

Sezon publikacji wyników

Trwający sezon publikacji wyników dostarcza nowych danych pozwalających na powtórne dokonanie kondycji emitentów. Część spółek niepublicznych prezentuje jedynie wybrane dane co uniemożliwia nam na obliczenie wartości wewnętrznego indeksu inwestycyjnego. Raporty na ogół nie dostarczają powodów do radykalnych zmian oceny kondycji emitentów. Pozytywnie wyróżnia się Sygnity, które poprawia wyniki i zmniejsza poziom zadłużenia, co pozwoliło na wzrost wartości wewnętrznego indeksu inwestycyjnego aż o 2 punkty do 8/10. Pozwala to na określenie poziomu ryzyka na umiarkowanie niskie. Negatywnie wypadło Admiral Boats, które po przejściu stoczni w Tczewie nie tylko zaraportowało słabsze wyniki (wcześniej odwołano prognozę), ale także pogorszył się bilans emitenta. W efekcie zmusiło nas to do zmiany nastawienia wobec Admiral Boats i obecnie klasyfikujemy jego obligacje na poziomie umiarkowanego ryzyka z oceną 6/10.

ocena	wartość indeksu	ilość emitentów	zmiana indeksu	ilość emitentów
podwyższone ryzyko	0	2	-3	1
	1	1	-2	1
	2	1	-1	3
	3	1	0	6
	4	1	1	2
umiarkowane ryzyko	5	0	2	1
	6	3	3	0
	7	3		
	8	3		
niskie ryzyko	9	0		
	10	0		

Źródło: Opracowanie DM BPS

emitent	indeks	zmiana indeksu*
2C Partners	-	-
Admiral Boats	6	-3
Akcept Finance	2	0
East Pictures	-	-
Eurocent	8	0
FKD	7	0
GC Investment	1	-1
GPF Causa	-	-
Klon	6	-1
Kredyt Inkaso	7	1
Marka	-	-
Mera	3	-1
Nanotel	6	-2
Orzeł	0	0
PCZ	-	-
PKN Orlen	7	1
Polfa	0	0
Prefabet-Białe Błota	-	-
Scanmed Multimedis	4	0
Sygnity	8	2
The Farm 51	-	-
Uboat Line	8	-
Werth-Holz	-	-

*zmiana kwartał do kwartału
Źródło: Opracowanie DM BPS

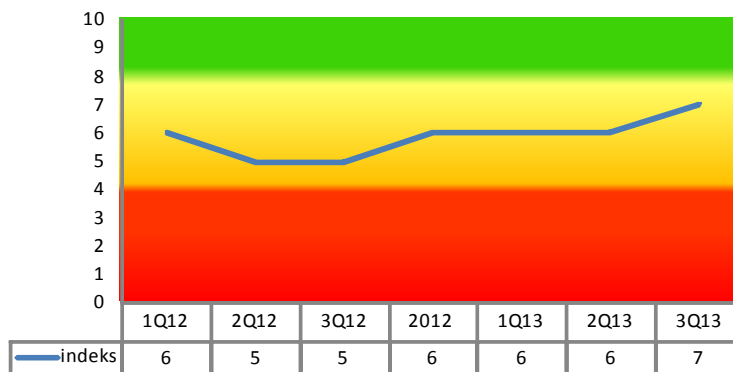
Źródło: Opracowanie DM BPS

W obecnym sezonie publikacji wyników, gdy dokonywaliśmy zmianę oceny emitenta to częściej jest ona „w dół” niż „w górę”. **Nie wpływa to na radykalną zmianę w postrzeganiu jakości rynku, która naszym zdaniem pozostaje niska, tzn. wiele jest papierów z podwyższonym, a nawet wysokim ryzykiem.**

Kredyt Inkaso – dobre wyniki wspierając ocenę emitenta

Po wynikach za 3 kwartał obrachunkowy wartość wewnętrznego indeksu inwestycyjnego Kredyt Inkaso wzrosła do 7/10 (z 6/10) wskazując w dalszym ciągu na umiarkowane ryzyko emitenta. W zakresie wyników nastąpiła dalsza poprawa. Dług pozostaje pod kontrolą mając na uwadze specyfikę działalności, co wpływa korzystnie na wiarygodność emitenta. Niedawna emisja obligacji Kredyt Inkaso (serii W1 i W2) o łącznej wartości nominalnej 70 mln PLN pozwoliła na przeprowadzenie przedterminowego wykupu obligacji S02, których termin zapadalności określono pierwotnie na kwiecień 2014 r. (poprawa struktury terminowej długu). Marże powiększające oprocentowanie obligacji W1 i W2 są niższe niż w przypadku przedterminowo wykupionych obligacji S02 o odpowiednio 80 i 60 pb. (tańsze finansowanie).

