

Raport: Obligacje nieskarbowe na Catalyst

Czynniki wpływające na wysokość oprocentowania

dane wg stanu na 31.12.2014 r.



Opracowanie: Global Rating Sp. z o.o. i PKF Consult Sp. z o.o.

Warszawa, lipiec 2015 r.

Niniejsze opracowanie jest objęte ochroną, wynikającą z ustawy o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Żadna część niniejszego dokumentu nie może zostać wykorzystana bez zgody autorów: Global Rating Sp. z o.o. i PKF Consult Sp. z o.o.

SPIS TREŚCI

Spis treści.....	2
1 Wstęp.....	3
2 Metodologia.....	4
2.1 Przedmiot analizy.....	4
2.2 Ustalenie marży obligacji	4
2.3 Czynniki determinujące poziom marży.....	4
3 Obligacje nieskarbowe ogółem.....	7
4 Obligacje korporacyjne.....	9
4.1 Liczba i wartość emisji	9
4.2 Wielkość emisji.....	12
4.3 Wielkość emitenta.....	13
4.4 Zabezpieczenie obligacji	14
4.5 Branża emitenta	17
4.6 GPW i NewConnect	19
4.7 Czas trwania obligacji	20
4.8 Rating.....	23
5 Obligacje bankowe.....	24
5.1 Liczba i wartość emisji	24
5.2 Wielkość emisji.....	27
5.3 Wartość kapitałów własnych emitenta.....	28
5.4 Ryzyko Emitenta	29
5.5 Czas trwania.....	30
6 Obligacje spółdzielcze.....	31
6.1 Liczba i wartość emisji	31
6.2 Wielkość emisji.....	34
6.3 Wartość kapitałów własnych emitenta.....	35
6.4 Ryzyko Emitenta	36
6.5 Czas trwania.....	37
7 Obligacje komunalne.....	38
7.1 Liczba i wartość emisji	38
7.2 Wielkość emisji.....	41
7.3 Dochody budżetowe ogółem	42
7.4 Czas trwania.....	43
8 Wnioski końcowe.....	44
9 Spis rysunków.....	46
10 Kontakt.....	47

1 WSTĘP

Niniejszy raport stanowi podsumowanie wniosków płynących z dokonanej przez Global Rating Sp. z o.o. i PKF Consult Sp. z o.o. analizy stosowanych w praktyce emisji obligacji marż procentowych (spread'ów kredytowych) nieskarbowych obligacji notowanych na rynku Catalyst (w tym autoryzowanych) wg stanu na dzień 31.12.2014 r.

Raport został sporządzony przez Global Rating Sp. z o.o. i PKF Consult Sp. z o.o. na podstawie danych publikowanych przez emitentów obligacji oraz Catalyst.

Analizie zostało poddanych 454 emisji przeprowadzonych przez 192 podmioty, w tym:

Przedsiębiorstw: 295 emisji przeprowadzonych przez 134 podmioty (obligacje korporacyjne),

Banków: 58 emisji przeprowadzonych przez 13 podmiotów (obligacje bankowe),

Banków spółdzielczych: 36 emisji przeprowadzonych przez 22 podmioty (obligacje spółdzielcze), oraz

Jednostek samorządowych: 64 emisji przeprowadzonych przez 23 podmioty (obligacje komunalne).

Źródła danych objętych analizą obejmują informacje prezentowane przez emitentów obligacji w dokumentach informacyjnych i notach informacyjnych, a także dane dostępne na stronie internetowej Catalyst oraz w sprawozdaniach finansowych emitentów i sprawozdaniach z wykonania budżetu dla jednostek samorządu terytorialnego.

Analizie poddano główne parametry obligacji na tle stosowanych marż (kuponów) procentowych obligacji w dniu emisji.

2 METODOLOGIA

2.1 PRZEDMIOT ANALIZY

Przedmiotem analizy są emisje obligacji notowane na Catalyst i autoryzowane w dniu 31.12.2014 r. Analiza obejmuje obligacje przedsiębiorstw, banków komercyjnych (w tym: BGK i EBI), obligacje spółdzielcze i komunalne.

Wybór grupy emisji poddanych analizie wynika z dostępności danych i dokumentów niezbędnych do przeprowadzenia analizy, w szczególności danych finansowych wymaganych do rzetelnego przeprowadzenia analizy ratingowej spółek niebankowych.

2.2 USTALENIE MARŻY OBLIGACJI

Marża procentowa jest to wyrażona w procentach nadwyżka nad rynkową stopą procentową – premia za ryzyko emitowanych obligacji. Łącznie ze stopą procentową, marża kredytowa stanowi wynagrodzenie inwestora (koszt obsługi długu dla emitenta) za pożyczone środki finansowe.

Marża procentowa analizowanej grupy została przyjęta w wysokości określonej w dokumentach informacyjnych na dzień emisji. Dla emisji o stałym oprocentowaniu dokonano szacunkowego ustalenia marży procentowej jako różnicy oprocentowania obligacji i rynkowej stopy procentowej na rynku międzybankowym, natomiast w przypadku obligacji zerokuponowych podstawą oprocentowania jest rentowność

obligacji na dzień emisji. W zależności od liczby okresów odsetkowych w ciągu roku i waluty emisji, przyjęto stopę WIBOR lub EURIBOR 1M, 3M, 6M, 1Y na dzień emisji.

Obligacje emitowane w EUR, na potrzeby analizy przeliczono wg średniego kursu NBP na dzień 31.12.2014 r.

2.3 CZYNNIKI DETERMINUJĄCE POZIOM MARŻY

Analiza czynników determinujących ustalenie wysokości marży procentowej obligacji została przeprowadzona, w ramach możliwości, z uwzględnieniem najbardziej istotnych czynników, takich jak:

1. Wartość emisji liczona jako liczba wyemitowanych obligacji pomnożona przez ich cenę nominalną – w dniu emisji, bez uwzględnienia częściowego wykupu od dnia emisji do dnia 31.12.2014 r.
2. Wielkość emitenta, mierzona wartością przychodów ze sprzedaży i kapitalizacji giełdowej - dla obligacji przedsiębiorstw, wartością kapitałów własnych – dla obligacji bankowych i spółdzielczych, wartością dochodów ogółem emitenta – w przypadku obligacji komunalnych.

Przychody ze sprzedaży przedsiębiorstw przyjęto na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych za rok 2014. W przypadku nielicznych emitentów, którzy do dnia zakończenia analiz nie opublikowali sprawozdania finansowego za rok 2014 r., przyjęto dane ze sprawozdania za 2013 r. lub śródrocznej informacji finansowej w 2014 r.

Kapitał własny banków przyjęto w każdym przypadku na dzień 31.12.2014 r. na podstawie skonsolidowanego sprawozdania finansowego.

Dochody jednostek samorządowych, będących emitentami analizowanych obligacji komunalnych, przyjęto na podstawie wykonania budżetu za rok 2013.

Kapitalizację giełdową ustalono dla spółek notowanych na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie lub w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect. Kapitalizację ustalono jako iloczyn zarejestrowanej liczby akcji i kursu zamknięcia cen akcji na dzień 31.12.2014 r.

3. Zabezpieczenie obligacji, gdzie wyodrębniono takie grupy zabezpieczenia jak: hipoteka, poręczenie i gwarancja, zastaw na wierzytelnościach, aktywa finansowe, inne.

Jako zabezpieczenia na aktywach finansowych traktowano: akcje/udziały własne, akcje/udziały podmiotów trzecich, jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych i certyfikaty inwestycyjne.

W grupie „inne” ujęte zostały formy zabezpieczenia niezaliczone do żadnej z wymienionych grup, lub sytuacje łączenia poszczególnych rodzajów zabezpieczenia.

4. Branża emitenta (w przypadku przedsiębiorstw). Podział emitentów ze względu na branżę działalności obejmuje:

Handel – emitenci, których podstawowym przedmiotem działalności jest handel hurtowy lub detaliczny.

Energetykę – emitenci działający w obszarze wytwarzania, obrotu i sprzedaży energii elektrycznej, gazu lub paliw płynnych, oraz podmioty inwestujące w branżę energetycznej.

Wierzytelności – podmioty zajmujące się zarządzaniem, obrotem i windykacją wierzytelności oraz działalnością faktoringową, w tym fundusze sekurytyzacyjne.

Budownictwo i deweloperka, w tym inwestycje w obszarze nieruchomości i zarządzanie nieruchomościami.

Inwestycje – czyli emitenci działający jako fundusze PE/VC lub TFI.

Usługi – Spółki działające w sektorze usług, niekwalifikowane do grup opisanych wyżej.

5. Notowanie emitenta – w przypadku obligacji przedsiębiorstw, gdzie wyodrębniono trzy grupy emitentów, których akcje są: notowane na rynku podstawowym GPW, notowane w alternatywnym systemie obrotu na NewConnect, nie notowane na żadnym z rynków.
6. Czas trwania emisji liczony jako okres od dnia emisji do dnia całkowitego wykupu.
7. Ryzyko niewypłacalności, gdzie brano pod uwagę:
 - a) **Ocenę wiarygodności kredytowej (Rating) przedsiębiorstw**, polegającą na nadaniu oceny ratingowej w wyniku własnych analiz na dziewięciostopniowej skali, od najwyższej: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, CD.
 - b) **Rating banków**, gdzie bazowano na nadanych przez inne agencje ratingowe, długoterminowego, międzynarodowego ratingu kredytowego banków, przy czym, w przypadku posiadania przez bank oceny nadanej przez więcej niż jeden podmiot do analizy przyjmowano, drugą w kolejności najwyższą ocenę ratingową danego banku.
 - c) **Współczynnik wypłacalności banków spółdzielczych**, zamieszczony w sprawozdaniu finansowym.

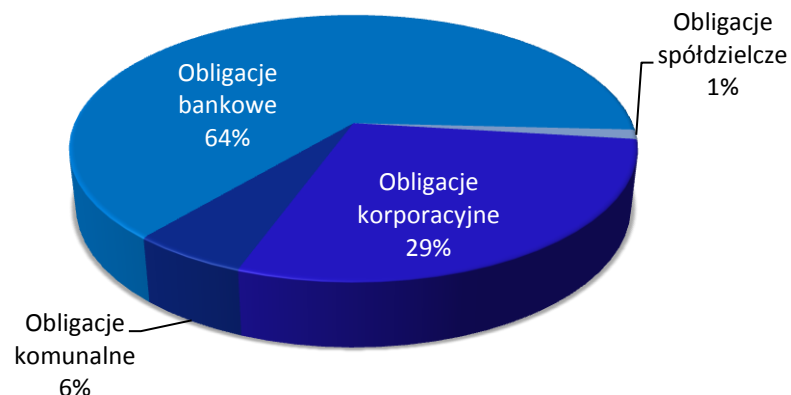
3 OBLIGACJE NIESKARBOWE OGÓŁEM

Wartość obligacji nieskarbowych na rynku Catalyst na koniec 2014 r. wyniosła 57 mld zł, osiągnięta w 454 emisjach zrealizowanych przez 192 podmioty.

Pod względem wartości, dominujący udział stanowiły obligacje bankowe, których wartość stanowiła blisko 2/3 wszystkich wyemitowanych papierów.

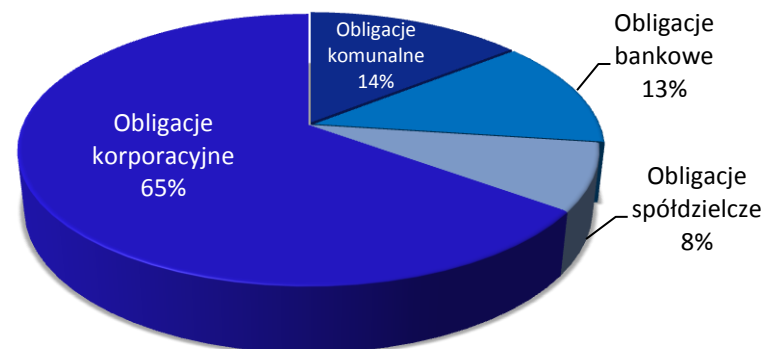
Pod względem liczby emisji, liderem były obligacje korporacyjne, których liczba stanowiła blisko 2/3 wszystkich wyemitowanych papierów.

Rysunek 1. Udział wartości emisji wg rodzaju obligacji



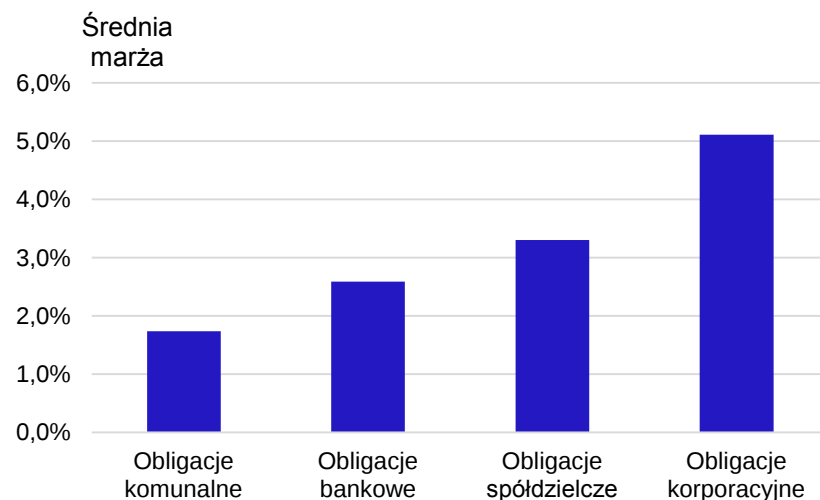
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 2. Udział liczby emisji wg rodzaju obligacji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 3. Średnia marża wg rodzaju obligacji

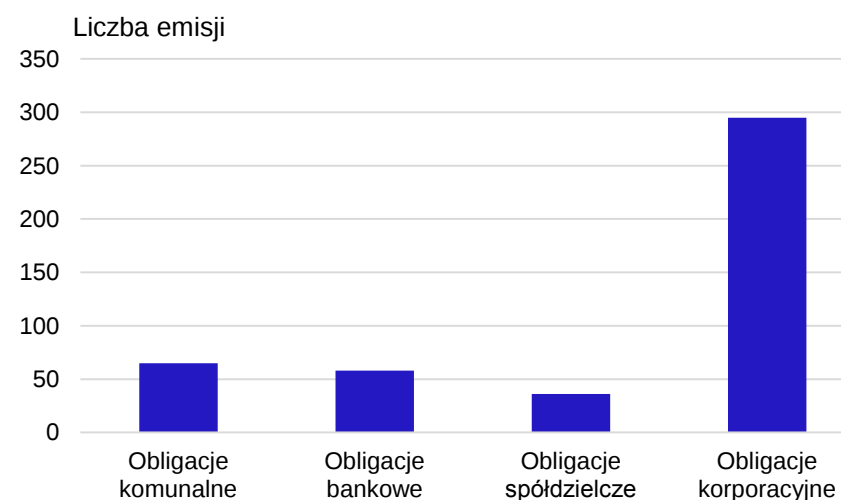


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Średnia marża pozostaje najniższa w przypadku obligacji komunalnych, gdzie jej poziom waha się w przedziale od 0,35% do 3%.

Przedział wahań jest większy w przypadku obligacji bankowych, gdzie jedna emisja (EBI) została zrealizowana prawie 3

Rysunek 4. Liczba emisji wg rodzaju obligacji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

pkt. proc. poniżej WIBOR. Poza tą emisją, marże obligacji bankowych utrzymują się od 0,3% do 6,75%.

Najbardziej stabilne są obligacje spółdzielcze, których marże utrzymują się w przedziale od 2% do 4,5%.

Najbardziej rozchwyane z kolei są obligacje korporacyjne, gdzie przedział wahań jest ograniczony od 0,7% do 12,3%.

4 OBLIGACJE KORPORACYJNE

4.1 LICZBA I WARTOŚĆ EMISJI

Łączna wartość obligacji przedsiębiorstw, wyemitowanych w 295 emisjach notowanych na Catalyst na koniec grudnia 2014 r. wyniosła 16,3 mld zł, z czego 7,5 mld zł stanowiły obligacje pięciu największych emitentów (PGNiG S.A., PKN Orlen S.A., Energa S.A., PGE S.A., Multimedia Polska).

Średnia marża obligacji korporacyjnych wyniosła: **5,1%**, zaś średnia marża ważona wartością emisji: **3,2%**. Z kolei średnia marża emisji przeprowadzonych tylko w 2014 r. wyniosła 4,6%.

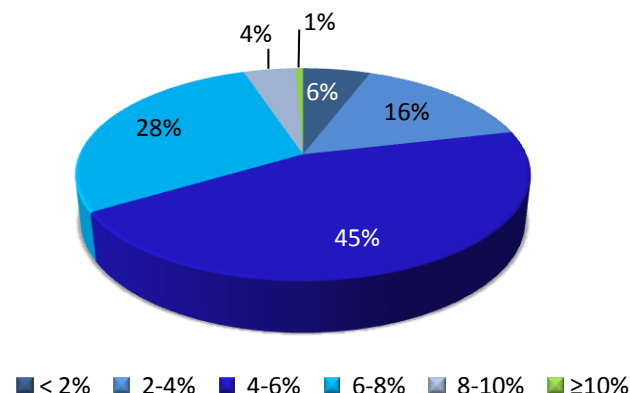
Połowa liczby wszystkich tych emisji nie przekracza marży 5%, a jedna czwarta - marży 4,1%. Trzy czwarte liczby tych emisji jest wyemitowana z marżą nie przekraczającą 6,3%.

Spośród 295 emisji obligacji, 217 zostało przeprowadzone z marżą w przedziale od 4% do niespełna 8%.

Tylko 17 emisji uwzględnia marżę poniżej 2%.

