



### Oferty ze stałym kuponem nie będą normą

Chociaż oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w znacznym stopniu wygasły, to jednak wzrost stóp procentowych wydaje się być jedynie kwestią czasu. Zdają się to dostrzegać emitenci, np. PKN Orlen, który przeprowadził emisję obligacji ze stałym oprocentowaniem, a uchwalony przez Getin Noble Banku program emisji obligacji podporządkowanych nie wyklucza możliwości stałego oprocentowania. Duże, silne podmioty mogą przeprowadzać takie emisje ze względu na swoją pozycję. W odmiennej sytuacji mogą być słabsze firmy, które przeważają na rynku. W środowisku oczekiwań na podwyżki stóp procentowych trudno sobie wyobrazić, aby inwestorzy dodatkowo przejęli na siebie ryzyko stóp procentowych.

### Dość dużo papierów o niskiej jakości

Jakość rynku Catalyst oceniamy dość nisko, co wynika z dość dużej ilości papierów w grupie o podwyższonym ryzyku.

Rozpoczynający się sezon publikacji wyników za 1Q'14 znacząco nie zmienia naszej opinii. Wyniki publikowane są przez spółki publiczne, które z reguły są w nieco lepszej kondycji finansowej.

Utrzymujemy m.in. nasze pozytywne nastawienie do GPW (9/10), ale już np. w przypadku PKN Orlen i Dom Development nastąpiło obniżenie WII (wewnętrzny indeks inwestycyjny).

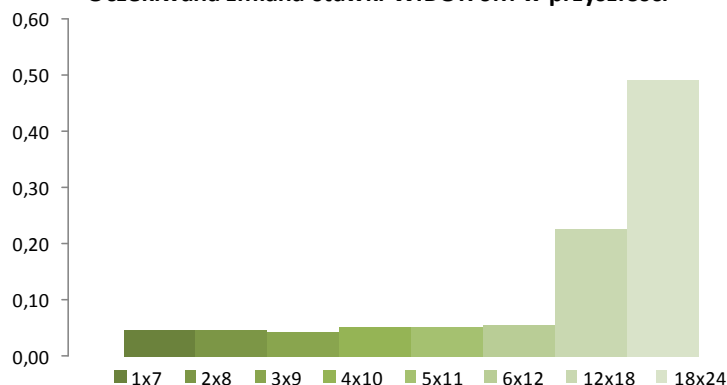
### Wzrost zadłużenia PKN Orlen

Przyczyną obniżenia oceny PKN Orlen o 2 punkty do 5/10, czyli poziomu wskazującego umiarkowanie wysokiego ryzyko, jest pogorszenie relacji długu netto/EBITDA (ponad 3,7x). Związane jest to z podwojeniem wysokości zadłużenia odsetkowego netto przy jednoczesnym obniżeniu zysku operacyjnego. Mimo obniżenia oceny **nie zmieniamy zasadniczo naszego nastawienia do tego emitenta**, choć w przypadku dalszego obniżenia WII nie wykluczamy tego ze względu na wysoki poziom zadłużenia, który mógłby okazać się nieadekwatny do marż powiększających oprocentowanie obligacji tego emitenta.

### Niższa ocena Dom Development

Słabsze wyniki operacyjne zmusiły nas również do obniżenia oceny Dom Development do 8/10. W dalszym ciągu pozytywnie postrzegamy tego emitenta ze względu na niski poziom zadłużenia i korzystną strukturę terminową zadłużenia odsetkowego przy jednoczesnym wysokim poziomie gotówki. Jednak niedawny lider rynku przekazuje obecnie mieszkania z mniej rentownych projektów (marża brutto spadła o 9 p.p. do 16,4%), co przy spadku przychodów i utrzymaniu bazy kosztowej (koszty sprzedaży i ogólnego zarządu) przekłada się na znaczące obniżenie wyniku EBIT (o 73%). Skutkuje to wzrostem długu netto/EBITDA do 2,1x. Pozostałe elementy brane do oceny emitenta nie zmieniły się w istotny sposób, aby utrzymać dotychczasową bardzo wysoką ocenę wskazującą na „niski poziom ryzyka”. Obecnie ten poziom określamy jako „umiarkowanie niski”. Mając na uwadze spodziewane słabsze wyniki w 2-3Q'14 i znaczącą poprawę w 4Q'14 to **prawdopodobnie w najbliższych kwartałach ocena tego emitenta nie zostanie podwyższona**.

