

## Zmiany w modelu

Wprowadziliśmy zmiany w naszym modelu oceny emitentów. Począwszy od teraz bezwarunkowo **emitent, który opóźni się (5 dni roboczych) z wypłatą świadczeń uzyska ocenę 0/10**, co ma oddzielić spółki borykające się z problemami od tych, które już utraciły płynność. Dotychczas model „wyłapywał” słabszych emitentów poprzez ocenę WII w przedziale 0-4, ale część z nich w sytuacji braku możliwości wypłaty świadczeń (dłuższego opóźnienia w wykupie obligacji lub wypłacie odsetek) miała ocenę nieco wyższą niż 0/10, co obecnie uległo zmianie.

Drugą zmianą jest uwzględnienie w jakiej skali jest prowadzony biznes. Ma to znacznie o tyle duże, że WII oparty jest wyłącznie na danych historycznych. W tej sytuacji np. start-up'y nie pokazują zadłużenia (raport był publikowany przed emisją obligacji), a jednocześnie istnieje ryzyko związane z prowadzeniem działalności („czy dany produkt będzie się sprzedawał”). W związku z tym **przy bardzo małej skali działalności emitent nie będzie mógł uzyskać oceny wyższej niż 4/10, czyli granicy podwyższonego ryzyka inwestycyjnego**. Dodatkowo został wprowadzony drugi próg po którego przekroczeniu nie będzie górnych ograniczeń dla WII emitenta. Zmiany te wprowadzamy od teraz. Naszym zdaniem informacja ta wymagała opisanie, w celu wyjaśnienia ewentualnych różnic historycznej oceny emitenta.

## Zmiany WII

Rozpoczął się sezon publikacji wyników półrocznych.

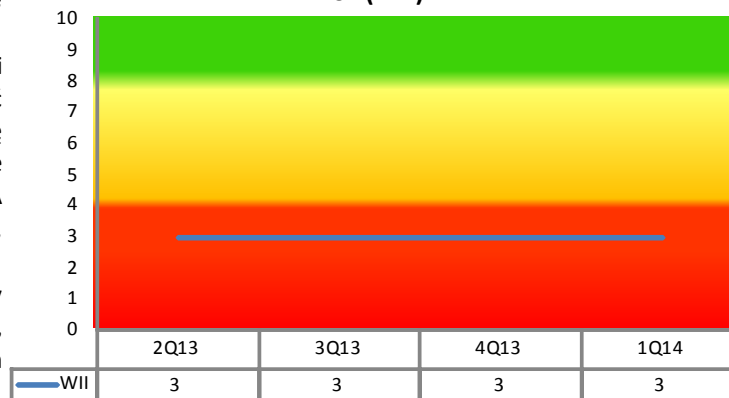
- PKN Orlen, którego poprzednia ocena ze względu na silny przyrost zadłużenia odsetkowego w połączeniu ze słabszymi wynikami z działalności operacyjnej była pod presją, tym razem poprawiła się (patrz dalej).
- WII dla Banku Millenium również zostało podwyższone za sprawą wzrostu efektywności kosztowej (C/I=49,9%). Jakość portfela kredytowego jest wysoka (udział kredytów zagrożonych w strukturze portfela wynosi 4,4%), a współczynnik wypłacalności mimo obniżenia do 13,8% w dalszym ciągu wyraźnie przewyższa poziom rekomendowany przez KNF. **WII dla banku jest na najwyższym możliwym poziomie 10/10, co wskazuje na niskie ryzyko emitenta.**
- Dokonaliśmy ponownej oceny Airon, który podał wyniki za 1Q'14. Ocena tego emitenta, podobnie jak większość wskaźników uwzględnionych w WII, nie zmieniła się i wynosi 3/10. Poziom ten wskazuje na podwyższone ryzyko emitenta. Dług netto wzrósł (w relacji do EBITDA wynosi 5,4x, a do kapitałów własnych 1,4x), a jednocześnie obniżyły się kapitały pracujące.
- Instalexport ponownie podał wyniki za 2013, które były korektą w dół. **Nie wpłynęło to jednak na zmianę WII, gdyż te już wcześniej wynosiło 0/10.** Czynnikiem potwierdzającym bardzo niską ocenę emitenta jest fakt, że nie wykupił w terminie obligacji, co w skorygowanym modelu automatycznie przekłada się na najniższą możliwą ocenę.

