

Agencja Ratingowa

EuroRatingTM

www.EuroRating.com

tel.: +48 22 349 24 89 fax: +48 22 349 28 43

e-mail: info@eurorating.com

ul. Cynamonowa 19 lok. 548, 02-777 Warszawa (Poland)

**Poznański Fundusz
Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
z siedzibą w Poznaniu**

Raport ratingowy

Aktualny rating kredytowy

Perspektywa ratingu

BBB+

negatywna

EuroRating

Warszawa

28.09.2017 r.

SPIS TREŚCI

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym	3
1.1 Aktualny rating Funduszu	3
1.2 Zakres jakiego dotyczy rating	3
2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie	3
2.1 Dane rejestrowe	3
2.2 Historia Funduszu i przedmiot działalności	4
3. Analiza ekonomiczno-finansowa	5
3.1 Rachunek zysków i strat	5
3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe	10
3.3 Analiza wskaźnikowa	13
3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń	19
3.5 Ocena czynników niefinansowych	22
4. Podsumowanie analizy i ostateczna ocena ryzyka kredytowego	27
5. Skala ratingów agencji ratingowej EuroRating	30
6. Ujawnienia regulacyjne	31

1. Informacje o nadanym ratingu kredytowym

1.1 Aktualny rating Funduszu

Poziom ratingu	Perspektywa	Data nadania ratingu
BBB+	negatywna	28.09.2017
BBB+	negatywna	13.03.2017
BBB+	negatywna	29.11.2016
BBB+	stabilna	13.07.2016
BBB+	stabilna	04.05.2016
BBB+	stabilna	09.02.2016
BBB+	stabilna	15.09.2015
BBB+	stabilna	06.07.2015
BBB+	stabilna	02.04.2015
BBB+	stabilna	23.12.2014

Źródło: EuroRating

Główny analityk ratingowy

Kamil Kolczyński

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 24 33

e-mail: kamil.kolczynski@eurorating.com

Przewodniczący Komitetu Ratingowego

dr Piotr Dalkowski

Analityk Ratingowy

tel.: +48 22 349 21 46

e-mail: piotr.dalkowski@eurorating.com

1.2 Zakres jakiego dotyczy rating

Rating kredytowy nadany Poznańskiemu Funduszowi Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu dotyczy ryzyka związanego z udzielanymi przez Fundusz dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw poręczeniami kredytów bankowych, pożyczek i innych transakcji o charakterze zobowiązań finansowych (poręczenia wadiów przetargowych, leasingów, itp.). Rating określa ryzyko wystąpienia sytuacji, w której Fundusz stanie się niewypłacalny, tzn. nie będzie w stanie terminowo i w pełnej wysokości uregulować zobowiązań wynikających z udzielonych przez niego poręczeń, które zostały postawione w stan wymagalności przez banki (lub inne podmioty) akceptujące te poręczenia.

2. Podstawowe informacje o ocenianym podmiocie

2.1 Dane rejestrowe

Przedsiębiorstwo Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. zarejestrowane jest w Rejestrze Sądowym prowadzonym przez Sąd Rejonowy Poznań - Nowe Miasto i Wilda, Wydział VIII Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000110866; numer REGON 639711829; NIP 783-15-25-967. Kapitał zakładowy spółki wynosi 4.500.000 zł (opłacony w całości). Spółka została utworzona na czas nieograniczony.

Siedziba Funduszu mieści się w Poznaniu (61-827), przy Al. Marcinkowskiego 20. Zarząd spółki jest jednoosobowy – funkcję Prezesa Zarządu pełni pan Krzysztof Dylikowski.

Strukturę udziałową spółki według stanu na dzień sporządzania niniejszego raportu przedstawia tabela nr 2.1.

Tabela 2.1 Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. – struktura udziałowa

Lp.	Udziałowcy	Liczba udziałów (szt.)	Kapitał (tys. zł)	Udział w kapitale	Liczba głosów (szt.)	Udział w głosach
1	Bank Gospodarstwa Krajowego	4 000	2 000	44,4%	4 000	44,4%
2	PKO Bank Polski S.A.	3 000	1 500	33,3%	3 000	33,3%
3	Miasto Poznań	2 000	1 000	22,2%	2 000	22,2%
RAZEM		9 000	4 500	100,0%	9 000	100,0%

Źródło: PFPK Sp. z o.o.

Największym udziałowcem Funduszu jest Bank Gospodarstwa Krajowego, posiadający 44,4% udział w kapitale zakładowym spółki. Pozostałe udziały (stanowiące razem nieco ponad połowę kapitału zakładowego PFPK) znajdują się w posiadaniu założycieli spółki: Miasta Poznań oraz banku PKO Bank Polski S.A.

2.2 Historia i przedmiot działalności

Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. został utworzony w grudniu 1999 roku dzięki wspólnym staraniom władz Miasta Poznania i Banku PKO BP S.A. Fundusz rozpoczął działalność operacyjną w połowie 2000 roku.

W 2004 roku w ramach rządowego programu „Kapitał dla Przedsiębiorczych” udziały w PFPK objął Bank Gospodarstwa Krajowego w Warszawie. Fundusz wszedł dzięki temu w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej, skupiającej fundusze poręczeniowe, w których BGK posiada udziały.

W roku 2005 Fundusz rozpoczął udział w realizowanym przez PARP Sektorowym Programie Operacyjnym „Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw” (SPO-WKP), zyskując w ten sposób kolejne środki (w postaci dotacji unijnych) powiększające posiadany kapitał poręczeniowy.

W 2007 roku PFPK nawiązał współpracę w zakresie działalności poręczeniowej z Samorządowym Funduszem Poręczeń Kredytowych w Gostyniu. Dzięki podpisanej umowie o partnerstwie oba Fundusze zyskały możliwość zwiększenia poziomu poręczenia z 60% do 80% wartości kredytu oraz powiększenia maksymalnej kwoty poręczenia z 650 tys. zł do 1,1 mln zł.

W II. połowie 2010 roku PFPK zawarł z Bankiem Gospodarstwa Krajowego (jako menedżerem projektu) pierwszą umowę na wsparcie w ramach kolejnego programu unijnego „Wspólne Europejskie Zasoby dla Mikro, Małych i Średnich Przedsiębiorstw” (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises – JEREMIE). Wsparcie to polega na reporeczaniu poręczeń udzielanych przez Fundusz.

Do chwili obecnej Fundusz otrzymał od menedżera projektu osiem kolejnych limitów na reporeczenia w ramach JEREMIE.

Od momentu powstania PFPK jest jednym z najbardziej aktywnych funduszy poręczeniowych w Polsce. W lipcu 2007 roku nastąpiło rozszerzenie działalności Funduszu na teren całego województwa wielkopolskiego.

Celem Funduszu jest wspieranie bieżącej działalności i rozwoju mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw z terenu województwa wielkopolskiego poprzez poręczanie kredytów i pożyczek. Fundusz nie jest przedsiębiorstwem nastawionym na maksymalizację zysku, a wszelkie wypracowywane nadwyżki przeznaczane są na działalność statutową (instytucja *not-for-profit*).

3. Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat Poznańskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych za lata 2014-2016 oraz za I. połowę 2017 roku przedstawia tabela nr 3.1.

Przychody ze sprzedaży

PFPK wykazywał systematyczny wzrost przychodów ze sprzedaży do 2010 roku, związany ze wzrostem skali prowadzonej akcji poręczeniowej. W ciągu kolejnych trzech lat – przy dalszym wzroście liczby i wartości udzielanych poręczeń – miał z kolei miejsce istotny spadek wartości przychodów. Związane było to z rozpoczęciem przez PFPK od IV. kwartału 2010 roku udzielania poręczeń reporeczanych w ramach JEREMIE, które w latach 2011-2013 miały ponad 70-procentowy udział w sumie udzielanych poręczeń (od poręczeń w ramach JEREMIE Fundusz pobiera znacznie niższą prowizję).

W roku 2014 przychody ze sprzedaży ustabilizowały się na niskim poziomie 250-260 tys. zł, jednak w kolejnych dwóch latach były już znacznie wyższe (ok. 540-570 tys. zł). Wzrost przychodów wynikał głównie ze zwiększenia w latach 2015-2016 i w I. połowie 2017 roku udziału poręczeń w ramach kapitału własnego w łącznej wartości udzielanych poręczeń. Mniejszy niż w poprzednich latach udział poręczeń JEREMIE (ok. 45-50%, wobec 65-70% w latach 2011-2014) w sumie poręczeń udzielonych był pochodną braku ciągłości w ogłaszaniu i przeprowadzaniu kolejnych konkursów na limity reporeczeń. Dopiero od II. połowy 2016 roku wprowadzono nowy mechanizm przyznawania limitów – Fundusz po wykorzystaniu 75% przyznanych środków mógł wnioskować o kolejne środki. Formuła ta dotyczyła jednak tylko dwóch ostatnich edycji JEREMIE i ze względu na wygaszanie dofinansowania z perspektywy 2007-2013 nie będzie kontynuowana.

Tabela 3.1 Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– rachunek zysków i strat za lata 2014-2016* oraz za I. połowę 2017 roku

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	Za rok 2014	Za rok 2015	Za rok 2016	Za okres I-VI.2017
A. PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY	268,3	572,4	541,7	349,9
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	268,3	572,4	541,7	349,9
II. Zmiana stanu produktów	-	-	-	-
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	-	-	-	-
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-
B. KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	1 098,9	1 033,4	1 029,4	548,2
I. Amortyzacja	27,1	23,5	25,8	15,2
II. Zużycie materiałów i energii	29,0	27,1	25,2	14,5
III. Usługi obce	309,2	246,9	248,3	129,0
IV. Podatki i opłaty	1,5	2,5	3,6	10,3
V. Wynagrodzenia	515,1	553,4	577,3	300,3
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	90,9	100,6	95,3	59,3
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	126,1	79,3	54,0	19,5
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-
C. ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	(830,6)	(461,0)	(487,7)	(198,3)
D. POZOSTAŁE PRZYCHODY OPERACYJNE	1 909,5	1 406,9	1 784,5	290,0
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	10,2	-
II. Dotacje	1 890,0	825,9	689,3	289,0
III. Inne przychody operacyjne	19,5	581,0	1 085,0	0,9
E. POZOSTAŁE KOSZTY OPERACYJNE	1 667,8	685,5	1 211,9	234,1
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	1,2	-	12,1	-
III. Inne koszty operacyjne	1 666,6	685,5	1 199,8	234,1
F. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	(588,9)	260,4	84,9	(142,5)
G. PRZYCHODY FINANSOWE	594,3	460,6	379,6	207,6
I. Dywidendy i udziały w zyskach	-	-	-	-
II. Odsetki	594,3	460,6	379,6	207,6
III. Zysk ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	-	-	-	-
V. Inne	-	-	-	-
H. KOSZTY FINANSOWE	10,1	0,1	0,0	-
I. Odsetki	0,1	0,0	0,0	-
II. Strata ze zbycia inwestycji	-	-	-	-
III. Aktualizacja wartości inwestycji	10,0	-	-	-
IV. Inne	0,0	0,1	0,0	-
I. ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ	(4,7)	720,9	464,5	65,2
J. WYNIK ZDARZEŃ NADZWYCZAJNYCH	-	-	-	-
K. ZYSK (STRATA) BRUTTO	(4,7)	720,9	464,5	65,2
L. PODATEK DOCHODOWY	(10,5)	100,5	43,5	50,2
M. POZOSTAŁE OBOWIĄZKOWE ZMNIEJSZ. ZYSKU	-	-	-	-
N. ZYSK (STRATA) NETTO	5,8	620,4	421,0	14,9

Źródło: PFPK Sp. z o.o., *sprawozdania roczne zaudytowane

Oprócz przychodów z prowizji od udzielanych poręczeń PFPK uzyskuje także stosunkowo niewielkie przychody z działalności doradczej (w zakresie pomocy przedsiębiorcom przy sporządzaniu biznesplanów, pisaniu wniosków kredytowych oraz ogólnej kompleksowej pomocy we współpracy z bankiem przy staraniu się o kredyt). Opłaty za doradztwo stanowiły w ostatnich latach niecałe 10% ogółu przychodów ze sprzedaży.

