

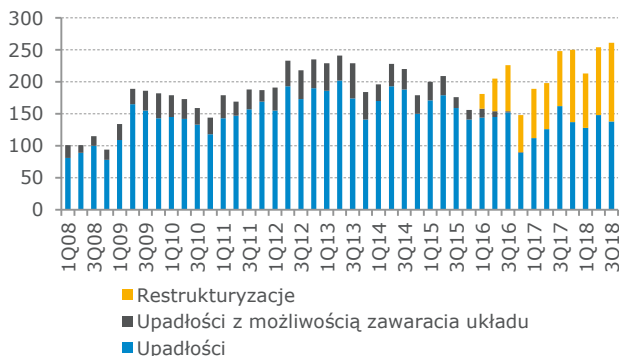
piątek, 12 października 2018 | komentarz specjalny

Liczba upadłości w gospodarce nadal rośnie, ale wolniej

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05

Według danych Coface liczba przedsiębiorstw w upadłości lub restrukturyzacji w 3Q'18 wyniosła 261, a więc wzrosła o 2,8% Q/Q oraz 5,2% R/R. W przeciągu 9M'18 wzrost liczby upadłości i restrukturyzacji wyniósł +14,6% R/R, co oznacza wyhamowanie dynamiki (+21% R/R w 1H'18). W podziale na rodzaj postępowania upadłościowego, upadłości w 3Q'18 zanotowały 15% spadek R/R, zaś postępowania restrukturyzacyjne wzrost o 43% R/R. W podziale na branże wzrost w kwartale należy w całości przypisać kategorii pozostałe branże, która wzrosła aż o 52 przedsiębiorstwa. Jednocześnie, liczba upadłości i restrukturyzacji wyraźnie spadła w przetwórstwie przemysłowym oraz w handlu hurtowym i budownictwie. Pomimo kwartalnego wzrostu liczby upadłości i restrukturyzacji postrzegamy dane pozytywnie ze względu na wyhamowanie dynamiki oraz spadek liczby w przemyśle oraz budownictwie. Niepokojem nadal napawa sytuacja w handlu hurtowym oraz transporcie, gdzie przez 9 miesięcy liczba upadłości wzrosła o odpowiednio 21 R/R i 12 R/R przedsiębiorstw. W kontekście sektora bankowego uważamy, że dane za 3Q'18 mogą wskazywać na stabilny koszt ryzyka (bez zdarzeń jednorazowych). Dane NBP wskazują, że koszt ryzyka w 3Q'18 powinien być niższy niż w 2Q'18. Dla porównania w 2Q'18 koszt ryzyka wyniósł 69 p.b., zaś za 2 miesiące 3Q'18 63 p.b.

Liczba upadłości w podziale na kategorie

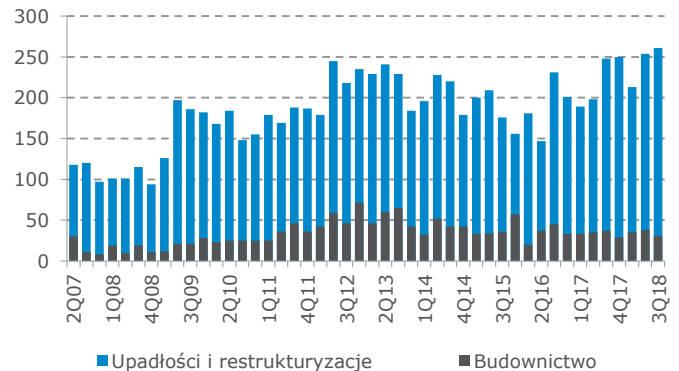


Źródło: Coface, Dom Maklerski mBanku

W budownictwie nie widać jeszcze kłopotów

W 3Q'18 liczba upadłości i restrukturyzacji w sektorze budownictwa wyniosła 31 przedsiębiorstw. Uważamy, że jest to pozytywna informacja szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że przez ostatnie dwa kwartały liczba ta wzrastała. Obecny poziom liczby upadłości na kwartał znajduje się poniżej średniej za ostatnie 5 lat (39 na kwartał). Nie oznacza to jednak, że sytuacja w sektorze budowlanym nie pogorszy się w kolejnych kwartałach wraz z zapadalnością kontraktów podpisanych 2-3 lata temu. Rentowność tych kontraktów może być znacznie niższa lub wręcz ujemna ze względu na obecną inflację płac czy materiałów budowlanych.

