

# Przegląd rynku Catalyst – obligacje korporacyjne w IV kw. 2025 r.

Rynek obligacji korporacyjnych na Catalyst, w IV kw. 2025 roku, charakteryzował się wysokimi obrotami. Wysoka aktywność rynku obligacji miała miejsce w czasie mocnych wzrostów na rynkach akcji, choć zmienność notowań rynku obligacji była istotnie niższa. Drugim źródłem dodatkowej płynności były debiuty, które przyciągnęły uwagę inwestorów.

■ **Obrót na Catalyst:** W IV kw. 2025 roku przeciętny miesięczny obrót na rynku Catalyst osiągnął 757,7 mln zł, co stanowi wartość wyższą o 5,1% w porównaniu do 12-miesięcznej średniej wynoszącej PLN 721,2 mln. W samym październiku obroty sięgnęły 991,8 mln zł i był to drugi najwyższy miesięczny wynik od w ostatnich trzech latach, sygnalizujący rosnące zainteresowanie inwestorów obligacjami dłużnymi. Przeciętny miesięczny obrót na obligacjach korporacyjnych (bez uwzględnienia obligacji BGK, EBI i PFR) nie był aż tak imponujący i wyniósł 172,4 mln zł, co oznacza spadek względem 12-miesięcznej średniej dla tego segmentu (188,3 mln zł) o 8,5%.

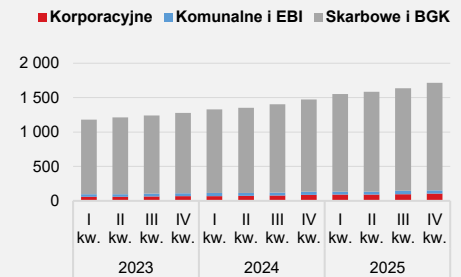
■ **Wartość rynku obligacji Catalyst:** Na koniec 2025 roku wartość notowanych na rynku Catalyst emisji obligacji nieskarbowych (obejmujących obligacje korporacyjne i komunalne) wyniosła 153,8 mld zł. W porównaniu do analogicznego okresu w 2024 roku, kiedy to wartość ta wynosiła 131,5 mld zł, odnotowano wzrost o 16,9%. Dwucyfrowa dynamika utrzymywała się z resztą przez cały 2025 rok, z maksimum 23,9% r/r w sierpniu. Łączna wartość obligacji „czysto” korporacyjnych na Catalyst (bez uwzględnienia bankowych papierów wartościowych, obligacji spółdzielczych i listów zastawnych) wyniosła 105,6 mld zł, co oznacza wzrost o 19,8% rok do roku.

■ **Płynność rynku:** Chociaż obligacje skarbowe dominują pod względem wartości rynku, stanowiąc około 91,0% jego wartości (stan na koniec grudnia), to sektor korporacyjny ogółem, mimo mniejszej wartości nominalnej, odpowiadał za znaczną część aktywności inwestorów (26,1% całkowitego obrotu z ostatnich 12-miesięcy; 22,8% obrotu w IV kw. 2025 r.), co wskazuje na stabilną i wysoką atrakcyjność obligacji nieskarbowych wśród inwestorów detalicznych i instytucjonalnych. Przeciętna wartość transakcji w ostatnich 12 miesiącach wyniosła 19,6 tys.

■ **Debiuty:** W IV kw. 2025 roku na rynku Catalyst zadebiutowały łącznie 44 nowe serie obligacji, z czego aż 25 stanowiły obligacje korporacyjne. Wśród nich znalazły się papiery m.in. giełdowego Dadelo. Łączna wartość debiutujących serii obligacji wyniosła ok. 6,5 mld zł oraz 1,5 mld euro.

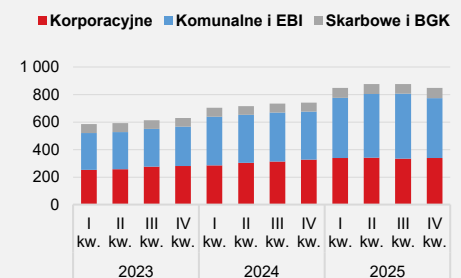
■ **Podsumowanie makro:** Końcówka 2025 r. była korzystna dla polskiej gospodarki - produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa znacząco przekroczyły prognozy, a płace w sektorze przedsiębiorstw rosły szybciej niż oczekiwano (póki co trudno rozstrzygnąć czy był to efekt jednorazowy, czy nie). Presja kosztowa pozostaje umiarkowana, co potwierdza deflacyjny odczyt inflacji PPI. Początek 2026 r. również przyniósł pozytywne sygnały: nastroje przedsiębiorstw w badaniu GUS wyraźnie się poprawiły, co zwiększa szanse na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w tym roku. Prognozowany PKB wynosi 4%, wspierany solidną konsumpcją, nadrobieniem zaległości w inwestycjach publicznych oraz powolną odbudową eksportu. Na styczniowym posiedzeniu RPP utrzymała stopy procentowe (stopa bazowa 4,0%) po wcześniejszych obniżkach w 2025 r. Rynek oczekuje dalszych cięć stóp do ok. 3,5% do kwietnia, co wspiera perspektywy dalszego ożywienia gospodarczego.

## Catalyst: wartość emisji w podziale na segmenty (mln zł)



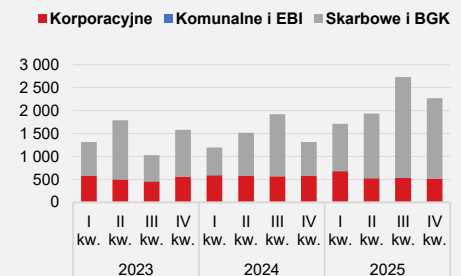
Źródło: Catalyst, stan na 31.12.2025 r.

## Catalyst: liczba instrumentów w podziale na segmenty



Źródło: Catalyst, stan na 31.12.2025 r.

## Catalyst: obrót sesyjny w podziale na segmenty (mln zł)



Źródło: Catalyst, stan na 31.12.2025 r.

Niniejszy dokument stanowi raport analityczny sporządzony w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego - edycja 5.0 i zawiera analizę rynku Catalyst (obligacje korporacyjne)

Pierwsza data publikacji materiału:  
27.01.2026 g. 09:00

Wyjaśnienie terminologii fachowej stosowanej w opracowaniu znajduje w zastrzeżeniach prawnych na końcu dokumentu.

### Autorzy opracowania:

Piotr Kaźmierkiewicz  
[piotr.kaźmierkiewicz@pekao.com.pl](mailto:piotr.kaźmierkiewicz@pekao.com.pl)

Bartosz Kulesza  
[bartosz.kulesza@pekao.com.pl](mailto:bartosz.kulesza@pekao.com.pl)

## Kluczowe informacje

### Struktura

Na koniec grudnia 2025 roku na rynku Catalyst notowane było łącznie **847 serii obligacji, wyemitowanych przez 152 podmioty o łącznej wartości 1 715,9 mld zł**. Struktura rynku pozostaje zdominowana przez obligacje skarbowe (w tym emisje BGK), które stanowią aż 91,0% całkowitej wartości - 1 562,1 mld zł, przy 73 seriach i zaledwie 3 emitentach. Segment obligacji korporacyjnych obejmował 88 emitentów i 338 serii, o łącznej wartości 105,6 mld zł. Natomiast na rynek obligacji komunalnych i emisji Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI) składa się 61 emitentów i 436 serii, o wartości 48,2 mld zł.

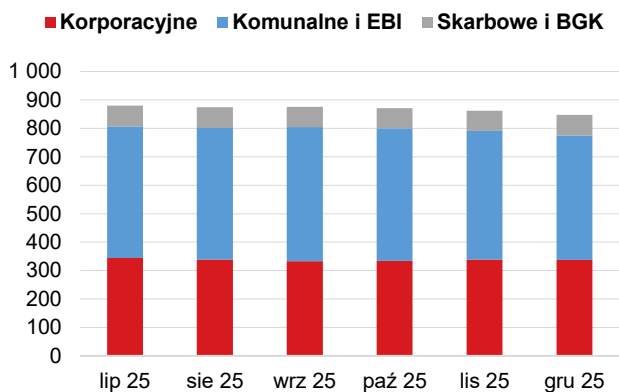
### Instrumenty dłużne notowane na Catalyst

|                         | Korporacyjne* | Komunalne i EBI | Skarbowe i BGK | Razem   |
|-------------------------|---------------|-----------------|----------------|---------|
| Liczba emitentów        | 88            | 61              | 3              | 152     |
| Liczba serii            | 338           | 436             | 73             | 847     |
| Wartość emisji (mld zł) | 105,6         | 48,2            | 1 562,1        | 1 715,9 |

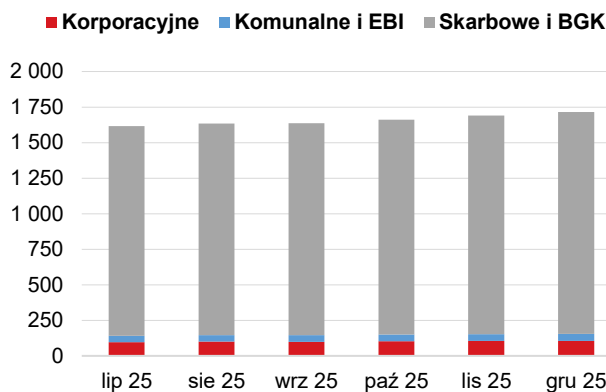
\* W tym spółdzielcze i listy zastawne  
 Źródło: Catalyst, stan na 31.12.2025 r.

Dane te potwierdzają utrzymującą się koncentrację wartościową w obligacjach skarbowych, przy jednocześnie szerokim udziale emisji korporacyjnych i komunalnych w kontekście liczby instrumentów, co świadczy o zróżnicowanej strukturze rynku i jego znaczeniu jako platformy finansowania zarówno dla sektora publicznego, jak i prywatnego.

Liczba instrumentów notowanych na Catalyst



Wartość instrumentów notowanych na Catalyst (mld zł)



Źródło: Catalyst, stan na 31.12.2025 r.

Analizując segment obligacji „czysto” korporacyjnych na Catalyst (bez uwzględnienia bankowych papierów wartościowych, obligacji spółdzielczych i listów zastawnych) widoczne jest rosnące zainteresowanie tym rynkiem w celu pozyskania kapitału przez spółki, przy czym **największą popularnością cieszą się emisje dokonywane w walucie krajowej**. Na koniec grudnia 2025 r. wartość emisji w PLN wyniosła 59,6 mld zł (79 emitentów) i była o 4,0% wyższa r/r (przybył 1 emitent i 4 serie). Warto podkreślić, że emisje w walucie EUR zyskują na popularności. Ich wartość wzrosła o 65,4% r/r (przybył 1 emitent i 8 serii) i osiągnęła poziom 7,8 mld EUR.

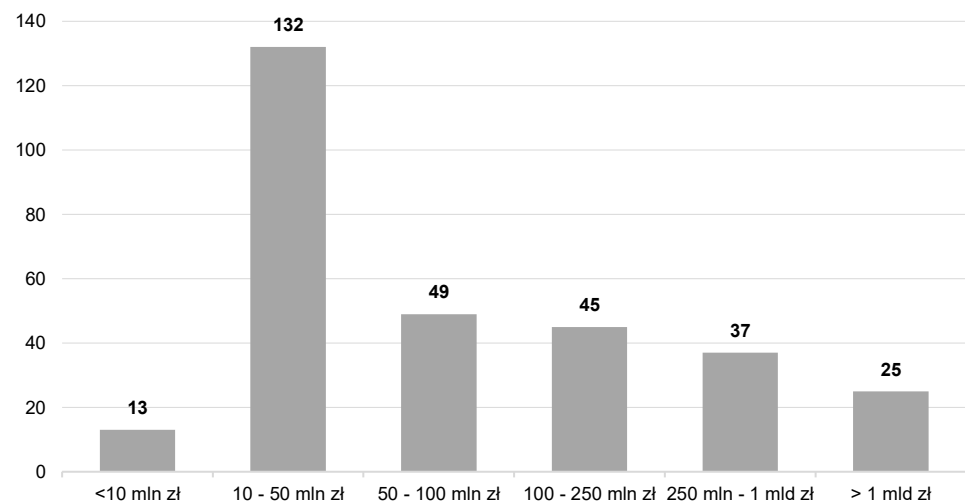
**Podstawowe wskaźniki CATALYST (obligacje korporacyjne)**

|   | cze 25 | lip 25 | sie 25 | wrz 25 | paź 25 | lis 25 | gru 25 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Instrumenty dłużne, korporacyjne notowane - nominowane w PLN</b> |        |        |        |        |        |        |        |
| Liczba emitentów  | 79     | 81     | 81     | 81     | 80     | 80     | 79     |
| Liczba serii  | 280    | 280    | 276    | 269    | 268    | 271    | 269    |
| Wartość emisji (mld PLN)  | 60,9   | 61,9   | 62,2   | 59,9   | 60,5   | 60,6   | 59,6   |
| <b>Instrumenty dłużne, korporacyjne notowane - nominowane w EUR</b> |        |        |        |        |        |        |        |
| Liczba emitentów  | 16     | 17     | 16     | 16     | 15     | 15     | 15     |
| Liczba serii  | 27     | 30     | 28     | 30     | 30     | 30     | 32     |
| Wartość emisji (mld EUR)  | 4,7    | 5,9    | 6,3    | 6,3    | 6,8    | 6,8    | 7,8    |

Źródło: Catalyst, stan na 31.12.2025 r.

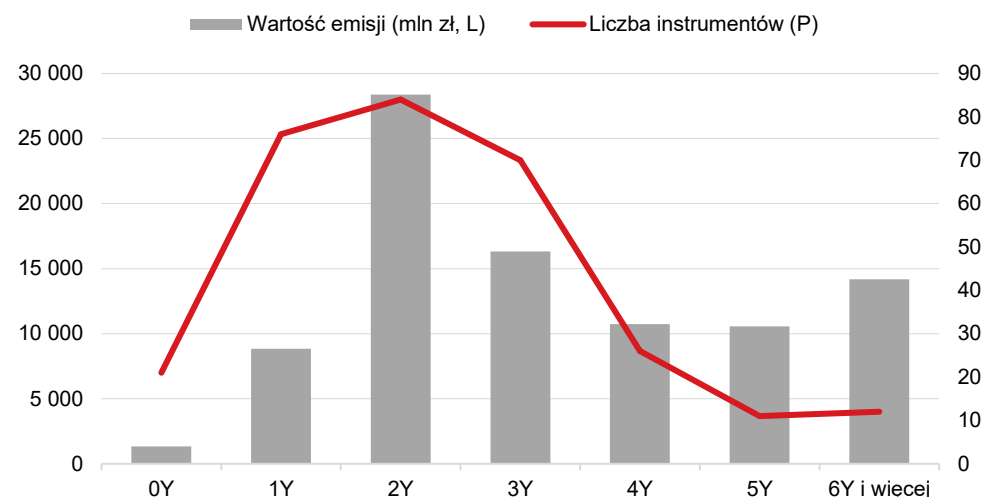
Do największych emitentów należy zaliczyć podmioty takie jak PKO BP (o wartości 21,99 mld zł), Pekao (15,52 mld zł) i Santander Bank Polska (7,70 mld zł). Spoza podmiotów bankowych największym emitentem są zaś Orlen (6,76 mld zł), Kruk (2,84 mld zł), Cyfrowy Polsat (2,67 mld zł) i KGHM Polska Miedź (2,60 mld zł). Wartość emisji w walutach obcych przeliczono wg kursu z dnia 31.12.2025 r.

Rynek Catalyst nie jest jednak stworzony jedynie dla dużych podmiotów i dużych emisji. Na koniec grudnia 2025 r. na rynku Catalyst notowanych było 13 serii obligacji o wartości emisji mniejszej niż 10 mln zł, **dominującą zaś wielkością emisji jest ta z przedziału od 10 do 50 mln zł (132 serie).**

**Struktura wartościowa emisji obligacji korporacyjnych**

 Źródło: Catalyst, stan na 31.12.2025 r.  
 Emisje w EUR przeliczono wg średniego kursu NBP z dnia 31.12.2025 r.

Rozpatrując strukturę czasową dostrzegamy, że wśród dostępnych obligacji korporacyjnych **dominują (zarówno pod względem wartości jak i ilości) instrumenty o zapadalności około dwóch lat ( $\pm 0,5Y$ ).** Kolejne miejsca - pod względem wartości - zajmują nieco dłuższe tenory (3Y i >6Y). Uwagę zwraca fakt, że mimo stosunkowo niewielkiej wartości papierów o zapadalności do 1,5 roku, liczba serii takich instrumentów to aż 97, co wskazuje że mniejsze emisje pozostają w obrocie raczej do daty zapadalności instrumentu (mniejsza skłonność do wcześniejszego wykupu).

### Struktura czasowa obligacji korporacyjnych



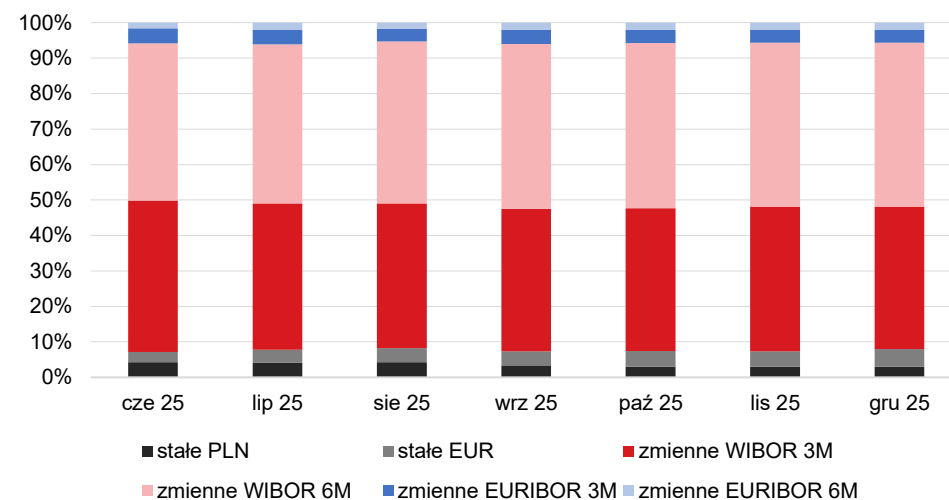
Źródło: Catalyst, stan na 31.12.2025 r.  
Emisje w EUR przeliczono wg średniego kursu NBP z dnia 31.12.2025 r.

### Oprocentowanie

Na przestrzeni 2025 roku podział obligacji „czysto korporacyjnych” według oprocentowania nie uległ znaczącym zmianom. W okresie październik-grudzień 2025 roku **zdecydowaną większość stanowiły instrumenty o zmiennym oprocentowaniu**. Emisje oparte na stawce WIBOR 6M stanowiły 46,2% wszystkich emisji (139 serii), a WIBOR 3M - 40,2% (121). Łącznie obligacje zmiennokuponowe oparte na WIBOR odpowiadały za 86,4% rynku.

Obligacje oparte na EURIBOR 3M i 6M miały razem 5,6% udziału (3,7% i 2,0% odpowiednio). Instrumenty o stałym oprocentowaniu w PLN stanowiły 3,0% ogółu obligacji korporacyjnych, a w EUR - 5,0% całego rynku. Tym samym tylko 8,0% emisji miało oprocentowanie stałe, co pokazuje wyraźną preferencję rynku dla kuponów zmiennych, pozwalających emitentom przenosić ryzyko stopy procentowej na inwestorów.

### Struktura kuponowa obligacji korporacyjnych (rodzaj oprocentowania)

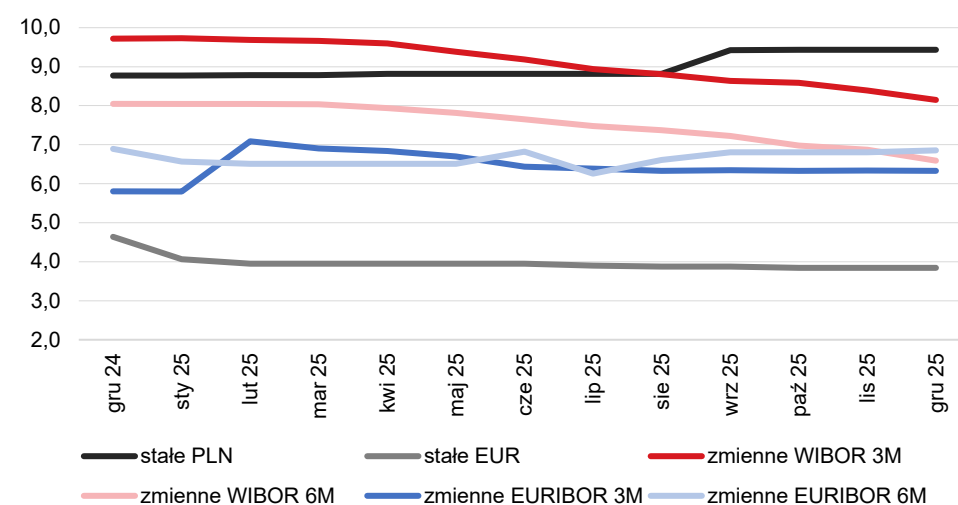


Źródło: Catalyst, stan na 31.12.2025 r.

Średnie, ważone wartością emisji, oprocentowanie obligacji korporacyjnych notowanych na rynku Catalyst w 2025 r. wykazywało **zróżnicowane trendy w zależności od rodzaju kuponu i waluty**. Obligacje o stałym oprocentowaniu w złotych (PLN) pozostawały relatywnie stabilne, z uwagi na dominującą rolę serii MBK01PERP-K od mBANK i mało znaczące emisje tego typu w ostatnim czasie.

