

Oczekiwanie na podwyżki stóp procentowych

Nowa projekcja inflacyjna i dość „gotębii” komunikat po posiedzeniu RPP (stopy bez zmian do końca 1H'14) zdają się oddalać perspektywę podwyżek stóp procentowych. Nieco wychłodziło to krótkoterminowe oczekiwania na podwyżki stóp procentowych, ale kontrakty FRA w dalszym ciągu wskazują, że **pierwsza podwyżka stóp procentowych może nastąpić za rok**. Mając to na uwadze w przyszłości bardziej atrakcyjne będą obligacje ze zmiennym kuponem.

Niższe marże obligacji PKN Orlen nie zniechęciły inwestorów

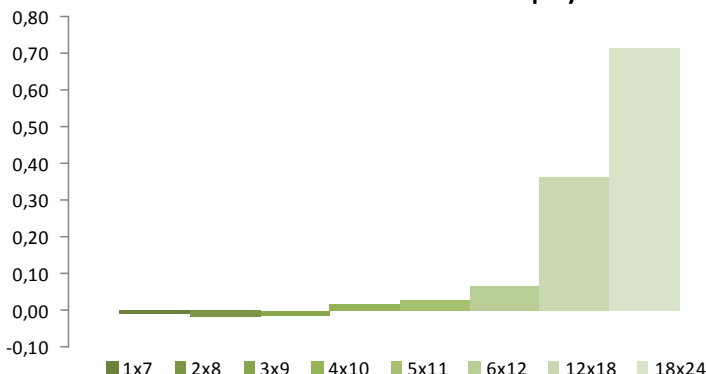
PKN Orlen wyemitował dwie serie obligacji 4-letnich. Marża powiększająca oprocentowanie obligacji serii C w porównaniu do poprzednich emisji została obniżona o 10 pb., ale „rozeszła się” stosunkowo szybko w wąskiej grupie inwestorów. Krótki okres przyjmowania zapisów odzwierciedlał wysoki popyt, co prawdopodobnie zachęciło zarząd spółki do „przetestowania rynku” i przeprowadzenia kolejnej mniejszej emisji z jeszcze niższą marżą na poziomie 130 pb. W momencie rozpoczęcia emisji C i D ceny obligacji serii B notowanej na rynku Catalyst rosły powodując, że nowe oferty były nieznacznie bardziej atrakcyjne niż papiery dostępne na rynku wtórnym. **W debiucie prawdopodobnie ceny obligacji serii C i D tylko nieznacznie będą przewyższać nominal mając na uwadze niskie ceny obligacji serii B, które mają wyższą marżę.**

Oferta obligacji Kruka dla wszystkich

Atrakcyjniej prezentuje się oferta Kruka, który otwiera program na 150 mln PLN emisją serii T1 wielkości 15 mln PLN. Oferta kierowana jest do inwestorów detalicznych. Kruk lider branży wierzycielskiej w odróżnieniu od poprzednich emisji 4-letnich obligacji oferują marżę 400 pb., czyli niższą od ostatniej o podobnych parametrach o 20 pb. Dług Kruka jest pod kontrolą, o czym świadczy nie tylko zmniejszenie długu netto w relacji kwartał do kwartału, ale także w warunkach wzrostu kapitałów własnych obniżenie się relacji tych dwóch wielkości do 1,43x. W przypadku dotychczasowych emisji Kruka zapisane było w kowenantach, że wskaźnik ten nie może być wyższy niż 2,2x w przeciwnym razie obligatariusze mają prawo do podwyższenia marży na obligacjach o 50 pb., zaś przy wskaźniku powyżej 2,5x istnieje możliwość żądania przedterminowego wykupu obligacji na żądanie obligatariusza. Na historycznych wynikach za ostatnie 12 miesięcy widać, że Kruk wypracowuje wyniki operacyjne pozwalające na swobodne regulowanie bieżących zobowiązań finansowych (przewyższa je 2-krotnie). Nawet w przypadku obniżenia marży EBIT o połowę wynik operacyjny będzie o 50% większy od kosztów finansowych. Nasz wewnętrzny indeks inwestycyjny (8/10) wskazuje na umiarkowane ryzyko dla tego emitenta.

