

czwartek, 9 stycznia 2020 | komentarz specjalny

Liczba upadłości wciąż na wysokim poziomie

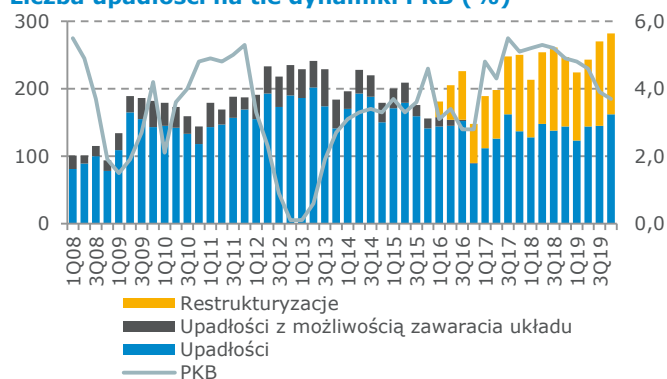
Sektor finansowy, Polska

Opracowanie: Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07, Michał Konarski +48 22 438 24 05

Zgodnie z danymi Coface liczba przedsiębiorstw w upadłości lub restrukturyzacji w 4Q'19 wyniosła 282, a więc wzrosła o 14,2% R/R oraz 4,4% Q/Q, co oceniamy negatywnie. Sprzecznie z intuicją, w październiku (według danych NBP) koszty ryzyka w sektorze bankowym zmalały, jednakże jeden miesiąc niekoniecznie musi budować obraz całego kwartału. W podziale na rodzaj postępowania, liczba upadłości w 4Q'19 roku wzrosła o 11,7% Q/Q oraz o 12,5% R/R, zaś liczba postępowań restrukturyzacyjnych spadła o 4,0% Q/Q i wzrosła o 16,5% R/R. Największe R/R wzrosty upadłości w ostatnim kwartale zanotowała branża produkcja metali (+6 przedsiębiorstw) oraz handel hurtowy (+5). Trzeba jednak zaznaczyć, że liczba bankructw w kategorii pozostałe wzrosła o 37. Budownictwo odnotowało dobry kwartał ze spadkiem liczby upadłości o 9 R/R. Wyhamowała liczba upadłości w handlu detalicznym (-5 R/R). W transporcie liczba upadłości utrzymuje się na wysokim poziomie z płaską dynamiką R/R (+1) oraz wzrostem Q/Q (+7).

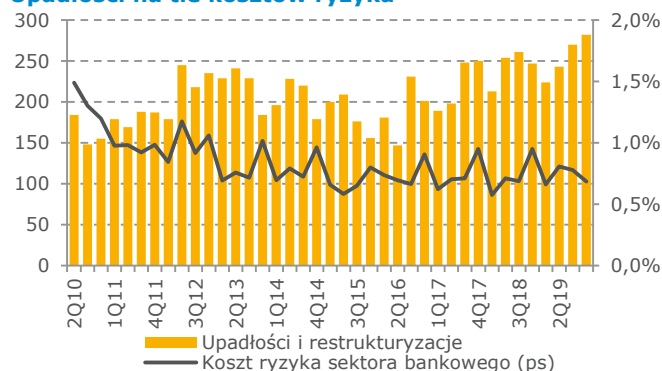
Rosnąca liczba upadłości jest zgodna z naszymi oczekiwaniami dotyczącymi pogarszania się jakości portfela korporacyjnego w bankach w miarę hamowania gospodarki. Uważamy, że wyższa liczba bankructw może się utrzymywać w 2020 r., co przełoży się na rosnące koszty ryzyka. Szacujemy, że w 2020 r. koszt ryzyka w sektorze wzrośnie do 93 p.b. w porównaniu do 79 p.b. w 2019 r.

Liczba upadłości na tle dynamiki PKB (%)



Źródło: Coface, mBank

Upadłości na tle kosztów ryzyka



Źródło: Coface, mBank

Liczba bankructw w Polsce wzrośnie w 2020 r.