Bardziej dynamiczne zmiany widoczne są w segmencie obligacji zmiennokuponowych. Obligacje oparte o WIBOR 3M osiągnęły szczyt oprocentowania w styczniu (9,73%), po czym nastąpiła korekta, która **odzwierciedliła zmiany w bieżącym i oczekiwanym w poziomie stóp procentowych w Polsce**. Z kolei obligacje w euro ze stałym oprocentowaniem wykazały gwałtowny spadek kuponów - z poziomów powyżej 4,6% jeszcze w grudniu do około 3,95% lub mniej od maja. Ma to związek z wygasaniem starszych emisji oraz uwzględnieniem kierunku polityki pieniężnej EBC. Ogólnie dane potwierdzają, że rynek obligacji reaguje na zmieniające się otoczenie makroekonomiczne oraz oczekiwania co do kierunku polityki monetarnej.

#### Oprocentowanie obligacji korporacyjnych w podziale na sektory (średnia ważona wkł. emisji)



Źródło: Catalyst, stan na 31.12.2025 r.

Emisje w EUR przeliczono wg średniego kursu NBP z dnia 31.12.2025 r.

## Notowania i rentowności

### Rynkowy stan apetytu na ryzyko

W 2024 roku inwestorzy wykazywali wyraźną ostrożność, preferując raczej bezpieczne instrumenty finansowe i unikając ryzykownych aktywów. Trend ten był efektem niepewności gospodarczej i globalnych napięć rynkowych, które kierowały kapitał m.in. w stronę obligacji skarbowych oraz spółek dywidendowych. Jednak od listopada 2024 roku hossa na warszawskiej giełdzie wyraźnie przyspieszyła - w ciągu nieco ponad roku indeks WIG zyskał blisko 60%, co świadczy o istotnym ożywieniu na rynku akcji.

Nie oznacza to jednak, że inwestycje o niższym profilu ryzyka przestały być atrakcyjne. Wręcz przeciwnie - inwestorzy o mniejszej tolerancji ryzyka nadal wykazywali zainteresowanie segmentem bezpiecznych aktywów. Dowodzi tego **zachowanie indeksu TBSP<sup>1</sup>, który w ciągu ostatnich 12 miesięcy wzrósł o 10,2%**. Znaczną część tego wzrostu przypisać można w pierwszej kolejności oczekiwaniom co do poziomu stóp procentowych w Polsce, a następnie rozpoczętym w ubiegłym roku obniżkom stóp przez Radę Polityki Pieniężnej.

<sup>1</sup> TBSP.Index, będący indeksem dochodowym, uwzględnia zmiany cen obligacji skarbowych, narosłe odsetki oraz dochody z reinwestycji kuponów

**Porównanie wyników rocznych inwestycji w indeks akcji (WIG) i obligacji (TBSP)**



Źródło: Bloomberg, BM Pekao; stan na 19.01.2026 r.

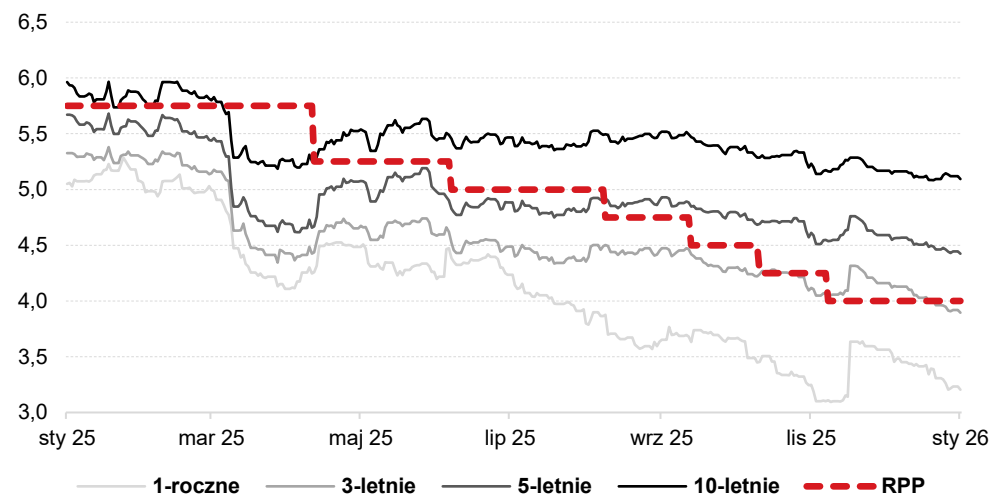
**Obligacje skarbowe - warunki rynkowe dla stopy wolnej od ryzyka**

Na podstawie danych na dzień 19 stycznia 2026 r., sytuacja na rynku pierwotnym obligacji skarbowych państwa odzwierciedla dostosowanie oferty do obniżek stóp procentowych NBP, co wpłynęło na korekty oprocentowania. Oprocentowanie 3-miesięcznych obligacji Skarbu Państwa (OTS0426) spadło do poziomu 2,50%. Obligacje 1-letnie (ROR0127) startują z 4,25% w pierwszym okresie odsetkowym, z marżą 0,00%, a 2-letnie (DOR0128) z 4,40% i marżą 0,15%, obie z miesięczną kapitalizacją. Trzyletnie (TOS0129) mają stałe oprocentowanie 4,65%, podczas gdy 4-letnie obligacje „inflacyjne” (COI0130) oferują 5,00% w pierwszym roku, z marżą inflacyjną 1,50%. Dziesięcioletnie (EDO0136) startują z 5,60%, z marżą 2,00%, co wskazuje na wyższe rentowności dla dłuższych terminów, z wciąż wycenianym ryzykiem inflacyjnym.

Nieco inaczej wygląda rynek wtórny. Analiza rentowności benchmarków obligacji skarbowych na rynku wtórnym w okresie od stycznia do grudnia 2025 r. wskazuje na **dużo bardziej dynamiczne zmiany w reakcji na realizowaną i przyszłą politykę pieniężną NBP**. Początkowo rentowności (1-, 3-, 5- i 10-letnie) utrzymywały się w przedziale 5-6%, z tendencją do stabilizacji w I kw. 2025 r. Od kwietnia obserwujemy jednak wyraźny spadek dochodowości, co koresponduje z cyklem obniżek stóp procentowych NBP (oznaczona czerwoną linią).

Co ciekawe, zauważalnie słabszy spadek dotyczył dłuższych terminów (10-letnie i 5-letnie), co sugeruje rynkowe oczekiwania na dalsze luzowanie polityki monetarnej w krótkim horyzoncie i **niewoľniejsze dochodzenie do stopy neutralnej (3,5%)**, jednocześnie wskazując na optymistyczne postrzeganie krótkoterminowych perspektyw inflacyjnych i gospodarczych.

**Rentowności benchmarków obligacji skarbowych w podziale wg zapadalności (%)**



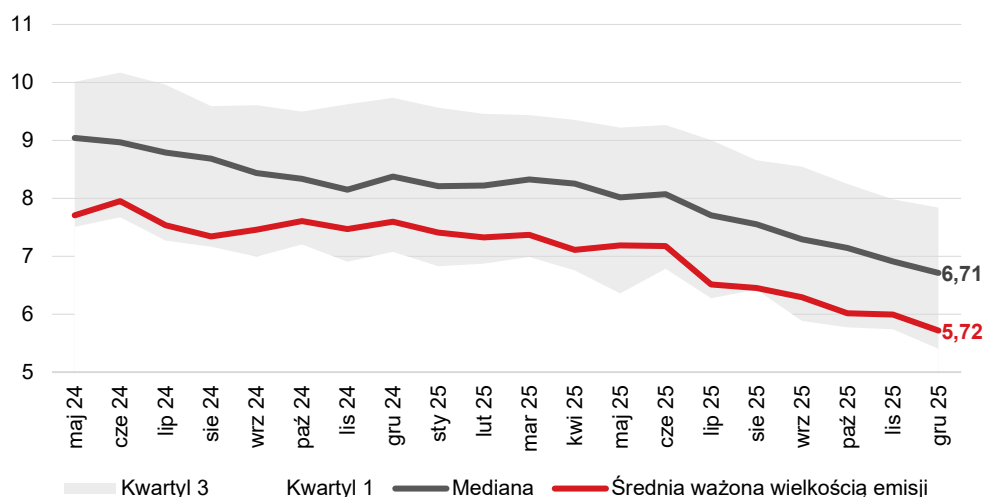
Źródło: Bloomberg, BM Pekao; stan na 23.01.2026 r.

## Obligacje korporacyjne - ujęcie zagregowane

Catalyst jest rynkiem relatywnie płytkim, dlatego w celu przeprowadzenia analizy atrakcyjności oferowanych przez niego stóp zwrotu w dalszej części posłużono się średnią rentownością do wykupu (Yield to Maturity) obliczoną jako wartość pośrodku między kursem kupna (bid) i sprzedaży (ask) obligacji - czyli tzw. mid price. YTM mid stosuje się przede wszystkim w analizach porównawczych obligacji, jako neutralny punkt odniesienia dla obu potencjalnej transakcji na rynku. Używany jest w raportach rynkowych, benchmarkach oraz przy wycenach portfeli obligacji, zwłaszcza metodą mark-to-market. Rentowności te były dostępne dla 124 serii o łącznej wartości 40,7 mld zł (źródło: Bloomberg)

- W 2025 roku na rynku obligacji korporacyjnych denominowanych w PLN odnotowano spadki wszystkich kluczowych miar rentowności. **Mediana rentowności obniżyła się z poziomu 8,21% w styczniu do 6,71% w grudniu**, a kwartył pierwszy - który reprezentuje 25% emisji o najniższych rentownościach - spadł z 6,99% (marzec) do 5,40% (grudzień), czyli o niemal 1,6 punktu procentowego. Z kolei kwartył trzeci (Q3) obniżył się z poziomu 9,56% (styczeń) do 7,84% (grudzień), wskazując, że także rentowności bardziej ryzykownych emisji uległy częściowej kompresji.

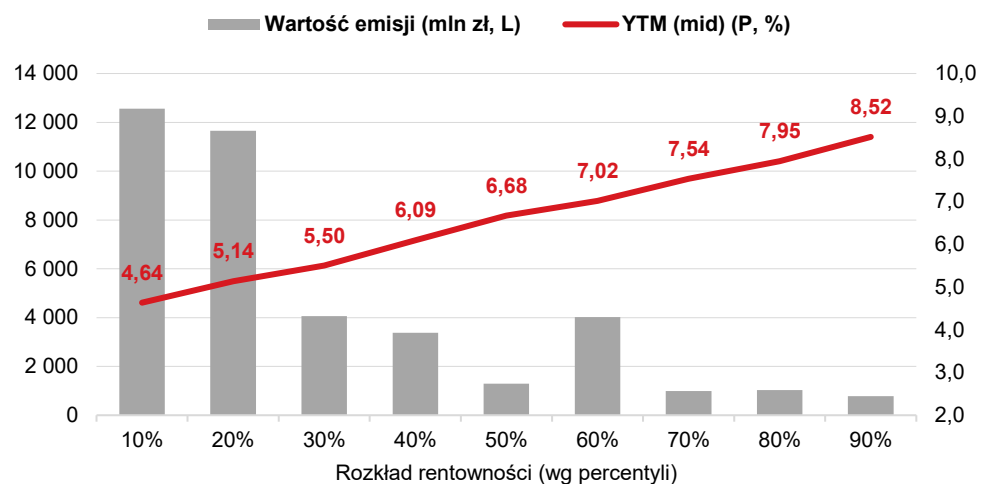
### Rentowności\* (średnia w miesiącu) obligacji korporacyjnych, ogółem (%)



\* Z uwagi na brak płynności nie wszystkie serie notowane na rynku Catalyst miały dane o rentownościach, stąd ich sumaryczne zestawienie ma charakter jedynie poglądowy  
Źródło: Bloomberg, BM Pekao

- Najbardziej wymowny jest jednak spadek średniej ważonej rentowności - czyli wskaźnika oddającego rzeczywiste warunki na rynku z uwzględnieniem wielkości emisji - z 7,41% w styczniu do 5,72% w grudniu 2025. Średnia ta systematycznie znajduje się poniżej mediany, co pokazuje historyczny związek między wielkością emisji a rentownością. Jednak zbliżenie wartości średniej ważonej do pierwszego kwartyła rozkładu wskazuje, że **inwestorzy w ostatnich miesiącach przesuwali kapitał w stronę większych, bardziej wiarygodnych emisji**, co mogło skutkować obniżeniem kosztu finansowania w tym segmencie. Spadek ten sugeruje poprawę warunków finansowania dla bardziej renomowanych (i większych) emitentów a także wzrost podaży obligacji o niższej rentowności.
- Należy zauważyć, że rozkład średniej rentowności obligacji korporacyjnych na Catalyst jest bardzo szeroki, a 80% jego wartości kształtuje się w przedziale 4,64% do 8,52%. **Największe skupienie pod względem dochodowości obligacji znajduje się w przedziale do 5,12%** w którym to mieści się łącznie blisko 60% wartości analizowanych emisji. Rentowność jedynie 4 emisji obligacji kształtowała się powyżej 15% i były to instrumenty wyemitowane papierami GHELAMCO INVEST (GHE0128, GHE0728, GHE1027, GHE1128).

**Rozkład rentowności (średnia za grudzień) obligacji korporacyjnych na Catalyst**



Źródło: Bloomberg, BM Pekao; stan na 31.12.2025 r.

- Na koniec roku grupę 10% obligacji o najniższej średniej rentowności YTM (mid) tworzyły przede wszystkim obligacje bankowe, głównie emisje strategicznych spółek z udziałem Skarbu Państwa takich jak PGE, PKOBP, PEKAO oraz KGHM. Wśród nich nie brakowało emisji w EUR. Niską dochodowość w PLN wykazywały również obligacje wybranych deweloperów w tym MARVIPOL oraz Dom Development.

**Obligacje korporacyjne o najniższej rentowności w grudniu**

| Seria   | Emitent              | Rentowność YTM | Waluta | Średni obrót na sesję |
|---------|----------------------|----------------|--------|-----------------------|
| PGE0526 | PGE                  | 0,65           | PLN    | 14,68                 |
| MVP0227 | MARVIPOL DEVELOPMENT | 1,42           | PLN    | 34,29                 |
| DOM0526 | DOM DEVELOPMENT      | 2,81           | PLN    | 0,03                  |
| PKO0628 | PKO BP               | 3,36           | EUR    | 0,00                  |
| PEO0930 | PEKAO                | 3,67           | EUR    | 0,00                  |
| PEO1127 | PEKAO                | 3,83           | EUR    | 0,00                  |
| DVL1028 | DEVELIA              | 4,49           | PLN    | 1,31                  |
| PLY1226 | P4 SP. Z O.O.        | 4,53           | PLN    | 25,25                 |
| PKO0328 | PKO BP               | 4,57           | PLN    | 25,32                 |
| PKO0827 | PKO BP               | 4,62           | PLN    | 495,84                |
| ALE0630 | ALLEGRO.EU           | 4,62           | PLN    | 36,92                 |
| PCR0426 | PCC ROKITA           | 4,63           | PLN    | 5,00                  |
| ECH0926 | ECHO INVESTMENT      | 4,63           | PLN    | 4,32                  |
| KGH0629 | KGHM POLSKA MIEDŹ SA | 4,64           | PLN    | 241,14                |

Źródło: Bloomberg, BM Pekao; stan na 31.12.2025 r.

- Pomimo dramatycznego wzrostu rentowności w pojedynczych sektorach - jak w przypadku rynku nieruchomości w związku z problemami Ghelamco - dane zagregowane nie pokazują ogólnej eskalacji ryzyka kredytowego na rynku. Wręcz przeciwnie, wskazują na pewne uspokojenie nastrojów i możliwy wzrost popytu na stabilniejsze papiery dłużne. Rozstęp pomiędzy pierwszym a trzecim kwartylem rentowności (50% ogółu obligacji) pozostaje bowiem względnie stały i podąża za trendami rynkowych stóp procentowych.
- Można zatem wnioskować, że problemy wybranych emitentów - choć mocno wpływają na rentowności sektorowe - nie przekładają się bezpośrednio na rynek jako całość, który w ostatnich miesiącach pokazuje większą selektywność i koncentrację na jakości kredytowej.

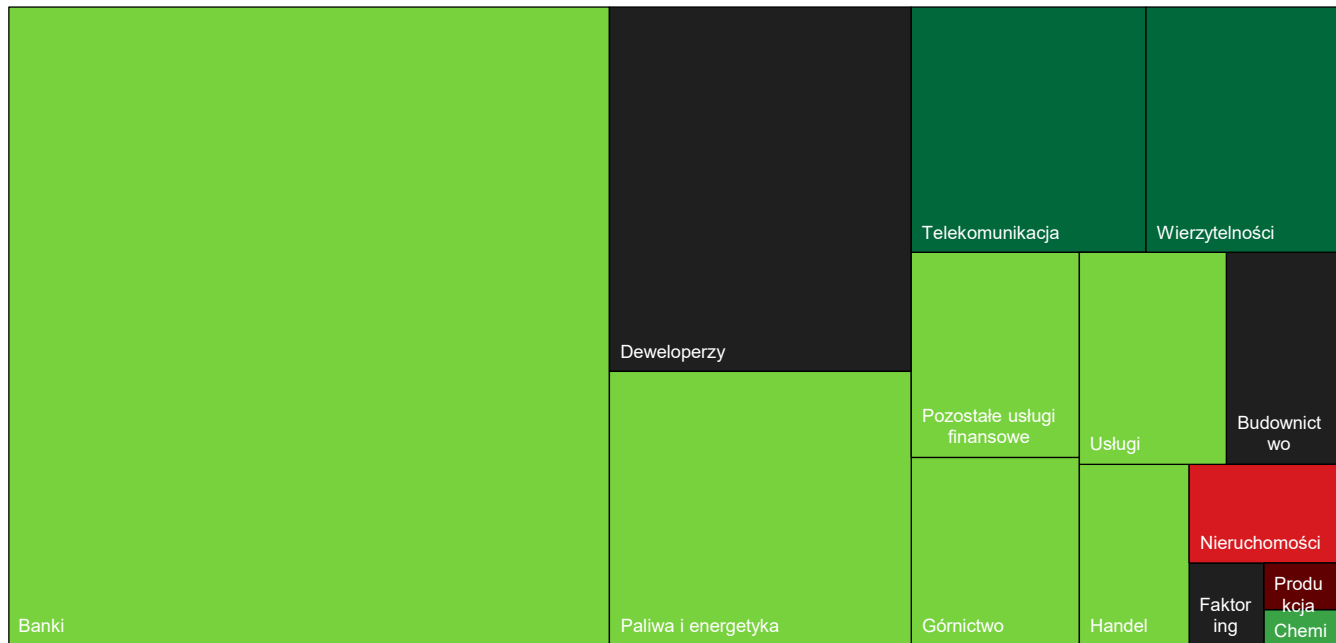
## Obligacje korporacyjne w PLN - ujęcie sektorowe

Dane sektorowe z rynku Catalyst na koniec 2025 roku pokazują znaczące zróżnicowanie zarówno pod względem wartości emisji, jak i przeciętnego kosztu finansowania mierzonego jako rentowność do wykupu dla średniej z ofert kupa i sprzedaży (YTM mid). Wśród sektorów prywatnych pod względem sumy wartości emisji w walucie krajowej (PLN) **wyróżniają się: banki (31,45 mld zł), deweloperzy (9,02 mld zł) oraz paliwa i energia (6,80 mld zł), co świadczy o dominacji dużych i kapitałochłonnych branż.** Z kolei najwyższe rentowności (YTM mid) odnotowano w sektorach o wyższym profilu ryzyka: nieruchomości (25,82%), produkcja (8,06%) oraz faktoring (7,64%) i budownictwo (7,21%). Z kolei najniższy koszt finansowania występuje w sektorze górnictwo (4,72%), paliwa i energetyka (4,78%), handel (4,94%), pozostałe usługi finansowe (4,97%), i w banki (4,99%), co odzwierciedla wyższą wiarygodność kredytową emitentów z tych branż dla których dostępne były dane o rentowności. Analiza ta potwierdza, że na rynku Catalyst utrzymuje się silna segmentacja kosztu finansowania, ściśle skorelowana z oceną ryzyka branżowego i charakterystyką emitentów.

