

Obniżki stóp procentowych?

Rada Polityki Pieniężnej na czerwcowym posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Wydzwięk komunikatu został nieco złagodzony, a podczas konferencji wskazano możliwość obniżki stóp procentowych. Naszym zdaniem taki scenariusz jest mało prawdopodobny, choć rynek pod to może grać w horyzoncie 2-3 miesięcy szczególnie pod wpływem danych o lipcowej inflacji, która pod wpływem czynników o charakterze jednorazowym (baza z ub. r. związana z podwyższeniem opłat za śmieci, która wówczas „podbiła” inflację o ok. 0,37 p.p.) może obniżyć się poniżej 0. Dodatkowym wsparciem dla ewentualnej obniżki stóp procentowych jest luzowanie polityki pieniężnej w Strefie Euro.

Obniżki ocen

Dokonałiśmy ponownej weryfikacji ocen poszczególnych emitentów, którzy w ostatnich tygodniach publikowali raporty okresowe. Zazwyczaj nasza ocena (WII) nie uległa zmianie, ale w przypadku rewizji była to najczęściej korekta w dół.

- Wśród nielicznych przypadków podwyższonej oceny należy wymienić przede wszystkim: Echo Investment, Erbud i Kruk.
- Wystawiliśmy także oceny dla kilku niedawnych debiutantów na rynku Catalyst i w świetle oceny WII podchodzimy do nich z dużą ostrożnością: Polkap (3/10), SAF (4/10), Wratislavia-Bio (5/10), WDB BU (5/10).

Tabela z wybranymi ocenami poszczególnych emitentów zamieszczamy na stronie 2 i 3.

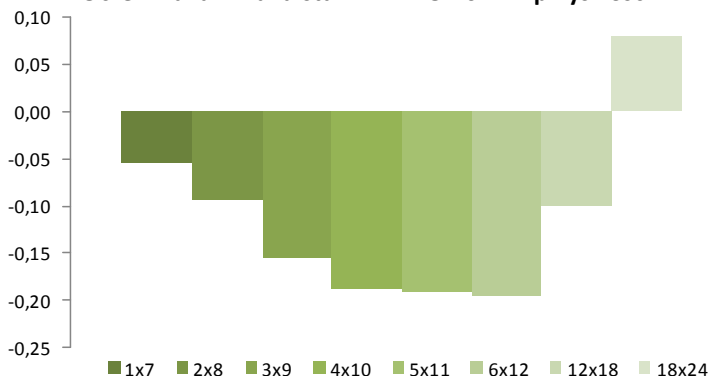
Best – sygnalizowana korekta

Zredukowaliśmy o 1 punkt ocenę dla Best do 9/10. Wskazywaliśmy wcześniej na takie ryzyko w związku z zamiarem znaczącego zwiększenia skali działalności przy wykorzystaniu finansowania zewnętrznego. Co prawda wskaźniki zadłużenia dla Besta są w dalszym ciągu na bardzo niskim poziomie na tle branży wierzycielskiej, ale duży program emisji obligacji może to zmienić. W związku z czym **dostrzegamy ryzyko dalszego obniżania oceny emitenta**. Dokonana obecnie korekta wynika jedynie z lekkiego pogorszenia wyników operacyjnych, która zasadniczo nie powinna mieć znaczącego wpływu na postrzeganie emitenta.

Admiral Boats – przejście nierentownego biznesu

Kontynuujemy obniżanie oceny dla Admiral Boats. Pogorszenie wyników i bilansu jest **związane z przejściem majątku stoczni w Tczwie**. Gdy w 4Q'13 spółka odwołała prognozy przyjęliśmy to neutralnie, gdyż prognoza była ambitna i raportowane były lepsze wyniki niż rok wcześniej. Tym nie mniej przejście stoczni i jej zobowiązań ciąży na ocenie i zmusza nas do obniżenia oceny o 1 punkt do 4/10. Wzrost zadłużenia przy jednoczesnym pogorszeniu wyników operacyjnych mocno podwyższa relację długu netto/EBITDA (4,8x) i **zasadniczo zmienia postrzeganie emitenta**. Słabsze wyniki w 1Q'14 były spowodowane zdarzeniami o charakterze jednorazowym (zwiększone wydatki) i sezonowością prowadzonego biznesu. Tym nie mniej oceniamy, że obligacje te mają status „podwyższonego ryzyka inwestycyjnego”.