### Oczekiwana zmiana stawki WIBOR 6M w przyszłości



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych z Bloomberg

### Wartości WII i jego zmiany

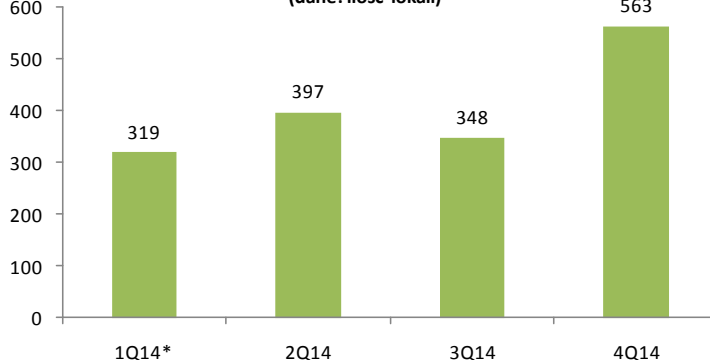
ocena	wartość indeksu	ilość emitentów	zmiana indeksu	ilość emitentów
podwyższone ryzyko	0	4	-4	1
	1	3	-3	3
	2	1	-2	7
	3	8	-1	12
	4	8	0	38
umiarkowane ryzyko	5	6	1	12
	6	13	2	7
	7	9	3	0
	8	12	4	1
niskie ryzyko	9	11		
	10	7		

Źródło: Opracowanie DM BPS

Źródło: Opracowanie DM BPS

### Wielkość projektów przekazywanych w 2014 r.

(dane: ilość lokali)



\*-liczba mieszkań z projektów przekazywanych w 1Q'14 pomniejszona o ilość przekazanych we wszystkich projektach w 1Q'14

Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych z Dom Development



### Deafult GC Investment poprzedzony niskim WII

Niewykupienie w terminie obligacji przez GC Investment nie jest dla nas zaskoczeniem. Już wcześniej **wskazywaliśmy, że papiery tego emitenta są o podwyższonym ryzyku**, a jego WII wynosi 1/10. Po informacji o tym, że spółka nie dokonała wykupu dwóch serii obligacji (tylko jedna z zabezpieczeniem na prawie użytkownika gruntu była notowana na Catalyst) został złożony przez emitenta wniosek o ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu.

### Banki spółdzielcze – pozytywnie choć z wyjątkami

Większość banków spółdzielczych opublikowała już wyniki za 2013. Chociaż kontynuowały one dotychczasowe tendencje w zakresie wzrostu skali działalności to ich wyniki już na poziomie odsetkowym pogorszyły się w warunkach malejących stóp procentowych. W 2H'13 większość banków spółdzielczych poprawiła swoje wyniki odsetkowe, choć za wyjątkiem największych banków marża odsetkowa netto w dalszym ciągu była pod presją spadkową. **Słabsze wyniki nie wpłynęły jednak znacząco na ocenę emitentów.** Wyjątek stanowi jedynie Bank BPS, który jest bankiem zrzeszającym. Natomiast w skali całego sektora znacznie częściej ocena wynikająca z wartości wewnętrznego indeksu inwestycyjnego (WII) była podwyższona niż obniżana.

