

25 marzec 2014

Stopy procentowe później w górę

Nowa projekcja inflacyjna jest silnym argumentem dla przeciwników podwyżek stóp procentowych. RPP zakomunikowała, że stopy pozostaną na dotychczasowym poziomie przynajmniej do końca 3Q'14. Długi horyzont prognozy inflacyjnej może być argumentem za utrzymaniem stóp do końca 2014 r., a nawet do połowy 2015 r.

Rozkład prawdopodobieństwa dla kształtowania się inflacji w średnim terminie skierowany jest ku górze, tzn. prawdopodobieństwo przyspieszenia inflacji powyżej górnego odchylenia od celu (28% szans) jest większe niż prawdopodobieństwo ukształtowania inflacji poniżej dolnego ograniczenia od celu (22% szans).

Mając na uwadze retorykę i dotychczasowe działania RPP można przypuszczać, że Rada nie zmieni stóp do momentu aż inflacja nie przybliży się w sposób znaczący do celu, a być może nawet nie osiągnie celu. Stąd uwzględniając mechanizm transmisji pieniądza można przyjąć, że nie będzie realizowana polityka akomodacyjno-prewencyjna.

Zaostrzenie polityki pieniężnej nastąpi później niż dotychczas oczekiwaliśmy, a krótkoterminowo może to wzmacniać papiery ze stałym kuponem.

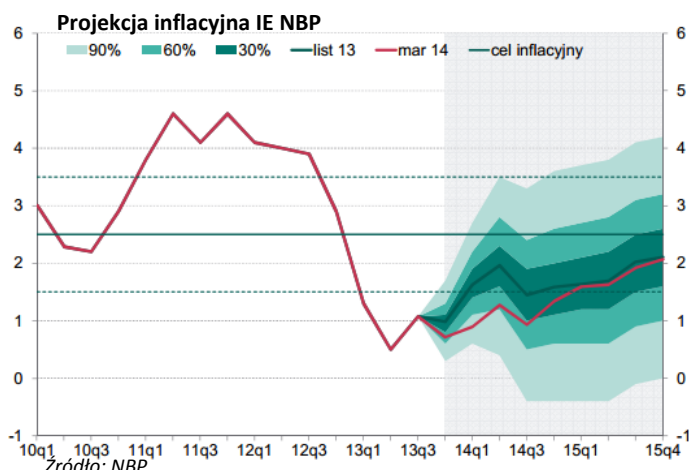
Szczyt sezonu publikacji wyników jest już za nami. Nowe dane pozwoliły nam na dokonanie powtórnej oceny emitentów obligacji. W przypadku połowy emitentów nie zmieniła się nasza ocena (stabilizacja wewnętrznego indeksu inwestycyjnego), a gdy indeks zmieniał swoją wartość z reguły była to zmiana o 1 punkt.

ocena	wartość indeksu	ilość emitentów	zmiana indeksu	ilość emitentów
podwyższone ryzyko	0	4	-4	0
	1	3	-3	3
	2	1	-2	5
	3	7	-1	10
umiarkowane ryzyko	4	7	0	29
	5	3	1	10
	6	11	2	4
	7	6	3	0
niskie ryzyko	8	9	4	1
	9	7		
	10	5		

Źródło: Opracowanie DM BPS

Źródło: Opracowanie DM BPS

Na tle dość stabilnych ocen pozytywnie wyróżnia się Redan, do czego przyczyniły się wyniki w 4Q'13. Sytuacja płynnościowa tego emitenta pozostaje jeszcze słaba, ale zmniejszenie poziomu długu netto w połączeniu z poprawą wyników operacyjnych pozwoliło na podwyższenie oceny o 4 punkty do 5/10. Wskazuje to na **umiarkowanie wysokie ryzyko Redanu** (poprzednio poziom ryzyka określaliśmy jako wysoki).



