

OBLIGACJE NISKICH RENTOWNOŚCI

Cykl raportów o rynku długu korporacyjnego



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

Wprowadzenie podatku od niektórych instytucji finansowych bardzo silnie uderzyło w rentowność kredytów dla najbardziej wiarygodnych podmiotów korporacyjnych. Obserwujemy rosnącą ostrożność banków przy udzielaniu finansowania o niskiej marży i długim terminie zapadalności. W obliczu podwyżek kosztów kredytu, spółki mogą zostać zmuszone do znalezienia alternatywnych form pozyskiwania kapitału. W ten oto sposób, nowa danina może w niezamierzony sposób przyczynić się do rewolucji na rynku obligacji korporacyjnych.

Niniejszy cykl raportów służy ocenie nadchodzących zmian w strukturach finansowania przedsiębiorstw. Analizie poddajemy największych emitentów długu korporacyjnego i sprawdzamy, w jaki sposób będą w kolejnych latach pozyskiwać kapitał. W pierwszej kolejności zajmujemy się strukturą popytu i podaży na polskim rynku obligacji korporacyjnych. Kolejne raporty skupią się na obligacjach emitentów z następujących sektorów: bankowego, energetycznego, paliwowego, oraz deweloperów komercyjnych.

Kluczowe wnioski: struktura popytu i podaży oraz sektor bankowy

- Podatek od aktywów będzie miał silnie negatywny wpływ na segment kredytów korporacyjnych o najwyższej jakości. Ewentualne podwyżki bankowych marż będą najbardziej dotkliwe dla wiarygodnych kredytobiorców, których zobowiązania opiewają łącznie na ok. 50-60 mld złotych.
- Przeniesienie nawet 10% najlepszych kredytobiorców na rynek obligacji korporacyjnych przekroczy jego możliwości absorpcyjne. Dodatkowo, na rynek trafią niskorentowne papiery korporacyjne, wyprzedawane z portfeli banków. W związku z tym, spodziewamy się dużej presji na ceny długu.
- Jednymi z nielicznych papierów, które unikną istotnych zmian rentowności będą obligacje samych banków. Podmioty z sektora już teraz zmagają się z dużą nadpłynnością z powodu bardzo szybkiego napływu depozytów. Akcja kredytowa w 2016 będzie miała zdecydowanie słabszą dynamikę, co przełoży się na mniejszą ilość emisji płynnościowych ze strony banków.
- Dzięki zmianom w prawie, nabywcy listów zastawnych zyskali większą ochronę, co przełożyło się na niższe ryzyko (i wyższy rating) tego typu długu. Niskooprocentowane listy zastawne mogą stać się jednym z podstawowych źródeł finansowania PKO BP, zastępując m. in. euroobligacje z programu EMTN
- Emisje długu podporządkowanego (Tier II) w skali całego sektora będą raczej niewielkie. Podmioty, które najbardziej potrzebują uzupełnienia funduszy własnych, mają jednocześnie najmniejsze szanse na uplasowanie długu.

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)

STRUKTURA POPYTU I PODAŻY OBLIGACJI KORPORACYJNYCH

Głównym katalizatorem zmian na rynku korporacyjnych papierów dłużnych stanie się segment kredytów dla przedsiębiorstw. Bank chcący zrekompensować obciążenie związane z nowym podatkiem zostanie zmuszony do podniesienia marży odsetkowej o 54 punkty bazowe. Ma to związek z faktem, że bazowa danina w wysokości 0,44% aktywów nie jest uznawana za koszt uzyskania przychodu. Według sygnałów płynących ze spółek, nowe umowy kredytowe zawierają już istotnie podwyższone marże. W związku z tym spodziewamy się, że przedsiębiorstwa podejmą próbę znalezienia alternatywnych źródeł finansowania.

Wpływ podatku bankowego będzie szczególnie dotkliwy w segmencie najbardziej wiarygodnych emitentów. Oczekujemy, że instytucje finansowe będą mniej skłonne do zaangażowania w najbezpieczniejsze aktywa, preferując przy tym bardziej ryzykownych, ale i dochodowych kredytobiorców. Preferencja ryzyka może wręcz sprawić, że spread w rentownościach między najlepszym oraz mniej wiarygodnym długiem ulegnie zawężeniu.

Dla rynku obligacji korporacyjnych byłaby to szansa na skokowe zwiększenie skali, ale również wyzwanie związane z absorpcją podaży nowego długu. Skala korporacyjnego exodusu z banków może być ogromna. Kredyty i pożyczki netto udzielone sektorowi przedsiębiorstw szacuje się na 293 mld (dane NBP) lub 306 mld (dane KNF). Około 130 mld z tej kwoty przypada na duże przedsiębiorstwa, zatrudniające ponad 250 pracowników. Dla porównania, wartość notowanego na Catalyst długu korporacyjnego to 56 mld złotych.

Portfel kredytów korporacyjnych o najwyższej jakości w wybranych bankach

Bank	Definicja "najlepszych kredytów"	Wartość najlepszych kredytów	Kredyty dla biznesu objęte modelem ratingowym
PKO BP	kredyty gospodarcze z wewnętrznym ratingiem, kategoria "pierwszorzędne", "bardzo dobre", lub "dobre"	7,7	47,6
Pekao	kredyty korporacyjne objęte modelem ratingowym o PD < 0,27% (poniżej 500 mln EUR obrotu) oraz PD < 0,21% (powyżej 500 mln EUR obrotu)	4,4*	20,2*
ING	kredyty korporacyjne o ratingu 1-9 ("rating inwestycyjny" z wyłączeniem numeru 10)	10,2	41,5
mBank	kredyty korporacyjne, klasa 1 lub 2 (rating do BBB)	4,4	28,4
Millennium	kredyty i pożyczki udzielone przedsiębiorstwom, Master Scale 1-6	0,8	12,1
Alior	kredyty segmentu biznesowego, scoring Q1-Q6	1,5	10,6
Handlowy	kredyty instytucjonalne, rating 1-4-	9,6	12,8
Suma		38,7	173,2

*Pekao nie nadaje ratingu puli kredytów specjalistycznych, korporacyjnych papierów dłużnych oraz „innych” o wartości ok. 40 mld PLN

Źródło: sprawozdania finansowe spółek

Nawet przy założeniu, że zmiany dotkną wyłącznie podmiotów o najwyższej ocenie kredytowej, wartość zobowiązań „zagrożonych” ucieczką do obligacji można szacować na 50-60 mld złotych. Rezygnacja kilku - kilkunastu procent najlepszych klientów w obliczu podwyżek marż nie jest nierealnym scenariuszem. Potencjał podaży długu dodatkowo powiększa fakt, że na koniec trzeciego kwartału 2015 aż 46% publicznie notowanych obligacji (nominał ok. 26mld PLN) znajdowało się w posiadaniu banków. Wzięcie emisji na własną ksiązkę stanowiło de facto formę udzielenia kredytu spółce państwowej, pozwalającą na uniknięcie postępowania przetargowego. Podatek od aktywów niszczy zwrot z papierów takich jak TPE1119 (WIBOR + 90bps), zatem banki mogą zdecydować się na ich sprzedaż. Nie wykluczamy jednak powstania specjalnych konstrukcji optymalizacyjnych. Przypuszczamy, że jednym z rozwiązań będzie krótkoterminowa zamiana papierów korporacyjnych na obligacje skarbowe z przyrzeczeniem natychmiastowej, odwrotnej transakcji. Podstawa opodatkowania liczona jest według stanu aktywów na koniec miesiąca, zatem chwilowy transfer aktywów (np. do TFI) służyłby jej obniżeniu.

Potencjalni nabywcy

Przy tak dużej podaży nowego długu pojawia się pytanie, czy na rynku znajdą się inwestorzy mogący zapewnić odpowiedni popyt. Dotychczas, głównym odbiorcą silnego długu były Otwarte Fundusze Emerytalne. Na koniec 2015 roku, w ich portfelach znajdowały się obligacje korporacyjne o wartości 8,8mld złotych (-6% r/r). Około 80% zgromadzonych papierów zostało wyemitowanych przez podmioty o wysokiej wiarygodności finansowej. Największą popularnością wśród OFE cieszy się dług PGNIG (915 mln), BZ WBK (678 mln) i PKN Orlen (541 mln). Wszystkie trzy emisje były notowane z premią 75-90bps do WIBORu. Łączna wartość *blue chip*ów w portfelach funduszy emerytalnych to 7,2 mld PLN. Kolejne 350 mln to obligacje dużych przedsiębiorstw zagranicznych, zgromadzone w portfelu Nationale Nederlanden.

Mimo wyraźnej preferencji do obejmowania papierów wysokiej jakości, nie sądzimy, że OFE będą w stanie zaabsorbować nową falę podaży. Udział długu przedsiębiorstw w aktywach co prawda wzrósł od czasu „reformy” (obecnie 6,32% vs 4,83%), jednak mechanizm suwaka bardzo istotnie ograniczy możliwości inwestycyjne funduszy. Saldo przepływów środków do OFE było w 2015 ujemne i wyniosło -1,6mld złotych. Wraz z upływem lat, proces ten będzie coraz mocniej przyspieszał.

W tej sytuacji, źródeł popytu należy raczej upatrywać w TFI. Według danych IZFA, środki zarządzane przez dedykowane fundusze polskich obligacji korporacyjnych wyniosły na koniec stycznia ponad 13 mld złotych. W ubiegłym roku, napływy przekroczyły 2 mld złotych. Biorąc pod uwagę również uniwersalne fundusze obligacyjne, kwota aktywów rośnie do 23,5 mld. Spodziewamy się, że utrzymanie bądź pogłębienie polityki niskich stóp procentowych będzie sprzyjać napływowi oszczędności Polaków do instytucji zbiorowego inwestowania.

