśród emitentów decydujących się na ustanowienie zabezpieczenia **najczęściej wybieraną formą była hipoteka (35,5%) oraz zastaw (35,0%)**.

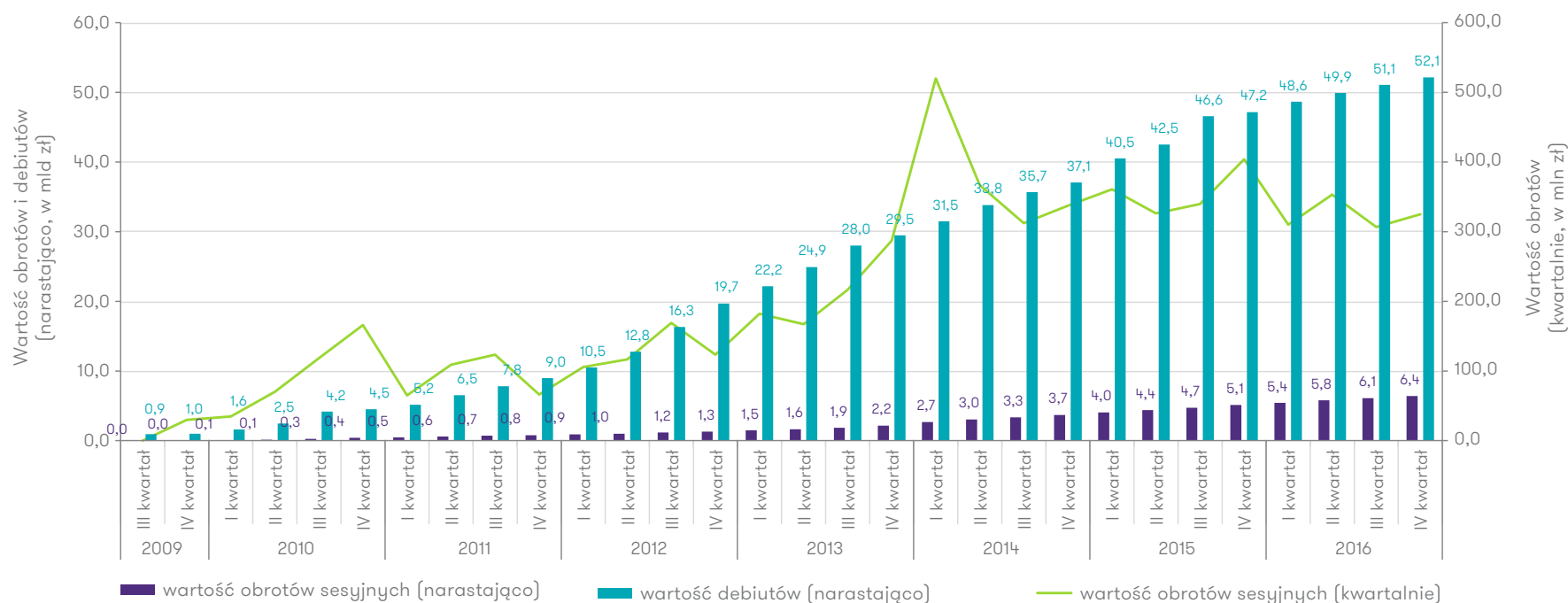
Wykres 16. Struktura zabezpieczeń emisji obligacji przedsiębiorstw w Analizowanym Okresie



Źródło: Opracowanie Grant Thornton na podstawie 349 emisji

Płynność obligacji w Analizowanej Grupie

Wykres 17. Wartość obrotów sesyjnych (narastająco i kwartalnie) oraz wartość debiutów w Analizowanej Grupie w Analizowanym Okresie (wg dnia pierwszego notowania)



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

W samym 2016 roku suma transakcji instrumentami podmiotów z Analizowanej Grupy, wyniosła **niemal 1,3 mld zł**, w związku z czym **spadła o 9,5%** w porównaniu z wartością z 2015 roku.