Wewnętrzny indeks inwestycyjny dla wybranych przedsiębiorstw

emitent	indeks	zmiana indeksu*
Amrest	3	-2
AOW Faktoring	8	0
Atal	7	0
BBI Development	3	-2
Capital Park	3	1
Ciech	4	0
CI Games	10	0
Czerwona Torbka	3	-1
Dom Development	9	0
Echo Investment	6	-2
Energa	9	0
Ferro	10	1
Gant Development	0	0
GTC	0	-1
Hygienika	8	-2
Kruk	7	-1
Maripol	6	0
Midas	1	0
Mo-Bruk	3	0
Multimedia Polska	3	1
Organika	5	1
OT Logistics	9	0
PCC Rokita	10	0
PGNiG	10	0
Polnord	4	1
Rank Progress	1	-1
Redan	5	4
Robyg	8	2
Ronson	6	-3
Unibep	9	0
Voxel	4	-3
Work Service	10	0
ZM Henryk Kania	6	2

*- zmiana w porównaniu do poprzedniej oceny

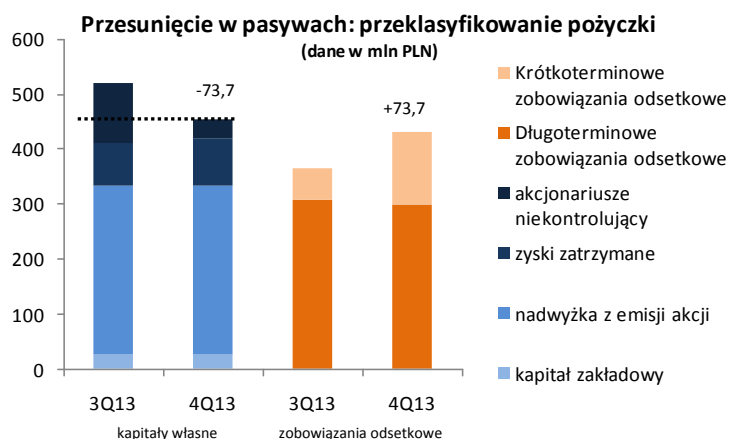
Źródło: Opracowanie DM BPS

W grupie emitentów z większymi zmianami wartości indeksu są deweloperzy, którzy ze względu na projektowy charakter działalności mają bardzo zmienne wyniki. Przy czym problem ten dotyczy przede wszystkim mniejszych deweloperów. Tym razem wśród emitentów z większą zmianą WII (wewnętrzny indeks inwestycyjny) jest Robyga, co wynika z jednoczesnej poprawy wyników operacyjnych i zmniejszenia kosztów finansowych. Skutkowało to **podwyższeniem oceny tego emitenta o 2 punkty do 8/10**. Poziom zadłużenia Robyga zwiększył się w skutek przeklasyfikowanie pożyczki udzielonej przez akcjonariuszy mniejszościowych, która do tej pory ujmowana była jako udziały akcjonariuszy niekontrolujących. W efekcie oprócz wzrostu zadłużenia nastąpiło obniżenie poziomu kapitałów, ale choć relacja długu netto/kapitałów własnych (0,5x) wzrosła to pozostaje na akceptowalnym poziomie i nie wpływa negatywnie na ocenę Robyga.