## Wartości WII i jego zmiany

	obecnie	zmiana*
Airon	3	0
Instalexport	0	0
Integer	6	0
LZMO	3	-1
Mikrokasa	4	2
Millenium	10	1
PKN Orlen	6	1

\*- zmiana w porównaniu do poprzedniej oceny  
Źródło: opracowanie DM BPS

## Airon (WII)

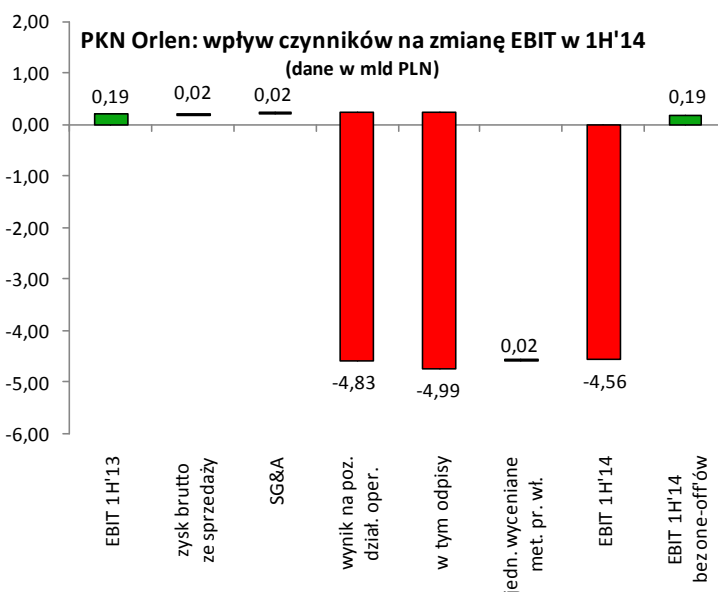


Źródło: opracowanie DM BPS

### PKN Orlen – poprawa wskaźników zadłużenia wspiera ocenę

Raport PKN Orlen za 1H'14 na pierwszy „rzut oka” jest negatywny ze względu na poniesioną stratę netto w wysokości 5,2 mld PLN. Podkreślaliśmy jednak, że wpływ na to miały zdarzenia jednorazowe o charakterze bezgotówkowym, które zaburzają ogólny obraz. Po wyłączeniu tego zdarzenia z wyników operacyjnych widoczna jest pewna poprawa (2Q'14 vs 2Q'13), która nastąpiła w trudnych warunkach rynkowych determinowanych niską marżą modelową. Zauważamy, że dzięki sprzedaży tranzytu zapasów obowiązkowych (2,2 mld PLN) poprawie uległa pozycja gotówkowa, co przełożyło się na ograniczenie długu netto. **Czynnik ten pozytywnie wpłynął na wskaźniki zadłużenia i wsparł WII, które wzrosło o 1 punkt do 6/10.**