- W IV kwartale 2025 r. obserwowaliśmy polaryzację rentowności obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst. Większość sektorów odnotowała dalszy spadek YTM, wskazując na poprawę postrzeganego ryzyka kredytowego i wzrost zaufania inwestorów, natomiast inne - nieruchomości, górnictwo i chemia - doświadczyły wzrostu rynkowego kosztu finansowania.
- Sektor nieruchomości na rynku Catalyst znalazł się w centrum uwagi inwestorów z powodu gwałtownego wzrostu rentowności, który w grudniu wyniósł aż 25,82% - wobec mniej niż 10% w styczniu. Głównym źródłem tego skoku były problemy Ghelamco, kluczowego emitenta obligacji w tym segmencie. **Przecena obligacji Ghelamco była efektem pogłębiających się obaw o płynność spółki po publikacji raportu rocznego**, który wykazał nietypowo niskie wskaźniki gotówkowe oraz znaczące powiązania majątkowe z belgijską spółką-matką i cypryjskimi wehikulami. Szczególne zaniepokojenie wywołała wzmianka audytora o ryzyku kontynuacji działalności. Nałożyło się to na brak przejrzystości zarządczej po zmianie składu kierownictwa w Polsce i wcześniejsze opóźnienia raportowe. W pewnym momencie rentowność niektórych serii obligacji Ghelamco sięgnęła nawet 35% (obecnie ok. 20%), co silnie zaważyło na średniej sektorowej i zachwiało zaufaniem inwestorów do całego segmentu nieruchomości komercyjnych.
- Z kolei banki kontynuowały trend spadkowy: z 5,60% we wrześniu do 4,99% w grudniu. Jest to wyraźny sygnał zaufania do sektora finansowego, który korzysta z malejącego oprocentowania depozytów i wciąż niskiego poziomu kredytów zagrożonych. Podobnie zachowywały się pozostałe usługi finansowe (spadek z 5,54% do 4,97%) oraz faktoring (spadek z 8,26% do 7,64%), co sugeruje spadek oczekiwań co do premii za ryzyko w tych branżach.
- Warto też zwrócić uwagę na sektor paliwowo-energetyczny, w którym IV kw. przyniósł przyspieszenie trendu spadkowego rentowności - z 6,11% we wrześniu do 4,78% w grudniu, oraz budownictwo, gdzie obserwowano spadek z 8,04% do 7,32%. Oba te sektory zdają się być postrzegane jako relatywnie odporne na wahania makroekonomiczne i oferujące stabilne przepływy pieniężne.

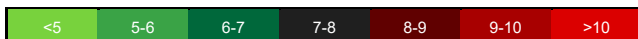
Dane z ostatnich trzech miesięcy 2025 r. wskazują zatem na **pogłębienie segmentacji rynku**. Sektory o solidnych fundamentach i przewidywalnych wynikach (finanse, paliwa i energetyka) odnotowują spadki rentowności, natomiast segmenty o podwyższonym ryzyku (nieruchomości, chemia) mierzą się ze wzrostem rynkowego kosztu finansowania. Taka sytuacja może sprzyjać dalszemu odpływowi kapitału z bardziej ryzykownych segmentów w kierunku defensywnych w 2026 roku.

**Rentowności obligacji PLN w podziale na sektory - ostatni kwartał**



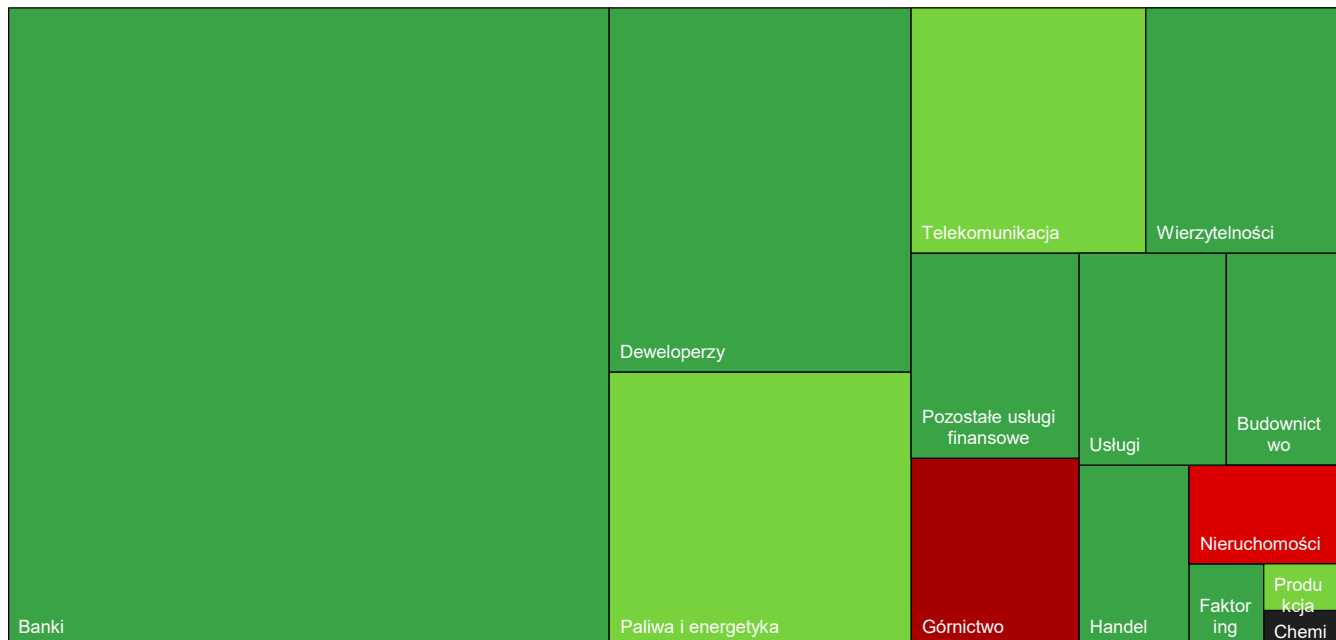
**Wielkość prostokąta:** wartość emisji w przeliczeniu na PLN (stan na 31.12.2025 r.)

**Wypełnienie:** średni ważony wartością emisji poziom rentowności w danym sektorze w ostatnim miesiącu analizy



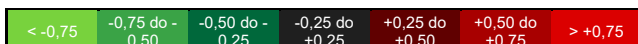
Źródło: BM Pekao

**Zmiana rentowności obligacji w PLN, w podziale na sektory (kwartał / kwartał)**



**Wielkość prostokąta:** wartość emisji w przeliczeniu na PLN (stan na 31.12.2025 r.)

**Wypełnienie:** 3-miesięczna zmiana średniego ważonego wartością emisji poziomu rentowności w danym sektorze (p.p.)



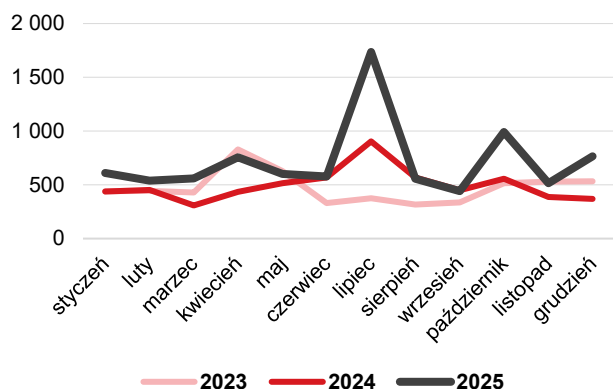
Źródło: BM Pekao

## Obroty

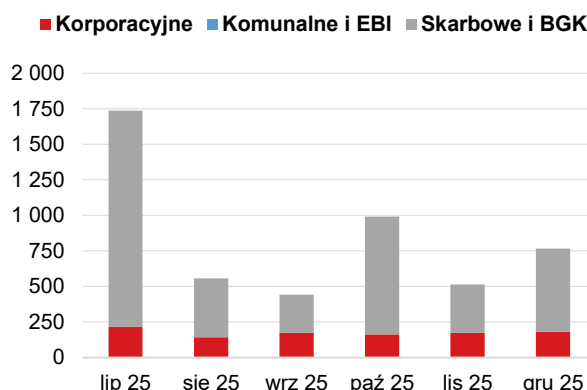
### Obligacje korporacyjne - spojrzenie rynkowe

- W IV kw. 2025 roku obrót sesyjny na rynku Catalyst był wyższy r/r, z przeciętnym miesięcznym poziomem wynoszącym 757,7 mln zł, co przewyższało 12-miesięczną średnią (721,2 mln zł) o +5,1%. W październiku wartość obrotów sesyjnych była najwyższa w kwartale i wyniosła 991,8 mln zł, istotnie powyżej wspomnianej średniej oraz r/r, przy braku transakcji pakietowych. Wpisywało się to w sezonowo wyższe zaangażowanie inwestorów. W listopadzie aktywność znacząco jednak zmalała - odnotowano 515,0 mln zł obrotu, również przy braku transakcji pakietowych. Koniec roku to ponowny wzrost aktywności (766,3 mln zł i +107,0% r/r; 0,4 mln zł transakcji pakietowych).
- Obroty obligacji korporacyjnych (bez Skarbu Państwa, BGK / Komunalnych i EBI / PFR) były względnie wysokie w listopadzie i grudniu (odpowiednio 173,1 i 180,6 mln zł), ale z uwagi na słabszy październik (163,6 mln zł, -38,9% r/r) uplasowały się -8,5% poniżej średnich rocznych (188,3 mln zł).
- Patrząc przez pryzmat typu emitentów w minionym kwartale utrzymane zostały dotychczasowe tendencje. W analizowanych miesiącach **sektor poza-korporacyjny (Skarbu Państwa, BGK / Komunalnych i EBI / PFR) pozostawał dominujący**, generując ponad 3/4 całkowitego obrotu na Catalyst.

Wartość obrotów CATALYST - ujęcie sezonowe (mln zł)



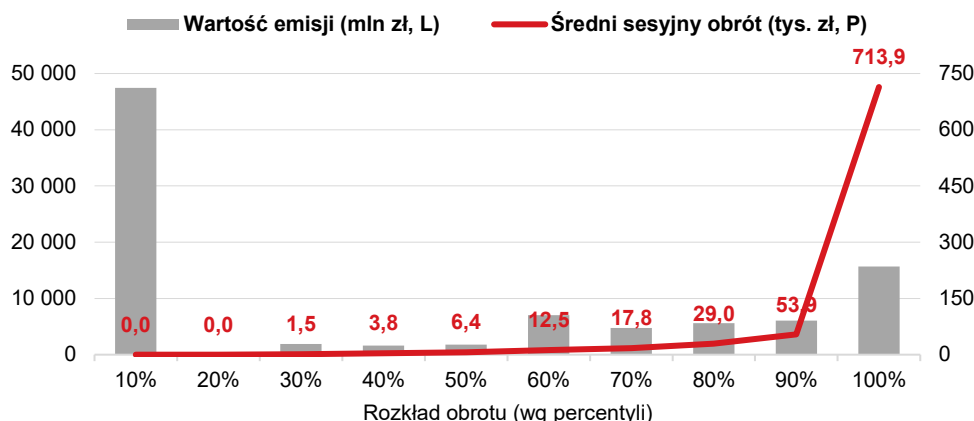
Wartość obrotów CATALYST - podział na segmenty (mln zł)



Źródło: BM Pekao, Catalyst

- Mimo wzrostu sumarycznego obrotu obligacjami korporacyjnymi na Catalyst rynek ten wciąż odznacza się silną koncentracją - **zdecydowana większość emisji cechuje się bardzo niską płynnością** (ponad 20% serii nie miało obrotu w całym trzymiesięcznym kresie analizy), podczas gdy ostatni decyl (10% największych emisji) generuje średni sesyjny obrót na poziomie powyżej 53,9 tys. zł.
- Niemal połowa notowanych emisji nie była przedmiotem obrotu, co widać po zerowej lub marginalnej aktywności. Oznacza to, że **tylko niewielka grupa dużych emisji odpowiada za realną płynność rynku**, a pozostałe pełnią głównie funkcję inwestycji pasywnych, o ograniczonej dostępności w praktyce dla rynku wtórnego.

**Rozkład obrotów (średnia sesyjna w IV kw. 2025 r.) obligacji korporacyjnych na Catalyst**

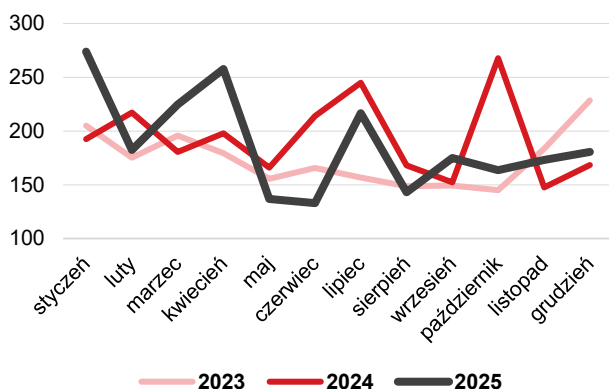


Źródło: Bloomberg, BM Pekao; stan na 31.12.2025 r.

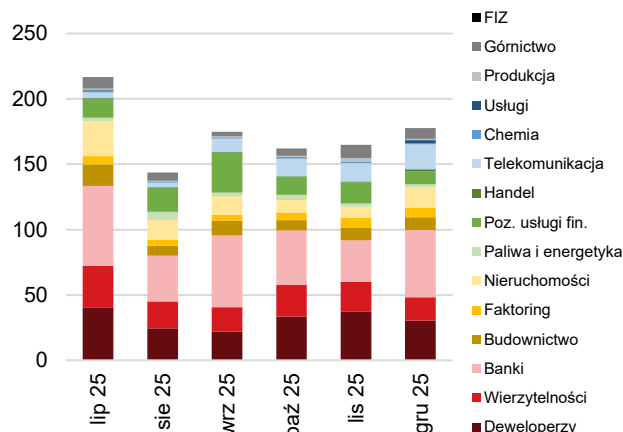
**Obligacje korporacyjne - ujęcie sektorowe**

- Analiza skumulowanego obrotu obligacjami korporacyjnymi na rynku Catalyst w II połowie 2025 roku, z podziałem na sektory wskazuje, że **najbardziej płynnymi sektorami - zarówno pod względem liczby serii, jak i wartości obrotów - pozostają deweloperzy, banki oraz sektor wierzycelności**. Deweloperzy utrzymali najwyższą liczbę instrumentów (102 serii), choć ich obrót wykazywał trend spadkowy - z 40,1 mln zł w lipcu do 30,3 mln zł w grudniu. Banki z kolei, mimo mniejszej liczby serii (42), osiągnęły największe wartości miesięcznego obrotu - zwłaszcza w lipcu (61,1 mln zł) i wrześniu (54,9 mln zł), co wskazuje na wysoką płynność tych emisji.
- Sektor nieruchomości wyróżnia się na tle pozostałych istotnym udziałem w obrotach na rynku Catalyst w analizowanym okresie - mimo stosunkowo niewielkiej liczby serii (20 instrumentów). Szczególnie wysoki obrót odnotowano w lipcu - aż 30,8 mln zł, co stanowiło jeden z najwyższych miesięcznych wyników wśród wszystkich sektorów. **Wzmocniona aktywność inwestorów w tej branży była w dużej mierze efektem napięć związanych z sytuacją finansową spółki Ghelamco**, której obligacje znalazły się w centrum uwagi rynku.
- Z pozostałych sektorów zauważamy silne wahania obrotu obligacjami podmiotów działających w „Pozostałych usługach finansowych” - od 30,4 mln zł we wrześniu do 10,1 mln zł w grudniu. Sektory takie jak budownictwo i faktoring mają umiarkowaną liczbę serii i obrót, bez wyraźnego trendu. Sektory niszowe (np. usługi, produkcja, chemia, handel) charakteryzują się niską liczbą instrumentów i marginalnymi obrotami.

**Wartość obrotów CATALYST - obligacje korporacyjne (mln zł)**



**Wartość obrotów CATALYST - podział sektorowy (mln zł)**



Źródło: BM Pekao, Catalyst

### Obligacje korporacyjne - spojrzenie na emitentów

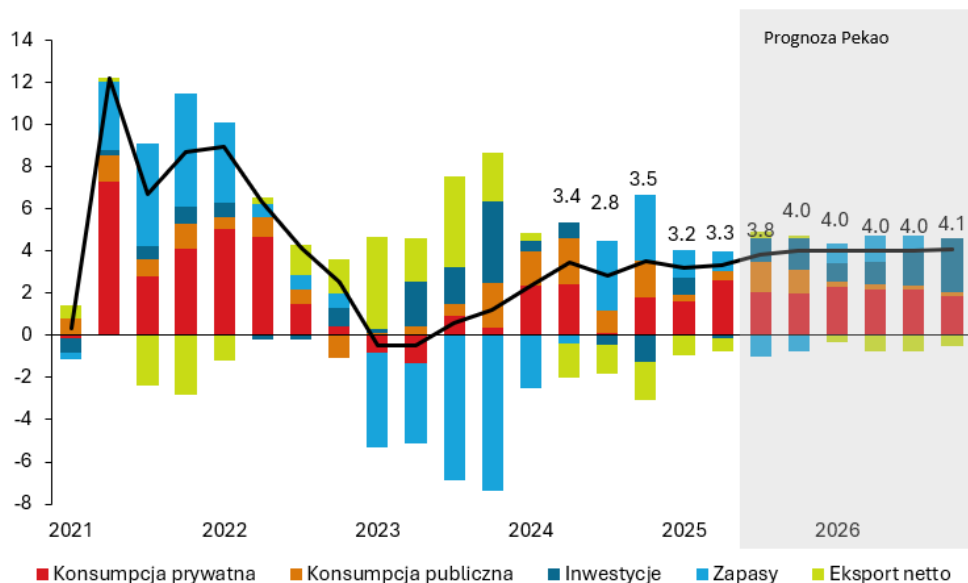
- **W zakresie emitentów, sumarycznie w okresie trzech ostatnich miesięcy 2025 roku (IV kw.), na czele obrotów plasowały się banki** - na szczycie zestawienia znajdują się odpowiednio PKO BP (49,9 mln zł) oraz PEKAO (44,8 mln zł). Sektor ten, reprezentowany również przez Santander, Bank Millennium, Alior Bank, mBank, BOŚ i Bank Poczty, łącznie odpowiada za bardzo istotną część aktywności na rynku Catalyst (ok. 1/4 skumulowanego obrotu w okresie październik-grudzień). Oznacza to, że obligacje tych instytucji cieszą się dużą płynnością i zaufaniem inwestorów.
- Wysokie miejsce zajmują emitenci z sektora nieruchomości, m.in.: Ghelamco Invest (28,8 mln zł), Cavatina Holding (22,3 mln zł), Victoria Dom (19,4 mln zł), Echo Investment (18,0 mln zł), Marvipol, Polski Holding Nieruchomości, Unibep, Ronson, Lokum Developer, Dom Development i inni. Obecność tytułu spółek z tego sektora i ich wysoki obrót potwierdza wcześniejsze wnioski: **inwestorzy aktywnie reagowali na wydarzenia w branży nieruchomości**, szczególnie te związane z napięciami wokół Ghelamco.
- Uwagę zwraca wysoka pozycja KRUK (41,7 mln zł, 4. miejsce w zestawieniu najchętniej handlowanych obligacji) oraz PRAGMA GO (18,4 mln zł, miejsce 10.) i BEST (17,2 mln zł, miejsce 12.), co wskazuje na duże zainteresowanie obligacjami firm działających w sektorze zarządzania wierzytelnościami. Może to być efektem wciąż wysokiej rentowności obligacji tych spółek, które zachęca do handlu tymi papierami.
- Innym przykładem sporego zainteresowania były obligacje Cyfrowego Polsatu (43,5 mln zł, miejsce 3.), gdzie utrzymujący się konflikt właścicielski doprowadził wpierw do sporej aktywności sprzedających, a później powrotu popytu w końcowej fazie minionego roku (17,6 mln zł obrotu w samym grudniu).
- Na końcu zestawienia znajduje się wiele firm z zerowym obrotem - mimo posiadania wyemitowanych obligacji. Dotyczy to m.in. takich spółek jak Orlen, Murapol czy PGF. Brak płynności papierów wymienionych emitentów wskazuje na ograniczone zainteresowanie inwestorów wtórnym obrotem tymi instrumentami.

## Sekcja Makroekonomiczna

### Wzrost gospodarczy

- **Szczegóły PKB za III kw. przesuwają nieznacznie wahadło od konsumpcji prywatnej do inwestycji, ale nie zmieniają prognozy na cały rok:** W dalszym ciągu spodziewamy się wzrostu PKB o 3,6% z solidnym wkładem konsumpcji (3,6%) i przyspieszeniem inwestycji (5%). Na uwagę zasługuje odbicie eksportu, którego słabość do tej pory uniemożliwiła przyspieszenie wzrostu PKB ponad 3-3,5%. Podtrzymujemy nasz pogląd, że w 2026 r. dynamika polskiego PKB przyspieszy do 4%.

#### Wzrost PKB i jego struktura (% r/r)



Źródło: GUS, Macrobond, Pekao Analizy, stan na dzień 20.01.2026 r.