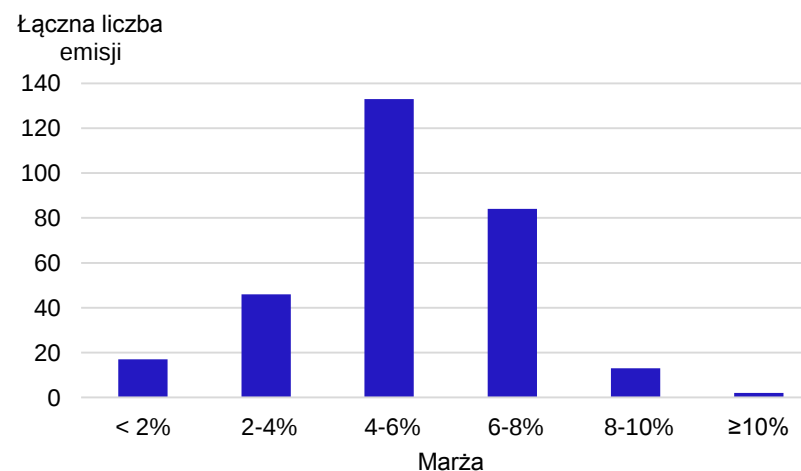
Na poziomie nie mniejszym niż 10% marży, obligacje wyemitowały tylko dwie spółki.

Rysunek 5. Udział liczby emisji wg wysokości marży



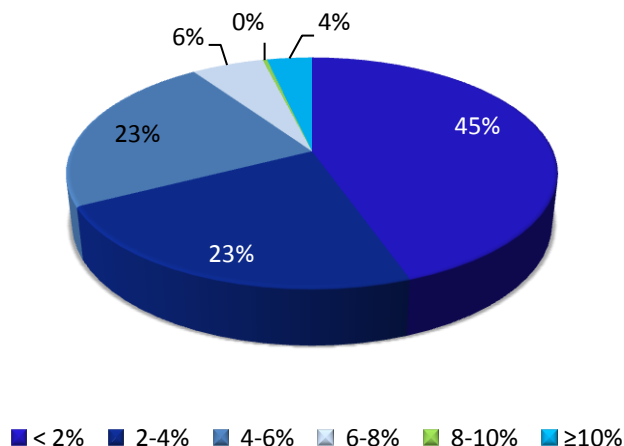
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 6. Liczba emisji wg wysokości marży



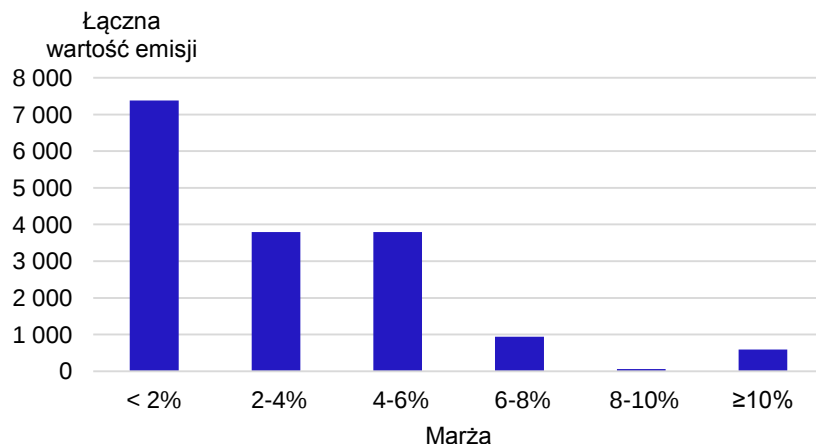
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 7. Udział wartości emisji wg wysokości marży



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 8. Łączna wartość emisji wg wysokości marży



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Obligacje z marżą poniżej 2% stanowią 45% udziału w wartości wszystkich wyemitowanych obligacji i są największą spośród analizowanych grup. Jednak po wyłączeniu 5 największych emitentów, z których 4 podmioty znajdują się w tej grupie, ich udział spada do 10%, a rośnie łączny udział dwóch kolejnych grup z przedziałem marży 2-6%, do 73% wartości wszystkich emisji.

Marże w przedziale od 8% do 10% posiada 13 emisji o relatywnie niewielkiej wartości, której suma daje ok. 55 mln zł.

Dwie emisje z marżą ponad 10%, są znacznie zróżnicowane pod względem wartości, jedna jest kilkumilionowa, a druga na poziomie prawie 0,6 mld zł.

Wniosek:

Poziom marży zdecydowanej większości obligacji przedsiębiorstw pod względem liczby emisji, zawiera się w przedziale pomiędzy 4-8%. Z kolei pod względem wartości emisji poniżej - 2%, na co jednak ma istotny wpływ 5 największych emitentów. Papiery oprocentowane marżą powyżej 8% należą do rzadkości.

Zarówno liczba, jak i wartość emisji obligacji korporacyjnych na przestrzeni ostatnich 3 lat obrotowych zachowała trend wzrostowy.

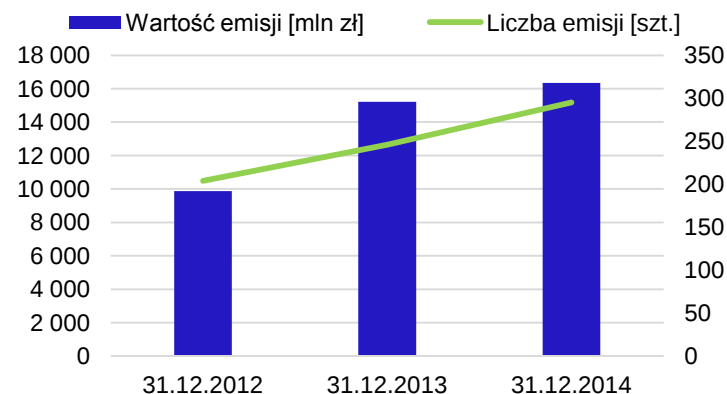
O ile liczba emisji w dwóch ostatnich latach zachowała relatywnie stabilną dynamikę, która kształtowała się na poziomie ok. 20%, a jej wzrost roczny wyniósł 7% w porównaniu do 54% w 2013 r.

Widoczna tendencja spadkowa towarzyszy przeciętnej marży na obligacjach korporacyjnych. Przeciętny poziom marży liczony dla wszystkich emisji notowanych na koniec każdego kolejnego z trzech ostatnich lat, spadł z 6% w 2012 r. do 5,1% w 2014 r.

Podobnie emisje realizowane były ze średnio coraz niższą marżą w kolejnych latach, której poziom obniżył się z 6,1% w 2012 r. do 4,6% w 2014 r.

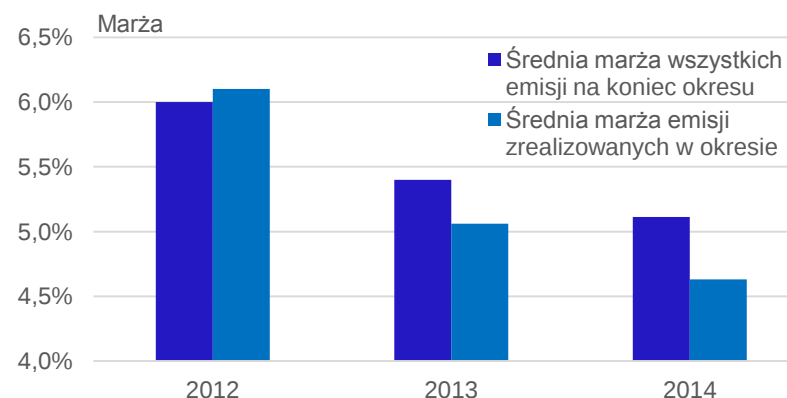
Rośnie też liczba emisji z minimalną marżą (poniżej 2%). Na koniec 2012 r. na taki poziom marży mogły liczyć głównie emisje największych podmiotów. Aktualnie, obok 4 największych emitentów z marżą poniżej 2%, załapały się emisje 7 innych, zwykle znacznie mniejszych spółek.

Rysunek 9. Liczba i wartość emisji na koniec trzech ostatnich lat



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 10. Średnia marża w latach 2012-2014



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

4.2 WIELKOŚĆ EMISJI

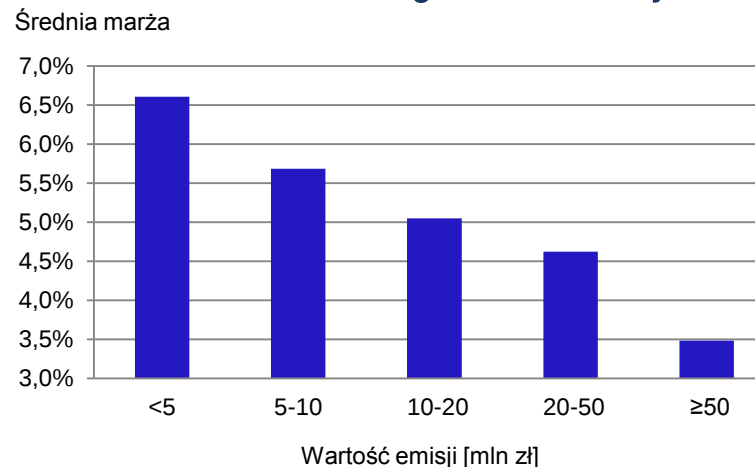
Analiza średniej marży w poszczególnych przedziałach wartości emisji jednoznacznie wskazuje na silną zależność tych dwóch czynników.

Wraz ze wzrostem przedziału wartości emisji, rośnie również minimalna marża i zwiększa się rozchwanie poziomów marż (rozumiane jako różnica między poziomem minimalnym, a maksymalnym w danej grupie).

Również analiza średniej wartości emisji wg przedziałów wysokości marży wskazuje na ujemną relację tych dwóch czynników, z wyjątkiem mało reprezentatywnej ostatniej grupy ($\geq 10\%$), gdzie znajdują się jedynie dwie emisje.

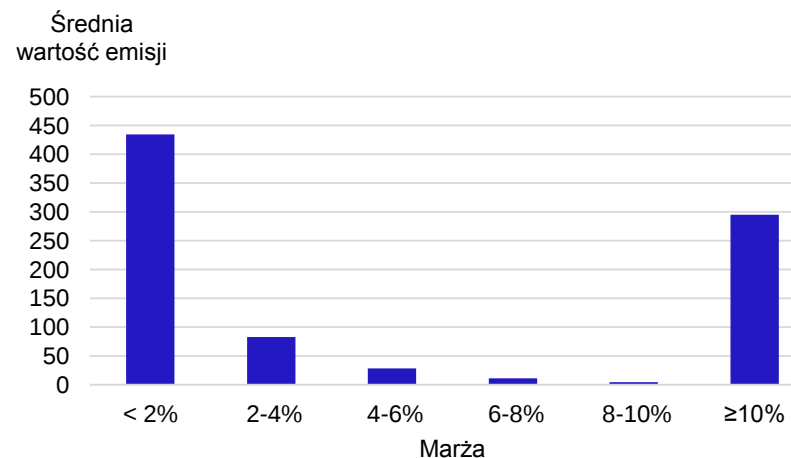
Również wyłączenie emisji 5 największych emitentów, które spowodowałoby spadek średniej wartości emisji w pierwszej grupie do 126 mln zł i w drugiej grupie do 61 mln zł, nie zmienia ogólnych wniosków.

Rysunek 11. Średnia marża wg wartości emisji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

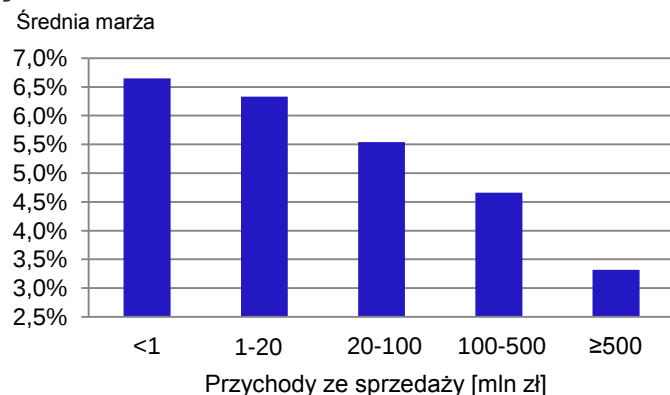
Rysunek 12. Średnia wartość emisji wg wysokości marży



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

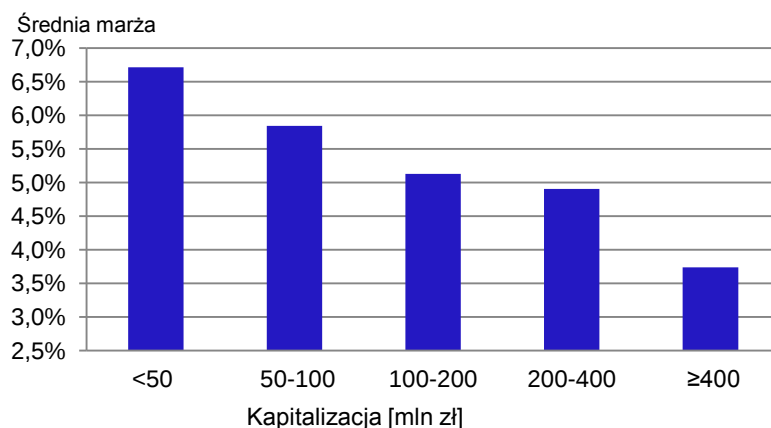
4.3 WIELKOŚĆ EMITENTA

Rysunek 13. Średnia marża ze względu na wartość przychodów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 14. Średnia marża ze względu na wartość kapitalizacji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Emitenci obligacji o wysokich przychodach ze sprzedaży, emitują obligacje, przeciętnie ze znacznie niższą marżą niż emitenci z wartością przychodów na relatywnie niskim poziomie.

Średnia marża dla emisji obligacji w grupie emitentów o niskiej kapitalizacji jest wyraźnie wyższa od marży emitentów o wysokiej kapitalizacji.

Wniosek

Istnieje widoczna ujemna relacja pomiędzy wielkością emitenta, a marżą wyemitowanych przez niego obligacji, bez względu na to czy wielkość mierzymy wartością przychodów ze sprzedaży czy wartością kapitalizacji emitenta.

4.4 ZABEZPIECZENIE OBLIGACJI

Spośród 295 emisji notowanych na Catalyst na koniec grudnia 2014 r., dokładnie 164 emisje były niezabezpieczone, a 131 zabezpieczone.

Pod względem wartości, obligacje niezabezpieczone wyniosły ponad 11 mld zł i znacznie, bo o ponad 6 mld zł przekroczyły wartość emisji zabezpieczonych.

Po wykluczeniu jednak emisji 5 największych emitentów, udział wartości emisji zabezpieczonych i niezabezpieczonych osiąga bardzo podobny udział do relacji liczby emisji i wynosi 45%/55%.

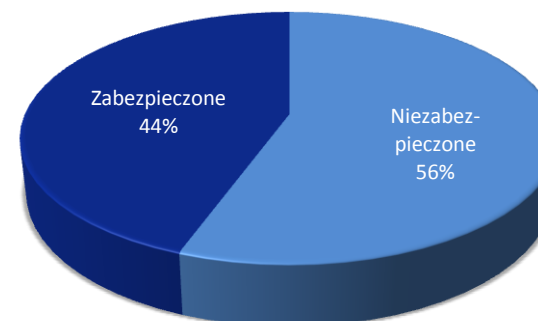
Średnia wartość emisji niezabezpieczonych jest prawie 80% wyższa od średniej wartości emisji zabezpieczonych i wynosi prawie 70 mln zł.

Jednak po wykluczeniu z analizy emisji 5 największych emitentów, średnia wartość emisji dla obu grup jest porównywalna i oscyluje wokół 31 mln zł.

Wniosek

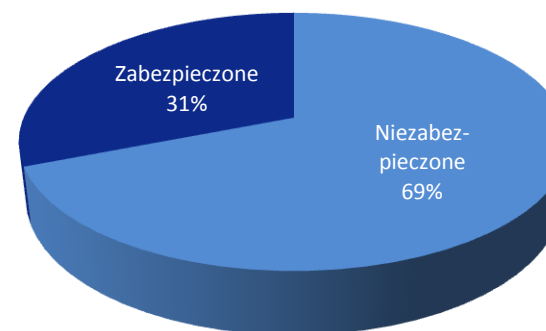
Statystyka zabezpieczenia obligacji, zarówno pod względem liczby emisji, łącznej wartości emisji, jak i średniej wartości emisji, wskazuje na przewagę obligacji niezabezpieczonych. Wpływają na to częściowo obligacje 5 największych emitentów. Po ich wyłączeniu przewaga ta nadal się utrzymuje, ale jest już nieznaczna.

Rysunek 15. Udział liczby emisji zabezpieczonych i niezabezpieczonych

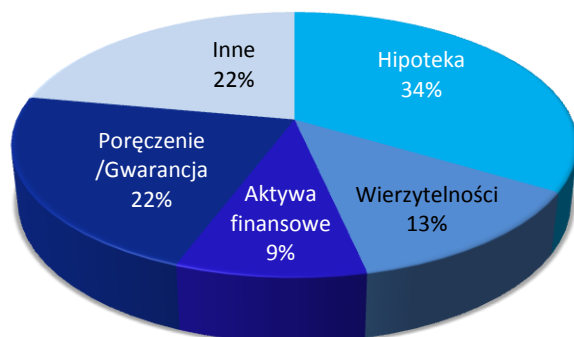


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 16. Udział wartości emisji zabezpieczonych i niezabezpieczonych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

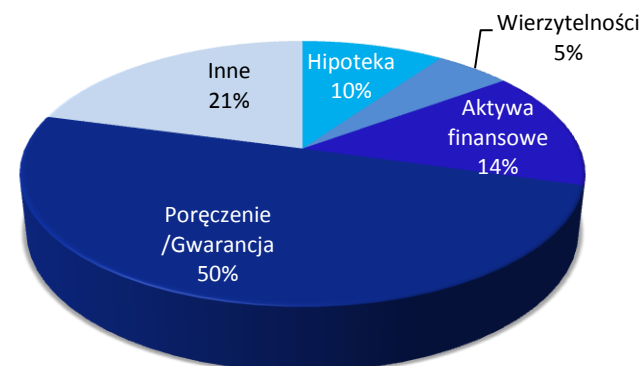
Rysunek 17. Udział liczby emisji wg rodzaju zabezpieczenia

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Najbardziej popularną formą zabezpieczenia obligacji jest hipoteka, która stanowi zabezpieczenie 44 spośród 131 emisji. Popularne są także emisje zabezpieczone poręczeniem lub gwarancją (29 emisji).