Struktura portfeli długu korporacyjnego zarządzanych przez TFI znacząco różni się od tej obserwowanej w funduszach emerytalnych. Największy przedstawiciel

15 obligacji wysokiej jakości, wg wartości w portfelach OFE – koniec 2015

Emitent	Wartość obligacji w portfelach OFE
PGNIG	914 784 954
BZWBK	678 221 037
PKN	541 119 716
CPS	529 295 548
ING	502 023 305
PKO	422 103 884
MULTIMEDIA	414 035 313
SANTANDER	374 707 087
MBANK	327 565 311
ENERGA	326 392 748
ALIOR	285 453 328
ECHO	282 960 423
KRUK	268 647 502
BOŚ	184 516 388
TAURON	173 865 964

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań funduszy

segmentu, Arka Prestiż¹, lokuje jedynie 36% środków w dług najbardziej wiarygodnych emitentów. Dużą część portfela – 35% - stanowią obligacje skarbowe. Podobny stosunek zachowany jest w bliźniaczym funduszu Arka BZ WBK. Zarządzający z Millennium preferują niemal dwukrotnie mniejszy udział *blue chipów*. Bezpieczne papiery korporacyjne stanowią ok. 50-60% aktywów w funduszach Union Investment (UniLokata i UniWIBID), których podstawowym zadaniem jest ochrona kapitału.

W poszukiwaniu wyższych stóp zwrotu, zarządzający często sięgają po segment papierów o średnich i wysokich rentownościach. Posiadają również znaczne rezerwy płynności, lokowane w papierach skarbowych. W przypadku pojawienia się dodatkowej podaży papierów korporacyjnych wysokiej jakości, TFI będą w stanie zgłosić dodatkowy popyt w wysokości kilku miliardów złotych. Mimo tego, krajowy rynek długu może okazać się zbyt mały, by zaspokoić potrzeby wszystkich emitentów rezygnujących z finansowania bankowego. W związku z tym, emitenci będą zmuszeni do oferowania kuponów wyższych o kilkanaście – kilkadziesiąt punktów bazowych. Nowe oferty o wysokich rentownościach będą również wywierać negatywną presję na ceny obecnie notowanego długu.

Finansowanie zagraniczne

Alternatywą dla największych emitentów może okazać się wyjście na zagraniczny rynek długu. W ostatnich latach była to przede wszystkim domena banków, na czele z mBankiem (przez mFinance) oraz PKO (przez PKO Finance). Podmioty te plasowały emisje w ramach programów EMTN o maksymalnej wartości do 3 mld euro. Z zagranicznego finansowania korzystały również Ciech, PKN Orlen, PGNiG oraz koncerny energetyczne – PGE, Tauron i Energa.

Wyjście na rynki zagraniczne wiązało się dotychczas z koniecznością zapłaty wyższej premii ponad stopę wolną od ryzyka. Po przeswapowaniu, euroobligacje polskich emitentów oferują obecnie rentowności o kilkadziesiąt punktów bazowych wyższe, niż ich krajowe odpowiedniki. W przeszłości, asymetria ta wynikała m. in. z nadmiaru krajowego popytu na obligacje korporacyjne oraz relatywnie niedużego stażu polskich przedsiębiorstw na międzynarodowych rynkach finansowych. Fala nowych emisji korporacyjnych w kraju sprawiłaby, że lokalne rentowności długu zbliżyłyby się do poziomu euroobligacji.

Mimo, że polskie spółki konsekwentnie budują swoją pozycję na rynkach zagranicznych, to jednak cały czas są one oceniane przez pryzmat kraju. Za taką tezę przemawia m. in fakt, że po obniżce ratingu dla Polski, wycena euroobligacji krajowych zmieniała się w ślad za papierami rządowymi. Z drugiej strony, spodziewamy się pozytywnego wpływu skupu aktywów, prowadzonego przez Europejski Bank Centralny. Program dotyczy co prawda wyłącznie papierów korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym z krajów strefy euro, jednak dopływ płynności będzie pośrednio odczuwalny w innych kategoriach długu. Wyśrubowane ceny obligacji mogą skłonić inwestorów do poszukiwania rentowności w papierach spoza eurostrefy. To oni mogą w znacznej części przyjąć nową falę podaży polskiego długu.

Największe fundusze obligacji korporacyjnych (styczeń 2016)

NAZWA	AKTYWA
ARKA PRESTIŻ OBLIGACJI KORPORACYJNYCH	2127
ARKA BZ WBK OBLIGACJI KORPORACYJNYCH	1671
UNILOKATA	1557
MILLENNIUM FIO S OBLIGACJI KORPORACYJNYCH	1181
UNIWIBID PLUS	1104
AVIVA INVESTORS DŁUŻNYCH PAPIERÓW KORPORACYJNYCH	712
AGIO KAPITAŁ	561
AVIVA INVESTORS PAPIERÓW NIESKARBOWYCH	383

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IZFA

¹ Największym funduszem obligacji korporacyjnych jest Open Finance FIZAN zarządzany przez Credit Value, ale nie publikuje on sprawozdań finansowych

Niniejsza analiza ukazała się w ramach serii raportów o obligacjach niskich rentowności. Z pozostałymi częściami można zapoznać się na stronie www.nwai.pl



Rola papierów dłużnych w bankowych bilansach

Głównym komponentem finansowania działalności banków komercyjnych pozostają depozyty klientów detalicznych oraz przedsiębiorstw. Obligacje i listy zastawne miały dotychczas marginalne znaczenie i pełniły raczej rolę uzupełniającą. Udział wyemitowanych papierów dłużnych w zobowiązaniach podmiotów sektora bankowego waha się od zera (Bank Handlowy) do niespełna 10% (mBank, ze względu na bank hipoteczny). W zależności od charakterystyki danej oferty, obligacje mogą zostać wykorzystane do realizacji dwóch celów: pozyskanie stabilnego finansowania w danej walucie bądź poprawa współczynników kapitałowych.

W pierwszym przypadku, bank dokonuje zwykłej emisji obligacji (tzw. *senior bonds*), która jest traktowana na równi z innymi zobowiązaniami. Co do zasady, dług tego typu oferuje oprocentowanie od 50-150 punktów bazowych powyżej stopy wolnej od ryzyka. Jest zatem zauważalnie droższy od średniego kosztu pozyskania depozytów. Senior bonds stanowią jednak źródło długoterminowego finansowania o stabilnym charakterze. Pozwalają one na skokowe rozszerzenie akcji kredytowej w warunkach niskiej dostępności depozytów. Największe podmioty zaangażowane w udzielanie kredytów walutowych plasowały również euroobligacje w celu pozyskania płynności w euro lub frankach szwajcarskich².

Kolejną zaletą *senior bonds* jest wzmocnienie podmiotu w obliczu nowej normy NSFR, która zacznie obowiązywać w 2018 roku. W raporcie z 2013, Komisja Nadzoru Finansowego wskazała na brak wystarczającej ilości stabilnego, długoterminowego finansowania w bilansach banków. Do dnia dzisiejszego, największe instytucje podniosły wskaźnik NSFR powyżej minimów regulacyjnych. Uczyniły to jednak w znacznej mierze dzięki przyrostowi depozytów detalicznych i korporacyjnych. Rozwój długoterminowej akcji kredytowej w oparciu o założenie, że wkłady klientów ciągle będą się tak dobrze osadzać, jest obarczony sporym ryzykiem. Dlatego nie wykluczamy np. emisji listów zastawnych, które dzięki nowej ustawie mogą wreszcie stać się realnym źródłem finansowania banków.

Oprócz kwestii płynnościowych, regulacje ostrożnościowe wymuszają utrzymanie wystarczającej relacji funduszy własnych do aktywów ważonych ryzykiem. W celu podniesienia całkowitego współczynnika kapitałowego (TCR), podmioty emitują obligacje podporządkowane o co najmniej 5-letnim terminie zapadalności. Tego typu papiery mogą zostać za zgodą KNF zaliczone jako kapitał tier II i dodane do funduszy własnych. Szczególną aktywność w zakresie emisji długu podporządkowanego przejawiał m.in. Alior. Banki będące częścią

