

Podsumowanie ostatniej strategii

- W ciągu 24 dni wartość portfela wzrosła o **0,01%**.
- 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.
- Wygasły serie obligacji Robyga (ROB0615), PCC Rokita (PCR0615) oraz Kredyt Inkaso (KRI0615), które w całym okresie przyniosły imponujący ponad 10% zysk. W portfelu zwiększyliśmy zaangażowanie obligacji serie CAS1216 oraz CAS1117. Niedostateczna płynność pozwoliła nam na otwarciu tylko nieznacznej pozycji na tych papierach w poprzednim okresie.
- Benchmark osiągnął wynik lepszy niż portfel.**

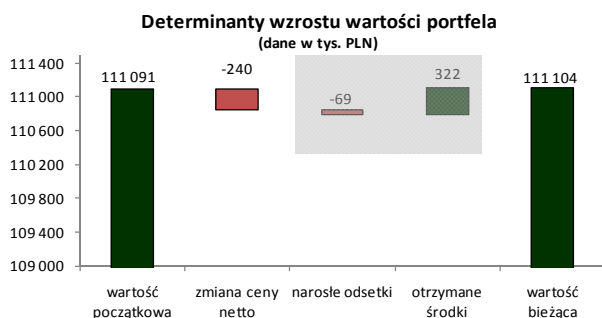
Stopa zwrotu*: **10,70%**
Rentowność roczna:** **5,08%**

* w okresie ≈ 2.0 lat

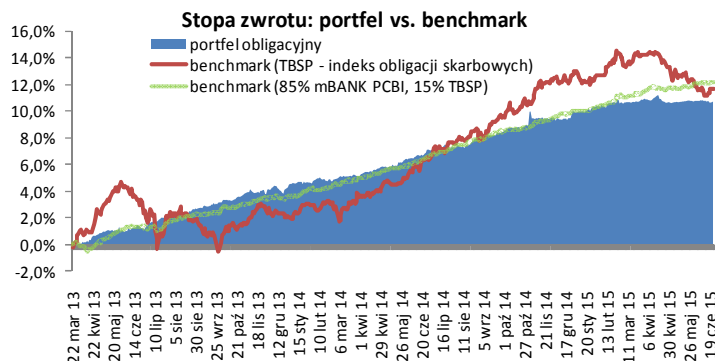
** przy założeniu powtarzalności uzyskanego wyniku

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. Emitenci są selekcjonowani wg kryterium „jakościowego”, które opiera się na Wewnętrznym Indeksie Inwestycyjnym (WII), będącym kombinacją kilku starannie wybranych wskaźników finansowych. Przy doborze obligacji uwzględniamy ich płynność, wielkość emisji oraz Indeks WWI.



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%	8,1%	24,5%	7,8%	40,5%
bankowa	0,0%	0,0%	10,1%	12,7%	22,8%
paliwowa	0,0%	5,1%	0,0%	5,2%	10,3%
deweloperska	1,1%	5,3%	0,0%	0,0%	6,4%
wierzytelności	2,0%	4,1%	0,0%	0,0%	6,1%
energetyczna	0,0%	0,0%	0,0%	5,2%	5,2%
finanse	0,1%	5,1%	0,0%	0,0%	5,2%
chemiczna	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%	3,5%
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	40,5%	-41 799	-316,2%
bankowa	22,8%	48 264	365,1%
paliwowa	10,3%	-28 199	-213,3%
deweloperska	6,4%	13 569	102,6%
wierzytelności	6,1%	27 914	211,1%
energetyczna	5,2%	10 355	78,3%
finanse	5,2%	17 665	133,6%
chemiczna	3,5%	-34 547	-261,3%
informatyczna	0,0%	0	0,0%
SUMA	100,0%	13 221	100,0%