Oczekiwana zmiana stawki WIBOR 6M w przyszłości



Źródło: opracowanie DM BPS na podstawie Bloomberg

Wartości WII i jego zmiany

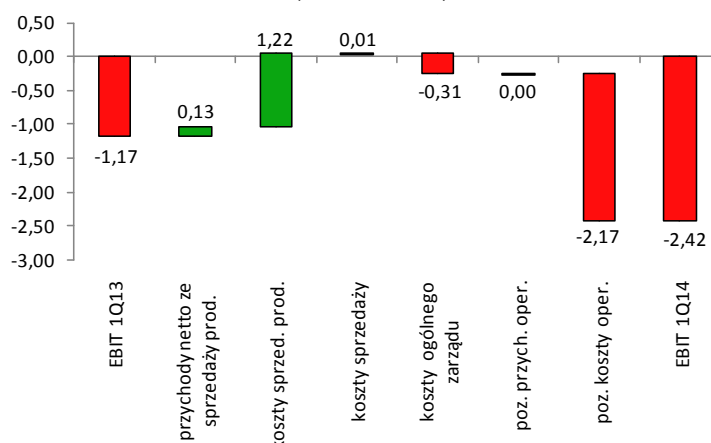
ocena	wartość indeksu	ilość emitentów	zmiana indeksu	ilość emitentów
podwyższone ryzyko	0	5	-4	0
	1	3	-3	2
	2	4	-2	3
	3	12	-1	16
	4	9	0	26
umiarkowane ryzyko	5	6	1	5
	6	7	2	3
	7	2	3	0
	8	8	4	0
niskie ryzyko	9	4		
	10	2		

Źródło: opracowanie DM BPS

Źródło: opracowanie DM BPS

Admiral Boats - wpływ poszczególnych czynników na zmianę EBIT

(dane w mln PLN)



Komentarz: na słabsze wyniki wpłynęły wydatki związane z dostosowaniem stoczni w Tczewie do potrzeb działalności spółki

Źródło: opracowanie DM BPS na podstawie raportu spółki

Płynność gotówkowa Admiral Boats jest niska, a z danych na koniec 1Q'14 wskaźnik ten wynosi 0,03x. W czerwcu zapadają obligacje serii F tego emitenta o łącznej wartości nominalnej ok. 3,1 mln PLN (stan gotówki na koniec 1Q'14 obniżył się do 0,9 mln PLN).

Ferro – materializacja wskazywanego przez nas scenariusza dotyczącego przedterminowego wykupu

Ferro zdecydowało się na dokonanie przedterminowego wykupu obligacji serii A, który ma zostać dokonany 13 czerwca. Obligatariuszom nie przysługuje premia. **Wskazywaliśmy na ryzyko realizacji takiego scenariusza, ale jednocześnie zaznaczaliśmy, że płynność tych papierów jest mała, więc możliwości wyjścia z tej inwestycji po satysfakcjonującej cenie były ograniczone.** Samego emitenta oceniamy bardzo pozytywnie, choć obecnie tą ocenę lekko obniżyliśmy (do 9/10).

Echo Investment bezpieczniejsze niż GTC

Nasz model oparty jest w dość dużym stopniu na wskaźnikach zadłużenia, co powoduje, że bardziej zadłużeni emitenci mają niższą ocenę. Tak jest w przypadku GTC, które znacznie mniej korzystnie wypada niż Echo Investment. **W naszej ocenie obligacje GTC mają podwyższone ryzyko inwestycyjne, a Echo Investment umiarkowanie niskie.** Diametralna różnica w ocenie wynika także z osiągniętych wyników operacyjnych, choć jednocześnie doceniamy poprawę w tym zakresie przez GTC (a także zrefinansowanie części zadłużenia krótkoterminowego). W przypadku Echo Investment wskaźniki zadłużenia są „pod lepszą kontrolą”. Wsparciem dla podwyższenia oceny Echo była dokonana podwyższona wycena wartości nieruchomości oparta w dużym stopniu na wyższych szacunkach dotyczących przychodów krótkoterminowych umów najmu oraz stopnia wynajęcia. Pozwoliło to nie tylko na poprawę długu netto/EBITDA (2,9x), ale miało także wpływ na wzrost Altmant EM Score (5,9). **W efekcie WII dla Echo Investment wzrosło o 2 punkty do 8/10.**

