

poniedziałek, 12 kwietnia 2021 | komentarz specjalny

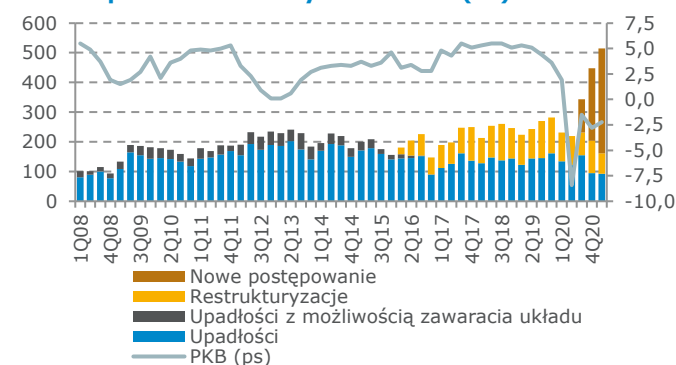
Wzrost upadłości w 1Q'21

Sektor finansowy, Polska

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

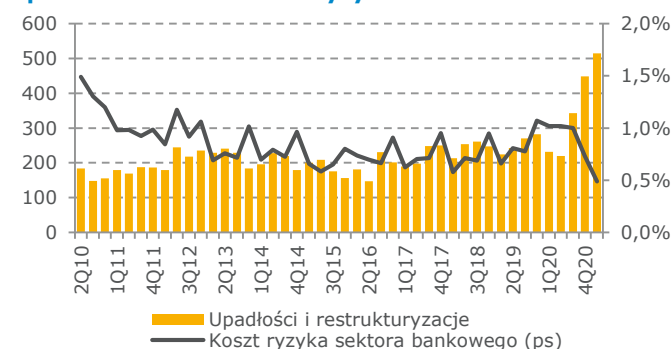
Przedłużające się obostrzenia w 4Q'20 i 1Q'21 znalazły swoje odbicie w liczbie upadłości i niewypłacalności przedsiębiorstw, która wzrosła do 515, czyli +15% Q/Q i + 122% R/R. Popularność utrzymują pozasądowe postępowania restrukturyzacyjne (354, +44% Q/Q), które zostały wprowadzone w 2Q'20 w ramach jednej z iteracji ustaw covidowych. Patrząc na liczbę upadłości i restrukturyzacji pogorszenie nastąpiło w większości branż. Do tej pory nie widać wzrostu NPL (co może być spowodowane sprzedażą), ani wzrostu kosztów ryzyka, które wg danych NBP wyniosły 49 p.b. w okresie styczeń-luty. Oczywiście w skali całego kwartału to ostatni miesiąc jest kluczowy ze względu na ewentualne rezerwy na CHF (np. Santander już zapowiedział utworzenie dodatkowych rezerw), tzw. rezerwy covidowe, czy korekty zarządcze, dlatego ostatecznie spodziewamy się wyższych rezerw. Jeżeli chodzi o strukturę postępowań to upadłości sądowe stanowią 18%, restrukturyzacje 13%, a wspomniane uproszczone postępowania pozasądowe 69%. Porównując z 4Q'20 sytuacja w większości branż się pogorszyła, a zdecydowanie najgorzej wypada rolnictwo (+25 Q/Q) i sektor usługowy (+23 Q/Q). Cały czas utrzymuje się wysoka liczba upadłości w handlu, kolejny kwartał pod rząd pogarsza się sytuacja w budownictwie. Liczba upadłości konsumenckich cały czas utrzymuje się na wysokim poziomie. Spodziewamy się, że tendencja wzrostowa jeżeli chodzi o upadłości przedsiębiorstw będzie kontynuowana, co powinno zacząć się odbijać na wzroście wskaźnika NPL.

Liczba upadłości na tle dynamiki PKB (%)



Źródło: Coface, mBank

Upadłości na tle kosztów ryzyka



Źródło: Coface, NBP, mBank

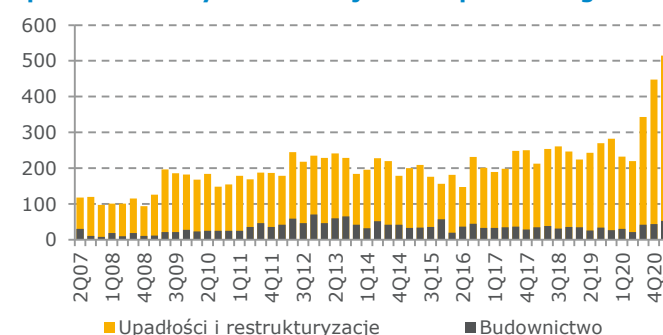
Rekord upadłości i restrukturyzacji w 1Q'21

Trwająca ponad rok pandemia i związane z nią obostrzenia sprawia, że coraz więcej przedsiębiorstw jest zmuszona do pewnej formy restrukturyzacji działalności lub ogłoszenia upadłości. Programy pomocowe utrzymują część przedsiębiorców na powierzchni, ale nie mogą zastąpić normalnego obrotu gospodarczego. Spodziewamy się, że po wygaszeniu pomocy ze strony państwa, liczba upadłości może wzrosnąć jeszcze mocniej, co powinno się odbić we wskaźniku NPL sektora bankowego. Z drugiej strony w 2020 roku część banków zawiązała relatywnie wysokie rezerwy, które powinny częściowo zamortyzować wpływ upadłości na wyniki banków w 2021 roku.