Zespół analityczny Nwai

Adrianna Kocięda

Analitik

Deweloperzy komercyjni

adrianna.kocieda@nwai.pl

tel: 22 201 97 66

Piotr Miliński

Analitik, DI

Sektor finansowy

piotr.milinski@nwai.pl

tel: 22 201 97 63

Marek Żmudzin

Analitik, MPW

Paliwa, Energetyka

Marek.zmudzin@nwai.pl

tel: 22 201 97 67

Normy płynności: Wybrane banki

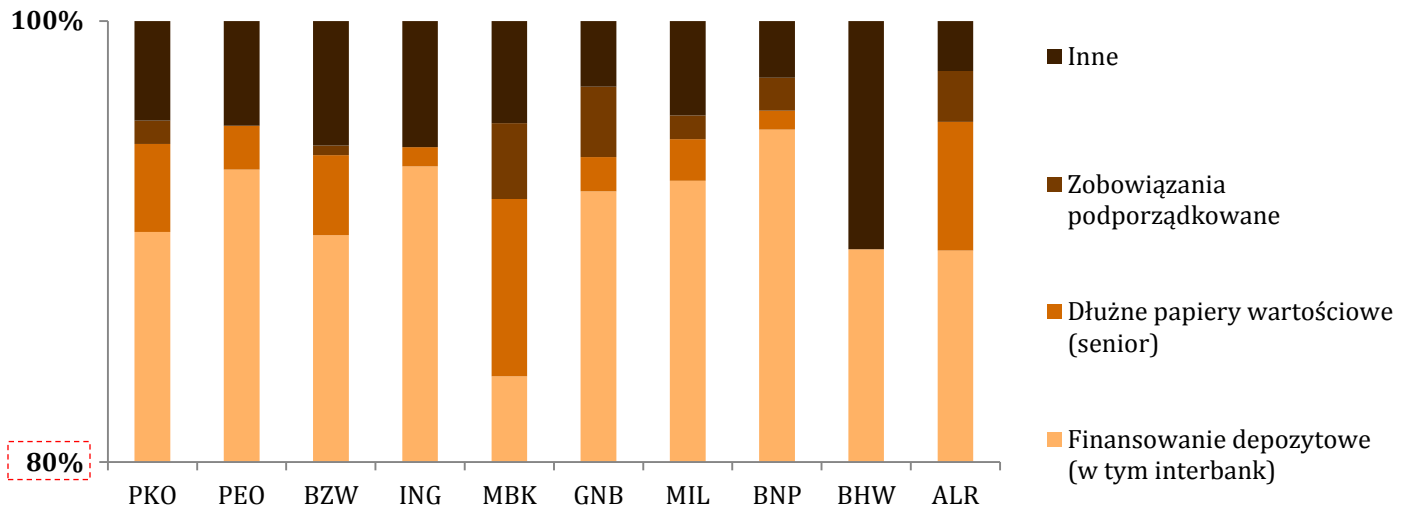
	LCR	NSFR
PKO BP	132%	121%
BZ WBK	146%	114%
MBANK	144%	109%
ING	178%	117%
Wymóg	100%	100%

Źródło: prezentacje wynikowe

² Bardziej popularnym sposobem pozyskania finansowania walutowego były transakcje pochodne (np. CIRS). Euroobligacje pozwalały jednak na zbudowanie swojej pozycji na międzynarodowym rynku długu

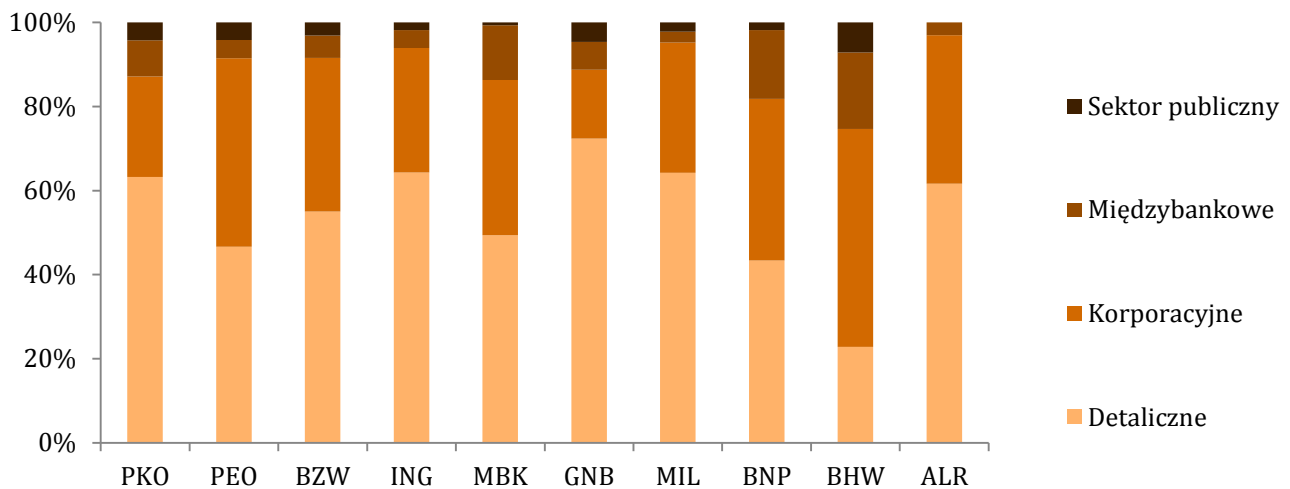
międzynarodowych grup (np. mBank, BNP) pozyskują dodatkowo finansowanie w ramach pożyczek podporządkowanych z zagranicznych matek.

Struktura zobowiązań polskich banków



Źródło: sprawozdania finansowe spółek

Struktura depozytów w bankach



Źródło: sprawozdania finansowe spółek

W Polsce nie dokonano dotychczas emisji tzw. obligacji warunkowo zamiennych (*contingent convertible bonds, CoCo*), które mogą być zaliczone jako dodatkowy kapitał tier 1. Papiery te są przymusowo konwertowane na akcje lub umarzone w momencie, gdy współczynnik kapitałowy spadnie poniżej wyznaczonego w emisji poziomu. Obligacje *contingent convertible* są w zasadzie najdroższym typem finansowania dłużnego, jakie może pozyskać bank. Brak emisji w Polsce wynika z wysokiego poziomu funduszy tier 1 w krajowych podmiotach. Nieliczne banki, które rzeczywiście potrzebują CoCosów, mają problem z uplasowaniem zwykłych obligacji podporządkowanych.

Zmiany warunków gry

Wbrew trendom zaobserwowanym w innych sektorach, nie spodziewamy się, by podatek od aktywów miał bezpośredni wpływ na trudność plasowania obligacji przez banki. Instytucje finansowe co do zasady nie angażują się w długoterminowe kredytowanie działalności swoich konkurentów. Popyt na dług bankowy płynie przede wszystkim ze strony funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, a w mniejszej części również od inwestorów indywidualnych.

Bardziej poważnych zmian spodziewamy się od strony podażowej. Obserwujemy obecnie rosnącą presję na czyszczenie bankowych bilansów z aktywów. Na przestrzeni ostatnich pięciu lat, spadające stopy procentowe podkopały marże odsetkowe banków, a zaostrzenie norm związanych z płynnością i wypłacalnością wymusiło utrzymywanie większych zasobów funduszy własnych. W efekcie, wskaźnik zwrotu z kapitału dla banków w strefie euro znajduje się istotnie poniżej kosztu kapitału. Według danych EBC, annualizowane ROE za pierwsze trzy kwartały 2015 wyniosło 5,7% (vs 3,4% w 2010). Dla samego Deutsche Banku, Barclaysa i Credit Suisse, średnia wyniosła -5%.

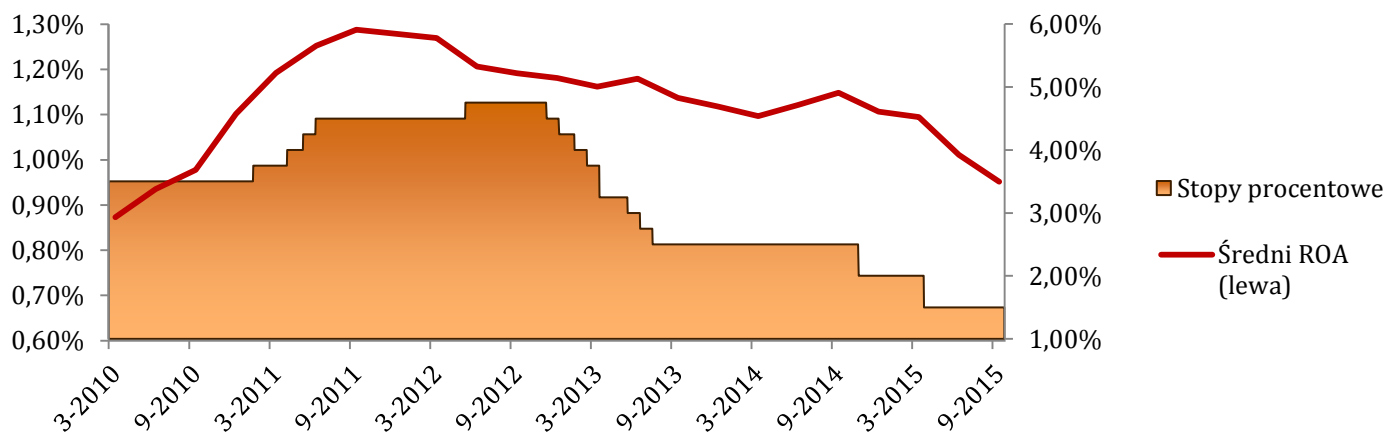
Na tle zagranicznych konkurentów, polskie podmioty nadal pozostają relatywnie dochodowe. Annualizowany zwrot z kapitału za trzeci kwartał 2015 wyniósł 10% (-220 bps r/r). NIM spadł w tym samym okresie do 2,23% (-38 bps r/r) za sprawą powolnej erozji wyników odsetkowych. Dziura ta została jedynie w 40% załataną przez poprawę jakości portfeli kredytowych. W rezultacie, ROA polskiego sektora bankowego wyniosła jedynie 0,92% (-20bps r/r).

