

Raport o stanie rynku obligacji Catalyst 2016

Maciej Bogacz, Analityk w Dziale Rynków Kapitałowych INC S.A.

Makler Papierów Wartościowych licencja nr 3090

WSTĘP

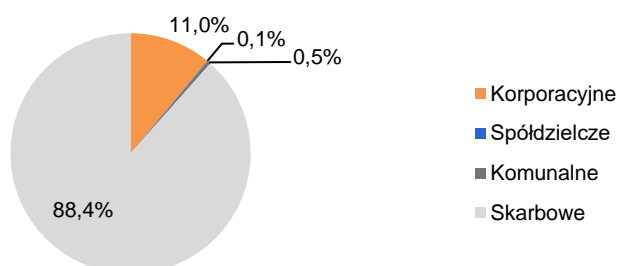
Otoczenie **niskich stóp procentowych** (stopa referencyjna utrzymywała się na poziomie 1,5 p.p.) i pewna **stagnacja** na rynku akcji (roczny wzrost WIG20 o 4,77%, będący głównie efektem tzw. rajdu Św. Mikołaja) spowodowały, że inwestorzy zwrócili swoją uwagę ku instrumentom dłużnym. Świadczyć może o tym m.in. fakt, że wartość obligacji **notowanych na rynku Catalyst** na koniec 2016 roku wyniosła **PLN 707 mld** i była większa o niemalże **PLN 94 mld** w stosunku do końca roku 2015. Omawianemu wzrostowi towarzyszyło również zwiększenie obrotów o blisko **PLN 200 mln r/r**. W minionym roku na rynku Catalyst pojawiło się również **19** nowych Emitentów, co świadczy o rosnącej popularności omawianej platformy obrotu.

PODSUMOWANIE SYTUACJI NA RYNKU OBLIGACJI

Najważniejsze informacje, podsumowujące sytuację na rynku obligacji w Polsce, w roku 2016 zaprezentowano poniżej¹:

- Na koniec roku 2016 wartość, notowanych na **Catalyst**, korporacyjnych, spółdzielczych, komunalnych i skarbowych obligacji ogółem osiągnęła wartość blisko **707 mld PLN**, co wiąże się ze wzrostem względem roku 2015 o **15,38%**.
- Na koniec omawianego okresu, na rynku notowanych było łącznie **566 serii** papierów wartościowych wyemitowanych przez **176 podmiotów ogółem**.

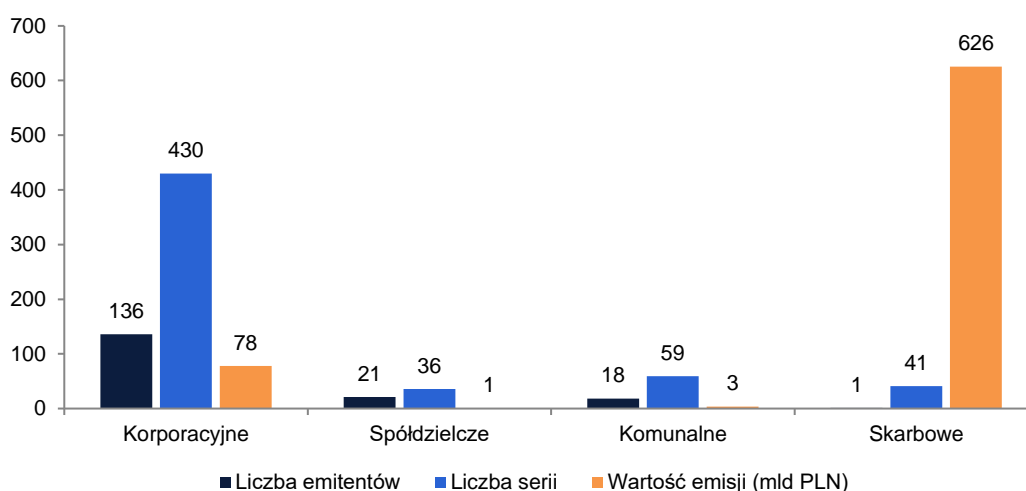
Udział emitentów w strukturze rynku Catalyst



Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016).
Obligacje korporacyjne przedstawiane razem z listami zastawnymi.