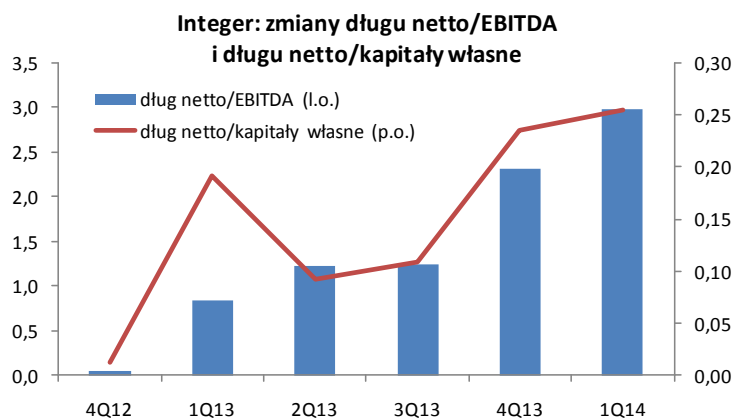
W dalszym ciągu dostrzegamy rozbieżności w naszej ocenie emitenta, a rentownością obligacji PKN Orlen dla grupy porównawczej innych dużych spółek jak PGE, PGNiG czy Energa. Wynika to prawdopodobnie z faktu, że część z tych papierów jest w posiadaniu drobnych inwestorów indywidualnych, którzy pozytywnie postrzegają markę PKN Orlen.



Źródło: opracowanie DM BPS

### Integer – dług rośnie, ale jeszcze jest pod kontrolą

Integer dynamicznie się rozwija, co wymaga ponoszenia dużych nakładów inwestycyjnych. Zamiarem spółki jest przebudowa struktury zobowiązań w kierunku przejścia na obligacje i wydłużenia terminów zapadalności. Pozytywnie oceniamy to, że oprócz finansowania zewnętrznego wykorzystywane są również inne możliwości (środki z emisji akcji). Tym nie mniej poziom zadłużenia stopniowo rośnie, co nie pozostaje bez wpływu na WII dla emitenta. Wzrost skali działalności ma swoje pozytywne przełożenie na poziom przychodów. Tym nie mniej wyniki są pod presją kosztów ekspansji. Jednocześnie po wynikach za 1Q'14 wskaźniki zadłużenia pozostają pod kontrolą (dług netto/EBITDA 3,0x; dług netto/kapitały własne 0,3x). Ogólnie tworzy to **umiarkowanie pozytywny obraz emitenta, który odzwierciedlony jest w WII na poziomie 6/10.** W przyszłości, gdy ograniczone zostaną koszty związane ze wzrostem skali działalności nie jest wykluczone, że ocena ta może zostać podwyższona.



Źródło: opracowanie DM BPS

### LZMO – podwyższone ryzyko inwestycyjne

Negatywnie postrzegamy LZMO. Spółka generuje zyski, ale wynikają one z osiągniętego zysku ze zbycia inwestycji, natomiast na poziomie operacyjnym jest poniżej prognozy rentowności. W tej sytuacji istnieją obawy czy emitent będzie w stanie wykupić obligacje ze środków z działalności operacyjnej. WII dla LZMO wynosi 3/10, co wskazuje na **podwyższone ryzyko inwestycyjne.**

### Gino Rossi – przedterminowy wykup serii B

Z wypowiedzi prezesa Gino Rossi wynika, że nie jest wykluczony przedterminowy wykup obligacji serii B (GRI0616) w czerwcu 2015. Realizacja takiego scenariusza oznaczałaby **uzyskanie premii z tytułu wcześniejszego wykupu** w wysokości 1,5% wartości nominalnej obligacji.

### Ghelmaco – terminowo wykupiło obligacje

Ghelmaco w lipcu przeprowadziło 4 emisje obligacji o łącznej wartości nominalnej 102 mln PLN, co zbiegło się z terminem wykupu obligacji serii A i B. **Wykup tych papierów nie byłby możliwy ze środków z działalności operacyjnej**, gdyż poziom przychodów z inwestycji w niewielkim stopniu przewyższa odsetki od obligacji. Fakt ten w połączeniu z wysokim poziomem zadłużenia negatywnie wpływa na ocenę emitenta (WII=0/10).