ROA i ROE: banki polskie

	ROA	ROE
PKO BP	1,0%	9,0%
PEKAO	1,4%	9,7%
BZ WBK	1,5%	11,5%
ING	1,1%	11,0%
MBANK	1,1%	11,2%
MILLENNIUM	0,8%	9,1%
BGŻ BNP	0,0%	0,2%
HANDLOWY	1,3%	10,0%
ALIOR	0,9%	9,5%

Źródło: sprawozdania finansowe spółek (z uwzględnieniem SK Banku ale bez pozytywnych zdarzeń jednorazowych)

Średni zwrot z aktywów (ROA) w polskim sektorze bankowym



Źródło: NBP

Krajowe instytucje znajdują się jednak pod jeszcze większą presją niż ich zagraniczne odpowiedniki. Podatek bankowy i wysokie normy kapitałowe narzucone przez KNF zmuszają do poszukiwania sposobów na wyczyszczenie bilansu z najmniej dochodowych aktywów lub znaczące podniesienie marż. Naturalnym kandydatem do cięcia są kredyty hipoteczne. Po wprowadzeniu opodatkowania aktywów stają się one nisko rentowne, lub nawet przynoszą straty.

W przypadku dotychczasowych, zdrowych hipotek pole manewru jest ograniczone. Sekurytyzacja tego typu kredytów jest w Polsce utrudniona. Ponadto, zmiany w MSSF 10/12 wymuszają konsolidację spółek specjalnego przeznaczenia. Aktywa poddane sekurytyzacji zostają w bilansie grupy kapitałowej i pozostają przedmiotem opodatkowania. Spodziewamy się raczej, że banki znacząco przyspieszą sprzedaż niepracujących hipotek do firm windykacyjnych. Ze względu na zabezpieczenie, kredyty nie są spisywane w całości i generują dodatkowe koszty w postaci podatku bankowego.

Nowe kredyty hipoteczne są udzielane przy zastosowaniu wyższej marży. Opłaty podniosły niemal wszystkie banki, z wyłączeniem PKO BP i Millennium. Mimo tego, popyt na kredyty hipoteczne w pierwszych dwóch miesiącach wrósł o 7% r/r. Naszym zdaniem, przyrost wynika m. in. z kumulacji wniosków od osób chcących skorzystać z rządowego wsparcia w ramach programu MdM. Wraz z wykorzystaniem puli tegorocznych środków spodziewamy się osłabienia dynamiki kredytów mieszkaniowych. W skali całego roku, wartość portfeli hipotecznych powinna pozostać stabilna (przyrost o najwyżej kilka procent).

Największych problemów przysparzać będzie segment korporacyjny. Tego typu aktywa są trudne w sekurytyzacji, ze względu na heterogeniczność i dużą wartość jednostkową. Jednocześnie, wiele kredytów korporacyjnych jest zbyt tanich, by utrzymać rentowność na starych warunkach. Banki mogłyby szukać dodatkowych przychodów poprzez dodatkowe opłaty i prowizje. Sygnały płynące z firm wskazują jednak na powszechne wprowadzanie podwyżek marż o kilkadziesiąt punktów bazowych.

Portfel kredytów korporacyjnych o najwyższej jakości w wybranych bankach

Bank	Definicja "najlepszych kredytów"	Wartość najlepszych kredytów	Kredyty dla biznesu objęte modelem ratingowym
PKO BP	kredyty gospodarcze z wewnętrznym ratingiem, kategoria "pierwszorządne", "bardzo dobre", lub "dobre"	7,7	47,6
Pekao	kredyty korporacyjne objęte modelem ratingowym o PD < 0,27% (poniżej 500 mln EUR obrotu) oraz PD < 0,21% (powyżej 500 mln EUR obrotu)	4,4*	20,2*
ING	kredyty korporacyjne o ratingu 1-9 ("rating inwestycyjny" z wyłączeniem numeru 10)	10,2	41,5
mBank	kredyty korporacyjne, klasa 1 lub 2 (rating do BBB)	4,4	28,4
Millennium	kredyty i pożyczki udzielone przedsiębiorstwom, Master Scale 1-6	0,8	12,1
Alior	kredyty segmentu biznesowego, scoring Q1-Q6	1,5	10,6
Handlowy	kredyty instytucjonalne, rating 1-4-	9,6	12,8
Suma		38,7	173,2

*Pekao nie nadaje ratingu puli kredytów specjalistycznych, korporacyjnych papierów dłużnych oraz „innych” o wartości ok. 40 mld PLN

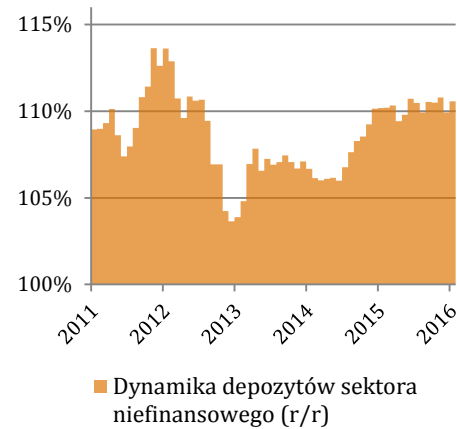
Źródło: sprawozdania finansowe spółek

Skala korporacyjnego exodusu z banków może być ogromna. Kredyty i pożyczki netto dla wszystkich przedsiębiorstw to 293 mld (NBP) lub 306 mld (KNF). Wartość najlepszych jakościowo kredytów w skali całego sektora można szacować na 50-60mld złotych. W następstwie podwyżek marż, kilka do kilkunastu procent klientów z tej kategorii może zniknąć z bankowych bilansów. Według badań ankietowych, grupa MSP ubiegających się o kredyt maleje przy jednoczesnym wzroście odsetka dużych firm planujących spłacić kredyt.³

Nie wszystkie znaki wskazują na jednoznaczne spowolnienie akcji kredytowej. W raporcie NBP wykazano, że w ostatnich trzech latach liczba zawartych umów na kredyt hipoteczny pozostała stała mimo obniżki średniego oprocentowania o 250 bps⁴. Zdaniem banku centralnego, może to sugerować niską elastyczność cenową popytu, która pozwoli na przerzucenie kosztów podatku na klienta. Segmentowi kredytów konsumpcyjnych sprzyjać będzie dobra koniunktura na rynku pracy (wspomagająca spłacalność) oraz niskie wymogi kapitałowe związane z kredytami detalicznymi.

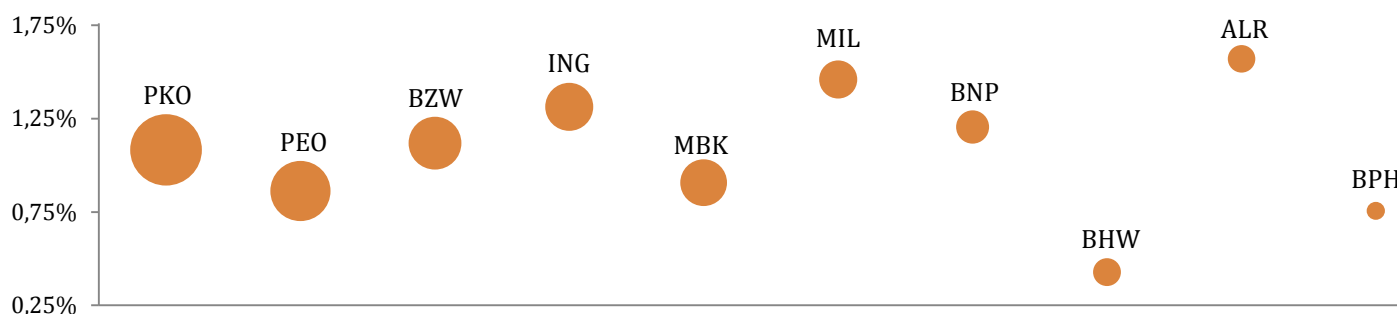
Przy innych czynnikach niezmiennych, efekt „czyszczenia bilansów” mógłby zostać zrównoważony przez dobrą dynamikę kredytów konsumpcyjnych. Zwracamy jednak uwagę na utrzymujący się napływ depozytów (w styczniu +11,5% r/r)⁵, który pogłębia i tak dużą nadpłynność banków. Efektywne oprocentowanie zobowiązań w sektorze spadło już poniżej poziomu 1,5%. Średni koszt depozytów w największych bankach (PKO BP, Pekao, BZ WBK, mBank) oscyluje w okolicach 1%. Sektor prawdopodobnie będzie dążył do dalszej redukcji kosztu finansowania depozytowego, zwłaszcza w mało wrażliwym segmencie detalicznym.

Powyższe przesłanki skłaniają nas do postawienia tezy o niskiej podaży obligacji ze strony banków. Finansowanie dłużne zostanie ograniczone do minimum koniecznego do osiągnięcia wymaganych współczynników kapitałowych. Podmioty, które przyjmą konserwatywną strategię zarządzania pasywami, mogą ponadto zaplanować emisję długoterminowych *senior notes*. Nie sądzimy jednak, że będzie to powszechna praktyka, ze względu na wyższy koszt finansowania.