Wartość łącznych obrotów sesyjnych **instrumentami wyemitowanymi przez podmioty z Analizowanej Grupy** w Analizowanym Okresie wyniosła prawie 6,4 mld zł, tym samym **wzrosła o 25,5% w stosunku do wyniku z 2015 roku**. Średni obrót kwartalny ww. instrumentami notowanymi na Rynku Catalyst opiewał na wartość 227,9 mln zł.

Analizując strukturę obrotów w podziale na rynki, na których działają emitenci z Analizowanej Grupy, do obligacji, którymi najchętniej handlowano w Analizowanym Okresie, należały instrumenty wyemitowane przez **spółki notowane na Głównym Rynku GPW - aż 62,4%**. Ich udział z roku na rok rośnie. Dla porównania - na koniec 2015 roku wynosił 58,6%.

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

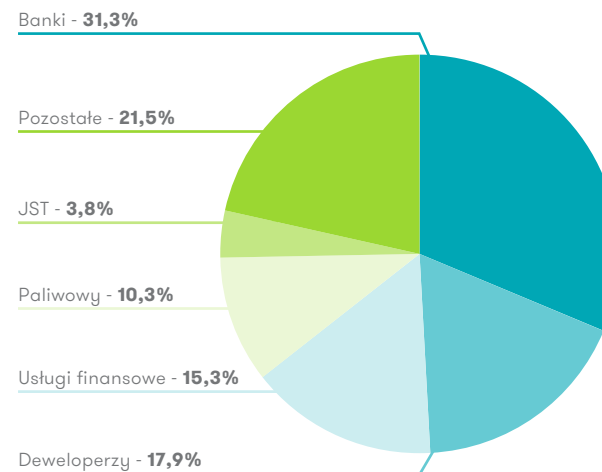
Emitent	Wartość emisji (mln zł)	Obroty sesyjne (mln zł)
GETIN NOBLE BANK	2903,2	644,7
PKN ORLEN	2000,0	545,0
KRUK	1527,4	232,7
ALIOR BANK	1921,9	221,1*
WARSZAWA	2100,0	216,1
GHELAMCO INVEST	1357,6	215,4
BPS WARSZAWA	265,2	211,0
CYFROWY POLSAT	1 000,0	181,0
ECHO INVESTMENT	995,5	179,3

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.

Niekwestionowanymi liderami pod względem **udziału w obrotach analizowanymi obligacjami korporacyjnymi są banki - 31,3%**, a najwyższą wartość obrotów w Analizowanym Okresie osiągnęły dłużne papiery wartościowe Getin Noble Bank (644,7 mln zł). Duży udział w obrotach miały również obligacje emitentów z **branży deweloperskiej - 17,9% oraz usług finansowych - 15,3%**. Warto zaznaczyć, iż ta tendencja utrzymuje się niezmiennie od lat.

Wykres 18. Procentowy udział emisji obligacji korporacyjnych w obrocie całkowitym z podziałem na sektor działalności



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton



**Co przyniesie
rok 2017?**



Catalyst to dość młody, lecz dynamicznie rozwijający się rynek, dostępny zarówno dla dużych, średnich, jak i małych przedsiębiorstw, które chcą pozyskać kapitał na dalszy rozwój.

Analizując ubiegły rok na rynku długu, nie można nie wspomnieć o wydarzeniach, które mogą wpłynąć na jego kształt w 2017 roku. Jedną z istotnych kwestii są wykupy przypadające na 2017 rok, których prognozowana, łączna wartość może okazać się rekordem w stosunku do poprzednich okresów. Jednakże, zapadalność obligacji niekoniecznie będzie wiązać się ze spadkiem liczby notowanych instrumentów - dużo wskazuje na to, że w 2017 roku nie zabraknie wielu nowych, ciekawych emisji. Warto również wspomnieć o kolejnej edycji programu wsparcia małych i średnich przedsiębiorstw w dostępie do rynku kapitałowego - 4 Stock, który może pośrednio wpłynąć na wzrost liczby podmiotów obecnych na rynku Catalyst.