Koszty operacyjne

Głównymi składnikami kosztów rodzajowych Funduszu są wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne (razem stanowiące w ostatnich latach ok. 55-65% łącznych kosztów działalności operacyjnej) oraz usługi obce (udział na poziomie ok. 25-30%).

Koszty działalności operacyjnej do roku 2013 charakteryzowały się stałą tendencją wzrostową, co przy jednoczesnym spadku wartości przychodów ze sprzedaży skutkowało szybkim wzrostem ujemnego wyniku brutto ze sprzedaży. Do roku 2010 wartość straty na tym poziomie RZiS wahała się w zakresie ok. 100-250 tys. zł, natomiast do roku 2013 wzrosła ona już do niemal 1 mln zł.

W latach 2014-2015 poziom ponoszonych kosztów rodzajowych obniżył się łącznie o kilkanaście procent, a w roku 2016 utrzymał się niemal bez zmian. Wraz ze wzrostem wartości przychodów przyczyniło się do znacznej redukcji wartości straty ze sprzedaży (do 831 tys. zł w roku 2014 i ok. 460-490 tys. zł w ciągu kolejnych dwóch lat). Po pierwszych dwóch kwartałach 2017 roku strata brutto na sprzedaży wyniosła 198,3 tys. zł i była nieco niższa niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Przy ocenie wyniku brutto ze sprzedaży PFPK należy wziąć pod uwagę fakt, że Fundusz otrzymuje w ramach projektu JEREMIE wysokie refundacje ponoszonych kosztów operacyjnych związanych z realizacją tego projektu. Ponadto, dzięki aktywnie prowadzonej akcji poręczeniowej i sprawnym wykorzystywaniu kolejnych limitów na reporeczenia, PFPK otrzymywał w ostatnich latach dodatkowo wysokie nagrody (tzw. zachęty) ze środków projektu JEREMIE. Refundacje wraz z zachętami wynosiły łącznie: w roku 2012 ok. 2,1 mln zł, w 2013 roku 1,4 mln zł, w 2014 roku 1,9 mln zł, w 2015 roku ok. 0,8 mln zł i 0,7 mln zł w 2016 roku. W I. półroczu 2017 roku refundacje JEREMIE wyniosły ok. 287 tys. zł. Kwoty te księgowane są przy tym na niższym poziomie rachunku zysków i strat – w poz. D.II. „dotacje”. Wynik ze sprzedaży skorygowany o w/w refundacje i nagrody od 2011 roku jest stale dodatni, a okresowo (w roku 2012 i 2014 roku) zysk brutto ze sprzedaży przekraczał 1 mln zł.

Aktywne i umiejętne wykorzystanie przez Poznański FPK możliwości, jakie daje Funduszowi projekt JEREMIE oraz związane z tym bardzo dobre wyniki finansowe na poziomie podstawowej działalności operacyjnej w kontekście oceny ryzyka kredytowego Funduszu oceniamy zdecydowanie pozytywnie.

Należy przy tym wspomnieć, że we wrześniu 2017 roku rozpisany zostanie pierwszy konkurs na środki pochodzące z perspektywy unijnej na lata 2014-2020. W województwie wielkopolskim zostanie zachowana formuła limitów reporeczeń jednak konkurs będzie rozstrzygany w oparciu o prawo zamówień publicznych. Może to oznaczać zmiany m.in. w wartościach kosztów zarządzania

(kto zaproponuje niższe będzie mieć większe szanse na uzyskanie limitu) oraz w grupie docelowej (np.: może zostać określony sublimit na poręczenia dla start-upów).

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

W ciągu ostatnich lat w „pozostałych przychodach operacyjnych” PFPK wykazywał głównie wymienione wcześniej otrzymywane refundacje kosztów oraz nagrody w ramach projektu JEREMIE (wykazywane w poz. D.II – „dotacje”), a także rozwiązane rezerwy na ryzyko związane z działalnością poręczeniową i drobne kwoty „innych przychodów operacyjnych” (poz. D.III).

Pozostałe koszty operacyjne dotyczyły natomiast głównie tworzenia rezerw na ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami, wykazywanych w „innych kosztach operacyjnych (poz. E.III).

Przychody i koszty finansowe

Uzyskiwane przez PFPK przychody finansowe związane były z otrzymywanymi odsetkami od lokat środków pieniężnych. Najwyższą dotychczas wartość (980,1 tys. zł) przychody z tego tytułu osiągnęły w roku 2012. Od tego czasu dochody z odsetek, pomimo dalszego lekkiego wzrostu wartości posiadanych przez PFPK środków pieniężnych, charakteryzowały się już tendencją malejącą. Związane jest to ze spadkiem stóp procentowych i obniżającym się oprocentowaniem lokat bankowych.

Wykazywane przez spółkę koszty finansowe miały znikome wartości (dotyczyły one kosztów leasingu, a w 2014 roku również odpisu wartości udziałów w KGP Sp. z o.o.), w związku z czym saldo przychodów i kosztów finansowych było stale dodatnie i w sposób bardzo istotny wpływało na powiększanie ostatecznego wyniku finansowego PFPK.

Wynik finansowy

Stosowana przez agencję ratingową EuroRating metodologia oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych zakłada, iż w wyniku finansowym w ujęciu ekonomicznym (obrazującym rzeczywistą rentowność Funduszu w danym okresie) nie jest uwzględniane tworzenie i rozwiązywanie przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne. W odróżnieniu bowiem od rezerw celowych, nie jest to rezerwa związana bezpośrednio z poręczeniami zagrożonymi. Ponadto wynik netto korygowany jest również o kwoty otrzymanych dotacji na powiększenie kapitału poręczeniowego (jeśli były księgowane przez RZiS) oraz ewentualne bezpośrednie odpisy kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych. W przypadku Funduszy wykazujących zbyt niskie stany rezerw celowych w odniesieniu do portfela poręczeń na ryzyku własnym dokonywana jest także korekta wyniku finansowego o zmianę salda dodatkowo doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu rezerw.

W przypadku Poznańskiego FPK dotacje wykazywane w rachunku zysków i strat dotyczą refundacji kosztów operacyjnych związanych z realizacją JEREMIE. Dotacje z tego tytułu nie podlegają więc korektom przy wyliczaniu skorygowanego wyniku finansowego. Fundusz nie dokonuje również bezpośrednich odpisów kosztów ryzyka w ciężar pozycji bilansowych. Wynik netto korygujemy

natomiast o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne, a w przypadku roku 2016 także o zmianę salda dodatkowo doliczanych przez EuroRating (na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu) rezerw celowych na poręczenia zagrożone (kwestia ta została omówiona bardziej szczegółowo w punkcie 3.4).

Skorygowany wynik netto za lata 2014-2016 oraz za I. połowę 2017 roku przedstawia tabela 3.2.

Tabela 3.2 Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. – skorygowany wynik finansowy

Lp.	Wynik skorygowany (tys. zł)	2014	2015	2016	I-VI.2017
1	Księgowy wynik netto	5,8	620,4	421,0	14,9
2	Korekta o zmianę salda rezerwy na ryzyko ogólne	969,6	332,7	914,9	-198,0
3	Korekta o zmianę salda dodatkowych rezerw celowych	0,0	0,0	-170,9	170,9
4	Wynik skorygowany = [1] + [2] + [3]	975,4	953,1	1 164,9	-12,1

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych i sprawozdań finansowych PFPK Sp. z o.o.

W latach 2008-2012 Fundusz notował dodatnie i rosnące skorygowane wyniki finansowe netto. Wyniki te uległy poprawie szczególnie po 2010 roku, kiedy po rozpoczęciu realizacji projektu JEREMIE Fundusz zaczął otrzymywać refundacje poniesionych kosztów operacyjnych oraz nagrody za sprawne wykorzystywanie przyznanych limitów. Duże zmiany ich wartości w poszczególnych latach przyczyniały się do relatywnie wysokich wahań skorygowanych wyników finansowych PFPK. W latach 2012 i 2014, kiedy Fundusz otrzymał szczególnie wysokie „zachęty” za sprawne wykorzystanie limitów na reporeczenia, wynik finansowy osiągnął najwyższe dotychczas poziomy, odpowiednio: 1,9 i 1,0 mln zł, co odpowiadało 11,4% i 5,6% średniego kapitału własnego Spółki.

Natomiast w roku 2013, przy znacznie niższym poziomie nagród w ramach JEREMIE, skorygowany wynik finansowy Funduszu był już ujemny. Na znaczną stratę z 2013 roku, oprócz niższych niż w pozostałych latach refundacji kosztów i nagród, wpłynął również duży wzrost wartości rezerw celowych, wynikający z pogorszenia się jakości poręczanych kredytów. PFPK tworzenie tych rezerw księgował przy tym w ciężar rezerwy na ryzyko ogólne, która została wówczas w większości rozwiązana.

Na wysokie dodatnie wartości wyniku skorygowanego w latach 2014-2016 wpływ miał wzrost przychodów ze sprzedaży, spadek ponoszonych kosztów rodzajowych, a także dużo wyższe niż w poprzednich latach wartości rozwiązanych rezerw celowych.

Ze względu na spadek poziomu utworzonych przez PFPK rezerw celowych poniżej równowartości 4,0% aktywnych poręczeń na ryzyku własnym Funduszu, zgodnie z metodologią stosowaną przez EuroRating konieczne było doliczenie na potrzeby oceny ryzyka kredytowego dodatkowych rezerw w kwocie 170,9 tys. zł, co pomniejszyło skorygowany wynik Funduszu. W I. połowie 2017 roku rezerwy celowe utworzonych przez PFPK ponownie wzrosły powyżej równowartości 4% portfela poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu, przez co korekta z końca 2016 roku została odwrócona. Niemniej jednak ze względu na zmniejszenie stanu rezerwy na ryzyko ogólne w I. połowie 2017 roku, skorygowany wynik był ujemny i wyniósł -12,1 tys. zł.

Ogólnie dodatnie (i okresowo stosunkowo wysokie) wartości skorygowanego wyniku netto PFPK oceniamy pozytywnie, jednakże do czynników ryzyka zaliczamy dużą w ostatnim czasie zmienność wypracowywanych wyników, a także niepewność związaną z warunkami wsparcia akcji poręczeniowej w ramach nowej perspektywy unijnej na lata 2014-2020 (w przypadku PFPK istnieje ryzyko potencjalnego spadku przychodów z tytułu refundacji oraz nagród).

3.2 Bilans i pozycje pozabilansowe

Bilans Poznańskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. zaprezentowany został w dwóch tabelach. Tabela nr 3.3 przedstawia aktywa, natomiast tabela nr 3.4 – pasywa Funduszu wg stanu na koniec lat 2014-2016 oraz na koniec II. kwartału 2017 roku.

Aktywa

**Tabela 3.3 Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– bilans (aktywa) na koniec lat 2014-2016* oraz na koniec II. kwartału 2017 roku**

Bilans – aktywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 30.06.2017
A. AKTYWA TRWAŁE	46,5	48,3	148,3	166,1
I. Wartości niematerialne i prawne	-	-	31,0	59,0
II. Rzeczowe aktywa trwałe	44,7	48,3	116,8	106,6
III. Należności długoterminowe	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	-	-	-	-
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,8	-	0,5	0,5
B. AKTYWA OBROTOWE	22 353,3	23 241,8	23 463,5	23 679,2
I. Zapasy	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	13,0	19,4	46,7	39,4
1. Należności od jednostek powiązanych	-	-	-	-
2. Należności od pozostałych jednostek	13,0	19,4	46,7	39,4
a) z tytułu dostaw i usług	3,3	9,1	18,0	24,5
b) z tytułu podatków, dotacji i ceł	9,7	-	16,3	-
c) inne	0,0	10,2	12,4	14,9
d) dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	22 021,0	23 018,5	22 987,7	23 384,1
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	22 021,0	23 018,5	22 987,7	23 384,1
a) w jednostkach powiązanych	-	-	-	-
b) w pozostałych jednostkach	-	-	-	-
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	22 021,0	23 018,5	22 987,7	23 384,1
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	5 061,8	5 268,5	17,7	8,5
- inne środki pieniężne	-	-	-	20 390,0
- inne aktywa pieniężne	16 959,2	17 750,0	22 970,0	2 985,6
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	319,4	203,9	429,1	255,6
AKTYWA RAZEM	22 399,8	23 290,1	23 611,7	23 845,2

Źródło: PFPK Sp. z o.o. *sprawozdania roczne zaudytowane

Struktura aktywów PFPK jest typowa dla działalności funduszu poręczeniowego: majątek spółki stanowią niemal wyłącznie aktywa krótkoterminowe (obrotowe).

