

**Podwyższamy ocenę Dom Development, GPW i PKN Orlen**

Początek sezonu publikacji wyników dał podstawy do zmiany oceny 4 emitentów z rynku Catalyst.

Ponownie podwyższyliśmy WII dla PKN Orlen tym razem o 2 punkty do 8/10. Natomiast w przypadku GPW (do 10/10) i Dom Development (do 9/10) WII wzrosło o 1 punkt. Z kolei obniżyliśmy ocenę MW Trade równocześnie zaznaczając dość specyficzną strukturę zadłużenia, która z punktu widzenia obligatariusza wydaje się być pozytywna. Tym nie mniej WII dla tego emitenta jest niskie i wynosi 3/10.

**PKN Orlen – poprawa wyników i zmniejszenie zadłużenia**

Widoczna jest poprawa wyników PKN Orlen, a po oczyszczeniu wyników ze zdarzeń jednorazowych o charakterze niegotówkowym (odpisy aktualizujące wartość aktywów) wynik operacyjny znacznie przewyższa poziomy odnotowane przed rokiem. Poprawa ta w sposób pośredni i bezpośredni wpływa na podwyższenie naszej oceny PKN Orlen o 2 punkty do 8/10. Doceniamy także kontynuację zmniejszenia długu netto o ok. 3,1 mld PLN do ok. 6,0 mld PLN (przy jednoczesnej poprawie struktury terminowej długu), które jeszcze pół roku temu stanowiło istotny „balast” dla WII.

**ING – WII stabilne**

Podtrzymujemy naszą wysoką ocenę ING na poziomie 9/10. Obecnie nie widzimy ryzyka dla obniżenia WII. Dostrzegamy przyrost kredytów z rozpoznaną utratą wartości, ale ich udział w strukturze portfela w dalszym ciągu jest niski. Przy zwiększeniu wielkości portfela kredytowego w porównaniu do poprzedniego kwartału udział kredytów zagrożonych zmniejszył się o 0,2 p.p. do 4,2%. Nawet przy „dojrzewaniu” portfela kredytowego udział kredytów zagrożonych nie powinien przekroczyć progu, który wymuszałby obniżenie WII. Neutralny dla naszej oceny jest również obniżenie współczynnika wypłacalności, gdyż jego wartość w dalszym ciągu jest wysoka (14,2%). W rocznym horyzoncie widoczna jest poprawa efektywności kosztowej, ale jego wartość (54%) nie pozwala nam na podwyższenie WII.

**Meritum Bank – przejęcie przez Alior Bank**

Zawarcie umowy kupna akcji Meritum Bank przez Alior Bank pozostaje bez wpływu na ocenę Meritum Banku. Zarówno Alior Bank, jak i Meritum Bank ma WII na poziomie 7/10.

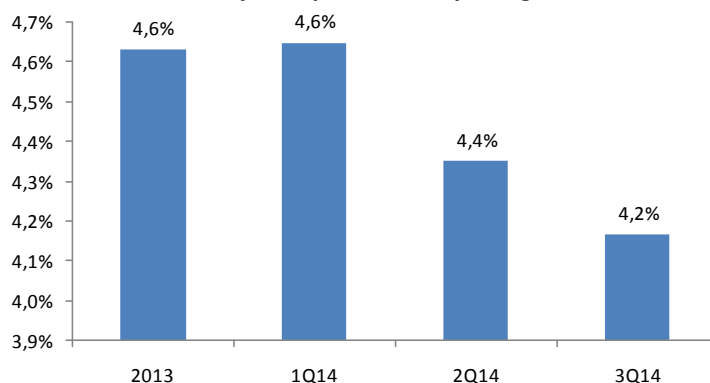
**GPW – najwyższa możliwa ocena**

Poprawa wyników w segmencie rynku towarowego pozwoliła na uzyskanie wyższego niż przed rokiem wyniku operacyjnego całej grupy GPW. W ostatnich kwartałach czynnik ten uniemożliwia nam wystawienie najwyższej możliwej oceny dla GPW ze względu na obniżający się wynik EBIT. Co prawda znaczenie tego czynnika nie jest kluczowe dla wartości WII, ale stanowiło to barierę dla podwyższenia oceny. Ujemny poziom długu netto w połączeniu z wysokimi wynikami operacyjnymi względem kosztów finansowych przy jednoczesnej wysokiej wartości Altman EM Score **pozwała sklasyfikować obligacje tego emitenta jako papiery o niskim ryzyku inwestycyjnym.**