Źródło: KNF

Koszt depozytów (oś pionowa) i wielkość depozytów (rozmiar koła)



Źródło: sprawozdania / szacunki własne

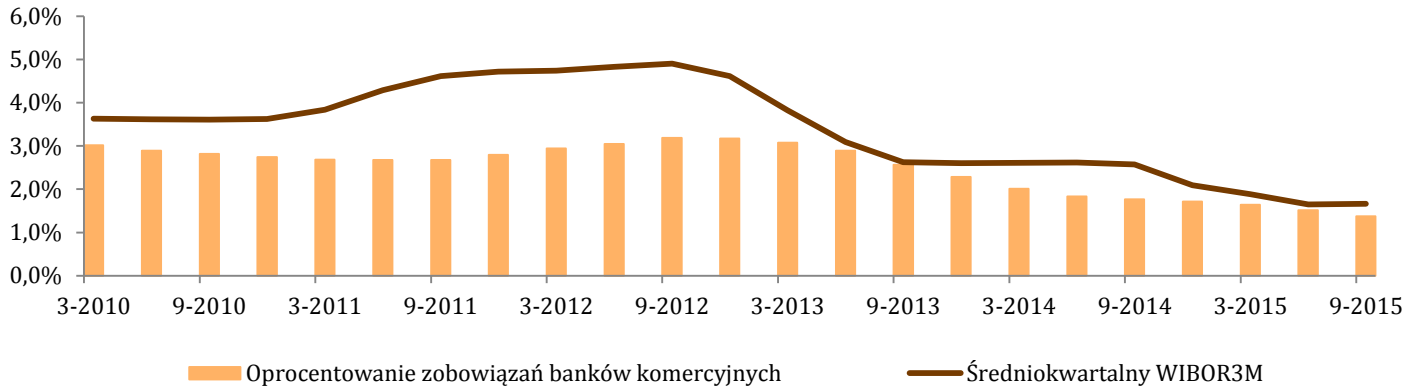
³ Szybki monitoring NBP: Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw, Q3 2015

⁴ Raport o stabilności systemu finansowego NBP

⁵ Napływy do banków komercyjnych według danych KNF

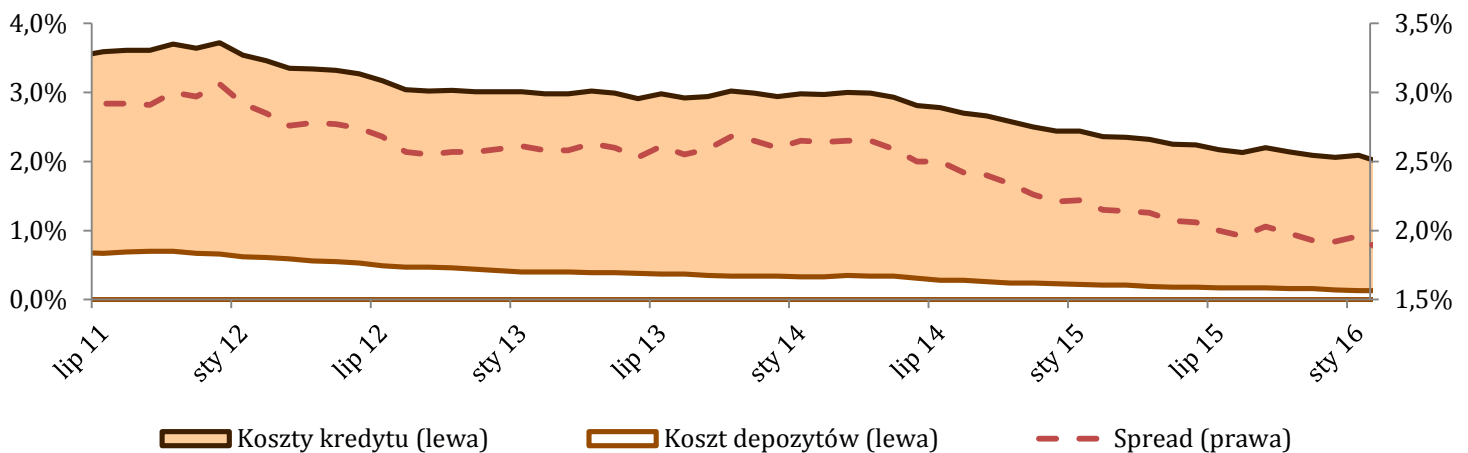
Polskie banki co do zasady spełniają normy NSFR, a w razie problemów mogą relatywnie tanim kosztem rozbudować bazę depozytową. Wkłady podmiotów niefinansowych od roku rosną w dwucyfrowym tempie. W związku z tym, sektor może sobie pozwolić na dalsze pogorszenie oferty depozytowej bez ryzyka utraty klientów.

Średni koszt zobowiązań – banki polskie



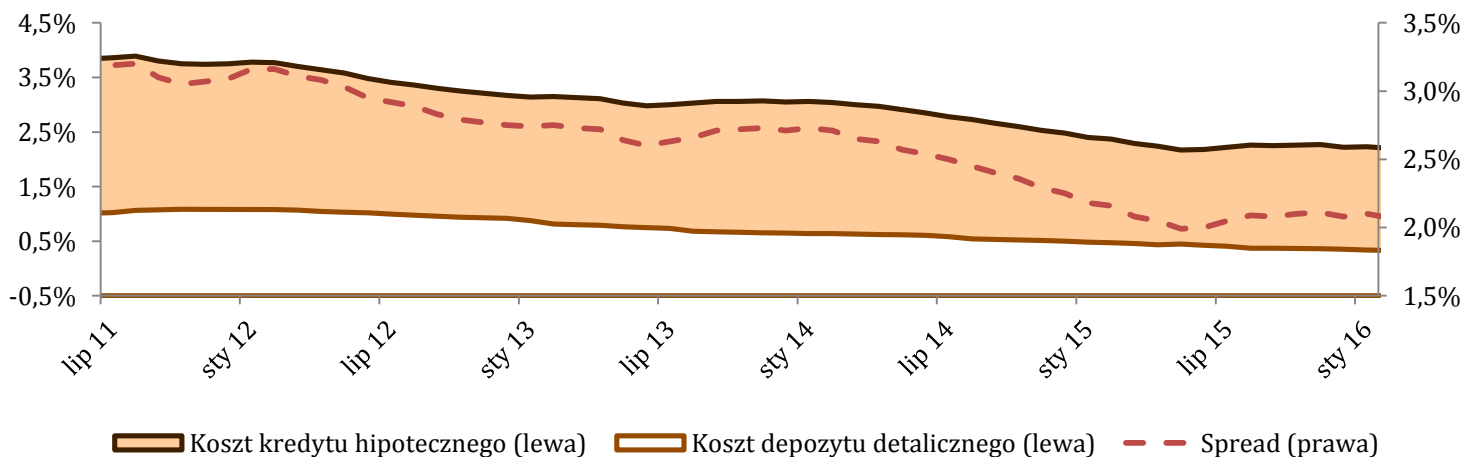
Źródło: NBP

Marża w segmencie korporacyjnym – strefa euro



Źródło: EBC

Marża w segmencie detalicznym – strefa euro



Źródło: EBC

INDYWIDUALNE PERSPEKTYWY PODMIOTÓW

PKO BP

Największy polski bank znajduje się w bardzo komfortowej sytuacji płynnościowej. Dzięki dominującej pozycji na rynku depozytów od ludności (20,7% udział), PKO korzysta z relatywnie niskiego kosztu finansowania. Średnie oprocentowanie wkładów na koniec 2015 spadło do 1,1%. Relacja kredytów do depozytów utrzymuje się poniżej jedności, potwierdzając stabilność struktury finansowania.

Dotychczas, finansowanie obligacyjne banku pełniło uzupełniającą rolę. Na rynku notowana jest seria podporządkowana (PKO0922) o wartości nominalnej 1,6 mld PLN. Gros stanowią obligacje w walutach obcych o łącznej wartości 7,3 mld złotych. Emisje miały charakter płynnościowy i umożliwiły pozyskanie długoterminowego finansowania w euro, dolarach i frankach. W 2016 zapada seria o nominale 250 mln CHF – PKO ma możliwość jej zrolowania w ramach programu EMTN. Pozostałe serie euroobligacji mają dłuższe terminy zapadalności, a z czasem zostaną prawdopodobnie zastąpione przez emisje listów zastawnych.

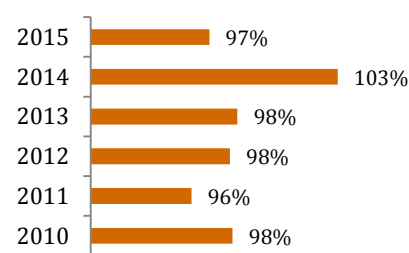
PKO BH przeprowadził pilotażową emisję papierów zabezpieczonych hipotecznie w grudniu ubiegłego roku. Sprzedano wówczas listy zastawne o wartości 30 mln złotych. Papiery otrzymały rating Aa3, dzięki czemu marża powyżej MS wyniosła zaledwie 0,39%. Większa, benchmarkowa emisja w złotych (1 mld) ma zostać przeprowadzona w Q2 2016. W drugiej połowie roku bank zaoferuje również papiery w walucie obcej (250 mln euro). Według zapowiedzi PKO, listy zastawne mają umożliwić wprowadzenie do oferty kredytów hipotecznych opartych o stałą stopę procentową. Przy okazji, będą one stanowić element stabilizujący finansowanie banku w długim terminie.

Z punktu widzenia adekwatności kapitałowej, sytuacja PKO jest dobra. Bank nie powinien mieć problemów z osiągnięciem poziomu pozwalającego na regularną wypłatę 50% zysku w ramach dywidendy. Jednocześnie, dojście do poziomu zapewniającego 100% wymagałoby dużej emisji długu podporządkowanego, który powiększyłby fundusze tier 2. Koszt tego rozwiązania byłby relatywnie wysoki, a korzyści – umiarkowane. Dlatego też nie spodziewamy się poważniejszej emisji podporządkowanej ze strony PKO.