Wewnętrzny indeks inwestycyjny



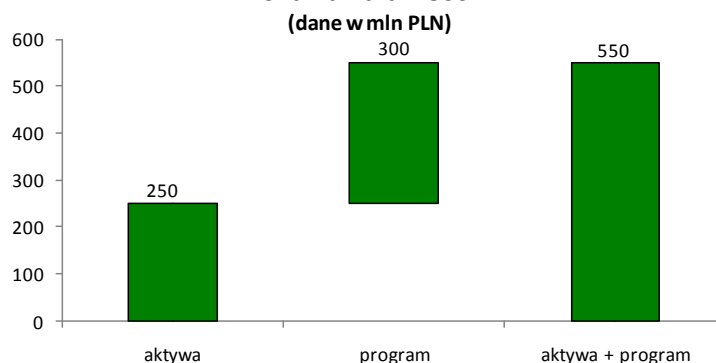
Źródło: opracowanie DM BPS

Komentarz: **Przesunięty rok obrachunkowy.** Na koniec kalendarzowego 2013 roku spółka była w 3 kwartale roku obrachunkowego.

Best – możliwe pogorszenie oceny emitenta

Best, czyli kolejny przedstawiciel branży wierzycielskiej nie podał jeszcze wyników za 2013 r. Natomiast uchwalono program zakładający emisję obligacji o łącznej wartości nominalnej do 300 mln PLN. Widać, że emitent zamierza bardzo dynamicznie rozwijać się, gdyż dotychczasowy poziom aktywów Grupy Best wynosił ok. 250 mln PLN. Niesie to pewne ryzyko, że przy nasilającej się konkurencji emitent może nabyć wierzycielskości wymagające poniesienia większych kosztów, które są obciążone większym ryzykiem przy możliwym niższym potencjalnym zysku. Ponadto ze względu na konstrukcję naszego wewnętrznego indeksu inwestycyjnego, **może to wpłynąć w przyszłości na obniżenie oceny emitenta** w przypadku przeprowadzenia dużej wielkości emisji (nagły i silny wzrost długu). Do tej pory Best był bardzo pozytywnie przez nas postrzegany ze względu na bardzo niski poziom zadłużenia, co ograniczało ryzyko tego emitenta. Obecnie wartość wewnętrznego indeksu inwestycyjnego dla Best wynosi 10/10, co wskazuje na niski poziom ryzyka. Obligacje Best mogą zostać wykupione na żądanie obligatariusza m.in. w przypadku przekroczenia progu wskaźnika zadłużenia, który wynosi 2,0x dla serii G i 2,5x dla serii I.

Program pozwoli na skokowy wzrost skali działalności



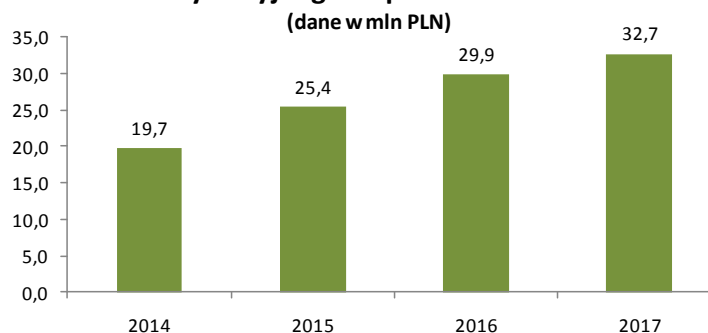
Źródło: Opracowanie DM BPS

Gino Rossi – szansa na ekstra zyski

Obligacje Gino Rossi (seria A) są jednym z naszych typów inwestycyjnych w ramach portfela IKE. Wartość wewnętrznego indeksu inwestycyjnego dla tego emitenta wynosi 5/10, czyli na poziomie wskazującym umiarkowanie wysokie ryzyko. Typ inwestycyjny był poparty naszymi oczekiwaniami z rekomendacji, że spółka będzie w stanie wykupić 2 serie obligacji zapadających w 2015 r przy jednoczesnym zaciągnięciu długu bankowego w wysokości 10 mln PLN. Przy czym nie wykluczamy, że w przyszłości emitent może skorzystać z opcji przedterminowego wykupu obligacji. **W takiej sytuacji Gino Rossi musiałoby wypłacić premię obligatariuszom w wysokości 3% wartości nominalnej obligacji.** Scenariusz ten wydaje się możliwy, gdy spółka zaraportuje poprawę wyników, co może jej umożliwić pozyskanie tańszego finansowania z banku, które posłużyłoby wykupowi obligacji. Wyniki za 4Q'13 zostaną opublikowane 3 marca.