**Wartości WII i jego zmiany**

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

**ING - jakość portfela kredytowego**



Źródło: opracowanie DM BPS

**Robyg – rośnie ryzyko przedterminowego wykupu**

Robyg przeprowadził emisję niezabezpieczonych obligacji serii L o łącznej wartości nominalnej 60 mln PLN. Oprocentowanie tych papierów jest oparte na stawce WIBOR 6M powiększone o marżę, która publicznie nie jest jeszcze znana. Z kolei cel emisji tych obligacji nie został określony. **Mając na uwadze dotychczasową praktykę emitenta oraz wbudowane w obligacje serii E, F, G i H opcję przedterminowego wykupu, przypuszczamy że Robyg może skorzystać z przysługującego mu prawa.** W przypadku obligacji serii E i F wykup tych papierów w grudniu br. nie wiązałby się z koniecznością wypłaty premii. Podobnie jest w przypadku serii G i H w styczniu 2015. Mając na uwadze wysokie marżę serii F i H (480-490 pb.; obie serie niezabezpieczone) oraz możliwość uwolnienia zabezpieczenia z obligacji serii E i G to realizacja scenariusza zakładającego przedterminowy wykup jest dość prawdopodobna.

Łączna wartość nominalna wszystkich 4 serii obligacji tego emitenta wynosi 65 mln PLN wobec 60 mln PLN, które Robyg pozyskał w drodze emisji obligacji serii L.

Przedterminowy wykup prawdopodobnie pozwoli ograniczyć koszty obsługi długu tym bardziej, że poprzednie emisja niezabezpieczonych obligacji Robyga miała marżę 400 pb. (można spodziewać się, że teraz była jeszcze niższa), a średnioważona (wartością nominalną) marża obligacji serii E, F, G i H wynosi 424 pb.

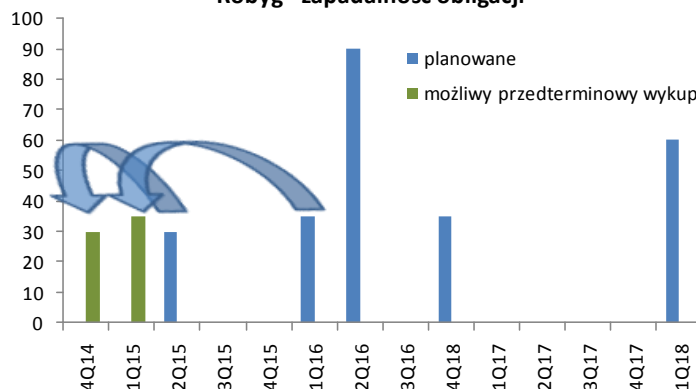
**ED Invest – korekta w dół prognozy**

ED Invest to jedna z tych spółek, która wskaźnikowo wygląda dobrze, ale **za sprawą skali działalności i faktu prowadzenia projektowej działalności nie pozwala wysoko pozycjonować obligacji tego emitenta ze względu na ryzyko opóźnienia realizacji projektu, które może spowodować trudności z terminowym wykupieniem obligacji.** Wskaźniki zadłużenia są na niskim poziomie, a poziom osiąganych zysków operacyjnych pozwala na swobodne pełne pokrycie kosztów finansowych. Jednakże niewielka skala działalności powoduje dużą zależność osiąganych wyników od realizacji poszczególnych projektów, czego potwierdzeniem może być znaczące zrewidowanie w dół prognozy na 2014. WII dla ED Invest wynosi 7/10, co wskazuje na umiarkowane ryzyko.

