



**MICHAEL/STRÖM**  
DOM MAKLERSKI

## Miesięcznik – sierpień

## Temat miesiąca – Projekt budżetu na 2025 rok

Rada Ministrów przyjęła projekt budżetu na przyszły rok. Szef resortu finansów Andrzej Domański podał, że deficyt wyniesie 5,5 proc. PKB. Nie licząc covidowego 2020 r., tak dużego deficytu w relacji do PKB nie było od 2010 r. W ujęciu nominalnym wyniesie on 289 mld zł, co jest rekordowym poziomem. Szef resortu finansów podał też, że dług publiczny sięgnie 59,8 proc. Koszt obsługi zadłużenia dla sektora finansów publicznych w przyszłym roku wyniesie 77 mld zł, a potrzeby pożyczkowe netto – 366 mld zł. Jak wskazał Minister Finansów budżet nie może być porównywalny do tego z 2024 r. ze m.in. na dodatkowe obciążenie budżetu spłatą zapadających obligacji PFR i BGK na łącznie ponad 63 mld zł oraz skutkami reformy dochodów JST, zwiększającej deficyt o kolejne 24,8 mld zł. Rynek oczywiście nie przyjął pozytywnie projektu budżetu. Potrzeby pożyczkowe są wysokie, my jednak widzimy pewne pozytywy, które nieco łagodzą ogólny wydzźwięk projektu. W naszej opinii w budżecie nie widać aż tak mocnego impulsu fiskalnego na jaki wskazywałyby nominalna wartość dziury budżetowej. Poza wskazanymi powyżej dodatkowymi obciążeniami mocny wzrost tyczy się przede wszystkim wydatków na obronność, które będą rekordowe i wyniosą 186 mld zł. Z drugiej strony trzeba zwrócić uwagę na założenia makroekonomiczne, które zostały przyjęte w projekcie oraz optymistyczną prognozę dochodów. W związku z powyższym istnieje ryzyko, że realizacja okaże się gorsza niż to co zaplanowano w projekcie.

## Co warto wiedzieć?

### Amerykański rynek akcji

Na amerykańskim rynku akcji w pierwszej części sierpnia na fali obaw o recesję w tamtejszej gospodarce byliśmy świadkami istotnej korekty notowań. Lipcowy raport z rynku pracy sprawił, że tak zwana reguła Sahm została spełniona. Sama Reguła Sahm została zdefiniowana jako wzrost średniej kroczącej (3-miesięcznej) krajowej stopy bezrobocia (tzw. U3) o przynajmniej 50 punktów bazowych (0,5 p.p.) od minimum z poprzednich 12 miesięcy. Wspomniany wskaźnik sporządzony przez amerykańską ekonomistkę w przeszłości trafnie wskazywał na recesję w gospodarce USA. Reakcja rynków była gwałtowna, jednak w kolejnych dniach recesja została szybko „odwołana” i już w drugiej połowie miesiąca notowania S&P500 oscylowały w okolicach historycznych maksimów.

### PiS

Państwowa Komisja Wyborcza zdecydowała się na odrzucenie wyborczego sprawozdania finansowego Prawa i Sprawiedliwości. Powodem było naruszenie zasad prowadzenia kampanii wyborczej. Łączna wartość zakwestionowanych działań została wyceniona na 3,6 mln zł. To oznacza, że po pierwsze, partia będzie musiała zwrócić tę kwotę do Skarbu Państwa. Oprócz tego otrzyma o 10,8 mln zł mniejszą dotację stanowiącą zwrot wydatków poniesionych na kampanię (PiS wydał na nią 38 mln zł). Wreszcie, o 10,8 mln zł zostanie obniżona coroczna subwencja, jaką partia będzie dostawać do końca kadencji, co oznacza, że PiS będzie dostawał 15,1 mln zł zamiast 25,9 mln zł. W sumie mowa więc o stracie 57,6 mln zł. Decyzja nie jest jednak prawomocna i przysługuje od niej skarga do Sądu Najwyższego, który będzie miał 60 dni na jej rozpatrzenie. Aby utrzymać płynność finansową partia rozpoczęła zbiórkę. Poza wpłatami od wyborców ugrupowanie zobowiązało do tego samego swoich parlamentarzystów.

## Wojna cenowa

Wojna cenowa pomiędzy największymi dyskontami nie ustaje. Ma to wpływ na cały sektor. Efekty widać w raportach poszczególnych spółek, gdzie widać istotne pogorszenie wyników finansowych. Słabsze od prognoz wyniki w ostatnim czasie pokazała grupa Jeronimo Martins – właściciel Biedronki, Dino czy Eurocash. Widać, że wojna cenowa nie oszczędza nikogo.

## Obligacje skarbowe

Ministerstwo Finansów zdecydowało, że od września zmieni się oprocentowanie wszystkich obligacji detalicznych, a także podniesiona zostanie opłata za przedterminowy wykup emitowanych obligacji. Najważniejszą zmianą jest obniżenie oprocentowania najpopularniejszych ostatnio trzyletnich obligacji stałokuponowych. W sierpniu ich oprocentowanie wynosiło 6,2%, od września będzie to 5,95% rocznie. Jednocześnie wzrastają również opłaty za przedterminowy wykup obligacji. W ostatnich okresach rosła skala zjawiska umarzania obligacji COI (antyinflacyjne 4-latki) na rzecz inwestycji w obligacje TOS (stałokuponowe 3-latki). Stawki za przedterminowy wykup obligacji od teraz będą wyższe, dla przykładu przedterminowy wykup obligacji COI będzie wiązał się z opłatą 2zł, podczas gdy do tej pory było to 0,7zł.