Zgodnie z oczekiwaniami, w 2019 r. najwyższą dynamikę upadłości notowały branże, które mają ekspozycję na rynki zagraniczne, tj. branża meblarska, produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych oraz branża transportowa, co jest oczywiście związane ze spowolnieniem w niemieckiej gospodarce. W 2020 r. do głosu powinno dojść wyhamowanie na rodzimym rynku. Wytracenie pędu konsumpcji prywatnej oraz presja kosztowa powinny znaleźć odzwierciedlenie w dalszym wzroście liczby upadłości. Coface przewiduje, że liczba upadłości i postępowań restrukturyzacyjnych wzrośnie w całym roku o 6% do 1080 z 1019 w 2019 r. Rosnąca liczba upadłości oczywiście odbije się na koszcie ryzyka w sektorze bankowym. Przypominamy, że w naszych prognozach na 2020 rok oczekujemy CoR w sektorze na poziomie 93 p.b. w porównaniu do prognozowanych 79 p.b. w 2019 roku.

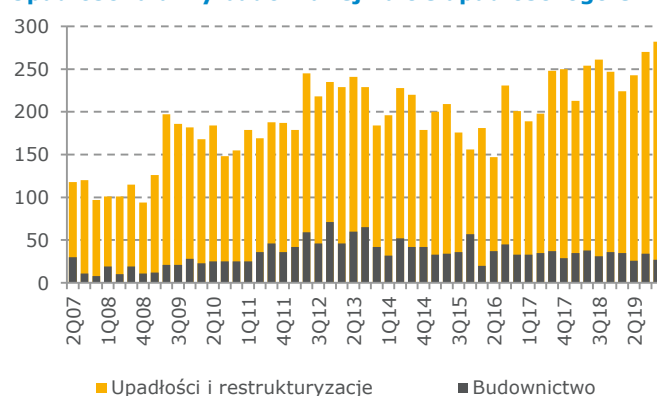
W transporcie znowu źle

W 4Q'19 liczba upadłości i restrukturyzacji w transporcie wyniosła 22 przedsiębiorstwa. Oznacza to wzrost o 7 w porównaniu do poprzedniego kwartału. Według Coface branża transportowa ma duże problemy płynnościowe oraz kadrowe. PwC w raporcie *Transport Przyszłości* szacuje, że około 20% zawodowych kierowców osiągnęło wiek emerytalny, a w ciągu najbliższych 10 lat będzie to kolejne 20%, co wskazuje na nienajlepsze perspektywy branży. Oznaczałoby to, że do 2030 r., nawet 40% obecnych zawodowych kierowców może odejść z powodu emerytury. Co więcej, luka podażowa na 2022 r. szacowana jest na 200 tys. etatów.

Budownictwo odbija w kierunku średniej

W 4Q'19 liczba upadłości i restrukturyzacji w budownictwie wyniosła 27 przedsiębiorstw, czyli -9 R/R i -7 Q/Q. Jest to wynik poniżej wieloletniej średniej, co teoretycznie wskazuje na dobrą sytuację w branży. Zwracamy jednak uwagę na to, że publikowany przez GUS wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w budownictwie stopniowo spadał ze szczytu w kwietniu 2019 (8,9 pkt.), aby w grudniu osiągnąć -4,6 pkt. Oznacza to, że nastroje w branży budowlanej ulegają stopniowej deterioracji, zarówno jeżeli chodzi o bieżącą sytuację, jak i nastroje dotyczące przyszłości.