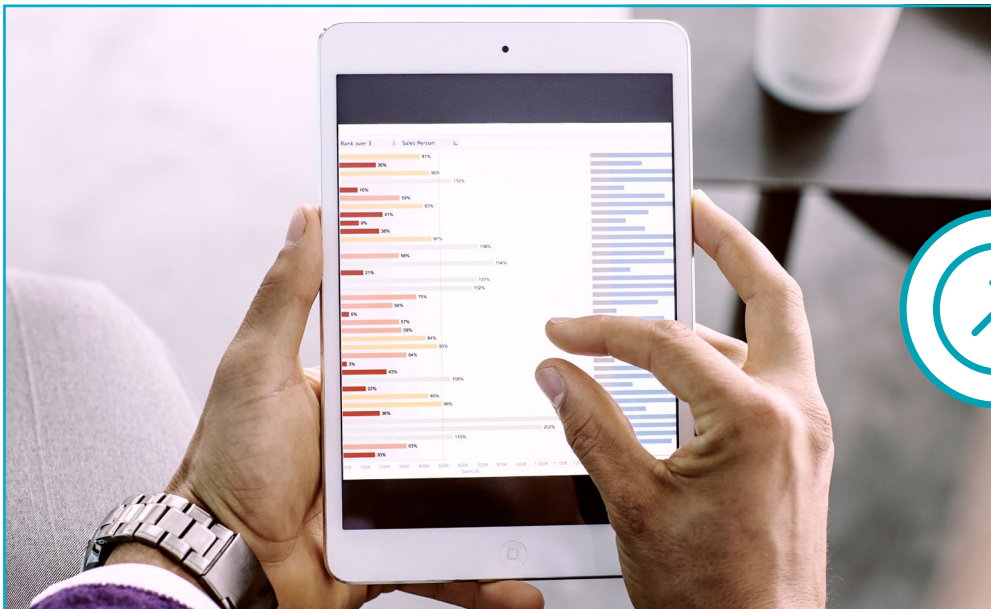
Prognozowane wykupy

Szacuje się, że z Catalyst zniknie około 100 serii obligacji podmiotów z Analizowanej Grupy. Zgodnie z dokumentami emisyjnymi spółek, w samym czwartym kwartale 2017 roku planowana jest spłata zadłużenia 36 notowanych na koniec 2016 roku emisji obligacji z Analizowanej Grupy. **łączna wartość wykupów przypadających na 2017 rok może wynieść nawet 8,4 mld zł*.**

Duży wpływ na wysokość powyższego zadłużenia ma przypadający na 2017 rok **wykup największej emisji w całej historii Catalyst** - obligacji spółki PGNiG, opiewających **na kwotę 2,5 mld zł**. Ponadto, swoje zobowiązania względem obligatariuszy, wynikające z 4 serii obligacji wyemitowanych w 2013 roku o łącznej wartości 700,0 mln zł, będzie musiała spłacić również spółka PKN Orlen. Nie bez znaczenia są również prognozowane wartości wykupów obligacji banków komercyjnych, w tym: pierwsza emisja ING Bank Śląski (565,0 mln zł), emisja Raiffeisen Bank Polska (500,0 mln zł) oraz obligacje Banku Millennium (500,0 mln zł). W 2017 roku zapadnie również termin wykupu **sześciu serii papierów dłużnych Getin Noble Banku, opiewających na łączną kwotę 260,9 mln zł**. Sporo wykupów przypadnie również na spółki z branży deweloperskiej, ze względu na termin zapadalności instrumentów takich podmiotów jak: 2C Partners, Ghelamco Invest, Capital Park, czy Lokum Deweloper. Zainteresowanie budzić może również zapadalność obligacji miasta Warszawy - w październiku 2017 roku przypadnie termin wykupu obligacji o wartości 300,0 mln zł. Szacuje się, iż najmniejszą w Analizowanej Grupie emisją wykupioną w 2017 roku będzie emisja ośmioletnich obligacji zachodniopomorskiej gminy Połczyn Zdrój, o wartości 0,8 mln zł. Analizując terminy zapadalności obligacji, warto jednak pamiętać, że gros emitentów będzie zapewne brało pod uwagę refinansowanie dotychczasowego zadłużenia przy pomocy nowych emisji obligacji, co jednocześnie może wpłynąć na pojawienie się kolejnych serii obligacji na rynku Catalyst.