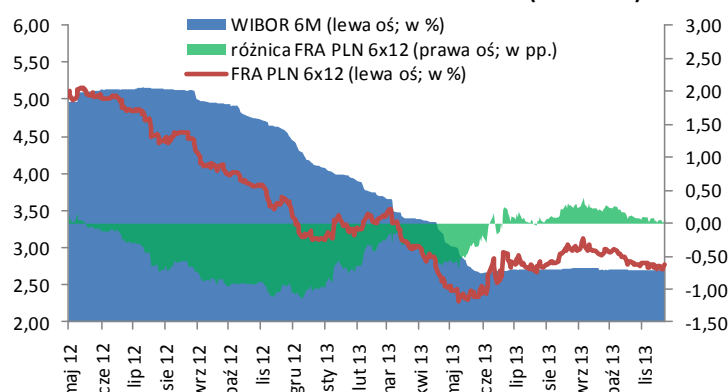
Patrząc na strukturę terminową długu w najbliższych kwartałach nie są planowane większe wykupy obligacji. Swego rodzaju wyzwanie w postaci zwiększonych zobowiązań odsetkowych widoczne jest dopiero w 1Q'16, gdy zapadać będą papiery za 120 mln PLN. Przy założeniu powtarzalności

Oczekiwana zmiana stawki WIBOR 6M w przyszłości



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych z Bloomberg

Stawka WIBOR 6M na tle kontraktów FRA (dane w %)



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych z Bloomberg

Zapadalność obligacji GK Kruk



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych z Bloomberg

wyników Kruk nie powinien mieć problemu z wykupem obligacji.

W dotychczasowych emisjach Kruka była przewidziana opcja przedterminowego wykupu na żądanie obligatariuszy. Natomiast nowa emisja ma wyłącznie opcję call na żądanie emitenta, co stawia inwestorów w mniej komfortowej sytuacji.

Marża dla nowej serii obligacji jest niższa niż poprzednio ale należy mieć na uwadze, że obligacje z rynku wtórnego zapadające w 2017 r. mają rentowność na poziomie ok. 6,5%. **Rentowność nowej serii obligacji będzie wyższa.** Nowa seria prawdopodobnie będzie bardziej płynna (tj. wszystkie emisje publiczne), a przy tym będzie możliwość osiągnięcia korzyści wynikających ze sprzedaży obligacji powyżej nominału obligacji.

Nie wszyscy przedstawiciele branży wierzycielskiej są godni zaufania

Chociaż pozytywnie postrzegamy branżę wierzycielską to nie wszyscy jej przedstawiciele zasługują na takie zaufanie.

W naszej ocenie Kruk pozytywnie wyróżnia się na tle rynku. Niskie wskaźniki zadłużenia posiada **Best i Debt Trading**, co odzwierciedla się w obliczanym przez nas wewnętrznym indeksie inwestycyjnym. Jednocześnie osiągane wyniki operacyjne pozwalają na wielokrotne przewyższenie kosztów finansowych. W efekcie obligacje obu tych spółek **oceniamy bardzo pozytywnie (10/10), tj. z niskim ryzykiem.**

W grupie obligacji o umiarkowanym poziomie ryzyka wyszczególniamy obok Kruka: PRESCO, Kredyt Inkaso, a także Fast Finance. Choć w przypadku ostatniej z wymienionych spółek słabszy wynik operacyjny w coraz mniejszym stopniu przewyższa koszty finansowe i negatywnie wpływa na dług netto/EBITDA (wzrost do 4,0x). Tym nie mniej trzeba podkreślić, że emitent bez problemu przeprowadził emisję obligacji serii G (3-letnie obligacje z marżą 700 pb.), więc rynek ma zaufanie do emitenta.



*-zakładając powtarzalność wyników z ostatnich 12 m-cy

Źródło: Opracowanie i wyliczenia DM BPS

| emient | dług netto / EBITDA | dług netto / kapitały własne | EBIT / koszty finansowe | zmiana EBIT | Altman EM score | wewnętrzny indeks |
|------------------|---------------------|------------------------------|-------------------------|-------------|-----------------|-------------------|
| Best | 1,3 | 0,5 | 30,9 | 2,4 | 9,22 | 10 |
| Cash Flow | -46,0 | 2,6 | -0,1 | -1,2 | 2,61 | 0 |
| Debt Trading | 1,6 | 0,4 | 6,7 | 2,3 | 8,84 | 10 |
| Fast Finance | 4,0 | 1,4 | 1,5 | 0,1 | 8,52 | 5 |
| Kredyt Inkaso | 4,6 | 1,4 | 1,6 | 0,2 | 9,60 | 6 |
| Kruk | 3,4 | 1,4 | 3,0 | 0,2 | 10,35 | 8 |
| MW Trade | 18,5 | 5,4 | 179,0 | 0,9 | 4,61 | 4 |
| Navi Group | 1,8 | -3,2 | 0,7 | -1,1 | -0,07 | 0 |
| Pragma Faktoring | 6,5 | 1,5 | 1,9 | -0,3 | 9,13 | 4 |
| PRESCO | 2,3 | 0,4 | 2,6 | -0,4 | 5,22 | 6 |

Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportów okresowych emitentów, w przypadku Kredyt Inkaso i Navi Group na podstawie danych za 2Q'13

