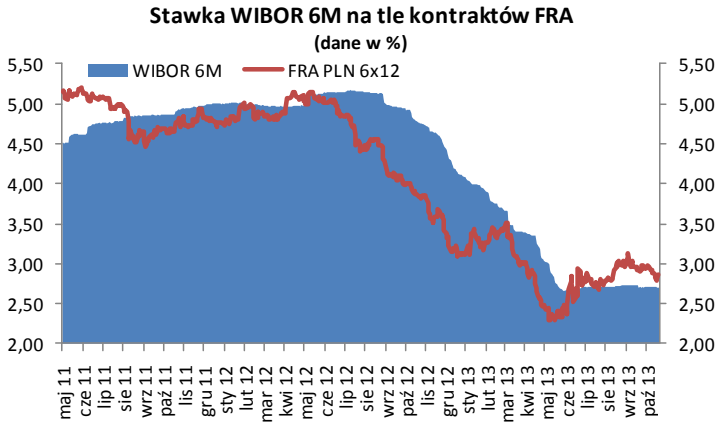
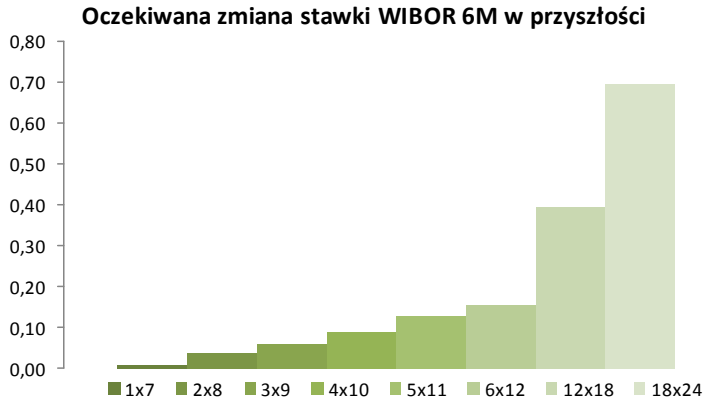
Kontrakty FRA

Koszt pieniądza na rynku międzybankowym ustabilizował się i w tenorze 6M wynosi 2,7%. Kontrakty FRA wskazują na to, że w perspektywie roku stawka WIBOR 6M ma wzrosnąć o 40 pb. **Oczekiwania na wzrost kosztu pieniądza na rynku międzybankowym wyhamowały, ale w dalszym ciągu wydają się mocno rozbudzone**. Czynnikiem, który oddala w czasie perspektywę podwyżek stóp procentowych jest fakt, że inflacja jest niska, nie ma presji inflacyjnej, a także możliwa zmiana w składzie RPP. Podczas ostatnich głosowań Zyta Gilowska miała dość „jastrzębie" usposobienie i istnieje ryzyko, że nowy członek będzie bardziej „gołębi". W efekcie nowy członek może zadecydować, że podwyżka stóp zostanie nieco odłożona w czasie. Patrząc historycznie to zwrot kształtowania polityki pieniężnej w Polsce w kierunku wyższych stóp procentowych następował średnio po 13 miesięcach od ostatniego „cięcia" stóp. Jeśli taki odstęp czasowy miałby zostać zachowany to pierwsza podwyżka stóp nastąpiłaby w sierpniu 2014 r. Sama perspektywa podwyżek stóp procentowych może zachęcać inwestorów do **przebudowy portfela w kierunku zwiekszenia zaangażowania w obligacje ze zmiennym kuponem kosztem obligacji ze stałym oprocentowaniem** (szczególnie długim terminem zapadalności).



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych z Bloomberg



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych z Bloomberg

Obligacje: Sektor deweloperski

Do końca września wszyscy deweloperzy przedstawili wyniki finansowe za 1H'13. Kondycja finansowa większości z nich nie budzi większych zastrzeżeń, co jest widoczne w wartości wewnętrznego indeksu inwestycyjnego dla poszczególnych emitentów. Z naszego wskaźnika wynika, że **w przypadku inwestycji w obligacje dwóch deweloperów ryzyko jest podwyższone**. Przy czym w przyjętych wyliczeniach nie zostały wyłączone zdarzenia o charaktrze jednorazowym, które w przypadku m.in. Robyga negatywnie wpływają na wartość wskaźnika, a w przypadku Trusta znacząco pozytywnie wpływają na wartość indeksu.