- **Konsumpcja prywatna okazała się być słabsza niż prognozowano:** W III kwartale wzrosła bowiem jedynie o 3,5% r/r (1 pkt. proc. poniżej prognoz) a w ujęciu kw/kw wręcz minimalnie spadła (-0,1%). Taki wynik wymyka się wy tłumaczeniom - zauważmy przede wszystkim, że dynamika sprzedaży detalicznej nie wykazywała w tym okresie takiego zawahania. Skoro konsumpcja dóbr trzymała się mocno, to naturalnym wyjaśnieniem wydaje się słabość konsumpcji usług, związana np. z niezbyt udanym sezonem letnim. Tego z kolei jednak nie potwierdzają dynamiki wartości dodanej wg sektorów. Jeszcze bardziej zagadkowe jest to, że słabość konsumpcji w miesiącach letnich powtarza się drugi rok z rzędu, choć z dużo mniejszym natężeniem. Niezależnie od tego, trudno wynik III kwartału traktować jak coś innego niż wypadek przy pracy, bo konsumpcja prywatna ma obecnie mocne fundamenty.
- **Czego nie skonsumowały gospodarstwa domowe, to „przejadł” rząd:** Konsumpcja zbiorowa wzrosła w III kwartale o 7,4% r/r, wielokrotnie szybciej niż w I połowie roku (1,5-2% r/r). Ta kategoria jest trudna do prognozowania i praktycznie nieobserwowana w danych miesięcznych, ale mimo wszystko przyspieszenie konsumpcji zbiorowej jest zaskakujące, biorąc pod uwagę niski wzrost płac w sektorze publicznym (to główna determinanta tej kategorii).
- **Ostatnie kwartały przyniosły znaczące ożywienie w eksporcie:** W III kwartale eksport dóbr i usług wzrósł o 6,1% r/r, najszybciej od 2022 r. To czwarty z rzędu kwartał ze wzrostem eksportu i trzeci z rzędu, w którym eksport rośnie przynajmniej o 1% kw/kw. Czy śmierć polskiego eksportera została ogłoszona zbyt wcześnie? Niekoniecznie. Polscy eksporterzy operują w trudnych warunkach, przy średnim wzroście PKB polskich partnerów handlowych bliższemu okresowi 2012-13 niż 2017-18, ale eksport Polski historycznie rośnie szybciej od

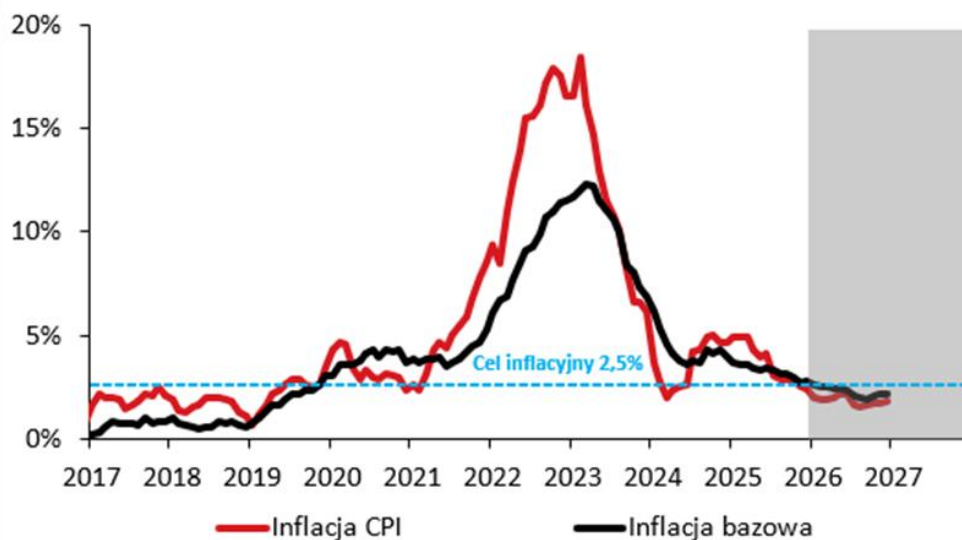
rynku (PKB głównych partnerów handlowych, globalny import, itp.). Obecna dynamika jest, biorąc pod uwagę ten historyczny wzorzec, w zasadzie normalna. Abnormalna była słabość polskiego eksportu w poprzednich kwartałach.

- **Inwestycje miały w III kwartale wrócić „nad kreskę” i wróciły z nawiązką:** Mamy bowiem nowe cykliczne maksimum dynamiki inwestycji: 7,1% r/r. Zmienność inwestycji (w tym roku kolejno: +6,4; -0,7 i +7,1% r/r) jest największą stałą w rachunkach narodowych za 2025 r. Dynamika nakładów brutto na środki trwale przekracza zarówno dynamikę inwestycji przedsiębiorstw, jak i dynamikę produkcji budowlano-montażowej. W tym nie ma niczego zaskakującego. Nietypowa jest krótkoterminowa zmienność, którą widzimy tylko w danych z rachunków narodowych. Sugeruje to, że za wahnięcia dynamiki inwestycji mogą odpowiadać duże, jednorazowe nakłady w sektorze nieobserwowanym w innych danych. Zbrojenia wydają się oczywistym kandydatem. Nie można też wykluczyć, że w toku przyszłych rewizji rachunków narodowych GUS tę ścieżkę wyprostuje.

## Inflacja

- **Presja cenowa wygasła na dobre:** Inflacja osiągnęła cel NBP i pozostanie w jego pobliżu na przestrzeni 2026 roku. Presja cenowa pozostaje niska: brak sygnałów wzrostu cen surowców, energii i paliw ogranicza inflację towarów, a stopniowe wygasanie presji płacowej hamuje dynamikę cen usług. Mimo szybkiego tempa wzrostu polska gospodarka nie generuje wewnętrznej presji inflacyjnej, głównie dzięki utrzymującej się ujemnej luce popytowej. Przy braku nowych szoków podaźowych czynniki krajowe działają obecnie deflacyjnie, stabilizując ścieżkę inflacji w średnim horyzoncie.

Inflacja CPI vs. inflacja bazowa (%r/r)

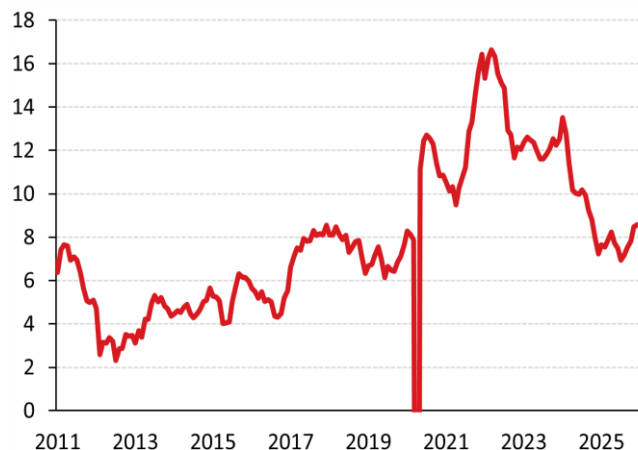


Źródło: GUS, Pekao Analizy

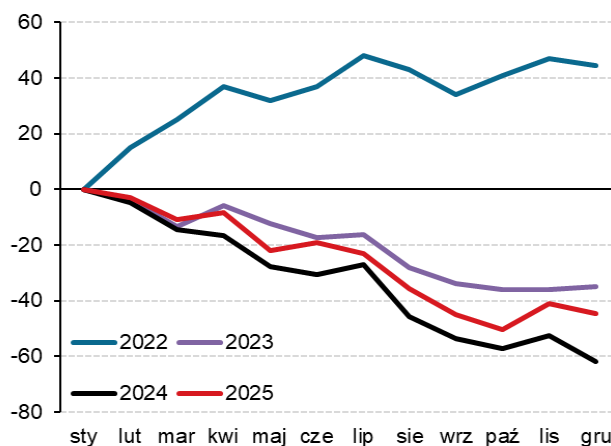
## Rynek pracy

- **W ostatnich miesiącach pojawiło się trochę pozytywnych informacji z polskiego rynku pracy:** Po pierwsze dowiedzieliśmy się, że liczba zatrudnionych w Polsce wg badania BAEL wzrosła w 3Q25 do 17,3 mln osób - najwyższego poziomu w historii. Po drugie, na jesieni ponownie zaczęło rosnąć zatrudnienie cudzoziemców w Polsce, zwłaszcza z Ukrainy. Sugeruje to, że popyt na pracę w naszym kraju wciąż jest silny, wbrew negatywnym sygnałom wysyłanym przez stopę bezrobocia czy spadające zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw. Tempo wzrostu wynagrodzeń wyraźnie jednak hamuje i nie można już mówić by koszty płacowe generowały nadmierną presję inflacyjną. Rosną one w tempie proporcjonalnym do wzrostu produktywności.

**Annualizowane momentum płac w sektorze przedsiębiorstw (% odsezonowane)**



**Skumulowana zmiana zatrudnienia od stycznia danego roku (tys. etatów)**



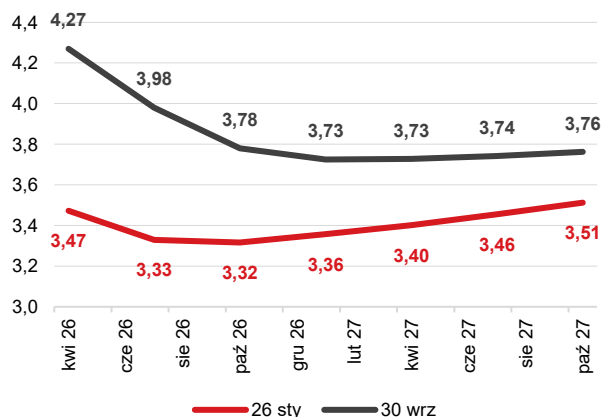
Źródło: GUS, Pekao Analizy

## Polityka pieniężna

- Stopy procentowe:** Na styczniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych w Polsce na niezmienionym poziomie: stopy bazowej na poziomie 4,0%, stopy lombardowej na poziomie 4,5%, a stopy depozytowej na poziomie 3,5%. Stopa bazowa w Polsce została obniżona w ostatnich kwartałach już 6-krotnie: o 50 pb w maju 2025 r. (do 5,25%) oraz o 25 pb w lipcu 2025 r., wrześniu 2025 r., październiku 2025 r., listopadzie 2025 r. i grudniu 2025 r. (ostatecznie do 4,0%). Decyzja była zgodna z założeniami rynkowymi i nie zmieniła znacząco oczekiwań co do przyszłej ścieżki stóp. Kontrakty terminowe na stopy procentowe (FRA) zakładają obecnie obniżenie stopy bazowej do ok. 3,5% do kwietnia 2026 r. (ok. 53 pb. dalszych obniżek).

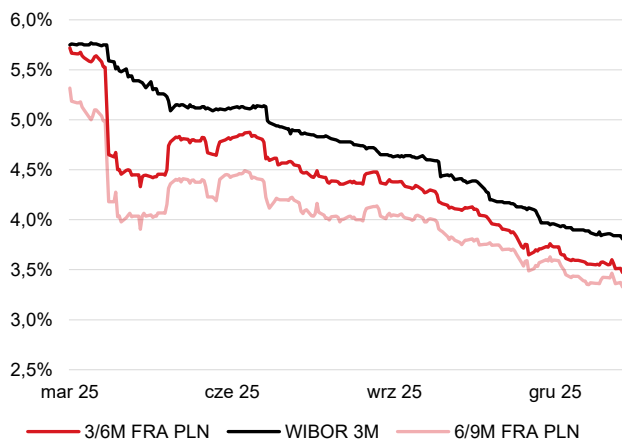
**Podstawowa stopa procentowa w Polsce nadal na poziomie 5,75%, ale nadchodzą obniżki stóp procentowych**

Polska - implikowany poziom stóp na bazie kontraktów FRA [%]



**Kontrakty FRA zakładają, stopę 3M poniżej 3,5% jeszcze w pierwszej połowie 2026 r. (ciąćcia o ok. 50 pb)**

Polska - kontrakty FRA



Źródło: BM Pekao, stan na dzień 20.01.2026 r

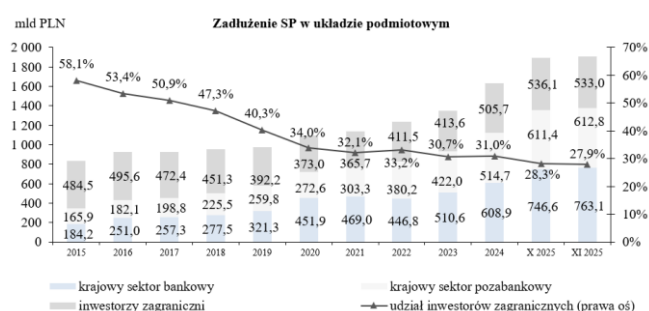
## Zadłużenie Skarbu Państwa

- Zadłużenie Skarbu Państwa (SP) na koniec listopada 2025 r. wyniosło 1.908.835,2 mln zł, co oznaczało wzrost o 14.732,7 mln zł (+0,8%) w listopadzie 2025 r. i wzrost o 279.495,3 mln zł (+17,2%) w porównaniu z końcem 2024 r.
- W listopadzie 2025 r. udział długu w walutach obcych w całym długu SP wyniósł 19,9%, tj. spadł o 0,2 pkt proc. m/m i spadł o 3,1 pkt proc. w porównaniu z końcem 2024 r.
- W listopadzie 2025 r. udział nierezydentów w długu SP wyniósł 27,9%, co oznaczało spadek o 0,4 pkt proc. m/m i spadek o 3,1 pkt proc. w porównaniu z końcem 2024 r.

### Zadłużenie Skarbu Państwa według kryterium miejsca emisji



### Zadłużenie Skarbu Państwa według kryterium rezydenta



Źródło: Ministerstwo Finansów

## Podsumowanie

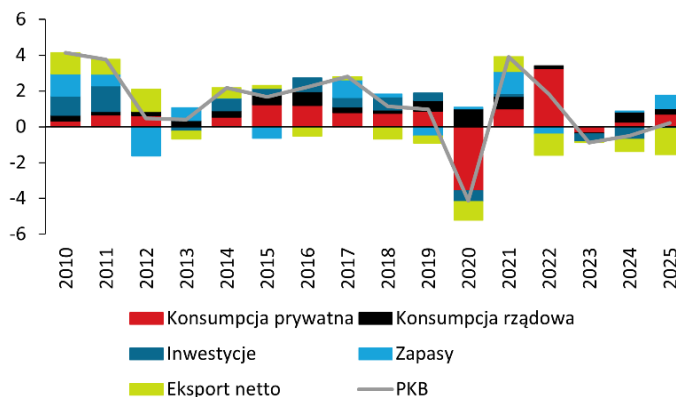
| Okres                                    | 2025 |      |      |      | 2026 |      |      |      |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|
|  | 1 kw | 2 kw | 3 kw | 4 kw | 1 kw | 2 kw | 3 kw | 4 kw |
| <b>Sfera realna</b>                      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| PKB (% r/r)                              | 3,2  | 3,3  | 3,8  | 4,0  | 4,0  | 4,0  | 4,0  | 4,1  |
| Konsumpcja prywatna                      | 2,6  | 4,5  | 3,5  | 4,0  | 3,7  | 3,7  | 3,7  | 3,7  |
| Inwestycje                               | 6,4  | -0,7 | 7,1  | 6,5  | 7,0  | 7,0  | 9,5  | 11,0 |
| Eksport netto (wpływ na PKB, w pp)       | -1,0 | -0,7 | 0,3  | 0,2  | -0,3 | -0,8 | -0,8 | -0,5 |
| Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw   | 8,3  | 8,9  | 7,4  | 6,6  | 6,6  | 6,2  | 6,6  | 6,5  |
| Stopa bezrobocia                         | 5,4  | 5,1  | 5,5  | 5,7  | 6,0  | 5,6  | 5,5  | 5,4  |
| <b>Inflacja</b>                          |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Inflacja CPI (% r/r, średnio w kwartale) | 4,9  | 4,1  | 3,0  | 2,6  | 2,4  | 2,7  | 2,4  | 2,5  |
| Inflacja bazowa (% r/r)                  | 3,6  | 3,4  | 3,2  | 2,9  | 2,8  | 2,8  | 2,5  | 2,6  |
| Inflacja PPI (% r/r)                     | -1,1 | -1,5 | -1,3 | -2,4 | -2,1 | -1,5 | -1,1 | -0,2 |

Kolorem szarym zaznaczono komórki z prognozami  
Źródło: Bank Pekao

## Istotne wydarzenia i zmiany

- **Grenlandzki chłód w relacjach UE-USA:** Prezydent USA D. Trump zapowiedział nałożenie dodatkowych 10% ceł na 8 krajów europejskich (m.in. Niemcy, Francja, Wielka Brytania i kraje skandynawskie), które wysłały wojska na Grenlandię w geście sprzeciwu przed dążeniem przez Stany Zjednoczone do przejęcia wyspy. Cła mają wzrosnąć do 25% od czerwca 2026 i obowiązywać do czasu sprzedaży Grenlandii.
- **Na rynkach panuje niepokój i ma on kilka źródeł:** Jednym z nich jest z pewnością geopolityka i konflikt na linii USA - UE, który ma szansę ożywić wojnę handlową między obiema gospodarkami. Względnie spokojne zachowanie rynków akcji sugeruje wprawdzie, że spodziewanym scenariuszem jest deeskalacja, ale ryzyko pozostaje. Drugim powodem do niepokoju jest kwestia polityki fiskalnej i tutaj uwaga skupia się na Japonii, która do niedawna wysoki dług publiczny zwalczała niską inflacją i stopami, ale ten mechanizm przestał działać a rentowności tego kraju wystrzeliły. Inwestorzy przypomnieli sobie, że sytuacja fiskalna innych krajów, w tym USA również nie jest najlepsza. Reakcją było stromienie krzywych dochodowości, najlepiej widoczne na Treasuries. Rentowności 30-letnich obligacji amerykańskich wzrosły o 8pb, dwuletnich się nie zmieniły. W Europie skala ruchu była wyraźnie mniejsza. W przypadku Francji pomogło na pewno przyjęcie budżetu na 2026. O tym, że Stany Zjednoczone nie są postrzegane jako bezpieczna przystań świadczy też przecena dolara. Zwycięzcą pozostaje przez to cały czas złoto, które zbliża się powoli do 5000 USD za uncję.
- Na początku roku rynki zareagowały na informację o **wezwaniach sądowych wysłanych do Fed przez amerykański Departament Sprawiedliwości** w związku z rzekomymi nieprawidłowościami przy renowacji jego historycznej siedziby w Waszyngtonie. Pierwsza reakcja była jednak niewielka: złoto i srebro zyskały kilka procent, dolar osłabił się o mniej niż 0,5%, a rentowności obligacji wzrosły przejściowo o 4-5 pb. Zmienność ta mieściła się w ostatnich normach rynkowych. Warto jednak przypomnieć, że niezależność banku centralnego jest kluczowa, a jej podważanie ma negatywne skutki makroekonomiczne. Obecne śledztwo wpisuje się w dłuższy konflikt między Fed a amerykańską egzekutywą, zapoczątkowany m.in. naciskami Donalda Trumpa na Jerome'a Powella. W odpowiedzi szefowie największych banków centralnych, w tym EBC i Banku Anglii, zadeklarowali pełne wsparcie dla Fed i jego prezesa.
- **Słodko-gorzki powrót Niemiec do wzrostu gospodarczego:** Federalny Urząd Statystyczny opublikował wstępne dane o PKB Niemiec w 2025 r. Zgodnie z oczekiwaniami, zeszły rok okazał się tym, w którym Niemcy po przerwie wrócili do wzrostu gospodarczego. Największej gospodarce kontynentu udało się bowiem wykrecić wynik +0,2% (+0,3 po korekcie o dni robocze). W szczególności, końcówka roku - tak, jak sugerowały to ostatnie miesięczne dane - wypadła na niewielkim plusie (ok. 0,1% kw/kw wg komentarza statystyków). W praktyce oznacza to więc kontynuację stagnacji.

PKB Niemiec w podziale na główne składowe (% r/r)



Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

## Nadchodzące istotne wydarzenia na kolejny kwartał i ich możliwy wpływ rynek

### Kluczowe publikacje makroekonomiczne

- **Poprawa nastrojów w nowym roku:** Grudniowe dane makroekonomiczne były już szeroko analizowane, dlatego tym razem warto skupić się na styczniowych wskaźnikach nastrojów firm, które pokazują nie tyle bieżące wyniki gospodarki, co jej postrzegane perspektywy. Przez większość lat 2024-2025 nastroje przedsiębiorstw pozostawały w wąskim przedziale wahań, co wskazywało na niepełną odbudowę po wcześniejszych zaburzeniach, jednak początek 2026 r. przyniósł wyraźną poprawę - sentyment w większości sektorów osiągnął najwyższe poziomy od kilku lat, a zagregowany indeks zbliżył się do wartości z 2021 r., otwierając drogę do przewyższenia postcovidowej słabości. Ta poprawa nastrojów na początku roku stanowi kolejny argument za przyspieszeniem wzrostu gospodarczego w 2026 r.; **oczekujemy, że PKB wzrośnie o ok. 4%, wspierany przez solidną konsumpcję, nadrabianie zaległości w inwestycjach publicznych oraz stopniową odbudowę eksportu.** Warto jednak pamiętać, że skokowe zmiany nastrojów firm na przełomie roku nie są zjawiskiem nowym i częściowo mogą wynikać ze zmian próby statystycznej, mimo to sentyment przedsiębiorstw zwykle dobrze koreluje ze wzrostem gospodarczym, co sugeruje, że jego obecna poprawa ma znaczenie, nawet jeśli efekt ten nie jest dominujący.

### Przetargi i podaż obligacji skarbowych

Potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa na 2026 rok są rekordowo wysokie, osiągając kwotę brutto niemal 690 mld zł, co wynika z wysokiego deficytu budżetowego planowanego na 271,7 mld zł oraz konieczności rolowania zapadającego długu. Ministerstwo Finansów zamierza pozyskać netto 422,87 mld zł, głównie poprzez intensywne emisje obligacji skarbowych na rynku krajowym i międzynarodowym, z czego część potrzeb została już prefinansowana pod koniec 2025 roku.

- **I kwartał 2026:** Resort planuje przeprowadzić osiem przetargów sprzedaży obligacji z łączną podażą w wysokości 75-100 mld zł.
- **Harmonogram na najbliższe miesiące:** MF zakłada organizację trzech przetargów w każdym miesiącu (z wyjątkiem grudnia, gdy odbędą się dwa). Najbliższe daty przetargów to:
  - Luty 2026: 11-13.02, 18-20.02 oraz 25-27.02.
  - Marzec 2026: 11-13.03, 18-20.03 oraz 25-27.03.
- **Obligacje BGK:** Bank Gospodarstwa Krajowego zaplanował pięć przetargów sprzedaży obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 w I kwartale 2026 roku.