Majątek trwały stanowił w ostatnich latach zaledwie 0,1-0,7% łącznej wartości aktywów spółki i składały się na niego głównie rzeczowe aktywa trwałe oraz wykazywane w „wartościach niematerialnych i prawnych” nakłady na aplikację do zarządzania bazami danych Funduszu.

Aktywa obrotowe Funduszu składają się niemal w całości z inwestycji krótkoterminowych. PFPK w poprzednich latach lokował posiadane środki w depozytach bankowych, bonach i obligacjach skarbowych oraz obligacjach komunalnych. Od roku 2007 Fundusz trzyma środki wyłącznie na lokatach bankowych.

Wykazywana okresowo wysoka wartość pozycji B.III.1.a – „inwestycje krótkoterminowe w jednostkach powiązanych” dotyczy lokat o terminie zapadalności powyżej 3 miesięcy dokonywanych w bankach PKO BP i/lub BGK, które są udziałowcami Poznańskiego FPK.

Ponadto w aktywach obrotowych Fundusz wykazuje drobne kwoty bieżących należności oraz krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe, gdzie ujmowane są głównie należności do rozliczenia z tytułu refundacji kosztów JEREMIE oraz naliczone, ale nie wypłacone do dnia bilansowego odsetki od lokat bankowych.

Strukturę aktywów PFPK z punktu widzenia oceny ich jakości i płynności oceniamy bardzo pozytywnie.

Pasywa

Bilansowa wartość kapitału własnego spółki w latach 2008-2011 pozostawała na stabilnym poziomie ok. 14,8-14,9 mln zł. W roku 2012, kiedy to PFPK wykazał relatywnie wysoki księgowy zysk netto związany z otrzymaną nagrodą w ramach JEREMIE, kapitał własny wzrósł wówczas do 16,4 mln zł. Z kolei począwszy od 2014 roku kapitał Funduszu rośnie z roku na rok (najpierw dzięki zwrotowi podatku CIT dotyczącego dofinansowania SPO-WKP, a w kolejnych latach w wyniku wypracowanych przez Fundusz zysków).

Pomimo wzrostu nominalnej wartości kapitału własnego PFPK, jego udział w strukturze pasywów Funduszu ulegał w ostatnich latach systematycznemu obniżaniu: z 95% w roku 2008 do 76% na koniec roku 2014 i w kolejnych latach. Związane było to z rosnącym poziomem rezerw na ryzyko poręczeń (w tym w szczególności rezerw celowych).^{*} Nadal jednak **strukturę pasywów PFPK należy ocenić jako odpowiednią dla funduszu poręczeniowego oraz bezpieczną, co pozytywnie wpływa na ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.**

^{*} Kwestia tworzenia rezerw na ryzyko z tytułu poręczeń omówiona została szerzej w punkcie 3.4.

Tabela 3.4 Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o.
– bilans (pasywa) na koniec lat 2014-2016* oraz na koniec II. kwartału 2017 roku

Bilans – pasywa (tys. zł)	Na dzień 31.12.2014	Na dzień 31.12.2015	Na dzień 31.12.2016	Na dzień 30.06.2017
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	17 017,8	17 638,3	18 059,3	18 074,2
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	4 500,0	4 500,0	4 500,0	4 500,0
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-
III. Udziały (akcje) własne	-	-	-	-
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	1 915,6	2 517,8	3 138,3	3 559,3
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	10 000,0	10 000,0	10 000,0	10 000,0
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	596,4	-	-	-
VIII. Zysk (strata) netto	5,8	620,4	421,0	14,9
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	5 382,0	5 651,9	5 552,4	5 771,0
I. Rezerwy na zobowiązania	5 330,8	5 577,1	5 500,1	5 716,4
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku	-	-	-	-
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-
3. Pozostałe rezerwy	5 330,8	5 577,1	5 500,1	5 716,4
II. Zobowiązania długoterminowe	-	-	-	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	20,1	60,1	45,8	49,8
1. Wobec jednostek powiązanych	0,2	-	-	-
2. Wobec pozostałych jednostek	19,9	60,1	45,8	49,8
- kredyty i pożyczki	-	6,1	-	-
- z tytułu dostaw i usług	14,0	22,5	20,7	26,3
- z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń	0,0	24,0	16,7	22,1
- z tytułu wynagrodzeń	-	-	0,2	-
- inne	5,9	7,5	8,2	1,4
3. Fundusze specjalne	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	31,0	14,7	6,6	4,8
PASYWA RAZEM	22 399,8	23 290,1	23 611,7	23 845,2

Źródło: PFPK Sp. z o.o. *sprawozdania roczne zaudytowane

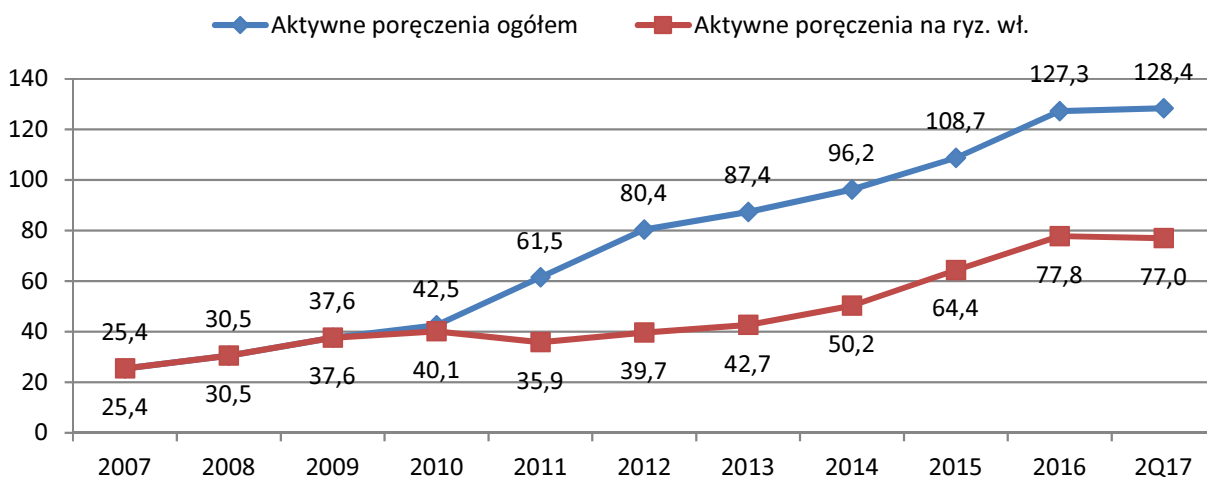
Pozycje pozabilansowe

Udzielane przez Fundusz poręczenia księgowane są jako pozabilansowe zobowiązania warunkowe.

Wartość aktywnych poręczeń PFPK w ciągu dziesięciu ostatnich lat charakteryzowała się stałą tendencją wzrostową. Najwyższą dotychczas wartość (132,6 mln zł) portfel poręczeń aktywnych osiągnął na koniec I. kwartału 2017 r.

Ponieważ od roku 2010 Fundusz uzyskiwał reporeczenia w ramach JEREMIE na większość udzielanych poręczeń, wartość poręczeń obciążających ryzyko własne spółki rosła w znacznie wolniejszym tempie. Najwyższy dotychczas poziom (83,2 mln zł) osiągnęła ona przy tym na koniec III. kwartału 2017 r., po czym w kolejnych kwartałach oscylowała w zakresie 74-78 mln zł.

Wykres 3.1 PFPK Sp. z o.o. – wartość aktywnych poręczeń (mln zł)



Źródło: PFPK Sp. z o.o.

3.3 Analiza wskaźnikowa

Wartości najważniejszych parametrów finansowych oraz analizę wskaźnikową Funduszu przedstawia tabela nr 3.5. oraz wykresy 3.2-3.3

Skorygowany kapitał poręczeniowy

Według metodologii oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych stosowanej przez agencję ratingową EuroRating aktualną wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego oblicza się według formuły: skorygowany kapitał własny (uwzględniający m.in. również rezerwę na ryzyko ogólne) + otrzymane bezzwrotne dotacje na podwyższenie kapitału poręczeniowego (jeśli zostały zaksięgowane w pozycjach pasywów innych niż kapitał własny oraz w ujęciu ekonomicznym mogą być traktowane jako składnik kapitału poręczeniowego) + 75% środków zwrotnych w ramach RPO (w przypadku funduszy korzystających z tego typu wsparcia).

Dla potrzeb wyliczenia skorygowanego kapitału własnego PFPK dokonujemy następujących korekt:

- do I. kwartału 2011 roku oraz w drugiej połowie 2016 roku korekta *in minus* o wartość doliczanych przez EuroRating na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Funduszu dodatkowych rezerw celowych (do minimalnego wymaganego poziomu 4%);
- do końca 2012 roku i od IV. kwartału 2016 roku korekta *in minus* o całość wykazywanych w bilansie drobnych kwot „wartości niematerialnych i prawnych” z uwagi na fakt, że nie mają one rzeczywistej wartości zbywczej;
- w okresie I. kw. 2011 – III. kw. 2014 korekta *in minus* o 100% „inwestycji długoterminowych” (poz. A.IV aktywów) dotyczących posiadanych przez Fundusz udziałów w spółce specjalnego przeznaczenia KGP Sp. z o.o.; począwszy od IV. kwartału 2014 roku w bilansie PFPK kwota ta już nie występuje (Fundusz dokonał wówczas odpisu na całą wartość udziałów w KGP Sp. z o.o.);

- przez cały analizowany okres dokonywana jest korekta *in minus* o 30% wartości „rzeczowych aktywów trwałych” (poz. A.II aktywów) z uwagi na niską płynność tego typu aktywów;
- *in plus* korygowana jest wartość utworzonej przez Fundusz rezerwy na ryzyko ogólne.