PKO: Emisje obligacji i finansowanie od Nordei

Emisje PKO Finance					
ISIN	Nominał [mln]	Zapadalność	Wartość PLN [mln]	YTM	Komentarz
CH0192720842	250 CHF	07.07.2016	1 003	1,09%	
XS0806803507	50 EUR	25.07.2022	215	4,00%	niepłynne
XS0783934085	1 000 USD	26.09.2022	3 939	4,02%	
XS1019818787	500 EUR	23.01.2019	2 176	1,58%	

PKO BP: Kredyty / depozyty



Źródło: prezentacja banku

Spodziewamy się, że PKO będzie pozyskiwać finansowanie dłużne przede wszystkim w drodze emisji listów zastawnych. Sukces pilotażowej oferty (MS + 39bps) nastraja optymizmem, jednak uplasowanie większej emisji będzie nieco trudniejsze.

PKO: Adekwatność kapitałowa

	CET1	TCR
Bank	13,9%	15,3%
Grupa	13,3%	14,6%
Bazowy wymóg	10,8%	14,0%
Dywidenda 50%	13,8%	14,0%
Dywidenda 100%	13,8%	17,0%

Źródło: prezentacja banku

Emisje PKO BP

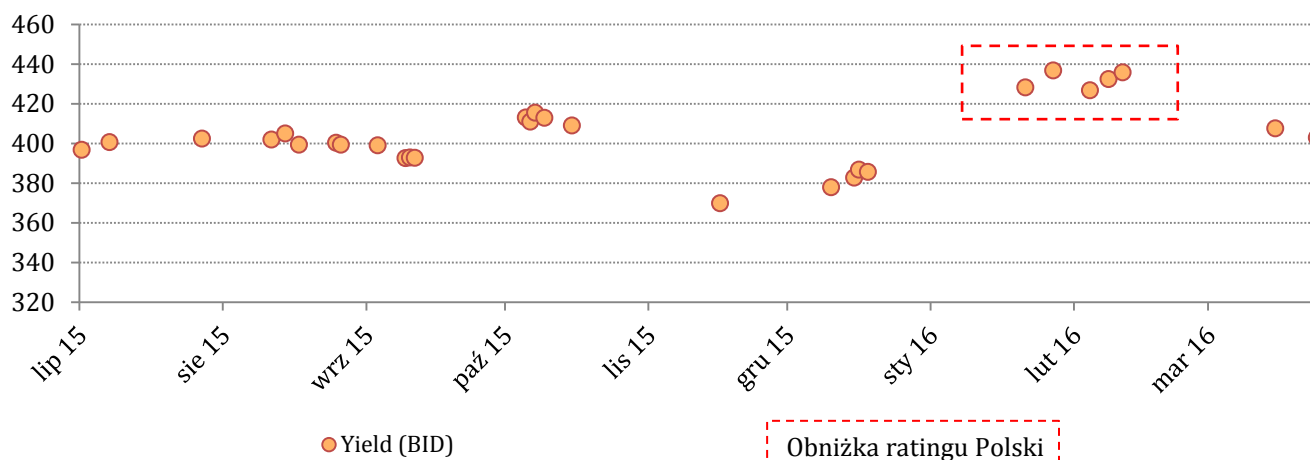
ISIN / rodzaj	Nominał [mln]	Zapadalność	Wartość PLN [mln]	YTM	Komentarz
PLPKO0000081 (sub)	1 600 PLN	14.09.2022	1 617	MS + 122bps	callable w 2017
Bankowe PW / inne	1 718 PLN	do roku	1 718	b/d	

Finansowanie portfeli od Nordei

Rodzaj	Nominał [mln]	Zapadalność	Wartość PLN [mln]	YTM	Komentarz
Kredyt wielowalutowy	3646 CHF 465 EUR 4 USD	do 2021	16 372	b/d	od 2014, 3-letnia karencja w spłacie
Pożyczka podporządkowana	224 CHF	24.04.2022	883	b/d	Zaliczona do tier II

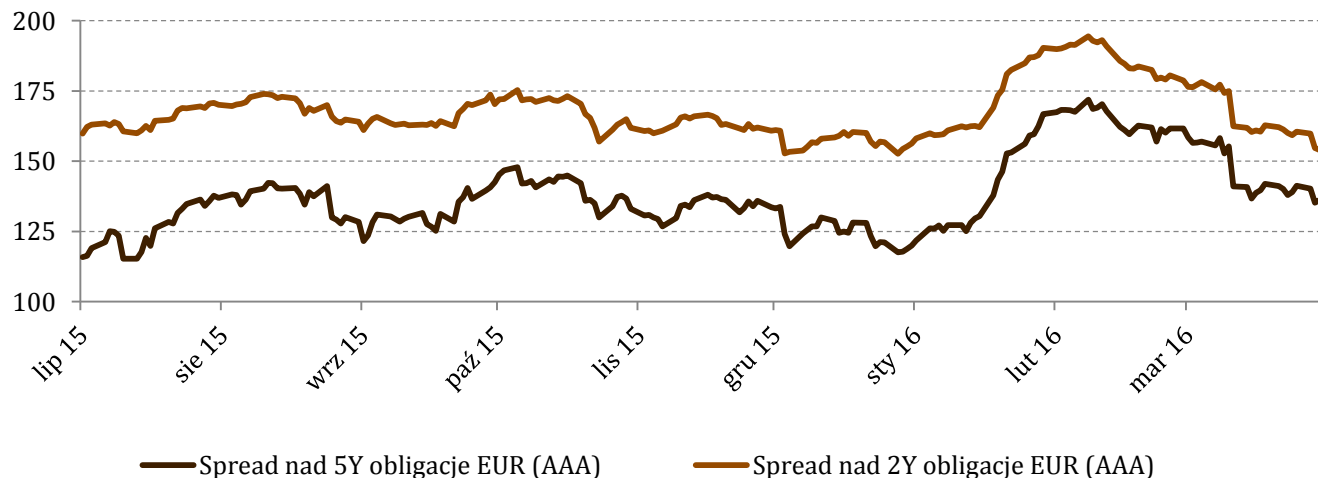
Źródło: Bloomberg, sprawozdania finansowe

PKO Finance: rentowność serii dolarowej (Yield / BID), zapadalność 2022 (bps)



Źródło: Bloomberg

PKO Finance: rentowność serii eurowej (Yield / midquote), zapadalność 2019 (bps)



Źródło: Bloomberg, EBC

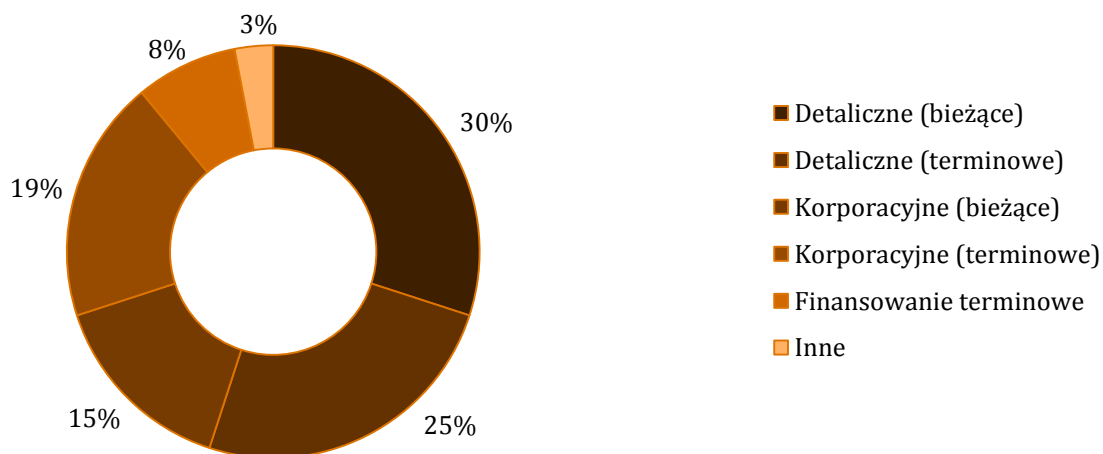
BZ WBK

Sytuacja płynnościowa BZ WBK pozwala na relatywnie dużą elastyczność w zakresie wyboru źródeł finansowania. Bank posiada jedną z najsilniejszych sieci dystrybucyjnych i obsługuje 6,4 mln klientów (łącznie z SCB). Na koniec 2015 roku depozyty urosły do 102mld złotych (+7,3% r/r), głównie dzięki segmentowi korporacyjnemu (+16%). Poziom nadpłynności stał się na tyle duży, że bank świadomie ograniczył tempo pozyskiwania depozytów detalicznych (+2% r/r). BZ WBK wykazało również duży przepływ środków z lokat terminowych na rachunki rozliczeniowe i konta oszczędnościowe (w skali całego roku 5 mld złotych).

Koszt finansowania depozytowego jest dość niski i oscyluje w okolicach 1,1%. Mimo tego, w porównaniu z konkurencją (np. mBank) istnieje jeszcze niewielkie pole do poprawy. Wskaźnik kredytów do depozytów wyniósł 98%, przy czym w samym BZ WBK było to niespełna 86%. Poziom dla grupy zawiąza SCB, który w niemal 1/4 finansuje się przy pomocy sekurytyzacji i emisji zwykłych obligacji.

W ujęciu jednostkowym, wskaźnik kredytów do depozytów BZ WBK wynosi 86%. Poziom dla grupy (98%) jest podwyższany przez Santander Consumer Bank, który w dużym stopniu wykorzystuje finansowanie obligacyjne (w tym z sekurytyzacji).