Źródło: Opracowanie DM BPS

Strategia obligacyjna – podsumowanie od 02 czerwca 2015 do 26 czerwca 2015:

emitent	seria	nominał	ilość	wartość bieżąca* z 02.06.2015	wartość bieżąca* z 26.06.2015	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	1 026 600	1 026 190	-410		-410	-0,04%		14,42%
Bank BPS	BPS0718	1 000	671	660 304	662 525	2 221		2 221	0,34%		5,40%
Bank BPS	BPS1122	100	21 696	2 103 644	2 113 624	9 980		9 980	0,47%		6,56%
BS Biała Rawska	BRB0425	1 000	1 000	1 018 630	1 022 030	3 400		3 400	0,33%		11,55%
BEST	BST0516	100	14 870	1 488 338	1 494 584	6 245		6 245	0,42%		1,48%
SK Bank	BSW0721	1 000	1 000	985 360	969 310	-16 050		-16 050	-1,63%		11,82%
Casus Finanse	CAS1216	100	8 320	833 804	861 037	27 232		27 232	3,27%		3,27%
Casus Finanse	CAS1117	1 000	75	75 770	75 761	-9		-9	-0,01%		-0,01%
Dom Development	DOM0217	10 000	500	5 297 745	5 315 795	18 050		18 050	0,34%		12,93%
Energia	ENG1019	10 000	500	5 149 485	5 159 840	10 355		10 355	0,20%		6,66%
Getin	GNB0218	1 000	500	507 160	509 520	2 360		2 360	0,47%		11,59%
Getin	GNB0318	1 000	3 000	3 012 390	3 027 780	15 390		15 390	0,51%		10,82%
Getin	GNB0418	1 000	500	500 020	501 780	1 760		1 760	0,35%		10,90%
Getin	GNB0518	1 000	1 000	1 001 160	1 024 640	23 480		23 480	2,35%		11,13%
GPW	GPW0117	100	50 000	5 092 500	5 110 000	17 500		17 500	0,34%		7,22%
ING	ING1217	100 000	50	5 073 548	5 007 288	-66 261	73 548	7 288	0,14%		6,78%
Kredyt Inkaso	KRI0615	1 000	2 000	2 091 300	0	-2 091 300	2 070 300	-21 000	-1,00%		15,92%
Kredyt Inkaso	KRI0916	1 000	1 000	1 078 290	1 083 220	4 930		4 930	0,46%		16,06%
Kruk	KRU1116	1 000	2 000	2 085 580	2 093 800	8 220		8 220	0,39%		8,39%
MW Trade	MWT1115	100	1 100	110 880	111 045	165		165	0,15%		0,08%
PBS Sanok	PBS0720	1 000	2 500	2 574 825	2 572 675	-2 150		-2 150	-0,08%		13,99%
PBS Sanok	PBS1021	100	23 000	2 268 490	2 232 840	-35 650		-35 650	-1,57%		7,86%
PCC Rokita	PCR0615	100	15 000	1 527 750	0	-1 527 750	1 531 350	3 600	0,24%		9,89%
PCC Rokita	PCR0419	100	34 060	3 523 848	3 485 700	-38 147		-38 147	-1,08%		2,68%
PGNiG	PGN0617	10 000	500	5 142 090	5 070 405	-71 685	82 275	10 590	0,21%		7,03%
PKN Orlen	PKN0219	100 000	50	5 203 877	5 165 088	-38 789		-38 789	-0,75%		6,40%
PRESCO	PRE0815	1 000	500	510 900	513 195	2 295		2 295	0,45%		13,87%
Robyg	ROB0615	100	10 000	1 026 300	0	-1 026 300	1 029 200	2 900	0,28%		10,86%
Robyg	ROB0616	1 000	1 100	1 164 779	1 121 472	-43 307	35 926	-7 381	-0,63%		13,40%
SBK Kraków	SBK1020	1 000	2 068	2 078 898	2 115 543	36 645		36 645	1,76%		12,17%
Skarb Państwa	WZ0117	1 000	8 000	8 056 000	8 067 520	11 520		11 520	0,14%		5,75%
Skarb Państwa	WZ0118	1 000	4 532	4 556 473	4 504 536	-51 937		-51 937	-1,14%		4,95%
Skarb Państwa	PS0417	1 000	18 852	19 999 521	20 002 915	3 393		3 393	0,02%		6,54%
Skarb Państwa	PS0418	1 000	3 090	3 258 992	3 242 492	-16 501		-16 501	-0,51%		6,85%
Skarb Państwa	DS1023	1 000	4 114	4 557 859	4 569 584	11 725		11 725	0,26%		26,24%
wszystkie obligacje gotówka****				104 643 111 6 447 927	99 833 733 11 270 526	-4 809 378	4 822 599	13 221	0,01%	5,08%	10,70%
suma				111 091 038	111 104 259						