Tabela 3.5 PFPK Sp. z o.o. – najważniejsze dane i wskaźniki finansowe

Lp.		2014	2015	2016	VI.2017
1	Kapitał poręczeniowy wyliczany przez Fundusz (tys. zł)	16 416	22 342	23 194	18 059
2	Kapitał poręczeniowy skorygowany (tys. zł)	18 303	19 255	20 368	20 331
3	Aktywne poręczenia na koniec okresu razem (tys. zł)	96 229	108 729	127 290	128 399
4	- w tym poręczenia reporęczane w ramach JEREMIE (tys. zł)	60 343	57 873	64 264	66 728
5	- w tym kwota reporęczana (tys. zł)	45 992	44 362	49 501	51 441
6	Aktywne poręczenia na ryzyku Funduszu (tys. zł)	50 237	64 367	77 789	76 959
7	Mnożnik 1 = [3] / [1]	5,86	4,87	5,49	7,11
8	Mnożnik 2 (skorygowany) = [6] / [2] *	2,74	3,34	3,82	3,79
9	Liczba aktywnych poręczeń	825	842	903	911
10	- w tym poręczenia reporęczane w ramach JEREMIE	536	463	453	462
11	Wartość średniego poręczenia (tys. zł)	117	129	141	141
12	Średnie poręczenie do łącznej wartości portfela	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
13	Średnie poręczenie do kapitału poręczeniowego *	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%
14	Suma wartości 20 największych aktywnych poręczeń (tys. zł)	12 487	12 050	12 045	12 045
15	- w tym poręczenia na ryzyku własnym (tys. zł)	624	603	602	602
16	Przeciętne największe poręczenie (tys. zł)	7 674	9 075	9 913	8 265
17	20 największych poręczeń / Aktywne poręczenia	13,0%	11,1%	9,5%	9,4%
18	20 największych poręczeń / Kapitał poręczeniowy *	68,2%	62,6%	59,1%	59,2%
19	Przeciętne największe poręczenie / Kapitał poręczeniowy *	3,4%	3,1%	3,0%	3,0%
20	20 najw. poręcz. na ryzyku własnym / Skorygowany kap. wł.	41,9%	47,1%	48,7%	40,7%
21	Wartość wypłaconych poręczeń w ciągu 4 kwartałów (tys. zł)	244	0	254	134
22	Wartość wypłaconych poręczeń na ryz. wł. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	98	0	51	27
23	Wypłacone poręczenia brutto / Średni stan aktywnych poręczeń	0,3%	0,0%	0,2%	0,1%
24	Wartość odzyskanych należności z tyt. por. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	17	0	0	0
25	Wartość odzysk. należn. z tyt. por. na ryz. wł. w ciągu 4 kw. (tys. zł)	17	0	0	0
26	Wypłacone poręczenia netto / Średni kapitał poręczeniowy *	1,3%	0,0%	1,3%	0,7%
27	Wypłacone poręczenia netto na ryz. wł. / Śr. skorygowany KW	0,5%	0,0%	0,3%	0,1%
28	Skorygowany wynik finansowy za 4 kw. / Śr. skorygowany KW	5,6%	5,1%	5,9%	3,0%

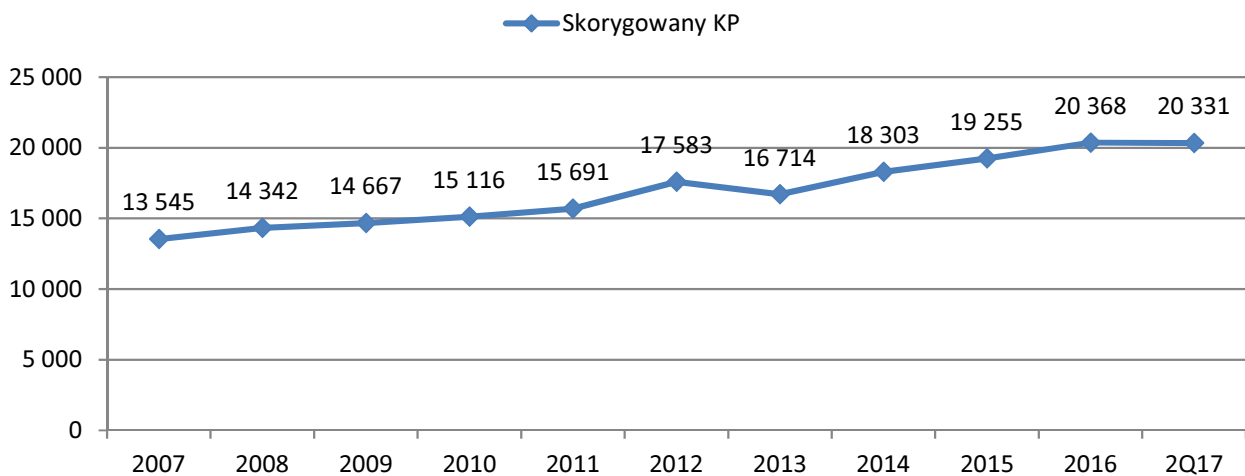
* Wskaźniki wyliczone w oparciu o skorygowany kapitał poręczeniowy

Źródło: PFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Ostatecznie **wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego** [2] wyliczanego przez EuroRating (który w przypadku Poznańskiego FPK jest tożsamy ze skorygowanym kapitałem własnym Spółki), służącego do obliczania wskaźników opartych na wartości kapitału poręczeniowego (zaprezentowanych w tabeli 3.6), **wyniosła na koniec II. kwartału 2017 roku 20,3 mln zł**. Była to kwota o 2,3 mln zł wyższa od wartości podawanej przez sam Fundusz (18,1 mln zł).

Wykres 3.2 przedstawia wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego (w przypadku PFPK równego wartości kapitału własnego) w latach 2007-2016 oraz na koniec I. półrocza 2017 roku.

Wykres 3.2 PFPK Sp. z o.o. – wartość skorygowanego kapitału poręczeniowego (tys. zł)



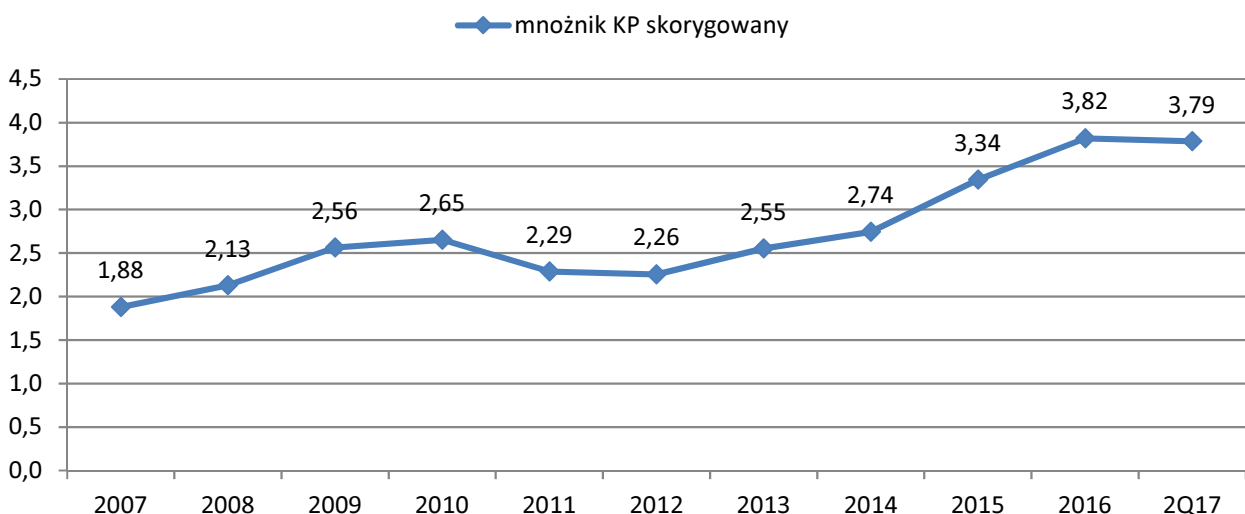
Źródło: PFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Skala zaangażowania w akcję poręczeniową

Skala zaangażowania funduszu poręczeniowego w akcję poręczeniową w relacji do posiadanego kapitału jest jednym z najważniejszych czynników wpływających na (obecną i przyszłą) sytuację finansową funduszu oraz poziom jego ryzyka kredytowego.

Wartości mnożnika kapitału poręczeniowego (w przypadku PFPK równego wartości mnożnika kapitału własnego spółki) w latach 2007-2016 oraz na koniec II. kwartału 2017 roku przedstawia wykres 3.3.

Wykres 3.3 PFPK Sp. z o.o. – wartość mnożnika skorygowanego kapitału poręczeniowego



Źródło: PFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych od początku swojej działalności szybko zwiększał liczbę i wartość udzielanych poręczeń. Wzrost wartości portfela poręczeń [3] był przy tym szybszy niż wzrost wartości kapitału poręczeniowego [2], który w latach 2005-2008 zwiększał się dzięki otrzymanywanym przez fundusz dotacjom w ramach SPO-WKP. W rezultacie systematycznie rosła wartość mnożnika kapitałowego [8], który na koniec 2008 roku po raz pierwszy przekroczył wartość 2,0.

W IV. kwartale 2010 roku PFPK rozpoczął realizację projektu JEREMIE, polegającego na uzyskiwaniu reporeczeń ze środków unijnych dla udzielanych przez fundusz poręczeń. Ponieważ w latach 2011-2014 ponad 70% poręczeń podlegało reporeczeniom w ramach JEREMIE, pomimo iż Fundusz nadal dynamicznie zwiększał łączną wartość portfela poręczeń aktywnych, wartość poręczeń na ryzyku własnym Funduszu rosła znacznie wolniej. Przy jednoczesnym lekkim wzroście wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego [2] (w przypadku PFPK tożsamego ze skorygowanym kapitałem własnym spółki), skorygowany mnożnik kapitałowy [8] utrzymywał się na stosunkowo stabilnym poziomie w zakresie ok. 2,2-2,7.

W latach 2015-2016 sukcesywnie wzrastała wartość poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu (do najwyższego dotychczas poziomu 83,2 mln zł w III. kwartale 2016 roku, wobec 50 mln zł na koniec 2014 r.), na skutek czego skorygowany mnożnik w I. kwartale 2015 roku po raz pierwszy przekroczył poziom 3,0, a w III. kwartale 2016 roku osiągnął najwyższą dotychczas wartość 4,19.

Wzrost ekspozycji własnej na ryzyko udzielanych poręczeń spowodowany był m.in. brakiem ciągłości w ogłaszaniu i rozstrzyganiu kolejnych konkursów o limity reporeczeniowe JEREMIE (Fundusz był zmuszony udzielać poręczeń na ryzyku własnym łącznie przez kilka miesięcy w ciągu ostatnich dwóch lat). Sytuację tą czasowo poprawił nowy mechanizm zawarty w ostatnim konkursie na reporeczenia JEREMIE z perspektywy 2007-2013. Fundusz uzyskawszy VII. limit reporeczeń mógł wnioskować o kolejny już w chwili wykorzystania 75% dostępnych środków. Rozwiązanie to przyczyniło się do wzrostu udziału poręczeń JEREMIE w sumie poręczeń udzielanych i do obniżenia wartości mnożnika kapitału poręczeniowego poniżej poziomu 4,0 – w okresie IV. kw. 2016 r. – II. kw. 2017 r. skorygowany mnożnik utrzymywał się na poziomie ok. 3,7-3,8.

Z informacji uzyskanych od Funduszu wynika, że istnieje duże prawdopodobieństwo, iż limity reporeczeń ze środków unijnych z perspektywy na lata 2014-2020 będą przynawane na podobnych, zapewniających ciągłość finansowania zasadach.

Obserwowany w ostatnich dwóch latach poziom relacji wartości portfela poręczeń na ryzyku własnym Funduszu do skorygowanego kapitału własnego spółki oceniamy już jako zbyt wysoki w odniesieniu do bieżącego poziomu ratingu kredytowego nadanego Funduszowi. Jakkolwiek pozytywnie oceniamy utrzymywanie się mnożnika w ciągu ostatnich trzech kwartałów na poziomie niższym niż dotychczasowe maksimum osiągnięte w III. kwartale 2016 r., to bierzemy również pod uwagę ryzyko, że w najbliższym czasie Fundusz może ponownie zostać zmuszony do zwiększania ekspozycji własnej na poręczenia, co może skutkować ponownym wzrostem mnożnika.

PFPK niemal całkowicie wykorzystał już bowiem ostatni limit na reporeczenia z perspektywy unijnej 2007-2013, a nowe wsparcie w ramach perspektywy na lata 2014-2020 może zostać uruchomione dopiero na początku 2018 r.

Koncentracja portfela poręczeń

W ciągu ostatnich lat przeciętna wartość poręczeń znajdujących się w portfelu PFPK [11] rosła systematycznie: z poziomu 38 tys. zł w roku 2004 do ponad 140 tys. zł w I. połowie 2017 roku. Nieco szybciej rosła przy tym ogólna wartość portfela aktywnych poręczeń [3], w rezultacie czego średnia wartość poręczenia w relacji do portfela aktywnych poręczeń [12] charakteryzowała się ogólną tendencją malejącą. W ciągu ostatnich 2-3 lat wartość średniego poręczenia w relacji do całego portfela oscylowała w granicach 0,11-0,12%, co obrazuje dobrą ogólną dywersyfikację portfela poręczeń.

Nieco wyższe wartości przyjmował wskaźnik średniej wartości poręczenia do kapitału poręczeniowego [13], co jednak wynikało głównie z faktu, że portfel poręczeń był znacznie większy niż wartość kapitału poręczeniowego. Wskaźnik ten był przy tym w ciągu kilku ostatnich lat bardzo stabilny i przyjmował bezpieczne wartości (ok. 0,7%).