Kruk – bardzo dobre wyniki

Skokowa poprawa wyników i zmniejszenie zadłużenia odsetkowego netto (wspierane przez wysokie saldo spłat) wzmocniło ocenę Kruka. **Dług netto emitenta jest pod kontrolą.** Widać to m.in. w relacji długu netto/kapitałów własnych, która obniżyła się do 1,3x wobec poziom 2,2x uprawniającego w przypadku części wyemitowanych obligacji do podwyższenia marży. Przestrzeń do osiągnięcia poziomu ostrzegawczego jest bardzo duża. To właśnie za sprawą poprawy wskaźnika zadłużenia podwyższyliśmy ocenę emitenta o 1 punkt do 8/10, co odpowiada umiarkowanie niskiemu ryzyku inwestycyjnemu.

Erbud – niski dług

Wzrost wartości zobowiązań odsetkowych przy jednoczesnym lekkim osłabieniu silnej pozycji gotówkowej Erbud spowodował, że dług netto ponownie jest dodatni. Tym nie mniej **wskaźniki zadłużenia są na bardzo niskim poziomie, akceptowalnym z punktu widzenia osiągnięcia przedziału niskiego poziomu ryzyka** (dług netto/EBITDA=0,4x;

Emitenci z WII nie mniejszym niż 5

	obecnie	zmiana*
PGNiG	10	0
Erbud	10	1
Best	9	-1
Ferro	9	-1
PGE	9	-1
Energa	9	0
Unibep	8	-1
Echo	8	2
Inpro	8	0
Work Service	8	-2
OT Logistics	8	-1
Robyg	8	0
Próchnik	8	-1
Kruk	8	1
Atal	7	0
LC Corp	7	0
Klon	6	0
Polski Gaz	6	-
Medort	6	-
ZM Henryk Kania	6	0
Maripol	6	0
PRESCO	6	0
Ronson	6	0
WDB BU	5	-
Wratislavia-Bio	5	-
Pragma Faktoring	5	1
Eurocash	5	-1
Amrest	5	2
Fast Finance	5	-1

*- zmiana w porównaniu do poprzedniej oceny

Źródło: opracowanie DM BPS

dług netto/kapitały własne 0,1x). Wzrost WII jest skutkiem wyższej wartości Altman EM Score, do czego przyczynił się w głównej mierze zwiększenie kapitałów pracujących. W efekcie wskaźnik Altmana wzrósł do 6,43, czyli nieco powyżej przyjętego przez nas poziomu granicznego (6,4) wspierającego ocenę emitenta.

Ciech – niska ocena emitenta trochę pechowa, przedterminowy wykup neutralny dla WII

Dokonanie przedterminowego wykupu obligacji serii 01 przez Ciech jest neutralne dla oceny emitenta. WII po wynikach za 1Q'14 obniżyło się do 2/10 do czego przyczyniło się z jednej strony zwiększenie długu netto, a z drugiej pogorszenie wyników operacyjnych. W efekcie dług netto/EBITDA ponownie wzrósł (z 3,4x do 3,6x). Ciech jest dość mocno zadłużony, więc sam zamiar zmniejszenia zadłużenia oceniamy pozytywnie, ale na ten moment nie wpływa na ocenę emitenta. **Nasz model scoringowy w dwóch elementach jest bliski wartości granicznej, co oznacza, że w przyszłości nie jest wykluczone podwyższenie tej oceny.**