**MW Trade – dalszy wzrost długu**

Wyniki MW Trade oceniamy jako solidne. Biznes jest powtarzalny, a przy wzroście wielkości portfela można spodziewać się dalszej poprawy wyników. Jednakże **zwiększenie skali działalności odbywa się kosztem wzrostu zadłużenia, co negatywnie wpływa na naszą ocenę emitenta.** Widoczna jest tendencja zmiany struktury zadłużenia w kierunku zmniejszenia kredytów i obligacji, a zwiększenia „zobowiązań z tytułu nabycia pozostałych aktywów finansowych (wykupy)”, co jest swego rodzaju pożyczką od znaczącego akcjonariusza. Mając na uwadze strukturę akcjonariatu i możliwe wsparcie ze strony banku, to wypłacalność takiego podmiotu należałoby ocenić wysoko. Finansowanie emitenta przez głównego akcjonariusza zwiększa względne poczucie bezpieczeństwa z punktu

**Robyg - zapadalność obligacji**



Źródło: opracowanie DM BPS

ED Invest	stara prognoza na 2014	aktualna prognoza na 2014	zmiana
EBIT	11,6	5,8	-50%
zysk netto	8,3	4,5	-46%

Źródło: opracowanie DM BPS

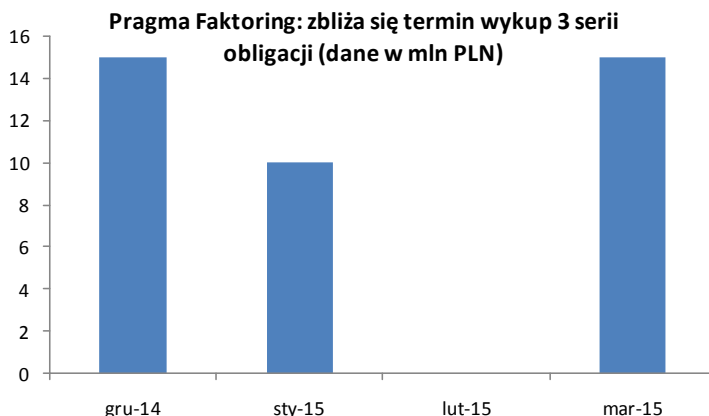
widzenia kredytodawców i obligatariuszy. Nasz model tego nie uwzględnia, gdyż patrzymy na całość zobowiązań odsetkowych. Mając na uwadze obniżenie Altman EM Score obniżamy ocenę emitenta o 1 punktu do 3/10.

**Pragma Faktoring – podtrzymujemy naszą niską ocenę**

Zwiększenie przychodów i poprawa wyników przez Pragmę Faktoring jest pozytywna, aczkolwiek **zwracamy uwagę na stosunkowo niedużą skalę prowadzonej działalności i negatywną strukturę terminową zadłużenia**. Dług netto ponownie zmniejszył się i w relacji do kapitałów własnych jest na relatywnie niskim poziomie porównując do innych podmiotów z branży, ale przy dotychczasowym poziomie przepływów z działalności operacyjnej emitent nie jest w stanie wykupić zapadających w 4Q'14 i 1Q'15 obligacji. Można przypuszczać, że zadłużenie te zostanie zrolowane, tym nie mniej nasza ocena Pragmy Faktoring utrzymuje się na poziomie 4/10 wskazując na podwyższone ryzyko inwestycyjne.