Jako nieco zbyt wysoką należy natomiast naszym zdaniem określić ekspozycję Funduszu na największe udzielone poręczenia. Przepisy określają maksymalną wartość poręczenia w relacji do kapitału własnego funduszu poręczeniowego na poziomie 5%. Taką też maksymalną wartość poręczeń udzielonych jednemu klientowi określa regulamin udzielania poręczeń PFPK. Wewnętrzne regulacje wprowadzone przez Zarząd ograniczają dodatkowo maksymalną wartość poręczeń udzielonych jednemu klientowi do 650 tys. zł. Kwota ta odpowiada obecnie około 3,2% skorygowanego kapitału poręczeniowego.

Ekspozycja na ryzyko 20 największych klientów, związane z udzielonymi przez PFPK poręczeniami, rosła w ostatnich latach systematycznie zarówno w ujęciu nominalnym [14] (z ok. 8 mln zł w roku 2007 do 12,5 mln w 2014 roku), jak też w relacji do kapitału poręczeniowego Funduszu [18] (z ok. 55% w roku 2007 do ok. 70% w latach 2013-2014). W kolejnych latach wartość nominalna ekspozycji na największych klientów ustabilizowała się na poziomie ok 12-12,5 mln zł, co w relacji do kapitału poręczeniowego stanowiło ok. 60%.

Od dłuższego już czasu ekspozycja Funduszu na ryzyko niewielkiej grupy 20 największych klientów przekracza zatem nieco maksymalny poziom uznawany według metodologii stosowanej przez EuroRating za bezpieczny (tj. 50%). Ryzyko z tym związane zmniejsza jednak fakt, że ok. 25-35% wartości największych poręczeń jest reporeczanych w ramach JEREMIE. Ekspozycja własna Funduszu na ryzyko 20 największych klientów stanowiła w ostatnich latach od ok. 40% do 50% skorygowanego kapitału własnego Spółki, co można byłoby określić jako poziom umiarkowany.

Należy jednak nadmienić, że PFPK udziela bardzo wielu poręczeń o wartości bliskiej obowiązującemu w Funduszu górnemu limitowi kwotowemu, co obrazuje wartość średniego poręczenia dla 50 największych klientów, wynosząca 570 tys. zł. Łączna wartość tych poręczeń (stanowiących

ilościowo zaledwie ok. 6% wszystkich aktywnych poręczeń) wynosiła na koniec marca 2017 roku 29,4 mln zł, a wartość na ryzyku własnym Spółki (tj. z wyłączeniem kwot reporeczanych w ramach JEREMIE) wyniosła 22,4 mln zł, co odpowiadało już równowartości 110,4% skorygowanego kapitału własnego PFPK. Wartość tą należy uznać za zdecydowanie zbyt wysoką.

Jakkolwiek ogólną dywersyfikację portfela poręczeń (liczoną według średniej wartości poręczenia) oceniamy jako dobrą, to ekspozycja na ryzyko największych klientów jest w naszej opinii nieco zbyt wysoka. Jej ewentualny dalszy wzrost mógłby negatywnie rzutować na ogólne ryzyko kredytowe Funduszu.

Wypłaty poręczeń

Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych w zakresie udzielania poręczeń współpracuje obecnie tylko z dwoma bankami (przy czym jeden z nich – PKO BP, będący udziałowcem Funduszu, ma dominujący udział w strukturze udzielanych poręczeń), a także z pięcioma firmami leasingowymi oraz faktoringowymi.

Umowa o współpracy z dominującym bankiem określa, iż bank może występować do Funduszu o wypłatę zobowiązania z tytułu poręczonego kredytu dopiero po wcześniejszym przeprowadzeniu windykacji należności z majątku dłużnika (co może trwać nawet trzy lata).

Można przypuszczać, że to właśnie głównie z korzystnymi dla Funduszu warunkami współpracy z bankiem PKO BP związana była dotychczasowa znikoma szkodowość portfela poręczeń PFPK. Do roku 2012 łącznie Fundusz dokonał tylko dwóch drobnych wypłat poręczeń [21]. W 2013 roku Fundusz dokonał pierwszej większej wypłaty (w całości w ramach kapitału własnego) na kwotę ok. 300 tys. zł.

W 2014 roku PFPK dokonał wypłaty dwóch poręczeń na łączną kwotę 244 tys. zł. Oba poręczenia podlegały jednakże reporeczeniu w ramach JEREMIE, w rezultacie czego kwota obciążająca kapitał własny wyniosła tylko ok. 49 tys. zł. Kolejne wypłaty miały miejsce dopiero w II. i III. kwartale 2016 roku i dotyczyły trzech poręczeń JEREMIE na łączną kwotę 254 tys. zł (kwota nie podlegająca reporeczeniu, obciążająca kapitał własny Funduszu to ok. 51 tys. zł).

Wskaźnik szkodowości portfela poręczeń [23] liczony dla czterech ostatnich kwartałów utrzymywał się w ciągu ostatnich kilku lat stale na bardzo niskich poziomach od 0% do 0,4%. **Dotychczasową, bardzo niską szkodowość portfela poręczeń PFPK oceniamy pozytywnie.**

Rentowność kapitału

W latach 2008-2012 Fundusz notował dodatnie i rosnące skorygowane wyniki finansowe netto, które jednak w ostatnich latach zaczęły podlegać znacznym wahaniom. Najistotniejszy wpływ na to miały zmiany wartości otrzymywanych przez PFPK refundacji kosztów związanych z realizacją programu JEREMIE oraz nagród za sprawne wykorzystywanie przyznanych limitów na reporeczenia. W latach 2012 i 2014, kiedy Fundusz otrzymał szczególnie wysokie nagrody, wynik finansowy osiągnął

najwyższe dotychczas poziomy, odpowiadające równowartości 11,4% i 5,6% średniego kapitału własnego spółki.

Natomiast w roku 2013 przy znacznie niższym poziomie nagród w ramach JEREMIE, skorygowany wynik finansowych Funduszu był istotnie ujemny (-5,1% w roku 2013). Na znaczną stratę z 2013 roku, oprócz niższych niż w pozostałych latach refundacji kosztów i nagród, wpłynął również duży wzrost wartości rezerw celowych, wynikający z pogorszenia się jakości poręczanych kredytów.

W latach 2014-2016 Fundusz zwiększał wartość przychodów ze sprzedaży oraz jednocześnie obniżył poziom ponoszonych kosztów rodzajowych, co w połączeniu z nadal dość wysokimi przychodami z tytułu nagród i refundacji kosztów JEREMIE oraz wyższymi niż w poprzednich latach wartościami rozwiązanych rezerw pozwoliło na utrzymanie dodatniej i wysokiej rentowności (ok. 5-6% skorygowanego kapitału własnego).

Na koniec II. kwartału 2017 roku wskaźnik rentowności kapitału własnego (licząc dla wyniku za cztery ostatnie kwartały) – głównie na skutek wygenerowanego lekko ujemnego wyniku w I. połowie 2017 roku – obniżył się do 3%.

Ogólnie dodatnią i okresowo dość wysoką rentowność kapitału PFPK oceniamy pozytywnie.

Do czynników ryzyka zaliczamy jednak w tym kontekście niepewność związaną z ostatecznym kształtem dofinansowania z nowej perspektywy unijnej na lata 2014-2020. Ewentualne mniej korzystne warunki tego wsparcia w stosunku do dotychczasowej formuły JEREMIE (zakończone właśnie wsparcie w ramach perspektywy 2007-2013) w przypadku PFPK mogłyby skutkować spadkiem przychodów z tytułu refundacji oraz nagród. Negatywną presję na poziom rentowności Funduszu wywierać będzie także utrzymywanie się stóp procentowych (i oprocentowania lokat bankowych) na rekordowo niskich poziomach, co przyczynia się do erozji uzyskiwanych przez Fundusz przychodów finansowych.

3.4 Tworzenie rezerw na ryzyko związane z udzielaniem poręczeń

Polityka tworzenia rezerw

Pierwszy regulamin określający zasady tworzenia rezerw na ryzyko związane z udzielanymi przez Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych poręczeniami został wprowadzony w życie w roku 2005. Regulamin ten dotyczył wówczas jednak jedynie rezerw celowych, tworzonych na poręczenia zagrożone. W 2007 roku został wdrożony nowy regulamin, określający także zasady tworzenia rezerwy na ryzyko ogólne.

Zasady tworzenia rezerw celowych w PFPK określają, że zmiana poziomu rezerw następuje z co najmniej kwartalną częstotliwością, co należy ocenić pozytywnie. Rezerwa celowa tworzona jest w przypadku, gdy kredyt został postawiony w stan wymagalności przez bank. Fundusz nie tworzy rezerwy na poręczenia kredytów z mniejszym opóźnieniem w spłacie. Częściowo rekompensowane jest to jednak zasadą, że rezerwa celowa tworzona jest od razu według stawki 100%.

Rezerwy celowe tworzone są w ciężar rezerwy ogólnej lub gdy jej stan jest niewystarczający – w ciężar wyniku Funduszu.

Obowiązujący obecnie regulamin tworzenia rezerw określa, że rezerwa na ryzyko ogólne tworzona jest w wysokości odpowiadającej wyższej z kwot: 1,5% wartości aktywnych poręczeń lub też maksymalnego zaangażowania PFPK w poręczenia udzielone jednemu przedsiębiorcy (na chwilę obecną jest to 650 tys. zł, co odpowiada 0,5% portfela poręczeń).

Wartość utworzonych rezerw

Wartość utworzonych przez Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych rezerw według stanu na koniec lat 2014-2016 oraz na koniec II. kwartału 2017 roku przedstawia tabela nr 3.6.

Tabela 3.6 Wartość rezerw na ryzyko z tytułu udzielonych poręczeń

	XII.2014	XII.2015	XII.2016	VI.2017
Rezerwy celowe (tys. zł)	4 025,7	3 925,2	2 940,6	3 368,6
Rezerwa na ryzyko ogólne (tys. zł)	1 298,3	1 630,9	2 545,8	2 347,8
Razem rezerwy na ryzyko (tys. zł)	5 323,9	5 556,2	5 486,4	5 716,4
Rezerwy celowe / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	8,0%	6,1%	3,8%	4,4%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Akt. poręcz. na ryzyku. wł.	2,6%	2,5%	3,3%	3,1%
Rezerwy razem / Aktywne poręczenia na ryzyku własnym	10,6%	8,6%	7,1%	7,4%
Rezerwy celowe / Skorygowany kapitał poręczeniowy	22,0%	20,4%	14,4%	16,6%
Rezerwa na ryzyko ogólne / Skoryg. kapitał poręczeniowy	7,1%	8,5%	12,5%	11,5%
Rezerwy razem / Skorygowany kapitał poręczeniowy	29,1%	28,9%	26,9%	28,1%

Źródło: PFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Nominalna wartość rezerw celowych utworzonych przez PFPK rosła systematycznie do III. kwartału 2015 roku (osiągając poziom 4,7 mln zł), co związane było z ogólnym wzrostem wartości portfela aktywnych poręczeń oraz coraz większą liczbą i wartością zgłaszanych roszczeń banków odnośnie kredytów niespłacanych w terminie.

Wskaźnik relacji wartości rezerw celowych do wartości poręczeń na ryzyku własnym PFPK (Fundusz nie tworzy rezerwy celowej na część poręczenia podlegającą reporeczeniu w ramach JEREMIE) najwyższą wartość (niemal 9%) osiągnął natomiast wcześniej, tj. już w 2013 roku. W ciągu kolejnych trzech lat wskaźnik ten obniżył się do 3,8% (stan na koniec 2016 roku), co było efektem zarówno spadku poziomu utworzonych rezerw, jak i systematycznego wzrostu wartości poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu.

Zgodnie ze stosowaną przez EuroRating metodologią oceny ryzyka kredytowego funduszy poręczeniowych, za minimalny właściwy długoterminowy średni poziom rezerw celowych, dotyczących ryzyka wypłaty poręczeń zagrożonych, uznaje się równowartość 4% sumy poręczeń aktywnych na ryzyku własnym Funduszu.