Pod względem wartości, najpopularniejsze są poręczenia i gwarancje, które zostały ustanowione na emisjach o łącznej wartości 2,5 mld zł, spośród wszystkich 5,1 mld zł obligacji zabezpieczonych. Nawet bez jednej istotnej emisji na ponad 1 mld zł w tej grupie, poręczenia i gwarancje nadal pozostają najpopularniejszym pod względem wartości zabezpieczeniem.

Również pod względem średniej wartości emisji, wśród obligacji zabezpieczonych, dominują poręczenia i gwarancje, ze średnią wartością emisji na poziomie 88 mln zł.

Rysunek 18. Udział wartości emisji wg rodzaju zabezpieczenia

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Średni poziom marży dla obligacji:

- Niezabezpieczonych wynosi 4,7%,
- Zabezpieczonych wynosi 5,6%.

Średnia wartość emisji (po wykluczeniu 5 największych emitentów) dla obligacji:

- Niezabezpieczonych wynosi 30,8 mln zł,
- Zabezpieczonych wynosi 31,5 mln zł.

Prawie w każdej grupie pod względem wielkości emisji, obligacje niezabezpieczone są emitowane z marżą niższą niż obligacje zabezpieczone. Największa różnica średniej marży występuje w grupie emisji największych o wartości od 50 mln zł, gdzie wynosi 1,3%.

Tylko emisje o najniższej wartości (poniżej 5 mln zł) mają średnią marżę obligacji zabezpieczonych poniżej średniej marży obligacji niezabezpieczonych, różnica jest jednak znikoma.

Różnica średniej marży pomiędzy najmniejszą i największą grupą pod względem wartości emisji jest widocznie większa w grupie obligacji niezabezpieczonych.

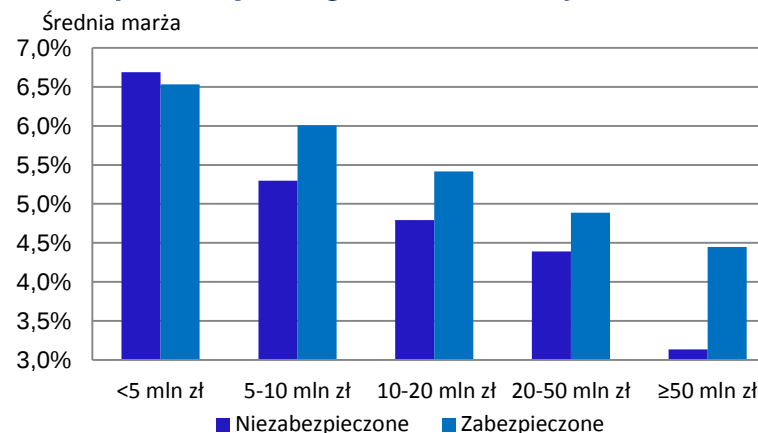
Analizując średnie marże w podziale na formy zabezpieczenia i wielkość emisji, nie widać relacji, która wskazywałaby na to, że forma zabezpieczenia wpływa istotnie na poziom marży procentowej.

Wniosek

Wpływ zabezpieczania obligacji na wysokość marży procentowej raczej nie występuje.

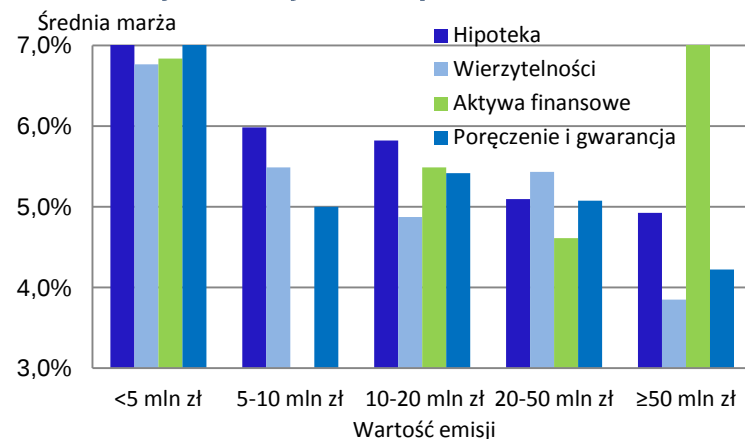
Znacznie większy wpływ wartości emisji na poziom marży jest w grupie emisji niezabezpieczonych niż w grupie emisji zabezpieczonych.

Rysunek 19. Średnia marża dla obligacji zabezpieczonych i niezabezpieczonych wg wartości emisji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 20. Średnia marża obligacji zabezpieczonych wg wartości emisji i rodzaju zabezpieczenia



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

4.5 BRANŻA EMITENTA

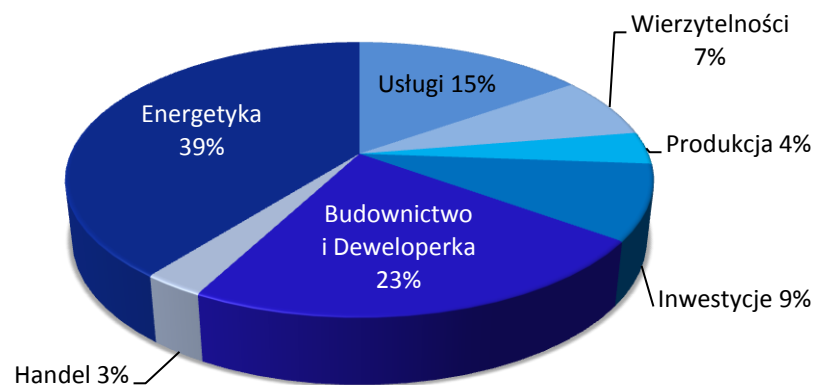
Pod względem wartości emisji na Catalyst dominują obligacje firm energetycznych. Ich wartość wyniosła ponad 6,5 mld zł i prawie w całości były to emisje 4 największych emitentów.

Pod względem liczb emisji, największą grupę stanowią obligacje firm budowlanych i deweloperskich, których liczba emisji wyniosła dokładnie 100 szt.

Stosunkowo dużą grupę stanowią obligacje firm usługowych i obrotu wierzytelnościami, gdzie są odpowiednio 67 emisje o wartości 2,5 mld zł i 59 emisji o wartości 1,2 mld zł.

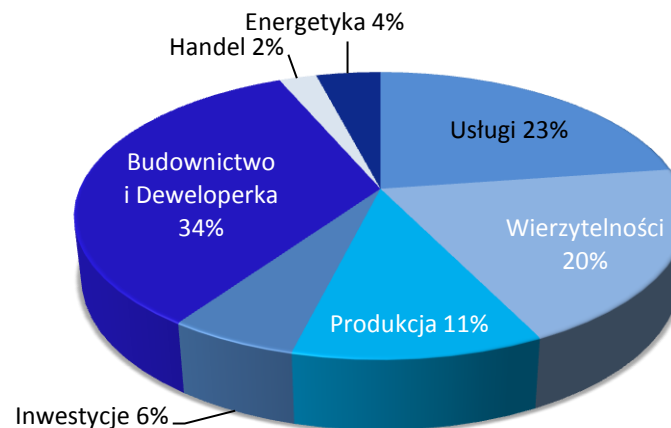
Spółki z branży obrotu wierzytelnościami, tak jak spółki produkcyjne, to emitenci o dużej liczebności, jednak przeciętnie niskiej średniej wartości emisji.

Rysunek 21. Struktura wartości emisji wg branży emitenta

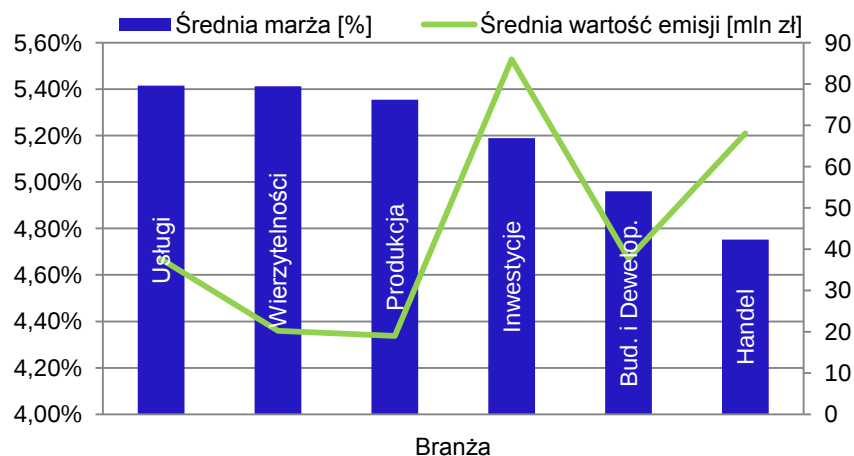


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

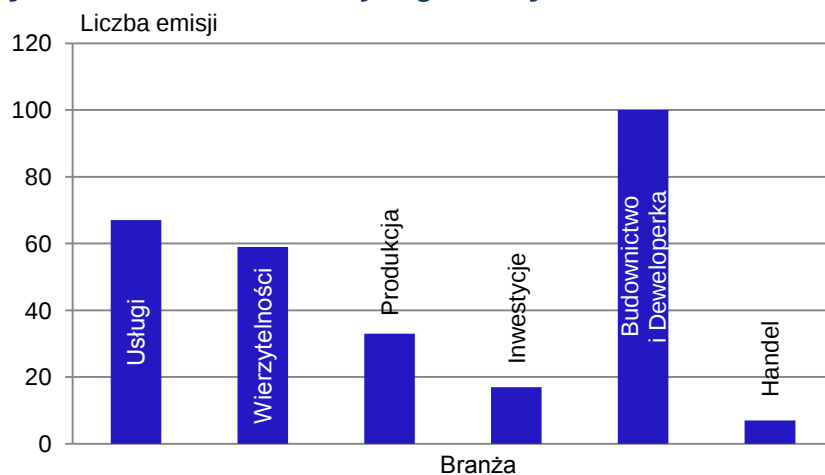
Rysunek 22. Struktura liczby emisji wg branży emitenta



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 23. Średnia marża i wartość emisji wg branży emitenta

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 24. Liczba emisji wg branży emitenta

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Analiza średniej marży w poszczególnych branżach wskazuje, że w tych grupach gdzie występuje przeciętnie niski poziom średniej wartości emisji, tam występuje relatywnie wyższy poziom marży procentowej („Wierzytelności” i „Produkcja”), w branży o relatywnie wysokiej średniej wartości emisji („Handel”), występuje przeciętnie niska marża procentowa.

Wyjątek stanowią „Inwestycje”, gdzie mimo bardzo wysokiej przeciętnej wartości emisji, występuje relatywnie wysoki poziom marży procentowej. Branża ta jednak jest powszechnie uznawana za bardzo ryzykowną, co jest prawdopodobnie źródłem oczekiwanej wyższej premii za ryzyko tych emitentów.

Ciekawe porównanie stanowią spółki Usługowe i Budowlano-Deweloperskie, gdzie pomimo podobnej średniej wartości emisji, istnieje widoczna różnica przeciętnej marży. Wynika to z wyższego ryzyka spółek usługowych, które zazwyczaj charakteryzują się większym rozchwianiem dochodów i są zwykle oceniane jako mniej stabilne, w szczególności w porównaniu z branżą opartą w znacznej mierze na nieruchomościach, które są uznawane za relatywnie bezpieczną formę inwestycji.

Z analizy wyłączono Spółki energetyczne, których odbiegająca od pozostałych skala (ze średnią marżą na poziomie 2,6% i średnią wartością emisji 543 mln zł), zdominowana przez 4 emitentów, zmniejszała przejrzystość porównania.

Wniosek:

Niewielki poziom różnicy marży w poszczególnych branżach (z wyjątkiem energetyki) świadczy o niewielkim wpływie branży emitenta na poziom marży procentowej.

4.6 GPW I NEWCONNECT

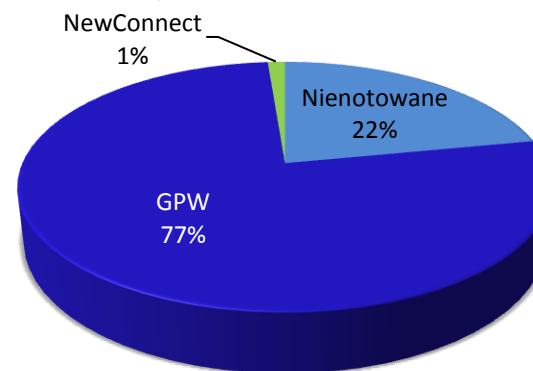
Fakt notowania Spółek na rynku GPW lub NewConnect, lub braku notowania akcji tych podmiotów na innym rynku jest czynnikiem różnicującym poziom postrzegania tych emitentów i budowania ich wiarygodności pośród inwestorów.

Emitenci notowani na GPW są często lepiej odbierani i znani przez inwestorów nie tylko ze względu na wypełnianie rygorystycznych wymogów informacyjnych, ale również często wieloletniego budowania relacji inwestorskich.

Struktura emitentów obligacji z podziałem na emitentów, których akcje są również notowane na rynku GPW, NewConnect lub nienotowane, wskazuje na przewagę spółek giełdowych, zarówno pod względem liczby, jak i wartości emisji.

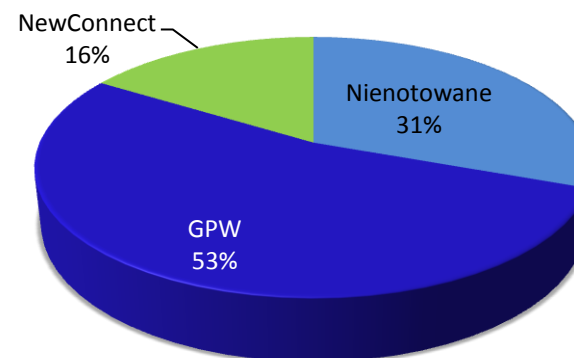
Spółki, których akcje są notowane na NewConnect, stanowią najmniejszą, ale widoczną grupę emitentów pod względem liczby, jednak zupełnie nieznaczącą pod względem wartości.

Rysunek 25. Udział wartości emisji dla emitentów notowanych na GPW, NewConnect i nienotowanych

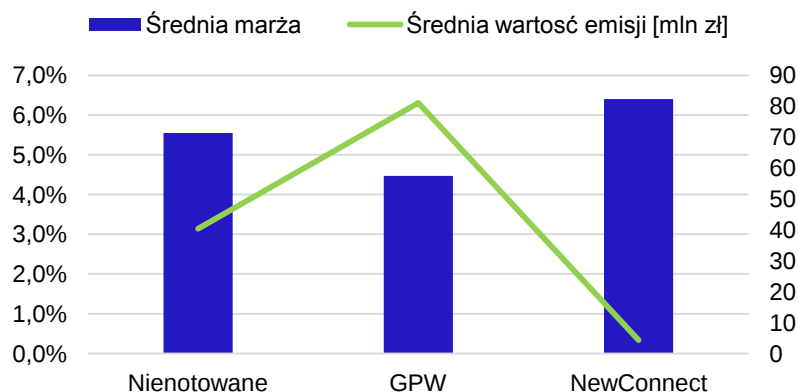


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

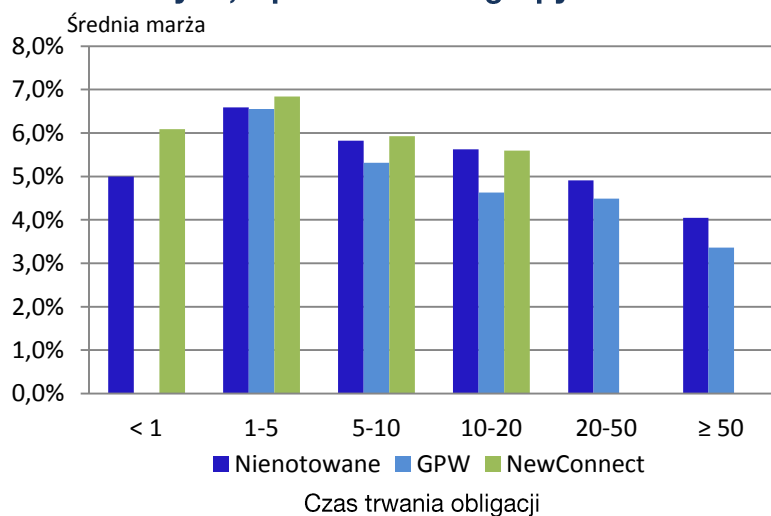
Rysunek 26. Udział liczby emisji dla emitentów notowanych na GPW, NewConnect i nienotowanych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 27. Średnia marża i średnia wartość emisji dla spółek notowanych i nienotowanych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 28. Średnia marża dla spółek notowanych i nienotowanych, z podziałem na grupy wartości emisji

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Średnia marża jest widocznie niższa wśród emitentów giełdowych (notowanych na GPW) i wynosi 4,5%. W tej grupie średnia wartość emisji jest najwyższa.

Na uwagę zasługuje fakt, że pomimo znacząco niższej średniej wartości emisji (10-krotnie niższej od spółek nienotowanych i 20-krotnie niższej od Spółek notowanych na GPW) średnia marża spółek NewConnect'owych nie jest istotnie wyższa od spółek nienotowanych.

Analiza średnich marż, po wydzieleniu poszczególnych grup pod względem wartości, potwierdza relację przeciętnie niższej marży spółek notowanych na GPW i pokazuje porównywalny poziom marż spółek notowanych na NewConnect i Spółek nienotowanych na żadnym rynku akcji.