Upadłości branży budowlanej na tle upadłości ogółem

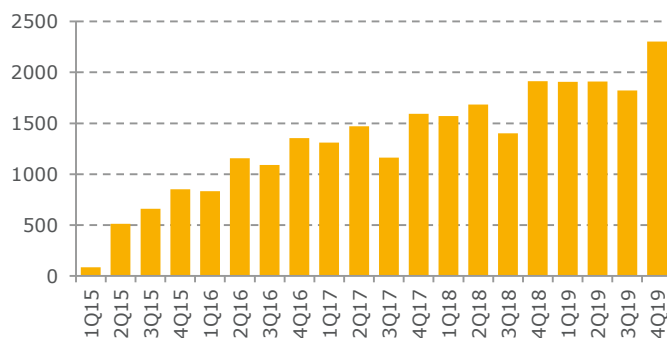


Źródło: Coface, mBank

Coraz więcej upadłości konsumenckich

Od początku 2019 roku wyraźnie wzrosła liczba upadłości konsumenckich. Zgodnie z danymi Centralnego Ośrodka Informacji Gospodarczej (COIG) w 4Q'19 na taką formę upadłości zdecydowały się 2304 osoby, co oznacza wzrost o 26% Q/Q oraz o 20% R/R. Wzrost kwartalny może być częściowo tłumaczony efektem sezonowym (tradycyjnie mniej upadłości ma miejsce w okresie wakacyjny), co nie zmienia faktu, że 4Q'19 jest rekordowy. Do tej pory banki utrzymywały w ryzach koszty ryzyka w segmencie detalicznym, a ewentualnie wyższy CoR był przypisywany kalibracji modeli. Spodziewamy się, że w 2020 r. konsument nadal pozostanie silny, jednakże z niepokojem obserwujemy rosnącą liczbę upadłości konsumenckich.

Liczba upadłości konsumenckich



Źródło: COIG, mBank

Liczba upadłości i restrukturyzacji w podziale na branże

	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	Q/Q	R/R
Produkcja	73	65	67	40	95	56	61	72	73	1	-22
Przetwórstwo przemysłowe	68	56	59	39	78	51	53	65	66	1	-12
Produkcja metali i metalowych wyrobów gotowych	10	13	14	14	12	6	10	14	18	4	6
Produkcja artykułów spożywczych i napojów	13	6	12	6	12	8	5	13	15	2	3
Produkcja maszyn, urządzeń i urządzeń elektr.	4	9	5	2	8	3	4	7	4	-3	-4
Produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych	8	5	3	0	8	7	7	5	4	-1	-4
Poligrafia i reprodukcja	3	3	2	1	3	0	4	0	1	1	-2
Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych	0	1	1	-2	0	0	5	1	0	-1	0
Produkcja papieru i wyrobów z papieru	0	1	3	0	1	0	4	3	3	0	2
Produkcja odzieży i wyrobów tekstylnych	3	3	2	2	3	5	2	2	2	0	-1
Produkcja mebli	6	0	2	1	7	4	3	7	5	-2	-2
Produkcja wyrobów z drewna, z wyłączeniem mebli	4	6	6	8	4	5	6	4	3	-1	-1
Produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (w tym materiały bud.)	5	2	2	2	6	0	2	4	2	-2	-4
Przetwórstwo pozostałe	12	0	14	5	14	13	1	5	9	4	-5
Handel, w tym m.in.:	57	46	70	59	59	67	68	56	61	5	2
Handel hurtowy	45	27	49	40	32	38	47	31	37	6	5
Handel detaliczny	10	17	13	13	23	24	17	18	18	0	-5
Budownictwo	29	35	38	31	36	35	26	34	27	-7	-9
Transport	17	7	14	14	21	11	25	15	22	7	1
Rolnictwo	0	0	0	25	0	0	0	33	26	-7	26
Pozostałe branże	74	60	65	117	36	55	32	60	73	13	37
Ogółem	250	213	254	261	247	224	243	270	282	12	35

Źródło: Coface, mBank

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 Biura maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wynosi 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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 świadczył, 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 Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energooparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWAJ Dom Maklerski, Opono.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primatech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnyti, Tarczynski, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergan, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWAJ Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Prime Car Management, Primatech.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową 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 Biura 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_rynnek/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 Biurze 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 Biura 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 szczególnej prognozy.

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

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

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

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

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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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