**Sektor bankowości spółdzielczej**

W świetle raportów półrocznych widoczne jest, że banki dostosowały swoją ofertę depozytową do warunków rynkowych, co pozwoliło ograniczyć koszty odsetkowe i umożliwiło poprawę wyniku odsetkowego. Przychody odsetkowe są pod presją niskich stóp procentowych, ale zwłaszcza duże banki „nadrabiają” wysokim przyrostem portfela kredytowego. **Widoczna jest poprawa efektywności kosztowej banków spółdzielczych (za wyjątkiem najmniejszych), obniżenie jakości portfela kredytowego i wzrost współczynnika wypłacalności (za wyjątkiem największych BS-ów)**. Korzystna zmiana ostatniego z wymienionych parametrów to efekt zmiany regulacji prawnej poprzez wprowadzenie wskaźnika korygującego (0,7619) dla ekspozycji MŚP (przy wyliczaniu ekspozycji ważonej ryzykiem kredytowym). Raporty półroczne stanowiły podstawę do obniżenia WII dla BS Skierniewice (5/10), Orzesko-Knurowskiego Banku Spółdzielczego (5/10) i Bałtyckiego Banku Spółdzielczego w Darłowie (4/10). Jednocześnie podwyższyliśmy ocenę Warszawskiego Banku Spółdzielczego (9/10), BS Białej Rawskiej (9/10), GBS Barlinek (8/10), BS Piaseczno (8/10) oraz Banku BPS (3/10). Więcej w teleskopie sektorowym <http://dmbps.pl/teleskop-sektorowy>



Źródło: opracowanie DM BPS

**Sektor spółdzielczy – WII i jego zmiany**

ocena	wartość indeksu	ilość emitentów	zmiana indeksu	ilość emitentów
podwyższone ryzyko	0	0	-4	0
	1	0	-3	0
	2	0	-2	0
	3	1	-1	3
	4	5	0	14
umiarkowane ryzyko	5	2	1	2
	6	1	2	1
	7	3	3	2
	8	5	4	0
niskie ryzyko	9	5		
	10	0		

Źródło: opracowanie DM BPS

Źródło: opracowanie DM BPS



emitent	suma bilansowa [mln PLN]	kapitały własne [mln PLN]	współczynnik wypłacalności	jakość portfela kredytowego	C/I	WII [pkt.]	zmiana współczynnika wypłacalności	zmiana jakości portfela kredytowego	zmiana C/I	zmiana WII
Bank BPS	17 334	736	9,7%	b.d.	61,3%	3	<b>0,0%</b>	-	-11,0%	1
SK Bank	3 506	269	12,8%	5,1%	60,6%	8	<b>-0,4%</b>	-1,6%	-0,3%	0
PBS Sanok	2 554	170	10,0%	9,5%	66,3%	4	<b>-0,2%</b>	<b>0,2%</b>	-5,9%	0
KBS Kraków	2 406	157	13,8%	6,6%	74,0%	7	0,4%	<b>0,4%</b>	-2,4%	0
PBS Ciechanów	1 290	98	10,1%	7,4%	54,2%	6	<b>-0,3%</b>	<b>0,8%</b>	-10,6%	0
BS Biała Rawska	967	77	12,3%	5,0%	51,0%	9	2,4%	<b>2,2%</b>	-6,1%	3
BS Skierniewice	839	57	10,0%	7,4%	59,7%	5	<b>-0,8%</b>	<b>0,3%</b>	-4,7%	-1
GBS Barlinek	811	61	13,4%	5,9%	54,6%	8	1,9%	-1,1%	-20,4%	3
WBS Warszawa	767	66	14,1%	7,5%	47,7%	9	1,3%	<b>0,6%</b>	-5,3%	1
BS Ostrowi Maz.	761	86	15,4%	4,6%	51,2%	9	1,2%	<b>1,0%</b>	-3,2%	0
SBR Szepietowo	718	43	10,7%	7,7%	52,5%	4	1,0%	<b>1,2%</b>	-2,1%	0
BS Limanowa	631	47	13,2%	9,6%	63,6%	7	1,0%	<b>1,5%</b>	-11,3%	0
ESBANK Radomsko	630	47	12,6%	7,5%	76,5%	7	0,4%	-0,6%	<b>4,2%</b>	0
BS Piaseczno	589	43	13,4%	5,3%	62,2%	8	2,8%	-0,1%	<b>3,3%</b>	2
OK. Bank	582	36	13,0%	12,6%	80,7%	5	1,0%	<b>0,9%</b>	-3,8%	-1
BS Płońsk	484	41	14,5%	3,8%	67,8%	9	<b>0,0%</b>	-0,2%	<b>3,1%</b>	0
MBS Łomianki	355	27	12,8%	3,4%	77,3%	8	0,7%	-0,2%	-2,7%	0
BS Tychy	345	27	16,1%	22,7%	68,0%	4	1,7%	<b>0,7%</b>	<b>12,3%</b>	0
Hexabank	270	23	18,1%	3,0%	59,1%	9	5,4%	<b>0,3%</b>	-4,6%	0
BBS Darłowo	250	14	10,8%	9,6%	83,3%	4	<b>-0,4%</b>	<b>2,8%</b>	-5,1%	-1
PMBS Zabłudów	234	13	10,1%	8,1%	82,5%	4	1,1%	-1,2%	<b>21,5%</b>	0
KBS Aleksandrów Kuj.	189	23	17,1%	0,4%	83,7%	8	<b>-1,4%</b>	-0,1%	-2,3%	0
<b>mediana</b>			<b>12,9%</b>	<b>7,4%</b>	<b>62,9%</b>	<b>7</b>				

