poniedziałek, 6 lipca 2020 | komentarz specjalny

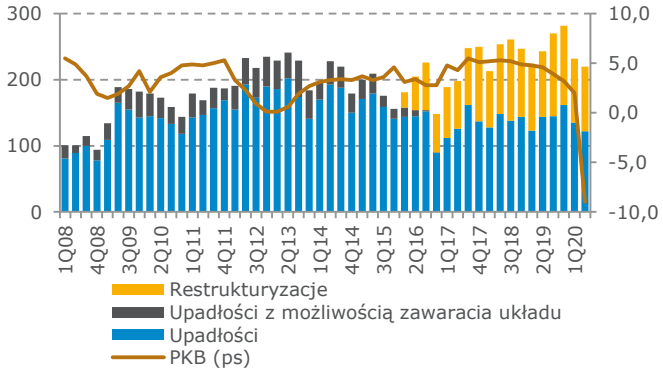
Nieoczekiwany spadek liczby upadłości w 2Q'20

Sektor finansowy, Polska

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

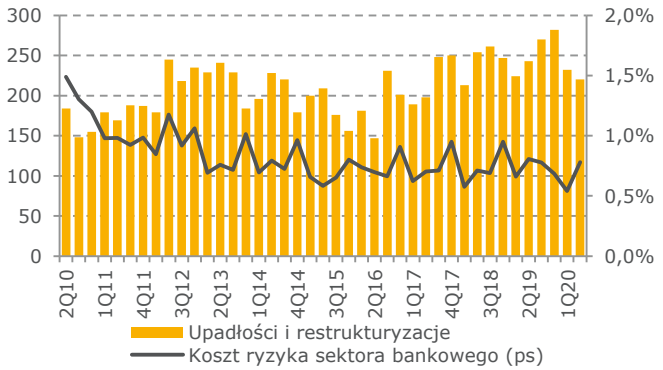
Zgodnie z danymi Coface liczba przedsiębiorstw w upadłości lub restrukturyzacji w 2Q'20 wyniosła 220, a więc spadła o 9,5% R/R oraz 5,2% Q/Q. Chociaż taki wynik wydaje się być kontrintuicyjny w obecnych warunkach, to można znaleźć łatwe wytłumaczenie. W tzw. Tarczy 2.0, znalazły się przepisy, na mocy których bieg terminu postępowania upadłościowego nie rozpoczynał się, lub jeśli został rozpoczęty zostawał zawieszony, w przypadku jeżeli podstawa do ogłoszenia upadłości była związana ze stanem pandemii (przepis o zatrzymaniu biegu postępowania został uchylony w Tarczy 3.0). Oznacza to, że w 2Q mamy do czynienia z upadłościami firm, które były w nienajlepszej kondycji jeszcze przed pandemią. Inną sprawą jest, że przez pierwsze dwa miesiące 2Q sądy funkcjonowały w ograniczonym stopniu, co oznacza, że jeżeli sprawa dotycząca upadłości nie miała statusu pilnego, to mogła być przesuwana na późniejszy termin. Znajduje to potwierdzenie w liczbach dotyczących upadłości konsumenckich, które w kwietniu i maju były raczej poniżej średniej z ostatnich miesięcy, aby w czerwcu znacząco tą średnią przebić. Oczywiście nie bez znaczenia pozostaje też pomoc płynąca ze strony instytucji rządowych, dla przykładu PFR w ramach tarczy finansowej udzielił finansowania ponad 300 tys. firmom na kwotę blisko 56 mld PLN. Patrząc na koszty ryzyka w sektorze widzimy, że realne pogorszenie jakości portfela jeszcze nie nastąpiło o czym świadczy CoR na poziomie 78 bps. w okresie kwiecień-maj. Oczywiście ewentualne, „techniczne" rezerwy pojawiają się najczęściej w ostatnim miesiącu kwartału, więc na podstawie tych dwóch miesięcy nie można prognozować kosztów ryzyka w całym Q2. W podziale na rodzaj postępowania, liczba upadłości w 2Q'20 roku spadła o 15,3% R/R i 9,6% Q/Q, zaś liczba postępowań restrukturyzacyjnych była w praktyce płaska w skali kwartału i roku. Po lepszym 1Q znowu rośnie liczba upadłości w branży transportowej (+12 Q/Q). Największe spadki dotyczyły przetwórstwa przemysłowego w kategorii pozostałe (-13) oraz branży budowlanej (-9). Widać, że programy pomocowe, przepisy oraz mniejsza aktywność sądów przyczyniły się do wstrzymania fali upadłości. Przypominamy, że do końca czerwca około 100 tys. firm skorzystało z wakacji kredytowych, co oznacza, że fala realnych problemów może się zacząć dopiero na przełomie 3-4Q'20. Nasza roczna prognoza cały czas zakłada CoR w sektorze na poziomie 150 bps w 2020 r.