Inwestowanie w dłużne instrumenty przedsiębiorstw, nie jest jednak pozbawione ryzyka. Jak pokazują ostatnie lata, prócz terminowych wykupów obligacji, można również odnotować przypadki default'ów na rynku Catalyst. Na podstawie powszechnie dostępnych informacji prognozuje się, że w 2017 roku wartość niewypłaconych zobowiązań z tytułu emisji obligacji podmiotów z Analizowanej Grupy może przekroczyć kwotę 117,8 mln zł, którą to na ten moment tworzą instrumenty takich spółek jak LZMO, Kerdos, Polbrand oraz ACTION.

*Analizę oparto na statystykach miesięcznych GPW za grudzień 2016 roku, przy czym nie uwzględnia ona obligacji BGK, EBI, listów zastawnych, obligacji skarbowych i euroobligacji



Można przypuszczać, że pod względem nowych, ciekawych emisji publicznych rok 2017 będzie **równie dobry lub nawet lepszy od roku ubiegłego.**

Oczekuje się, że ponownie najbardziej aktywne będą **banki, spółki z sektora usług finansowych oraz deweloperzy.**

Zapowiedzi emisji obligacji

Już w styczniu emisja przeprowadzona przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie „rozeszła się” wśród inwestorów pierwszego dnia oferty. Podobnie Getin Noble Bank - jeden z rekordzistów na rynku Catalyst pod względem liczby i wartości wprowadzanych instrumentów - wyemitował na początku roku kolejne serie obligacji. **Wnioskować można, że bank ten ma na podstawie aktualnego Prospektu (pozwalającego na emisje do 750,0 mln zł) możliwość pozyskania w samym 2017 roku jeszcze około 590,0 mln zł.**

Podobny scenariusz przypuszczalnie obiorą dobrze znane spółki windykacyjne - Kruk oraz Best. Pierwsza z nich w bieżącym roku może wprowadzić do Alternatywnego Systemu Obrotu instrumenty o łącznej wartości nawet do 500,0 mln zł. Druga natomiast, uplasowała w pierwszym kwartale 2017 roku dwie emisje w ramach Oferty Publicznej, których zapisy na instrumenty przekroczyły dostępną pulę w pierwszym dniu ich składania. Ponadto, spółka planuje wyemitować jeszcze inne serie - jak wynika z Prospektu - **Program zakłada emisje o wartości do 200,0 mln zł.** Dużej aktywności emisyjnej można ponownie spodziewać się po spółce GetBack, ubiegłorocznym debiutancie na rynku obligacji.

W marcu 2017 roku Komisja Nadzoru Finansowego zatwierdziła Prospekt publiczny Programu Emisji Obligacji tej spółki o łącznej wartości nominalnej do 300,0 mln zł. Oprócz tego, GetBack rozpoczął negocjacje w sprawie nabycia akcji dwóch podmiotów z branży wierzycielności. Pozwala to domniemywać, że aktywność emisyjna tego emitenta w najbliższym czasie nie ulegnie ograniczeniu. Nowych emisji spodziewać można się również ze strony podmiotów z branży deweloperskiej, np. **Vantage Development, Ghelamco Invest, czy Polnord i Archicom.**

Prawdopodobne oferty i ich wartości można prognozować w przypadku emisji publicznych przeprowadzanych na podstawie Prospektów Emisyjnych, jednakże nie jest to możliwe w przypadku emisji o charakterze prywatnym. Warto przy tym podkreślić, że to Oferta Prywatna jest dominującym na Catalyst sposobem pozyskiwania kapitału i szacuje się, że tendencja ta utrzyma się również w 2017 roku.