Mniej komfortowo wyglądają wskaźniki **MW Trade** (dług netto EBITDA 18,5x, a dług netto/kapitały własne 5,4x) i **Pragmy Faktoring** (odpowiednio 6,5x i 1,5x), co w konsekwencji powoduje, że **klasyfikujemy te papiery jako o podwyższonym ryzyku.** Natomiast niskie przychody i straty już na poziomie operacyjnym **Cash Flow** mogą budzić obawy **czy spółka zdoła**

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

Źródło: Opracowanie DM BPS

wykupić obligacje, a nawet czy będzie w stanie wypłacać same odsetki. Wskaźnikowo niekorzystnie prezentuje się Navi Group. Spółka ma do wykupienia w grudniu br. obligacje o łącznej wartości nominalnej 1,76 mln PLN. Niedawno opublikowane szacunkowe dane za 3Q'13 wynika, że poziom gotówki na koniec września był wysoki (7,7 mln PLN wzrost kw./kw. o ok. 5 mln PLN), więc **spółka posiadała środki na wykup obligacji**.

Koniec roku to okres wzmożonych wykupów obligacji

Zapewnione środki na wykup obligacji ma Siódemka. Emisja zostanie przeprowadzona 6 grudnia, ale zgodnie z zawartą w sierpniu umową emisyjną wszystkie obligacje o łącznej wartości 60 mln PLN zostaną objęte przez Bank. Wskaźniki zadłużeniowe spółki korzystnie wyglądają (dług netto/EBITDA 0,6x, a dług netto/kapitały własne 0,1x), więc **emitent byłby w stanie spłacić obligacje przeprowadzając mniejszą emisję**.

W dość podobnej sytuacji jest Kofola, która przeprowadziła emisję w Czechach. Obligacje są niżej oprocentowane, co zachęciło Kofolę do przedterminowego wykupu obligacji serii A2, które pierwotnie miały zostać wykupione w grudniu 2014 r. **Środki na zrefinansowanie krótkoterminowego zadłużenia spółka posiada z nowej emisji**.

Ze względu na wcześniejszy częściowy przedterminowy wykup **problemów z wykupem pozostałej części obligacji nie powinna mieć Trakcja**, choć jej wskaźniki zadłużeniowe nie są korzystne (dług netto/EBITDA 6,0x, a EBIT/koszty finansowe 0,9x).

Problemów z wykupem nie powinna też mieć Mera. Spółka skupowała z rynku obligacje serii H i obecnie w obrocie rynkowym pozostają papiery o łącznej wartości nominalnej 0,5 mln PLN (20% wielkości emisji). Obligacje serii H miały wbudowaną opcję przedterminowego wykupu, ale przy jej realizacji emitent musiałby wypłacić premię w wysokości 0,5% nominału. Mera nie chcąc wypłacać premii skupowała papiery z rynku.

W przypadku części pozostałych emitentów mających wykupić obligacje w grudniu można mieć pewne obawy. Szczególnie **niepewny wydaje się wykup Lokat Budowlanych** (emitent nie publikował raportów) i **Skystone Capital** (dawniej BBI Zenneris).

| emient | dług netto / EBITDA | dług netto / kapitały własne | EBIT / koszty finansowe | zmiana EBIT | Altman EM score | wewnętrzny indeks |
|--------------------|------------------------|---------------------------------|----------------------------|-------------|--------------------|----------------------|
| East Pictures* | 5,9 | 0,8 | 1,1 | 2,0 | 7,34 | 5 |
| Kofola | 1,9 | 0,4 | 2,9 | -0,1 | 3,84 | 6 |
| Lokaty Budowlane** | b.d. | b.d. | b.d. | b.d. | b.d. | 0 |
| Marvipol | 6,9 | 1,7 | 3,6 | 1,4 | 6,79 | 6 |
| Mera | 6,7 | 0,8 | -51,5 | 0,2 | 5,89 | 6 |
| Navi Group* | 1,8 | -3,2 | 0,7 | -1,1 | -0,07 | 3 |
| PRESCO | 2,3 | 0,4 | 2,6 | -0,4 | 5,22 | 6 |
| Rank Progres | 16,2 | 1,1 | 0,9 | -1,2 | 4,24 | 1 |
| Siódemka | 0,6 | 0,1 | 2,7 | 0,0 | 3,68 | 7 |
| Skystone Capital | -24,3 | 4,3 | -1,3 | -0,5 | b.d. | 0 |
| Trakcja | 6,0 | 0,4 | 0,9 | 0,0 | 4,26 | 2 |
| Trust*** | 81,6 | 1,4 | 0,1 | 1,9 | 6,49 | 4 |

*-na danych z 2012 r.