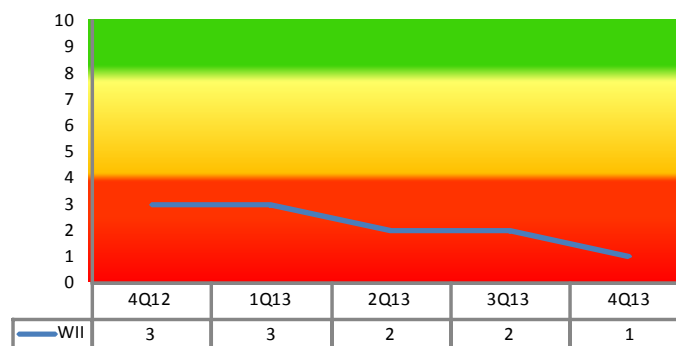
### Bank BPS - negatywnie

Bank BPS przy okazji raportu za 1H'13 nie podał informacji o jakości portfela kredytowego, co wówczas zaciążyło na ocenie banku. Obawy okazały się uzasadnione, gdyż udział kredytów zagrożonych wzrósł do 17%. Bank wycofał się z kredytów konsorcjalnych i przebudował strukturę aktywów w kierunku większego udziału bonów pieniężnych NBP i obligacji skarbowych. Przejście na aktywa niskodochodowe odbiły się na wyniku odsetkowym. Jednak główną przyczyną poniesienia straty w 2013 było założenie rezerw na należności zagrożone. Poniesiona strata zaciążyła na wartości funduszy własnych, a w konsekwencji na współczynniku wypłacalności, który spadł do 8,4%. **Bank wymaga wzmocnienia bazy kapitałowej.** Program naprawczy banku nie został jeszcze zatwierdzony. W skutek powyższych danych WII dla banku spadł do 2/10.

### Bank Spółdzielczy w Ostrowi Mazowieckiej – pozytywnie

Na tle sektora szczególnie pozytywnie wyróżnia się Bank Spółdzielczy w Ostrowi Mazowieckiej na co składa się bardzo dobra jakość portfela kredytowego (udział kredytów zagrożonych wynosi 3,6%), stosunkowo niska relacja kosztów do dochodów (C/I=54,4%) i wysoka wartość współczynnika wypłacalności (14,2%). Jest to odzwierciedlone w wysokiej **ocenie 9/10 dla tego emitenta**, która wskazuje na jego niskie ryzyko. Jednocześnie przypominamy, że począwszy od lutego 2016 marża powiększająca oprocentowanie obligacji zostanie podwyższona o 10 pb. do 360 pb. (i co roku będzie wzrastać o 10 pb.), o ile bank nie skorzysta z opcji przedterminowego wykupu. Mając to na uwadze rentowność w okresie do przedterminowego wykupu (YTC) mogłaby przy bieżącej cenie wynieść 6,47% (vs YTM 7,02%). Naszym zdaniem możliwość wykorzystania opcji nie będzie pozwalała na bardziej znaczący

### GC Investment (WII)



Źródło: Opracowanie DM BPS

### Wartości WII dla banków spółdzielczych i banku zrzeszającego

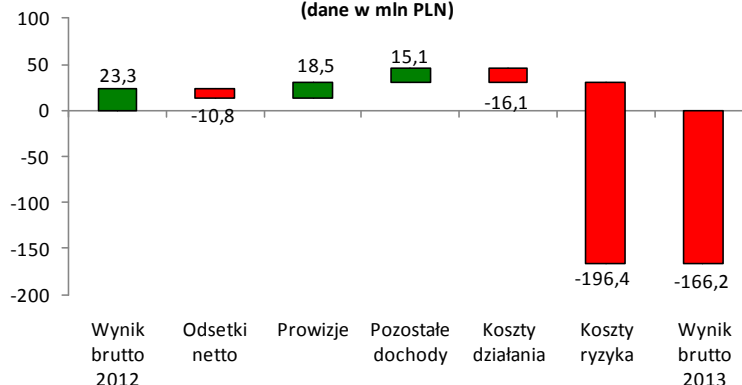
emitent	indeks	zmiana indeksu*
Bank BPS	2	-2
BS Biała Rawska	6	-1
BS Darłowo	5	2
BS Limanowa	7	1
BS Ostrowi Maz.	9	0
BS Piaseczno	6	0
BS Płońsk	9	1
BS Skierniewice	6	0
ESBANK	7	2
GBS Barlinek	5	0
KBS Kraków	7	2
MBS Łomianki	8	2
OK. Bank	6	1
PBS Ciechanów	6	-1
PBS Sanok	4	0
SBR Szepietowo	5	1
SK Bank	8	1

\*- w porównaniu do poprzedniej oceny dokonanej w oparciu o raport za 1H'13

Źródło: Opracowanie DM BPS

### Wynik brutto Banku BPS w 2013

(dane w mln PLN)



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportu banku.