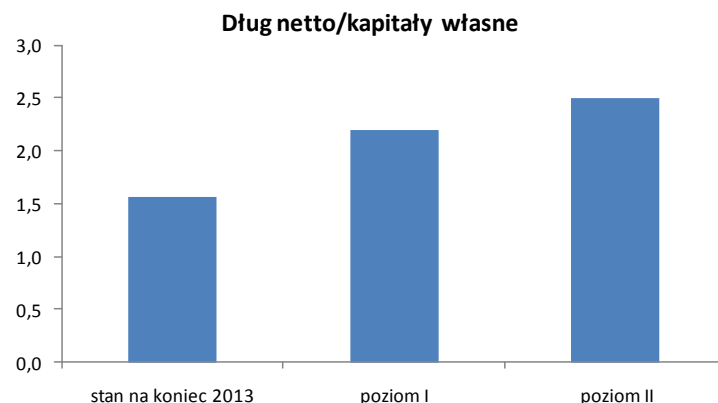
Wśród deweloperów na rynku Catalyst nieprzerwanie wysoko klasyfikujemy obligacje Dom Development w kategorii emitentów z niskim poziomem ryzyka (9/10). Podtrzymujemy także ocenę Atalu (7/10) i obniżamy ocenę Ronsona do (6/10). Ryzyka dla obu wymienionych powyżej emitentów określamy jako umiarkowane. Natomiast wysoki poziom zadłużenia deweloperów komercyjnych powoduje, że tych emitentów oceniamy mniej korzystnie: Echo (6/10), a GTC (0/10). Bardzo niska ocena GTC wynika z faktu, że ma bardzo wysoki poziom zadłużenia przez co koszty obsługi długu mocno ciążyą na wypracowywanym wyniku. W takiej sytuacji ewentualne pogorszenie wyników może stanowić bardzo duży problem dla emitenta. W celu obsługi zadłużenia GTC może być zmuszone do poszukiwania źródeł poza podstawowych, tzn. sprzedaży części aktywów (proces długotrwały, a przy tym poziomie zadłużenia kontrahenci mogą przedstawiać mało atrakcyjne oferty) bądź refinansując zadłużenie. Ocena emitenta jest oparta wyłącznie na wskaźnikach, stąd przy tak wysokim zadłużeniu wartość wewnętrznego indeksu inwestycyjnego dla GTC jest bardzo niska (0/10), co wskazuje na wysokie ryzyko tego emitenta. Z tego względu **bardzo negatywnie postrzegamy GTC**.

Kruk – bezpieczny poziom długu

Choć sam 4Q'13 był słabszy niż rok wcześniej to narastająco wyniki uległy poprawie. Jednak ze względu na konstrukcję wewnętrznego indeksu inwestycyjnego w większym stopniu zwracamy uwagę na bilans. Dług netto wzrósł, ale jego rozmiary nie budzą większych wątpliwości. Pomimo tego negatywnie wpłynęło to na ocenę emitenta. Do poziomów zapisanych w warunkach emisji obligacji istnieje jeszcze spora przestrzeń, tzn. dług netto musiałby wzrosnąć o ponad 262 mln PLN, aby osiągnięty został poziom „ostrzegawczy” przy którym obligatariusze uzyskaliby podwyższenie marży o 50 pb. (nie dotyczy to wszystkich obligacji wyemitowanych przez Kruka). Obecnie relacja długu netto/kapitałów własnych wzrosła do niespełna 1,6x, a zatem nie ma podstaw do obaw. **Poziom ryzyka dla Kruka jest naszym zdaniem umiarkowany**, czego dowodzi wewnętrzny indeks inwestycyjny na poziomie 7/10. W porównaniu do poprzedniej oceny została ona obniżona o 1 punkt, ale pozostaje pozytywna.



Źródło: Opracowanie DM BPS



Poziom I – 2,2x (prawo do podwyższenia marży)

Poziom II – 2,5x (prawo do przedterminowego wykupu na żądanie obligatariuszy)

Źródło: Opracowanie DM BPS

PCC Rokita – bezpieczne, ale niekoniecznie zyskowe

W skutek zdarzeń o charakterze jednorazowym wynik netto PCC Rokity był znacząco niższy niż w 2012 r. Pozostaje to jednak bez wpływu na ocenę tego emitenta. Poprawa wyników operacyjnych przy jednoczesnym spadku kosztów finansowych (w 2012 r. wysokie były koszty finansowe na działalności zaniechanej) wzmacnia ocenę emitenta. Ponadto pozytywnie oceniamy poprawę płynności i dostęp do tańszego finansowania. Z tego względu podtrzymujemy naszą wcześniejszą ocenę tego emitenta z oceną 10/10, choć **nie jest wykluczone że w przypadku dalszego wzrostu zadłużenia odsetkowego dokonamy obniżenia oceny**. Tym nie mniej na ten moment nie dostrzegamy większych ryzyk po stronie emitenta. Natomiast oczywiście mając na uwadze dostęp do tańszego finansowania oraz uchwalony program emisji obligacji o wielkości 200 mln PLN **rośnie ryzyko przedterminowego wykupu, zwłaszcza w przypadku obligacji serii AA (PCR1014) i AB (PCR0615)**. Przyjmując, że PCC Rokita skorzysta z wbudowanej opcji call i wykup nastąpi na koniec bieżącego okresu odsetkowego tych obligacji to YTC dla tych papierów wyniesie 4,27% dla serii AA (po uwzględnieniu premii 0,15% wartości nominalnej obligacji), a dla serii AB zakup po bieżącej cenie jest nierentowny (po uwzględnieniu premii).

Rynek zdaje się ignorować ryzyko przedterminowego wykupu, a same obligacje są zbyt drogie.

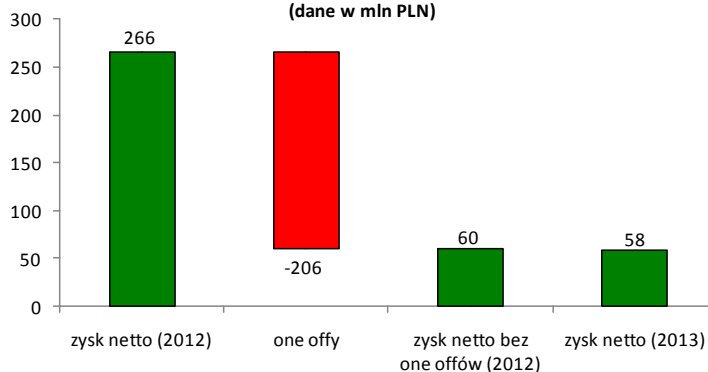
ZM Henryk Kania – pozytywne zaskoczenie

Wewnętrzny indeks inwestycyjny dla tego emitenta od kilku kwartałów balansował pomiędzy poziomem wyznaczającym podwyższone ryzyko, a umiarkowanie niskie ryzyko. Poprawa struktury terminowej długu (poprzez m.in. spłatę obligacji ze środków pozyskanych z banku) w połączeniu z wyraźną poprawą wyników operacyjnych w 4Q'13 stanowiła wsparcie dla oceny ZM Henryk Kania. Wartość wewnętrznego indeksu inwestycyjnego wzrosła o 2 punkty do 6/10. W 4Q'13 nastąpił wzrost zadłużenia, ale relacja długu netto/EBITDA uległa poprawie i zmniejszyła się do 4,4x. Ewentualna trwała poprawa wyników korzystnie wpływałaby na ocenę tego emitenta w przyszłości.

Banki spółdzielcze – pogorszenie klimatu inwestycyjnego

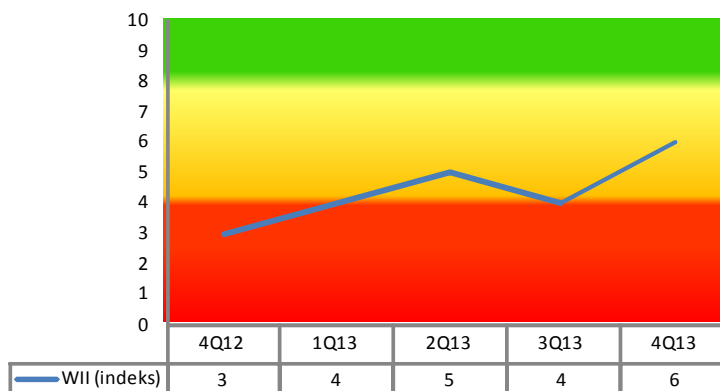
Rozpoczął się sezon publikacji wyników przez banki spółdzielcze. Jego otwarcie zostało poprzedzone informacją o stracie Banku BPS. Bank BPS jest jednym z dwóch banków zrzeszających i jako taki nie jest bankiem spółdzielczym, a jego biznes funkcjonuje w oparciu o funkcje zrzeszeniową, w ramach której pozyskuje nadwyżki finansowe zgromadzone w bankach spółdzielczych (przekazywane do banku zrzeszającego w formie lokat), i przy wykorzystaniu tego filaru prowadzi działalność komercyjną. Przy czym robi to na własny rachunek. Banki spółdzielcze ze zrzeszenia BPS nie są jednostkami zależnymi i ich wyniki nie są odzwierciedlonwe w wynikach skonsolidowanych banku zrzeszającego. Wyjaśnienie te wynika z faktu, że po informacjach o stracie BPS widoczna na rynku jest wyprzedaż „wszystkich” obligacji spółdzielczych.