Wniosek:

Element postrzegania emitenta jako spółki giełdowej, notowanej na rynku regulowanym wpływa w niewielkim stopniu na kształtowanie poziomu marży emitowanych obligacji przez tych emitentów. Marża tych Spółek znajduje się na przeciętnie niższym poziomie, od spółek nienotowanych na rynku akcji i spółek notowanych na NewConnect.

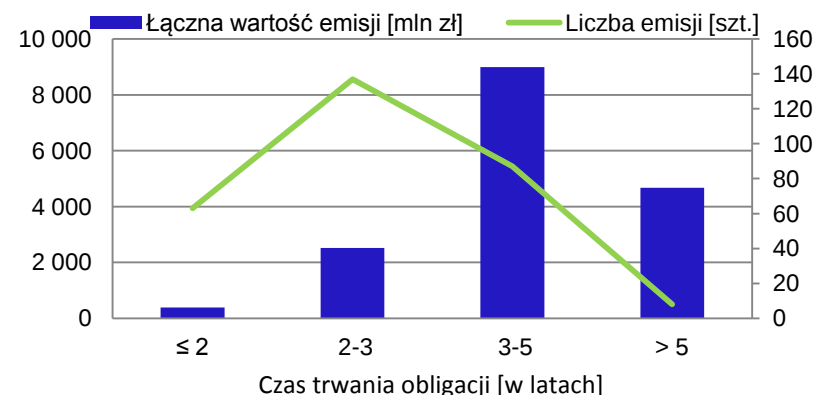
Największa liczba emisji realizowana jest z terminem do 3 lat. Tych emisji jest aż 200 czyli blisko 2/3 wszystkich zrealizowanych emisji. Są to jednak papiery o relatywnie niskiej wartości. Ich łączna wartość wynosi 2,9 mld zł.

O ponad połowę mniej (87 szt.) stanowi liczebność emisji realizowanych z terminem powyżej 3 do 5 lat, ale ich wartość jest ponad 3-krotnie większa od emisji krótkoterminowych.

Emisje długoterminowe, mimo niewielkiej liczby, stanowią istotny udział pod względem wartości. 8 emisji z terminem powyżej 5 lat stanowi prawie 1/3 wartości wszystkich emisji. Daje to dużą przewagę pod względem średniej wartości emisji od pozostałych grup.

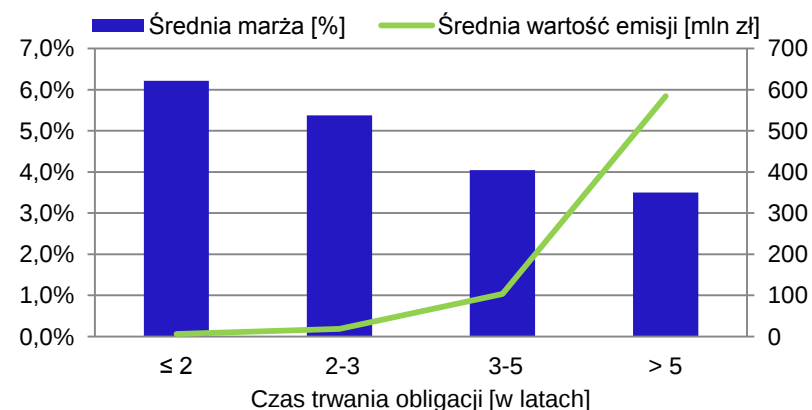
Średnia marża w poszczególnych grupach maleje w miarę wydłużania się terminu zapadalności obligacji. Wpływ na to ma przeciętna wartość emisji, która rośnie w miarę wzrostu czasu trwania obligacji.

Rysunek 29. Łączna wartość i liczba emisji wg czasu trwania



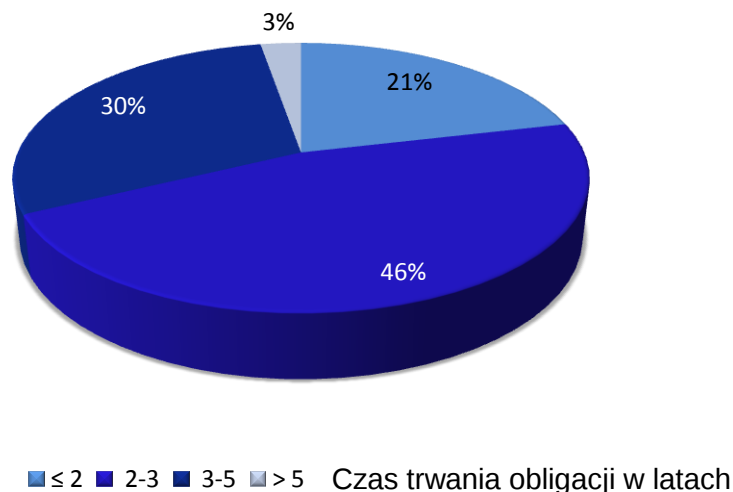
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 30. Średnia marża i wartość emisji wg czasu trwania



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 31. Udział liczby emisji wg czasu trwania

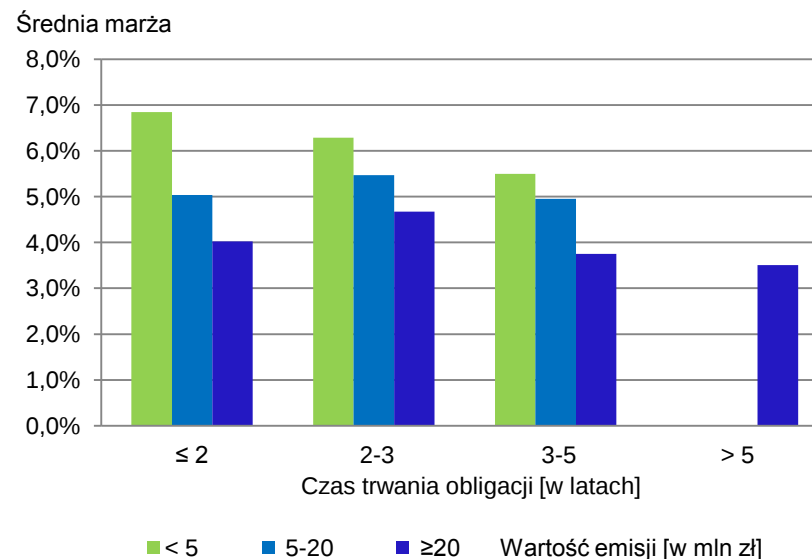


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Analiza średniej marży obligacji pod względem czasu trwania obligacji w poszczególnych grupach wartości emisji wskazuje na brak istotnej zależności czasu trwania emisji i wysokości marży.

Tylko w grupie emisji o najmniejszej wartości (poniżej 5 mln zł) można zauważyć wyraźny spadek przeciętnej marży w miarę wzrostu terminu zapadalności. Takiej zależności nie widać w grupach emisji o wyższej wartości.

Rysunek 32. Średnia marża wg wartości emisji i czasu trwania



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Wniosek:

Istnieje niewielki wpływ czasu trwania obligacji na wysokość marży procentowej, ale tylko w przypadku emisji o najmniejszej wartości (poniżej 5 mln zł). W grupie emisji o wyższej wartości, takiej zależności nie można jednoznacznie zidentyfikować.

4.7 RATING

Emitenci obligacji na Catalyst to w przeważającej liczbie podmioty o niskiej kondycji finansowej. Ponad 70% emitentów klasyfikuje się do grupy ocen spekulacyjnych.*

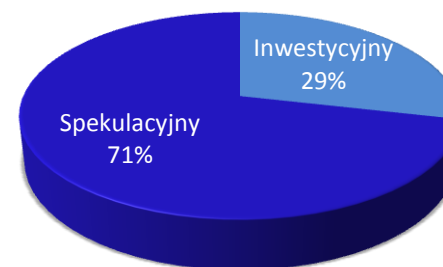
Pod względem wartości notowanych obligacji, analiza udziału emitentów spekulacyjnych zupełnie się odwraca, co wynika z emisji czterech największych emitentów, odpowiedzialnych za blisko połowę wartości emisji badanych emitentów. Wykluczenie tych czterech emitentów powoduje porównywalną strukturę podziału, jak w przypadku liczby emitentów.

Analiza średniej marży emitenta (liczonej jako średnia ważona ze wszystkich przeprowadzonych emisji danego emitenta) pokazuje, że emitenci najlepiej oceniani, emitują obligacje z przeciętnie niższą marżą. Najwyżej oprocentowane są obligacje podmiotów najgorzej ocenianych.

Wniosek

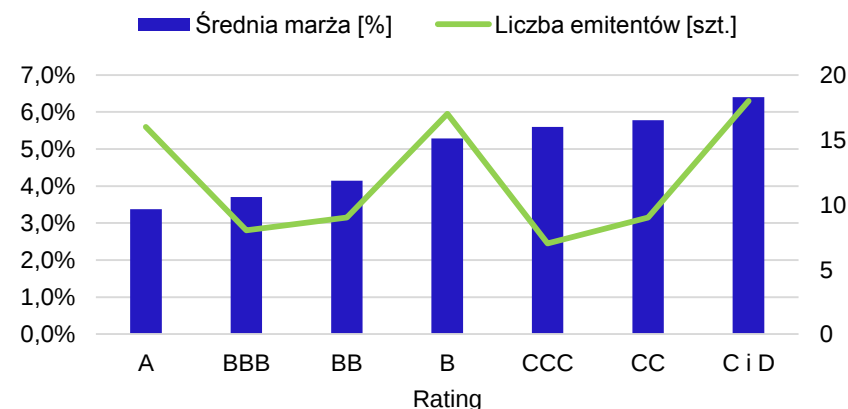
Istnieje pewna zależność wysokości marży do oceny kondycji finansowej emitentów, lecz jest ona stosunkowo niewielka, bowiem, różnica przeciętnej marży podmiotów najlepiej ocenianych i podmiotów najgorzej ocenianych wynosi zaledwie 3 pkt. procentowe.

Rysunek 33. Udział liczby emitentów wg oceny ratingowej*



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 34. Średnia marża i liczba emitentów wg oceny ratingowej*



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

*Tylko spółki notowane na GPW i NewConnect

5 OBLIGACJE BANKOWE

5.1 LICZBA I WARTOŚĆ EMISJI

Łączna wartość obligacji bankowych, wyemitowanych w 58 emisjach notowanych na Catalyst przez 13 podmiotów, na koniec grudnia 2014 r. wyniosła 37 mld zł, z czego 23 mld zł stanowiły obligacje 8 emisji Banku Gospodarstwa Krajowego S.A., a ponad 7 mld zł Banku PKO BP S.A.

Średnia marża obligacji bankowych wynosi: 2,6%, zaś średnia marża ważona wartością emisji: 1,7%.

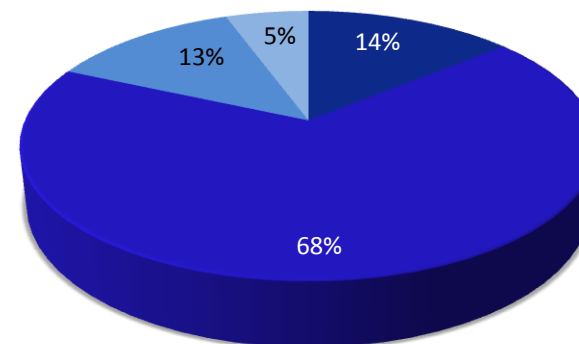
Połowa liczby wszystkich emisji nie przekracza marży 3,0%, a jedna czwarta - marży 1,5%. Trzy czwarte liczby tych emisji jest wyemitowana z marżą nieprzekraczającą 3,5%.

Poziom marż obligacji bankowych charakteryzuje się widocznie mniejszą dysproporcją od tego, który występuje w przypadku obligacji korporacyjnych.

Emisje z marżą powyżej 4% dla obligacji bankowych zdarzają się incydentalnie. W analizowanej grupie są tylko 4 takie przypadki.

Przeważająca wartość emisji obligacji bankowych znajduje się w przedziale powyżej 1% do 2% marży procentowej, gdzie dominują obligacje BGK.

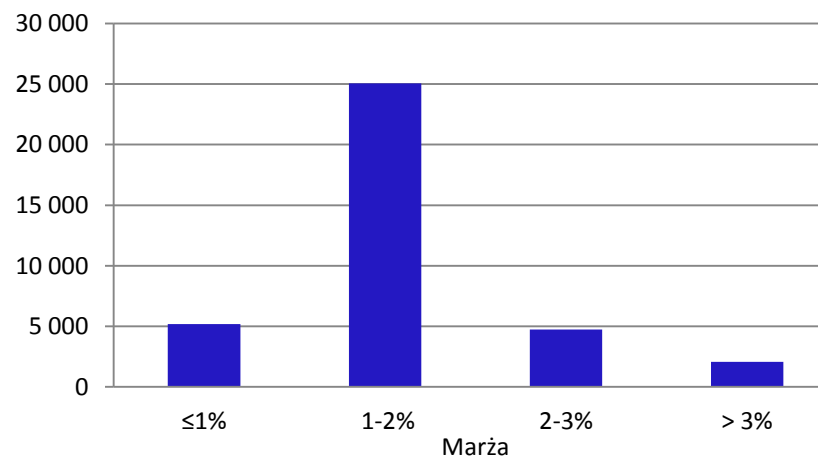
Rysunek 35. Udział wartości emisji wg wysokości marży



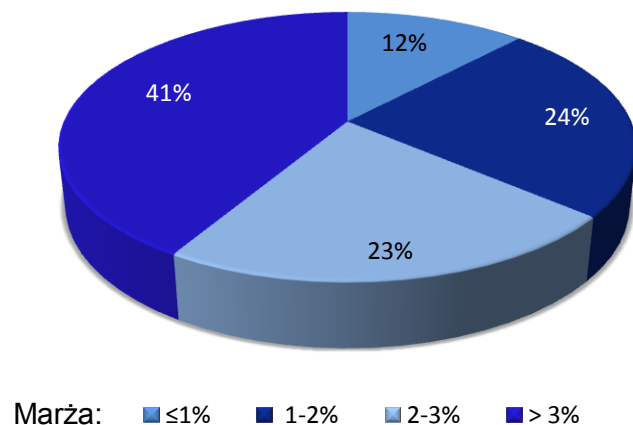
Marża: ■ ≤1% ■ 1-2% ■ 2-3% ■ > 3%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

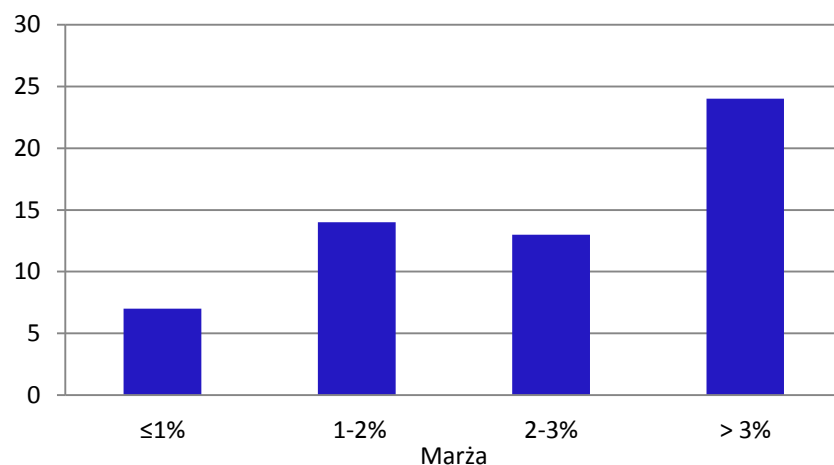
Rysunek 36. Łączna wartość emisji wg wysokości marży



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 37. Udział liczby emisji wg wysokości marży

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 38. Liczba emisji wg wysokości marży

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Spośród 58 emisji obligacji bankowych, ponad połowa, bo aż 30 emisji stanowiły obligacje Getin Noble Banku.

Największa liczba emisji została zrealizowana z marżą na poziomie powyżej 3% - aż 41% wszystkich emisji. Najwyższa marża wśród obligacji bankowych wyniosła 6,75%.

Emisje z marżą poniżej 1% to w większości obligacje BGK, ale również EBI i 2 banków komercyjnych.

Z kolei obligacje z marżą powyżej 3% to głównie obligacje Getin Noble Banku. Powyżej 4% marże mają tylko 4 emisje.

Większość analizowanych emisji obligacji bankowych to papiery niezabezpieczone, o zmiennym oprocentowaniu, z odsetkami płatnymi co pół roku.

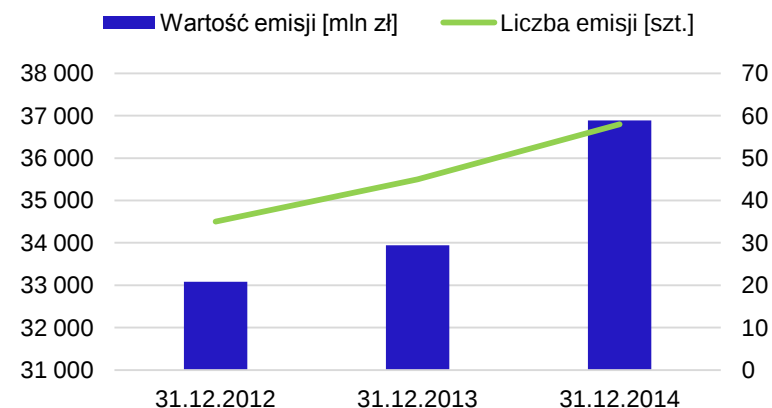
Wniosek

Poziom marży większości obligacji bankowych (84% liczby emisji) kształtuje się na poziomie od 1% do 4%.

Zarówno liczba, jak i wartość emisji obligacji bankowych rosła w ciągu ostatnich 3 lat. Widoczne przyspieszenie wzrostu wartości emisji w 2014 r. wynika z dwóch dużych emisji przeprowadzonych przez BGK S.A. i PKO Finace AB.

Co prawda średnia marża wszystkich emisji na koniec każdego z 3 ostatnich lat nie zmienia się istotnie, a na koniec 2013 r. zanotowała nawet niewielki wzrost w stosunku do końca 2012 r., ale za to średnia marża nowych wyemitowanych w każdym kolejnym roku obligacji systematycznie spada. Jej poziom obniżył się do 1,9% w 2014 r. z 3% w 2013 r. i z 3,8% w 2012 r., czyli w perspektywie 2 lat marża nowo emitowanych obligacji bankowych spadła o połowę.

Rysunek 39. Liczba i wartość emisji na koniec 3 ostatnich lat



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

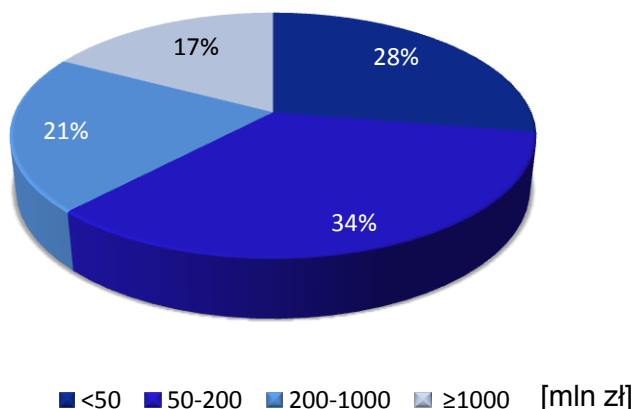
Rysunek 40. Średnia marża w latach 2012-2014



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

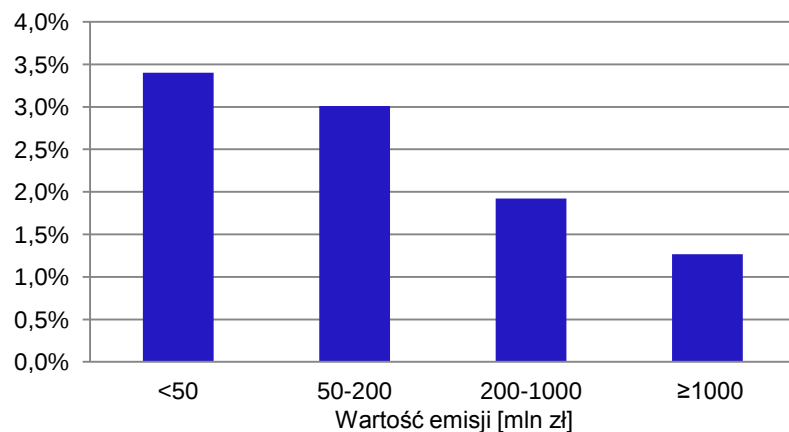
5.2 WIELKOŚĆ EMISJI

Rysunek 41. Udział liczby emisji wg przedziału wartości



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 42. Średnia marża wg wartości emisji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Średnia wartość emisji obligacji bankowych wynosi 628 mln zł. Jednak po wykluczeniu 7 emisji BGK i 3 emisji PKO BP S.A. (w tym PKO Finance AB) (każda o wartości co najmniej 1 mld zł), kwota ta spada do 153 mln zł.

Największy udział w liczbie emisji stanowią obligacje z przedziałem wartości od 50 do prawie 200 mln zł. Tych emisji jest 20 szt. i stanowią jedną trzecią wszystkich emisji.

10 największych emisji, o wartości co najmniej 1 mld zł, zostało zrealizowanych przez 2 instytucje, gdzie największa opiewa na kwotę prawie 11,7 mld zł.

Emisji poniżej 50 mln zł było 16 szt., a najmniejsza wyniosła blisko 18 mln zł.

Średnia marża jest najwyższa w grupie obligacji o wartości poniżej 50 mln zł i wynosi 3,4%, a najwyższa w grupie emisji największych z wynikiem 1,3%.

Wniosek

Analiza średniej marży w poszczególnych grupach wartości emisji wskazuje na wyraźną relację poziomu marży i wartości emisji. Średnia marża jest tym niższa im wyższa jest wartość emisji.

5.3 WARTOŚĆ KAPITAŁÓW WŁASNYCH EMITENTA

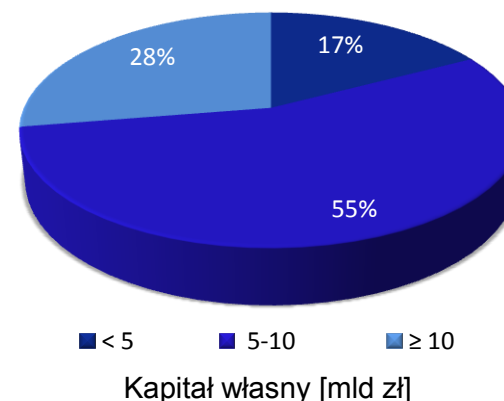
Nieduża liczba emitentów obligacji bankowych nie pozwala na wyodrębnienie dużej liczby grup pod względem wartości kapitałów własnych. W grupie o wartości kapitałów własnych poniżej 5 mld zł jest zaledwie 10 emisji zrealizowanych przez 4 podmioty. Jeszcze mniej emitentów (3) jest w grupie emitentów z kapitałem od 5 do prawie 10 mld zł. Spośród 32 emisji, aż 30 należy do jednego podmiotu.

Emisje w grupie kapitałów własnych emitenta poniżej 5 mld zł są przeciętnie najwyżej oprocentowane. Nieznacznie niższa marża jest w grupie emitentów o średniej wielkości kapitałów i znacznie niższa w przypadku największych emitentów.

Wniosek

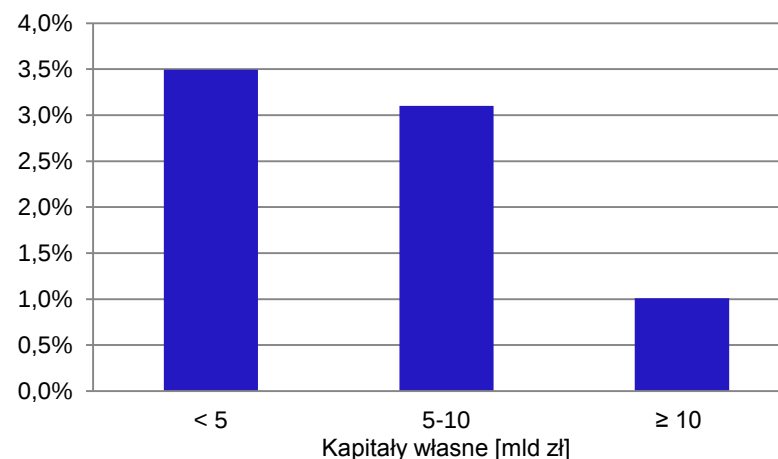
Istnieje widoczna zależność wielkości emitenta do przeciętnego poziomu marży realizowanych emisji. Im większy kapitał własny emitenta, tym marża emitowanych przez niego obligacji jest niższa.

Rysunek 43. Udział liczby emisji wg kapitałów własnych emitenta



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalystr

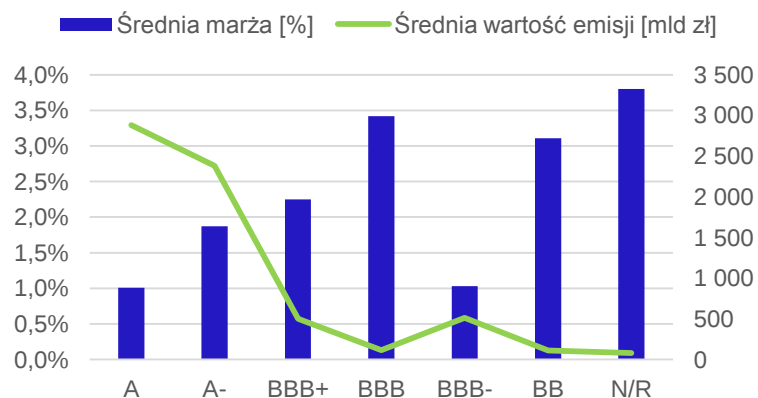
Rysunek 44. Średnia marża wg wartości kapitałów własnych emitenta



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalystr

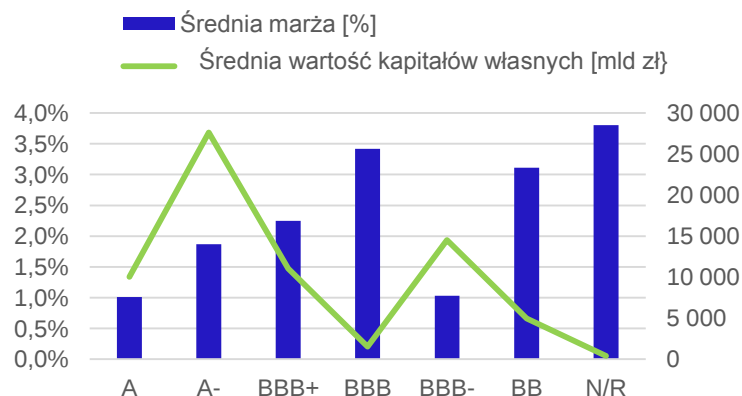
5.4 RYZYKO EMITENTA

Rysunek 45. Średnia marża i wartości emisji wg ratingu emitenta*



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 46. Średnia marża i kapitał własny wg ratingu emitenta*



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

*Bez emisji EBI, dane BGK na 30.09.2014 r.

Przedstawione obok wykresy pozornie prezentują bardzo wyraźnie (z małymi wyjątkami) silną zależność ratingu emitenta do wysokości marży emitowanych przez niego obligacji. Jednak, po wyłączeniu grup ratingowych A i A- (obligacje BGK i PKO BP) sytuacja się zmienia.

Porównując grupy BBB+ i BBB- można zauważyć, że przy podobnej wartości emisji, emitenci o trochę wyższej kapitalizacji, mogą osiągnąć przeciętnie niższą marżę na obligacjach.

Podobny wniosek nasuwa się przy porównaniu grup ratingowych BBB i BB.

Emitenci bez ratingu osiągają przeciętnie najwyższy poziom marży, jednak są to podmioty przeciętnie najmniejsze.

Porównanie grupy A i A-, o niewielkiej różnicy wartości emisji i znacznie wyższej kapitalizacji w grupie A-, emisje tam zakwalifikowane, są średnio wyżej oprocentowane niż w grupie A.

Wniosek

Rating na wysokim poziomie i wielkość emisji mają znaczenie dla poziomu marży emitowanych obligacji, ale głównie w przypadku największych podmiotów. W przypadku małych i średnich podmiotów, większe znaczenia ma wielkość emitenta.

Rating	CAR	Inną miarą ryzyka banków jest współczynnik wypłacalności (CAR - Capital Adequacy Ratio).
A	36,0%	
A-	13,0%	Dla wsparcia miary ryzyka jaką jest rating, należy zwrócić uwagę, że po wyłączeniu dwóch najwyższych pozycji (A i A-), średni współczynnik wypłacalności w poszczególnych grupach maleje wraz ze spadkiem skali ratingu.
BBB+	14,7%	
BBB	14,0%	
BBB-	13,3%	
BB	13,2%	
N/R	13,9%	

5.5 CZAS TRWANIA

Średni termin do wykupu, w przypadku obligacji bankowych wynosi 7,1 lat, a średni ważony wartością emisji 8,5 lat.

Największy udział emisji stanowią obligacje z terminem wykupu od 5 do prawie 10 lat. Mniej więcej po połowie rozkładają się obligacje z terminem poniżej 5 lat i od 10 lat wzwyż.

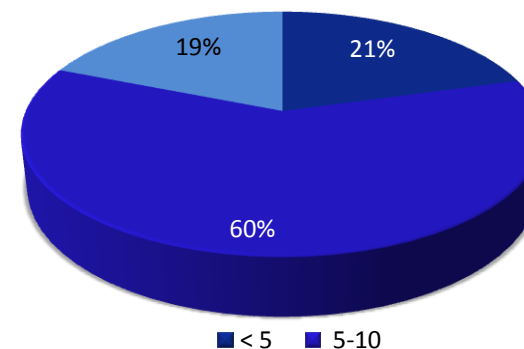
Pod względem łącznej wartości emisji rośnie przewaga obligacji długoterminowych (≥ 10 lat) do poziomu 28%, spada za to udział obligacji krótkoterminowych (< 5 lat) do 15%, i średnioterminowych (5-10 lat) do 57%.

Średnia marża jest najwyższa w grupie obligacji średnioterminowych. Marża rośnie w miarę wzrostu czasu trwania obligacji, ale tylko do pewnego momentu. W okresie powyżej 8 lat, zaczyna stopniowo spadać.

Wniosek

Analiza marży ze względu na czas trwania obligacji może wskazywać na pewne zależności, wg których marża rośnie w miarę wzrostu terminu zapadalności, ale tylko do pewnego stopnia, po którym tendencja się odwraca.

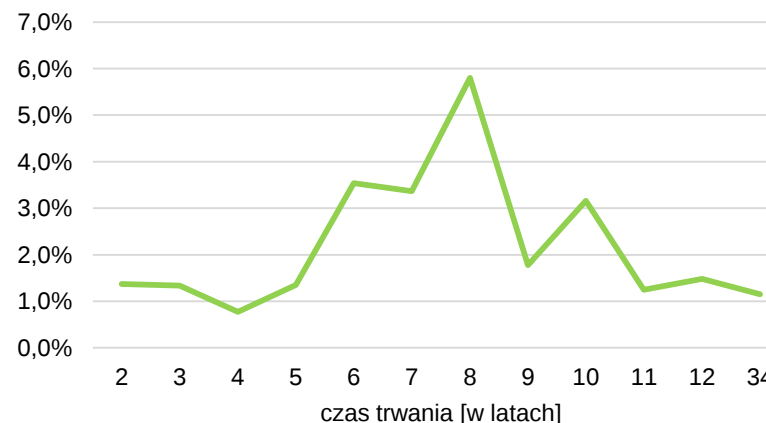
Rysunek 47. Udział liczby emisji wg czasu trwania obligacji



Czas trwania obligacji [w latach]

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 48. Średnia marża wg czasu trwania obligacji*



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

*Bez emisji EBI.

6 OBLIGACJE SPÓŁDZIELCZE

6.1 LICZBA I WARTOŚĆ EMISJI

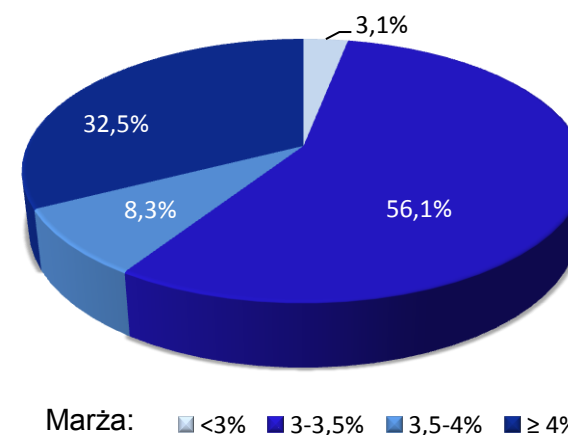
Łączna wartość obligacji spółdzielczych wyemitowanych w 36 emisjach notowanych na Catalyst przez 22 podmioty na koniec grudnia 2014 r. wyniosła 653 mln zł, z czego ok. 40% wyniosły trzy emisje BPS S.A.

Średnia marża tych obligacji wynosi: 3,3%, zaś średnia marża ważona wartością emisji: 3,5%.

Poziom marż obligacji spółdzielczych charakteryzuje się widocznie mniejszą dysproporcją od tego, który występuje w przypadku obligacji korporacyjnych.

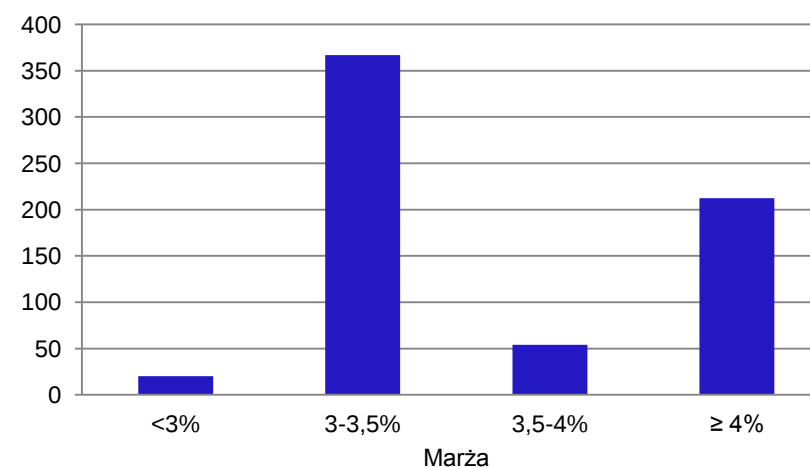
Przeważająca wartość emisji obligacji bankowych znajduje się na poziomie w przedziale od 3% do 3,5% marży. Relatywnie duża wartość występuje w grupie emisji z marżą od 4% wzwyż. Tam jednak dominują dwie emisje o łącznej wartości 165 mln zł.

