

Podsumowanie ostatniej strategii

- W ciągu 31 dni wartość portfela wzrosła o **0,24%**.
- Wsparciem dla wyniku była przede wszystkim wypłata odsetek. Negatywny wpływ wywarła zmiana cen netto.
- Spadła cena prawie połowy posiadanych przez nas serii obligacji Skarbu Państwa.
- Kontynuujemy proces zabezpieczenia portfela przed pogorszeniem koniunktury rynkowej, inwestując w obligacje emitentów o wysokim WII.
- Do portfela wprowadziliśmy obligacje spółki Casus Finance (CAS0515), które w pierwszym okresie przyniosły imponujący zysk. Niedostateczna płynność pozwoliła nam jak do tej pory na otwarcie nieznacznej pozycji w tym papierze.
- Benchmark osiągnął wynik lepszy niż portfel.**

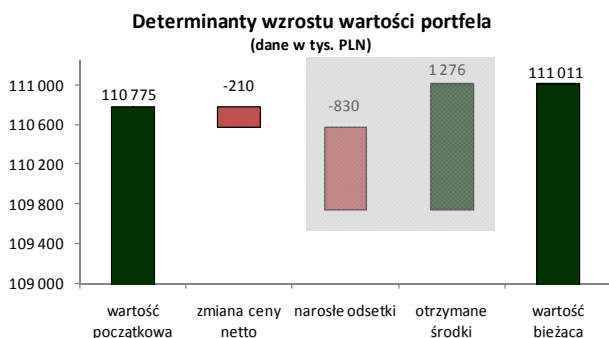
Stopa zwrotu*: **10,71%**
Rentowność roczna:** **5,13%**

* w okresie ≈ 2.0 lat

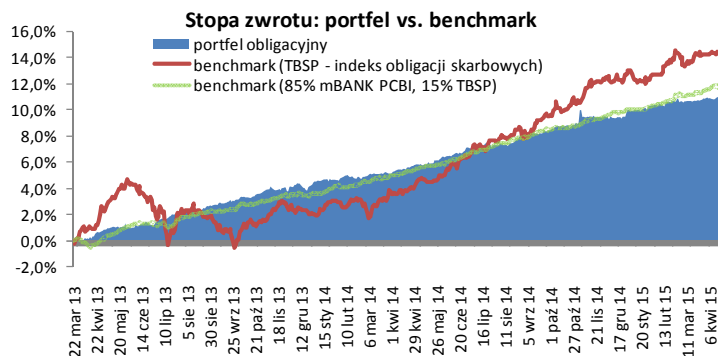
** przy założeniu powtarzalności uzyskanego wyniku

Podstawowe założenia strategii inwestycyjnej:

Wartość początkowa portfela w dniu 26 marca 2013 wynosiła 100 mln PLN. Portfel został skonstruowany głównie w oparciu o obligacje korporacyjne, a jego dopełnieniem są obligacje skarbowe. Udział poszczególnych emitentów nie powinien istotnie przekraczać poziomu 5% wielkości portfela. Przy doborze obligacji uwzględniamy ich płynność, wielkość emisji i jakość emitenta. Emitenci są selekcjonowani w oparciu o Wewnętrzny Indeks Inwestycyjny (WII), będący kombinacją kilku starannie wybranych wskaźników finansowych.



Źródło: Opracowanie DM BPS



Źródło: Opracowanie DM BPS

Struktura terminowa i branżowa zapadalności obligacji

	do 1Y	do 2Y	do 3Y	3Y+	wszystkie
obligacje skarbowe	0,0%	7,7%	23,6%	7,7%	39,0%
bankowa	0,0%	0,0%	8,7%	13,4%	22,1%
paliwowa	0,0%	0,0%	4,9%	5,0%	9,9%
deweloperska	1,0%	6,2%	0,0%	0,0%	7,2%
wierzytelności	2,5%	4,5%	0,0%	0,0%	7,0%
energetyczna	0,0%	0,0%	0,0%	4,9%	4,9%
finanse	0,1%	4,9%	0,0%	0,0%	5,0%
chemiczna	1,5%	0,0%	0,0%	3,4%	4,8%
informatyczna	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Opracowanie DM BPS