¹ Co do zasady analiz dokonano **według stanu na dzień 30.12.2016**, chyba że wyraźnie wskazano inaczej.

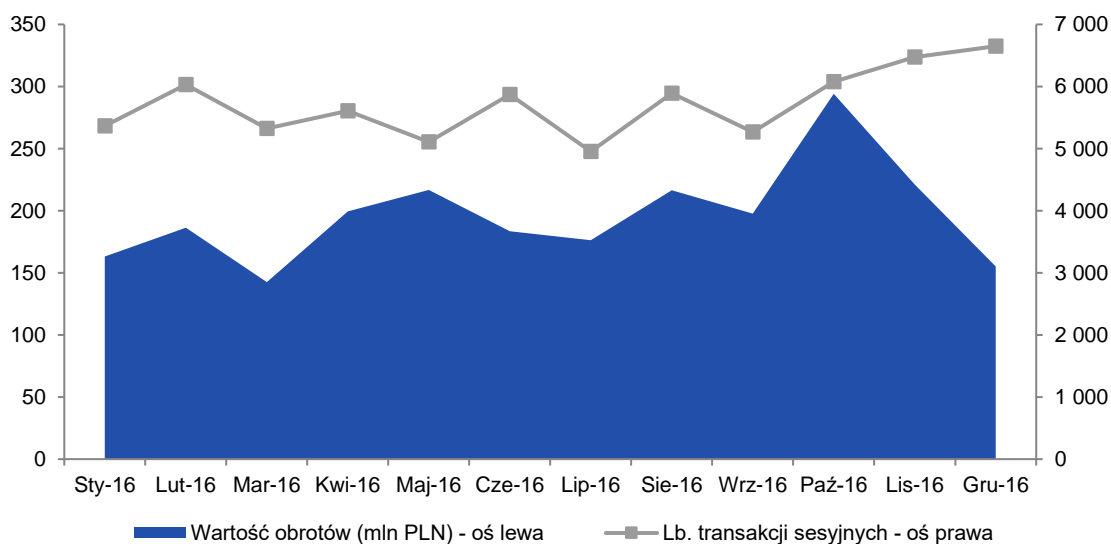
Statystyki rynku Catalyst na koniec 2016



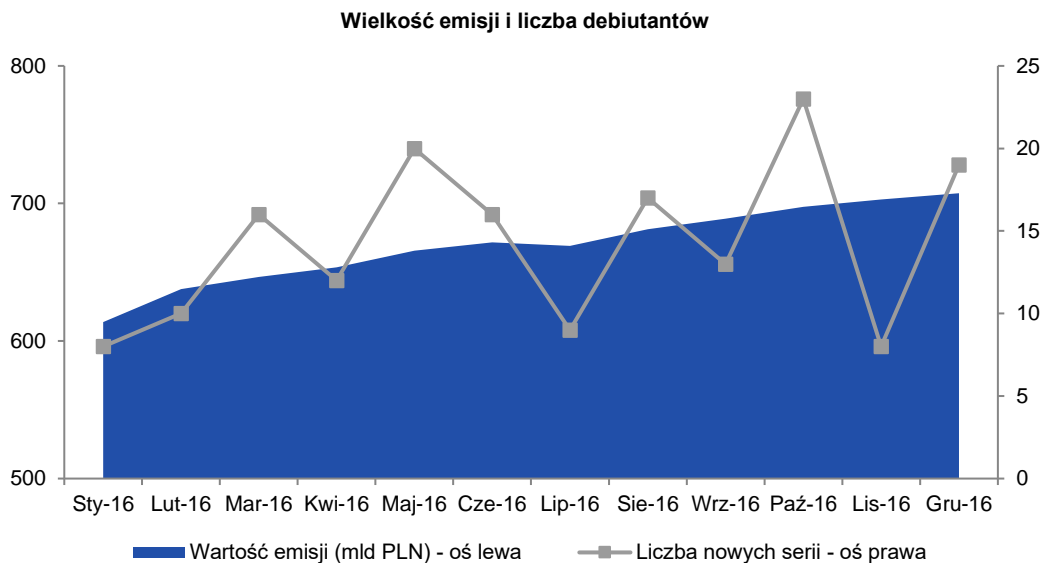
Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016).

- Większość obligacji denominowanych było w złotym polskim. Około **63 mld PLN** to obligacje denominowane w EUR.
- Według stanu na koniec roku 2016, wartościowo prym wiodły zdecydowanie emisje obligacji skarbowych (**PLN 626 mld**), jednak patrząc na ujęcie ilościowe, tj. liczbę samych serii wyemitowanych obligacji (**430**) i liczbę emitentów (**136**) – dominowały obligacje korporacyjne.

Płynność rynku Catalyst



Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016).



Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016).

- Wartość obrotów sesyjnych ogółem w roku 2016 wyniosła blisko **PLN 2,4 mld** (9,16% więcej aniżeli w roku 2015), przy realizacji **68 mln** transakcji ogółem (4,23% więcej aniżeli w roku 2015).
- Największą aktywność na rynku, dało się zaobserwować w **październiku** (miesięczne obroty w wysokości **PLN 294 mln**), co związane było m.in. z faktem pojawienia się w tym miesiącu 23 nowych serii obligacji.

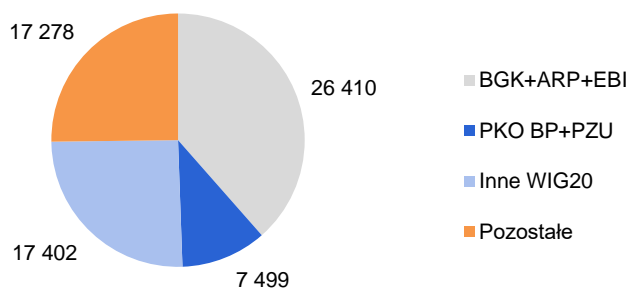
EMITENCI I NOWE SERIE OBLIGACJI

Ogółem w poprzednim roku pojawiło się **167 nowych serii obligacji** (wobec 147 w roku poprzednim).

W roku 2016 na rynku pojawiło się **19 nowych Emitentów** (tj. T-Bull, Florsen, J.W Construction Holding, Polska Grupa Farmaceutyczna, Griffin Real Estate Invest, GetBack, Famur, PKO Bank Hipoteczny, GEO Mieszkanie i Dom, Medicalgorithmics, FAM Grupa kapitałowa, PCC Exol, Orlen Capital AB (publ.), Polska Grupa Odlewnicza, Archicom, Arctic Paper, Braster, Magellan oraz HB Reavis Finance PL 2) spośród których największą wartościowo emisję uplasował Orlen AB (publ.) – na kwotę **EUR 750 mln**.

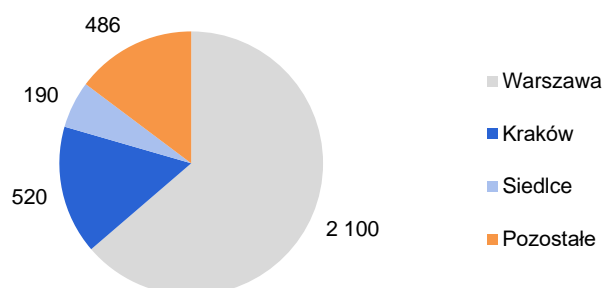
Wśród wyemitowanych obligacji korporacyjnych dominowały papiery Banku Gospodarstwa Krajowego, Agencji Rozwoju Przemysłu i Europejskiego Banku Inwestycyjnego (**PLN 26,41 mld** – te 3 podmioty klasyfikowane są według statystyk Catalyst do rynku obligacji korporacyjnych). Istotne kwotowo serie obligacji posiadały również podmioty wchodzące w skład indeksu WIG20 (łącznie **PLN 24,90 mld**, z dominującym udziałem PZU i PKO BP).