### Robyg – rekordowy 2Q'14

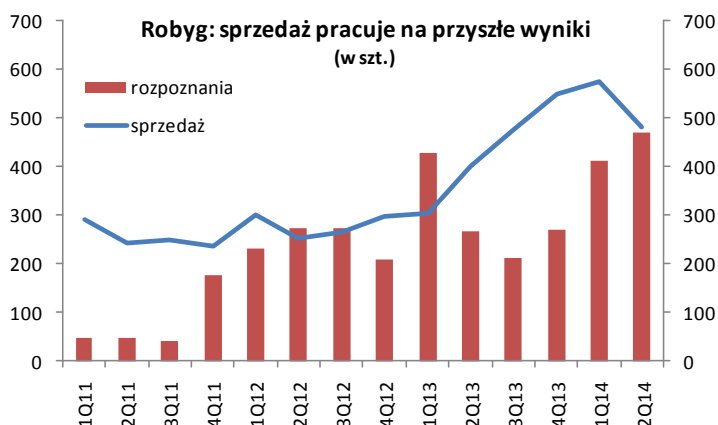
Robyg nie opublikował jeszcze wyników za 2Q'14, ale poinformował, że w tym okresie w przychodach rozpoznanych zostało ok. 470 lokali. Na historycznie dużą ilość rozpoznań w największym stopniu przyczynił się wysokomarżowy projekt Young City (37%). Robyg ma duży potencjał do rozpoznania przychodów z lokali, gdyż ilość lokali zakontraktowanych a nierozpoznanych przekracza 2 350, w tym 619 na projektach ukończonych. Oznacza to, że **nie wszystkie lokale sprzedane z zakończonych projektów zostaną rozpoznane już w 2Q'14**, co może wynikać z braku zgody na użytkowanie. Silną stroną dewelopera jest sprzedaż. Widać to nie tylko w pozycji lidera od strony wyników sprzedaży spośród spółek publicznych, ale również w:

- intensywności sprzedaży (sprzedaż netto/oferty) która wynosi 52,5%. Oznacza to, że deweloper w ciągu 2 kwartałów jest w stanie sprzedać całą swoją ofertę;
- na etapie przed „dziurą w ziemi” przedsprzedano ok. 19% oferty.

Niezmiennie mamy pozytywne nastawienie do emitenta, co jest wyrażone w **WII dla Robyg na poziomie 8/10, które wskazuje na umiarkowanie niskie ryzyko.**

### Poprawa wyników BS - KNF

Comiesięczna statystyka KNF wskazuje na to, że banki spółdzielcze poprawiają wyniki. W porównaniu do danych z 1Q'14 mocniej rośnie wynik odsetkowy. W poprzednim raporcie zaznaczaliśmy, że było to skutkiem lepszych wyników największych banków spółdzielczych (BS). Wówczas na poziomie wyniku netto w tej grupie banków nie było widać poprawy, gdyż mocno rosły koszty ryzyka. Tym razem w zagregowanych danych za styczeń-maj widać dalsze przyspieszenie tempa wzrostu wyniku odsetkowego przy jednoczesnym nieco mniejszym obciążeniu ze strony salda rezerw. W efekcie wyniki netto BS poprawiają się.



Źródło: opracowanie DM BPS na podstawie danych emitenta

Dane w mln PLN	1Q'13	1Q'14	zm. %	I-V'13	I-V'14	zm. %
Wynik odsetkowy	786,94	816,11	4%	1 306,15	1 390,06	6%
Wynik poza odsetkowy	501,47	519,80	4%	844,87	872,75	3%
Wynik na działalności bankowej	1 042,98	1 079,67	4%	1 738,01	1 833,67	6%
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	15,32	12,60	-18%	24,98	17,99	-28%
Koszty działania banku wraz z amortyzacją	723,15	736,64	2%	1 240,22	1 266,56	2%
Odpisy i rezerwy	50,02	74,84	50%	80,79	112,50	39%
Wynik brutto	283,63	282,96	0%	438,77	473,22	8%
Wynik netto	223,24	221,91	-1%	344,22	370,01	7%

Źródło: opracowanie DM BPS na podstawie danych 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](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 95 542

**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:**

**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.*