## Najważniejsze z rynku obligacji korporacyjnych

### 1. PragmaGO

Spółka pozyskała z publicznej oferty obligacji 30 mln zł. Tym razem PragmaGO wyemitowała obligacje zabezpieczone. Ze względu na dodanie zabezpieczenia dalszemu obniżeniu uległa oferowana marża. Obligacje są oprocentowane na WIBOR 3M + 3,5% marży. Redukcja zapisów i tym razem była wysoka i wyniosła 62%. W ostatniej emisji obligacji niezabezpieczonych spółka uplasowała je przy marży 4,5%.

### 2. Best

Windykator pozyskał z publicznej oferty obligacji 40 mln zł. Redukcja zapisów wyniosła 65%. Są to pięcioletnie niezabezpieczone obligacje oprocentowane na WIBOR 3M + 4,2% marży. Oferowana marża została obniżona o 0,3% względem emisji przeprowadzonej niespełna miesiąc wcześniej (wtedy redukcja wyniosła 82%

### 3. Tag Immobilien

Grupa TAG Immobilien wyemitowała 5,5-letnie obligacje o stałym oprocentowaniu 4,25 proc. i łącznej wartości 500 mln EUR - podała grupa w komunikacie prasowym. Środki zostaną przeznaczone na cele korporacyjne, w tym dalszy rozwój polskiego portfela najmu, refinansowanie wygasających w przyszłości zobowiązań oraz wzmocnienie ratingów na poziomie inwestycyjnym. Jak podano, na wyemitowane obligacje zanotowano 5-krotną nadsubskrypcję.

#### 4. Cyfrowy Polsat

W minionym kwartale grupa Cyfrowy Polsat miała 3,45 mld zł przychodu, 865 mln zł zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację (EBITDA), 396 mln zł zysku operacyjnego (wzrost o 20 proc.) oraz 176 mln zł zysku netto. Wzrost przychodów i zysków to w głównej mierze zasługa coraz wyższych przychodów ze sprzedaży energii, czyli nowego i kapitałochłonnego biznesu giełdowej grupy.

#### 5. Develia

Develia zawarła ze spółką zależną AFI Europe przedwstępłą umowę sprzedaży terenu inwestycyjnego przy ul. Kolejowej we Wrocławiu. Ustalona na 50,5 mln zł netto cena jest wyższa niż wartość wykazana w ostatnim sprawozdaniu finansowym grupy (46,2 mln zł). Transakcja ma zostać sfinalizowana do końca 2024 roku. Zawarcie umowy przyrzeczonej nastąpi pod warunkiem nieskorzystania przez gminę Wrocław z przysługującego jej prawa pierwokupu nieruchomości. Sprzedaż gruntu przy to kolejny etap realizacji głównego celu strategii na lata 2024-2028, jakim jest dezinwestycja aktywów komercyjnych. Zgodnie z uzyskanym przez Develię pozwoleniem na budowę (w maju 2023 roku) na gruncie przy ul. Kolejowej może powstać obiekt biurowo-hotelowy z częścią handlowo-usługową.

#### 6. Kredyt Inkaso

W ramach przeglądu opcji strategicznych, zaproponowano trzy opcje, o których akcjonariusze Kredyt Inkaso będą decydować w najbliższą środę. Pierwszą z opcji jest wydzielenie zorganizowanej części przedsiębiorstwa i przeniesienie jej do firmy Best, co wiązałoby się także z operacjami na akcjach, tak by Best przestał być akcjonariuszem Kredyt Inkaso. Druga opcja zakłada sprzedaż aktywów do podmiotów zewnętrznych. Trzecia możliwość zakłada utrzymanie statusu quo.

#### 7. Anwim

Po słabym I kwartale 2024 i odnotowanej wtedy stracie netto, poprawa wyników w II kwartale pozwoliła spółce na osiągnięcie w pierwszej połowie roku dodatniego zysku netto. Skonsolidowany zysk netto Anwimu wyniósł 77 tys. zł w pierwszym półroczu. Środki pieniężne na koniec półrocza wzrosły do 170 mln zł ze 135 mln zł kwartał wcześniej. Zadłużenie netto spadło o 4 mln zł do 204 mln zł. Stanowiło więc ono 2,02x 12-miesięcznego zysku EBITDA wobec 2,41x w dwóch poprzednich kwartałach.

#### 8. Aktywa funduszy obligacji korporacyjnych

Zgodnie z opracowaniem obligacje.pl na koniec lipca fundusze obligacji korporacyjnych zarządzały aktywami o wartości ponad 14 mld zł, czyli o 4,8 proc. (642 mln zł) wyższymi niż miesiąc wcześniej. Od dołka w maju 2023 r. wzrost wynosi już 85 proc.

#### 9. Olivia Business Centre

Spółka z emisji obligacji pozyskała 11,68 mln EUR. Pierwotna oferta sięgała 10 mln EUR, jednak ze względu na zainteresowanie inwestorów wartość przydzielonych obligacji została zwiększona. Oprocentowanie papierów jest liczone w oparciu o wskaźnik EURIBOR 6M + 4,7% marży.

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Wszelkie przedstawione analizy, komentarze i konkluzje stanowią osobiste poglądy autora wyrażone w oparciu o posiadaną fachową wiedzę dotyczącą funkcjonowania rynku finansowego.

**Niniejszy materiał jest publikacją handlową Michael / Ström Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie**

Niniejszy materiał:

- a) nie stanowi rekomendacji w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi;
- b) nie jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego go dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy;
- c) nie spełnia standardów rekomendacji inwestycyjnej określonych w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.