**emitent nie podaje żądanych danych

***- po wyłączeniu zdarzeń o charakterze jednorazowym

Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie raportów okresowych emitentów
Dom Maklerski Banku BPS S.A., ul. Pogoń 11/13, 01-221 Warszawa, telefon: 801 521 436, www.dmbps.pl, e-mail: dm@dmbps.pl

Erbud prawie „bez długu”

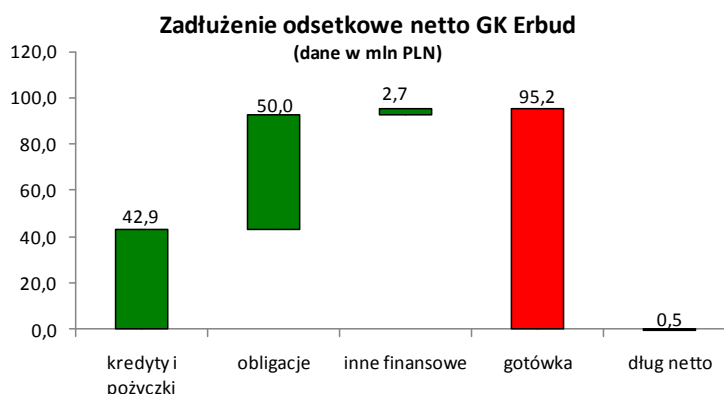
W lipcu 2014 r. Erbud będzie miał do wykupienia obligacje serii A o łącznej wartości nominalnej 50 mln PLN. **Kondycja finansowa Grupy Erbud jest dobra.** Na taką ocenę składa się silna pozycja gotówkowa, która powoduje, że dług netto jest bardzo niski (niespełna 0,5 mln PLN), a w relacji do EBITDA wynosi 0,0x (na danych z 2Q'13 było to jeszcze 1,0x). Obligacje nie mają wbudowanej opcji przedterminowego wykupu na żądanie emitenta, co ogranicza ryzyko dla inwestycji w ten papier. Handel tymi papierami na rynku Catalyst (rynek hurtowy) praktycznie nie odbywa się.

Podwyższone prognozy Scanmed Multimedix nie zmniejszają istotnie ryzyka

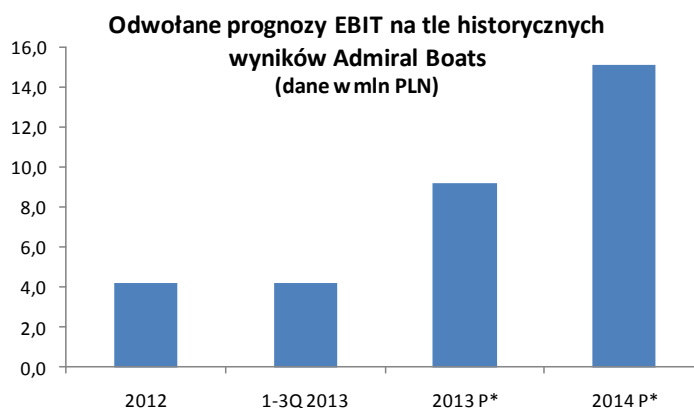
Na poziomie wyników jednostkowych dobrze wygląda Scanmed Multimedix. Jednak już na poziomie Grupy sytuacja prezentuje się inaczej ze względu na wysoki poziom zadłużenia. Wewnętrzny indeks inwestycyjny na poziomie jednostkowym wynosi 8/10, a podstawiając skonsolidowane dane finansowe wynosi zaledwie 4/10 i wskazuje na podwyższone ryzyko inwestycyjne. Grupa Scanmed Multimedix zapowiada poprawę wyników: podwyższono prognozy na 2014 r. w zakresie wyniku operacyjnego do 10,6 mln PLN (EBITDA = 18,0 mln PLN), ale nawet przy założeniu realizacji tego scenariusza dług będzie wysoki. Dlatego **pomimo podwyższenia prognoz dostrzegamy podwyższone ryzyko dla tego emitenta.** Teoretycznie istnieje ryzyko przedterminowego wykupu obligacji serii A tego emitenta (SCM1115), ale nie sądzimy, aby kondycja finansowa Grupy w dość krótkim czasie mogła zmienić się aż tak pozytywnie.

Odwołanie ambitnych prognoz Admiral Boats

Inaczej sytuacja wygląda z Admiral Boats, który odwołał swoje prognozy wyników w związku z realizacją inwestycji na majątku stoczni Tczew. Historyczne dane wskazują na zdolność do obsługi długu, a prognozy na lata 2013-2014 były dość ambitne. Natomiast ubiegłoroczny wynik finansowy udało się poprawić już po 3Q'13. **Na ten moment nie widzimy powodów do większych obaw, a ryzyko inwestycyjne określamy jako umiarkowane,** za czym przemawia dość wysoki poziom wewnętrznego indeksu inwestycyjnego (7/10). Przy tym papiery te są dość płynne jak na warunki rynku Catalyst.



Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych z raportu GK Erbud



P*-odwołane prognozy

Źródło: Opracowanie DM BPS na podstawie danych 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 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.