Wynik w przekroju branżowym i struktura udziałów

	udział w portfelu	wkład w wynik [w PLN]	wkład w wynik
obligacje skarbowe	39,0%	-23 006	-9,0%
bankowa	22,1%	85 285	33,3%
paliwowa	9,9%	102 996	40,2%
deweloperska	7,2%	46 331	18,1%
wierzytelności	7,0%	20 994	8,2%
energetyczna	4,9%	14 660	5,7%
finanse	5,0%	-11 730	-4,6%
chemiczna	4,8%	20 455	8,0%
informatyczna	0,0%	0	0,0%
SUMA	100,0%	255 985	100,0%

Źródło: Opracowanie DM BPS

Strategia obligacyjna – podsumowanie od 24 lutego 2015 do 24 marca 2015:

emitent	seria	nominał	ilość	wartość bieżąca* z 24.03.2015	wartość bieżąca* z 25.04.2015	zmiana wartości bieżącej	otrzymane środki**	łączny wynik [w PLN]	stopa zwrotu w okresie***	rentowność roczna	stopa zwrotu narastająco
BS Ostrów Maz.	BOM0221	1 000	1 000	1 028 430	1 031 070	2 640		2 640	0,26%		14,49%
Bank BPS	BPS0718	1 000	671	672 053	679 086	7 032		7 032	1,05%		5,53%
Bank BPS	BPS1122	100	21 696	2 178 061	2 205 398	27 337		27 337	1,26%		6,64%
BS Biała Rawska	BRB0425	1 000	1 000	1 046 280	1 022 300	-23 980	28 470	4 490	0,43%		11,55%
BEST	BST0516	100	14 870	1 516 294	1 502 167	-14 126		-14 126	-0,93%		1,46%
SK Bank	BSW0721	1 000	1 000	1 006 980	1 005 530	-1 450		-1 450	-0,14%		12,26%
Casus Finanse	CAS0515	100	359	35 732	36 912	1 181		1 181	3,30%		3,30%
Dom Development	DOM0217	10 000	500	5 246 605	5 269 920	23 315		23 315	0,44%		12,82%
Energa	ENG1019	10 000	500	5 162 505	5 133 520	-28 985	43 645	14 660	0,28%		6,62%
Getin	GNB0218	1 000	500	504 350	504 850	500		500	0,10%		11,48%
Getin	GNB0318	1 000	3 000	3 001 290	2 969 850	-31 440	88 950	57 510	1,92%		10,61%
Getin	GNB0418	1 000	500	506 365	510 185	3 820		3 820	0,75%		10,79%
Getin	GNB0518	1 000	1 000	1 013 720	1 023 470	9 750		9 750	0,96%		10,81%
GPW	GPW0117	100	50 000	5 088 500	5 076 000	-12 500		-12 500	-0,25%		7,17%
ING	ING1217	100 000	50	5 044 452	5 056 980	12 528		12 528	0,25%		6,75%
Kredyt Inkaso	KRI0615	1 000	2 000	2 063 100	2 075 080	11 980		11 980	0,58%		15,96%
Kredyt Inkaso	KRI0916	1 000	1 000	1 064 320	1 070 680	6 360		6 360	0,60%		15,88%
Kruk	KRU1116	1 000	2 000	2 083 700	2 096 340	12 640		12 640	0,61%		8,27%
MW Trade	MWT1115	100	1 100	112 497	113 267	770		770	0,68%		0,08%
PBS Sanok	PBS0720	1 000	2 500	2 604 150	2 559 750	-44 400		-44 400	-1,70%		13,92%
PBS Sanok	PBS1021	100	23 000	2 295 170	2 237 210	-57 960	62 330	4 370	0,19%		7,88%
PCC Rokita	PCR0615	100	15 000	1 524 000	1 530 150	6 150		6 150	0,40%		9,88%
PCC Rokita	PCR0419	100	34 060	3 528 275	3 496 259	-32 016	46 322	14 305	0,41%		2,69%
PGNiG	PGN0617	10 000	500	5 111 350	5 125 365	14 015		14 015	0,27%		7,00%
PKN Orlen	PKN0219	100 000	50	5 097 613	5 186 593	88 981		88 981	1,75%		6,43%
PRESCO	PRE0815	1 000	500	521 900	524 860	2 960		2 960	0,57%		14,18%
Robyg	ROB0615	100	10 000	1 022 400	1 029 400	7 000		7 000	0,68%		10,86%
Robyg	ROB0616	1 000	1 100	1 141 459	1 157 475	16 016		16 016	1,40%		13,41%
SBK Kraków	SBK1020	1 000	2 068	2 159 426	2 160 584	1 158		1 158	0,05%		12,08%
Skarb Państwa	WZ0117	1 000	8 000	8 041 040	8 044 400	3 360		3 360	0,04%		5,74%
Skarb Państwa	WZ0118	1 000	4 532	4 547 092	4 489 173	-57 919		-57 919	-1,27%		4,93%
Skarb Państwa	PS0417	1 000	18 852	20 880 475	19 985 571	-894 904	890 568	-4 336	-0,02%		6,53%
Skarb Państwa	PS0418	1 000	3 090	3 381 758	3 269 838	-111 920	115 226	3 306	0,10%		7,26%
Skarb Państwa	DS1023	1 000	4 114	4 707 074	4 739 657	32 583		32 583	0,69%		27,22%
wszystkie obligacje gotówka****				104 938 416 5 816 952	103 918 890 7 092 463	-1 019 526	1 275 511	255 985	0,24%	5,13%	10,71%
suma				110 755 368	111 011 353						