emient	dług netto / EBITDA	dług netto / kapitały własne	EBIT / koszty finansowe	zmiana EBIT	Altman EM score	wewnętrzny indeks
BBI Development	10,6	0,6	4,0	-43,9	6,1	5
Dom Development	1,2	0,2	17,8	-0,1	10,0	9
Gant Development	-1,8	2,4	-1,5	0,0	-0,4	0
LC Corp	2,7	0,3	5,5	-12,2	8,1	8
Marvipol	7,9	1,7	3,4	1,0	6,9	6
Polnord	5,9	0,5	1,6	-0,7	6,6	5
Robyg	4,4	0,3	1,8	-0,3	6,8	6
Ronson	3,4	0,3	13,4	-17,6	10,6	8
Trust	2,9	1,4	4,2	1,9	7,6	8
Warimpex	20,9	3,1	0,4	0,6	3,2	1
Włodarzewska	3,1	1,0	3,3	11,7	6,4	8

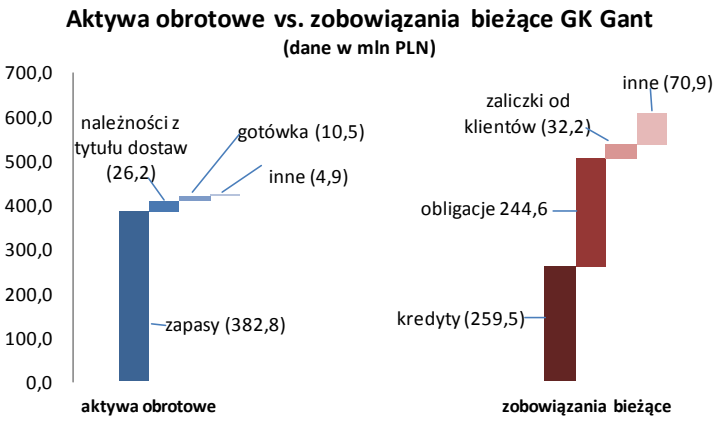
Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportów emitentów

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

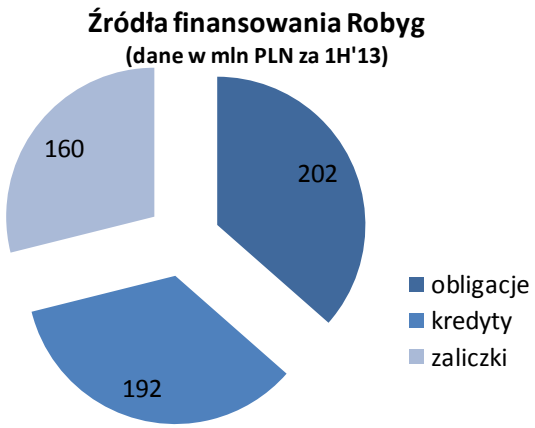
Źródło: Opracowanie DM BPS

Gant złożył wniosek o ogłoszenie upadłości układowej. Posiedzenie sądu w tej sprawie zaplanowano na 30 października. Decyzja emitenta w tej sprawie wydaje się być słuszna, gdyż deweloper nie był w stanie spłacić swoich zobowiązań, zaś **wniosek o ogłoszenie upadłości otwiera drogę do porozumienia z wierzycielami i odzyskania przez nich należności**. W tej sytuacji emitent będzie negocjał warunki układu z wierzycielami, a w razie niepowodzenia nastąpi upadłość likwidacyjna. **Sytuacja obligatariuszy posiadających „twarde" zabezpieczenie w postaci hipoteki na nieruchomości nie jest zła, choć sprzedaż przedmiotu zabezpieczenia może zająć kilka kwartałów, a uzyskane ceny mogą być o kilkadziesiąt procent** niższe niż ujmowano to w operatach szacunkowych – po pierwsze ze względu na możliwy spadek wartości przedmiotu zabezpieczenia, a po drugie ze względu na możliwe niskie ceny ofertowe ze strony potencjalnych kupujących. Jednak w przypadku zabezpieczenia hipoteką łączną wartość przedmiotu zabezpieczenia obligacji Ganta była dwukrotnie wyższa niż ich wartość nominalna.