* 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

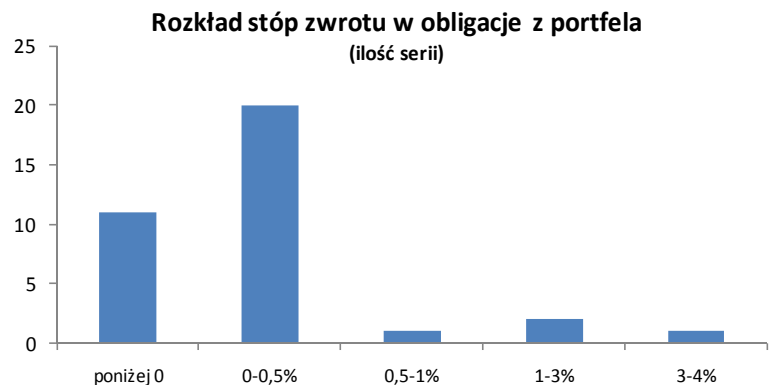
Źródło: Opracowanie DM BPS

Komentarz:

- Obligacje skarbowe wszystkich serii zachowały miejsce w naszym portfelu. Mimo 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 odnotowały delikatny wzrost ceny netto. W chwili obecnej są notowane zdecydowanie poniżej nominału, przedstawiając potencjał do wzrostów. Wartość rynkowa wynosi obecnie 97,00% wartości nominalnej.
- W czerwcu wygasły obligacje Kredyt Inkaso serii KRI0615. W poprzedniej edycji Strategii sygnalizowaliśmy chęć wyjścia z tej pozycji jednak niedostateczna płynność nie pozwoliła nam na wcześniejsze zamknięcie pozycji. Będziemy obserwować rynek, w szczególności poprawę wskaźników płynności w następnym okresie, aby kontynuować próbę sprzedaży serii obligacji KRI0916.
- Do wykupu zbliża się seria obligacji PRESCO (PRE0815). Do tej pory na tej serii obligacji uzyskaliśmy satysfakcjonujący wyniki, przekraczające 13,81% (narastająco).

Wynik na poszczególnych pozycjach w okresie:

3,27%	2,35%	1,76%	0,51%	0,47%
CAS1216	GNB0518	SBK1020	GNB0318	BPS1122
0,47%	0,46%	0,45%	0,42%	0,39%
GNB0218	KRI0916	PRE0815	BST0516	KRU1116
0,35%	0,34%	0,34%	0,34%	0,33%
GNB0418	GPW0117	DOM0217	BPS0718	BRB0425
0,28%	0,26%	0,24%	0,21%	0,20%
ROB0615	DS1023	PCR0615	PGN0617	ENG1019
0,15%	0,14%	0,14%	0,02%	-0,01%
MWT1115	ING1217	WZ0117	PS0417	CAS1117
-0,04%	-0,08%	-0,51%	-0,63%	-0,75%
BOM0221	PBS0720	PS0418	ROB0616	PKN0219
-1,00%	-1,08%	-1,14%	-1,57%	-1,63%
KRI0615	PCR0419	WZ0118	PBS1021	BSW0721



Źródło: Opracowanie DM BPS

Źródło: Opracowanie DM BPS

Istotne wydarzenia:

- W ostatnim okresie najlepszą inwestycją w portfelu okazała się seria obligacji **Casus Finance** oraz seria obligacji **Getin Noble Banku**. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, iż pozytywny wynik obligacji GNB jest głównie rezultatem wzrostu ceny netto oraz narastających odsetek. Kurs pozostałych serii obligacji tego emitenta 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. Pozytywny wynik na obligacjach Casus Finance serii **CAS1216** skłania nas do zwiększenia pozycji tego emitenta w naszym portfelu oraz rozważenia nabycia planowanej nowej serii tego emitenta.
- Pozytywnie na stopę zwrotu z portfela w ostatnim okresie wpłynęły również obligacje **Krakowskiego Banku Spółdzielczego** serii **SBK1020**. Bank w połowie marca opublikował korzystne wyniki finansowe za rok 2014 (wzrost zysku netto o ponad 50%), traktujemy więc wcześniejszy spadek ceny jako tymczasowy i pozostawiamy obligacje w portfelu. W chwili obecnej obligacje są notowane powyżej nominału (101,40%), jednak przedstawiają potencjał do dalszych wzrostów.
- W czerwcu dokonano zapisów na 20 mln PLN obligacji **PCC Rokita**, które okazały się sukcesem i zakończyły nadsubskrypcję. Oferowane obligacje serii CA posiadają stałe oprocentowane na poziomie 5,00% oraz prawo do ich wcześniejszego wykupu przez spółkę. W pierwszej połowie 2015 KNF zatwierdził program emisji do 200 mln PLN, w ramach którego seria CA jest pierwszą transzą.