Stąd też na potrzeby oceny ryzyka kredytowego Poznańskiego FPK uwzględniamy konieczność doliczenia w poszczególnych okresach dodatkowych rezerw celowych (w stosunku do wartości rezerw utworzonych przez Fundusz), tak aby wskaźnik relacji rezerw celowych do wartości poręczeń na ryzyku własnym wynosił co najmniej 4%. Stosowne wyliczenia dla PFPK dotyczące lat 2014-2016 oraz II. kwartału 2017 roku zaprezentowane zostały w tabeli nr 3.7.

Tabela 3.7 Wartość dodatkowo naliczonych rezerw na ryzyko udzielonych poręczeń

	XII.2014	XII.2015	XII.2016	VI.2017
Wskaźnik dodatkowych rezerw celowych	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%
Wartość dodatkowych rezerwy celowych (tys. zł)	0,0	0,0	170,9	0,0
Rezerwy celowe razem* (utworz. przez TFPK oraz dodatkowe)	4 025,7	3 925,2	3 111,5	3 368,6
Rezerwy celowe razem* / Aktywne poręcz. na ryzyku własnym	8,0%	6,1%	4,0%	4,4%
Rezerwy celowe razem* / Skorygowany kapitał poręczeniowy	22,0%	20,4%	15,3%	16,6%

* dotyczy rezerw celowych na poręczenia na ryzyko własnym Funduszu

Źródło: EuroRating

Zmiany salda dodatkowych rezerw w poszczególnych okresach uwzględnione zostały w skorygowanym wyniku finansowym (patrz tabela nr 3.2 wiersz [3]) a saldo tych rezerw pomniejszało skorygowany kapitał poręczeniowy Funduszu, w przypadku PFPK tożsamy ze skorygowanym kapitałem własnym (tabela 3.5 wiersz [2]).

W ostatnich latach znacznie wzrosła również wartość rezerw na ryzyko ogólne (z 0,3 mln zł w 2013 roku do 2,5 mln zł na koniec 2016 roku). Rezerwa ta z definicji nie dotyczy ryzyka poszczególnych poręczeń zagrożonych stąd tworzenie jej traktujemy jako zabieg czysto księgowy, mający na celu umożliwienie Funduszowi łagodzenia w pewnym stopniu wpływu wahań jakości portfela poręczeń na bieżące wyniki finansowe. Z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego tworzenie rezerwy na ryzyko ogólne jest jednak neutralne, bowiem według metodologii stosowanej przez EuroRating wpływ tej rezerwy na wynik finansowy oraz wartość kapitału poręczeniowego podlega odpowiednim korektom w procesie analizy ryzyka.

Silny wzrost wartości rezerw celowych, jaki miał miejsce w latach 2013-2015, był odzwierciedleniem zarówno wzrostu wartości portfela poręczeń jak i pogarszającej się jakości poręczanych kredytów oraz związanego z tym ryzyka wzrostu wartości wypłat poręczeń w przyszłości. Ryzyko to zrealizowało się przy tym w niewielkim stopniu, a obserwowana w ostatnich kwartałach stabilizacja wartości rezerw celowych na poziomie ok. 3-3,5 mln może sugerować, że jakość portfela poręczeń przestała się pogarszać.

Jakkolwiek do czynników pozytywnych zaliczamy odpowiednio konserwatywną politykę tworzenia przez PFPK rezerw celowych (ujemny wpływ wzrostu ryzyka związanego z udzielonymi poręczeniami został już z odpowiednim wyprzedzeniem odzwierciedlony w wynikach finansowych i tym samym w wartości kapitału Funduszu), to jednak w przypadku, jeżeli doszłoby do materializacji na większą skalę ryzyka związanego z zagrożonymi poręczeniami (faktyczne wypłaty poręczeń), miałyby to negatywny wpływ na obecną ogólną ocenę ryzyka kredytowego Funduszu.

3.5 Ocena czynników niefinansowych

Koniunktura gospodarcza

Po kryzysie gospodarczym z lat 2008-2009 koniunktura w Polsce poprawiała się do 2011 roku, kiedy realna dynamika PKB wyniosła 4,5%. Na przełomie 2011 i 2012 roku gospodarka ponownie weszła w fazę spowolnienia, co skutkowało spadkiem realnej dynamiki PKB do 1,9% w roku 2012 i 1,6% w roku 2013.

W latach 2014-2015 nastąpiło ponowne ożywienie koniunktury – realny wzrost PKB wyniósł odpowiednio 3,3% i 3,9%. Rok 2016 upłynął już jednak pod znakiem pewnego spowolnienia realnej dynamiki PKB do 2,7%.

W bieżącym roku negatywne tendencje zostały już odwrócone i tempo wzrostu PKB poprawia się, na co wpływ ma m.in. ogólnie dobra koniunktura na świecie. Wciąż jednak w niewielkim stopniu do wzrostu PKB przyczyniają się nakłady inwestycyjne, jednakże sytuacja również w tym zakresie powinna się wkrótce poprawić, m.in. ze względu na spodziewane (dotychczas już opóźnione) uruchamianie środków pomocowych w ramach perspektywy unijnej na lata 2014-2020.

W dłuższej perspektywie czasu zagrożeniem dla utrzymania dotychczasowej, stale stosunkowo wysokiej dynamiki wzrostu PKB mogą okazać się problemy związane z nadmiernym deficytem budżetowym, a także ryzyko wystąpienia kolejnej fazy kryzysu finansowego w gospodarce światowej.

Z punktu widzenia osiągniętych przez fundusze poręczeniowe wyników finansowych istotnym czynnikiem makroekonomicznym jest także utrzymujące się rekordowo niskie oprocentowanie depozytów bankowych. Należy przy tym spodziewać się, że (także na skutek wprowadzenia od lutego 2016 r. nowego podatku od aktywów banków) bardzo niskie oprocentowanie lokat bankowych będzie utrzymywało się przez dłuższy czas, co będzie nadal negatywnie rzutować na przychody finansowe i w konsekwencji wynik netto Funduszu w kolejnych kwartałach.

Historia kredytowa i stabilność sytuacji finansowej Funduszu

Od momentu rozpoczęcia przez PFPK działalności operacyjnej (tj. od roku 2000) sytuacja finansowa Funduszu była bardzo dobra i stabilna. Wskaźnik wypłaty poręczeń był bardzo niski, a skorygowany mnożnik kapitałowy utrzymywał się do 2014 roku na umiarkowanym poziomie poniżej 3,0.

W latach 2015-2016 nastąpił jednak istotny wzrost mnożnika kapitału poręczeniowego (do 4,19 na koniec III. kwartału 2016 r.). Poziom ten należało już w naszej ocenie ocenić jako nieco zbyt wysoki. Na przełomie lat 2016/2017 mnożnik obniżył się jednak nieco – do ok. 3,8.

Stabilność większości pozostałych wskaźników finansowych Funduszu była wysoka.

Fundusz nie miał dotychczas żadnych problemów z wywiązywaniem się ze zobowiązań wynikających z udzielonych poręczeń. Nie występowały także okresy podwyższonego ryzyka kredytowego.

Pomimo tego, że Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych działa już od kilkunastu lat, do wniosków formułowanych na podstawie oceny jego dotychczasowej historii należy podchodzić ostrożnie. Wiąże się to m.in. z faktem, że Fundusz zwiększał w ostatnich latach dynamicznie wartość portfela poręczeń, a dotychczasowa bardzo niska szkodowość portfela mogła wynikać m.in. z faktu, że Fundusz współpracował dotychczas z bankiem na korzystnych zasadach odnośnie możliwości występowania przez bank o wypłatę poręczeń.

Bezpieczeństwo i efektywność lokat środków pieniężnych

Ponieważ posiadane przez fundusz poręczeniowy środki pieniężne stanowią główne (a często jedyne) zabezpieczenie udzielanych przez niego poręczeń, kwestia bezpieczeństwa inwestycji aktywów funduszu należy do najważniejszych elementów oceny jego ryzyka kredytowego.

Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych lokował dotychczas posiadane środki pieniężne głównie w depozytach bankowych, bonach i obligacjach skarbowych oraz obligacjach komunalnych. Inwestycje tego typu należą do kategorii bezpiecznych i generujących stabilny dochód, stąd z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Funduszu nie wnosimy zastrzeżeń odnośnie rodzaju dokonywanych przez Fundusz inwestycji.

Od roku 2007 PFPK trzymał środki wyłącznie na lokatach bankowych, przy czym do roku 2012 Fundusz lokował całość lub przynajmniej większość środków (m.in. ze względu na powiązania kapitałowe) w bankach PKO BP oraz BGK, charakteryzujących się niskim ryzykiem kredytowym (oba banki posiadają ratingi "A-" nadane przez EuroRating).

Sytuacja w tym zakresie uległa zmianie od roku 2013, kiedy to PFPK (głównie z uwagi na spadek stóp procentowych i obniżenie oprocentowania lokat bankowych – szczególnie w bankach o niskim ryzyku kredytowym) ulokował znaczącą część środków w jednym z banków charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym. Od IV. kwartału 2015 roku Fundusz powrócił do polityki lokowania środków w większości w bankach, z którymi posiadał powiązania kapitałowe okresowo zwiększając do 20-25% zaangażowanie w pozostałych (niepowiązanych) bankach.

Strukturę lokat PFPK na koniec II. kwartału 2017 roku w podziale na poszczególne instytucje przedstawia tabela nr 3.8.

Bank, w którym Fundusz zdeponował środki jest jednym z udziałowców PFPK i charakteryzuje się niskim ryzykiem kredytowym. Część środków Fundusz zdecydował się zainwestować w obligacje korporacyjne spółki leasingowej (wchodzącej w skład grupy kapitałowej w/w banku). Papiery te zapadły we wrześniu 2017 roku.

Tabela 3.8 Struktura inwestycji PFPK na koniec II. kw. 2017 r.

	30.06.2017
Bank # 1	87%
Obligacje korporacyjne #1	13%
RAZEM	100%

Źródło: PFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

W kontekście inwestowania przez Fundusz środków pieniężnych uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia dotyczącego faktu, iż PFPK nie ma procedury określającej politykę inwestycyjną oraz zasady oceny ryzyka kredytowego podmiotów, którym Fundusz powierza swoje płynne aktywa. Z faktem tym związana jest m.in. ogólnie wysoka koncentracja portfela lokat.

Struktura branżowa poręczeń

PFPK nie prowadzi statystyk w zakresie struktury branżowej poręczeń aktywnych na koniec poszczególnych okresów sprawozdawczych. Dostępne są jedynie dane o wartości udzielonych w danym okresie poręczeń w podziale na poszczególne sektory gospodarki. Ze względu na fakt, że zdecydowana większość udzielanych poręczeń dotyczy kredytów obrotowych (o okresie trwania zwykle wynoszącym ok. 12 miesięcy), dane dotyczące struktury poręczeń udzielonych mogą stanowić dobre przybliżenie aktualnej struktury portfela poręczeń aktywnych.

Zestawienie poręczeń udzielonych przez Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych w podziale na główne sektory gospodarki w latach 2014-2016 oraz w okresie czterech kwartałów zakończonym w czerwcu 2017 roku przedstawia tabela nr 3.9.

Tabela 3.9 PFPK – struktura branżowa udzielonych poręczeń

Branża	Rok 2014	Rok 2015	Rok 2016	VII.2016- VI.2017
handel	27,0%	29,0%	31,5%	30,8%
usługi	43,7%	30,3%	23,9%	23,9%
budownictwo	7,2%	19,4%	15,4%	16,9%
produkcja	22,1%	15,4%	17,5%	16,2%
inne	0,0%	5,9%	11,7%	12,2%
Razem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: PFPK Sp. z o.o., obliczenia własne

Koncentracja portfela aktywnych poręczeń w ujęciu branżowym była do połowy 2015 roku lekko podwyższona, bowiem udział sektora usług w łącznej wartości udzielanych poręczeń wzrósł nieco powyżej poziomu uznawanego według metodologii stosowanej przez EuroRating za granicę bezpieczeństwa (tj. 40%). Przekroczenie to było jednak dotychczas nieznaczne, a ponadto od połowy 2015 roku sytuacja uległa pod tym względem poprawie. Fundusz obecnie nie ma nadmiernej ekspozycji na ryzyko żadnego z sektorów gospodarki wobec czego obecnie koncentrację branżową portfela poręczeń PFPK można ocenić jako zadowalającą.