W bardziej komfortowej sytuacji jest **Robyg**, który **decyduje się na częściowe przedterminowy wykupy obligacji serii D i G**. W przypadku papierów serii D (ROB0415) możliwość przedterminowego wykupu aktywna jest od kwietnia br., a obligatariuszom nie przysługuje premia z tego tytułu. Obecnie emitent zdecydował się na wykup połowy wielkości emisji serii D. Nie można jednak wykluczyć, że w najbliższym czasie podobny ruch zostanie wykonany również w przypadku drugiej połowy emisji, której przedterminowy wykup nie został jeszcze zaplanowany. Początkowo Robyg emitował obligacje ze stałym oprocentowaniem, spośród których obecnie nie wykupiona przedterminowo jest tylko seria D. Zwykle przy okazji decyzji o przedterminowym wykupie obligacji Robyga towrzyszyła informacja o planowanej nowej emisji, co wynikało z **poprawy struktury terminowej zapadalności długu**, **obniżenia kosztów finansowych** (nowe emisje mają niższe oprocentowanie niż wykupowane papiery przed terminem), **i ze względu na zachowanie zdywersyfikowanej struktury finansowej** opartej w mniej więcej równych częściach na: kredytach, obligacjach i wpłatach od klientów. Mając na uwadze bardzo dobre wyniki sprzedażowe i związane z tym przedpłaty od klientów oraz niewielką ilość mieszkań w ofercie, można przypuszczać, że w niedługim czasie Robyg zdecyduje się na przeprowadzenie nowej emisji i być może uruchomienie nowych projektów w celu uzupełnienia oferty sprzedażowej. **Utrzymujące się ryzyko przedterminowego wykupu obligacji serii D powoduje, że pomimo przeceny tych papierów, ich atrakcyjność jest niska biorąc pod uwagę potencjalną wartość YTC** na poziomie ok. 6,0% (rentowności do przedterminowego wykupu). Inaczej sytuacja wygląda w przypadku obligacji Robyga serii G, która również zostanie częściowo przedterminowo wykupiona, ale ze względu na ewentualną konieczność wypłaty premii za przedterminowy wykup, emitent nie zdecydował się na wykupienie większej części obligacji (przedterminowy wykup do 20% wielkości emisji w II i III okresie odsetkowym nie tworzy obowiązku wypłaty premii). Wydaje się, że Robyg nie chce wypłacać premii za przedterminowy wykup, co pozwala przypuszczać, że również i 15 lipca 2014 r. nastąpi wykup 20% wielkości emisji.



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportu GK Gant za 1H'13
Komentarz : Krótkoterminowe zobowiązania odsetkowe przewyższały stan aktywów obrotowych. Gant nie jest w stanie terminowo regulować swoich zobowiązań.



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportu GK Robyg za 1H'13

	ROB0415	ROG0116
YTM	8,37%	6,65%
YTC (I'14)	6,00%	7,46%
YTC (I'15)	8,28%	6,53%

bardziej prawdopodobny scenariusz
mniej prawdopodobny scenariusz

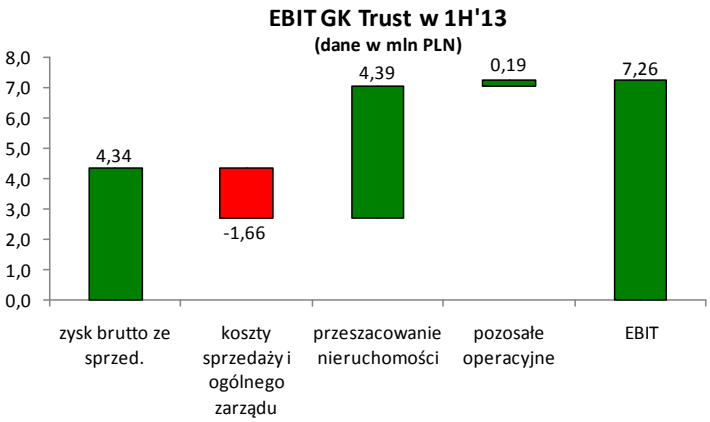
Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie not informacyjnych i danych z rynku Catalyst
Założenie dla obligacji ROG0116: stawka WIBOR 6M pozostanie stabilna na dotychczasowym poziomie

Natomiast wykup pozostałej części bez konieczności wypłaty premii mógłby nastąpić 15 stycznia 2015 r., co przy bieżących cenach oznaczałoby, że YTC tej serii obligacji wynosi 6,53%.