* uwzględniająca zmiany cen i narosłe odsetki, ale nie uwzględniająca odsetek otrzymanych

** obejmuje zarówno wpływy odsetkowe, jak i uzyskane prawa do odsetek oraz wykupione obligacje

*** nie uwzględniając kosztów transakcyjnych

**** uwzględnia nabyte prawa do odsetek

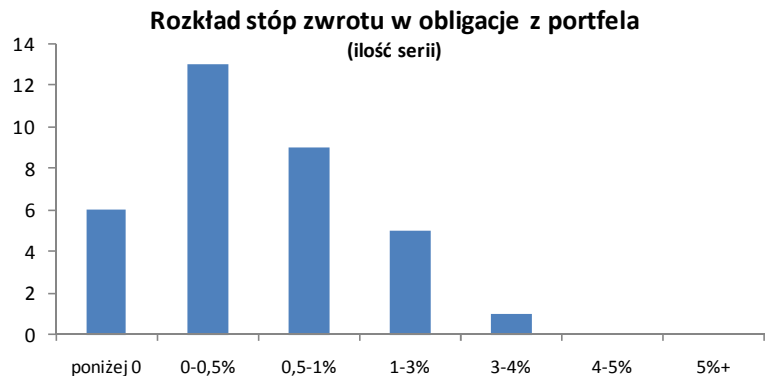
Źródło: Opracowanie DM BPS

Komentarz:

- Obligacje skarbowe wszystkich serii zachowały miejsce w naszym portfelu. Mimo nieznacznych spadków liczymy na wystąpienie fali wzrostowej jeszcze przed rozpoczęciem cyklu zacieśniania polityki pieniężnej przez RPP, który najprawdopodobniej nie nastąpi w okresie najbliższych kilku miesięcy.
- Pozytywnie wyróżniły się obligacje Banku BPS (BPS1122), które kontynuowały trend wzrostowy. W chwili obecnej są wciąż notowane poniżej nominału, przedstawiając potencjał do dalszych wzrostów. Negatywnie na stopę zwrotu z portfela wpłynęły obligacje PBS Sanok (PBS0720), których wartość rynkowa spadła praktycznie do wartości nominału i wynosi obecnie 100,05%.
- Niedostateczna płynność na obu wskazanych przez nas do sprzedaży seriach obligacji Kredyt Inkaso nie pozwoliła na wyjście z inwestycji. Ponieważ nic nie zapowiada poprawy wskaźników płynności w następnym okresie, utrzymamy papiery KRI0615 do czerwcowego terminu zapadalności. Po ich wykupie podejmiemy decyzję czy zasadna będzie kontynuacja próby sprzedaży KRI0916.
- Do wykupu zbliża się kilka serii obligacji – Robyg (ROB0615), PCC Rokita (PCR0615) oraz Kredyt Inkaso (KRI0615). Do tej pory na każdej z poniższych serii uzyskaliśmy satysfakcjonujące wyniki, przekraczające lub zbliżające się do 10,0% (narastająco).