Stosowane procedury wewnętrzne

Do najważniejszych obowiązujących w Poznańskim Funduszu Poręczeń Kredytowych procedur regulujących działalność Funduszu zaliczyć należy:

- „Regulamin udzielania poręczeń” określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń; precyzuje grono podmiotów uprawnionych do ubiegania się o poręczenie; ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń do wysokości 60% kwoty poręczanego kredytu, a także ustanawia

łączny limit poręczeń na rzecz jednego podmiotu na poziomie 5% kapitału poręczeniowego funduszu (limit ten został dodatkowo zmniejszony uchwałą Zarządu do kwoty 650 tys. zł);

- „Regulamin udzielania poręczeń wadialnych” określa ogólne zasady i procedury dotyczące udzielania poręczeń; precyzuje grono podmiotów uprawnionych do ubiegania się o poręczenie; ogranicza maksymalną wartość udzielanych poręczeń wadialnych do wysokości 100 tys. zł (nie więcej niż 100% wartości wadium). Łączny limit dla pojedynczego podmiotu wynosi 100 tys. zł rocznie w ramach pakietu wadialnego, a wartość Funduszu wadialnego to 2 mln zł;
- „Metodologia wyliczania samofinansowania poręczeń wadialnych” określa minimalną wartość prowizji, przy której poręczenie będzie produktem samofinansującym się oraz sposób jej wyliczania;
- „Procedura oceny ryzyka funduszu poręczeń wadialnych” w sposób szczegółowy reguluje proces oceny ryzyka kredytowego wnioskodawców;
- „Zasady oceny ryzyka kredytowego stosowane przy opracowywaniu wniosku o udzielenie poręczenia” w sposób szczegółowy regulują proces oceny ryzyka kredytowego wnioskodawców (w oparciu o system scoringowy);
- „Zarządzenie w sprawie postępowania pracowników w sytuacji możliwości wystąpienia konfliktu interesów” reguluje sposób postępowania pracowników Funduszu w przypadku, gdyby wykonywane przez nich czynności służbowe mogły spowodować wystąpienie konfliktu interesów;
- „Regulamin tworzenia i rozwiązywania rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne” szczegółowo określa sposób, częstotliwość i wysokość tworzenia rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne.

W kontekście oceny obowiązujących w Funduszu wewnętrznych regulacji uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżeń odnośnie braku procedury określającej choćby w sposób ogólny politykę inwestowania środków pieniężnych (w tym w zakresie limitów koncentracji portfela lokat) oraz zasady oceny ryzyka i wyboru banków, którym Fundusz powierza środki pieniężne.

Ryzyko operacyjne działalności Funduszu

Według stanu na koniec czerwca 2017 roku w spółce zatrudnionych było 6 osób. Stosunkowo niewielka liczba pracowników Funduszu wynika z konieczności utrzymywania kosztów operacyjnych na niskim poziomie i dostosowania ich do generowanych przychodów. Biorąc pod uwagę coraz większą liczbę i wartość udzielanych przez PFPK poręczeń, w dłuższej perspektywie czasu może to jednak powodować pewne trudności w prowadzeniu działalności operacyjnej Funduszu (ograniczona zastępowalność poszczególnych pracowników), szczególnie w przypadku, gdyby Fundusz musiał przeprowadzać w przyszłości na większą skalę windykację wypłaconych poręczeń.

Nieco podwyższone ryzyko operacyjne dotyczące sprawności prowadzenia bieżącej działalności Funduszu związane jest także z funkcjonowaniem jednoosobowego Zarządu spółki. Zgodnie jednak

z uzyskanymi przez nas informacjami, w przypadku wystąpienia konieczności czasowego zastępstwa Prezesa Zarządu bieżące działania Funduszu mogą być wspierane przez członków Rady Nadzorczej spółki.

Perspektywy rozwoju i plan finansowy

Długoterminowy plan strategiczny Poznańskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych zakłada zwiększanie efektywności działalności Funduszu mierzonej wartością udzielonych poręczeń w relacji do posiadanego kapitału poręczeniowego.

Wewnętrzne regulacje Funduszu nie narzucają maksymalnego poziomu mnożnika, jednak w umowie Funduszu z bankiem PKO BP (udziałowcem i głównym partnerem PFPK) wpisany był do niedawna maksymalny (nieskorygowany) mnożnik na poziomie 6. Ponieważ Fundusz pod koniec 2014 roku zbliżył się do tego poziomu, Zarząd Funduszu podjął w lutym 2015 r. uchwałę o podwyższeniu maksymalnego poziomu nieskorygowanego mnożnika do 8. W grudniu 2015 roku zmieniono zasady wyliczania kapitału poręczeniowego Funduszu – do kapitału własnego i środków pochodzących z dotacji SPO-WKP zaczęto doliczać wartość rezerw celowych oraz rezerwy na ryzyko ogólne. Zmiana metodologii liczenia kapitału poręczeniowego pozwalała na wykazywanie wyższych jego wartości. W konsekwencji obniżono maksymalny poziom nieskorygowanego mnożnika ponownie do poziomu 6,0. W I kwartale 2017 roku powrócono jednak do poprzedniego sposobu wyliczania kapitału poręczeniowego oraz w konsekwencji również mnożnika kapitałowego.

Należy jednak nadmienić, że dość wysoki poziom relacji łącznej wartości portfela poręczeń aktywnych do kapitału poręczeniowego, jakim dysponuje Poznański FPK, nie oznacza automatycznie nadmiernego wzrostu ogólnego ryzyka kredytowego Funduszu. Przytłaczająca większość poręczeń udzielanych przez PFPK w ciągu ostatnich lat podlegała bowiem reporeczeniom w ramach programu JEREMIE. Program ten polega na udzielaniu funduszom poręczeniowym reporeczeń z puli środków pieniężnych będących w zarządzaniu tzw. menedżera projektu (którym jest Bank Gospodarstwa Krajowego). Reporeczenia udzielane są w wysokości do 70-80% udzielanego poręczenia (w zależności od jego wartości).

Średnioterminowo czynnikiem niepewności odnośnie możliwości dalszego zwiększania (lub nawet utrzymania) skali prowadzonej przez Fundusz akcji poręczeniowej jest obecnie potencjalna możliwość uzyskania przez PFPK kolejnego wsparcia ze środków unijnych w ramach nowej perspektywy na lata 2014-2020 oraz możliwość ponownego wykorzystania przez Fundusz środków z poprzedniej perspektywy w ramach nowych instrumentów pomocowych, których tworzeniem (oraz administrowaniem środkami na te cele) zajmie się Wielkopolski Fundusz Rozwoju. Jest prawdopodobne, że wsparcie w następnych latach również będzie miało charakter reporeczeń dla poręczeń udzielanych przez fundusze poręczeniowe.

Pierwszy konkurs na środki z nowej perspektywy ma zostać rozpisany we wrześniu 2017 roku i będzie przeprowadzany w oparciu o prawo zamówień publicznych. Rozstrzygnięcie konkursu może przesunąć się jednak na początek 2018 roku. Jest przy tym prawdopodobne, że zastosowanie znajdzie

mechanizm użyty w przypadku ostatniego konkursu z perspektywy na lata 2007-2013, polegający na tym, że Fundusz będzie mógł sporządzić wniosek o kolejny limit już w chwili wykorzystania 75% środków pochodzących z poprzedniego limitu. Mechanizm ten zwiększał płynność akcji poręczeniowej opartej o środki JEREMIE.

4. Podsumowanie analizy i ocena ryzyka kredytowego

Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych w Poznaniu należy do funduszy średniej wielkości pod względem wartości posiadanego kapitału wśród funduszy wchodzących w skład Krajowej Grupy Poręczeniowej. Początkowo PFPK działał jako fundusz lokalny (obejmujący swoją działalnością miasto Poznań i powiat poznański), jednak w 2007 roku Fundusz rozszerzył obszar działalności na całe województwo wielkopolskie (przy czym do października 2013 roku poręczenia udzielone przedsiębiorcom spoza powiatu poznańskiego nie mogły przekroczyć 30% łącznego limitu poręczeń). PFPK ma zatem portfel poręczeń umiarkowanie zdywersyfikowany pod względem geograficznym.

Poznański FPK istnieje od 1999 roku, jednak najbardziej dynamiczny rozwój Funduszu (mierzony wartością kapitału poręczeniowego oraz wartością portfela aktywnych poręczeń) datuje się od roku 2005, kiedy Fundusz otrzymał pierwsze dotacje z PARP w ramach programu SPO-WKP. Wartość aktywnych poręczeń rosła przy tym w ostatnich latach szybciej niż wartość kapitału poręczeniowego, w rezultacie czego systematycznie rosła wartość mnożnika kapitałowego, który na koniec 2008 roku po raz pierwszy przekroczył wartość 2,0, a w I. połowie 2010 roku przekroczył poziom 2,7.

W IV. kwartale 2010 roku PFPK rozpoczął realizację projektu JEREMIE, polegającego na uzyskiwaniu reporeczeń ze środków unijnych dla udzielanych przez fundusz poręczeń. Ponieważ w latach 2011-2014 ponad 70% poręczeń podlegało reporeczeniom w ramach JEREMIE, pomimo iż Fundusz nadal dynamicznie zwiększał łączną wartość portfela poręczeń aktywnych, wartość poręczeń na ryzyku własnym Funduszu rosła znacznie wolniej. Przy jednoczesnym lekkim wzroście wartości skorygowanego kapitału poręczeniowego, skorygowany mnożnik kapitałowy utrzymywał się na stosunkowo stabilnym poziomie ok. 2,2-2,7.

W 2015 roku wartość poręczeń aktywnych na ryzyku Funduszu przekroczyła trzykrotność skorygowanego kapitału poręczeniowego, a na koniec III. kwartału 2016 roku skorygowany mnożnik kapitału własnego Spółki osiągnął najwyższy dotychczas poziom 4,19. Związane było to głównie z faktem, że dwukrotnie w ciągu ostatnich dwóch lat po zakończeniu okresu budowy portfela jednej edycji JEREMIE, wydłużał się czas oczekiwania na rozpisanie i rozstrzygnięcie konkursu na kolejne limity reporeczeń. W konsekwencji Fundusz zmuszony był udzielać poręczeń w ramach środków własnych. Sytuacja w tym zakresie zmieniła się w przypadku ostatniego konkursu. Wprowadzono mechanizm dzięki któremu Fundusz mógł aplikować o kolejny limit reporeczeń już w chwili wykorzystania 75% środków z poprzedniego limitu. Dzięki zastosowaniu tego mechanizmu mnożnik kapitału poręczeniowego Funduszu nieco się obniżył i w ciągu trzech ostatnich kwartałów kształtował się na poziomie ok. 3,8.

W ostatnich miesiącach ze względu na kwestie formalne nie wykorzystano do końca wartości ostatniego limitu na reporeczenia. Wznowienie udzielania poręczeń w ramach JEREMIE miało miejsce dopiero w czerwcu br. Do tego czasu Fundusz udzielał poręczeń w ramach środków własnych. Akcja poręczeniowa w najbliższych miesiącach również będzie oparta o środki własne ze względu na kilkumiesięczną przerwę między zakończeniem realizacji obecnego limitu reporeczeń, a pozyskaniem dofinansowania z nowej puli środków.

Obserwowany w ostatnich dwóch latach poziom relacji wartości portfela poręczeń na ryzyku własnym Funduszu do skorygowanego kapitału własnego spółki oceniamy już jako zbyt wysoki w odniesieniu do bieżącego poziomu ratingu kredytowego nadanego Funduszowi. Jakkolwiek pozytywnie oceniamy utrzymywanie się mnożnika w ciągu ostatnich trzech kwartałów na poziomie niższym niż dotychczasowe maksimum osiągnięte w III. kwartale 2016 r., to bierzemy również pod uwagę ryzyko, że w najbliższym czasie Fundusz może ponownie zostać zmuszony do zwiększania ekspozycji własnej na poręczenia, co może skutkować ponownym wzrostem mnożnika.