Finansowanie BZ WBK (bez międzybankowych)



Źródło: prezentacja spółki

W nadchodzącym okresie, presja na pozyskanie finansowania ze strony aktywów będzie raczej umiarkowana. Rok 2015 był znakomity dla segmentu hipotecznego – wartość portfela mieszkaniowego urosła o 11%, do 30,4 mld złotych. Liczba udzieleń wzrosła o 48% i w horyzoncie kwartalnym osiągnęła poziom ponad 1 mld PLN. Zarząd zadeklarował chęć utrzymania tej wartości w 2016, co powiększyłoby portfel hipoteczny do niespełna 33mld (+8% r/r). W podobnym tempie mają rosnać kredyty konsumpcyjne. Najtrudniejszą kategorią będą kredyty korporacyjne o niskim oprocentowaniu i wysokiej wartości. W 2015 portfel kredytów dla klientów biznesowych urósł o 13,5% do 25,5mld. Spodziewamy się, że w najbliższym okresie dynamika będzie bardzo niska, lub bliska zera.

Finansowanie pozadepozytowe stanowi niespełna 10% zobowiązań grupy. Sam bank BZ WBK wyemitował obligacje oraz bankowe papiery wartościowe na prawie 1,7 mld. Niewiele mniejszą wartość nominalną (1,55 mld) ma dług Santander Consumer Banku. Łączna wartość długoterminowego finansowania (powyżej 1

roku) to 7,3 mld złotych. W grudniu 2016 bank dokona wykupu serii BZW1216 (500 mln PLN), którą w całości obejmowały instytucje finansowe. Jej rolowanie nie jest wcale przesądzone – prognozowana dynamika depozytów mogłaby zaspokoić potrzeby pożyczkowe banku. Obecny *discount margin* papierów BZ WBK to 2,71% (BZW0618), 2,69% (BZW1216) oraz 1,86% (BZW0717), czyli znacznie powyżej kosztu depozytów. BZ WBK z zapasem spełnia normę NSFR, zatem dodatkowa emisja płynnościowa nie wydaje się niezbędna.

Grupa nie ma problemów ze spełnieniem wymagań w zakresie adekwatności kapitałowej. W marcu zarząd zaproponował wypłatę dywidendy w wysokości 29,5% zysku rocznego za 2014 i 40% zysku za 2015. Rekomendacji dokonano w oparciu o indywidualne zalecenia KNF. Po decyzji WZA o podziale zysku, bank będzie spełniał wszystkie wymogi nadzorcze.

BZ WBK: Adekwatność kapitałowa

	CET1	TCR
Bank	14,1%	14,6%
Grupa	15,4%	15,8%
Bazowy wymóg	10,8%	14,0%

Źródło: prezentacja banku

BZ WBK: Finansowanie

Finansowanie terminowe					
ISIN	Nominał [mln]	Zapadalność	Wartość PLN [mln]	YTM	Komentarz
EBOiR (XS0531310182)	100 EUR	05.08.2020	388	EUR 3M + 3,8%	Podporządkowane
BZW0618	485 PLN	25.06.2018	485	2,71%	
BZW0717	475 PLN	17.07.2017	475	1,86%	
BZW1216	500 PLN	19.12.2016	500	2,69%	
XS1275288295	1051 PLN	19.08.2025	1051	2,42%	sekurytyzacyjne (fix)

Kredyty w międzynarodowych instytucjach finansowych			
ISIN / rodzaj	Nominał [mln]	Zapadalność	Wartość PLN [mln]
Europejski Bank Inwestycyjny	350 EUR	Większość 5Y	1492
Europejski Bank Inwestycyjny	134 CHF	Bd	527
Europejski Bank Inwestycyjny	197 PLN	Większość 5Y	197
Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju	77 EUR	Bd	329
Bank Rozwoju Rady Europy	36 EUR	Bd	152

Santander Consumer Bank	
Zapadalność	Nominał [mln]
Do roku	575 PLN
Powyżej roku	985 PLN

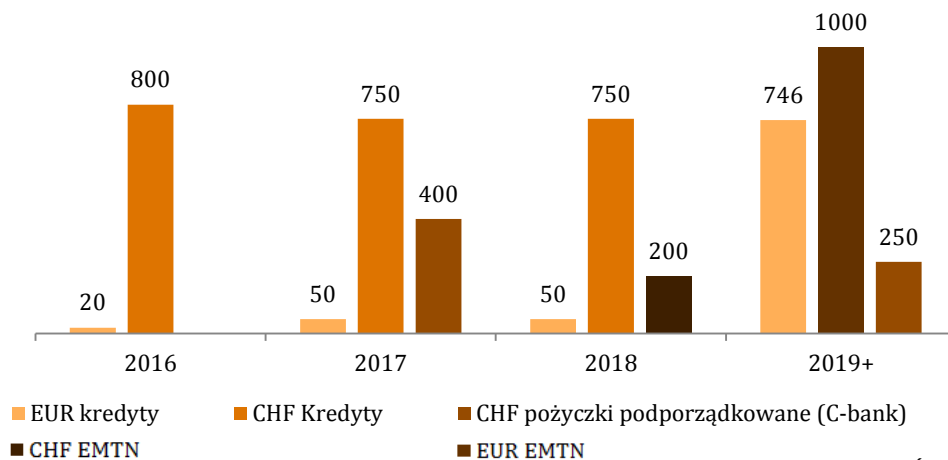
Źródło: sprawozdania finansowe, Bloomberg, GPW Catalyst

mBank

Zarządzanie płynnością finansową w ostatnich 12 miesiącach było dla mBanku sporym wyzwaniem. Mimo niełatwej sytuacji rynkowej, udało się wyemitować listy zastawne o wartości 1,5 mld złotych. Grupa uzyskała w ten sposób dostęp do stabilnego finansowania, które zostało dodatkowo wsparte bardzo silnym napływem depozytów klientów (+16,5% r/r). Wskaźnik kredytów do depozytów spadł do rekordowo niskich 96,7%, pomimo ponad 40-procentowej dynamiki udzielonych hipotek. mBank zmniejszył stopień zależności od finansowania hurtowego oraz spłacił 1mld CHF kredytów i pożyczek od Commerzbanku. Wykupiono również obligacje złotowe o nominale 385 mln PLN oraz jedną z serii wyemitowaną w ramach EMTN o wartości 500mln EUR.

Mimo ponad 40-procentowej dynamiki udzielonych hipotek, wskaźnik kredytów do depozytów spadł do rekordowo niskich 96,7%. Dodatkowo, bank poprawił stabilność finansowania poprzez emisję listów zastawnych o wartości 1,5 mld złotych.

Zapadalność długoterminowego zadłużenia mBanku



Źródło: prezentacja banku

W bieżącym roku, zapotrzebowanie grupy na nowe finansowanie będzie niewiele mniejsze. Spłaty wymaga kredyt o wartości 800 mln CHF i listy zastawne na łączną kwotę 360 mln PLN. W ramach EMTN istnieje jeszcze pole do dalszych emisji (wykorzystane ok. 1,7mld z 3 mld euro) i spodziewamy się, że zostanie ono wykorzystane. Z pewnością będzie też kontynuowany program emisji obligacji zabezpieczonych hipotecznie.

mBankowi, podobnie jak całemu sektorowi, nie sprzyja sentyment rynkowy. Gorsze nastawienie do polskiego sektora było widoczne jeszcze przed obniżeniem jego oceny przez S&P. mBank odczuł negatywny sentyment już w grudniu 2015, kiedy przy emisji listów zastawnych musiał istotnie podnieść oprocentowanie w porównaniu do początku roku. Oczekiwana przez inwestorów premia ponad midswap przekroczyła 100bps. Dla porównania, listy zastawne czeskich banków sprzedają się przy cenach MS + 30-40bps. Sytuacja w 2016 wcale nie musi ulec poprawie. Z jednej strony, zmiany w ustawie o listach zastawnych zwiększyły ochronę ich nabywców, co pozytywnie wpłynie na ocenę ryzyka kredytowego. Jednocześnie, mBank Hipoteczny znalazł się w trudnej sytuacji ze względu na podatek od aktywów.

	CET1	TCR
Bank	16,7%	20,2%
Grupa	14,3%	17,3%
Wymóg (BANK)	13,5%	17,6%
Wymóg (GRUPA)	13,0%	17,0%
Dywidenda 50%	+3 p.p.	-
Dywidenda 100%	+3 p.p.	+3 p.p.

Źródło: sprawozdanie banku

mBank Hipoteczny emituje listy zastawne z premią 100 punktów bazowych, podczas gdy czeskie banki sprzedają papiery dłużne przy cenach MS + 30-40 bps.

Pozytywną wiadomością dla mBanku było zmniejszenie skonsolidowanego domiaru kapitałowego, nałożonego przez KNF w związku z posiadanym portfelem kredytów frankowych. Na poziomie grupy, dodatkowy bufor spadł z 3,29% do 2,79% (Tier 1) oraz z 4,39% do 3,72% (TCR). Oznacza to, że grupa spełnia wymogi kapitałowe nawet bez wliczania zysku za drugą połowę 2015 i nie występuje potrzeba podniesienia funduszy własnych w drodze emisji obligacji. Miary adekwatności kapitałowej poprawią się po decyzji WZA o braku dywidendy – TCR grupy przekroczy wówczas 19%. W związku z tym, prawdopodobieństwo emisji papierów podporządkowanych oceniamy jako bardzo niskie.

mBank Hipoteczny emituje listy zastawne z premią 100 punktów bazowych, podczas gdy czeskie banki sprzedają papiery dłużne przy cenach MS + 30-40 bps.