Wynik na poszczególnych pozycjach w okresie:

3,30%	1,92%	1,75%	1,40%	1,26%
CAS0515	GNB0318	PKN0219	ROB0616	BPS1122
1,05%	0,96%	0,75%	0,69%	0,68%
BPS0718	GNB0518	GNB0418	DS1023	ROB0615
0,68%	0,61%	0,60%	0,58%	0,57%
MWT1115	KRU1116	KRI0916	KRI0615	PRE0815
0,44%	0,43%	0,41%	0,40%	0,28%
DOM0217	BRB0425	PCR0419	PCR0615	ENG1019
0,27%	0,26%	0,25%	0,19%	0,10%
PGN0617	BOM0221	ING1217	PBS1021	GNB0218
0,10%	0,05%	0,04%	-0,02%	-0,14%
PSO418	SBK1020	WZ0117	PSO417	BSW0721
-0,25%	-0,93%	-1,27%	-1,70%	
GPW0117	BST0516	WZ0118	PBS0720	



Źródło: Opracowanie DM BPS

Źródło: Opracowanie DM BPS

Istotne wydarzenia:

- W ostatnim okresie **najlepszą inwestycją w portfelu okazały się serie obligacji Getin Noble Banku oraz Casus Finanse**. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, iż wynik obligacji GNB jest zdecydowanie wzmocniony przez wypłatę odsetek, a kurs w dalszym ciągu ma problemy z wybiciem się z korytarza ustanowionego po spadkach związanych z problemami z kredytami frankowymi. Monitorujemy sytuację w oczekiwaniu na sygnały ku zatrzymaniu papierów w portfelu lub ich sprzedaży. Wysoka płynność na obligacjach tego emitenta powinna pozwolić nam na sprawne wyjście z inwestycji w przypadku zaistnienia odpowiednich przesłanek. Pozytywny wynik na obligacjach Casus Finanse serii CAS0515 skłania nas do rozważenia zakupu kolejnych serii tego emitenta w najbliższym czasie.
- Pozytywne wyniki zanotowały w ostatnim okresie również **obligacje Banku BPS serii BPS0718 oraz BPS1122** pomimo tego, że spółka miała 143,1 mln PLN straty netto w 2014 roku oraz niższego niż wymagany przez KNF (12%) oraz ustawowego minimum (8%) współczynnika wypłacalności na poziomie 7,8%.
- W ciągu ostatniego miesiąca **Alior Bank wyemitował obligacje na łączną kwotę 192,5 mln PLN, która prawdopodobnie tak jak poprzednie serie ALR0416, ALR0615 oraz ALR0924 będzie dostępna tylko na rynku hurtowym**. Sześciolatnie obligacje podporządkowane wyemitowane zostały z marżą 3,5% ponad WIBOR 6M.
- Zgodnie z zapowiedziami **Rada Polityki Pieniężnej na kwietniowym posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe na najniższym w historii poziomie** utwierdzając rynek w przekonaniu, że marcowa obniżka, która była dwukrotnie większa niż wynosiły oczekiwania większości analityków, była ostatnią obniżką przed zakończeniem cyklu luzowania polityki monetarnej. Główna stopa referencyjna wynosi w dalszym ciągu 1,5%. Decyzja ta nie była zaskoczeniem dla rynku dlatego nie wywołała znaczącego ruchu cen obligacji Skarbu Państwa znajdujących się w naszym portfelu.

Nowe propozycja do portfela:

- W dalszym ciągu jesteśmy zainteresowani nabyciem obligacji Casus Finanse (**CAS0515**), których nie udało nam się nabyć w mijającym okresie, w takiej ilości, w jakiej planowaliśmy. Chociaż od początku roku na rynku Catalyst właściciela zmieniło ponad 7 tysięcy obligacji tej serii to w kwietniu wolumen zmalał do nie całych 400 sztuk. Jeżeli w kolejnym okresie zostanie spełnione kryterium płynności oraz cena będzie kształtowała się poniżej nominału to postaramy się wprowadzić do portfela od 5 do 10 tysięcy sztuk (przy wartości nominalnej 100 PLN). W obrebie naszego zainteresowania jest również seria obligacji serii **CAS1216** oraz **CAS1117**. Uważamy, iż na podstawie ostatnich dostępnych sprawozdań finansowych (za rok 2013) oraz raportów bieżących spółka powinna także w najbliższym okresie utrzymywać stabilny, umiarkowanie wysoki wskaźnik WII (7/10). W chwili obecnej seria **CAS1216** notowana jest 0,2 p.p. poniżej nominału, co daje rentowność brutto na poziomie 7%. Jeżeli zostanie spełnione kryterium płynności w nadchodzącym miesiącu oraz obligacja będzie notowana poniżej nominału to planujemy nabyć do portfela do 5 tysięcy sztuk obligacji serii **CAS1216** (przy wartości nominalnej 100 PLN) oraz do 5 tysięcy sztuk obligacji serii **CAS1117** (przy wartości nominalnej 1000 PLN).