Główni emitenci - obligacje korporacyjne (mln PLN)



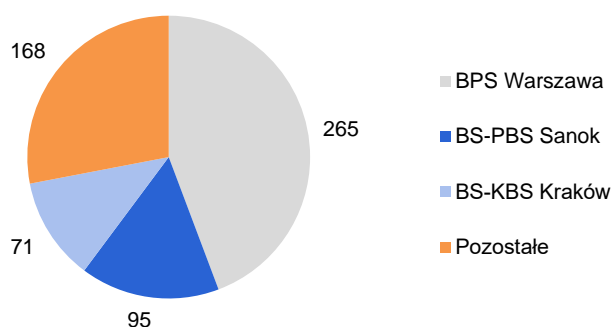
Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016).

Główni emitenci - obligacje komunalne (mln PLN)



Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016).

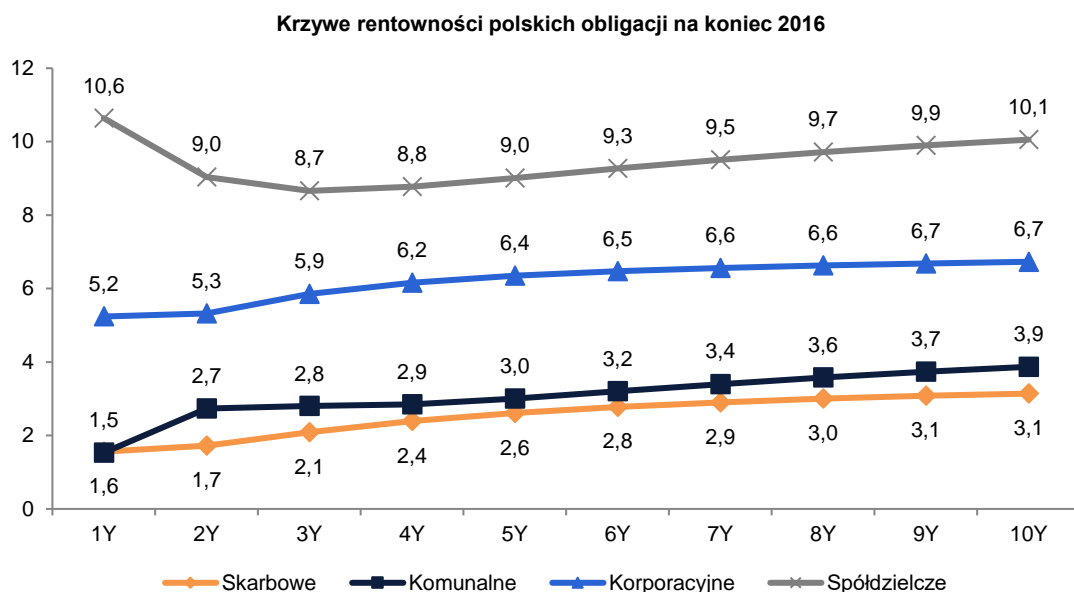
Główni emitenci - obligacje spółdzielcze (mln PLN)



Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016).

Na rynku obligacji komunalnych na koniec poprzedniego roku dominowały obligacje miasta stołecznego Warszawy w kwocie **PLN 2,1 mld**, a wśród obligacji banków spółdzielczych najwięcej serii aktywnych papierów posiadał BPS Warszawa (**PLN 265 mln**).

KRZYWE RENTOWNOŚCI



Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016).

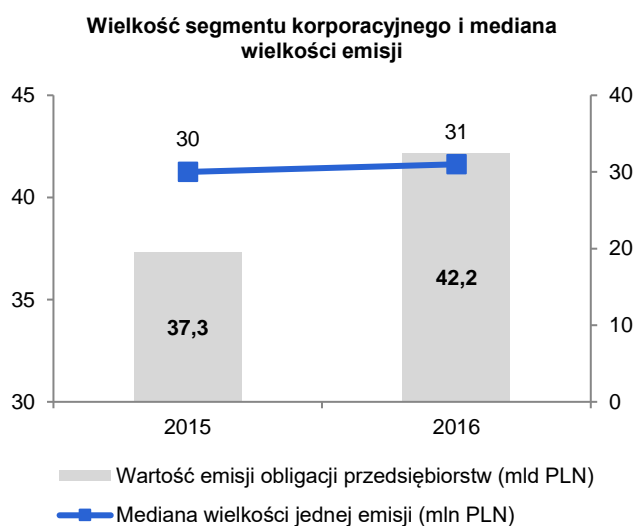
Na koniec roku 2016, krzywe rentowności wszystkich obligacji, za wyjątkiem obligacji spółdzielczych cechowały się **pozytywnym nachyleniem** względem osi X (okresu do wykupu). Co do zasady, rentowności o dłuższym terminie zapadalności były wyższe od rentowności o terminie krótszym. Taki kształt krzywych potwierdza fakt presji na **podwyżkę**, obecnie rekordowo niskich stóp procentowych, w najbliższych latach. Warto dodać, że średnia rentowność obligacji spółdzielczych (**9,50; 1-10Y**), znacznie przewyższa analogiczną wartość dla obligacji korporacyjnych (**6,20; 1-10Y**).