Rysunek 49. Udział wartości emisji wg wysokości marży



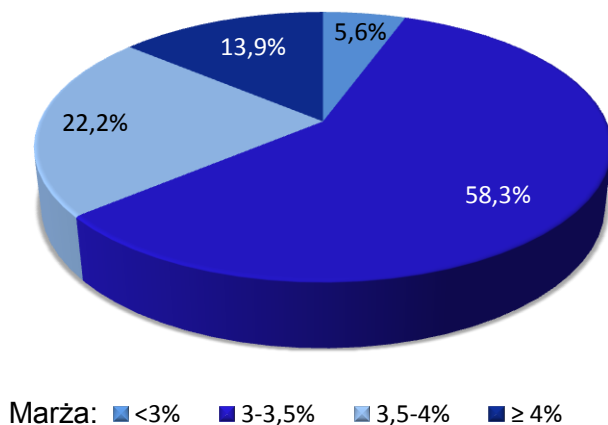
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 50. Łączna wartość emisji wg wysokości marży



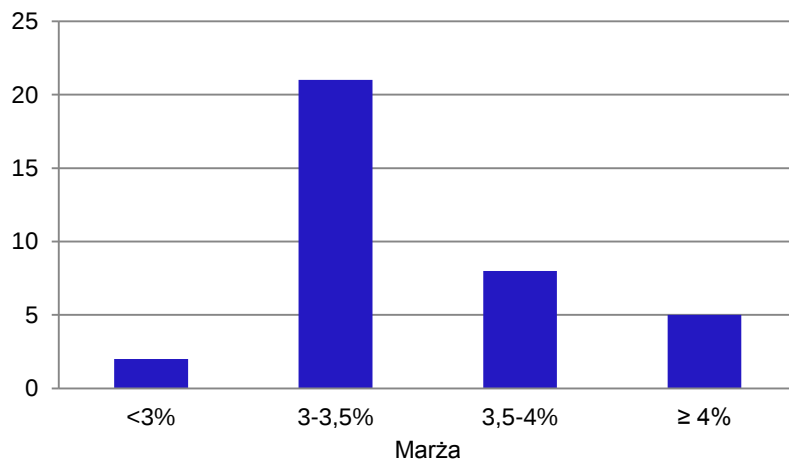
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 51. Udział liczby emisji wg wysokości marży



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 52. Liczba emisji wg wysokości marży



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Spośród 36 emisji obligacji spółdzielczych, ponad połowa, bo aż 21, to emisje z marżą od 3 i poniżej 3,5%.

Połowa liczby wszystkich emisji nie przekracza marży 3,2%, a jedna czwarta - marży 3,0%. Trzy czwarte liczby tych emisji jest wyemitowana z marżą nieprzekraczającą 3,5%.

Emisje z marżą powyżej 4% dla obligacji spółdzielczych zdarzają się incydentalnie. W analizowanej grupie są tylko 2 takie przypadki (i 3 z marżą równą 4%). Najwyższa marża wynosi 4,5%. Podobnie, emisje z marżą poniżej 3% występują zaledwie w 2 przypadkach. Najniższa marża to 2%.

Wszystkie emisje obligacji spółdzielczych to papiery niezabezpieczone, o zmiennym oprocentowaniu, z odsetkami płatnymi co pół roku.

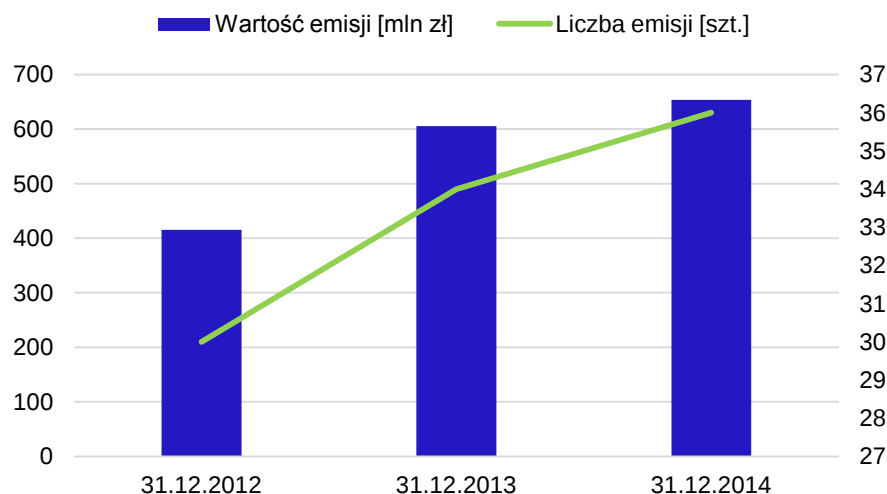
Wniosek

Zdecydowana większość emisji obligacji spółdzielczych zarówno pod względem wartości jak i liczby, to emisje z marżą od 3% i poniżej 3,5%.

Zarówno liczba, jak i wartość emisji obligacji bankowych rosła w ciągu ostatnich 2 lat, choć pod względem wartości w 2014 r. dynamika znacznie wyhamowała. Dynamika liczby emisji obligacji spółdzielczych w 2014 r. w stosunku do 2012 r. była najniższa spośród wszystkich analizowanych grup.

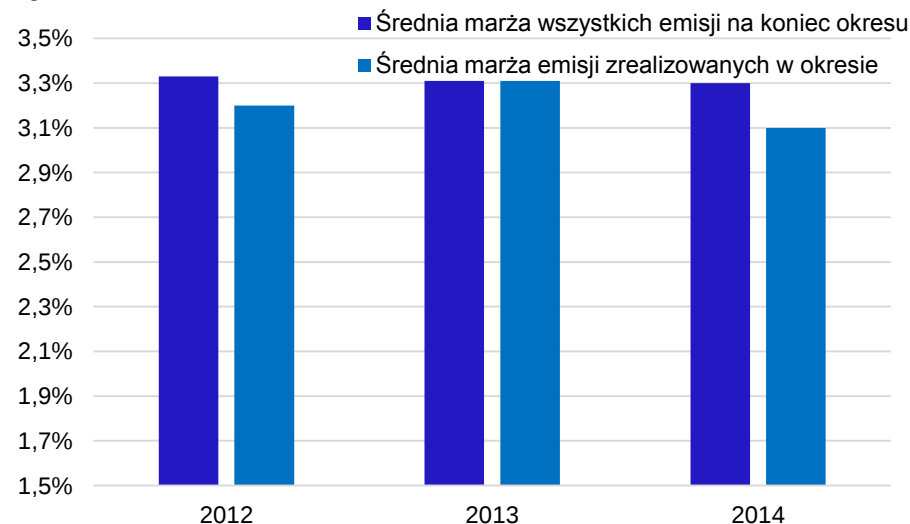
Stosunkowo stabilnie zachowuje się również średnia marża, która prawie się nie zmienia w analizowanym okresie, utrzymując się w przedziale 3,1-3,3%.

Rysunek 53. Liczba i wartość emisji na koniec 3 ostatnich lat



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

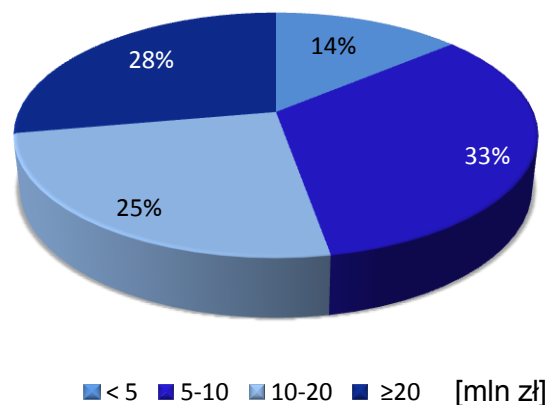
Rysunek 54. Średnia marża w latach 2012-2014



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

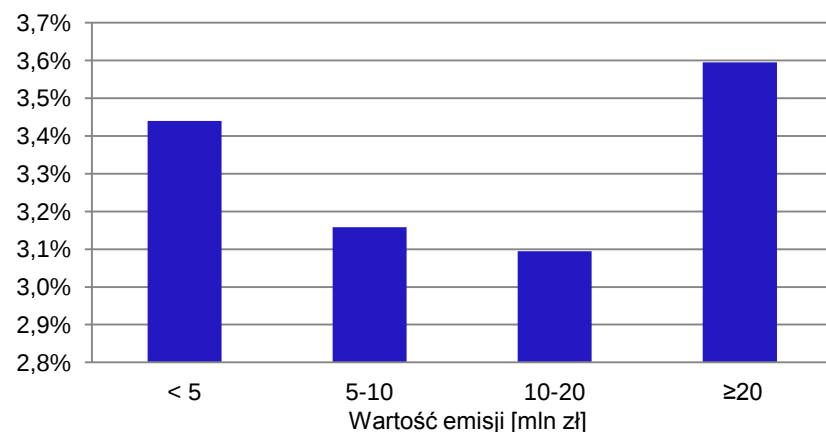
6.2 WIELKOŚĆ EMISJI

Rysunek 55. Udział liczby emisji wg przedziału wartości



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 56. Średnia marża wg wartości emisji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Średnia wartość emisji obligacji spółdzielczych wynosi 18 mln zł. Jednak po wykluczeniu 3 największych emisji zrealizowanych przez BPS S.A. – znacznie odbiegających od pozostałych – ta kwota spada do niespełna 12 mln zł.

Największy udział w liczbie emisji stanowią obligacje z przedziałem wartości od 5 do prawie 10 mln zł. Tych emisji jest 12 szt. i stanowią jedną trzecią liczby wszystkich emisji.

Nieduże różnice wysokości marży powodują, że nie widać istotnej zależności wysokości marży i wartości emisji. Najniżej oprocentowane są przeciętnie średniej wielkości emisje (do 5 i poniżej 20 mln zł). Najwyżej oprocentowane są za to emisje najniższe o wartości poniżej 5 mln zł i najwyższe o wartości od 20 mln zł.

6.3 WARTOŚĆ KAPITAŁÓW WŁASNYCH EMITENTA

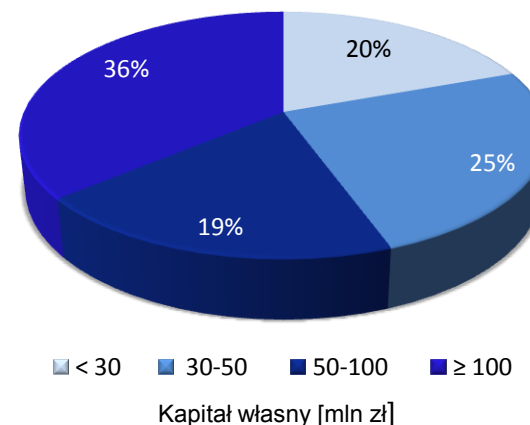
Obligacje spółdzielcze to papiery banków spółdzielczych o stosunkowo niedużej wielkości. Kapitały własne tylko 5 emitentów, którzy zorganizowali 13 emisji, przekraczają 100 mln zł. Te emisje są również przeciętnie najwyższej oprocentowane, obok emisji emitentów z kapitałem własnym poniżej 30 mln zł.

Najniżej oprocentowane są obligacje emitentów średniej wielkości. Jednak w każdej grupie pod względem wartości kapitałów własnych, średnie oprocentowanie marży nie różni się od siebie w znacznym stopniu. Ich przedział waha się od 3,1% do 3,5%.

Wniosek

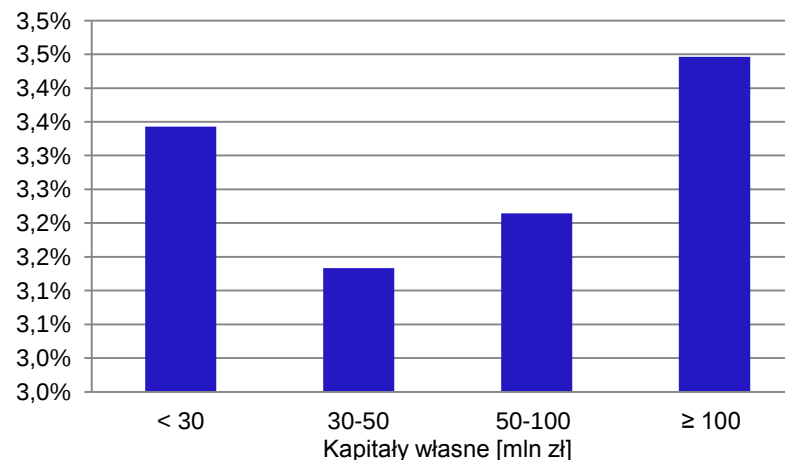
Nie istnieją przesłanki wskazujące na uzależnienie marży procentowej obligacji od wielkości emisji lub emitenta w przypadku obligacji spółdzielczych.

Rysunek 57. Udział liczby emisji wg kapitałów własnych emitenta



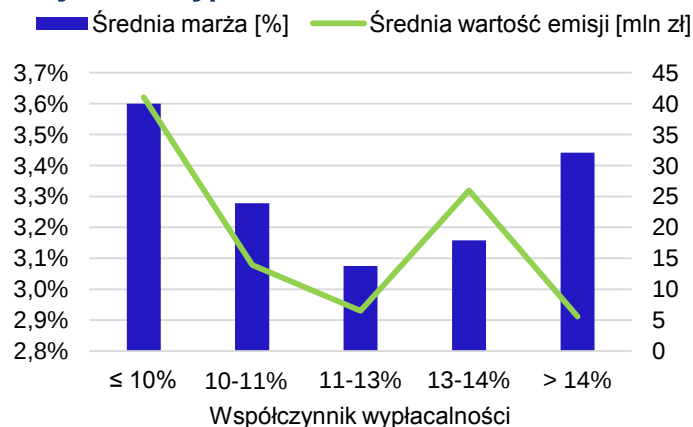
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 58. Średnia marża wg wartości kapitałów własnych emitenta

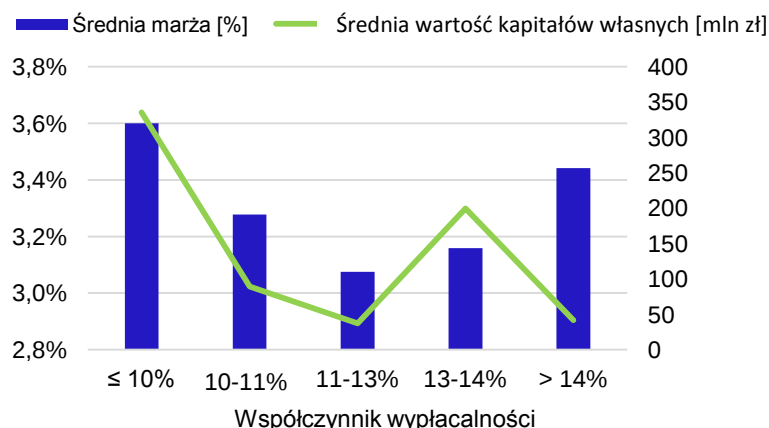


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

6.4 RYZYKO EMITENTA

Rysunek 59. Średnia marża i wartości emisji wg współczynnika wypłacalności emitenta

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 60. Średnia marża i kapitał własny wg współczynnika wypłacalności emitenta

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Analiza marży w podziale na ryzyko emitenta, mierzone wysokością wskaźnika wypłacalności, nie daje jednoznacznej odpowiedzi na temat korelacji tych dwóch elementów.

Najwyżej oprocentowane są obligacje podmiotów o najniższym poziomie współczynnika wypłacalności, czyli cechujące się najwyższym ryzykiem. Oprocentowanie maleje w miarę wzrostu tego wskaźnika, ale tylko do pewnego momentu. W ślad za wzrostem współczynnika wypłacalności powyżej 13%, rośnie przeciętny poziom marży, osiągając drugi co do wielkości poziom średniej marży w grupie emisji, emitentów o najniższym ryzyku.

Porównując dwa przedstawione obok wykresy, bardzo wyraźnie natomiast widać powiązanie wartości emisji do wielkości emitenta.

Wniosek

Analiza marży emitentów obligacji spółdzielczych, pod względem ryzyka emitenta mierzonego wysokością współczynnika wypłacalności, wskazuje ograniczony wpływ tej wielkości na marżę procentową, który jest widoczny głównie w przypadku bardziej ryzykownych podmiotów.

6.5 CZAS TRWANIA

Średni termin do wykupu, w przypadku obligacji spółdzielczych wynosi 10,1 lat, a średni ważony wartością emisji 9,6 lat.

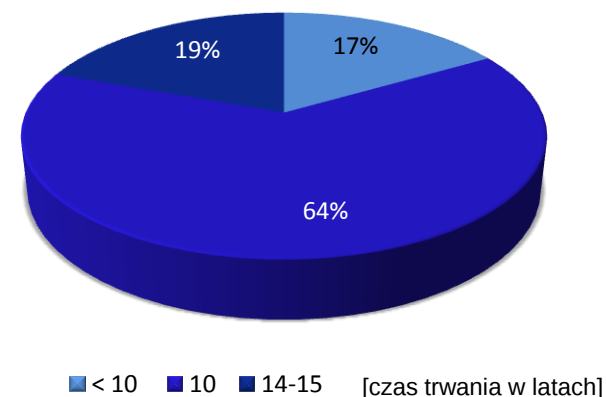
Prawie dwie-trzecie wszystkich emisji spółdzielczych stanowią obligacje z terminem wykupu 10 lat, kolejna jedna piąta, to obligacje 14 i 15 - letnie. Tylko 6 emisji zostało zrealizowanych z terminem poniżej 10 lat, z czego tylko jedna emisja poniżej 5 lat.

Średnia marża procentowa jest przeciętnie niższa dla obligacji krótkoterminowych, jednak różnica w stosunku do obligacji 10-15 letnich nie jest istotna, bo wynosi zaledwie 0,4 pkt. proc.

Wniosek

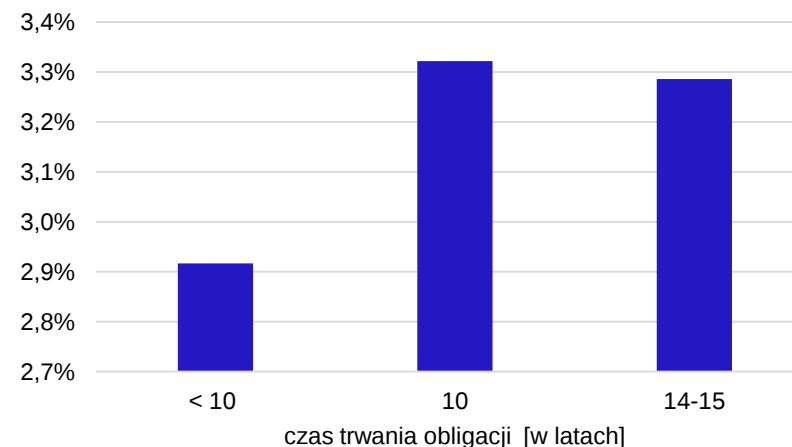
Analiza marży ze względu na czas trwania obligacji może wskazywać na niewielkie zależności, wg których marża rośnie w miarę wzrostu terminu zapadalności, ale tylko do pewnego okresu. Mimo to różnice nie są istotne.