### Zmiany w poziomie stóp procentowych

- **Polska (RPP):** Styczniowa konferencja prasowa Prezesa NBP była wyraźnie gołębia. Powiedzmy więcej: to była konferencja szykująca grunt pod cięcie. A. Glapiński wielokrotnie zaznaczał, że RPP wcale nie potrzebuje czekać na marcowy raport o inflacji, aby przeprowadzić kolejne cięcie stóp, a nie też oglądać się na konsensus prognoz. Co więcej, zaznaczył, że „dane są cały czas” (odnosząc się do zapowiadanego w grudniu trybu wait and see). Wyliczenie czynników ryzyka dla inflacji (presja popytowa, potencjalne wyjście dynamiki płac z trendu spadkowego, głębokie deficyty fiskalne) nie wynikało z faktycznych obaw o narastanie presji inflacyjnej. Dużo więcej miejsca Prezes NBP poświęcił czynnikom dezinflacyjnym, tzn. cenom surowców i wpływowi taniego importu z Chin. A. Glapiński zauważył też, że w jego opinii docelowy poziom stopy referencyjnej to 3,50%, zaś dla stopy realnej - 1-

1,5%. Biorąc pod uwagę jednoznaczną retorykę wczorajszej konferencji, jak i sygnały dobiegające z RPP, jesteśmy przekonani, że najbliższa obniżka stóp procentowych o 25 pb będzie miała miejsce w lutym.

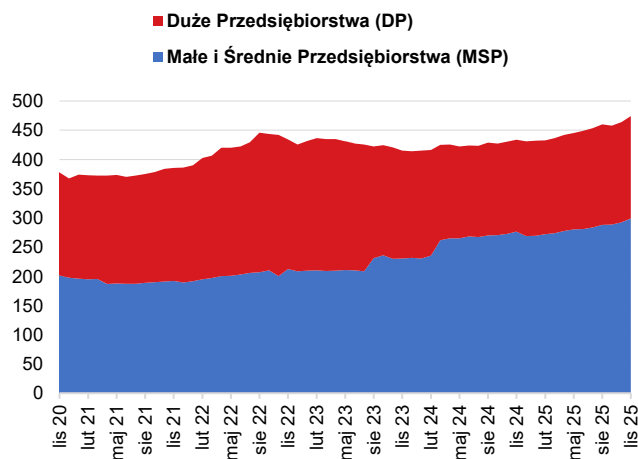
- **Strefa Euro (EBC):** Europejski Bank Centralny nie zmienił w grudniu stóp procentowych (stopa referencyjna nadal 2,15%). Decyzja ta była zgodna z oczekiwaniami. **Bank postrzega obecny poziom stóp za docelowy w obecnym cyklu** i potrzeba będzie zaskoczeń inflacją po niższej stronie w przyszłym roku, żeby zmienił pogląd. Tych na razie brak. W grudniu dynamika inflacji w strefie euro wyniosła 2,0% r/r - czyli dokładnie tyle ile konsensus prognoz i cel EBC. Spadła za to inflacja bazowa (z 2,4 do 2,3% r/r), co wynikało zarówno z niższej presji cenowej po stronie usług (z 3,5 do 3,4% r/r), jak i wyhamowania inflacji cen dóbr do najniższego poziomu od wiosny 2021 r. (0,3% r/r). Być może właśnie teraz zaczynamy w europejskiej inflacji widzieć import deflacji z Azji Wschodniej (konsekwencja mocnego euro i przekierowywania strumieni handlu z USA do Europy), ale jest zbyt wcześnie by próbować oszacować jego wpływ na przyszłe ruchy EBC.
- **USA (FED):** Trwa konflikt Trump-Powell. Paradoksalnie, w krótkim okresie obie strony dążą do niższych stóp procentowych. Różnią się jednak ścieżką i poziomem docelowym, choć kontynuacja cięć pozostaje konsensusem w FOMC. Analiza bieżących trendów makroekonomicznych sugeruje, że w 2026 r. skala obniżek może być większa, niż zakładają przedstawiciele Fed. Obecnie FOMC prognozuje po jednym cięciu w latach 2026 i 2027, podczas gdy rynek wycenia oba ruchy w drugiej połowie 2026 r.

## Ryzyko kredytowe w kontekście sytuacji makroekonomicznej

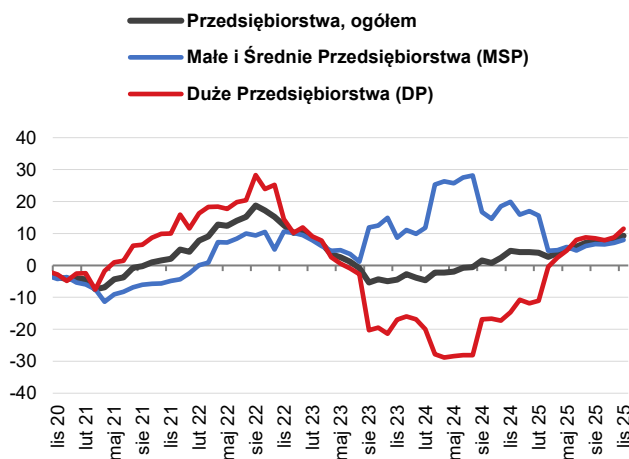
### Dynamika akcji kredytowej

- W latach 2022 - 2023 wartość udzielanych kredytów spadała, co było wynikiem niekorzystnych warunków makroekonomicznych - **wysokich stóp procentowych, spadku inwestycji oraz ostrożniejszej polityki banków w zakresie ryzyka**. O ile jednak 2024 rok przyniósł stabilizację w tym zakresie, o tyle w ostatnich miesiącach obserwujemy oznaki ożywienia - poziom akcji kredytowej wyszedł na nowe maksima, a dynamika kredytów wyraźnie przyspiesza, co potwierdza coraz wyższą skłonność firm do podejmowania nowych przedsięwzięć rozwojowych. Widzieliśmy to już w danych o strukturze PKB za III kw. 2025 r. (więcej na ten temat pisaliśmy w części makro powyżej).
- Wracając do dynamik kredytowych - różnice między segmentami są istotne - wśród dużych podmiotów (DP) widać dynamiczną odbudowę popytu i nie tylko zniwelowanie mocno ujemnych dynamik rocznych, ale przejście na pozycję liderów wzrostów. Z kolei sektor Małych i Średnich Przedsiębiorstw (MŚP), po okresie wyraźnego ograniczenia dostępu do finansowania, ponownie notuje wzrost dynamik kredytów, co może wynikać zarówno z większej **przychylności banków wobec mniejszych podmiotów, jak i z ożywienia popytu ze strony samych firm**. W świetle tych danych można wnioskować, że polityka monetarna przestała być barierą dla ożywienia akcji kredytowej, a poprawiające się perspektywy gospodarcze wśród przedsiębiorców dodatkowo sprzyjają popytowi na zewnętrzne finansowanie.

Wartość kredytów dla przedsiębiorstw, ogółem



Dynamika popytu na kredyt wśród przedsiębiorstw



Źródło: BM Pekao, KNF

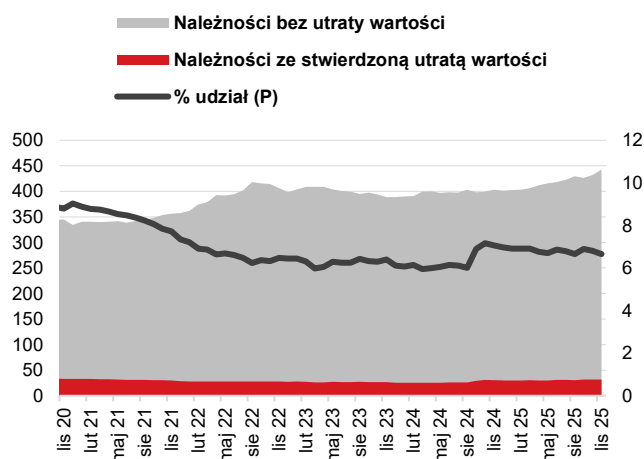
### Konwergencja ryzyka kredytowego

- W ostatnich miesiącach obserwujemy wyraźną stabilizację udziału kredytów z utratą wartości w portfelach sektora bankowego. Trend ten jest widoczny zarówno w segmencie dużych przedsiębiorstw (DP) jak i mniejszych podmiotów (MŚP). Dane te sugerują brak presji na jakość aktywów sektora bankowego, co po części jest efektem stabilnych / korzystnych warunków gospodarczych.
- Pod koniec 2024 roku udział kredytów z utratą wartości wśród MŚP po raz pierwszy spadł poniżej poziomu dużych przedsiębiorstw. **Wynikało to tendencji do delewarowania małych i średnich podmiotów w warunkach ograniczonej możliwości absorpcji wzrostu kosztów finansowania**. MŚP odznaczają się bowiem mniejszą elastycznością

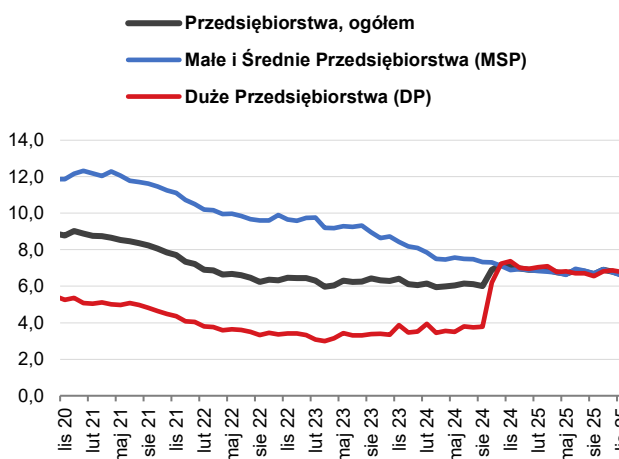
operacyjną w warunkach wysokich stóp procentowych, które obciążają zdolność do obsługi zadłużenia, oraz przy rosnących koszty prowadzenia działalności - od cen energii po presję płacową. Obecnie, po cyklu spadku stóp procentowych i wygaszeniu presji inflacyjnej, nie widać już różnic pomiędzy oboma segmentami.

- W przypadku dużych przedsiębiorstw jakość portfela kredytowego, po skokowym pogorszeniu z końcem lata 2024 r., pozostaje względnie stabilna (widoczny jest tu lekki spadek udziału wartości kredytów zagrożonych w kredytach ogółem). Nie wymusza to konieczności zaostrzania warunków kredytowych na rynku, co z kolei powinno sprzyjać bardziej ochoczemu podejściu do inwestycji w przyszłości.
- Spadek udziału kredytów z utratą wartości stanowi potencjalne wsparcie dla sektora finansowego. Jeżeli obecne warunki makroekonomiczne - w szczególności będąca w celu inflacja i malejący koszt pieniądza - utrzymają się, banki mogą powrócić do luźniejszej polityki kredytowej i zmniejszania rezerw na ryzyko. To z kolei może zwiększyć dostępność finansowania dla firm i pozytywnie odbić się na aktywności inwestycyjnej w przyszłości.

**Jakość portfela kredytowego w sektorze bankowym, wartości nominalne ogółem**



**Jakość portfela kredytowego w sektorze bankowym, rozbięcie według wielkości przedsiębiorstwa**



Źródło: BM Pekao, KNF

## Makroekonomiczny kontekst implikowanych marż na rynku Catalyst

Wyliczenia implikowanych marż (YTM mid minus WIBOR) dla obligacji w PLN notowanych na rynku Catalyst dostarczają cennych wskazówek na temat wpływu makroekonomicznych czynników na ryzyko kredytowe w różnych sektorach polskiej gospodarki. Analiza tych danych pozwala bowiem zidentyfikować kluczowe trendy i ich powiązania z szerszym kontekstem gospodarczym, takim jak polityka monetarna, cykle koniunkturalne czy zmiany w polityce fiskalnej.

### ■ Rosnąca nierówność w rentowności

Analiza kwartyli pokazuje, że spread między pierwszym a trzecim kwartylem, po wiosenno-letnim okresie spadku, w grudniu ponownie wzrósł. Sugeruje to ryzyko wzrostu nierówności w wymaganej marży ponad rynkową stopę procentową wśród firm, a zatem ryzyko przyszłego różnicowania dostępu do kapitału zarówno pod względem sektorowym, wielkościowym jak i właścicielskim. Instrumenty większych podmiotów utrzymują mniej zmienny poziom implikowanej marży, podczas gdy mniejsze borykają się z epizodami wyceny wyższego ryzyka.

■ **Nieruchomości: ryzyko indywidualne czy już sektorowe?**

Jednym z najbardziej wyraźnych trendów jest dramatyczny wzrost implikowanej marży w sektorze nieruchomości, który w grudniu 2025 r. osiągnął poziom 21,90 p.p. w porównaniu z 4,54 p.p. rok wcześniej. Głównym źródłem tego skoku były problemy finansowe Ghelamco, kluczowego emitenta obligacji w tym segmencie. W kontekście polskiej gospodarki, która jeszcze do niedawna zmagająca się z wyraźnie malejącą dynamiką sprzedaży mieszkań i spowolnieniem w sektorach biurowym i magazynowym, może to powodować reakcję rynku ograniczającą dostępności finansowania w sektorze. Wysokie marże oznaczają większe ryzyko kredytowe, co może być związane z nadmiernym zadłużeniem deweloperów oraz spadkiem popytu.

■ **Budownictwo: Cykle i polityka fiskalna**

W sektorze budownictwo widoczna jest stabilna tendencja spadkowa marży - od 4,12 p.p. w kwietniu do 3,38 p.p. w grudniu 2025 r., co może być związane z dużym zaufaniem do podmiotów z branży w warunkach trwającego cyklu inwestycyjnego w Polsce i wciąż dostępnego strumienia środków z KPO. Ten sektor jest szczególnie wrażliwy na makroekonomiczne cykle koniunkturalne oraz politykę fiskalną, taką jak wydatki na infrastrukturę. Spadające implikowane marże obligacji sugerują, że budownictwo pozostaje pod wpływem planowanych budżetów publicznych i poprawiającego się otoczenia gospodarczego w kraju, które mogą zmniejszać ryzyko kredytowe w kolejnych okresach.

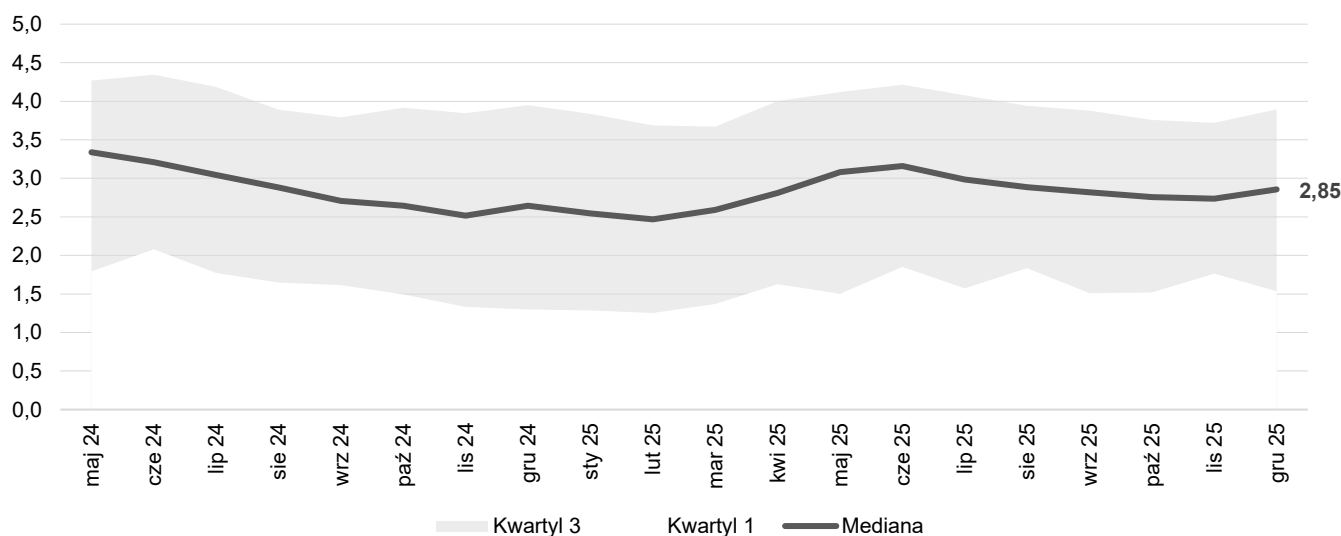
■ **Banki i górnictwo: Stabilność w ostrożnym środowisku**

Sektory banki i górnictwo wykazują stabilne, ale niskie marże. W przypadku banków (zwykle ok. 1,0-1,4 p.p.) może to odzwierciedlać wysoką stabilność sektora w warunkach łagodniejszej polityki monetarnej. Z kolei w górnictwie to efekt słabej reprezentacji sektora (dominacja KGHM z udziałem Skarbu Państwa).

■ **Wnioski**

Makroekonomiczne czynniki, takie jak stopy procentowe, polityka fiskalna i globalne trendy, w ograniczonym stopniu kształtują implikowane marże na rynku Catalyst. Ich wysokość pozostaje ściśle powiązana z oceną kredytową pojedynczych podmiotów, z uwzględnieniem struktury właścicielskiej emitentów. Sektor nieruchomości sygnalizuje potencjalne ryzyko systemowe, ale póki co ograniczony jest do pojedynczej spółki. Z kolei budownictwo i banki odzwierciedlają lokalne cykle i politykę rządową.

Implikowana marża odsetkowa na rynku Catalyst (PLN)



Źródło: BM Pekao, Catalyst, Bloomberg

## Przegląd rynku Catalyst (obligacje korporacyjne)

### Wybrane dane rynkowe

Sortowanie według nazwy serii, rosnąco (stan na 31.12.2025 r.)