Niestabilna sytuacja sektora bankowości spółdzielczej (m.in. upadłość największego tego typu banku w Polsce - SK Banku w 2015 roku, czy też kłopoty finansowe czwartego co do wielkości banku spółdzielczego tj. PBS Ciechanów) miała swoje bezpośrednie odzwierciedlenie w fakcie, że znaczna część pozostałych na rynku obligacji tego typu notowana była i jest ze sporym dyskontem w stosunku do wartości nominalnej, co nie pozostaje bez znaczenia jeżeli chodzi o kształt krzywej rentowności tych obligacji.

SEGMENT OBLIGACJI KORPORACYJNYCH

Najważniejsze informacje, podsumowujące sytuację na rynku obligacji korporacyjnych, w roku 2016 zaprezentowano poniżej (co do zasady w analizie obligacji korporacyjnych pominięto papiery wyemitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego, Agencję Rozwoju Przemysłu oraz Europejski Bank Inwestycyjny, chyba że wyraźnie wskazano inaczej):

- Na koniec roku 2016 wartość notowanych na Catalyście obligacji korporacyjnych wyniosła **PLN 42,18 mld** wobec kwoty **PLN 37,31 mld** w roku poprzednim.
- Największe wartościowo serie obligacji posiadały następujące podmioty: **PZU Finance** (łącznie PLN 3,71 mld), **Grupa Orlen** (łącznie PLN 5,27 mld²), **PGNiG** (łącznie PLN 2,50 mld) oraz **Getin Noble Bank** (łącznie PLN 2,46 mld).
- Na koniec omawianego okresu, na rynku notowanych były łącznie **373 serie** papierów wartościowych wyemitowanych przez **130 podmiotów korporacyjnych ogółem**.
- Mediana wielkości jednej emisji wyniosła **PLN 31 mln** wobec **PLN 30 mln** w roku poprzednim.

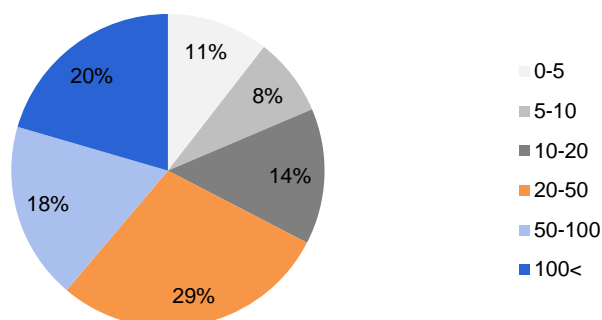


Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016).

- Największy udział spośród ilości serii wszystkich obligacji korporacyjnych miały serie o wartości pomiędzy **PLN 20 mln a PLN 50 mln** (29%) oraz serie o wartości powyżej **PLN 100 mln** (20%). Najmniejszą kategorię stanowiły serie obligacji w przedziałach od **PLN 5 mln do PLN 10 mln** (8%).

² przeliczone z EUR na podstawie kursu EUR/PLN 4,3688.

Struktura rynku obligacji korporacyjnych wg wielkości emisji
(przedziały w mln PLN)



Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016).

- W odniesieniu do wartości wyemitowanych obligacji największa dynamiką na koniec roku 2016 względem roku 2015 cechowały się obligacje spółek z indeksu WIG20 (innych niż PKO BP i PZU) **+22,62%**, spośród których największą wartość mają obligacje Grupy Orlen (łącznie **PLN 5,27 mld**) oraz **PGNiG (PLN 2,50 mld)**.

Wartość emisji z uwzględnieniem BGK, ARP i EBI

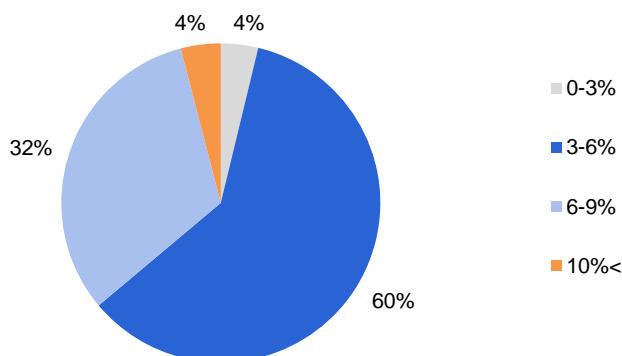
Wartość emisji (mld PLN)	2015	2016	r/r
BGK + ARP + EBI	22,47	26,41	+17,6%
Wartość emisji obligacji przedsiębiorstw	37,31	42,18	+13,0%
PKO BP + PZU	7,35	7,50	+2,0%
Inne WIG20**	14,19	17,40	+22,6%
Pozostałe	15,77	17,28	+9,6%
RAZEM	59,78	68,59	+14,7%

** Alior, BZ WBK, Cyfrowy, Enea, Energa, Eurocash, mBank, Orlen, PGNiG, PGE, Tauron

Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016)

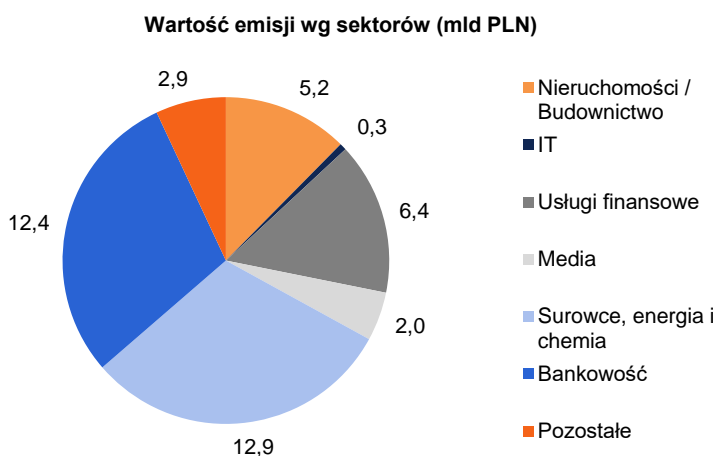
- Mediana kuponu oferowanego przez pojedynczą serię obligacji korporacyjnych wyniosła **5,16%**, a najczęściej można było spotkać się z kuponami w przedziale **3-6%** (223 serie obligacji) oraz **6-9%** (119 serii).

Serie obligacji wg oprocentowania

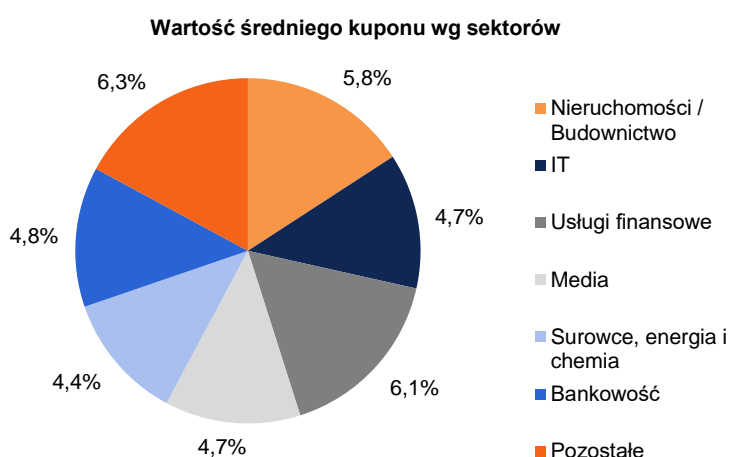


Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016).