Rysunek 61. Udział liczby emisji wg czasu trwania obligacji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 62. Średnia marża wg czasu trwania obligacji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

7 OBLIGACJE KOMUNALNE

7.1 LICZBA I WARTOŚĆ EMISJI

Łączna wartość obligacji komunalnych wyemitowanych w 64 emisjach (przeprowadzonych przez 22 podmioty) notowanych i autoryzowanych na Catalyst na koniec grudnia 2014 r. wyniosła 3,2 mld zł, z czego 2,1 mld zł stanowiły obligacje 5 emisji zrealizowanych przez m.st. Warszawa.

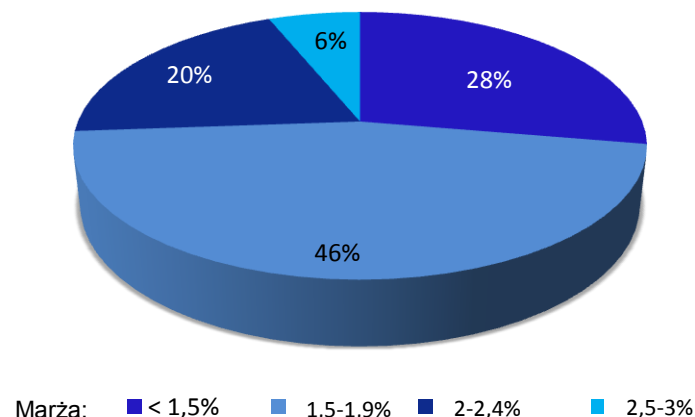
Średnia marża obligacji komunalnych wynosi: 1,7%, zaś średnia marża ważona wartością emisji: 1,8%.

Połowa liczby wszystkich tych emisji nie przekracza marży 1,9%, a jedna czwarta - marży 1,4%. Trzy czwarte liczby tych emisji jest wyemitowana z marżą nieprzekraczającą 2,0%.

Tylko jedna emisja została zrealizowana z marżą poniżej 0,5% i 3 emisje z maksymalną marżą w tej grupie w wysokości 3,0%.

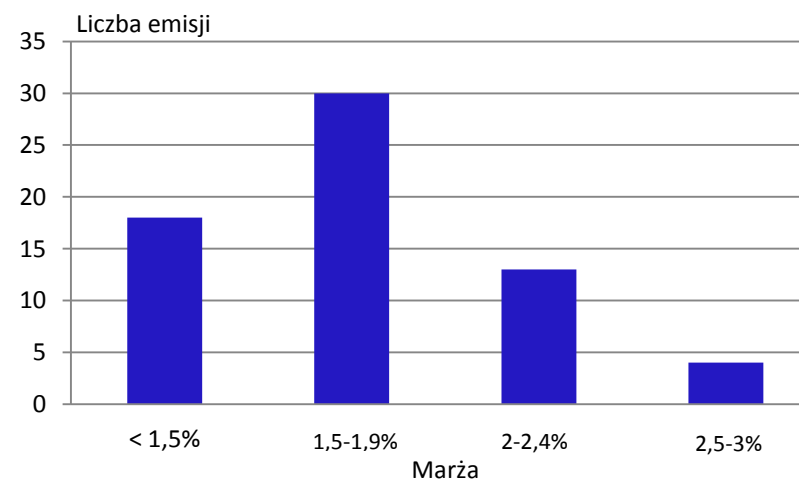
Najczęściej stosowaną marżą wśród obligacji komunalnych jest poziom w przedziale od 1,6% i poniżej 2,0%.

Rysunek 63. Udział liczby emisji wg wysokości marży

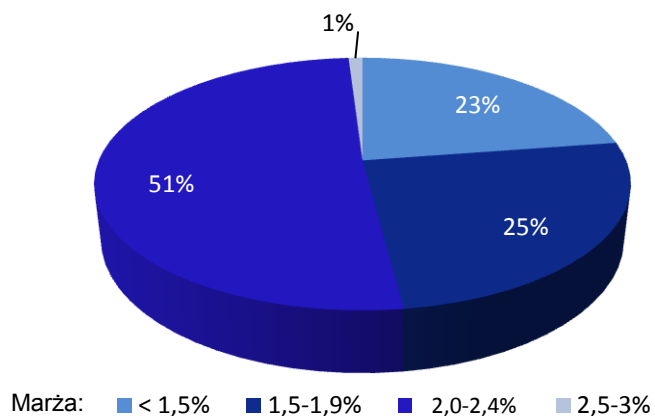


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 64. Liczba emisji wg wysokości marży



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

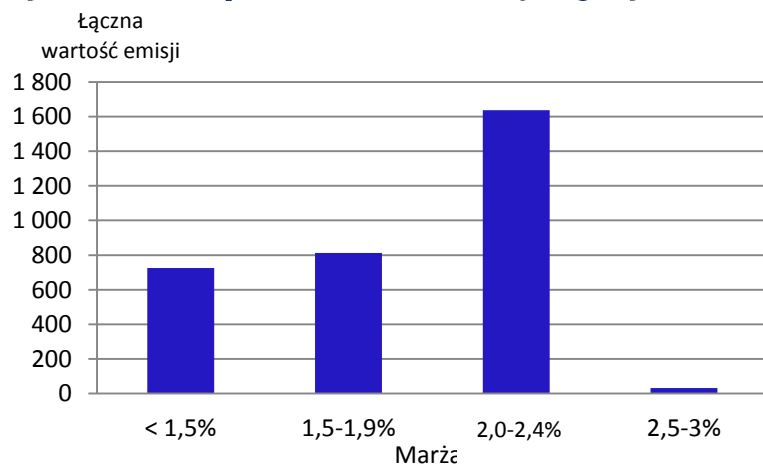
Rysunek 65. Udział łącznej wartości emisji wg wysokości marży

Spośród 3,2 mld zł wartości obligacji komunalnych, połowa (1,6 mld zł) została wyemitowana z marżą w przedziale 2,1-2,5%.

Wartość emisji komunalnych z marżą od 2,5% jest symboliczna. Udział tej wartości wynosi ok. 1% w ogólnej wartości emisji.

Prawie wszystkie emisje obligacji komunalnych to papiery niezabezpieczone, o zmiennym oprocentowaniu, z odsetkami płatnymi co pół roku.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 66. Łączna wartość emisji wg wysokości marży

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Wartość emisji obligacji komunalnych widocznie wzrosła w 2013 r. gdzie wartość wszystkich emisji na koniec roku była o 30% większa od końca roku poprzedniego.

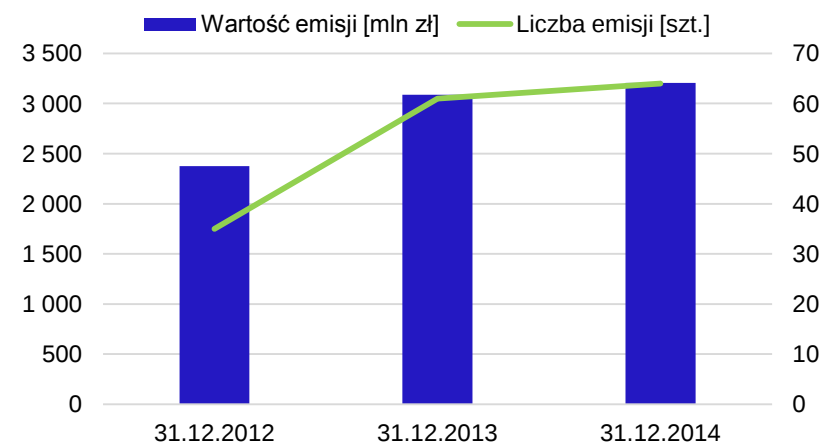
Podobnie liczba wyemitowanych papierów wzrosła w 2013 r. o blisko 75%.

Obie opisane wyżej zmienne wyhamowały w 2014 r., a zmiana zarówno liczby, jak i wartości emisji, była symboliczna.

Marże obligacji komunalnych zarówno wszystkich notowanych na koniec każdego z trzech ostatnich lat, jak i tylko emisji zrealizowanych w danym roku, w wartościach przeciętnych, w zasadzie się nie zmieniły.

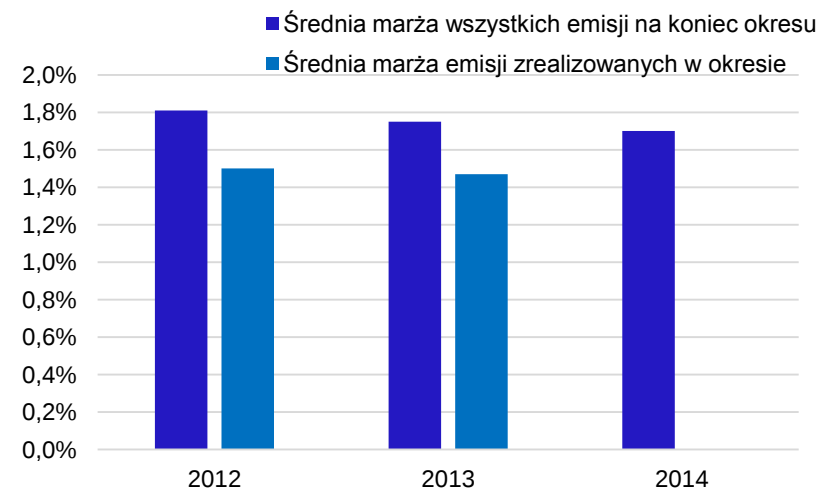
Średnia marża obligacji notowanych na koniec poszczególnych lat utrzymuje się w przedziale 1,7-1,8%, a wyemitowanych zarówno w roku 2012, jak i 2013 jest taka sama i wynosi 1,5%. Na koniec 2014 r. na Catalyst nie było emisji, które by zostały przeprowadzone w 2014 r.

Rysunek 67. Liczba i wartość emisji na koniec 3 ostatnich lat



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 68. Marża obligacji w latach 2012-2014



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

7.2 WIELKOŚĆ EMISJI

Przeważająca liczba obligacji komunalnych to emisje małe, o wartości poniżej 10 mln zł. Aż 54 z 64 analizowanych obligacji to emisje o wartości poniżej 50 mln zł.

5 największych emisji o wartości co najmniej 300 mln zł to papiery wyemitowane przez m.st. Warszawa.

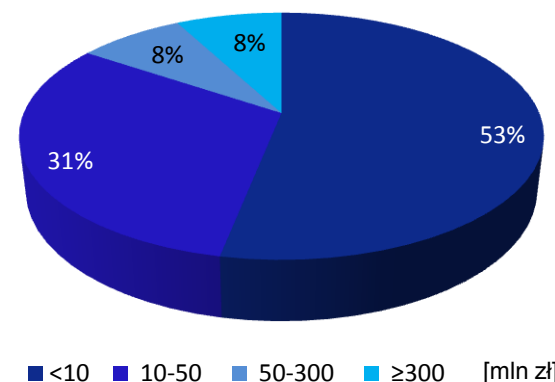
Średnia wartość emisji komunalnych wynosi 50 mln zł, zaś po wyłączeniu 5 największych emisji spada do 18,7 mln zł.

Średnia marża w poszczególnych grupach wartości emisji waha się w przedziale 1,4-1,9%. Z wyjątkiem ostatniej grupy największych emisji, istnieje niewielki spadek średniej marży w miarę wzrostu wartości emisji.

Wniosek

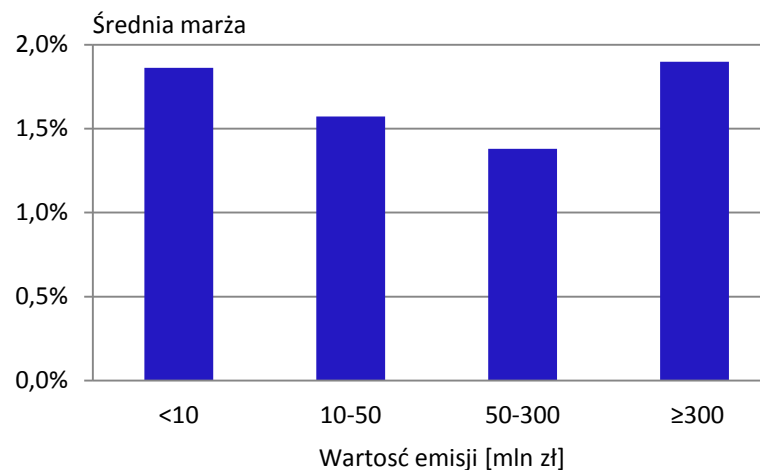
Istnieje niewielki wpływ wartości emisji na poziom marży dla obligacji komunalnych, który można zidentyfikować po wyłączeniu emisji m.st. Warszawy.

Rysunek 69. Udział liczby emisji w poszczególnych grupach wartości emisji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 70. Średnia marża w poszczególnych grupach wartości emisji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

7.3 DOCHODY BUDŻETOWE OGÓŁEM

Struktura emitentów obligacji komunalnych jest dosyć zróżnicowana. Istnieją obligacje małych samorządów, poniżej 50 mln zł rocznego dochodu, jak i emitentów o miliardowych dochodach.

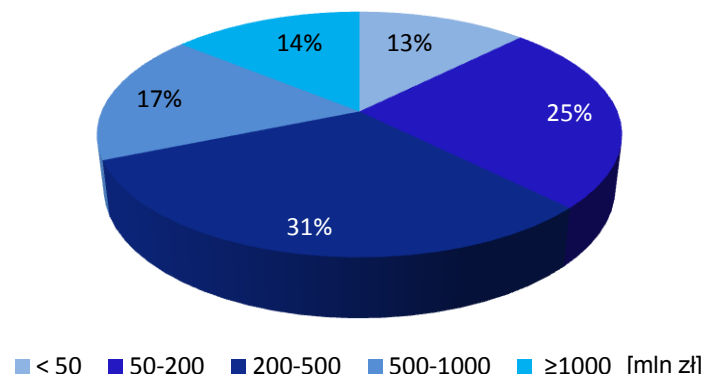
Do tych miliardowych należą obligacje Warszawy i Krakowa, których w sumie jest 9 szt. Najwięcej jednak jest emisji małych samorządów, których roczny dochód nie przekracza wartości 200 mln zł. Takich emisji jest 24 szt.

Analiza marży procentowej obligacji z podziałem na grupy wg wysokości dochodu emitenta, wskazuje na niewielką zależność ujemną wielkości emitenta i wysokości marży emitowanych przez niego obligacji. Po wyłączeniu emisji najmniejszych emitentów i 5 emisji Warszawy, ta zależność jest jeszcze bardziej widoczna, jednak w dalszym ciągu, różnice są relatywnie niewielkie.

Wniosek

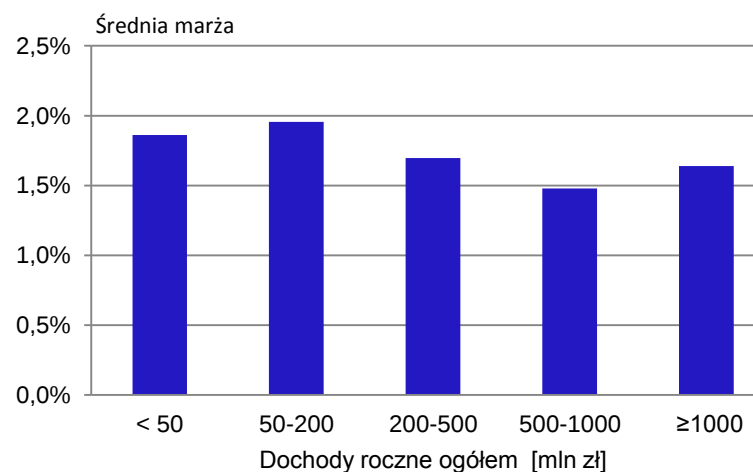
Z wyłączeniem obligacji Warszawy i emisji najmniejszych emitentów, istnieje niewielka zależność wysokości marży procentowej obligacji od wielkości emitenta (mierzonej wartością dochodów).

Rysunek 71. Udział liczby emisji wg dochodów ogółem emitenta



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

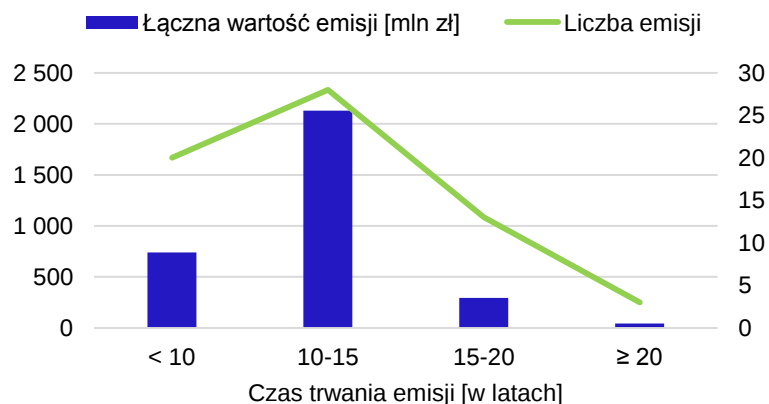
Rysunek 72. Średnia marża wg dochodów ogółem emitenta



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

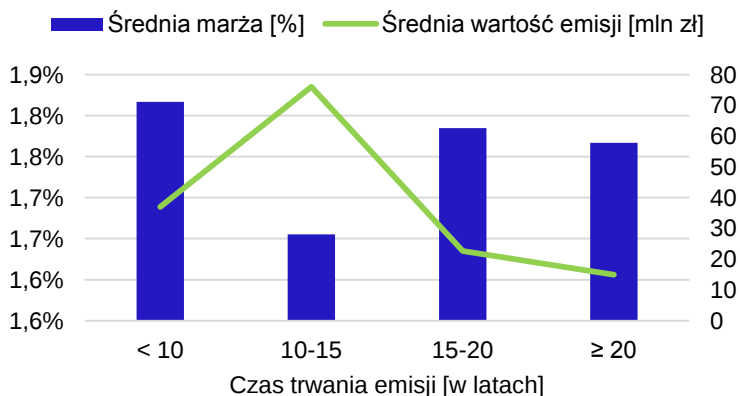
7.4 CZAS TRWANIA

Rysunek 73. Wartość i liczba emisji wg czasu trwania obligacji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Rysunek 74. Średnia marża i średnia wartość emisji wg czasu trwania obligacji



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Catalyst

Największa liczba emisji wśród obligacji komunalnych to obligacje z terminem wykupu od 10 i poniżej 15 lat. Takich emisji zostało przeprowadzonych aż 28, co stanowi ponad 40% liczby wszystkich emisji. W tej grupie ujęte są jednak 3 emisje m.st. Warszawy na łączną kwotę 1,5 mld zł.