Załącznik 1. Płynność poszczególnych pozycji portfela (obroty w relacji do ilości obligacji w portfelu):

emitent	seria	wolumen obrotu w okresie	wolumen obrotu narastająco	ilość obligacji w portfelu	płynność w okresie	płynność narastająco
Getin	GNB0318	3 279	561 965	3 000	109%	18732%
Getin	GNB0218	2 300	59 788	500	460%	11958%
Bank BPS	BPS0718	432	54 061	671	64%	8057%
ING	ING1217	0	1 698	50	0%	3396%
Getin	GNB0418	893	11 592	500	179%	2318%
PGNiG	PGN0617	0	10 160	500	0%	2032%
Energa	ENG1019	0	10 147	500	0%	2029%
Getin	GNB0518	1 130	19 402	1 000	113%	1940%
BS Ostrów Maz.	BOM0221	125	10 526	1 000	13%	1053%
Bank BPS	BPS1122	794	203 205	21 696	4%	937%
Robyg	ROB0616	134	9 287	1 100	12%	844%
SK Bank	BSW0721	125	5 555	1 000	13%	556%
Kredyt Inkaso	KRI0615	0	9 215	2 000	0%	461%
PBS Sanok	PBS0720	70	10 863	2 500	3%	435%
SBK Kraków	SBK1020	38	8 495	2 068	2%	411%
MW Trade	MWT1115	3 066	4 248	1 100	279%	386%
PBS Sanok	PBS1021	7 350	79 150	23 000	32%	344%
PCC Rokita	PCR0615	3 045	41 891	15 000	20%	279%
Dom Development	DOM0217	0	1 350	500	0%	270%
Robyg	ROB0615	399	18 943	10 000	4%	189%
GPW	GPW0117	7 203	70 939	50 000	14%	142%
PKN Orlen	PKN0219	0	55	50	0%	110%
Casus Finanse	CAS0515	359	359	359	100%	100%
BEST	BST0516	4 936	10 744	14 870	33%	72%
Kruk	KRU1116	0	1 378	2 000	0%	69%
BS Biała Rawska	BRB0425	117	632	1 000	12%	63%
PCC Rokita	PCR0419	2 207	8 645	34 060	6%	25%
Kredyt Inkaso	KRI0916	0	76	1 000	0%	8%
PRESCO	PRE0815	0	10	500	0%	2%

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

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

Marek Olewiecki, MPW – przemysł tworzyw sztucznych
marek.olewiecki@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 566

Dariusz Świniarski, MPW
dariusz.swiniarski@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 528

Paweł Kosecki, MPW
pawel.kosecki@dmbps.pl
tel.: (22) 57 81 472

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, DI
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
Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży Detalicznej
beata.zbrzezna@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 544

Lech Kucharski, MPW
lech.kucharski@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 522

Anna Pajkert
anna.pajkert@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 078

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii oraz wskaźników:

Altman EM score – wskaźnik Altmana dla rynków wschodzących, który jest miernikiem oceny kondycji finansowej spółki. Wzór: $6,56 \cdot x_1 + 3,26 \cdot x_2 + 6,72 \cdot x_3 + 1,05 \cdot x_4 + 3,25$

Benchmark – ze względu na strukturę portfela benchmark oparty jest w 85% na indeksie obligacji korporacyjnych (mBANK PCBI), a w 15% na indeksie obligacji skarbowych (TBSP).

C/I – czyli koszty do dochodów. Wskaźnik efektywności kosztowej liczony według wzoru: $(\text{koszty działania} + \text{amortyzacja}) \cdot 100\% / (\text{wynik na działalności bankowej} + \text{wynik z tytułu pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych})$

mBANK PCBI – indeks obligacji korporacyjnych.

Płynność w okresie i narastająco – relacja wolumenu obrotów do ilości obligacji w portfelu, czyli jaka część z posiadanych obligacji można było kupić/sprzedać na rynku w danym horyzoncie czasu.

TBSP – indeks obligacji skarbowych

YTM – rentowność w okresie do wykupu

WII = Wewnętrzny Indeks Inwestycyjny – wyliczony 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.

Współczynnik wypłacalności – stosunek kapitałów własnych do aktywów ważonych ryzykiem.

„Strategia obligacyjna” 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.