- Najniższy kupon na rynku oferowała seria PZU0719 wyemitowana w EUR przez PZU Finance (**1,38% - stały kupon**), z datą wykupu planowaną na lipiec 2019.
- Z najwyższym kuponem według stanu na koniec 2016 można się było spotkać przy serii FFI0121 oferowanej przez Fast Finance (**10,50% - stały kupon**), z datą wykupu planowaną na styczeń 2021.
- Największe kwotowo emisje obejmowały sektor związany z **bankowością** (Getin Noble Bank - PLN 2,46 mld, PKO BP - PLN 3,78 mld i mBank - PLN 1,25 mld) oraz **surowcami i energią** (Grupa Orlen - PLN 5,27 mld, PGNiG - PLN 2,50 mld, Tauron - PLN 1,75 mld, Enea i Energa odpowiednio po PLN 1 mld każda ze spółek).



Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016).
Podział na sektory wg profilu operacyjnego danego Emitenta



Źródło: www.gpwcatalyst.pl (według stanu na 30.12.2016).
Podział na sektory wg profilu operacyjnego danego Emitenta

- Najwyższy średni kupon obejmował spółki z sektorów innych niż wymienione oraz sektor usług finansowych (**6,09%**).

OBLIGACJE NIWYKUPIONE

Obligacje niewykupione w 2016 roku

Emitent	Seria	Oprocentowanie	Wartość (mln zł)
Kerdos Group	KRS0316	8	3,00
PCZ	PCZ0416	10	10,69
Kerdos Group	KR0416	8	3,00
Włodarzewska	WLD0516	WIBOR3M+7,5	4,60
Włodarzewska	WL0516	WIBOR3M+7,5	12,93
Kerdos Group	KRS0516	8	1,95
Property Lease Fund	PLE06016	WIBOR3M+7,28	3,00
Polbrand	PBD0616	9	3,94
e-Kancelaria	EKA06016	10	2,30
Topmedical	TM0816	WIBOR3M+6	1,45
e-kancelaria	EKA0816	WIBOR3M+6,29	2,81
Dayli Polska	DAY0916	8,5	5,00
e-kancelaria	EKA0916	WIBOR3M+6,39	1,00
Property Lease Fund	PLE0916	9	5,00
PCZ	PCZ0916	WIBOR3M+5,5	10,00
e-kancelaria	EKA1016	WIBOR6M+6,29	2,28
e-kancelaria	EKA1016	WIBOR6M+6,29	1,80
Fast Finance	FF1116	WIBORM6M+7	8,60
LZMO	LZM1116	8,75	6,10
Property Lease Fund	PLE1216	9	2,72
RAZEM			92,17

Zródło: www.obligacje.pl

Na rok 2016 przypadało do wykupu niemalże **PLN 2,60 mld** zadłużenia korporacyjnego, z czego niespłacone zostało blisko **PLN 92 mln** (tj. o PLN 28,1 mln mniej niż w roku 2015), co stanowiło blisko **3,60%** wartości wszystkich zapadających w roku 2016 obligacji.

W minionym roku najwięcej (kwotowo) obligacji nie wykupił **PCZ (PLN 20,69 mln)**, co jednak podobnie jak w przypadku pozostałych defaultów zbyt nie zaskoczyło inwestorów obligacyjnych z racji, że sytuacja finansowa omawianych Emitentów (m.in. trwające postępowania restrukturyzacyjne czy upadłościowe) z pewnym wyprzedzeniem zapowiadała możliwość ewentualnych problemów z obsługą zadłużenia.

Serwis obligacje.pl szacuje kwotę przyszłorocznych defaultów korporacyjnych ogółem na kwotę mniej więcej **PLN 140 mln**. Kwota ta

wynika m.in. z postępowania sanacyjnego spółki Action (wyemitowane obligacje na PLN 100 mln), oraz wysokiego prawdopodobieństwa niewykupienia obligacji przez Polbrand, LZMO czy Kerdos (które nie wykupiły także obligacji zapadających w 2016 r.).

Maciej Bogacz

Analityk
Dział Rynków Kapitałowych
INC S.A.