9 maj 2014

wzrost cen obligacji tego emitenta. Przy czym **obecne ceny oceniamy jako atrakcyjne mając na uwadze jakość emitenta.**

#### Krakowski Bank Spółdzielczy – podwyższenie oceny

Podwyższyliśmy ocenę dla Krakowskiego Banku Spółdzielczego o 2 punkty do 7/10, doceniając wzmocnienie bazy kapitałowej dzięki której współczynnik wypłacalności banku wzrósł o 2,3 p.p. do 13,4%. W warunkach wzmocnienia bazy depozytowej bank zwiększył zaangażowanie w dłużne papiery wartościowe (głównie przez przyrost bonów pieniężnych NBP), co nie stanowiło obciążenia dla współczynnika wypłacalności (tak jak w przypadku wzrostu akcji kredytowej). Portfel kredytowy banku rozwija się umiarkowanie szybko (6%), a jego jakość jest dość wysoka (6,2%). Koszty działania banku są stosunkowo wysokie, co widać w wysokiej relacji względem wyniku na działalności bankowej (C/I=76,4%). Ten czynnik ciąży na ocenie banku i w dużym stopniu ogranicza przestrzeń przed dalszym podwyższeniem oceny.

#### Zmiany regulacji prawnych – jednorazowy pozytywny efekt

Z szacunków KNF wynika, że wpływ zmian funduszu udziałowego, zobowiązań podporządkowanych i wymogu kapitałowego na współczynnik wypłacalności sektora bankowości spółdzielczej w krótkim terminie będzie pozytywny, tzn. na koniec ub. r. **współczynnik wypłacalności w skali sektora wzrósłby z 14,3% do 16,2%**. Jest to skutek odczlenienia wymogu kapitałowego z tytułu ryzyk związanych z ekspozycjami wobec MŚP poprzez zastosowanie współczynnika 0,7619, co skutkuje jednorazowym silnym spadkiem wymogu kapitałowego, a tym samym wspiera współczynnik wypłacalności. Natomiast w zakresie wpływu zmian funduszu udziałowego to jego skutki są rozłożone w czasie (będzie on amortyzowany liniowo przez 10 lat, a docelowo nie będzie zaliczany do funduszy własnych).

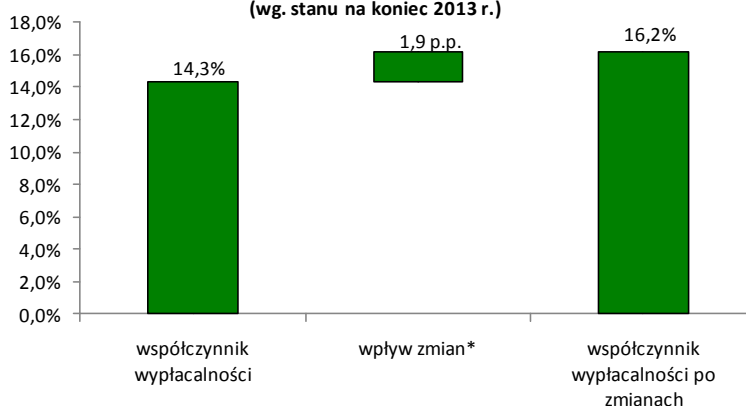
#### Nie wszystkie obligacje podporządkowane banków będą zaliczane do funduszy uzupełniających – zmiany prawne

Meritum Bank zamierza przedterminowo wykupić obligacje serii A, co jest związane z wejściem w życie zmian prawnych (rozporządzenie PE i Rady UE nr 575/2013 ws. wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych), które uniemożliwiają temu emitentowi zaliczenie środków z wyemitowanych obligacji do funduszy uzupełniających banku. Przypadek z Meritum Bankiem **nie oznacza, że dotychczas emitowane obligacje podporządkowane innych banków nie będą zaliczane do funduszy uzupełniających.** To dość szczególny przypadek który może wynikać z tego kto obejmował te papiery. Charakterystyka papieru który może być zaliczona do funduszy uzupełniających została określona w art. 52 ww. rozporządzenia.

KBS Kraków	współczynnik wypłacalności	jakość portfela kredytowego	C/I
2013	13,4%	6,2%	76,4%
1H'13	11,1%	7,0%	84,6%
zmiana	+2,3 p.p.	-0,8 p.p.	-8,2 p.p.

Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportu banku.

Współczynnik wypłacalności - szacunki KNF dot. sektora BS (wg. stanu na koniec 2013 r.)