Ogólną dywersyfikację portfela poręczeń oceniamy jako dobrą, jednakże **nieco zbyt wysoka jest od dłuższego czasu naszym zdaniem ekspozycja Funduszu na największe udzielone poręczenia.**

W ciągu kilku ostatnich lat wskaźnik szkodowości portfela poręczeń utrzymywał się stale na bardzo niskim poziomie od 0% do 0,4%. **Dotychczasową, bardzo niską szkodowość portfela poręczeń PFPK oceniamy pozytywnie.**

Ogólnie dodatnią i okresowo dość wysoką rentowność kapitału PFPK oceniamy pozytywnie.

Do czynników ryzyka zaliczamy jednak w tym kontekście niepewność związaną z ostatecznym kształtem dofinansowania z nowej perspektywy unijnej na lata 2014-2020. Ewentualne mniej korzystne warunki tego wsparcia w stosunku do dotychczasowej formuły JEREMIE (zakończone właśnie wsparcie w ramach perspektywy 2007-2013) w przypadku PFPK mogłyby skutkować spadkiem przychodów z tytułu refundacji oraz nagród. Negatywną presję na poziom rentowności Funduszu wywierać będzie także utrzymywanie się stóp procentowych (i oprocentowania lokat bankowych) na rekordowo niskich poziomach, co przyczynia się do erozji uzyskiwanych przez Fundusz przychodów finansowych.

Oceniając sposób lokowania posiadanych przez Fundusz środków pieniężnych (stanowiących główne zabezpieczenie udzielanych poręczeń) uważamy za konieczne zgłoszenie zastrzeżenia dotyczącego faktu, iż PFPK nie posiada procedury określającej politykę inwestycyjną oraz zasady oceny ryzyka kredytowego podmiotów, którym Fundusz powierza swoje płynne aktywa. Z faktem tym związana jest m.in. ogólnie wysoka koncentracja portfela lokat.

Podsumowując, sytuacja finansowa Poznańskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. jest w naszej opinii dobra i stabilna, a jego ryzyko kredytowe oceniamy jako umiarkowane. Według przyjętej przez agencję ratingową EuroRating metodologii na dzień publikacji niniejszego raportu (tj. 28.09.2017 r.) **rating kredytowy Funduszu zostaje utrzymany na poziomie BBB+.** **Z uwagi na utrzymujące się czynniki ryzyka (dotyczące głównie kształtowania się w kolejnych kwartałach mnożnika kapitałowego) podtrzymana zostaje dotychczasowa negatywna perspektywa ratingu.**

Podatność nadanego ratingu na zmiany

Do potencjalnych najistotniejszych czynników, które mogłyby pozytywnie wpłynąć na ocenę ryzyka kredytowego Poznańskiego Funduszu Poręczeń Kredytowych zaliczyć można: trwałe zwiększenie bezpieczeństwa portfela lokat środków pieniężnych poprzez zwiększenie dywersyfikacji lokat w podziale na banki, przy jednoczesnym zmniejszeniu lub wyeliminowaniu udziału lokat w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym; ewentualne zmniejszenie skali prowadzonej akcji poręczeniowej, skutkujące redukcją ekspozycji Funduszu na ryzyko udzielonych poręczeń i spadkiem poziomu skorygowanego mnożnika kapitałowego; utrzymywanie się w dłuższym horyzoncie czasowym szkodowości portfela poręczeń na bardzo niskim poziomie i/lub spadek ryzyka portfela poręczonych kredytów, skutkujący istotnym zmniejszeniem poziomu rezerw celowych; a także zmniejszenie ekspozycji Funduszu na ryzyko największych udzielanych poręczeń.

Negatywny wpływ na ocenę ratingową Poznańskiego FPK mogłyby mieć natomiast: ewentualny ponowny wzrost poziomu skorygowanego mnożnika kapitałowego; wzrost ekspozycji Funduszu na ryzyko największych klientów w relacji do posiadanego kapitału własnego; ewentualny istotny wzrost wartości wypłacanych poręczeń; pogorszenie wypracowywanych wyników finansowych, skutkujące zmniejszaniem poziomu kapitału własnego Spółki; a także utrzymywanie przez Fundusz zbyt wysokiej koncentracji portfela lokat i/lub powrót do lokowania środków pieniężnych w bankach charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem kredytowym.

5. Skala ratingowa agencji ratingowej EuroRating

Poniższa tabela zawiera opis ryzyka kredytowego związanego z poszczególnymi klasami ratingów nadawanych przez agencję ratingową EuroRating:

Rating	Opis ryzyka
AAA	Znikomy poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na najwyższym poziomie. Rating nadawany wyłącznie w przypadku wyjątkowo wysokiej zdolności do obsługi zobowiązań finansowych.
AA+ AA AA-	Bardzo niski poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na bardzo wysokim poziomie. Bardzo wysoka zdolność do obsługi zobowiązań. Niska podatność na niekorzystne warunki gospodarcze.
A+ A A-	Niski poziom ryzyka kredytowego. Wysoka wiarygodność finansowa i zdolność do obsługi zobowiązań. Przeciętna odporność na wpływ niekorzystnych warunków gospodarczych utrzymujących się przez dłuższy czas.
BBB+ BBB BBB-	Ryzyko kredytowe na średnim poziomie. Dobra wiarygodność finansowa i wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w dłuższym terminie. Podwyższona podatność na utrzymujące się przez dłuższy czas niekorzystne warunki gospodarcze.
BB+ BB BB-	Podwyższone ryzyko kredytowe. Relatywnie niższa wiarygodność finansowa. Wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w przeciętnych lub sprzyjających warunkach gospodarczych. Wysoki lub średni poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
B+ B B-	Wysokie ryzyko kredytowe. Zdolność do obsługi zobowiązań uwarunkowana w dużym stopniu sprzyjającymi warunkami zewnętrznymi. Średni lub niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
CCC CC C	Bardzo wysokie ryzyko kredytowe. Bardzo niska zdolność do obsługi zobowiązań nawet w przypadku sprzyjających warunków gospodarczych. Niski lub bardzo niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
D	Ekstremalnie wysokie ryzyko kredytowe. Całkowity brak zdolności do obsługi zobowiązań. Bez dodatkowego wsparcia z zewnątrz poziom odzyskania wierzytelności bardzo niski lub bliski zero.

6. Ujawnienia regulacyjne

EuroRating Sp. z o.o. jest formalnie zarejestrowana przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority – ESMA) jako agencja ratingowa uprawniona do wystawiania ratingów kredytowych na terenie całej Unii Europejskiej (zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych) i podlega bezpośredniemu nadzorowi ESMA (<https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>).

EuroRating posiada tym samym status ECAI (zewnętrznej instytucji oceny wiarygodności kredytowej – zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013 z dnia 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych) w Unii Europejskiej, co oznacza, iż ratingi kredytowe nadawane przez EuroRating mogą być stosowane przez instytucje finansowe do celów regulacyjnych w całej UE i są równe ratingom wystawionym przez inne agencje uznane przez ESMA, bez terytorialnych lub innych ograniczeń.

Ratingi nadawane przez EuroRating funduszom poręczeń kredytowych mogą być stosowane przez banki akceptujące poręczenia tych funduszy do obliczania kwot ekspozycji ważonych ryzykiem służących wyliczaniu własnych wymogów kapitałowych, zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 30. sierpnia 2010 roku (Dz.U. nr 164, poz. 1111).

Opis metodologii ratingowej stosowanej przez EuroRating prezentowany jest w serwisie internetowym agencji (www.EuroRating.com) w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Metodologia”. Definicje ratingowe oraz skala ratingowa stosowana przez EuroRating są publikowane w serwisie internetowym agencji w sekcji „Ratingi kredytowe”–„Skala ratingowa”.

Ratingi kredytowy nadany Poznańskiemu Funduszowi Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. jest ratingiem publicznym. Data pierwszej publikacji ratingu kredytowego dla ocenianego podmiotu, aktualny rating oraz pełna historia ratingu publikowane są bezpłatnie w sposób ogólnodostępny w serwisie internetowym agencji ratingowej EuroRating w sekcji „Ratingi kredytowe”, w odpowiedniej zakładce dotyczącej ocenianego podmiotu. EuroRating nie bierze odpowiedzialności za informacje o aktualnym ratingu ocenianego podmiotu przekazywane przez oceniany podmiot lub jakiegokolwiek strony trzecie.

Ratingi kredytowy nadany Poznańskiemu Funduszowi Poręczeń Kredytowych Sp. z o.o. jest ratingiem zamówionym przez oceniany podmiot. EuroRating otrzymuje wynagrodzenie za nadanie oraz późniejszy monitoring tego ratingu. Oceniany podmiot brał udział w procesie ratingowym poprzez przekazywanie agencji dokumentów, informacji i wyjaśnień dotyczących swojej sytuacji ekonomiczno-finansowej. Zgodnie z obowiązującą w agencji ratingowej EuroRating „Polityką w zakresie konfliktów interesów”, agencja nie świadczyła i nie świadczy dla ocenianego podmiotu lub powiązanych z nim stron trzecich żadnych płatnych usług dodatkowych.

Prezentowany rating kredytowy jest ratingiem dla emitenta – jest ogólną oceną wiarygodności kredytowej ocenianego podmiotu i dotyczy ryzyka kredytowego jego niezabezpieczonych i niepodporządkowanych zobowiązań finansowych (w tym zobowiązań warunkowych związanych z udzielonymi poręczeniami). Informacja o nadanym ratingu została przedstawiona ocenianemu podmiotowi z wyprzedzeniem. Rating został wystawiony bez zmian wynikających z tego ujawnienia.

EuroRating uważa zakres i jakość dostępnych informacji na temat ocenianego podmiotu za wystarczające do nadania wiarygodnego ratingu kredytowego. EuroRating podejmuje wszelkie niezbędne środki mające na celu zapewnienie, aby pozyskiwane informacje wykorzystywane w procesie ratingowym charakteryzowały się odpowiednią jakością oraz aby pochodziły ze źródeł, które agencja uważa za wiarygodne. EuroRating nie ma jednakże możliwości sprawdzenia lub potwierdzenia w każdym przypadku poprawności, prawdziwości oraz rzetelności pozyskanych informacji wykorzystywanych w procesie oceny i/lub prezentowanych w niniejszym raporcie.

Ratingi kredytowe nadawane przez agencję ratingową EuroRating stanowią wyłącznie własną opinię agencji na temat kondycji finansowo-ekonomicznej i ryzyka kredytowego podmiotów podlegających ocenie i nie mogą być one traktowane w inny sposób. Agencja ratingowa EuroRating nie zajmuje się doradztwem inwestycyjnym, a przyznawane przez EuroRating ratingi nie stanowią rekomendacji kupna, sprzedaży lub utrzymywania jakichkolwiek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych, jak również nie stanowią rekomendacji utrzymywania bądź też zaprzestania innych form współpracy biznesowej z ocenianymi podmiotami. Ratingi i raporty ratingowe nie mogą również zastępować prospektów emisyjnych ani innych formalnych dokumentów wymaganych przy ewentualnych emisjach papierów wartościowych przeprowadzanych przez oceniane podmioty lub inne strony trzecie.

Osoby podejmujące decyzje w oparciu o nadawane przez EuroRating ratingi kredytowe robią to wyłącznie na własne ryzyko. Agencja ratingowa EuroRating nie uczestniczy w zyskach, jak również nie ponosi żadnej odpowiedzialności za ewentualne straty użytkowników lub stron trzecich, jakie mogą wyniknąć z korzystania z nadawanych przez agencję ratingów.

© Wszelkie prawa autorskie i pokrewne, związane z nadawanymi ratingami kredytowymi oraz publikowanymi przez EuroRating raportami ratingowymi należą do agencji ratingowej EuroRating.