Multimedia Polska – nie zmieniamy naszej oceny

Wskaźniki zadłużenia Multimedia Polska są wysokie, zwłaszcza dług netto/kapitał własny (5,2x). Z tego względu wcześniej planowana emisja akcji byłaby pozytywna z punktu widzenia dotychczasowych wierzycieli. Rezygnacja z tych planów jest negatywna, choć nie ma bezpośredniego wpływu na ocenę emitenta. Lekkie pogorszenie wyniku EBIT uniemożliwiło podwyższenie oceny, które było możliwe za sprawą poprawy Altman EM Score do 4,32. **Nie wykluczamy, że w przyszłości ocena ta ulegnie nieznacznemu podwyższeniu.** Tym nie mniej w dalszym ciągu WII dla Multimedia Polska wynosi 3/10. **Wyjście z poziomu podwyższonego ryzyka wymagałoby poprawy wskaźników zadłużenia.**

GC Investment a ocena KBS i OK Bank

Krakowski Bank Spółdzielczy i Orzesko Knurowski Bank Spółdzielczy wypowiedziały umowy kredytowe GC Investment. W przypadku pierwszego z wymienionych banków do spłaty pozostała kwota 14,16 mln PLN, a w przypadku drugiego 2,32 mln PLN. Zakładając, że wcześniej kredyty te były klasyfikowane w kategorii „normalne” lub „pod obserwacją” to w związku z potrzebą przeklasyfikowania tych kredytów jakość portfela kredytowego Krakowskiego Banku Spółdzielczego obniży się o ok. 1,0 p.p. do 7,1%, a dla OK Banku o ok. 0,7 p.p. W obu przypadkach **obniżenie jakości portfela kredytowego pozostanie bez wpływu na WII tych banków.**

PMBS Zabłudów – plan naprawczy przynosi efekty

WII dla Podlasko-Mazurskiego Banku Spółdzielczego wzrosło o 2 punkty do 4/10 za sprawą poprawy efektywności kosztowej banku (C/I=61%) i poprawy jakości portfela kredytowego (9,3% vs 13,8% w 2012). Dalsze podwyższenie oceny dla tego banku nie jest możliwe ze względu na to, że bank realizuje program postępowania naprawczego na lata 2012-2015. **Po zakończeniu tego programu ocena banku będzie mogła zostać podwyższona.** Tym nie mniej na ten moment obligacje tego emitenta mają „podwyższone ryzyko inwestycyjne”.

Emitenci z WII mniejszym niż 5

	obecnie	zmiana*
PCZ	4	-
2C Partners	4	-1
Nordic Development	4	-1
Admiral Boats	4	-1
SAF	4	-
Gino Rossi	4	-1
Polnord	4	0
Zastal	4	0
PPG	4	0
Polkap	3	-
Multimedia Polska	3	0
Mera	3	0
The Farm 51	3	-3
Czerwona Torebka	3	0
BBI Development	3	0
Voxel	3	-1
Capital Park	3	0
E-Kancelaria	3	-1
Mo-Bruk	3	0
Redan	3	-2
MW Trade	3	0
Prefabet-BB	2	-1
Grupa Emmerson	2	1
PPUH VIG	2	2
Ciech	2	-2
Scanmed Multimedis	1	-3
Rank Progress	1	0
GTC	1	1
Polfa	0	0
GC Investment	0	-1
Werth-Holz	0	0
Gant Development	0	0
Cash Flow	0	0

*- zmiana w porównaniu do poprzedniej oceny

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

Departament Analiz:

Marcin Stebakow, MPW – handel, przemysł spożywczy
Dyrektor Departamentu Analiz
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,
producenci maszyn górniczych
tomasz.kania@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 542

Marek Straszak, MPW, DI – budownictwo, materiały budowlane
marek.straszak@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 540

Marcin Nowak, MPW
marcin.nowak@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 527

Łukasz Rydzkowski
lukasz.rydzkowski@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 542

Analitycy techniczni:

Jacek Borawski, Sławomir Rudaś

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Majka, MPW
Wiceprezes Zarządu
piotr.majka@dmbps.pl
Tel.: (22) 53 95 520

Krzysztof Solus, MPW
Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży Instytucjonalnej
krzysztof.solus@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 55

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

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

Departament Sprzedaży Detalicznej:

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

Lech Kucharski, MPW
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.