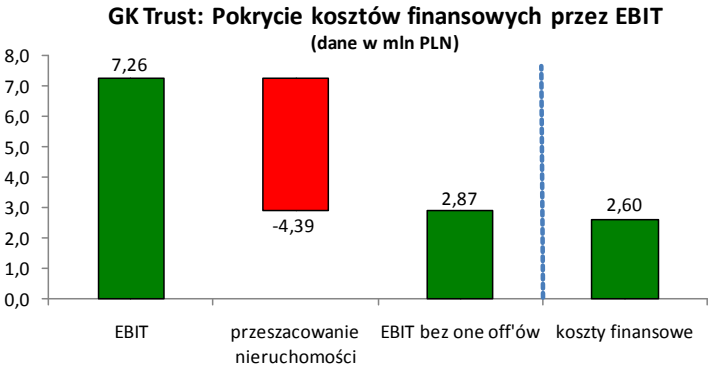
Warimpex zamierza przeprowadzić emisje 3-letnich obligacji zamiennych. Ostateczne warunki emisji nie są znane, a środki z emisji mają poprawić strukturę finansowania spółki, głównie przez **refinansowanie zobowiązań krótkoterminowych**.

Ronson ustanowił zabezpieczenie na nieruchomościach o wartości 100,2 mln PLN dla obligacji serii C (RNC0617). Tym samym zgodnie z warunkami emisji **nie zostanie podwyższona stopa procentowa o dodatkowe 150 p.b**., gdyż wartość zabezpieczenia przewyższa wartość nominalną obligacji. Innym czynnikiem, który może również skutkować podwyższeniem oprocentowania obligacji jest relacja długu netto do kapitałów własnych powyżej 0,6x. Z danych na koniec 1H'13 wynika, że wartość tego wskaźnika wynosi 0,3x.

Niepewność dotyczyć może obligacji **Trusta**. **Co prawda skonsolidowane wyniku uległy poprawie, ale jest ona pozorna**, co wynika ze zdarzeń o charakterze jednorazowym (bez wpływu na stan gotówki). Stąd koszty finansowe są niebezpiecznie wysokie w stosunku do oczyszczonego (ze zdarzeń jednorazowych) wyniku EBIT. Przy negatywnej strukturze terminowej długu, spłata krótkoterminowych zobowiązań odsetkowych może być wyzwaniem dla emitenta.



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportu GK Trust



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportu GK Trust

Obligacje: Sektor bankowy

Półroczne wyniki banków spółdzielczych były z reguły słabsze niż przed rokiem ze względu na spadek stóp procentowych. Nie powinien to jednak być powód do obaw dla obligatariuszy, których interesuje wyłącznie zdolność do obsługi długu, a **kondycja finansowa banków pozostaje dobra**. Relacja kapitałów własnych do aktywów ważonych ryzykiem pozostaje pod kontrolą i w przypadku wszystkich banków spółdzielczych, których obligacje notowane są na rynku Catalyst współczynnik wypłacalności spełnia ustawowe minimum (8%). Od strony współczynnika wypłacalności negatywnie wyróżniają się największe banki spółdzielcze, które z reguły dynamicznie rozwijają się, co przekłada się na wyższy wymóg kapitałowy. Stosunkowo niski współczynnik wypłacalności ma Podkarpacki Bank Spółdzielczy, ale należy zaznaczyć, że dokonuje on starań zmierzających do poprawy współczynnika wypłacalności. Zwracamy uwagę na to, że jakość portfela kredytowego pozostaje w większości przypadków dobra. Danych dotyczących kredytów zagrożonych nie przedstawił Bank BPS, który do tej pory miał stosunkowo niską jakość portfela. Pozytywnie wyróżnia się natomiast Kujawski Bank Spółdzielczych, który swoją działalność opiera głównie na kredytach preferencyjnych dla rolników przez co jego wyniki są bardziej podatne na wahania niż w przypadku innych banków spółdzielczych. Generalnie słabsze wyniki na działalności bankowej w połączeniu ze wzrostem kosztów działania doprowadziły do obniżenia efektywności kosztowej banków, a w przypadku Orzesko-Knurowskiego Banku Spółdzielczego stał się on wręcz nieefektywny. Znacznie korzystniej na tym tle prezentuje się Bank Spółdzielczy w Ostrowi Mazowieckiej, którego relacja kosztów do dochodów kształtuje się na poziomie 52,5%.