\*-wpływ zmian prawnych w zakresie funduszu udziałowego, zobowiązań podporządkowanych i wymogu kapitałowego.

Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych KNF.

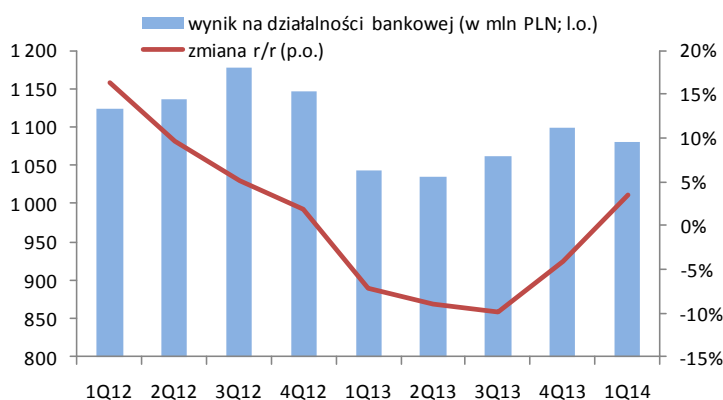


9 maj 2014

### W 1Q'14 nastąpiła poprawa wyniku odsetkowego i dalszy wzrost kosztów ryzyka

Statystyki KNF dotyczące całego sektora bankowości spółdzielczej wskazują na to, że w 1Q'14 wynik odsetkowy banków spółdzielczych poprawił się o 3,7% r/r. Poprawie, choć wolniejszej, uległ także wynik pozaodsetkowy w efekcie wyniku na działalności bankowej wzrósł o 3,5%. Przy słabszym niż przed rokiem wyniku z pozostałej działalności operacyjnej i niskim tempie wzrostu kosztów działania (ok. 2% vs. 10% wzrost sumy bilansowej) efektywność kosztowa sektora uległa poprawie o 0,9 p.p. względem danych za 1Q'13 i 3,3 p.p. w porównaniu do danych z końca 2013. Relacja kosztów do dochodów w dalszym ciągu jest dość wysoka i wynosi 67,4%. Wynik finansowy netto w skali całego sektora był podobny jak przed rokiem, gdyż ciągle ciężą na nim zwiększone koszty ryzyka. Licząc od początku roku współczynnik wypłacalności sektora obniżył się o 0,15 p.p. do 14,15%.

### Wynik na działalności bankowej sektora BS i jego zmiana



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych KNF.

RZiS Sektora BS		1Q'13	1Q'14	Zm. %	2012	2013	Zm. %
mIn PLN	Wynik odsetkowy	786,9	816,1	3,7	3 534,0	3 189,8	-9,7
	Wynik pozaodsetkowy	256,0	263,6	2,9	1 051,0	1 049,1	-0,2
	<b>Wynik na działalności bankowej</b>	<b>1 043,0</b>	<b>1 079,7</b>	<b>3,5</b>	<b>4 585,0</b>	<b>4 239,0</b>	<b>-7,5</b>
	Wynik z pozostałej dział. oper.	15,3	12,6	-17,7	91,7	84,0	-8,4
	Koszty działania banku	723,1	736,6	1,9	3 078,5	3 058,2	-0,7
	<b>Koszty ryzyka</b>	<b>50,0</b>	<b>74,8</b>	<b>49,6</b>	<b>338,7</b>	<b>307,0</b>	<b>-9,4</b>
	<b>Zysk brutto</b>	<b>283,6</b>	<b>283,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>1 241,0</b>	<b>960,3</b>	<b>-22,6</b>
	<b>Zysk netto</b>	<b>223,2</b>	<b>221,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>967,5</b>	<b>748,1</b>	<b>-22,7</b>
∞	Współczynnik wypłacalności	13,9	14,2	0,3	13,8	14,3	0,5

Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych KNF.



9 maj 2014

**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

**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,  
producenci maszyn górniczych  
[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

**Marcin Nowak**, MPW  
[marcin.nowak@dmbps.pl](mailto:marcin.nowak@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 55

**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:**

**Mirosław Sobczak**  
Dyrektor Departamentu Sprzedaży Detalicznej  
[miroslaw.sobczak@dmbps.pl](mailto:miroslaw.sobczak@dmbps.pl)  
tel.: (22) 53 95 553

**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

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.*