Nawet po wykluczeniu wszystkich emisji warszawskich, relacje pomiędzy grupami nie zmieniają się istotnie.

Emisje z terminem wykupu poniżej 10 lat stanowią dosyć wysoki udział pod względem liczebności, ale za to niski pod względem wartości, co wskazuje, że są to obligacje o relatywnie niskiej wartości jednostkowej.

Wniosek

Czas trwania obligacji komunalnych nie wpływa istotnie na wysokość marży procentowej.

8 WNIOSKI KOŃCOWE

Przeprowadzona analiza wskazuje następujące wnioski:

1. Dwie trzecie wartości obligacji nie skarbowych na Catalyst to obligacje bankowe, a dwie trzecie liczby tych obligacji to obligacje przedsiębiorstw.
2. Zdecydowanie **najniższe marże występują w grupie obligacji komunalnych** – gdzie średnia marża kształtuje się na poziomie 1,7%, w porównaniu z 2,6% średnią marżą obligacji bankowych, 3,3% obligacji spółdzielczych i 5,1% obligacji przedsiębiorstw.
3. **Wyraźnie maleją co roku marże obligacji przedsiębiorstw i obligacji bankowych** przy relatywnie stabilnych poziomach marży obligacji spółdzielczych i komunalnych. **Widocznie zwiększa się liczba emisji obligacji przedsiębiorstw z marżą poniżej 2%, nie tylko wśród największych emitentów.**
4. Istnieje **silne uzależnienie poziomu marży procentowej od wartości emisji i wielkości emitenta obligacji przedsiębiorstw i bankowych**. Zaprezentowane w raporcie dane i analizy jednoznacznie wskazują na relację ujemną wysokości marży z wartością emisji lub wielkością emitenta. Oznacza to, że im większa wartość emisji lub wielkość emitenta, tym mniejsza średnia marża obligacji. Wpływ wartości emisji i wielkości emitenta w przypadku obligacji bankowych i komunalnych jest stosunkowo niewielki.
5. **Nie zidentyfikowano silnej relacji zabezpieczenia obligacji przedsiębiorstw z poziomem marży procentowej.** Wpływ zabezpieczenia obligacji na wysokość marży procentowej jest niewidoczny. **Przeciętnie niższe marże występują w grupie obligacji niezabezpieczonych, a wpływ wartości emisji na poziom marży jest tam silniejszy.**
6. Nie zidentyfikowano w trakcie analizy przesłanek, które by wskazywały na wpływ branży przedsiębiorstwa na poziom marży. Różnice wysokości marży w poszczególnych grupach branżowych wynikają głównie z różnicy w wielkościach emisji.
7. Istnieje przeciętnie niższy poziom marży dla emisji realizowanych przez spółki giełdowe od spółek nienotowanych na rynku regulowanym GPW. Natomiast spółki NewConnect'owe, mimo znacznie niższej wartości emisji i wielkości, osiągają porównywalne marże do spółek nienotowanych.
8. Ocena wiarygodności kredytowej przedsiębiorstw nie jest istotnym czynnikiem, brany pod uwagę przy kształtowaniu poziomu marży procentowej. Jednak występuje przeciętnie niewielka zależność wysokości marży od kondycji finansowej emitenta.

W przypadku Ratingu banków, można wysunąć wniosek, że inwestorzy „wierzą” tylko w dobre oceny ratingowe, które uwzględniają w wysokości marży. Dla ocen gorszych, kryterium kształtowania wysokości marży wynika z wielkości banku. W rzeczywistości taka zależność wynika z tego, że im większy bank tym łatwiej dotrzeć mu do inwestorów i wówczas może on osiągnąć niższe marże emitowanych papierów.
9. W żadnej grupie emitentów czas trwania obligacji nie wpływa jednoznacznie na wysokość marży procentowej obligacji.

Zastrzeżenia prawne

WSZELKIE INFORMACJE ZAMIESZCZONE W PUBLIKACJACH SPÓŁKI GLOBAL RATING ZWIĄZANE Z NADANIEM RATINGU KREDYTOWEGO I INNYCH OPRACOWANIACH I ANALIZACH, W TYM NINIEJSZEJ ANALIZY, NIE MOGĄ BYĆ PODSTAWĄ DO PODEJMOWANIA JAKICHKOLWIEK DECYZJI INWESTYCYJNYCH ZWIĄZANYCH W SZCZEGÓLNOŚCI Z NABYWANIEM, ZBYWANIEM, NIENABYWANIEM LUB UTRZYMYWANIEM JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH.

PONADTO, WSZYSTKIE DANE I INFORMACJE ZAMIESZCZONE W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI OPIERAJĄ SIĘ NA DANYCH POZYSKANYCH PRZEZ GLOBAL RATING I PKF CONSULT OD OCENIANEGO PODMIOTU LUB NA DANYCH PUBLICZNIE DOSTĘPNYCH, KTÓRE GLOBAL RATING I PKF CONSULT UWAŻAJĄ ZA WIARYGODNE. POZYSKANE W TEN SPOŚÓB DANE, WYKONAWCY WERYFIKUJĄ NA ZASADACH RACJONALNEGO OSĄDU I Z UWZGLĘDNIENIEM ZASADY ISTOTNOŚCI. NALEŻY MIEĆ JEDAK NA UWADZE, ŻE WSZELKIE OPRACOWANIA DOTYCZĄCE ANALIZY PODMIOTÓW, NIOSĄ ZA SOBĄ RYZYKO POPEŁNIENIA BŁĘDU WYNIKAJĄCEGO Z SUBIEKTYWNEGO OSĄDU OSOBY ODPOWIEDZIALNEJ LUB Z BRAKU DOSTATECZNEJ WIEDZY NA TEMAT ZDARZEŃ I OKOLICZNOŚCI NIEUWZGLĘDNIONYCH, A MAJĄCYCH WPŁYW NA WYNIKI OPRACOWANIA, W TYM NIEPRZEKAZANYCH WYKONAWCY PRZEZ ANAIZIOWANY PODMIOT W TRAKCIE GROMADZENIA DANYCH I INFORMACJI NA TEMAT OCENIANEGO PODMIOTU.

W ZWIĄZKU Z POWYŻSZYM I NIEZALEZNIE OD POWYŻSZEGO, GLOBAL RATING I PKF CONSULT NIE DAJĄ JAKIEJKOLWIEK GWARANCJI POPRAWNOŚCI I PRAWDZIWOŚCI ZAMIESZCZONYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI DANYCH I INFORMACJI ORAZ POWIĄZANYCH Z NIM DOKUMENTACH. GLOBAL RATING I PKF CONSULT NIE ODPOWIADAJĄ, ZA JAKIEKOLWIEK STRATY I UTRACONE KORZYŚCI WYNIKAJĄCE Z WYKORZYSTANIA W JAKIKOLWIEK SPOŚÓB PRZEZ JAKIKOLWIEK PODMIOT NINIEJSZEJ PUBLIKACJI, DOKUMENTÓW Z NIM POWIĄZANYCH I TREŚCI ORAZ DANYCH W TYCH DOKUMENTACH ZAMIESZCZONYCH.

Global Rating Sp. z o.o. i PKF Consult Sp. z o.o. zastrzega sobie **wyłączne prawa autorskie do niniejszego opracowania i jego treści w części lub w całości, w szczególności w zakresie:**

- 1. Utrwalania i zwielokrotniania – wytwarzania określoną techniką egzemplarzy utworu, w tym techniką drukarską, reprograficzną, zapisu magnetycznego oraz techniką cyfrową;**
- 2. Obrótu oryginałem albo egzemplarzami, na których dokument utrwalono, wprowadzenia do obrotu, użyczenia lub najmu oryginału albo egzemplarzy;**
- 3. Rozpowszechniania w sposób inny niż określony powyżej, publicznego wykorzystania, wystawiania, wyświetlania, odtwarzania oraz nadawania i reemitowania, a także publicznego udostępniania w taki sposób, aby każdy mógł mieć do niego dostęp w miejscu i czasie przez siebie wybranym.**

9 SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1. Udział wartości emisji wg rodzaju obligacji.....	7
Rysunek 2. Udział liczby emisji wg rodzaju obligacji.....	7
Rysunek 3. Średnia marża wg rodzaju obligacji.....	8
Rysunek 4. Liczba emisji wg rodzaju obligacji.....	8
Rysunek 5. Udział liczby emisji wg wysokości marży.....	9
Rysunek 6. Liczba emisji wg wysokości marży.....	9
Rysunek 7. Udział wartości emisji wg wysokości marży.....	10
Rysunek 8. Łączna wartość emisji wg wysokości marży.....	10
Rysunek 9. Liczba i wartość emisji na koniec trzech ostatnich lat.....	11
Rysunek 10. Średnia marża w latach 2012-2014.....	11
Rysunek 11. Średnia marża wg wartości emisji.....	12
Rysunek 12. Średnia wartość emisji wg wysokości marży.....	12
Rysunek 13. Średnia marża ze względu na wartość przychodów.....	13
Rysunek 14. Średnia marża ze względu na wartość kapitalizacji.....	13
Rysunek 15. Udział liczby emisji zabezpieczonych i niezabezpieczonych.....	14
Rysunek 16. Udział wartości emisji zabezpieczonych i niezabezpieczonych.....	14
Rysunek 17. Udział liczby emisji wg rodzaju zabezpieczenia.....	15
Rysunek 18. Udział wartości emisji wg rodzaju zabezpieczenia.....	15
Rysunek 19. Średnia marża dla obligacji zabezpieczonych i niezabezpieczonych wg wartości emisji.....	16
Rysunek 20. Średnia marża obligacji zabezpieczonych wg wartości emisji i rodzaju zabezpieczenia.....	16
Rysunek 21. Struktura wartości emisji wg branży emitenta.....	17
Rysunek 22. Struktura liczby emisji wg branży emitenta.....	17
Rysunek 23. Średnia marża i wartość emisji wg branży emitenta.....	18
Rysunek 24. Liczba emisji wg branży emitenta.....	18
Rysunek 25. Udział wartości emisji dla emitentów notowanych na GPW, NewConnect i nienotowanych.....	19
Rysunek 26. Udział liczby emisji dla emitentów notowanych na GPW, NewConnect i nienotowanych.....	19
Rysunek 27. Średnia marża i średnia wartość emisji dla spółek notowanych i nienotowanych.....	20
Rysunek 28. Średnia marża dla spółek notowanych i nienotowanych, z podziałem na grupy wartości emisji.....	20
Rysunek 29. Łączna wartość i liczba emisji wg czasu trwania.....	21
Rysunek 30. Średnia marża i wartość emisji wg czasu trwania.....	21
Rysunek 31. Udział liczby emisji wg czasu trwania.....	22
Rysunek 32. Średnia marża wg wartości emisji i czasu trwania.....	22
Rysunek 33. Udział liczby emitentów wg oceny ratingowej.....	23
Rysunek 34. Średnia marża i liczba emitentów wg oceny ratingowej.....	23
Rysunek 35. Udział wartości emisji wg wysokości marży.....	24
Rysunek 36. Łączna wartość emisji wg wysokości marży.....	24
Rysunek 37. Udział liczby emisji wg wysokości marży.....	25
Rysunek 38. Liczba emisji wg wysokości marży.....	25
Rysunek 39. Liczba i wartość emisji na koniec 3 ostatnich lat.....	26
Rysunek 40. Średnia marża w latach 2012-2014.....	26
Rysunek 41. Udział liczby emisji wg przedziału wartości.....	27
Rysunek 42. Średnia marża wg wartości emisji.....	27
Rysunek 43. Udział liczby emisji wg kapitałów własnych emitenta.....	28
Rysunek 44. Średnia marża wg wartości kapitałów własnych emitenta.....	28
Rysunek 45. Średnia marża i wartości emisji wg ratingu emitenta.....	29
Rysunek 46. Średnia marża i kapitał własny wg ratingu emitenta.....	29
Rysunek 47. Udział liczby emisji wg czasu trwania obligacji.....	30
Rysunek 48. Średnia marża wg czasu trwania obligacji.....	30
Rysunek 49. Udział wartości emisji wg wysokości marży.....	31
Rysunek 50. Łączna wartość emisji wg wysokości marży.....	31
Rysunek 51. Udział liczby emisji wg wysokości marży.....	32
Rysunek 52. Liczba emisji wg wysokości marży.....	32
Rysunek 53. Liczba i wartość emisji na koniec 3 ostatnich lat.....	33
Rysunek 54. Średnia marża w latach 2012-2014.....	33
Rysunek 55. Udział liczby emisji wg przedziału wartości.....	34
Rysunek 56. Średnia marża wg wartości emisji.....	34
Rysunek 57. Udział liczby emisji wg kapitałów własnych emitenta.....	35
Rysunek 58. Średnia marża wg wartości kapitałów własnych emitenta.....	35
Rysunek 59. Średnia marża i wartości emisji wg współczynnika wypłacalności emitenta.....	36
Rysunek 60. Średnia marża i kapitał własny wg współczynnika wypłacalności emitenta.....	36
Rysunek 61. Udział liczby emisji wg czasu trwania obligacji.....	37
Rysunek 62. Średnia marża wg czasu trwania obligacji.....	37
Rysunek 63. Udział liczby emisji wg wysokości marży.....	38
Rysunek 64. Liczba emisji wg wysokości marży.....	38
Rysunek 65. Udział łącznej wartości emisji wg wysokości marży.....	39
Rysunek 66. Łączna wartość emisji wg wysokości marży.....	39
Rysunek 67. Liczba i wartość emisji na koniec 3 ostatnich lat.....	40
Rysunek 68. Marża obligacji w latach 2012-2014.....	40
Rysunek 69. Udział liczby emisji w poszczególnych grupach wartości emisji.....	41

10 KONTAKT

Ekspert Global Rating

Paweł Goźliński



Prezes Zarządu
Global Rating Sp. z o.o.
pawel.gozlinski@globalrating.pl
tel. +48 22 551 95 17

Posiada wieloletnie doświadczenie w branży konsultingowej. W ramach realizowanych prac kierował projektami m.in. z zakresu wyceny podmiotów gospodarczych i aktywów niematerialnych, transakcji M&A i restrukturyzacji oraz analiz due diligence i oceny wiarygodności kredytowej (w tym rating). Jest autorem publikacji prasowych o tematyce finansowej. Wykładowca na wielu konferencjach i seminariach, poświęconych finansowaniu przedsiębiorstw i ocenie ryzyka.

Przedmiot działalności w zakresie obligacji:

- Wycena obligacji i innych wierzytelności w tym wierzytelności przeterminowanych,
- Rating jednostek finansów publicznych*,
- Rating przedsiębiorstw i instytucji finansowych*,
- Analiza ryzyka emitenta i rating niepubliczny.

*Aktualnie Global Rating Sp. z o.o. prowadzi czynności zmierzające do uzyskania rejestracji w Europejskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd jako agencja ratingowa działająca na podstawie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16.09.2009 w sprawie agencji ratingowych. Do czasu uzyskania rejestracji, Spółka realizuje wyłącznie usługi ratingu niepublicznego.

Eksperci PKF

Jan Cały



Wiceprezes Zarządu
PKF Consult Sp. z o.o.
jan.caly@pkfpolska.pl
tel. +48 22 560 76 50

Kieruje działalnością doradczą firmy m.in. pracami firmy dotyczącymi analiz prywatyzacyjnych, sporządzanych biznes planów, czy analiz due diligence. Doświadczony wykładowca z zakresu wyceny spółek i prywatyzacji przedsiębiorstw, ekonomicznych i prawnych aspektów bankructwa oraz symptomów zagrożenia działalności spółki na szkoleniach organizowanych przez PKF Consult Sp. z o.o.

Usługi w zakresie obligacji:

- Ustalenie szczegółowych warunków emisji obligacji
- Przygotowanie niezbędnej dokumentacji,
- Zapewnienie inwestorów finansujących,
- Doradztwo przy emisji obligacji w ofercie niepublicznej,
- Wprowadzenie obligacji do obrotu na Catalyst jako autoryzowany doradca,
- Usługi ratingu kredytowego.

PKF Consult Sp. z o.o. - jest członkiem PKF International Limited, sieci firm niezależnych pod względem prawnym, która nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności ani zobowiązań za działania lub zaniechania działań przez jakąkolwiek firmę członkowską lub firmy członkowskie.

Krzysztof Ciesielski



Dyrektor Departamentu
Projektów Konsultingowych
PKF Consult Sp. z o.o.
krzysztof.ciesielski@pkfpolska.pl
tel. +48 22 560 76 50

Otrzymał tytuł MBA, posiada doświadczenie zawodowe związane z uczestnictwem w procesie IPO, wycenami przedsiębiorstw, przeprowadzaniem badań typu due diligence i audytów do spraw szczególnych, przeprowadzeniem testów na utratę wartości zgodnie z MSR 36, uczestnictwem w badaniach sprawozdań finansowych banków. Doświadczony wykładowca na konferencjach i szkoleniach.