W załataniu luki finansowania, mBankowi pomoże dalsza dobra koniunktura na rynku depozytowym. Spółka liczy na zmniejszenie uzależnienia od wkładów terminowych dzięki wykorzystaniu środków na rachunkach bieżących. Ma to pozwolić na poprawę i tak niskiego kosztu pozyskania finansowania (obecnie poniżej 1%). Ponadto, grupa nie spodziewa się dużego przyrostu po stronie aktywów. mBank prognozuje osłabienie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, co przełoży się na niskie zapotrzebowanie na kredyty. Nie do utrzymania jest też dynamika hipotek (udzielenia w 2015 +42% r/r).

mBank: podsumowanie zadłużenia

Wyemitowane obligacje (bez listów zastawnych)				
Rodzaj / ISIN	Nominał [mln]	Zapadalność	Wartość PLN [mln]	YTM/DM
CH0222418268	200 CHF	08.10.2018	787	2,74%
XS0999339764	500 CZK	06.12.2018	79	2,32%
Obligacje PLN	12 PLN	16.01.2019	12	3,24%
Obligacje PLN	50 PLN	21.01.2019	50	3,18%
XS1050665386	500 EUR	01.04.2019	2 131	2,33%
XS1143974159	500 EUR	26.11.2021	2 131	3,17%

Zobowiązania podporządkowane				
Rodzaj / Kod	Nominał [mln]	Zapadalność	Wartość PLN [mln]	DM
Pożyczka (Commerzbank)	400 CHF	08.03.2017	1 576	3M LIBOR + 1,2%
Pożyczka (Commerzbank)	80 CHF	nieokreślony	315	3M LIBOR + 1,4%
Pożyczka (Commerzbank)	170 CHF	nieokreślony	672	3M LIBOR + 2,2%
MBK1223	500 PLN	20.12.2023	500	3,84%
MBK0125	750 PLN	17.01.2025	750	3,98%

Źródło: sprawozdania finansowe, Bloomberg, GPW Catalyst

Alior Bank

Spośród omawianych banków, Alior wykazał na koniec roku najniższą wartość współczynników kapitałowych. Wskaźnik Tier 1 wyniósł 9,7%, podczas gdy TCR – 12,5%, przy wymaganiach odpowiednio 10,25% i 13,25%. Jednocześnie, ze względu na brak portfela kredytów frankowych, Alior nie musi utrzymywać dodatkowego bufora kapitałowego. W krótkim terminie, poziomy regulacyjne będą osiągnięte poprzez pozyskanie gwarancji pod zabezpieczenie portfela korporacyjnego. Pozwoli to na obniżenie wagi ryzyka kredytów ze 100% do 0, a przez to obniżenie aktywów ważonych ryzykiem. Dodatkowo, po podjęciu decyzji o zatrzymaniu zysku przez WZA, Alior będzie mógł zaliczyć do funduszy własnych wynik drugiej połowy 2015 (131 mln PLN). Do osiągnięcia minimalnego poziomu wypłacalności potrzebna jest redukcja RWA o co najmniej 750 mln złotych. Zgodnie z informacjami podanymi przez bank, kwota gwarancji będzie wyższa i wyniesie ponad 2,5 mld złotych.

Alior Bank spełni wymagania regulacyjne dzięki zaliczeniu zysku za H2 2015 do funduszy własnych oraz podpisanie umów gwarancji z BGK i PZU.

Alior: symulacja osiągnięcia współczynników kapitałowych

	CET1	TCR	RWA
Wymóg	10,25%	13,25%	-
Nominalnie na 31.12.2015	2 976	3 853	30 720
Jako % RWA na 31.12.2015	9,69%	12,54%	-
Zysk H2 2015	+131	+131	-
Minimalna obniżka RWA (gwarancje)	-	-	-2 550
Po dostosowaniach	3 107	3 984	28 170
Jako % RWA po dostosowaniach	11,03%	14,14%	-

Źródło: Raport - adekwatność kapitałowa Alior Banku za 2015, szacunki własne

Alior deklaruje, że przy braku negatywnych zdarzeń jednorazowych, fundusze własne wystarczą do podniesienia wolumenu kredytów o 4,2-4,5 mld złotych. Plany banku na 2016 są jeszcze bardziej ambitne i zakładają przyrosty rzędu 1,5 mld kwartalnie i ok. 5 mld rocznie. Przy takich założeniach, bank rósłby w tempie 3 razy szybszym niż rynek. Spora część nowych udzielen dotyczyłaby segmentu detalicznego (waga ryzyka 75% zamiast 100% dla przedsiębiorstw), ale sama gwarancja mogłaby okazać się niewystarczająca.

Sytuacja zmieniła się po ogłoszeniu planów przejęcia podstawowej działalności banku BPH, z wyłączeniem portfela kredytów hipotecznych. Zamknięcie transakcji ma nastąpić do końca 2016 roku, a fuzja operacyjna – do połowy 2017. Cena zaoferowana przez Aliora wynosi 1,25 mld złotych netto (po rozliczeniu części zostającej pod kontrolą GE). Równocześnie, Alior planuje emisję akcji na kwotę przekraczającą wartość transakcji. Pozyskanie dodatkowego kapitału posłuży do realizacji trzech celów. Po pierwsze, na kwiecień przypadnie pierwszy termin wykupu obligacji wyemitowanych jeszcze przez Meritum Bank (ALR0421, nominal 67 mln). Ze względu na wysoki kupon oferowany przez papiery, Alior prawdopodobnie będzie chciał dokonać ich refinansowania. Ponadto, dodatkowa

Emisja akcji pozwoli Aliorowi na zbudowanie poduszki kapitałowej, która zaabsorbuje koszty integracji, a dodatkowo pozwoli na utrzymanie tempa akcji kredytowej i kwietniowy wykup obligacji ALR0421.

baza kapitałowa pozwoli utrzymać tempo akcji kredytowej i wreszcie - pokryć gigantyczne koszty integracji. Alior spodziewa się, że wyniosą one 650 mln złotych, podczas gdy BPH deklarowało nawet 950 mln.

Zarząd uważa, że w nawet w momencie maksymalnego obciążenia wyniku, wskaźnik CET1 utrzyma się powyżej regulacyjnego poziomu 10,75%. Założenie to wydaje się łatwo osiągalne: Alior przejmuje BPH poniżej wartości księgowej, a już proste dodanie aktywów ważonych ryzykiem i funduszy własnych pozwoliłoby na osiągnięcie wymagań KNF. Należy pamiętać, że sytuacja kapitałowa BPH cały czas jest relatywnie dobra. Problemy banku wynikają raczej z niskiej rentowności aktywów. Dlatego, dodatkowa emisja akcji Aliora będzie pełnić raczej rolę bufora na koszty integracji, dodatkową akcją kredytową i kwietniowy wykup obligacji.

Od strony płynnościowej, pozycja banku jest dobra. Wskaźnik C/D wynosi zaledwie 92%, co skłania zarząd do bardzo silnego wzmocnienia akcji kredytowej. Alior nie przewiduje natomiast żadnych większych inicjatyw mających na celu pozyskiwanie wkładów od klientów. Będzie jednak starał się zebrać więcej depozytów terminowych, uznawanych przez regulatora za stabilne źródło finansowania. Mają one częściowo zastąpić depozyty instytucji finansowych (np. funduszy inwestycyjne), które są nie przynoszą korzyści z punktu widzenia norm regulacyjnych.

Nie przewidujemy problemów ze spłatą notowanych na Catalyst *senior bonds* o nominale 180 mln złotych, zapadających w kwietniu. Przy tak silnym napływie depozytów, Alior może jednak częściowo zrezygnować z rolowania emisji płynnościowych.

Płynność banku, podobnie jak całego sektora, jest bardzo wysoka. Priorytet stanowi silne wzmocnienie akcji kredytowej, a pozyskiwanie wkładów od klientów schodzi na dalszy plan.

Dług Alior Banku (bez bankowych papierów wartościowych)

Zobowiązania zaliczane do Tier II				
Rodzaj / ISIN	Nominał [mln]	Zapadalność	YTM/DM	Komentarz
Pożyczka (Erste)	43	12.10.2019	bd	
Seria F (ALR0924)	322	26.09.2024	4,75%	
Seria G (ALR0321)	193	31.03.2021	4,92%	
Seria I	150	06.12.2021	WIBOR6M + 3,35%	nienotowane
Seria I1	33	06.12.2021	WIBOR6M + 3,35%	nienotowane
Meritum / Seria B (ALR0421)	67	29.04.2021	7,09%	możliwy call 04.2016
Meritum / Seria C (ALR1022)	80	21.10.2022	5,39%	

Publicznie notowane obligacje zwykłe				
Rodzaj / Kod	Nominał [mln]	Zapadalność	YTM/DM	Komentarz
Seria E (ALR0416)	180	11.04.2016	-	wykup w kwietniu

Źródło: sprawozdania finansowe

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. Analityk sporządzający niniejszy dokument posiada instrumenty finansowe opisywane w tym raporcie (obligacje korporacyjne jednego z podmiotów). 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 zatwierdzanych 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).

ROE

Zwrot z kapitału własnego, obliczony jako iloraz zysku netto i średniego kapitału własnego

ROA

Zwrot z aktywów, obliczony jako iloraz zysku netto i średniej wartości aktywów

Koszt depozytów

Koszty odsetek z tytułu rozliczeń z klientami (bez banków) / średni stan depozytów z wyłączeniem międzybankowych