Bardziej szczegółowe omówienie wyników banków spółdzielczych znajduje się w teleskopie sektorowym (*http://dmbps.pl/teleskop-sektorowy*).
Poniżej prezentujemy wybrane wskaźniki poszczególnych banków wraz z naszym wewnętrznym indeksem inwestycyjnym, który jest oparty na kilku wskaźnikach.

emient	suma bilansowa [mln PLN]	kapitały własne [mln PLN]	współczynnik wypłacalności	jakość portfela kredytowego	C/I	wewnętrzny indeks [pkt.]
Bank BPS	20 941,8	777,2	10,2%	b.d.	68,9%	4
SK Bank	2 716,4	165,7	12,5%	6,7%	76,7%	7
PBS Sanok	2 454,8	121,7	9,3%	8,1%	77,6%	4
KBS Kraków	2 216,8	140,5	11,1%	7,0%	83,8%	5
PBS Ciechanów	1 413,7	91,3	10,9%	3,9%	69,0%	6
BS Biała Rawska	918,7	60,3	10,3%	3,0%	58,3%	6
GBS Barlinek	818,3	53,1	11,7%	7,6%	81,0%	5
BS Skierniewice	778,1	50,0	10,2%	6,5%	64,0%	6
WBS Warszawa	691,1	56,0	12,4%	6,7%	55,7%	8
BS Ostrów Maz.	658,9	78,1	13,9%	3,4%	52,5%	8
ESBANK Radomsko	581,9	42,0	11,8%	8,4%	84,6%	5
BS Limanowa	554,8	42,1	12,6%	11,7%	81,8%	6
OK Bank	554,4	47,2	13,1%	12,2%	96,9%	5
SBR Szepietowo	551,3	33,4	9,0%	8,9%	59,0%	4
BS Piaseczno	521,6	36,2	10,7%	5,9%	66,5%	6
BS Płońsk	415,7	36,4	15,5%	3,2%	65,8%	8
MBS Łomianki	295,6	24,5	11,5%	2,4%	80,8%	5
PMBS Zabłudów	241,9	10,1	8,2%	13,0%	87,5%	2
Hexabank	212,8	20,7	11,9%	3,0%	68,1%	6
KBS Aleksandrów Kuj.	175,3	21,5	18,7%	0,7%	89,2%	7
mediana			**11,6%**	**6,7%**	**72,9%**	**6**

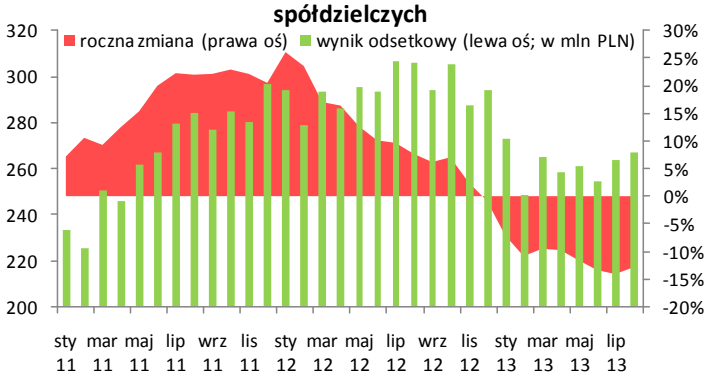
Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportów banków

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

Źródło: Opracowanie DM BPS

W oparciu o nasz wewnętrzny indeks inwestycyjny uważamy, że **wszystkie banki spółdzielcze za wyjątkiem PBS Sanok, PMBS Zabłudów, SBR Szepietowo i Banku BPS w naszej ocenie mają umiarkowane ryzyko**. Podczas gdy 4 wymienione banki mają podwyższone ryzyko.
Odnosząc się do przyszłości sądzimy, że wyniki banków są obecnie w okolicy swoich minimów ze względu na oczekiwania rynku w zakresie kształtowania się stóp procentowych w przyszłości. Ponadto zwracamy uwagę na to, że w zagregowanych danych publikowanych przez KNF dotyczących sektora bankowości spółdzielczej **wynik odsetkowy i zysk netto w ostatnich dwóch miesiącach (lipcu i sierpniu) widocznie poprawił się**.