Prognozy wydarzeń gospodarczych

Kondycja finansowa i wiarygodność emitentów to nie jedyne czynniki, które mają wpływ na sytuację na rynku Catalyst. Należy pamiętać, że spółki działają w otoczeniu, które również oddziałuje na rentowność ich instrumentów dłużnych oraz zainteresowanie nimi inwestorów. Do determinantów zewnętrznych zalicza się głównie:

- oczekiwania inflacyjne,
- stopy procentowe oraz inne wielkości makroekonomiczne,
- zmiany legislacyjne,
- politykę fiskalną państwa,
- ryzyko polityczne,
- sytuację na rynkach światowych.

Zgodnie z założeniami NBP, roczna dynamika inflacji w 2017 roku będzie kształtowała się w przedziale 1,6% - 2,5%. Stanowi to dość dużą różnicę w porównaniu z rokiem poprzednim, w którym odnotowano ujemną wartość wskaźnika (średnio -0,6%). Kolejną z ważnych dla rynku długu wielkości jest dynamika wzrostu PKB. Na koniec 2016 roku wyniosła ona 2,8%, a zgodnie z przewidywaniami, w 2017 roku, oczekiwana roczna wartość tego wskaźnika w Polsce kształtuje się na poziomie 3,7%. Wzrost dynamiki PKB i inflacji najprawdopodobniej nie wywrze jednak presji na podwyżki stóp procentowych. Zgodnie z decyzją Rady Polityki Pieniężnej, stopa referencyjna w najbliższym czasie powinna utrzymać się na dotychczasowym poziomie (1,50%), co jednocześnie oznacza utrzymanie rentowności obligacji.

Kolejnym ważnym zapowiadany przedsięwzięciem w 2017 roku jest **pomysł powstania Polskiej Agencji Ratingowej (PAR)**, która miałaby nadawać Ratingi papierom dłużnym notowanym na polskim rynku długu, a szczególnie tym emitowanym przez **małe i średnie spółki**, które nie są w stanie pozwolić sobie na usługi międzynarodowych agencji takich jak Standard & Poor's, czy Moody's. Przyznawanie Ratingu dłużnym instrumentom przedsiębiorstw z pewnością przyczyniłoby się **do wzrostu wiarygodności rynku**. Ponadto, Ratingi mogłyby wpłynąć na zwiększenie zainteresowania papierami notowanymi na rynku wśród nowych inwestorów w wyniku eskalacji świadomości w zakresie ryzyka związanej z inwestycją w dany instrument, dzięki czemu sam rynek zyskałby na płynności.

Ważne z perspektywy emitentów na rynku Catalyst, zarówno obecnych, jak i potencjalnych, są zmiany w przepisach podatkowych. Z dniem 1 stycznia 2017 roku wszedł obowiązek odwróconego obciążenia usług budowlanych świadczonych przez podwykonawców, wprowadzono zachęty podatkowe dla przedsiębiorców działających w branżach innowacyjnych, zmniejszono limit płatności gotówkowych (z 15 000 € do 15 000 zł), przywrócono sankcje za nierzetelne rozliczenie podatku VAT, a - co więcej - od 1 lipca zostanie uchylone zwolnienie od VAT dla usług, które stanowią element zwolnionej od podatku usługi finansowej lub ubezpieczeniowej. Skutki wprowadzonych zmian będą przejawiać się w różny sposób, jednakże najprawdopodobniej niektóre z nich mogą spowodować zmniejszenie płynności finansowej przedsiębiorstw, również tych, które są emitentami na rynku długu. Warto podkreślić, że wpływ zmian na funkcjonowanie firm nie jest dokładnie znany, a o rezultatach reform będzie można mówić dopiero pod koniec 2017 roku.