Tąpnięcie w rolnictwie i usługach

Patrząc na dane Coface największe pogorszenie miało miejsce w branży rolniczej w której mieliśmy do czynienia z 80 upadłościami (+25 Q/Q), w praktyce może to jednak wynikać z nowych przepisów, które pozwalają przedsiębiorstwom rolnym na uproszczone postępowanie restrukturyzacyjne. Pogarsza się sytuacja w usługach (153, +23 Q/Q), co jest zrozumiałe biorąc pod uwagę charakter obostrzeń. Kolejny kwartał rośnie liczba upadłości w branży budowlanej, uważamy jednak, że w drugiej połowie roku wraz z uruchomieniem środków unijnych oddech powinny złapać zarówno większe przedsiębiorstwa, jak i mniejsi podwykonawcy.

Upadłości branży budowlanej na tle upadłości ogółem

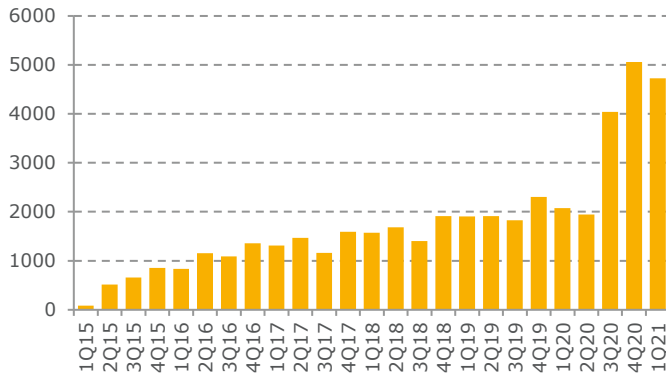


Źródło: Coface, mBank

Upadłości konsumenckie cały czas na wysokim poziomie

W 1Q mieliśmy do czynienia ze spadkiem, jeżeli chodzi o upadłości konsumenckie, w ujęciu kwartalnym liczba upadłości konsumenckich spadła o 7%, jednak w ujęciu rocznym cały czas mamy silny trend wzrostowy (+128%). Zgodnie z danymi Centralnego Ośrodka Informacji Gospodarczej (COIG) w 1Q'21 na taką formę upadłości zdecydowało się 4726 podmiotów. Oczywiście wzrost w pewnym sensie oddaje gorszą sytuację konsumenta, ale najważniejszą kwestią wydaje się być jednak zmiana przepisów. Zgodnie z COIG do marca 2020 roku sądy oddalały około połowę wniosków o upadłość konsumencką, jednakże od tego czasu zmiana przepisów sprawiła, że każdy wniosek jest przyjmowany, a sąd rozstrzyga tylko w jakiej wysokości i przez jaki okres dłużnik będzie spłacał zobowiązania. Uważamy, że dopiero dane za 3Q będą porównywalne R/R (w 2Q'20 część sądów nie działała normalnie, przez co mimo nowych przepisów liczba upadłości nie wzrosła).

Liczba upadłości konsumenckich

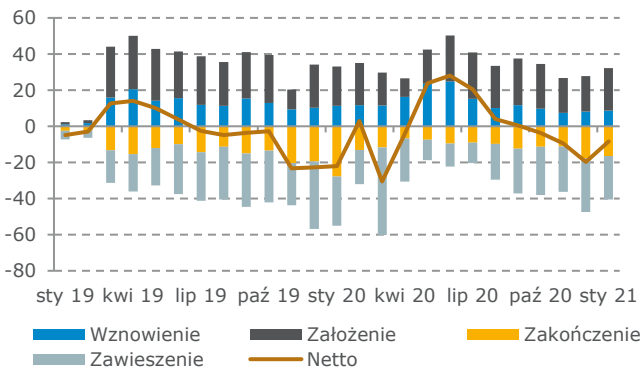


Źródło: COIG, mBank

Otoczenie nadal niełaskawe dla jednoosobowych działalności

Niestety nieregularność w raportowaniu utrudnia śledzenie danych, które spływają z CEIDG odnośnie ewolucji statusu jednoosobowych działalności gospodarczych, jednakże uważamy, że trendy z końca 2020 i początku 2021 roku można ekstrapolować na 1Q'21. Zakładamy, że przedłużające się ograniczenia w gospodarce nie sprzyjają zakładaniu biznesu, dlatego uważamy, że liczba zawieszeń i zakończeń działalności w lutym i marcu 2021 roku nadal będzie przewyższać liczbę wznowionych i nowo założonych działalności.

Zmiana statusu działalności gospodarczych wg CEIDG w tys.