Uchwalony pod koniec ubiegłego roku program motywacyjny zakłada poprawę wyników na poziomie EBITDA, co dodatkowo wspiera nasze oczekiwania w zakresie szansy na realizację wskazanego przez nas scenariusza. Przy czym gdyby nie został on zrealizowany to wówczas zyski ograniczyłyby się do uzyskiwanych odsetek, które będą wysokie mając na uwadze oprocentowanie tych obligacji (oparte na stawce WIBOR 6M powiększone o marżę 675 pb.).

Założenia jakościowe programu motywacyjnego na poziomie EBITDA



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportu spółki

Robyg – presja na ceny obligacji serii I jest nieuzasadniona

Z opcji częściowego przedterminowego wykupu skorzystał niedawno Robyg w przypadku obligacji serii G. Emitent ten nie pierwszy raz skorzystał z tej opcji nie płacąc przy tym premii. Tym razem Robyg wykupił 20% wielkości emisji. Dostrzegamy ryzyko, że po 15 lipca br. emitent mógłby wykupić pozostałe obligacje. Czynnikiem ten może ciążyć na cenach tych obligacji.

Przy czym przecena serii I wydaje się być nieuzasadniona biorąc pod uwagę, że papiery te nie mają opcji przedterminowego wykupu. **Z tego względu przy przecenie tych papierów mogą one być atrakcyjne.** Nasz wewnętrzny indeks inwestycyjny dla Robyga jest wysoki 8/10 wskazując na umiarkowanie niskie ryzyko.

Robyg przeprowadził niedawno emisję obligacji serii K1 o wielkości 45 mln PLN. Nie jest znany cel i warunki emisji. Czynniki ten może wpływać negatywnie na ceny obligacji z opcją przedterminowego wykupu, tj. serii E, F, G i H. Przy czym bez konieczności wypłacenia premii przedterminowy wykup mógłby nastąpić w przypadku serii E i F, a w przypadku serii G jedynie częściowy przedterminowy wykup (20% wielkości emisji).

Klon – mimo lepszych wyników obniżamy ocenę emitenta

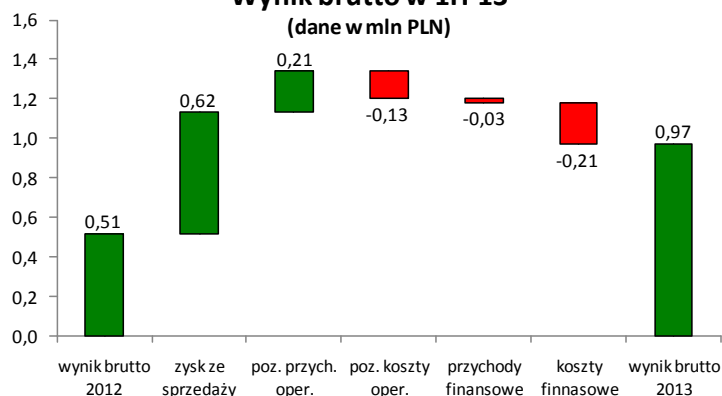
Pomimo poprawy wyniku operacyjnego relacja długu netto do EBITDA pozostaje wysoka. Przy niższym niż poprzednio poziomie gotówki dług netto wzrósł, ale to nie ten czynnik miał decydujący wpływ na lekkie obniżenie wewnętrznego indeksu inwestycyjnego dla tego emitenta. Wskaźnik ten spadł o jeden punkt do 6/10 w skutek **pogorszenia struktury terminowej długu i związanego z tym obniżenia poziomów kapitałów pracujących.** Ryzyko dla tego emitenta określamy jako umiarkowane. Pozytywnie odbieramy rosnącą sprzedaż, która wspiera wyniki finansowe.

Orzeł i Jedynka chcą układu z wierzycielami

W ostatnich dniach dwie spółki złożyły wnioski o ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu. Orzeł co kwartał ponosił straty operacyjne i choć dość dobrze komunikował się z rynkiem to nie był w stanie porozumieć się z wierzycielami. Propozycja układowa jaka została złożona do sądu zakłada m.in. że wykup obligacji serii B (ORL0814) nastąpi z emisji obligacji serii C, które mają zostać objęte przez dotychczasowych obligatariuszy. Oprocentowanie obligacji miałyby być stałe na poziomie 5%. Wartość wewnętrznego indeksu inwestycyjnego dla tego emitenta od początku 2012 r. znajduje się w obszarze „podwyższonego ryzyka” (0/10).

W przypadku Jedynki sytuacja wygląda inaczej. Komunikacja jest słabsza i nie przedstawiono propozycji układu. **Wewnętrzny indeks inwestycyjny dla tego emitenta poprawił się na koniec 1H'13 wzrósł o jeden punkt (do 4/10), ale pozostał w obszarze podwyższonego ryzyka.** Przy czym w trybie warunkowo określaliśmy, że w przypadku trwałej poprawy wyników (jaka była widoczna w 1H'13) będzie możliwość podwyższenia tej oceny.

Wynik brutto w 1H'13 (dane w mln PLN)



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportu spółki

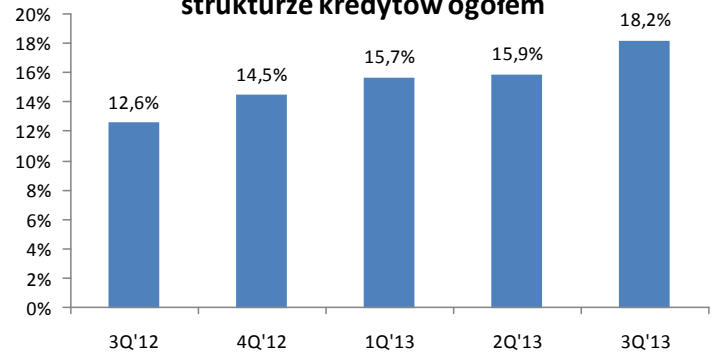
Bank BPS – strata i program naprawczy

Ze wstępnych danych wynika, że **Bank BPS poniósł stratę w 2013 r.** w wyniku konieczności utworzenia rezerw celowych na ekspozycje kredytowe. W raporcie półrocznym BPS nie podał informacji jak wygląda jego portfel kredytowy i jaka jest jego jakość, co rodziło obawy, że może być on słaby. Miało to negatywny wpływ na wartość określanego przez nas wewnętrznego indeksu inwestycyjnego, który wyniósł 4/10, co odpowiada podwyższonemu ryzyku.

Przyjmując, że w 2H'13 portfel kredytowy był dość stabilny (wzrost o 1%) oraz zakładając, że jakość portfela była równie niska jak średnia dla banków zrzeszających na koniec 3Q'13 (18,2%) to oznaczałoby, że wartość kredytów zagrożonych zwiększyła się o ponad 590 mln PLN (tj. 57,4%). Zakładając, że poziom pokrycia rezerwami Banku był taki sam jak na koniec 2012 r. (bardzo niski na poziomie 14,3%) to musiałby on założyć rezerwy na 84,7 mln PLN obciążając wynik finansowy. Z kolei przyjmując, że pokrycie wynosiłoby 16,2% (średnia dla banków zrzeszających wg. stanu na 3Q'13) to wartość rezerw utworzonych przez BPS musiałaby wynieść ponad 263,6 mln PLN, czyli ponad 116,2 mln PLN więcej niż wg. stanu na koniec 2012 r.

W przeciwieństwie do banków spółdzielczych bank zrzeszający (jakim jest Bank BPS) nie może skorzystać z Funduszu Pomocowego. W sytuacji prawdopodobnego obniżenia współczynnika wypłacalności **można spodziewać się, że Bank zdecyduje się na emisję obligacji podporządkowanych.**

Banki zrzeszające: kredyty zagrożone w strukturze kredytów ogółem



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych z KNF



Dom Maklerski Banku BPS SA

ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,
tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556
www.dmbps.pl
dm@dmbps.pl

Biuro Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego:

Marcin Stebakow, MPW – handel, przemysł spożywczy
Dyrektor Biura Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego
marcin.stebakow@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 548

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

Marta Czajkowska-Bałdyga – banki
marta.czajkowska-baldyga@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 527

Tomasz Kania – usługi finansowe, deweloperzy
tomasz.kania@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 542

Analitycy techniczni:

Jacek Borawski

Biuro Sprzedaży:

Mirosław Sobczak
Dyrektor Biura Sprzedaży
miroslaw.sobczak@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 553

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

Departament Operacji:

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

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

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

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

Lech Kucharski, MPW
lech.kucharski@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 522

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

Krzysztof Solus, MPW
krzysztof.solus@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 559

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

Catalyst – rynek instrumentów dłużnych GPW i BondSpot.

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

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

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

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

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

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

Wewnętrzne ratingi inwestycyjne – zostały wyliczone na podstawie 5 wskaźników, tj. Altman EM Score, dług netto/EBITDA, dług netto/kapitały własne, EBIT/koszty finansowe i zmianę EBIT. Dla banków obliczany jest na podstawie współczynnika wypłacalności, udziale kredytów zagrożonych w strukturze kredytów ogółem i relacji kosztów do dochodów banku. Maksymalna wartość wewnętrznych ratingów wynosi 10. Podwyższone ryzyko inwestycyjne występuje wówczas, gdy wskaźnik znajduje się poniżej 5, w przedziale 5-8 ryzyko jest umiarkowane, a powyżej tego poziomu ryzyko uznawane jest za niskie.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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