| Seria     | Emitent                       | Branża              | Rodzaj oprocentowania | Kupon / Marża | Bieżące oprocentowanie | Rento-wność YTM | Termin wykupu | Zabezpieczenie (tak/nie) | Śr. obrót na sesję (tys. zł) |
|-----------|-------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|------------------------|-----------------|---------------|--------------------------|------------------------------|
| ABE0227   | AB                            | Handel              | zmienne WIBOR 6M      | 2,60          | 7,35                   | ---             | 18.02.2027    | NIE                      | 0,0                          |
| ABE0726   | AB                            | Handel              | zmienne WIBOR 6M      | 2,50          | 7,36                   | ---             | 14.07.2026    | NIE                      | 0,0                          |
| ACH0427   | ARCHE                         | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 3M      | 4,40          | 9,12                   | ---             | 02.04.2027    | NIE                      | 5,2                          |
| ACH0628   | ARCHE                         | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 3M      | 4,50          | 8,56                   | 7,56            | 18.06.2028    | NIE                      | 89,6                         |
| ACH0826   | ARCHE                         | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 3M      | 4,20          | 8,48                   | 5,03            | 18.08.2026    | TAK                      | 3,9                          |
| ADX1128   | ADATEX                        | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 6M      | 5,50          | 10,26                  | ---             | 21.11.2028    | TAK                      | 17,9                         |
| ADX1227   | ADATEX                        | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 6M      | 5,50          | 9,44                   | ---             | 13.12.2027    | TAK                      | 5,9                          |
| ALE0630   | ALLEGRO.EU                    | Usługi              | zmienne WIBOR 6M      | 1,30          | 5,19                   | 4,62            | 28.06.2030    | NIE                      | 36,9                         |
| ALR0428   | ALIOR BANK                    | Banki               | zmienne WIBOR 6M      | 2,07          | 6,53                   | ---             | 14.04.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| ALR0429   | ALIOR BANK                    | Banki               | zmienne WIBOR 6M      | 1,95          | 6,34                   | 5,24            | 17.04.2029    | NIE                      | 67,4                         |
| ALR0627   | ALIOR BANK                    | Banki               | zmienne WIBOR 6M      | 2,81          | 6,75                   | 5,62            | 15.06.2027    | NIE                      | 126,4                        |
| ALR0628   | ALIOR BANK                    | Banki               | zmienne WIBOR 6M      | 1,99          | 5,96                   | ---             | 09.06.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| ALR1029   | ALIOR BANK                    | Banki               | zmienne WIBOR 6M      | 1,50          | 5,82                   | ---             | 19.10.2029    | NIE                      | 0,0                          |
| ANW1126   | ANWIM                         | Paliwa i energetyka | zmienne WIBOR 3M      | 4,65          | 8,93                   | 6,10            | 16.11.2026    | TAK                      | 5,6                          |
| ANW1227   | ANWIM                         | Paliwa i energetyka | zmienne WIBOR 3M      | 4,00          | 8,05                   | ---             | 13.12.2027    | TAK                      | 0,0                          |
| AOW0227   | AOW FAKTORING                 | Faktoring           | zmienne WIBOR 3M      | 5,50          | 10,03                  | ---             | 22.02.2027    | TAK                      | 1,4                          |
| AOW0528   | AOW FAKTORING                 | Faktoring           | zmienne WIBOR 3M      | 4,80          | 9,06                   | ---             | 25.05.2028    | TAK                      | 3,5                          |
| AOW1027   | AOW FAKTORING                 | Faktoring           | zmienne WIBOR 3M      | 5,00          | 9,50                   | ---             | 23.10.2027    | TAK                      | 1,9                          |
| AOW1028   | AOW FAKTORING                 | Faktoring           | zmienne WIBOR 3M      | 4,80          | 9,31                   | ---             | 24.10.2028    | TAK                      | 6,5                          |
| ARH0227   | ARCHICOM                      | Budownictwo         | zmienne WIBOR 3M      | 3,40          | 7,78                   | ---             | 08.02.2027    | NIE                      | 0,0                          |
| ARH0329   | ARCHICOM                      | Budownictwo         | zmienne WIBOR 3M      | 2,55          | 6,60                   | ---             | 14.03.2029    | NIE                      | 0,0                          |
| ARH0627   | ARCHICOM                      | Budownictwo         | zmienne WIBOR 3M      | 3,25          | 7,47                   | ---             | 01.06.2027    | NIE                      | 0,0                          |
| ARH0628   | ARCHICOM                      | Budownictwo         | zmienne WIBOR 3M      | 3,10          | 7,13                   | ---             | 19.06.2028    | NIE                      | 3,6                          |
| ARL0429   | ART.LOCUM                     | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 3M      | 4,25          | 8,76                   | ---             | 24.04.2029    | NIE                      | 6,4                          |
| ARL1226   | ART.LOCUM                     | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 3M      | 4,80          | 8,87                   | 8,88            | 11.12.2026    | TAK                      | 2,6                          |
| ARL1227   | ART.LOCUM                     | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 3M      | 4,25          | 8,31                   | ---             | 17.12.2027    | NIE                      | 1,1                          |
| ATL0227   | ATAL                          | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 6M      | 1,40          | 6,15                   | 5,40            | 17.02.2027    | NIE                      | 9,4                          |
| ATL1028   | ATAL                          | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 6M      | 2,00          | 6,54                   | ---             | 13.10.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| BBI0227   | BBI DEVELOPMENT               | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 6M      | 7,75          | 12,46                  | 8,90            | 24.02.2027    | NIE                      | 1,6                          |
| BFT0330   | BENEFIT SYSTEMS               | Usługi              | zmienne WIBOR 6M      | 1,90          | 6,53                   | 5,34            | 11.03.2030    | NIE                      | 8,4                          |
| BFW1027   | BEST NIEST FIZ WIERZYTELNOŚCI | FIZ                 | zmienne EURIBOR 3M    | 5,20          | 7,23                   | ---             | 16.10.2027    | TAK                      | 0,3                          |
| BOS0735-K | BOŚ SA                        | Banki               | zmienne WIBOR 6M      | 2,90          | 7,70                   | ---             | 29.07.2035    | NIE                      | 0,0                          |
| BOS1228   | BOŚ SA                        | Banki               | zmienne WIBOR 6M      | 2,45          | 6,37                   | 5,94            | 20.12.2028    | NIE                      | 16,8                         |
| BPO0629   | BANK POCZTOWY                 | Banki               | zmienne WIBOR 6M      | 2,49          | 6,39                   | ---             | 25.06.2029    | NIE                      | 0,0                          |
| BPO1227   | BANK POCZTOWY                 | Banki               | zmienne WIBOR 6M      | 2,49          | 6,42                   | ---             | 20.12.2027    | NIE                      | 0,0                          |
| BS10228   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 4,90          | 9,20                   | ---             | 15.02.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| BS10327   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 4,50          | 8,57                   | ---             | 14.03.2027    | NIE                      | 9,5                          |
| BS10829   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 4,20          | 8,47                   | ---             | 22.08.2029    | NIE                      | 31,2                         |
| BST0128   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 5,00          | 9,50                   | ---             | 25.01.2028    | NIE                      | 13,7                         |
| BST0226   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 3,85          | 8,15                   | ---             | 17.02.2026    | NIE                      | 0,0                          |
| BST0228   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 5,00          | 9,27                   | ---             | 25.02.2028    | NIE                      | 29,7                         |
| BST0327   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 4,00          | 8,22                   | ---             | 07.03.2027    | NIE                      | 2,5                          |
| BST0527   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 4,70          | 9,08                   | 6,72            | 08.05.2027    | NIE                      | 1,5                          |
| BST0630   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 3,80          | 8,00                   | ---             | 05.06.2030    | NIE                      | 48,0                         |
| BST0726   | BEST                          | Wierzytelności      | stałe                 | 4,40          | 4,40                   | 5,51            | 23.07.2026    | NIE                      | 3,8                          |
| BST0728   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 5,00          | 9,54                   | 7,81            | 18.07.2028    | NIE                      | 5,4                          |
| BST0730   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne EURIBOR 3M    | 3,80          | 5,79                   | 5,35            | 01.07.2030    | NIE                      | 1,0                          |
| BST0829   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 4,50          | 8,98                   | 7,79            | 07.08.2029    | NIE                      | 34,5                         |
| BST0930   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 3,60          | 7,67                   | ---             | 13.09.2030    | NIE                      | 56,6                         |
| BST1026   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 4,20          | 8,92                   | 5,24            | 08.10.2026    | NIE                      | 2,3                          |
| BST1029   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 3,80          | 8,29                   | 7,55            | 30.10.2029    | NIE                      | 32,1                         |
| BST1126   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 5,00          | 9,27                   | ---             | 21.11.2026    | NIE                      | 0,0                          |
| BST1226   | BEST                          | Wierzytelności      | zmienne WIBOR 3M      | 4,50          | 8,56                   | ---             | 20.12.2026    | NIE                      | 5,9                          |
| BXF0727   | BUDLEX FINANCE                | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 3M      | 6,00          | 10,69                  | ---             | 12.07.2027    | NIE                      | 5,1                          |
| BXF1027   | BUDLEX FINANCE                | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 3M      | 5,75          | 10,45                  | ---             | 08.10.2027    | NIE                      | 9,8                          |
| BXF1028   | BUDLEX FINANCE                | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 3M      | 5,35          | 9,84                   | ---             | 29.10.2028    | NIE                      | 3,8                          |
| BXF1226   | BUDLEX FINANCE                | Deweloperzy         | zmienne WIBOR 3M      | 6,50          | 10,72                  | ---             | 04.12.2026    | NIE                      | 4,5                          |
| CAV0127   | CAVATINA HOLDING              | Budownictwo         | zmienne EURIBOR 6M    | 6,00          | 8,05                   | 7,46            | 26.01.2027    | TAK                      | 0,7                          |
| CAV0327   | CAVATINA HOLDING              | Budownictwo         | zmienne WIBOR 6M      | 6,00          | 10,60                  | 9,62            | 26.03.2027    | TAK                      | 34,0                         |
| CAV0329   | CAVATINA HOLDING              | Budownictwo         | zmienne WIBOR 6M      | 6,00          | 10,66                  | ---             | 06.03.2029    | TAK                      | 40,7                         |
| CAV0429   | CAVATINA HOLDING              | Budownictwo         | zmienne WIBOR 6M      | 6,00          | 10,54                  | ---             | 14.04.2029    | TAK                      | 30,6                         |
| CAV0526   | CAVATINA HOLDING              | Budownictwo         | zmienne WIBOR 6M      | 6,00          | 10,19                  | ---             | 17.05.2026    | TAK                      | 12,7                         |
| CAV0627   | CAVATINA HOLDING              | Budownictwo         | zmienne WIBOR 6M      | 6,00          | 9,93                   | ---             | 22.06.2027    | TAK                      | 16,2                         |
| CAV0729   | CAVATINA HOLDING              | Budownictwo         | zmienne WIBOR 6M      | 6,00          | 11,03                  | ---             | 08.07.2029    | TAK                      | 25,9                         |
| CAV0927   | CAVATINA HOLDING              | Budownictwo         | zmienne WIBOR 6M      | 6,00          | 10,64                  | ---             | 11.09.2027    | TAK                      | 24,2                         |
| CAV0928   | CAVATINA HOLDING              | Budownictwo         | zmienne WIBOR 6M      | 6,00          | 10,63                  | ---             | 12.09.2028    | TAK                      | 22,7                         |
| CAV0929   | CAVATINA HOLDING              | Budownictwo         | zmienne EURIBOR 6M    | 6,00          | 8,10                   | ---             | 11.09.2029    | TAK                      | 1,4                          |

| Seria   | Emitent                        | Branża                     | Rodzaj oprocentowania | Kupon / Marża | Bieżące oprocentowanie | Rento-wność YTM | Termin wykupu | Zabezpieczenie (tak/nie) | Śr. obrót na sesję (tys. zł) |
|---------|--------------------------------|----------------------------|-----------------------|---------------|------------------------|-----------------|---------------|--------------------------|------------------------------|
| CAV1127 | CAVATINA HOLDING               | Budownictwo                | zmienne WIBOR 6M      | 6,00          | 10,27                  | ---             | 09.11.2027    | TAK                      | 17,1                         |
| CAV1128 | CAVATINA HOLDING               | Budownictwo                | zmienne WIBOR 6M      | 6,00          | 10,19                  | ---             | 18.11.2028    | TAK                      | 31,9                         |
| CAV1226 | CAVATINA HOLDING               | Budownictwo                | zmienne WIBOR 6M      | 6,00          | 10,04                  | 9,12            | 05.12.2026    | TAK                      | 33,0                         |
| CAV1227 | CAVATINA HOLDING               | Budownictwo                | zmienne WIBOR 6M      | 6,00          | 9,93                   | ---             | 19.12.2027    | TAK                      | 24,8                         |
| CAV1229 | CAVATINA HOLDING               | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 5,70          | 9,63                   | ---             | 18.12.2029    | TAK                      | 26,3                         |
| CO10129 | COGNOR                         | Produkcja                  | zmienne WIBOR 6M      | 4,70          | 9,55                   | 8,16            | 15.01.2029    | TAK                      | 74,3                         |
| COG0129 | COGNOR                         | Produkcja                  | zmienne WIBOR 6M      | 4,70          | 9,55                   | 7,97            | 15.01.2029    | TAK                      | 2,5                          |
| CPF1227 | CORDIA POLSKA FINANCE          | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,50          | 8,43                   | 7,89            | 18.12.2027    | TAK                      | 17,1                         |
| CPS0130 | CYFROWY POLSAT                 | Telekomunikacja            | zmienne WIBOR 6M      | 3,85          | 8,73                   | 6,80            | 11.01.2030    | NIE                      | 713,9                        |
| DAD1028 | DADELO                         | Handel                     | zmienne WIBOR 3M      | 2,90          | 7,43                   | 6,10            | 23.10.2028    | NIE                      | 16,9                         |
| DAN0126 | DANTEX GROUP                   | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 4,80          | 9,31                   | ---             | 24.01.2026    | NIE                      | 0,3                          |
| DEK0628 | DEKPOL                         | Budownictwo                | zmienne WIBOR 6M      | 4,00          | 8,03                   | 6,78            | 06.06.2028    | NIE                      | 6,4                          |
| DEK1228 | DEKPOL                         | Budownictwo                | zmienne WIBOR 3M      | 3,90          | 8,12                   | 7,20            | 02.12.2028    | NIE                      | 38,9                         |
| DOM0526 | DOM DEVELOPMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 1,30          | 5,51                   | 2,81            | 12.05.2026    | NIE                      | 0,0                          |
| DOM0530 | DOM DEVELOPMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 1,40          | 5,59                   | ---             | 16.05.2030    | NIE                      | 0,0                          |
| DOM0928 | DOM DEVELOPMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 1,55          | 6,14                   | ---             | 28.09.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| DOM1229 | DOM DEVELOPMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 1,40          | 5,43                   | ---             | 05.12.2029    | NIE                      | 0,0                          |
| DST0727 | DOMESTA                        | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 4,80          | 9,34                   | 8,52            | 20.07.2027    | NIE                      | 5,1                          |
| DST1126 | DOMESTA                        | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 5,25          | 9,63                   | ---             | 10.11.2026    | TAK                      | 1,1                          |
| DVL0229 | DEVELIA                        | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 2,40          | 6,68                   | ---             | 16.02.2029    | NIE                      | 0,0                          |
| DVL0528 | DEVELIA                        | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 3,00          | 7,27                   | ---             | 19.05.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| DVL0726 | DEVELIA                        | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 3,58          | 8,28                   | ---             | 06.07.2026    | NIE                      | 3,3                          |
| DVL1028 | DEVELIA                        | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 2,50          | 6,99                   | 4,49            | 30.10.2028    | NIE                      | 1,3                          |
| DVL1227 | DEVELIA                        | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 3,40          | 7,55                   | ---             | 08.12.2027    | NIE                      | 0,0                          |
| DVR0726 | DEVELOPRES                     | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 6,40          | 10,91                  | ---             | 25.07.2026    | NIE                      | 6,2                          |
| DVR1226 | DEVELOPRES                     | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 5,40          | 9,43                   | ---             | 22.12.2026    | TAK                      | 3,0                          |
| DVR1227 | DEVELOPRES                     | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 5,00          | 9,04                   | ---             | 23.12.2027    | TAK                      | 4,1                          |
| ECHO128 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,00          | 8,80                   | 6,98            | 31.01.2028    | NIE                      | 198,4                        |
| ECHO226 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,00          | 8,72                   | ---             | 22.02.2026    | NIE                      | 7,5                          |
| ECHO229 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,50          | 9,20                   | ---             | 27.02.2029    | NIE                      | 0,0                          |
| ECHO426 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,00          | 8,33                   | 5,79            | 27.04.2026    | NIE                      | 9,6                          |
| ECHO428 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 3,80          | 8,15                   | 6,89            | 26.04.2028    | NIE                      | 38,7                         |
| ECHO528 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,50          | 8,66                   | ---             | 24.05.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| ECHO529 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,50          | 8,71                   | ---             | 13.05.2029    | NIE                      | 0,0                          |
| ECHO626 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,00          | 7,90                   | 5,45            | 27.06.2026    | NIE                      | 6,3                          |
| ECHO627 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,00          | 7,92                   | 6,78            | 28.06.2027    | NIE                      | 12,8                         |
| ECHO829 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,50          | 9,28                   | 7,47            | 01.08.2029    | NIE                      | 2,6                          |
| ECHO926 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,00          | 8,66                   | 4,63            | 06.09.2026    | NIE                      | 4,3                          |
| ECH1028 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | stałe                 | 7,40          | 7,40                   | ---             | 27.10.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| ECH1127 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,00          | 8,21                   | ---             | 15.11.2027    | NIE                      | 14,2                         |
| ECH1227 | ECHO INVESTMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,50          | 8,51                   | ---             | 08.12.2027    | NIE                      | 0,0                          |
| ENA0527 | ENEA                           | Paliwa i energetyka        | zmienne WIBOR 6M      | 1,25          | 5,52                   | ---             | 21.05.2027    | NIE                      | 0,0                          |
| ENA0530 | ENEA                           | Paliwa i energetyka        | zmienne WIBOR 6M      | 1,60          | 5,87                   | ---             | 21.05.2030    | NIE                      | 42,9                         |
| ERB0229 | ERBUD                          | Budownictwo                | zmienne WIBOR 6M      | 3,00          | 7,70                   | 6,96            | 27.02.2029    | NIE                      | 14,1                         |
| GHE0128 | GHELAMCO INVEST                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 6M      | 5,00          | 9,88                   | 26,57           | 15.01.2028    | TAK                      | 73,0                         |
| GHE0226 | GHELAMCO INVEST                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 6M      | 5,00          | 9,78                   | ---             | 03.02.2026    | TAK                      | 151,0                        |
| GHE0327 | GHELAMCO INVEST                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 6M      | 5,00          | 9,60                   | ---             | 26.03.2027    | TAK                      | 53,5                         |
| GHE0728 | GHELAMCO INVEST                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 6M      | 5,00          | 9,84                   | 23,79           | 17.07.2028    | TAK                      | 55,4                         |
| GHE1027 | GHELAMCO INVEST                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 6M      | 5,00          | 9,38                   | 28,17           | 23.10.2027    | TAK                      | 100,6                        |
| GHE1127 | GHELAMCO INVEST                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 6M      | 5,00          | 9,19                   | ---             | 17.11.2027    | TAK                      | 18,4                         |
| GHE1128 | GHELAMCO INVEST                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 6M      | 5,00          | 9,27                   | 21,05           | 08.11.2028    | TAK                      | 19,5                         |
| GHE1227 | GHELAMCO INVEST                | Nieruchomości              | zmienne EURIBOR 6M    | 5,00          | 7,12                   | ---             | 07.12.2027    | TAK                      | 0,3                          |
| HMI0327 | HM INWEST                      | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 5,25          | 9,91                   | ---             | 07.03.2027    | TAK                      | 3,7                          |
| HMI0627 | HM INWEST                      | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 6,25          | 10,78                  | ---             | 06.06.2027    | TAK                      | 4,8                          |
| HMI1228 | HM INWEST                      | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 5,40          | 10,04                  | ---             | 05.12.2028    | TAK                      | 10,7                         |
| IFL0334 | INTERNETOWY FUNDUSZ LEASINGOWY | Pozostałe usługi finansowe | zmienne WIBOR 3M      | 2,00          | 6,72                   | ---             | 31.03.2034    | TAK                      | 0,9                          |
| INF0127 | INFINITY                       | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 4,20          | 8,69                   | ---             | 31.01.2027    | TAK                      | 1,6                          |
| INF0326 | INFINITY                       | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 5,60          | 9,65                   | ---             | 16.03.2026    | TAK                      | 0,7                          |
| INF1027 | INFINITY                       | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 4,20          | 8,89                   | ---             | 13.10.2027    | TAK                      | 6,7                          |
| INP0529 | INPRO SA                       | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 2,90          | 7,03                   | 6,77            | 28.05.2029    | NIE                      | 7,0                          |
| INS0127 | INDOS                          | Faktoring                  | zmienne WIBOR 3M      | 5,80          | 10,34                  | ---             | 19.01.2027    | TAK                      | 3,6                          |
| INS0228 | INDOS                          | Faktoring                  | zmienne WIBOR 3M      | 4,75          | 9,03                   | ---             | 19.02.2028    | TAK                      | 2,2                          |
| INS0529 | INDOS                          | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 4,25          | 8,53                   | ---             | 19.05.2029    | TAK                      | 21,7                         |
| INS0628 | INDOS                          | Faktoring                  | zmienne WIBOR 3M      | 4,25          | 8,29                   | ---             | 27.06.2028    | TAK                      | 13,6                         |
| INT0628 | INTERBUD LUBLIN                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 5,50          | 9,43                   | ---             | 19.06.2028    | TAK                      | 2,0                          |
| INV0928 | INVEST KOMFORT FINANCE         | Pozostałe usługi finansowe | zmienne WIBOR 6M      | 2,75          | 7,35                   | 6,58            | 25.09.2028    | TAK                      | 7,2                          |
| JHM0629 | JHM DEVELOPMENT                | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 3,95          | 7,87                   | ---             | 20.06.2029    | TAK                      | 0,0                          |
| KGH0629 | KGHM POLSKA MIEDŹ SA           | Górnictwo                  | zmienne WIBOR 6M      | 1,65          | 5,55                   | 4,64            | 27.06.2029    | NIE                      | 241,1                        |
| KGH0631 | KGHM POLSKA MIEDŹ SA           | Górnictwo                  | zmienne WIBOR 6M      | 1,25          | 5,15                   | 4,84            | 26.06.2031    | NIE                      | 137,5                        |
| KR10228 | KRUK                           | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 4,00          | 8,27                   | 6,31            | 20.02.2028    | NIE                      | 13,5                         |