Krajowy rynek obligacji uzależniony jest także od sytuacji polityczno-gospodarczej w kraju, ale i w pewnym stopniu - od sytuacji na świecie. Pierwszy rok prezydentury Donalda Trumpa najprawdopodobniej będzie przebiegał pod hasłem realizacji obietnic przedwyborczych. Jeśli USA przyjmie politykę izolacyjną, może to skutkować odpływem kapitału z rynków wschodzących, w tym z Polski. Ponadto na 2017 rok przypadają również wybory w takich państwach jak: Francja i Niemcy, których następstwem mogą być zmiany na poziomie stosunków międzynarodowych. Dodatkowo, amerykański System Rezerwy Federalnej (FED) zapowiedział na 2017 rok aż trzy podwyżki stóp procentowych, które mogą wpłynąć na rentowność światowego rynku długu - pierwsza zmiana nastąpiła już w marcu, stopy procentowe wzrosły z poziomu 0,50% - 0,75% do 0,75% - 1,00%. Polityczna niepewność nasyciona jest również przez ubiegłoroczne referendum potwierdzające chęć wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Wszystkie ww. prognozy mogą doprowadzić do wzrostu zmienności na międzynarodowym rynku długu.



Podstawowym celem Programu „Wsparcie MŚP w dostępie do rynku kapitałowego – 4 Stock” jest zmniejszenie barier w dostępie do rynku kapitałowego, którymi są niejednokrotnie koszty związane z przygotowaniem spółki do debiutu giełdowego lub do emisji obligacji, dzięki czemu zyskają również same rynki, powiększając się o nowe dynamiczne przedsiębiorstwa.

Wsparcie MŚP w dostępie do rynku kapitałowego

Oceniając prognozy dla rynku Catalyst, dotyczące roku 2017, nie można nie wspomnieć o programach dotacji unijnych, których celem jest wsparcie mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w dostępie do rynku kapitałowego.

Kontynuując program wsparcia dla przedsiębiorstw, który w latach 2009-2013 przyczynił się do dynamicznego rozwoju rynku NewConnect, w minionym roku Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP) uruchomiła nowe poddziałanie, tj. **„Poddziałanie 3.1.5 Wsparcie MŚP w dostępie do rynku kapitałowego – 4 Stock” w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój 2014-2020.**

Program Inteligentny Rozwój ma za zadanie wsparcie firm w procesie pozyskiwania zewnętrznych źródeł finansowania, a w ramach poddziałania „Wsparcie MŚP w dostępie do rynku kapitałowego – 4 Stock” mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa mają możliwość uzyskania dofinansowania kosztów związanych z przygotowaniem dokumentacji wymaganej w procesie pozyskiwania finansowania zewnętrznego.

Nowa odsłona Programu obejmuje projekty dotyczące emisji instrumentów udziałowych na rynkach kapitałowych, tj. GPW, NewConnect oraz zagranicznych rynkach regulowanych, a dodatkowo, co stanowi nowość, także **emisje instrumentów o charakterze dłużnym na rynku obligacji Catalyst.**

Pierwsza edycja konkursu, w ramach której przeznaczona na dofinansowanie kwota wynosiła **niemal 10 mln zł**, trwała od 12 stycznia 2016 roku do 31 marca 2016 roku i cieszyła się ogromnym zainteresowaniem ze strony przedsiębiorstw. Do oceny merytorycznej przyjętych zostało 80 wniosków na łączną kwotę około 11,7 mln zł. Ostatecznie:



PARP przyznała granty 40 projektom,



kwota rozdysponowanych środków wyniosła około 5,6 mln zł,



średnia wartość dofinansowania jednego projektu - ok. 140 tys. zł*.