Liczba upadłości na tle dynamiki PKB (%)



Źródło: Coface, mBank

Upadłości na tle kosztów ryzyka

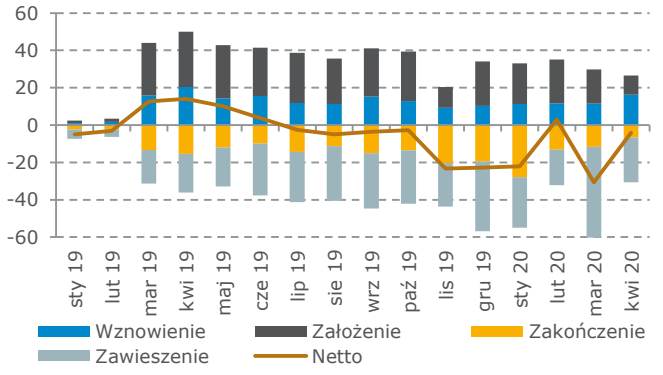


Źródło: Coface, NBP, mBank

Fala upadłości odroczona

Wsparcie biznesu w postaci kolejnych Tarcz antykryzysowych, bankowych moratoriów oraz zmiana przepisów odnośnie składania wniosków upadłościowych z pewnością przyczyniły się do tego, że fala upadłości została odroczona w czasie. Z drugiej strony ogłoszenie końca stanu pandemii oraz stopniowe wychodzenie z okresu moratoriów kredytowych sprawią, że prawdopodobnie będziemy mieli do czynienia z większą liczbą upadłości pod koniec 2020 i 2021 roku. W kwietniu zauważalne było również wyhamowanie jeżeli chodzi o liczbę wniosków w CEIDG dotyczących zamknięcia/zawieszenia działalności, co również można powiązać z stymulacją fiskalną.

Liczba wniosków złożonych do CEIDG w podziale na kategorie (tys.)



Źródło: CEIDG, mBank

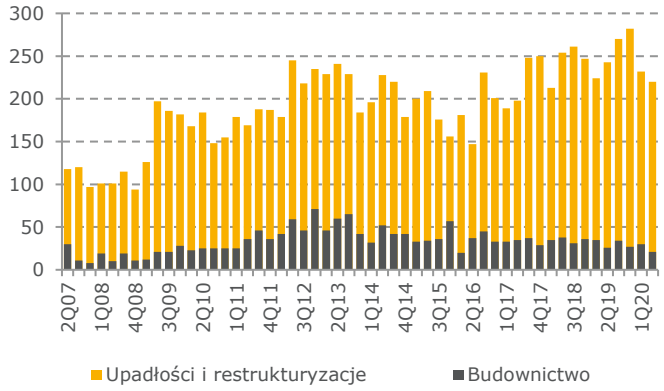
Budownictwo się trzyma, najsłabiej w zakwaterowaniu i gastronomii

Do tej pory nie widać sygnałów, które by świadczyły, że obecna sytuacja ma jakiś negatywny wpływ na sektor budowlany. Rozpoczęta projekty są kontynuowane i wydaje się, że jeżeli ewentualne spowolnienie w branży przyjdzie, będzie raczej związane z mniejszą ilością nowych projektów w przyszłych okresach niż ze spowolnieniem tu i teraz. Branża transportowa w 2Q wróciła do liczby bankructw (23), w tym przypadku wydaje się jednak, że programy pomocowe odcisnęły swoje piętno, ponieważ spodziewaliśmy się o wiele większego przyrostu w tej kategorii. Zdecydowanemu pogorszeniu uległa sytuacja w branży hotelarskiej i gastronomicznej, w której mamy do czynienia z 19 upadłościami w 2Q (+19 Q/Q i +10 R/R). Dwumiesięczny lockdown odcisnął swoje piętno i nie wykluczone, że echo tego lockdownu będzie widoczne w liczbie bankructw w przyszłości.