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](http://www.dmbps.pl)  
[dm@dmbps.pl](mailto:dm@dmbps.pl)

**Departament Analiz:**

**Marcin Stebakow**, MPW – handel, przemysł spożywczy

Dyrektor Departamentu Analiz

[marcin.stebakow@dmbps.pl](mailto:marcin.stebakow@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 548

**Kamil Artyszuk** – obligacje

[kamil.artyszuk@dmbps.pl](mailto:kamil.artyszuk@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 535

**Marta Czajkowska-Bałdyga** – banki

[marta.czajkowska-baldyga@dmbps.pl](mailto:marta.czajkowska-baldyga@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 527

**Tomasz Kania** – usługi finansowe, deweloperzy

[tomasz.kania@dmbps.pl](mailto:tomasz.kania@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 542

**Marek Straszak**, MPW, DI – budownictwo, materiały budowlane

[marek.straszak@dmbps.pl](mailto:marek.straszak@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 540

**Łukasz Rydzkowski**,

[lukasz.rydzkowski@dmbps.pl](mailto:lukasz.rydzkowski@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 527

**Marek Olewiecki**, MPW

[marek.olewiecki@dmbps.pl](mailto:marek.olewiecki@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 527

**Analitycy techniczni:**

**Jacek Borawski, Sławomir Rudaś**

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

**Piotr Majka**, MPW

Wiceprezes Zarządu

[piotr.majka@dmbps.pl](mailto:piotr.majka@dmbps.pl)

Tel.: (22) 53 95 520

**Krzysztof Solus**, MPW

Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży Instytucjonalnej

[krzysztof.solus@dmbps.pl](mailto:krzysztof.solus@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 555

**Bogdan Dzimira**, MPW, Doradca Inwestycyjny

[bogdan.dzimira@dmbps.pl](mailto:bogdan.dzimira@dmbps.pl)

Tel.: (22) 53 95 523

**Jan Woźniak**, MPW

[jan.wozniak@dmbps.pl](mailto:jan.wozniak@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 536

**Artur Kobos**, MPW

[artur.kobos@dmbps.pl](mailto:artur.kobos@dmbps.pl)

Tel.: (22) 53 95 511

**Bartosz Szaniawski**

[bartosz.szaniawski@dmbps.pl](mailto:bartosz.szaniawski@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 525

**Departament Sprzedaży Detalicznej:**

**Beata Zbrzezna**, MPW

[beata.zbrzezna@dmbps.pl](mailto:beata.zbrzezna@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 544

**Lech Kucharski**, MPW

[lech.kucharski@dmbps.pl](mailto:lech.kucharski@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 522

**Anna Pajkert**,

[anna.pajkert@dmbps.pl](mailto:anna.pajkert@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 078

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

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

**WII=Wewnętrzny indeks inwestycyjny** – wyliczany 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 wewnętrznego 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.*