| Seria       | Emitent                   | Branża                     | Rodzaj oprocentowania | Kupon / Marża | Bieżące oprocentowanie | Rento-wność YTM | Termin wykupu | Zabezpieczenie (tak/nie) | Śr. obrót na sesję (tys. zł) |
|-------------|---------------------------|----------------------------|-----------------------|---------------|------------------------|-----------------|---------------|--------------------------|------------------------------|
| KR10627     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 3,30          | 7,52                   | 5,82            | 02.06.2027    | NIE                      | 15,8                         |
| KR11029     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 3,00          | 7,55                   | 6,46            | 21.10.2029    | NIE                      | 30,7                         |
| KR20229     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 4,00          | 8,26                   | ---             | 23.02.2029    | NIE                      | 53,9                         |
| KRI0328     | BEST                      | Wierzytelności             | zmienne EURIBOR 3M    | 5,20          | 7,25                   | ---             | 27.03.2028    | NIE                      | 2,1                          |
| KRI1128     | BEST                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 4,20          | 8,57                   | 7,95            | 12.11.2028    | NIE                      | 18,8                         |
| KRU0129     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 4,50          | 9,22                   | 6,70            | 04.01.2029    | NIE                      | 25,0                         |
| KRU0226     | KRUK                      | Wierzytelności             | stałe                 | 4,20          | 4,20                   | ---             | 18.02.2026    | NIE                      | 4,1                          |
| KRU0227     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 3,30          | 7,68                   | 5,26            | 08.02.2027    | NIE                      | 21,0                         |
| KRU0228     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 3,20          | 7,69                   | ---             | 02.02.2028    | NIE                      | 0,6                          |
| KRU0229     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne EURIBOR 3M    | 4,00          | 6,07                   | ---             | 01.02.2029    | NIE                      | 1,3                          |
| KRU0231     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 2,80          | 7,28                   | 6,25            | 05.02.2031    | NIE                      | 77,2                         |
| KRU0626     | KRUK                      | Wierzytelności             | stałe                 | 4,00          | 4,00                   | 5,16            | 10.06.2026    | NIE                      | 45,8                         |
| KRU0627     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 3,70          | 7,74                   | ---             | 28.06.2027    | NIE                      | 12,7                         |
| KRU0628     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 4,00          | 8,07                   | 6,22            | 13.06.2028    | NIE                      | 10,8                         |
| KRU0632     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 3,00          | 7,22                   | 6,55            | 02.06.2032    | NIE                      | 4,7                          |
| KRU0726     | KRUK                      | Wierzytelności             | stałe                 | 4,00          | 4,00                   | 5,19            | 09.07.2026    | NIE                      | 74,5                         |
| KRU0731     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 2,70          | 7,40                   | 6,42            | 07.07.2031    | NIE                      | 53,4                         |
| KRU0827     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 3,30          | 7,67                   | 6,08            | 12.08.2027    | NIE                      | 26,3                         |
| KRU0828     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 4,00          | 8,38                   | 6,29            | 08.08.2028    | NIE                      | 20,9                         |
| KRU1028     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 4,00          | 8,74                   | ---             | 03.10.2028    | NIE                      | 65,5                         |
| KRU1029     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 4,65          | 9,20                   | ---             | 17.10.2029    | NIE                      | 0,1                          |
| KRU1127     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 4,00          | 8,23                   | 6,03            | 28.11.2027    | NIE                      | 5,2                          |
| KRU1130     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 3,00          | 7,27                   | 6,64            | 20.11.2030    | NIE                      | 94,1                         |
| KRU1226     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 3,40          | 7,45                   | ---             | 16.12.2026    | NIE                      | 14,5                         |
| KRU1228     | KRUK                      | Wierzytelności             | zmienne EURIBOR 3M    | 4,00          | 6,08                   | ---             | 11.12.2028    | NIE                      | 1,9                          |
| LKD0627     | LOKUM DEWELOPER           | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 3,85          | 7,79                   | 6,49            | 18.06.2027    | NIE                      | 0,1                          |
| LKD0828     | LOKUM DEWELOPER           | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 3,70          | 8,45                   | 7,49            | 21.08.2028    | NIE                      | 7,7                          |
| MBK01PERP-K | MBANK                     | Banki                      | stałe                 | 10,63         | 10,63                  | ---             | 00.01.1900    | NIE                      | 0,0                          |
| MBK1028     | MBANK                     | Banki                      | zmienne WIBOR 6M      | 1,80          | 6,35                   | ---             | 10.10.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| MCI0728     | MCI CAPITAL ASI           | Pozostałe usługi finansowe | zmienne WIBOR 3M      | 3,50          | 7,99                   | 7,02            | 31.07.2028    | TAK                      | 48,6                         |
| MCM0727     | MCI MANAGEMENT SP. Z O.O. | Pozostałe usługi finansowe | zmienne WIBOR 6M      | 4,20          | 9,01                   | ---             | 28.07.2027    | TAK                      | 0,0                          |
| MCM1127     | MCI MANAGEMENT SP. Z O.O. | Pozostałe usługi finansowe | zmienne WIBOR 6M      | 4,30          | 8,51                   | ---             | 14.11.2027    | TAK                      | 23,7                         |
| MIL0129     | BANK MILLENNIUM           | Banki                      | zmienne WIBOR 6M      | 2,30          | 7,09                   | ---             | 30.01.2029    | NIE                      | 0,0                          |
| MIL1227     | BANK MILLENNIUM           | Banki                      | zmienne WIBOR 6M      | 2,30          | 6,31                   | 5,15            | 07.12.2027    | NIE                      | 219,3                        |
| MLP1226     | MLP GROUP                 | Deweloperzy                | zmienne EURIBOR 3M    | 3,90          | 5,93                   | ---             | 04.12.2026    | NIE                      | 0,0                          |
| MUR0428     | MURAPOL                   | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 4,00          | 8,47                   | ---             | 29.04.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| MUR0527     | MURAPOL                   | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 4,00          | 8,22                   | ---             | 28.05.2027    | NIE                      | 0,0                          |
| MVP0227     | MARVIPOL DEVELOPMENT      | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 5,40          | 10,18                  | 1,42            | 04.02.2027    | NIE                      | 34,3                         |
| MVP0528     | MARVIPOL DEVELOPMENT      | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,50          | 8,78                   | 7,67            | 07.05.2028    | NIE                      | 38,6                         |
| MVP0729     | MARVIPOL DEVELOPMENT      | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 3,90          | 8,79                   | 7,58            | 10.07.2029    | NIE                      | 7,5                          |
| MVP1029     | MARVIPOL DEVELOPMENT      | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 3,70          | 8,04                   | 7,48            | 27.10.2029    | NIE                      | 142,2                        |
| MVP1228     | MARVIPOL DEVELOPMENT      | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 3,75          | 7,68                   | 7,36            | 20.12.2028    | NIE                      | 14,8                         |
| NDI0327     | NDI FINANCE               | Budownictwo                | zmienne WIBOR 3M      | 4,50          | 8,54                   | ---             | 25.03.2027    | TAK                      | 1,5                          |
| NOD0828     | NOVDOM                    | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 4,85          | 9,08                   | ---             | 26.08.2028    | TAK                      | 0,0                          |
| NVA0527     | PA NOVA                   | Deweloperzy                | zmienne EURIBOR 3M    | 4,40          | 6,46                   | 6,02            | 29.05.2027    | NIE                      | 0,8                          |
| OBC0127     | OLIVIA FIN                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 3M      | 6,00          | 10,68                  | ---             | 14.01.2027    | TAK                      | 2,9                          |
| OBC0227     | OLIVIA FIN                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 3M      | 5,50          | 9,99                   | ---             | 01.02.2027    | TAK                      | 6,1                          |
| OBC0426     | OLIVIA FIN                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 3M      | 5,00          | 9,51                   | ---             | 26.04.2026    | TAK                      | 0,4                          |
| OBC0429     | OLIVIA FIN                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 6M      | 4,00          | 8,35                   | ---             | 24.04.2029    | TAK                      | 14,3                         |
| OBC0526     | OLIVIA FIN                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 3M      | 5,00          | 9,26                   | ---             | 23.05.2026    | TAK                      | 2,1                          |
| OBC0627     | OLIVIA FIN                | Nieruchomości              | zmienne EURIBOR 3M    | 5,50          | 7,54                   | ---             | 08.06.2027    | TAK                      | 0,5                          |
| OBC0827     | OLIVIA FIN                | Nieruchomości              | zmienne EURIBOR 3M    | 5,30          | 7,32                   | ---             | 07.08.2027    | TAK                      | 0,6                          |
| OBC0828     | OLIVIA FIN                | Nieruchomości              | zmienne EURIBOR 6M    | 4,70          | 6,77                   | ---             | 07.08.2028    | TAK                      | 5,4                          |
| OBC1026     | OLIVIA FIN                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 3M      | 6,00          | 10,69                  | ---             | 13.10.2026    | TAK                      | 4,5                          |
| OBC1028     | OLIVIA FIN                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 6M      | 4,40          | 8,78                   | ---             | 22.10.2028    | TAK                      | 23,8                         |
| OBC1126     | OLIVIA FIN                | Nieruchomości              | zmienne WIBOR 3M      | 6,00          | 10,03                  | ---             | 22.11.2026    | TAK                      | 4,4                          |
| OKA0628     | OKAM CAPITAL              | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 3,75          | 7,77                   | 7,88            | 30.06.2028    | TAK                      | 7,1                          |
| OKA0926     | OKAM CAPITAL              | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 5,00          | 9,19                   | 8,32            | 06.09.2026    | NIE                      | 2,9                          |
| OKA1127     | OKAM CAPITAL              | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 4,40          | 8,67                   | 8,19            | 21.11.2027    | NIE                      | 22,7                         |
| ORL0730     | ORLEN                     | Paliwa i energetyka        | stałe                 | 4,75          | 4,75                   | ---             | 13.07.2030    | NIE                      | 0,0                          |
| ORL0732     | ORLEN                     | Paliwa i energetyka        | stałe                 | 3,63          | 3,63                   | ---             | 02.07.2032    | NIE                      | 0,0                          |
| PCR0426     | PCC ROKITA                | Chemia                     | stałe                 | 5,00          | 5,00                   | 4,63            | 29.04.2026    | NIE                      | 5,0                          |
| PCR0527     | PCC ROKITA                | Chemia                     | stałe                 | 5,50          | 5,50                   | ---             | 12.05.2027    | NIE                      | 8,2                          |
| PCR1026     | PCC ROKITA                | Chemia                     | stałe                 | 5,50          | 5,50                   | 5,06            | 22.10.2026    | NIE                      | 2,3                          |
| PCX0929     | PCC EXOL                  | Chemia                     | zmienne WIBOR 3M      | 2,70          | 6,77                   | ---             | 11.09.2029    | NIE                      | 6,9                          |
| PCX0930     | PCC EXOL                  | Chemia                     | zmienne WIBOR 3M      | 2,20          | 6,26                   | 6,07            | 18.09.2030    | NIE                      | 23,1                         |
| PE20631     | PEKAO                     | Banki                      | stałe                 | 3,75          | 3,75                   | ---             | 04.06.2031    | NIE                      | 0,0                          |

| Seria     | Emitent                      | Branża                     | Rodzaj oprocentowania | Kupon / Marża | Bieżące oprocentowanie | Rento-wność YTM | Termin wykupu | Zabezpieczenie (tak/nie) | Śr. obrót na sesję (tys. zł) |
|-----------|------------------------------|----------------------------|-----------------------|---------------|------------------------|-----------------|---------------|--------------------------|------------------------------|
| PEO0127   | PEKAO                        | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 0,85          | 5,65                   | ---             | 29.01.2027    | NIE                      | 0,0                          |
| PEO0236   | PEKAO                        | Banki                      | stałe                 | 4,01          | 4,01                   | ---             | 27.02.2036    | NIE                      | 0,0                          |
| PEO0429   | PEKAO                        | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 1,60          | 5,93                   | ---             | 26.04.2029    | NIE                      | 8,4                          |
| PEO0435-K | PEKAO                        | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 1,85          | 6,41                   | ---             | 04.04.2035    | NIE                      | 0,0                          |
| PEO0631   | PEKAO                        | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 1,70          | 5,74                   | 5,46            | 04.06.2031    | NIE                      | 370,9                        |
| PEO0727   | PEKAO                        | Banki                      | stałe                 | 7,50          | 7,50                   | ---             | 28.07.2027    | NIE                      | 0,0                          |
| PEO0930   | PEKAO                        | Banki                      | stałe                 | 4,00          | 4,00                   | 3,67            | 24.09.2030    | NIE                      | 0,0                          |
| PEO0932   | PEKAO                        | Banki                      | stałe                 | 3,50          | 3,50                   | ---             | 23.09.2032    | NIE                      | 0,0                          |
| PEO1027   | PEKAO                        | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 1,52          | 5,84                   | 4,71            | 29.10.2027    | NIE                      | 346,8                        |
| PEO1028   | PEKAO                        | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 1,55          | 5,97                   | ---             | 16.10.2028    | NIE                      | 8,2                          |
| PEO1033   | PEKAO                        | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 1,80          | 6,22                   | ---             | 14.10.2033    | NIE                      | 0,0                          |
| PEO1127   | PEKAO                        | Banki                      | stałe                 | 5,50          | 5,50                   | 3,83            | 23.11.2027    | NIE                      | 0,0                          |
| PEP1029   | POLENERGIA                   | Paliwa i energetyka        | zmiennie WIBOR 6M     | 2,70          | 7,11                   | 5,96            | 16.10.2029    | NIE                      | 21,1                         |
| PGE0526   | PGE                          | Paliwa i energetyka        | zmiennie WIBOR 6M     | 1,20          | 5,37                   | 0,65            | 21.05.2026    | NIE                      | 14,7                         |
| PGE0529   | PGE                          | Paliwa i energetyka        | zmiennie WIBOR 6M     | 1,40          | 5,57                   | 4,68            | 21.05.2029    | NIE                      | 37,4                         |
| PGF1026   | POLSKA GRUPA FARMACEUTYCZNA  | Handel                     | zmiennie WIBOR 3M     | 2,00          | 6,55                   | ---             | 16.10.2026    | TAK                      | 0,0                          |
| PHN0327   | POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI | Deweloperzy                | zmiennie WIBOR 6M     | 3,90          | 8,56                   | 5,79            | 05.03.2027    | NIE                      | 79,4                         |
| PHN0526   | POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI | Deweloperzy                | zmiennie WIBOR 6M     | 3,95          | 8,11                   | 4,81            | 22.05.2026    | NIE                      | 5,8                          |
| PHN1127   | POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI | Deweloperzy                | zmiennie WIBOR 6M     | 3,80          | 7,90                   | 5,50            | 29.11.2027    | NIE                      | 2,2                          |
| PK10328   | PKO BP                       | Banki                      | stałe                 | 4,50          | 4,50                   | ---             | 27.03.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| PKN0528   | ORLEN                        | Paliwa i energetyka        | stałe                 | 1,13          | 1,13                   | ---             | 27.05.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| PKO0229   | PKO BP                       | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 1,59          | 6,29                   | 4,85            | 28.02.2029    | NIE                      | 279,5                        |
| PKO0328   | PKO BP                       | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 1,50          | 6,16                   | 4,57            | 06.03.2028    | NIE                      | 25,3                         |
| PKO0628   | PKO BP                       | Banki                      | stałe                 | 3,38          | 3,38                   | 3,36            | 16.06.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| PKO0629   | PKO BP                       | Banki                      | stałe                 | 4,50          | 4,50                   | ---             | 18.06.2029    | NIE                      | 0,0                          |
| PKO0631   | PKO BP                       | Banki                      | stałe                 | 3,63          | 3,63                   | ---             | 30.06.2031    | NIE                      | 0,0                          |
| PKO0827   | PKO BP                       | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 1,55          | 6,24                   | 4,62            | 28.08.2027    | NIE                      | 495,8                        |
| PKO0927   | PKO BP                       | Banki                      | stałe                 | 3,88          | 3,88                   | ---             | 12.09.2027    | NIE                      | 0,0                          |
| PKO0935-K | PKO BP                       | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 1,75          | 6,35                   | ---             | 24.09.2035    | NIE                      | 8,3                          |
| PKO1034-K | PKO BP                       | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 2,20          | 6,66                   | 5,74            | 16.10.2034    | NIE                      | 8,5                          |
| PKO1132   | PKO BP                       | Banki                      | stałe                 | 3,63          | 3,63                   | ---             | 20.11.2032    | NIE                      | 0,0                          |
| PLY0230   | P4 SP. Z O.O.                | Telekomunikacja            | zmiennie WIBOR 6M     | 1,80          | 6,50                   | 5,41            | 27.02.2030    | NIE                      | 17,3                         |
| PLY1226   | P4 SP. Z O.O.                | Telekomunikacja            | zmiennie WIBOR 6M     | 1,75          | 5,69                   | 4,53            | 11.12.2026    | NIE                      | 25,3                         |
| PLY1227   | P4 SP. Z O.O.                | Telekomunikacja            | zmiennie WIBOR 6M     | 1,85          | 5,75                   | 5,07            | 29.12.2027    | NIE                      | 6,5                          |
| PRF0127   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie WIBOR 3M     | 5,15          | 9,66                   | 8,02            | 25.01.2027    | NIE                      | 13,8                         |
| PRF0228   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie EURIBOR 3M   | 4,50          | 6,54                   | ---             | 06.02.2028    | NIE                      | 1,1                          |
| PRF0326   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie WIBOR 3M     | 5,30          | 9,50                   | ---             | 05.03.2026    | NIE                      | 8,9                          |
| PRF0327   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie WIBOR 3M     | 5,00          | 9,03                   | ---             | 21.03.2027    | NIE                      | 16,1                         |
| PRF0427   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie EURIBOR 3M   | 5,00          | 7,01                   | ---             | 16.04.2027    | NIE                      | 1,0                          |
| PRF0429   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie WIBOR 3M     | 3,40          | 8,12                   | 7,33            | 04.04.2029    | TAK                      | 28,1                         |
| PRF0626   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie WIBOR 3M     | 4,00          | 8,07                   | ---             | 13.06.2026    | TAK                      | 3,7                          |
| PRF0627   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie WIBOR 3M     | 4,80          | 8,82                   | ---             | 26.06.2027    | NIE                      | 17,8                         |
| PRF0628   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie WIBOR 3M     | 4,25          | 8,44                   | 7,82            | 06.06.2028    | NIE                      | 59,9                         |
| PRF0727   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie WIBOR 3M     | 4,50          | 8,97                   | ---             | 30.07.2027    | NIE                      | 26,6                         |
| PRF0927   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie WIBOR 3M     | 3,50          | 7,72                   | ---             | 02.09.2027    | TAK                      | 20,2                         |
| PRF1026   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie WIBOR 3M     | 4,00          | 8,49                   | ---             | 28.10.2026    | TAK                      | 3,8                          |
| PRF1028   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie WIBOR 3M     | 3,75          | 8,24                   | ---             | 28.10.2028    | NIE                      | 42,6                         |
| PRF1126   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie WIBOR 3M     | 5,30          | 9,53                   | 7,96            | 27.11.2026    | NIE                      | 11,6                         |
| PRF1228   | PRAGMAGO                     | Faktoring                  | zmiennie WIBOR 3M     | 3,50          | 7,56                   | 7,36            | 18.12.2028    | TAK                      | 17,2                         |
| PZU0727   | PZU                          | Pozostałe usługi finansowe | zmiennie WIBOR 6M     | 1,80          | 6,60                   | 4,68            | 29.07.2027    | NIE                      | 484,8                        |
| RES0228   | RESI CAPITAL                 | Deweloperzy                | zmiennie WIBOR 3M     | 6,00          | 10,28                  | ---             | 19.02.2028    | TAK                      | 37,3                         |
| ROB0129   | ROBYG                        | Deweloperzy                | zmiennie WIBOR 6M     | 2,60          | 7,49                   | ---             | 10.01.2029    | NIE                      | 4,3                          |
| ROB0529   | ROBYG                        | Deweloperzy                | zmiennie WIBOR 6M     | 2,60          | 6,87                   | ---             | 07.05.2029    | NIE                      | 0,0                          |
| ROB0626   | ROBYG                        | Deweloperzy                | zmiennie WIBOR 6M     | 2,40          | 6,33                   | 10,61           | 17.06.2026    | NIE                      | 3,3                          |
| RON0726   | RONSON                       | Deweloperzy                | zmiennie WIBOR 6M     | 4,20          | 9,25                   | ---             | 03.07.2026    | TAK                      | 1,0                          |
| RON0827   | RONSON                       | Deweloperzy                | zmiennie WIBOR 6M     | 3,85          | 8,60                   | 7,03            | 15.08.2027    | NIE                      | 4,8                          |
| RON0928   | RONSON                       | Deweloperzy                | zmiennie WIBOR 6M     | 3,30          | 7,90                   | 6,80            | 24.09.2028    | NIE                      | 13,0                         |
| RON1229   | RONSON                       | Deweloperzy                | zmiennie WIBOR 6M     | 2,70          | 6,64                   | ---             | 12.12.2029    | NIE                      | 0,0                          |
| RPW0630   | R.POWER S.A.                 | Paliwa i energetyka        | zmiennie EURIBOR 6M   | 3,50          | 5,63                   | ---             | 26.06.2030    | TAK                      | 0,0                          |
| RPW1029   | R.POWER S.A.                 | Paliwa i energetyka        | zmiennie WIBOR 6M     | 3,50          | 7,82                   | 6,98            | 30.10.2029    | TAK                      | 2,1                          |
| SIR0228   | 7R                           | Deweloperzy                | zmiennie WIBOR 6M     | 4,80          | 9,58                   | 8,60            | 04.02.2028    | TAK                      | 79,4                         |
| SIR0628   | 7R                           | Deweloperzy                | zmiennie EURIBOR 6M   | 5,50          | 7,62                   | 7,40            | 03.06.2028    | NIE                      | 15,8                         |
| SIR0928   | 7R                           | Deweloperzy                | zmiennie WIBOR 6M     | 4,80          | 9,41                   | 8,55            | 15.09.2028    | NIE                      | 50,5                         |
| SPL0427   | SANTANDER BANK POLSKA        | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 1,50          | 6,08                   | ---             | 02.04.2027    | NIE                      | 16,7                         |
| SPL0428   | SANTANDER BANK POLSKA        | Banki                      | zmiennie WIBOR 6M     | 1,60          | 6,16                   | ---             | 05.04.2028    | NIE                      | 0,0                          |