Półowa projektów dofinansowanych dotyczyła pozyskania kapitału poprzez debiut na rynku NewConnect, natomiast dofinansowanie debiutu na Głównym Rynku GPW otrzymało 6 spółek. W gronie beneficjentów były również spółki wnioskujące o dofinansowanie emisji obligacji na Catalyst, co potwierdza, iż rynek ten nieustannie znajduje się w kręgu zainteresowania emitentów, jak i inwestorów.

*Średnia kwota przyznanego dofinansowania uwzględnia wszystkie rynki, w tym rynek GPW i zagraniczne rynki regulowane, dla których maksymalna wartość dofinansowania wyniosła 800 tys. zł oraz rynek NewConnect, w przypadku którego spółka mogła wnioskować o dofinansowanie rzędu do 100 tys. zł.

Wsparcie MŚP w dostępie do rynku kapitałowego

W związku z dużą liczbą wniosków złożonych w ramach I edycji Konkursu 4 Stock, przeprowadzonej w 2016 roku, potencjalnych emitentów na pewno zainteresowała wiadomość, że już 20 października 2016 roku PARP ogłosiła kolejny nabór.

W ramach II edycji **do rozdysponowania jest ponad 14 mln zł**, a sam Konkurs podzielono na cztery etapy. Tym samym możliwość ubiegania się o dofinansowanie przedłużono z niecałych 3 miesięcy (w przypadku I edycji) do pełnego roku.

Etap I – od 21 listopada 2016 roku do 20 lutego 2017 roku

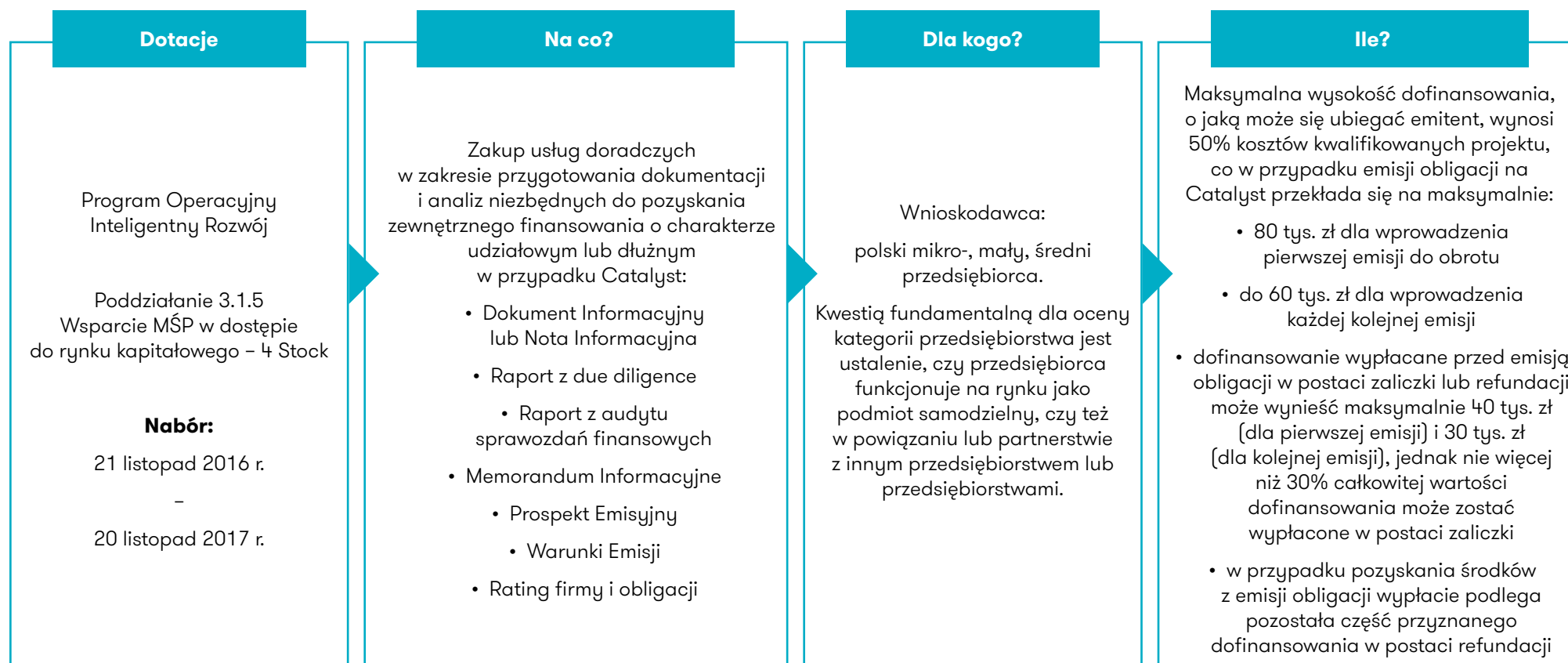
Etap II – od 21 lutego 2017 roku do 20 maja 2017 roku