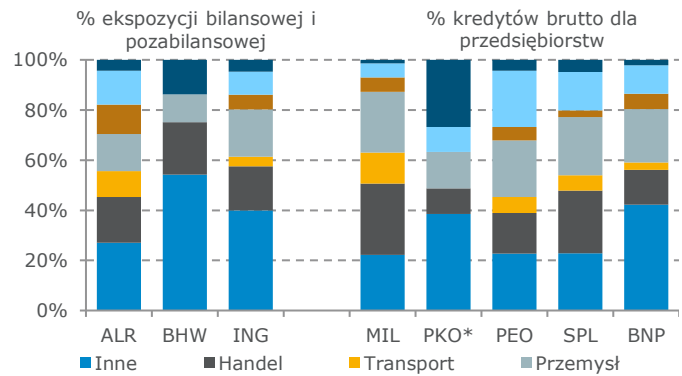


Źródło: CEIDG, mBank

Odświeżenie ekspozycji sektorowych banków

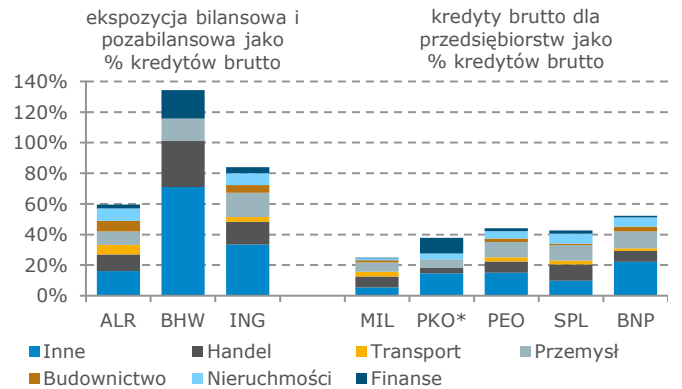
Korzystając z okresu raportów rocznych odświeżamy ekspozycje banków na poszczególne branże. Jak zwykle w oczy rzuca się wielkość ekspozycji pozabilansowej Banku Handlowego, która jest związana z gwarancjami i potencjalnymi zobowiązaniami finansowymi. W przypadku Millennium cały czas obserwujemy relatywnie dużą ekspozycję na branżę transportową, co może w jakiś sposób odbijać się na jakości portfela kredytowego. Ciekawy jest skokowy wzrost zaangażowania PKO BP w finansowanie firm z branży finansowej, aczkolwiek z powodu przełożenia raportu rocznego mówimy tutaj o danych na koniec 2H'20.

Struktura ekspozycji banków na wybrane sektory gospodarki wśród klientów instytucjonalnych



Źródło: Banki, mBank, *dane za 2H'20

Struktura ekspozycji banków na wybrane sektory gospodarki wśród klientów instytucjonalnych



Źródło: Banki, mBank, *dane za 2H'20

Liczba upadłości i restrukturyzacji w podziale na branże

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	Q/Q	R/R
Produkcja	56	61	72	73	68	55	71	74	91	17	23
Przetwórstwo przemysłowe	51	53	65	66	63	51	66	68	83	15	20
Produkcja metali i metalowych wyrobów gotowych	6	10	14	18	13	13	11	14	19	5	6
Produkcja artykułów spożywczych i napojów	8	5	13	15	11	11	12	9	12	3	1
Produkcja maszyn, urządzeń i urządzeń elektrycznych	3	4	7	4	7	4	9	5	6	1	-1
Produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych	7	7	5	4	4	2	2	6	4	-2	0
Poligrafia i reprodukcja	2	2	0	1	4	0	5	4	4	0	0
Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych	0	5	1	0	0	2	0	0	0	0	0
Produkcja papieru i wyrobów z papieru	0	4	3	3	0	3	3	1	3	2	3
Produkcja odzieży i wyrobów tekstylnych	5	2	2	2	1	0	4	3	7	4	6
Produkcja mebli	4	3	7	5	3	4	4	4	6	2	3
Produkcja wyrobów z drewna, z wyłączeniem mebli	5	6	4	3	3	8	4	8	7	-1	4
Produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (w tym materiały budowlane)	0	2	4	2	0	0	7	4	1	-3	1
Przetwórstwo pozostałe	13	1	5	9	17	4	5	10	14	4	-3
Handel, w tym m.in.:	67	68	56	61	43	56	63	102	101	-1	58
Handel hurtowy	38	47	31	37	22	32	32	48	50	2	28
Handel detaliczny	24	17	18	18	16	23	24	44	38	-6	22
Budownictwo	35	26	34	27	30	21	42	44	53	9	23
Transport	11	25	15	22	11	23	22	43	37	-6	26
Rolnictwo	0	0	33	26	32	10	40	55	80	25	48
Pozostałe branże	55	32	60	73	48	55	105	130	153	23	105
Ogółem	224	243	270	282	232	220	343	448	515	67	283

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/IBV – (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:

KUPIJ – 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. Prostej 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, Sygnyty, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie 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 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, Sygnyty, 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 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: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, Gaming Factory S.A., GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primatech, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawpllug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnyty, Turczyński, Ten Square Games, TIM, Trachem, 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: BOŚ, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA1 Dom Maklerski, Pfeiderer Group, 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 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 branż 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 S.A.
Prosta 18
00-850 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 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