Wynik netto w 2012 i 2013
(dane w mln PLN)



Źródło: Opracowanie DM BPS

Wewnętrzny indeks inwestycyjny



Źródło: Opracowanie DM BPS

25 marzec 2014

Do tej pory wyniki opublikowało 7 banków, w tym 3 duże banki spółdzielcze (SK Bank, PBS Ciechanów i PBS Sanok). Naszym zdaniem **nie zmienił się ogólny obraz segmentu działalności spółdzielczej po pierwszych raportach rocznych za 2013 r.**

Podwyższyliśmy ocenę Bałtyckiego Banku Spółdzielczego w Darłowie o 2 punkty do 5/10, co wynika z poprawy oceny jakości portfela kredytowego (bank nie podał tej informacji przy okazji wyników za 1H'13 co zaciążyło wówczas na ocenie BBS Darłowo). W dalszym ciągu na ocenie tego emitenta ciąży bardzo niska efektywność kosztowa, choć zauważamy, że w porównaniu do 1H'13 uległa ona lekkiej poprawie.

Ponadto o 1 punkt podwyższona została ocena dla:

1. BS Limanowa (7/10)
2. O.K. Banku (6/10)
3. SK Banku (8/10).

Zarówno w przypadku BS Limianowa i O.K. Banku poprawiła się jakość portfela kredytowego. Widoczna jest kontynuacja pozytywnych tendencji w tym zakresie w BS Limanowa (w ciągu roku udział kredytów zagrożonych w strukturze kredytów ogółem zmniejszył się o 6,5 p.p. do 8,1%). Natomiast zmiana w tym zakresie przez O.K. Bank była niewielka, ale pozwoliło to na podwyższenie oceny tego banku. Przy czym jakość portfela O.K. Banku pozostaje niska (udział kredytów zagrożonych wynosi 11,7%).

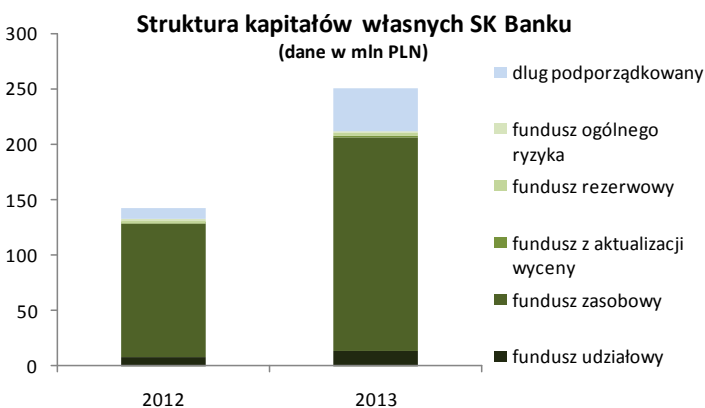
SK Bank - wzmocnienie bazy kapitałowej

Inaczej sytuacja prezentuje się w SK Banku, który bardzo dynamicznie się rozwija (jeden z największych banków spółdzielczych). W ciągu roku baza depozytowa banku podwoiła się, co przy wolniejszym wzroście portfela kredytowego (+48% r/r) spowodowało, że bank ma duże nadwyżki zgromadzonej gotówki, które lokuje w bony pieniężne NBP i na lokatach na rynku międzybankowym. Oferta SK Banku w zakresie lokat jest bardzo atrakcyjna dla klientów, co jednak przy dużej przewadze depozytów nad kredytami stanowi spory koszt dla banku (marża odsetkowa netto banku spadła do 2,8%). Przy silnym wzroście portfela kredytowego następuje obniżenie jego jakości, choć udział kredytów zagrożonych w strukturze portfela nie jest jeszcze niepokojący (6,7%) to jednak wraz z „dojrzewaniem” portfela udział kredytów zagrożonych może rosnać. **Pozytywnie oceniamy dalszą poprawę efektywności kosztowej** (C/I=60,9%, co jest bardzo dobrym poziomem jak na sektor spółdzielczy) **i wzmocnienie bazy kapitałowej** (nie tylko przez tempo wzrostu funduszy, ale i samą strukturę), która umożliwiła wzrost współczynnika wypłacalności do 13,3% pomimo silnego wzrostu skali działalności. Biorąc powyższe pod uwagę jesteśmy zobligowani do podwyższenia oceny SK Banku o 1 punkt do 8/10.

Bank zamierza dalej wzmocniać bazę kapitałową czego dowodem może być informacja o planowanej emisji obligacji.

BBS Darłowo	współczynnik wypłacalności	jakość portfela kredytowego	C/I
2013	11,2%	6,8%	88,4%
1H'13	10,7%	b.d.	90,4%
zmiana	+0,5 p.p.	-	-2,0 p.p.

Źródło: Opracowanie DM BPS



Źródło: Opracowanie DM BPS

25 marzec 2014

PBS Sanok – WII stabilnie niski

Nie zmieniamy natomiast oceny dla innego dużego banku spółdzielczego jakim jest PBS Sanok. Przy czym dostrzegamy kilka pozytywnych zmian, tj.

- wzrost marży odsetkowej netto (do 3,5%),
- kontrolę kosztów działania, która pozytywnie wpłynęła na efektywność kosztową (C/I=72%),
- wzrost współczynnika wypłacalności (o 0,9 p.p. do 10,2%). Już wcześniej wskazywaliśmy, że pozytywnie postrzegamy starania PBS Sanok w zakresie wzmocnienia bazy kapitałowej zarówno poprzez emisję długu podporządkowanego, wzrost funduszy zasobowych i udziałowych).

Jednak w dalszym ciągu nie możemy podwyższyć oceny dla banku ze względu na pogarszającą się jakość portfela kredytowego. **Jesteśmy zmuszeni utrzymać ocenę 4/10, co wskazuje na podwyższone ryzyko PBS Sanok.**

PBS Ciechanów – pakiet CRD IV „uderzy” w bank

Jedynym bankiem spółdzielczym którego wartość wewnętrznego indeksu inwestycyjnego obniżyła się to PBS Ciechanów. Psucie się portfela kredytowego, które zostało odzwierciedlone w rosnących kosztach ryzyka nie pozostało bez wpływu na ocenę banku, która została obniżona o 1 punkt do 6/10. Jest to w dalszym ciągu poziom wskazujący na umiarkowane ryzyko. Większym problemem dla banku są jednak spodziewane zmiany w otoczeniu prawnym, które powodują, że **negatywnie oceniamy strukturę kapitałów własnych banku**. Wynika to z tego, że jest ona oparta w dużym stopniu na kapitale udziałowym, który w przyszłości może być niezaliczany do funduszy podstawowych, a wówczas będzie presja na współczynnik wypłacalności banku. Z tego względu bank będzie potrzebował silnego wzmocnienia bazy kapitałowej. Czynniki ten nie jest oddzwierciedlony w ocenie emitenta, gdyż wewnętrzny indeks inwestycyjny tego nie obejmuje, ale odnosząc się do perspektywy samej oceny to jest ona negatywna.



Źródło: Opracowanie DM BPS



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 wewnętrzznego ratingu 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.