| Seria   | Emitent                     | Branża                     | Rodzaj oprocentowania | Kupon / Marża | Bieżące oprocentowanie | Rento-wność YTM | Termin wykupu | Zabezpieczenie (tak/nie) | Śr. obrót na sesję (tys. zł) |
|---------|-----------------------------|----------------------------|-----------------------|---------------|------------------------|-----------------|---------------|--------------------------|------------------------------|
| SPL0927 | SANTANDER BANK POLSKA       | Banki                      | zmienne WIBOR 6M      | 1,40          | 5,98                   | 4,67            | 30.09.2027    | NIE                      | 25,1                         |
| SPL1228 | SANTANDER BANK POLSKA       | Banki                      | zmienne WIBOR 6M      | 1,10          | 5,20                   | ---             | 01.12.2028    | NIE                      | 0,0                          |
| TDJ0228 | INVEST TDJ ESTATE           | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,25          | 9,03                   | ---             | 07.02.2028    | NIE                      | 0,3                          |
| TDJ0628 | INVEST TDJ ESTATE           | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,25          | 8,14                   | 7,46            | 30.06.2028    | NIE                      | 4,1                          |
| TDJ1226 | INVEST TDJ ESTATE           | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,25          | 9,30                   | ---             | 30.12.2026    | TAK                      | 0,7                          |
| UDV0928 | UNIDEVELOPMENT              | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,80          | 9,41                   | 8,51            | 13.09.2028    | NIE                      | 20,3                         |
| UNI1026 | UNIBEP SA                   | Budownictwo                | zmienne WIBOR 6M      | 4,30          | 8,69                   | 7,34            | 19.10.2026    | NIE                      | 42,2                         |
| VHI0328 | VEHIS FINANSE               | Pozostałe usługi finansowe | zmienne WIBOR 3M      | 5,50          | 10,23                  | ---             | 31.03.2028    | TAK                      | 17,8                         |
| VHI0526 | VEHIS FINANSE               | Pozostałe usługi finansowe | zmienne WIBOR 3M      | 7,00          | 11,23                  | ---             | 28.05.2026    | TAK                      | 8,4                          |
| VHI0528 | VEHIS FINANSE               | Pozostałe usługi finansowe | zmienne WIBOR 3M      | 5,00          | 9,30                   | ---             | 14.05.2028    | TAK                      | 14,3                         |
| VHI0626 | VEHIS FINANSE               | Pozostałe usługi finansowe | zmienne WIBOR 3M      | 6,70          | 10,74                  | ---             | 27.06.2026    | TAK                      | 12,5                         |
| VHI0627 | VEHIS FINANSE               | Pozostałe usługi finansowe | zmienne WIBOR 3M      | 5,75          | 9,78                   | ---             | 23.06.2027    | TAK                      | 6,6                          |
| VHI1128 | VEHIS FINANSE               | Pozostałe usługi finansowe | zmienne WIBOR 3M      | 4,45          | 8,75                   | 8,51            | 07.11.2028    | TAK                      | 25,8                         |
| VI10629 | VICTORIA DOM SPÓŁKA AKCYJNA | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,10          | 8,69                   | 6,68            | 17.06.2029    | NIE                      | 0,3                          |
| VID0128 | VICTORIA DOM SPÓŁKA AKCYJNA | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,80          | 9,59                   | 8,00            | 31.01.2028    | NIE                      | 25,7                         |
| VID0329 | VICTORIA DOM SPÓŁKA AKCYJNA | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,30          | 8,25                   | 7,71            | 11.03.2029    | NIE                      | 29,0                         |
| VID0427 | VICTORIA DOM SPÓŁKA AKCYJNA | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 5,25          | 9,83                   | 8,06            | 02.04.2027    | NIE                      | 14,8                         |
| VID0629 | VICTORIA DOM SPÓŁKA AKCYJNA | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,10          | 8,71                   | 7,85            | 17.06.2029    | NIE                      | 94,8                         |
| VID0827 | VICTORIA DOM SPÓŁKA AKCYJNA | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,95          | 9,74                   | 7,95            | 01.08.2027    | NIE                      | 12,3                         |
| VID1028 | VICTORIA DOM SPÓŁKA AKCYJNA | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,30          | 8,86                   | 7,84            | 07.10.2028    | NIE                      | 37,4                         |
| VID1226 | VICTORIA DOM SPÓŁKA AKCYJNA | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 5,95          | ---                    | 10,13           | 21.12.2026    | NIE                      | 62,2                         |
| VID1227 | VICTORIA DOM SPÓŁKA AKCYJNA | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 4,80          | 8,75                   | 7,95            | 11.12.2027    | NIE                      | 41,9                         |
| VIN0327 | VINDEXUS                    | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 5,40          | 9,44                   | ---             | 26.03.2027    | NIE                      | 10,8                         |
| VIN0628 | VINDEXUS                    | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 4,30          | 8,50                   | ---             | 05.06.2028    | NIE                      | 13,3                         |
| VIN0727 | VINDEXUS                    | Wierzytelności             | zmienne WIBOR 3M      | 4,90          | 9,43                   | ---             | 15.07.2027    | NIE                      | 6,2                          |
| WAN0329 | WAN                         | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 5,50          | 10,35                  | ---             | 25.03.2029    | TAK                      | 24,1                         |
| WAN1028 | WAN                         | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 6M      | 6,25          | 10,80                  | ---             | 10.10.2028    | TAK                      | 68,7                         |
| WBE1126 | WB ELECTRONICS              | Telekomunikacja            | zmienne WIBOR 3M      | 2,00          | 6,37                   | ---             | 06.11.2026    | NIE                      | 0,0                          |
| WSD0228 | WHITE STONE DEVELOPMENT     | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 4,40          | 8,67                   | ---             | 21.02.2028    | TAK                      | 9,8                          |
| WSD0427 | WHITE STONE DEVELOPMENT     | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 5,30          | 9,99                   | ---             | 12.04.2027    | NIE                      | 4,2                          |
| WSD0627 | WHITE STONE DEVELOPMENT     | Deweloperzy                | zmienne WIBOR 3M      | 4,40          | 8,44                   | ---             | 28.06.2027    | TAK                      | 2,6                          |
| ZAB0530 | ZABKA GROUP                 | Handel                     | zmienne WIBOR 6M      | 1,50          | 5,77                   | 4,88            | 07.05.2030    | TAK                      | 32,8                         |

Źródło: BM Pekao, Bloomberg, Catalyst

## Nowi emitenci

W 2025 roku grono emitentów na rynku Catalyst zauważalnie się powiększyło, obejmując zarówno podmioty korporacyjne, jak i samorządowe. Dominującym rodzajem obligacji były obligacje komunalne, emitowane m.in. przez miasta i gminy, co świadczy o **rosnącym zainteresowaniu jednostek samorządu terytorialnego pozyskiwaniem kapitału poprzez rynek obligacji**. Na 29 nowych emitentów aż 18 należało do grupy emitentów komunalnych. Pod względem wartości emisji debiuty charakteryzowały się dużym zróżnicowaniem - obok niewielkich emisji na poziomie ok. 10 mln PLN (np. Gmina Ożarów Mazowiecki, Miastko czy Kolbudy), pojawiły się także znaczące emisje, takie jak 750 mln PLN od Polenergii, 400 mln PLN od Województwa Mazowieckiego i 380 mln PLN od Miasta Katowice, a także 1 mld PLN od Allegro i Grupy Żabka). Świadczy to zarówno o aktywizacji mniejszych jednostek, jak i o dużym zaangażowaniu wielkich podmiotów, co potwierdza atrakcyjność rynku Catalyst jako platformy finansowania inwestycji publicznych i prywatnych.

## Ostatnie debiuty na rynku Catalyst

Sortowanie według daty debiutu, malejąco (stan na 31.12.2025 r.)

| Seria     | Emitent                     | Branża                     | Data debiutu | Wielkość emisji | Waluta | Oprocentowanie | Tenor | Zabezpieczenie (tak/nie) |
|-----------|-----------------------------|----------------------------|--------------|-----------------|--------|----------------|-------|--------------------------|
| PKO1132   | PKO BP                      | Banki                      | 30.12.2025   | 500 000 000     | EUR    | 3,625          | 6,90  | NIE                      |
| CAV1229   | CAVATINA HOLDING            | Deweloperzy                | 30.12.2025   | 102 160 000     | PLN    | 9,63           | 3,97  | TAK                      |
| RON1229   | RONSON                      | Deweloperzy                | 23.12.2025   | 130 000 000     | PLN    | 6,64           | 3,95  | NIE                      |
| PEO0236   | PEKAO                       | Banki                      | 16.12.2025   | 500 000 000     | EUR    | 4,01           | 10,17 | NIE                      |
| INV0928   | INVEST KOMFORT FINANCE      | Pozostałe usługi finansowe | 12.12.2025   | 100 000 000     | PLN    | 7,35           | 2,74  | TAK                      |
| HMI1228   | HM INWEST                   | Deweloperzy                | 10.12.2025   | 16 000 000      | PLN    | 10,04          | 2,93  | TAK                      |
| SPL1228   | SANTANDER BANK POLSKA       | Banki                      | 08.12.2025   | 3 000 000 000   | PLN    | 5,20           | 2,92  | NIE                      |
| INS0529   | INDOS                       | Wierzytelności             | 02.12.2025   | 15 000 000      | PLN    | 8,53           | 3,39  | TAK                      |
| DAD1028   | DADELO                      | Handel                     | 28.11.2025   | 50 000 000      | PLN    | 7,43           | 2,82  | NIE                      |
| ADX1128   | ADATEX                      | Deweloperzy                | 26.11.2025   | 10 000 000      | PLN    | 10,26          | 2,90  | TAK                      |
| VHI1128   | VEHIS FINANCE               | Pozostałe usługi finansowe | 21.11.2025   | 100 000 000     | PLN    | 8,75           | 2,86  | TAK                      |
| PRF1028   | PRAGMAGO                    | Faktoring                  | 14.11.2025   | 30 000 000      | PLN    | 8,24           | 2,83  | NIE                      |
| ALR1029   | ALIOR BANK                  | Banki                      | 07.11.2025   | 450 000 000     | PLN    | 5,82           | 3,81  | NIE                      |
| BXF1028   | BUDLEX FINANCE              | Deweloperzy                | 06.11.2025   | 20 000 000      | PLN    | 9,84           | 2,83  | NIE                      |
| MVP1029   | MARVIPOL DEVELOPMENT        | Deweloperzy                | 04.11.2025   | 100 000 000     | PLN    | 8,04           | 3,83  | NIE                      |
| ARL0429   | ART.LOCUM                   | Deweloperzy                | 31.10.2025   | 40 000 000      | PLN    | 8,76           | 3,32  | NIE                      |
| ATL1028   | ATAL                        | Deweloperzy                | 28.10.2025   | 200 000 000     | PLN    | 6,54           | 2,79  | NIE                      |
| PEO0932   | PEKAO                       | Banki                      | 21.10.2025   | 500 000 000     | EUR    | 3,50           | 6,74  | NIE                      |
| WAN1028   | WAN                         | Deweloperzy                | 20.10.2025   | 31 000 000      | PLN    | 10,80          | 2,78  | TAK                      |
| WAN0329   | WAN                         | Deweloperzy                | 20.10.2025   | 19 000 000      | PLN    | 10,35          | 3,24  | TAK                      |
| INF1027   | INFINITY                    | Deweloperzy                | 20.10.2025   | 12 000 000      | PLN    | 8,89           | 1,79  | TAK                      |
| PKO0935-K | PKO BP                      | Banki                      | 17.10.2025   | 2 000 000 000   | PLN    | 6,35           | 9,74  | NIE                      |
| PCX0930   | PCC EXOL                    | Chemia                     | 06.10.2025   | 25 000 000      | PLN    | 6,94           | 4,72  | NIE                      |
| VI10629   | VICTORIA DOM SPÓŁKA AKCYJNA | Deweloperzy                | 06.10.2025   | 50 000 000      | PLN    | 8,69           | 3,47  | NIE                      |
| RES0228   | RESI CAPITAL                | Deweloperzy                | 03.10.2025   | 41 304 000      | PLN    | 10,88          | 2,14  | TAK                      |

Źródło: BM Pekao, Catalyst

- **Październik 2025:** Razem 10 emisji o łącznej wartości 2,42 mld zł i 500,0 mln euro. Pod względem liczby debiutujących serii najwięcej było deweloperów (7 serii; 393 mln zł), ale wartościowo największym debiutem była PEO0932 od Banku Pekao (500 mln euro, ~2,1 mld zł).

- **Listopad 2025:** Razem 7 emisji o łącznej wartości 760 mln zł (brak serii w euro). Pod względem liczby debiutujących serii najczęściej było deweloperów (3 serie, 130 mln zł), ale wartościowo największym debiutem były Alior Bank (450 mln zł).
- **Grudzień 2025:** Mimo świątecznego kalendarza relatywnie mocny miesiąc. Łącznie 8 serii debiutujących na Catalyst o łącznej wartości 3,36 mld zł i 1 mld euro. Obie denominowane serie należały do banków, ale wartościowo największym debiutem była SPL1228 od SANTANDER BANK POLSKA (3 mld zł).

## Nadchodzące wydarzenia

### Nowe emisje

Na rynku obligacji w planach na 2026 rok widać wyraźną polaryzację planów emisyjnych. Duże i średnie spółki, takie jak Orlen, Polski Holding Nieruchomości czy Best, planują znaczące zwiększenie zadłużenia obligacyjnego, często w formie refinansowania wygasających serii, co może wspierać płynność i finansowanie inwestycji. Z kolei część mniejszych deweloperów i firm, m.in. Locum, Develia czy Domesta, zamierza ograniczyć wykorzystanie długu, a niektóre spółki - jak Kruk czy PragmaGO - planują jedynie spłatę wygasających obligacji, bez nowych emisji. Ogólnie rynek ma pozostać aktywny, z rosnącą rolą emisji dużych graczy i stabilizacją długu w sektorze mniejszych firm, co wskazuje na ostrożne podejście do finansowania i kontynuację trendu koncentracji zadłużenia wśród największych emitentów.

| Emitent / Seria             | Branża                     | Termin emisji | Rodzaj inwestora | Wielkość emisji | Oprocentowanie           | Tenor (lata) | Zabezpieczenie (tak/nie) |
|-----------------------------|----------------------------|---------------|------------------|-----------------|--------------------------|--------------|--------------------------|
| <b>Zapisy w trakcie</b>     |                            |               |                  |                 |                          |              |                          |
| ---                         | ---                        | ---           | ---              | ---             | ---                      | ---          | ---                      |
| <b>Zapisy zakończone</b>    |                            |               |                  |                 |                          |              |                          |
| Marvipol Development S.A.   | Deweloperzy                | ---           | oferta publiczna | 100,0 mln PLN   | zmienne WIBOR 6M + 3.7%  | 4,0          | NIE                      |
| Grupa CORE Sp. z o.o.       | Deweloperzy                | ---           | oferta publiczna | 20,8 mln PLN    | zmienne WIBOR 6M + 5.25% | 2,5          | TAK                      |
| Interbud - Lublin S.A.      | Deweloperzy                | ---           | oferta publiczna | 8,0 mln PLN     | zmienne WIBOR 6M + 7.0%  | 3,0          | TAK                      |
| Nowa Deweloper Sp. z o.o.   | Deweloperzy                | ---           | oferta publiczna | 10,7 mln PLN    | zmienne WIBOR 3M + 5.0%  | 3,0          | TAK                      |
| Cavatina Holding S.A.       | Deweloperzy                | ---           | oferta publiczna | 102,2 mln PLN   | zmienne WIBOR 6M + 5.7%  | 4,0          | TAK                      |
| HM Inwest S.A.              | Deweloperzy                | ---           | oferta publiczna | 16,0 mln PLN    | zmienne WIBOR 6M + 5.4%  | 3,0          | TAK                      |
| Vehis Finanse Sp. z o.o.    | Pozostałe usługi finansowe | ---           | oferta publiczna | 100,0 mln PLN   | zmienne WIBOR 3M + 4.45% | 3,0          | TAK                      |
| PragmaGO S.A.               | Faktoring                  | ---           | oferta publiczna | 30,0 mln PLN    | zmienne WIBOR 3M + 3.75% | 3,0          | NIE                      |
| Marvipol Development S.A.   | Deweloperzy                | ---           | oferta publiczna | 100,0 mln PLN   | zmienne WIBOR 6M + 3.7%  | 4,0          | NIE                      |
| <b>Emisje zapowiedziane</b> |                            |               |                  |                 |                          |              |                          |
| ---                         | ---                        | ---           | ---              | ---             | ---                      | ---          | ---                      |

Źródło: BM Pekao, Catalyst

### Planowane wykupy

W IV kw. 2025 r. wszystkie zapadające serie instrumentów zostały wykupione w terminie. W nadchodzących dniach swoje obligacje zobowiązani będą wykupić emitenci:

- **Styczeń:** Dantex Group.
- **Luty:** Ghelamco Invest, Best, Kruk, Echo Investment.
- **Marzec:** PragmaGO, Infinity.

| Emitent   | Seria   | Data wykupu | Wartość (mln zł) | Uwaga dotycząca refinansowania  |
|---|---------|-------------|------------------|---|
| <b>Instrumenty zapadające</b>                         |         |             |                  |   |
| DANTEX GROUP  | DAN0126 | 24.01.2026  | 9,3              | Spółka uplasowała emisję refinansującą. Za 3-letnie niezabezpieczone obligacje zapłaci WIBOR 3M plus 3,5 pkt proc. marży, co oznacza spadek marży o 1,3 pkt proc. względem starszych papierów.                                |
| GHELAMCO INVEST                                       | GHE0226 | 03.02.2026  | 9,8              | Konsolidowana przez polskie Ghelamco spółka Sobieski Towers planuje uplasować nowe papiery dłużne w ramach ustanowionego programu.  |
| BEST  | BST0226 | 17.02.2026  | 8,2              | ---   |
| KRUK  | KRU0226 | 18.02.2026  | 4,2              | ---   |
| ECHO INVESTMENT                                       | ECH0226 | 22.02.2026  | 8,7              | ---   |
| INFINITY  | INF0326 | 16.03.2026  | 9,7              | ---   |
| <b>Instrumenty zgłoszone do wcześniejszego wykupu</b> |         |             |                  |   |
| PRAGMAGO  | PRF0326 | 05.03.2026  | 9,5              | Spółka przyspieszy wykup o dwa miesiące. Dzień wcześniejszej spłaty ustalony został na 12 stycznia. Obok kapitału i należnych odsetek, na konta inwestorów trafi premia w wysokości 0,05 proc. wartości spłacanych obligacji. |

Źródło: BM Pekao, Catalyst

## ANALITYCY SEKTOROWI

**Dyrektor i Główny Analityk  
Górnictwo, Budownictwo, Nieruchomości**  
Tomasz Duda  
[tomasz.duda2@pekao.com.pl](mailto:tomasz.duda2@pekao.com.pl)

**Manager ds. rynku polskiego  
IT, Gry wideo**  
Emil Popławski - makler papierów wartościowych  
[emil.poplawski@pekao.com.pl](mailto:emil.poplawski@pekao.com.pl)

**Banki, Finanse (Polska)**  
Michał Fidelus  
[michal.fidelus@pekao.com.pl](mailto:michal.fidelus@pekao.com.pl)

**Chemia, Paliwa**  
Krzysztof Kozieł, CFA  
[krzysztof.koziel@pekao.com.pl](mailto:krzysztof.koziel@pekao.com.pl)

**Energetyka i Zdrowie**  
Andrzej Kędziński, CFA  
[andrzej.kedzinski2@pekao.com.pl](mailto:andrzej.kedzinski2@pekao.com.pl)

**Telekomunikacja, E-commerce**  
Konrad Musiał  
[konrad.musial@pekao.com.pl](mailto:konrad.musial@pekao.com.pl)

**Nieruchomości**  
Michał Hanc  
[michal.hanc@pekao.com.pl](mailto:michal.hanc@pekao.com.pl)

**Rynki zagraniczne:  
Manager ds. rynków zagranicznych**  
Patryk Olszanowski, CFA  
[patryk.olszanowski@pekao.com.pl](mailto:patryk.olszanowski@pekao.com.pl)

Damian Szparaga, CFA  
[damian.szparaga@pekao.com.pl](mailto:damian.szparaga@pekao.com.pl)

Lukas Cinikas  
[lukas.cinikas@pekao.com.pl](mailto:lukas.cinikas@pekao.com.pl)

## BIURO ANALIZ INWESTYCYJNYCH

**Projekcje rynkowe**  
Piotr Kaźmierkiewicz  
[piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl](mailto:piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl)

**Analiza techniczna**  
Bartosz Kulesza - makler papierów wartościowych  
[bartosz.kulesza@pekao.com.pl](mailto:bartosz.kulesza@pekao.com.pl)

## KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI

**Biuro Maklerskie Pekao**  
ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa  
[bm@pekao.com.pl](mailto:bm@pekao.com.pl)

**Infolinia BM:**

- 800 105 800 (bezpłatnie),
- +48 22 591 22 00 (koszt wg cennika operatora)

**Internet**  
[www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

## SŁOWNIK

**Emitent** - Firma lub instytucja, która emituje (wydaje) obligacje, czyli pożyczka pieniądze od inwestorów.

**Seria** - Oznaczenie konkretnej emisji obligacji danego emitenta. Pomaga odróżnić poszczególne transze papierów dłużnych.

**Data wykupu** - Dzień, w którym emitent ma obowiązek zwrócić inwestorom pożyczoną kwotę (wartość nominalną obligacji).

**Wartość** - Łączna kwota długu wyemitowanego w danej serii, wyrażona w milionach złotych.

**Branża** - Sektor gospodarki, w którym działa emitent (np. nieruchomości, banki, przemysł).

**Data debiutu** - Dzień, w którym obligacje zaczynają być notowane na rynku wtórnym (np. Catalyst), co umożliwia ich kupno/sprzedaż.

**Wielkość emisji** - Całkowita liczba obligacji lub kwota środków pozyskanych przez emitenta w danej emisji.

**Oprocentowanie** - Wysokość odsetek płaconych inwestorowi przez emitenta, w ujęciu rocznym.

**Rodzaj inwestora**, do którego kierowana jest emisja - Określa, czy oferta jest kierowana do inwestorów indywidualnych (np. publiczna oferta) czy profesjonalnych (np. prywatna emisja).

**Tenor** - Okres od dnia emisji do dnia wykupu - czyli czas trwania obligacji (np. 3 lata).

**Zabezpieczenie** - Informacja, czy obligacje są zabezpieczone majątkiem emitenta (np. hipoteką, zastawem), czy są niezabezpieczone.

**Kupon** - Regularna wypłata odsetek dla inwestora - zazwyczaj co kwartał, pół roku lub rok.

### Rodzaj oprocentowania

Stale - oprocentowanie nie zmienia się w czasie;

Zmienne - uzależnione od wskaźników rynkowych (np. WIBOR, WIRON) plus marża.

**Marża** - Dodatkowa stała część oprocentowania ponad stopę bazową (np. WIBOR + 3%).

**Rentowność YTM (Yield to Maturity)** - Szacowana stopa zwrotu z obligacji, jeśli inwestor trzyma ją do wykupu. Uwzględnia kupony i różnicę między ceną zakupu a wartością nominalną.

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynników ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)