Miesięczny wynik odsetkowy banków spółdzielczych



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych KNF

Wysokie premie dla obligatariuszy Multimedia Polska

Multimedia Polska dokona przedterminowego wykupu obligacji MMP1115 o łącznej wartości 96,5 mln PLN. Premia z tytułu przedterminowego wykupu obligacji będzie wysoka (3% wartości nominalnej obligacji). Jest to następstwo dokonanej wcześniej emisji obligacji MMP0520, która została przeprowadzona w celu refinansowania zadłużenia. W maju emitent umorzył większość obligacji MMP1115, MMP0416, MMP0617. Spośród tych emisji zadłużenie w obrocie MMP0416 wynosi 30 mln PLN (wartość nominalna długu) i 103,7 mln PLN dla MMP0617. **W przypadku obligacji serii MMP0416 premia za przedterminowy wykup jest równie wysoka jak dla MMP1115 (3% wartości nominalnej obligacji), a najbliższy możliwy termin przedterminowego wykupu obligacji MMP0416 przypada 29 kwietnia 2014 r. Natomiast**

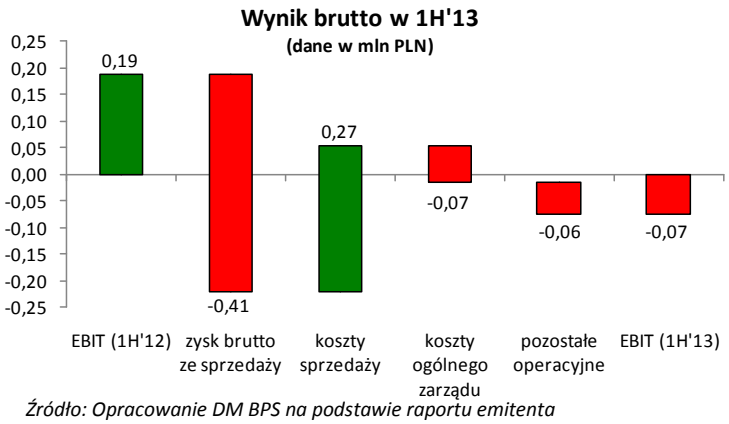
w przypadku obligacji MMP0617 przedterminowy wykup możliwy jest 6 czerwca 2014 r. i wówczas zostanie wypłacona premia w wysokości 5% wartości nominalnej obligacji.
Handel na tych obligacjach odbywa się sporadycznie. Przy bieżących cenach YTC dla MMP0416 wynosi 5,65%, a dla MMP0617 6,31%. Należy jednak podkreślić, że środki na wykup tych obligacji emitent już wcześniej pozyskał.

Jedynka mocno poprawiła wyniki finansowe w 1H'13, chociaż wskaźniki zadłużenia w dalszym ciągu pozostają słabe. Wysokie zadłużenie ciągle ciąży na wynikach emitenta. **Zakładając powtarzalność wyników w przyszłości istnieje możliwość poprawy wskaźników zadłużeniowych** – obecnie dług netto/EBITDA wynosi 5,6x wobec 2,5x w przyszłości (zakładając powtarzalność wyników z 1H'13), natomiast EBIT/koszty finansowe mógłby wzrosnąć do 2,1x z 0,9x (narastająco za 12 miesięcy koszty finansowe nie są pokrywane wynikiem operacyjnym, ale w 1H'13 nastąpiła w tym zakresie znaczna poprawa). Pomimo tego inwestycje tą oceniamy w oparciu o dane historyczne jako o „podwyższonym ryzyku".