Nowe propozycja do portfela:

- Długoterminowe dochody z tytułu kuponu odsetkowego przynosić mają obligacje spółki **Mirbud** (MRB0717), których wprowadzimy do portfela około 50 tys. sztuk, zakładając wypełnienie kryterium wolumenu przy cenie poniżej wartości nominalnej, w okolicach 99,95 PLN. W przeciwnym wypadku poczekamy z inwestycją do następnej odłony portfela. Mirbud w dniu 5 stycznia 2015 wypłacił kupon odsetkowy za miniony kwartał, zatem cena zawiera narosłe odsetki, a najbliższa wypłata kuponu nastąpi w lipcu br. Warunki emisji ustaliły oprocentowanie tej serii na stosunkowo wysokim poziomie WIBOR6M + 5,0% (zmienny kupon), szczególnie mając na uwadze dobrą strukturę zadłużenia i wypłacalność emitenta oraz wysoki wskaźnik WII (9/10).
- Niezmienne w obrębie naszego zainteresowania jest 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 po nominalnie, co daje rentowność brutto na poziomie 7%. Jeżeli zostanie spełnione kryterium płynności w nadchodzącym miesiącu oraz obligacja będzie notowana po lub poniżej nominału to planujemy uzupełnić naszą pozycję w portfelu, tak jak wcześniej planowaliśmy, łącznie do poziomu 50 tysięcy sztuk obligacji serii **CAS1216** (przy wartości nominalnej 100 PLN) oraz do 5 tysięcy sztuk obligacji serii **CAS1117** (przy wartości nominalnej 1000 PLN). Będziemy również uważnie się przyglądać warunkom planowanej nowej emisji obligacji pod względem zwiększenia pozycji tego emitenta w naszym portfelu.

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	677	565 318	3 000	23%	18844%
Getin	GNB0218	2 130	63 065	500	426%	12613%
Bank BPS	BPS0718	299	56 569	671	45%	8431%
ING	ING1217	0	1 698	50	0%	3396%
Getin	GNB0418	189	12 906	500	38%	2581%
PGNiG	PGN0617	0	10 160	500	0%	2032%
Energa	ENG1019	0	10 147	500	0%	2029%
Getin	GNB0518	38	19 861	1 000	4%	1986%
BS Ostrów Maz.	BOM0221	3	10 734	1 000	0%	1073%
Bank BPS	BPS1122	1 830	206 912	21 696	8%	954%
MW Trade	MWT1115	1 440	11 472	1 100	131%	1043%
Robyg	ROB0616	4	9 320	1 100	0%	847%
SK Bank	BSW0721	22	5 758	1 000	2%	576%
PBS Sanok	PBS0720	116	11 039	2 500	5%	442%
SBK Kraków	SBK1020	57	8 781	2 068	3%	425%
PBS Sanok	PBS1021	1 762	86 541	23 000	8%	376%
Dom Development	DOM0217	0	1 350	500	0%	270%
GPW	GPW0117	5 007	109 544	50 000	10%	219%
BEST	BST0516	1 814	22 167	14 870	12%	149%
PKN Orlen	PKN0219	0	55	50	0%	110%
Casus Finanse	CAS1216	7 738	8 320	8 320	93%	100%
Casus Finanse	CAS1117	45	75	75	60%	100%
Kruk	KRU1116	0	1 461	2 000	0%	73%
BS Biała Rawska	BRB0425	0	633	1 000	0%	63%
PCC Rokita	PCR0419	195	11 880	34 060	1%	35%
Kredyt Inkaso	KRI0916	0	76	1 000	0%	8%
PRESCO	PRE0815	10	10	500	2%	2%

Źródło: Opracowanie DM BPS

Młodszy analityk

Paweł Kosecki
Makler Papierów Wartościowych
pawel.kosecki@dmbps.pl
tel. (22) 57 81 472

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 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 95 559

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

Mariusz Musiał, MPW
mariusz.musial@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 553

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.