Mniejsza liczba upadłości konsumenckich

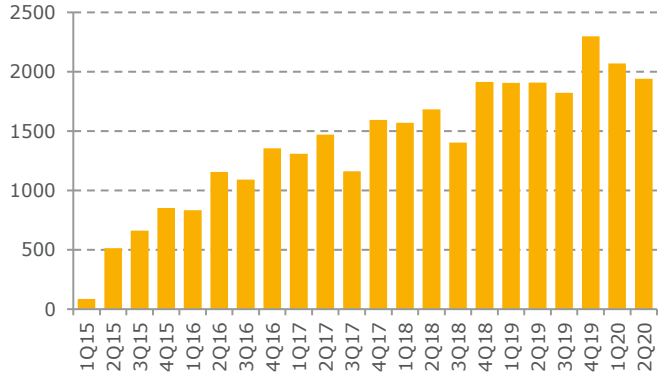
2Q był spokojniejszy jeżeli chodzi o upadłości konsumenckie. Zgodnie z danymi Centralnego Ośrodka Informacji Gospodarczej (COIG) w 2Q'20 na taką formę upadłości zdecydowały się 1942 osoby, co oznacza spadek Q/Q o 6%, oraz wzrost o 2% R/R. Uważamy, że kwartalny spadek można łączyć z ze niższą aktywnością sądów od połowy marca do końca maja. Wskazuje na to miesięczny rozkład upadłości w 2Q, o wiele mniej upadłości konsumenckich było w kwietniu (295) i maju (531) niż w czerwcu (1116), który okazał się rekordowy. Sytuacja konsumenta ulega pogorszeniu, na co wskazują dane z rynku pracy (wg majowych danych od początku roku zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 267 tys.). Taka zamiana zgodnie z IFRS 9 powinna popchnąć banki do zawiązywania większych rezerw na portfel detaliczny w 2Q, pytanie jak banki potraktują rekomendację z EBA, żeby liberalnie podchodzić do założeń IFRS 9.

Upadłości branży budowlanej na tle upadłości ogółem



Źródło: CEIDG, mBank

Liczba upadłości konsumenckich



Źródło: COIG mBank

Liczba upadłości i restrukturyzacji w podziale na branże

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	Q/Q	R/R
Produkcja	**67**	**40**	**95**	**56**	**61**	**72**	**73**	**68**	**55**	**-13**	**-6**
Przetwórstwo przemysłowe	**59**	**39**	**78**	**51**	**53**	**65**	**66**	**63**	**51**	**-12**	**-2**
Produkcja metali i metalowych wyrobów gotowych	14	14	12	6	10	14	18	13	13	0	3
Produkcja artykułów spożywczych i napojów	12	6	12	8	5	13	15	11	11	0	6
Produkcja maszyn, urządzeń i urządzeń elektrycznych	5	2	8	3	4	7	4	7	4	-3	0
Produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych	3	0	8	7	7	5	4	4	2	-2	-5
Poligrafia i reprodukcja	2	1	3	2	2	0	1	4	0	-4	-2
Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych	1	-2	0	0	5	1	0	0	2	2	-3
Produkcja papieru i wyrobów z papieru	3	0	1	0	4	3	3	0	3	3	-1
Produkcja odzieży i wyrobów tekstylnych	2	2	3	5	2	2	2	1	0	-1	-2
Produkcja mebli	2	1	7	4	3	7	5	3	4	1	1
Produkcja wyrobów z drewna, z wyłączeniem mebli	6	8	4	5	6	4	3	3	8	5	2
Produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (w tym materiały budowlane)	2	2	6	0	2	4	2	0	0	0	-2
Przetwórstwo pozostałe	14	5	14	13	1	5	9	17	4	-13	3
Handel, w tym m.in.:	**70**	**59**	**59**	**67**	**68**	**56**	**61**	**43**	**56**	**13**	**-12**
Handel hurtowy	49	40	32	38	47	31	37	22	32	10	-15
Handel detaliczny	13	13	23	24	17	18	18	16	23	7	6
Budownictwo	**38**	**31**	**36**	**35**	**26**	**34**	**27**	**30**	**21**	**-9**	**-5**
Transport	**14**	**14**	**21**	**11**	**25**	**15**	**22**	**11**	**23**	**12**	**-2**
Rolnictwo	**0**	**25**	**0**	**0**	**0**	**33**	**26**	**32**	**10**	**-22**	**10**
Pozostałe branże	**65**	**117**	**36**	**55**	**32**	**60**	**73**	**48**	**55**	**7**	**23**
Ogółem	**254**	**261**	**247**	**224**	**243**	**270**	**282**	**232**	**220**	**-12**	**-23**

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 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (https://www.gpw.pl/gpwpa) 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_rynek/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.

Inwestowanie 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 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: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfleiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, 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: Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWAI Dom Maklerski, Pfleiderer Group, Primetech.

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 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 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_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 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 szczegółowej prognozy.

mBank Biuro maklerskie

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

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

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

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

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

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

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