

OBLIGACJE NISKICH RENTOWNOŚCI

Cykl raportów o rynku długu korporacyjnego

W przeszłości podmioty operujące na polskim rynku TMT chętnie finansowały działalność obligacjami korporacyjnymi, często emitowanymi zagranicą w formie euroobligacji. Koszty tego finansowania były relatywnie wysokie, ze względu na ryzyko, którym sektor TMT był obciążony w związku z mającymi miejsce w ostatniej dekadzie procesami konsolidacyjnymi. Ostatnie 5 lat dla spółek TMT było okresem stabilizowania rynku oraz nakładów na CAPEX. Wejście sektora w fazę równowagi, oznacza dla inwestorów dużą przewidywalność przepływów pieniężnych generowanych przez spółki w nim działające. Przekłada się to na spadek ryzyka, a dzięki temu, możliwość uzyskania niższego kosztu finansowania przez emitentów. Choć emisje spółek TMT mogłyby się spotkać z zainteresowaniem rynku, to nie spodziewamy się istotnej podaży obligacji w tym sektorze w horyzoncie 3-5 lat. Emitenci raczej będą dążyć do redukcji zadłużenia z tytułu obligacji, finansując wykupy środkami generowanymi na bieżąco z działalności operacyjnej (Cyfrowy Polsat i Multimedia). Czynnikiem, który mogłyby spowodować zwiększenie aktywności spółek TMT na rynku pierwotnym mogłaby być konieczność poniesienia istotnych nakładów inwestycyjnych.

Kluczowe wnioski:

- **Multimedia** – Obligacje stanowią aktualnie ponad 3/4 zadłużenia Multimediiów, jednak zgodnie z warunkami emisji, rozpoczynając od 2017r. spółka ma co roku wykupować 25% emisji. Szacujemy, że w latach 2016-20 Multimedia, będzie generować roczne przepływy operacyjne na poziomie ok. 300 mln PLN oraz ponosić nakłady na inwestycyjne w wysokości ok. 200 mln PLN, w związku z czym nadwyżka generowanej gotówki w kwocie ok. 100 mln PLN mogłaby być przeznaczana na wykupowanie papierów. Drugim źródłem finansowania wykupów obligacji mogłyby być kredyty bankowe lub rolowanie obligacji.
- **Cyfrowy Polsat** – Po restrukturyzacji zadłużenia, Grupa posiada obecnie obligacje w wartości 1 mld PLN notowane na Catalyst. Wraz z przejmowaną Litenite oraz Grupą Midas w bilansie spółki pojawi się 1,1 mld obligacji zerokuponowych, które mają być sukcesywnie spłacane ze środków własnych lub tańszych kredytów bankowych. Biorąc pod uwagę, że szacowane nakłady inwestycyjne w 2016-18 to ok. 1 mld PLN, zaś przepływy pieniężne to ok. 1,3-1,4 mld PLN prognozujemy, iż Cyfrowy Polsat będzie finansował CAPEX oraz zapadające zadłużenie ze środków własnych lub kredytu bankowego, w związku z czym nie spodziewamy się aby spółka w najbliższych latach emitowała obligacje korporacyjne.
- **Tenor obligacji spółek TMT** - W okresie ostatnich 15 lat w sektorze TMT na rynkach rozwiniętych widać tendencję do emitowania papierów o coraz krótszym okresie wykupu. W latach 2000-03 spółki Vodafone, SKY i Telecom Italia emitowały papiery o zapadalności nawet ok. 30-letniej. W latach 2006-10 ich obligacje miały tenor wahający się przedziale 10-20 lat, zaś po 2010 roku poniżej 10 lat. Aktualnie tenor spółek sektora TMT, które działają na rynkach rozwiniętych kształtuje się na poziomie około 9-10 lat, co jest i tak dłuższym okresem niż tenor 6-letni charakterystyczny dla rynków rozwijających się. Spodziewamy się, że emitenci rynków rozwijających się wraz rosnącą stabilizacją gospodarek w których funkcjonują będą dążyć do emitowania coraz dłuższych papierów.
- **Koszty finansowania vs. rating** – W przypadku spółek TMT operujących na rynkach rozwiniętych różnica w jednym poziomie oceny kredytowej jest premiowana z-spreadem/DM niższym o ok. 0,1-0,2 pp. Wyraźnie widać jak rynek wycenia ryzyko kraju, z-spread dla zapadających w 2020r. obligacji greckiej spółki Hellenic Telecommunications wynosi 4,45% podczas gdy dla papierów holenderskiej Cabel Communications System z takim samym ratingiem i terminem wykupu, z-spread wynosi 0,91%.



Zespół analityczny Nwai

Adrianna Kocięda

Analitik

adrianna.kocieda@nwai.pl

tel: 22 201 97 66

Piotr Miliński

Analitik, DI

piotr.milinski@nwai.pl

tel: 22 201 97 63

Marek Żmudzin

Analitik, MPW

Marek.zmudzin@nwai.pl

tel: 22 201 97 67

Daty publikacji raportów z cyklu „Obligacje niskich rentowności”

07.04.2016

- Struktura popytu i podaży na rynku obligacji korporacyjnych
- Sektor bankowy (PKO BP, BZ WBK, mBank, Alior)

13.04.2016

- Sektor deweloperów komercyjnych (GTC, Echo, Ghelamco, HB Reavis)

20.04.2016

- Sektor paliwowy (PGNiG, Orlen)
- Sektor energetyczny (PGE, Tauron, Energa)

29.04.2016

- Sektor TMT (Cyfrowy Polsat, Multimedia)

Podsumowanie

Spółki TMT na Catalystr

Na koniec marca 2016r. wartość obligacji spółek segmentu TMT notowanych na Catalystr wynosiła 2,0 mld PLN, co stanowiło 3,7% wartości wszystkich notowanych emisji. Jedynymi emitentami w segmencie były spółki:

- Cyfrowy Polsat (1,0mld PLN) - Rating korporacyjny Grupy Cyfrowy Polsat nadany przez Standard & Poors to BB+ oraz Ba3, nadany przez Moody's. Spółka nie ubiega się o rating dla obligacji. Na koniec 2015r. obligacje stanowiły 46,4% w strukturze finansowania. W 1Q16 spółka Eileme 2 (spółka pośrednio zależna od Cyfrowego Polsatu) wykupiła i umorzyła niepodporządkowane obligacje o łącznej wartości nominalnej 542,5 mln EUR oraz 500 mln USD. Aktualnie jedyne obligacje Cyfrowego Polsatu to seria o wartości 1 mld PLN notowana na Catalystr.
- Multimedia (1,0 mld PLN) – Spółka nie posiada ratingu kredytowego. Obligacje w wartości 1 mld PLN, zapadające w 2020r. na koniec 2015r. stanowiły 77,5% jej zadłużenia.

Łączna wartość obligacji spółek TMT na Catalystr na koniec marca wyniosła 2,0 mld PLN.

Play (P4)

Spółka P4 właściciel operatora Play, emituje obligacje z poziomu 3 podmiotów – Play Finance 1, Play Finance 2 i Play Topco. Obligacje Play nie są notowane na Catalystr jednak finansują działalność na polskim rynku.

Wybrane obligacje spółek TMT działających na polskim rynku

ISIN	Data emisji	Data zapadalności	Kupon	Wartość emisji (mln)	Waluta	z-spread	DM	Agencja ratingowa	Rating
Play Finance 2 SA (Polska)									
XS0982709817	2014-01-31	2019-02-01	5,20%	130	PLN		3,50%	Moody's/Fitch/S&P	B1/BB-/B+
XS0982710237	2014-01-31	2019-02-01	5,25%	725	EUR	2,26%		Moody's/Fitch/S&P	B1/BB-/B+
XS0982709064	2014-01-31	2019-08-01	6,50%	270	EUR	1,36%		Moody's/Fitch/S&P	B2/B-/B-
XS1028947668	2014-08-06	2020-02-28	7,75%	415	EUR			Moody's/S&P	Caa1/B-
Multimedia (Polska)									
PLMLMDP00064	2013-05-10	2020-05-10	5,05%	1 038	PLN		3,09%	-	-
Cyfrowy Polsat (Polska)									
PLCFRPT00039	2015-07-21	2021-07-21	4,25%	1 000	PLN		2,25%	-	-
TVN (Polska)									
XS0954674668	2013-09-16	2020-12-15	7,38%	430	EUR	-0,02%		Moody's/S&P	Ba2/BBB

Źródło: Bloomberg, Szacunki Nwai DM

Czynniki popytu

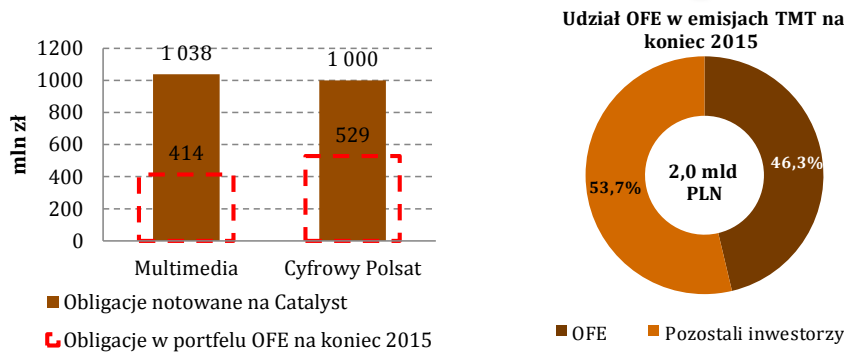
Emisje spółek sektora TMT są chętnie obejmowane przez inwestorów instytucjonalnych, głównie ze względu na to, iż spółki te generują powtarzalnie strumienie pieniężne zapewniające obsługę długu. Biorąc pod uwagę, że większość emisji spółek TMT jest plasowanych wśród inwestorów instytucjonalnych, głównymi czynnikami decydującymi o popycie będzie skala napływów do funduszy obligacji korporacyjnych (in plus) oraz ograniczenie popytu ze strony OFE (in minus). Ponieważ papiery spółek TMT cieszą się dużą popularnością wśród inwestorów instytucjonalnych, nie spodziewamy się aby średnim terminie, emitenci tego segmentu zdecydowali się na emisje publiczne skierowane do inwestorów indywidualnych.

Popyt na obligacje:

- Napływy do funduszy obligacji korporacyjnych – in plus
- Ograniczenie popytu ze strony OFE – in minus

Zwracamy uwagę na ryzyko związane z ewentualnymi odpływami z OFE, które mają w swoich portfelach niemal połowę obligacji wyemitowanych przez Cyfrowy Polsat i Multimedia. Na koniec 2015r. wartość notowanych na Catalyst obligacji spółek TMT wynosiła 2,0 mld PLN, z czego 943 mln PLN znajdowało się w portfelach OFE (46,3%).

Wartość obligacji spółek TMT w portfelu OFE na koniec 2015r

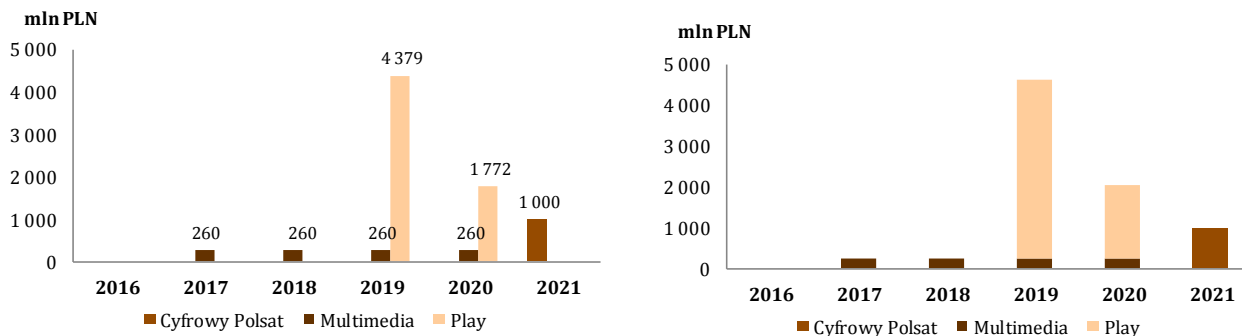


Źródło: GPW Catalyst, OFE, Szacunki DM Nwai

Podaż obligacji emitowanych przez Cyfrowy Polsat, Multimedia i Play

Łączna wartość obligacji Cyfrowego Polsatu, Multimediów i Play zapadających w latach 2016-21 to 8,2 mld PLN, z czego większość 6,2 mld PLN to obligacje Play. Pomimo, iż papiery dłużne spółek TMT są atrakcyjne ze względu na wysoką przewidywalność przepływów pieniężnych generowanych przez ich emitentów, to nie spodziewamy się istotnej podaży obligacji tego sektora w horyzoncie 3 lat. Szacujemy, że Cyfrowy Polsat w latach 2016-18 nie będzie musiała pozyskiwać finansowania w formie obligacji ze względu na to, iż przepływy pieniężne w wysokości 1,3-1,4 mld PLN rocznie powinny pokryć CAPEX planowany na 2016-18 w wysokości 1,0 mld PLN oraz ewentualne refinansowanie obligacji Litenite (spółki kontrolującej 66% w Grupie Midas) oraz obligacji Grupy Midas (łącznie 1,1 mld PLN). Zgodnie z warunkami emisji obligacji Multimediów, rozpoczynając od 2017r. spółka ma co roku wykupować 25% emisji. Szacujemy, że w latach 2016-20 Multimedia, będzie generować roczne przepływy operacyjne na poziomie ok. 300 mln PLN oraz ponosić nakłady na inwestycyjne w wysokości ok. 200 mln PLN, w związku z czym nadwyżka generowanej gotówki w kwocie ok. 100 mln PLN mogłaby być przeznaczana na wykupowanie papierów. Drugim źródłem finansowania wykupów obligacji mogłyby być kredyty bankowe lub rolowanie obligacji.

Zapadalność obligacji wybranych obligacji spółek TMT



Źródło: Catalyst, Bloomberg, Nwai DM

Multimedia

Na koniec 2015r. zadłużenie finansowe Multimediów wynosiło 1,3 mld PLN, z czego 1,0 mld PLN stanowiły obligacje (77,5% zadłużenia). Biorąc pod uwagę środki pieniężne w wysokości 117 mln PLN, zadłużenie netto kształtowało się na poziomie 1,2 mld PLN, zaś wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec 2015r. wynosił 3,5x.

Warunki emisji obligacji serii MMP004100520, zakładają, że rozpoczynając od 2017r. spółka ma co roku wykupować 25% emisji (10 maja 2017r., 10 maja 2018r., 10 maja 2019r.). Szacujemy, że w latach 2016-20 Multimedia, będzie generować roczne przepływy operacyjne na poziomie ok. 300 mln PLN oraz ponosić nakłady na inwestycyjne w wysokości ok. 200 mln PLN, w związku z czym nadwyżka generowanej gotówki mogłaby być przeznaczana na wcześniejszy wykup obligacji. Pozostała kwota mogłaby być zrolowana bądź finansowana zadłużeniem bankowym. Zarząd Multimediów oczekuje, że w długim terminie zadłużenie spółki będzie kształtować się na poziomie 700-800 mln PLN, jednak nie sprecyzował jego planowanej struktury.

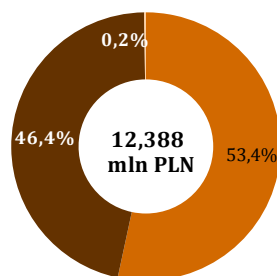
Profil spółki: Multimedia Polska jest ogólnopolskim operatorem kablowym, dostawcą telewizji cyfrowej z wideo na żądanie, Internetu szerokopasmowego i mobilnego oraz telefonii stacjonarnej i mobilnej. Firma działa w całej Polsce w ok. 200 miastach. Z usług Multimedia Polska korzystało na koniec 2015 r. ok. 824,1 tys. klientów.

Cyfrowy Polsat

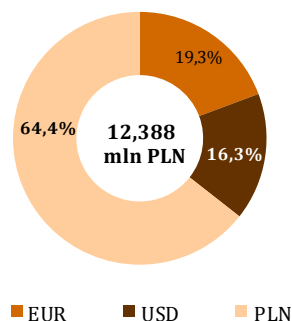
Na koniec 2015r. Cyfrowy Polsat posiadał zadłużenie finansowe na 12,4 mld PLN, z czego 5,7 mld PLN stanowiły obligacje. W 1 kwartale 2016r. spółka przeprowadziła restrukturyzację zadłużenia, polegającą na spłacie przez Eileme 2 – spółkę zależną Cyfrowego Polsatu całości zadłużenia z tytułu niepodporządkowanych obligacji o łącznej wartości 542,5 mln EUR oraz 500 mln USD. Obligacje te były oprocentowane według stopy odpowiednio: 11,75% dla transzy 542,5 mln EUR oraz 11,625% dla transzy 500 mln USD. Aktualnie jedyna seria obligacji o wartości 1 mld PLN notowana na Catalyst jest oprocentowana według stopy WIBOR 6M+250 bps. Po przejęciu Litenite, spółki kontrolującej 66% akcji w Grupie Midas, Cyfrowy Polsat przejmie zadłużenie przejmowanego podmiotu obejmujące zerokuponowa obligacje MDS w wartości 297 mln PLN (emitowane z dyskontem 16%) oraz zerokuponowe obligacje Litenite w wartości 788 mln PLN (emitowane z dyskontem 10%). Grupa Cyfrowy Polsat zamierza stopniowo redukować zadłużenie z tytułu obligacji MDS i Litenite, które ma być finansowane z kredytami lub środkami własnymi.

Profil spółki: Cyfrowy Polsat jest wiodącą grupą medialno-telekomunikacyjną w Polsce. W ramach prowadzonej działalności spółka świadczy: usługi płatnej telewizji, mobilne usługi telekomunikacyjne oraz szerokopasmowego Internetu, usługi nadawania i produkcji telewizyjnej, usługi hurtowych na rynku międzyoperatorskim.

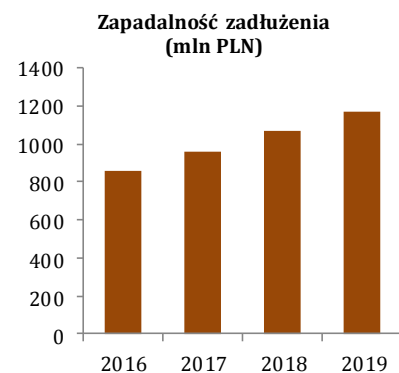
Zadłużenie (mln PLN)



■ Kredyty i pożyczki
■ Obligacje
■ Leasing fin.



■ EUR ■ USD ■ PLN



Źródło: Cyfrowy Polsat, Nwai DM

Szacujemy, iż w horyzoncie najbliższych 3 lat spółka, będzie osiągać przepływy pieniężne na poziomie ok. 1,3-1,4 mld PLN. Po finalizacji przejęcia spółki Litenite oraz Grupy Midas oraz rezygnacji z nabycia pasma 800 MHz, w latach 2016-18 Cyfrowy Polsat planuje łączne nakłady inwestycyjne na rozbudowę sieci na poziomie 1 mld PLN. Bazując na powyższych założeniach szacujemy, iż Grupa Cyfrowy Polsat w latach 2016-18 nie będzie musiała istotnie zwiększać poziomu zadłużenia, przy czym biorąc pod uwagę poprawiające się wskaźniki finansowe spodziewamy się, że ewentualnym źródłem dodatkowe finansowania będzie kredyt bankowy. W związku z tym w naszej ocenie prawdopodobieństwo emisji obligacji w horyzoncie 3 lat jest znikome.

Play (P4)

Na koniec grudnia 2015 r. zadłużenie netto P4 wynosiło prawie 1,1 mld EUR (4,7 mld PLN), co przekłada się na wzrost o 34% względem poprzedniego roku. Większość zobowiązań finansowych stanowią obligacje denominowane w EUR, które są notowane na giełdzie w Luksemburgu. Na koniec roku Zarząd spółki zadeklarował, że nie będzie wykupować obligacji, ponieważ spółka utrzymuje rezerwy na poczet ewentualnej płatności za rezerwacje częstotliwości zdobytych w podczas aukcji LTE.

Najważniejszym czynnikiem determinującym, to jak będzie się kształtować zadłużenie Play będzie ostateczne rozstrzygnięcie aukcji na częstotliwości 800 MHz i 2600 MHz. Wstępnie w jej wyniku dwa bloki częstotliwości 800 MHz zostały przyznane Orange, jeden T-Mobile, jeden P4 oraz jeden NetNet (spółka należąca do Hieronima Ruty). NetNet zrezygnowała z rezerwacji bloku E zakresu 800 MHz, za który miała zapłacić 2,053 mld PLN. W tej sytuacji rezygnacja NetNet oznacza automatyczne przyjęcie do rozpatrzenia przez UKE wniosku na ten blok złożonego przez T-Mobile (2,022 mld PLN). Ten z kolei chce się zamienić z P4 (przyznany blok D), by mieć dwa sąsiadujące bloki C oraz D, pozwalające na agregację pasma i zwiększenie prędkości transmisji danych, jednak przedstawiciele Play odmawiają przyjęcia tej propozycji. Koniec postępowania w sprawie licytacji pasm LTE i ewentualnej zamiany bloków przewidziany jest na połowę maja bieżącego roku. Wartość ofert złożonych przez P4 wynosi 1,496 mld PLN (za blok D z pasma 800 MHz) i ponad 222 mln PLN (za 4 bloki z pasma 2,6 GHz).

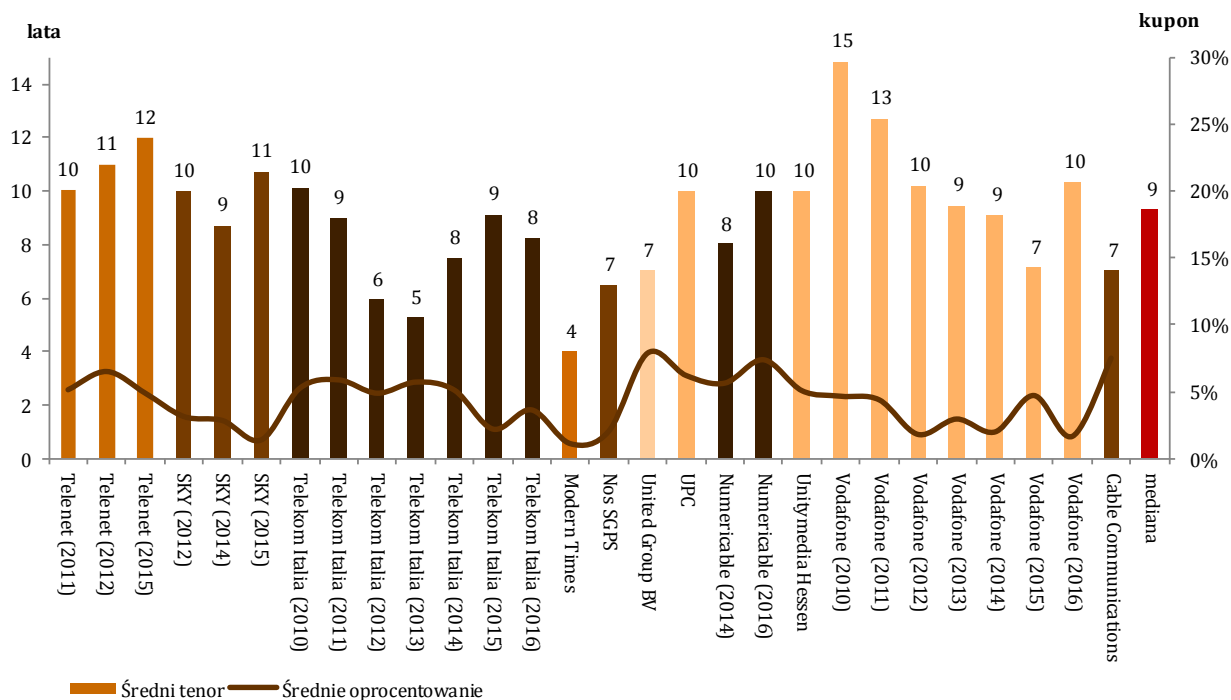
Trendy

Zapadalność

Spodziewamy się, że w horyzoncie 5 lat spółki TMT działające na polskim rynku niechętnie będą emitować papiery dłużne. Ewentualne emisje mogłyby się jednak wiązać z wydłużeniem emitowanych obligacji ponieważ postrzeganie tych spółek przez inwestorów jako mniej ryzykownych mogłoby zwiększyć ich skłonność do zaakceptowania dłuższego horyzontu inwestycyjnego. Aktualnie długość obligacji emitowanych przez spółki TMT działające na rynku polskim to ok. 6 lat. Tenor spółek sektora TMT, które działają na rynkach rozwiniętych kształtuje się na poziomie około 9-10 lat, co jest i tak dłuższym okresem niż tenor 6-letni charakterystyczny dla rynków rozwijających się. Spodziewamy się, że emitenci rynków rozwijających się wraz rosnącą stabilizacją gospodarek w których funkcjonują będą dążyć do emitowania coraz dłuższych papierów. Na wykresie 1 (obligacje spółek TMT rynków rozwiniętych emitowane w latach 2010-16) widać że w 2015 i 2016r. w otoczeniu coraz niższych stóp procentowych powraca skłonność do wydłużania zapadalności emitowanych papierów, która w naszej ocenie powinna się utrzymać tak długo jak banki centralne utrzymają stopy na niskich poziomach.

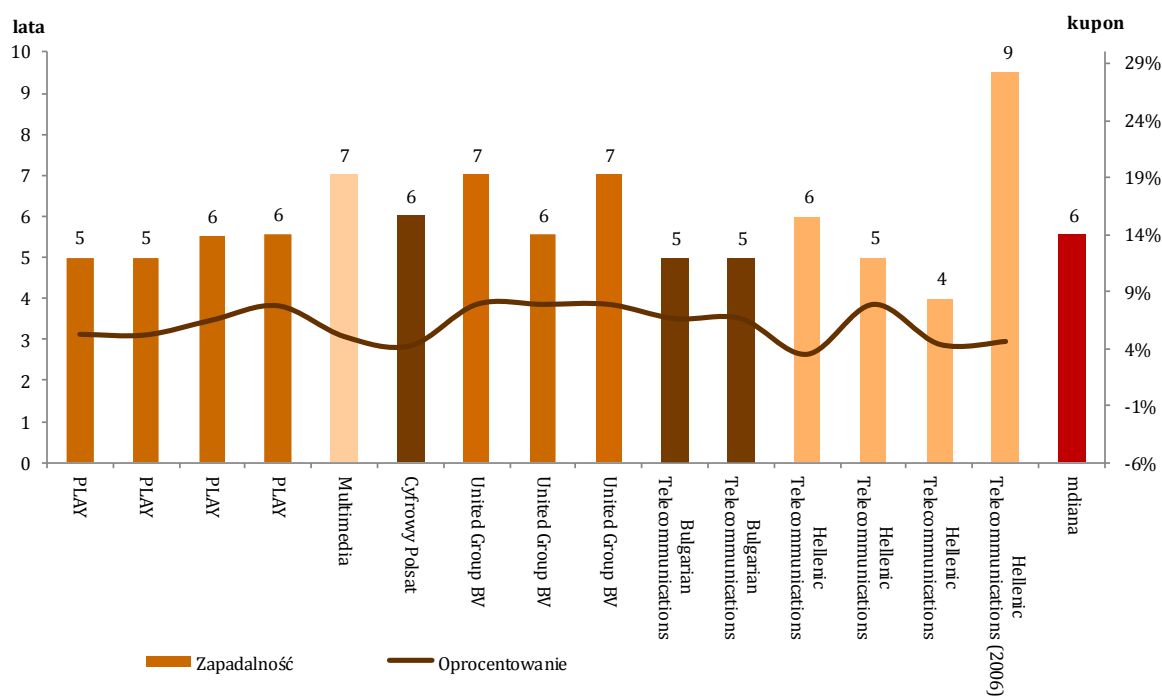
Otoczenie niskich stóp procentowych przekłada się na skłonność do emitowania dłuższych obligacji

Zapadalność i oprocentowanie wybranych obligacji spółek sektora TMT na rynkach rozwiniętych (wykres 1)



Źródło: Bloomberg, Szacunki Nwai DM

Zapadalność i oprocentowanie wybranych obligacji spółek sektora TMT na rynkach rozwijających się (wykres 2)

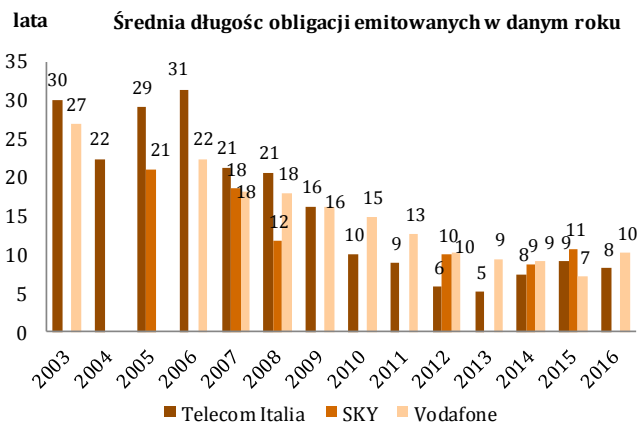
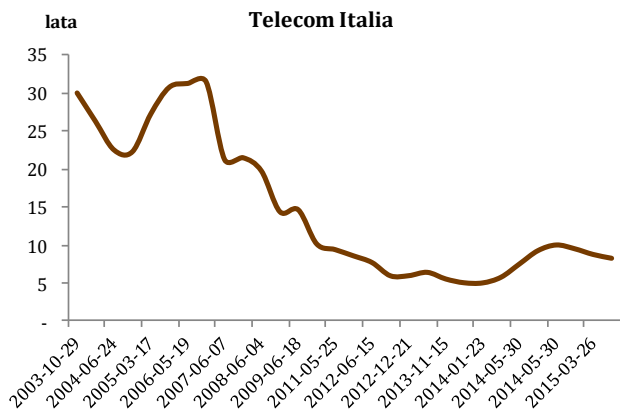
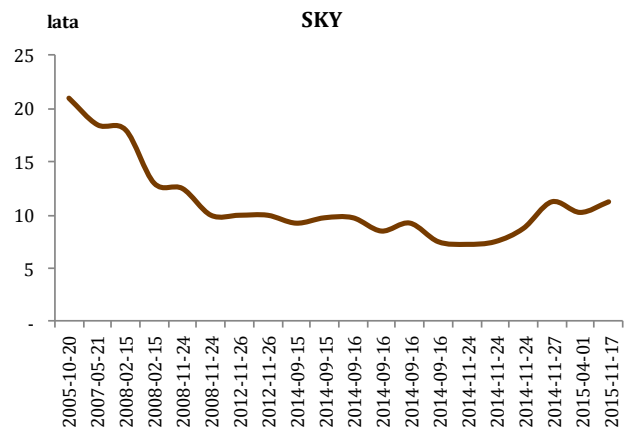
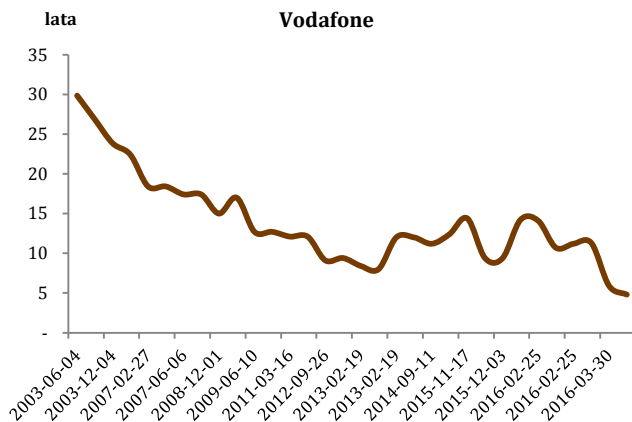


Źródło: Bloomberg, Szacunki Nwai DM

Tendencja do skracania papierów sektora TMT w horyzoncie ostatnich 15 lat na rynkach rozwiniętych

W okresie ostatnich 15 lat w sektorze TMT widać tendencję do emitowania papierów o coraz krótszym okresie wykupu. Wyraźnie widać to na przykładzie spółek Vodafone, SKY i Telecom Italia. Spółki te w latach 2000-2003 chętnie emitowały papiery o zapadalności nawet ok. 30-letniej. W latach 2006-10 ich obligacje miały tenor wahający się przedziale 10-20 lat, zaś po 2010 roku poniżej 10 lat.

Tenor obligacji Vodafone, SKY i Telecom Italia (średnia krocząca)



Źródło: Bloomberg, Szacunki Nwai DM

Czy spółki sektora TMT działające na polskim rynku sięgną po euroobligacje?

Spółki TMT działające na polskim rynku mają bogatą historię emitowania euroobligacji: Cyfrowy Polsat w 1Q16 umorzył obligacje denominowane w EUR oraz w USD. TVN, należąca aktualnie do Scripps Networks Interactive, ma również doświadczenie w emitowaniu euroobligacji za granicą oraz uzyskiwaniu ratingów kredytowych. Aktualnie notowane są jeszcze jej obligacje o wartości 344 mln EUR, które są nie wykupioną częścią serii emitowanej w 2013r. wartę 430 mln EUR.

Argumentem przemawiającym za tym aby spółki TMT pozyskiwały zadłużenie w walucie lokalnej jest fakt, iż osiągają one przychody głównie w PLN. Obsługa zadłużenia denominowanego w EUR generuje dodatkowe ryzyko walutowe.

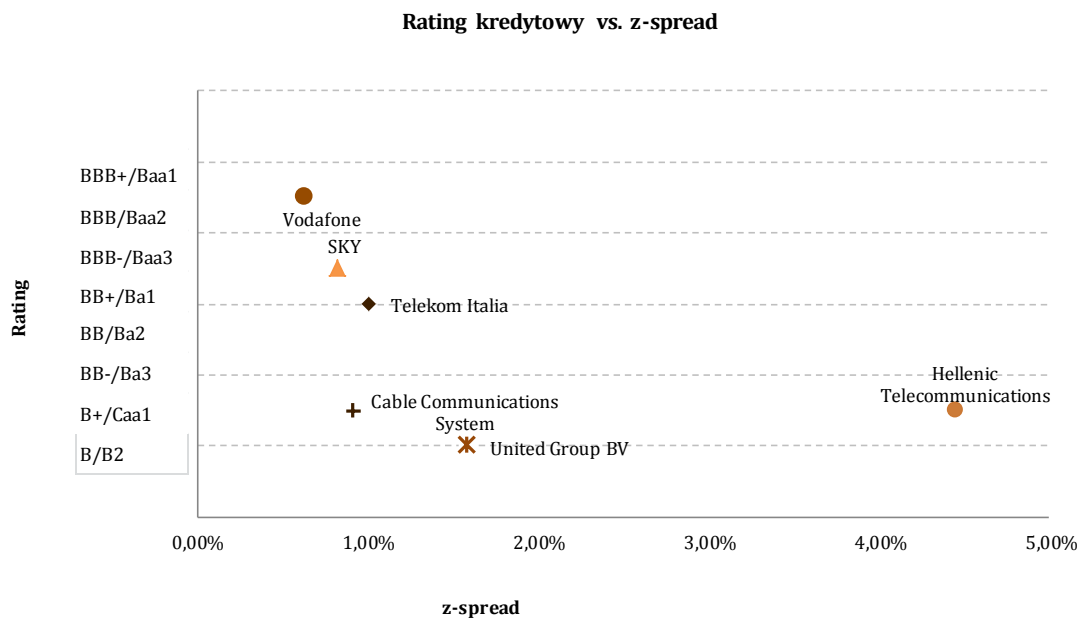
Koszt finansowania vs. rating

Porównaliśmy obligacje 6 emitentów z terminem wykupu przypadającym na 2020r. oraz obligacje 4 emitentów z terminem wykupu przypadającym na 2019r. pod kątem zależności pomiędzy z-spread/ZDM i ratingiem kredytowym. Na przykładzie obligacji zapadających w 2020r. widać że w przypadku spółek operujących na rynkach rozwiniętych różnica jednego punktu ratingowego jest premiowana ok. z-spreadem/ZDM niższym o ok. 0,1-0,2 pp. Wartość z-spread dla obligacji Vodafone o ratingu BBB+ wynosi ok. 0,61-0,63%, dla obligacji SKY Plc, które mają rating BBB-, ZDM wynosi ok. 0,82%. W przypadku papierów United Group z ratingiem na poziomie B, z-spread wynosi 1,59%.

W przypadku spółek działających na rynkach rozwiniętych różnica jednego poziomu w ocenie kredytowej przekłada się na różnicę w z-spread na poziomie 0,1-0,2pp

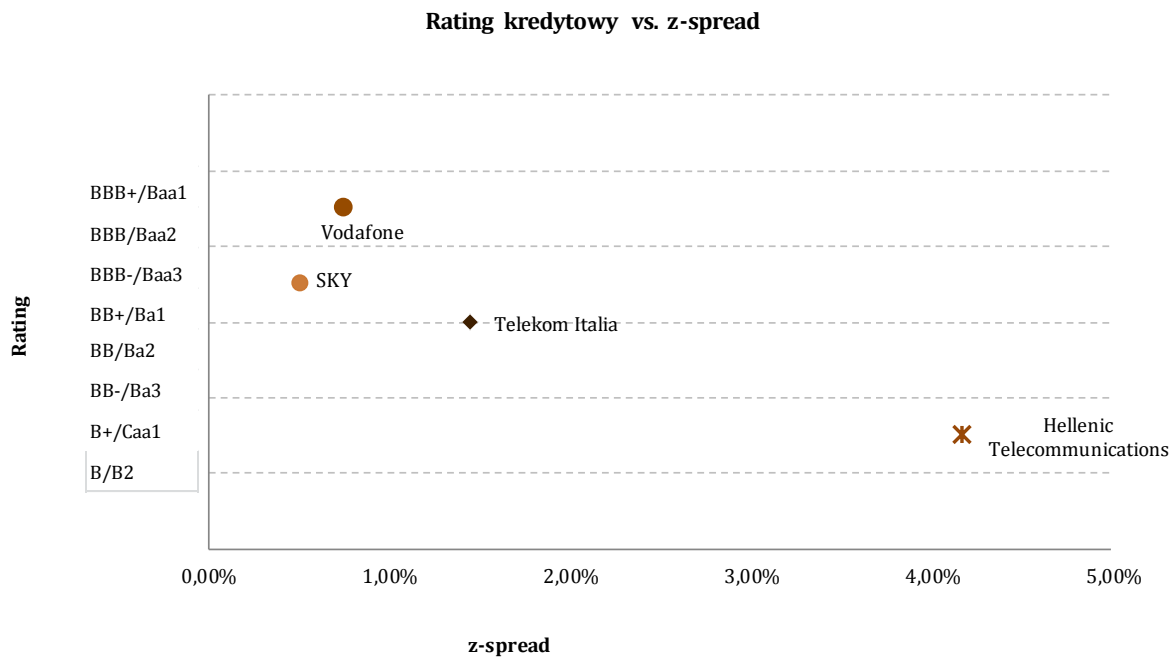
Wyraźnie widać jak rynek wycenia ryzyko kraju, z-spread dla obligacji greckiej spółki Hellenic Telecommunications wynosi 4,45% podczas gdy dla papierów holenderskiej Cabel Communications System z takim samym ratingiem z-spread wynosi 0,91%.

Zależność pomiędzy ratingiem kredytowym a wartością z-spread/ DM dla obligacji zapadających w 2020r.



Źródło: Bloomberg, Szacunki Nwai DM

Zależność pomiędzy ratingiem kredytowym a wartością z-spread/ DM dla obligacji zapadających w 2019r.



Źródło: Bloomberg, Szacunki NWA I DM

Załączniki

Wybrane obligacje spółek sektora TMT operujących w Polsce, Serbii, Bułgarii i Grecji

ISIN	Data emisji	Data zapadalności	Kupon	Wartość emisji (mln)	Waluta	z-spread	DM	Agencja ratingowa	Rating
Play Finance 2 SA (Polska)									
XS0982709817	2014-01-31	2019-02-01	5,20%	130	PLN		3,50%	Moody's/Fitch/S&P	B1/BB-/B+
XS0982710237	2014-01-31	2019-02-01	5,25%	725	EUR	2,26%		Moody's/Fitch/S&P	B1/BB-/B+
XS0982709064	2014-01-31	2019-08-01	6,50%	270	EUR	1,36%		Moody's/Fitch/S&P	B2/B-/B-
XS1028947668	2014-08-06	2020-02-28	7,75%	415	EUR			Moody's/S&P	Caa1/B-
Multimedia (Polska)									
PLMLMDP00064	2013-05-10	2020-05-10	5,05%	1 038	PLN		3,09%	-	-
Cyfrowy Polsat (Polska)									
PLCFRPT00039	2015-07-21	2021-07-21	4,25%	1 000	PLN		2,25%	-	-
TVN (Polska)									
XS0954674668	2013-09-16	2020-12-15	7,38%	430	EUR	-0,02%		Moody's/S&P	Ba2/BBB
United Group BV (Serbia)									
XS0992294388	2013-11-15	2020-11-15	7,88%	625	EUR	1,51%		Moody's/S&P	B2/B
XS1223777175	2015-04-28	2020-11-15	7,88%	150	EUR	1,46%		Moody's/S&P	B2/B
XS0992293810	2013-11-15	2020-11-15	7,88%	475	EUR	1,67%		Moody's/S&P	B2/B
Bulgarian Telecommunications (Bułgaria)									
XS0994993037	2013-11-22	2018-11-15	6,63%	400	EUR	3,26%		Moody's/S&P	B1/B-
XS0994993623	2013-11-22	2018-11-15	6,63%	400	EUR	3,47%		Moody's/S&P	B1/B-
Hellenic Telecommunications (Grecja)									
XS1086785182	2014-07-10	2020-07-09	3,50%	700	EUR	4,45%		Moody's/S&P	Caa2/B+
XS0885718782	2013-02-07	2018-02-07	7,88%	700	EUR	3,95%		Moody's/S&P	Caa2/B+
XS1327539976	2015-12-02	2019-12-02	4,38%	350	EUR	4,18%		Moody's/S&P	Caa2/B+
XS0275776283	2006-11-21	2016-05-20	4,63%	900	EUR	-4,17%		Moody's/S&P	Caa2/B+

Źródło: Bloomberg, Szacunki Nwai DM

Nota prawna

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej analizy

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Zgodnie z wiedzą Analityków, przedstawiciele NWAJ Dom Maklerski S.A. (dalej: NWAJ) nie zasiadają w zarządzie, radzie nadzorczej spółkach będących przedmiotem niniejszego raportu. Inwestorzy powinni zakładać, że NWAJ ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółkom, której dotyczy niniejszy raport.

NWAJ Dom Maklerski S.A. nie pełni funkcji animatora rynku dla instrumentów finansowych opisywanych w niniejszym raporcie. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAJ nie świadczył na rzecz Spółek usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności w zakresie oferowania instrumentów finansowych i nie otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenia. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAJ nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Spółki. NWAJ nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Spółkę na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. NWAJ nie posiada akcji Spółek, w łącznej wielkości stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Pomiedzy analitykiem i jego osobami bliskimi a spółkami, których raport dotyczy, nie występują jakiegokolwiek powiązania. NWAJ jego akcjonariusze i pracownicy, w zakresie nieujawnionym w niniejszym raporcie i dopuszczalnym przez prawo, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych wyemitowanych przez emitenta.

Pozostałe klauzule

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAJ wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAJ jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAJ a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAJ w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego. Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Szczegółowe warunki sporządzania Rekomendacji określa Regulamin sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak NWAJ nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raporty były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Analitycy sporządzając niniejszy raport działali z należytą starannością. Analiza Spółki i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie Analityków.

Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez NWAJ bez uzgodnienia ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Informacji dotyczących wyceny/prognoz wyników finansowych zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Spółkę. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami NWAJ. NWAJ nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. NWAJ zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym raporcie, a także do aktualizacji tych informacji w dowolnym czasie i bez powiadomienia.

Niniejszy raport został w zamierzeniu przygotowany i przeznaczony do udostępnienia klientom profesjonalnym w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz. U z 2014 r, poz. 94, z późn. zm.), może być także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa. NWAJ nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.

DEFINICJE I METODOLOGIA

Obligacje stałokuponowe

Z-spread

$$P = \frac{C}{f} \sum_{j=1}^n \frac{1}{\left(1 + \frac{(r_{T(j)} + \phi)}{f}\right)^{f \times T(j)}} + \frac{100}{\left(1 + \frac{(r_{T(n)} + \phi)}{f}\right)^{f \times T(n)}}$$

Oznaczenia: C to wartość kuponu, P- cena brudna obligacji, ϕ - Z-spread, zaś stopa WIBOR związana jest z czynnikiem dyskontowym ZT relacją:

$$r_T = \left[(Z_T)^{\frac{-1}{f \times T}} - 1 \right] \times f$$

YTM liczony jest zgodnie z formułą XIRR, według wzoru:

$$P = \sum_{j=1}^n \frac{C_j}{(1 + YTM)^{\frac{T(j)}{365}}} + \frac{100}{(1 + YTM)^{\frac{T(n)}{365}}}$$

Obligacje zmiennokuponowe

Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)} + \sum_{j=2}^n Z_\delta(T_j) \Delta_j(L + q) + 100Z_\delta(T_n)$$

gdzie

$$Z_\delta(T_j) = \frac{Z_\delta(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W + \delta)}; Z_\delta(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)}$$

δ - Discount Margin, P -cena brudna obligacji, q - marża, WFIX - znany Wibor dla obecnego okresu odsetkowego, WStub - Stopa Wibor pomiędzy dniem wyceny a kolejnym kuponem, W - obecny poziom Wiboru w zależności od częstotliwości wypłat kuponu (np. 3m, 6m), $\Delta_1, \dots, \Delta_n$ - wartości kuponów uwzględniające długość okresu odsetkowego (w ujęciu ACT365) oraz T_1, \dots, T_n daty wypłaty kuponów. Kalkulacja Discount Margin zakłada, że wszystkie przyszłe wypłaty kuponów będą odbywać się według obecnej stopy procentowej. Discount Margin nie uwzględnia kształtu terminowej krzywej stóp procentowych.

Zero Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)} + \sum_{j=2}^n Z_\gamma(T_j) \Delta_j(L(T_{j-1}, T_j) + q) + 100Z_\gamma(T_n)$$

gdzie

$$Z_\gamma(T_j) = \frac{Z_\gamma(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W(T_{j-1}, T_j) + \gamma)}; Z_\gamma(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)}$$

$W(T_{j-1}, T_j)$ - oznacza terminową stopę Wibor pomiędzy dwoma terminami T_{j-1} a T_j , γ - Zero Discount Margin. Zero Discount Margin uwzględnia kształt krzywej stóp procentowych zarówno w czynniku dyskontowym jak i ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).