Etap III – od 21 maja 2017 roku do 20 sierpnia 2017 roku

Etap IV – od 21 sierpnia 2017 roku do 20 listopada 2017 roku

Jakie projekty można zgłaszać?

Podobnie jak w pierwszej edycji, do Konkursu zakwalifikowane mogą zostać projekty dotyczące zakupu przez wnioskodawcę usług doradczych, związanych z przygotowaniem niezbędnej dokumentacji w procesie pozyskania kapitału udziałowego poprzez GPW, NewConnect oraz zagraniczne rynki regulowane, **a także w procesie pozyskania kapitału dłużnego poprzez emisję obligacji na rynku Catalyst**. Co ważne, **zgłaszany projekt nie może przekraczać ram czasowych Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój, tj. jego realizacja musi zakończyć się najpóźniej w roku 2020**. Ponadto, Program obejmuje jedynie te projekty, których rozpoczęcie planowane jest po dniu złożenia wniosku o dofinansowanie.





Biorąc pod uwagę, iż w 2016 roku na rynku zadebiutowała tylko jedna spółka z 40 dofinansowanych w zeszłym roku projektów, **działanie może realnie przyczynić się do wzrostu liczby debiutów w 2017 roku.**

Programy dotacji unijnych, takie jak 4 Stock, mają zachęcić emitentów do zainteresowania rynkiem kapitałowym, urozmaicając jednocześnie inwestorom ofertę notowanych na rynku spółek.

O czym należy pamiętać?

Warunkiem otrzymania wsparcia finansowego jest przedstawienie **planu wykorzystania środków**, które spółka zamierza pozyskać poprzez emisję akcji lub obligacji. Kapitał musi zostać przeznaczony na **przedsięwzięcia cechujące się innowacyjnością** (np. wprowadzenie na rynek nowego produktu czy technologii).

Ponadto, emitent musi **uważnie wybrać podmiot, który będzie świadczył na jego rzecz usługi doradcze** w ramach wnioskowanego projektu. Jest to o tyle istotne, że podmiot ten musi posiadać odpowiednie uprawnienia, co w przypadku rynków krajowych oznacza **dom maklerski lub autoryzowanego doradcę w ASO**. Niezbędne jest również posiadanie wystarczających środków własnych do pokrycia minimum 70% kosztów emisji, z których część ma zostać docelowo zwrócona z dotacji. W praktyce oznacza to, że **emitent pokrywa większość kosztów, które są mu następnie częściowo zwracane.**

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 1017 emisji w okresie od 30 września 2009 do 31 grudnia 2016 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:

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

Kontakt

**Dariusz Bednarski**

Partner Zarządzający

T: +48 61 625 13 14

M: +48 601 728 683

E: dariusz.bednarski@pl.gt.com

**Rafał Śmigórski**

Partner

T: +48 61 625 13 20

M: +48 607 665 736

E: rafal.smigorski@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

**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

**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

**Joanna Molenda**

Asystent

T: +48 32 721 37 53

E: joanna.molenda@pl.gt.com