	RZiS Jedynka	1H'13	1H'12	Zm. %
mln PLN	Przychody ze sprzedaży	32,1	27,5	*16,7*
	Zysk na sprzedaży	**3,3**	**1,9**	***73,8***
	EBIT	**3,2**	**1,9**	***63,0***
	EBITDA	3,7	2,4	*57,2*
	Koszty finansowe	1,1	1,3	*-11,5*
	Zysk netto	**2,0**	**0,7**	***200,1***
%	**Marża ZBzS**	**10,3%**	**6,9%**	***48,9***
	Marża EBIT	**9,8%**	**7,0%**	***39,7***
	Marża netto	**6,2%**	**2,4%**	***157,2***

Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportu emitenta

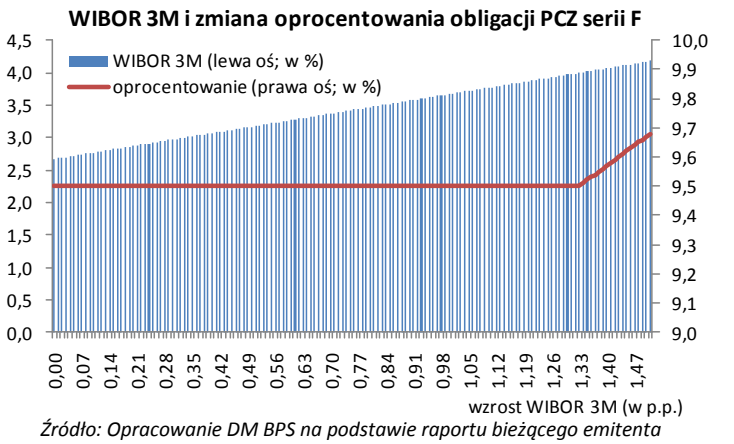
W grudniu ub. r. ZPS Krzętle przeprowadziło emisję obligacji serii B, która miała być przeznaczona na rozwinięcie współpracy z dużymi sieciami handlowymi. Mając to na uwadze, wyniki za 1H'13 były rozczarowujące nie tylko ze względu na poniesioną stratę już na poziomie operacyjnym, ale także mając na uwadze spadek przychodów ze sprzedaży. W takiej sytuacji **wykup obligacji serii B w przyszłym roku można mieć obawy czy emitent będzie w stanie z działalności operacyjnej wygenerować wystarczająco dużo gotówki na wykup obligacji**. Z naszego modela scoringowego wynika, że również i ten emitent ma „podwyższone ryzyko".



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportu emitenta

O przejściowych problemach płynnościowych Milmex informował już wcześniej. Teraz emitent oferuje roczne obligacje serii KOM13C w miejsce obligacji KOM12D, które powinno zostać wykupione w sierpniu (MLX0813). Milmex już dwukrotnie nie dotrzymał przesuniętych terminów. Jako przyczynę emitent wskazuje **opóźnienia we wpływie środków z tytułu unijnej refundacji** działań inwestycyjnych w ramach projektów dotyczących budowy szerokopasmowej infrastrktury telekomunikacyjnej. Sprawozdanie Milmex za 1H'13 nie pozwala określić jaka jest wartość zobowiązań odsetkowych. W oparciu o historyczne dane na koniec 2012 r. wartość wewnętrznego indeksu inwestycyjnego dla tego emitenta wskazywała na „podwyższone ryzyko" inwestycyjne.

Dość nietypową emisję obligacji przeprowadziło PCZ. Spółka wyemitowała trzyletnie obligacje o łącznej wartości nominalnej 10 mln PLN, a oprocentowanie tych obligacji jest zmienne oparte na stawce WIBOR 3M powiększone o marżę 550 pb. Przy czym jeśli koszt pieniądza na rynku międzybankowym (WIBOR 3M) nie przewyższy 4,00% to oprocentowanie obligacji będzie wynosiło 9,50%. Natomiast kontrakty FRA wskazują, że w perspektywie 2 lat stawka WIBOR 3M wzrośnie do 3,45%. Tym samym **zmienne oprocentowanie obligacji może okazać się w praktyce stałym**, zaś przy bieżącym poziomie stawki WIBOR 3M oprocentowanie na poziomie 9,50% odpowiada marży 683 pb.



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportu bieżącego emitenta

ul. Płocka 11/13 01-231 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

Kamil Szlaga – chemia
kamil.szlaga@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 540

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.
Data wypłaty odsetek – termin, w jakim nastąpi wypłata odsetek za dany okres odsetkowy.
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.
Płynność miesięczna – miesięczny wolumen obrotów w relacji do wartości emisji.
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 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 jakiejkolwiek 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.