Liczba upadłości w sektorze budowlanym

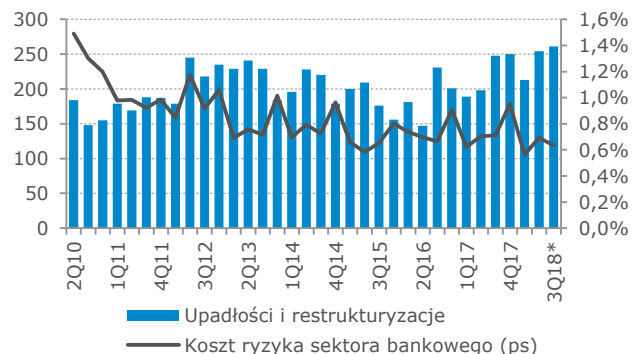


Źródło: Coface, Dom Maklerski mBanku;

Rozpędzona gospodarka wspiera przetwórstwo przemysłowe

Na koniec 9M'18 liczba upadłości i restrukturyzacji w przetwórstwie przemysłowym spadła o 4 jednostki wobec 9M'17. Największy spadek upadłości został zanotowany w branży „Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych” (-5 R/R) oraz w branży „Produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (w tym materiały budowlane)” (-4 R/R). Z drugiej strony przemysł zanotował wzrost upadłości w branży „Produkcja metali i metalowych wyrobów gotowych” o 7 jednostek R/R.

Liczba upadłości i restrukturyzacji vs. koszt ryzyka sektora bankowego



Źródło: Coface, NBP, Dom Maklerski mBanku; *CoR za 2 miesiące

Najgorzej w handlu hurtowym oraz transporcie

Liczba upadłości w handlu hurtowym oraz transporcie wzrosła na koniec 9M'18 o odpowiednio 21 R/R oraz 12 R/R przedsiębiorstw. Według raportu Coface problemy w handlu hurtowym wynikają z otoczenia konkurencyjnego, konsolidacji rynku, presji na marże oraz rosnących kosztów pracy. Z kolei problemy w transporcie dotyczą głównie mniejszych przedsiębiorstw, które mają problem z uregulowaniem długów sięgających od kilku do kilkunastu tysięcy PLN. Branża boryka się z problemem kosztów pracy, dostępności pracowników na rynku oraz kosztem paliwa. Według Coface, dalszy wzrost cen paliw powoduje, że branża transportowa jest jedną z najbardziej zagrożonych od strony zatorów płatniczych.

Liczba upadłości i restrukturyzacji w podziale na branże

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	Q/Q	9M17	9M18	R/R
Produkcja	50	56	71	73	65	67	40	-27	177	172	-5
Przetwórstwo przemysłowe	43	52	63	68	56	59	39	-20	158	154	-4
Produkcja metali i metalowych wyrobów gotowych	12	12	10	10	13	14	14	0	34	41	7
Produkcja artykułów spożywczych i napojów	3	7	12	13	6	12	6	-6	22	24	2
Produkcja maszyn, urządzeń i urządzeń elektrycznych	5	7	2	4	9	5	2	-3	14	16	2
Produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych	4	2	4	8	5	3	0	-3	10	8	-2
Poligrafia i reprodukcja	1	0	6	3	3	2	1	-1	7	6	-1
Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych	2	3	0	0	1	1	-2	-3	5	0	-5
Produkcja papieru i wyrobów z papieru	1	1	1	0	1	3	0	-3	3	4	1
Produkcja odzieży i wyrobów tekstylnych	0	3	5	3	3	2	2	0	8	7	-1
Produkcja mebli	3	0	0	6	0	2	1	-1	3	3	0
Produkcja wyrobów z drewna, z wyłączeniem mebli	6	6	6	4	6	6	8	2	18	20	2
Produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (w tym materiały budowlane)	1	5	4	5	2	2	2	0	10	6	-4
Przetwórstwo pozostałe	5	6	13	12	0	14	5	-9	24	19	-5
Handel, w tym m.in.:	46	51	65	57	46	70	59	-11	162	175	13
Handel hurtowy	27	30	38	45	27	49	40	-9	95	116	21
Handel detaliczny	18	11	22	10	17	13	13	0	51	43	-8
Budownictwo	33	35	37	29	35	38	31	-7	105	104	-1
Transport	8	5	10	17	7	14	14	0	23	35	12
Pozostałe branże	52	51	65	74	60	65	117	52	168	242	74
Ogółem	189	198	248	250	213	254	261	7	635	728	93

Źródło: Coface, Dom Maklerski mBanku

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/ EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Investowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, PBKM, Pemug, Polimex-Mostostal, Solar Company, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PZU, Solar Company, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwhheels, Work Service, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu w transakcjach na akcjach: Asseco SEE, Cognor Holding, LC Corp, PBKM.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl