



Rynek akcji

Polska

Michał Marczak
(48 22) 697 47 38
michal.marczak@dibre.com.pl

OFE

Zmiany w systemie emerytalnym i ich wpływ na rynek (jeden z potencjalnych scenariuszy)

W czerwcu zostaną przedstawione wnioski z przeglądu systemu emerytalnego, a także ewentualne rekomendacje, co do zmian w systemie. Jak dotąd Rząd nie przedstawił ostatecznej propozycji zmian, za pośrednictwem mediów pojawiają się jednak różne scenariusze. Jedną z możliwości jest transfer do ZUS aktywów zgromadzonych przez osoby będące 10 lat przed emeryturą, przy jednoczesnym zamrożeniu składki (na dziś chyba najczęściej rozważana opcja). W takim scenariuszu, szacuje się, że OFE musiałyby „oddać” około 15 mld PLN stanowiących 5,6% łącznych aktywów zarządzanych przez fundusze. Część inwestorów, w tym szczególnie zagranicznych oczekując podaży akcji z OFE, wstrzymuje się z zakupami lub gra polski rynek „na krótko”. Obok jednorazowego transferu środków (obecnie nie wiadomo, czy musi być to gotówka, czy mogą być również obligacje) taki scenariusz oznacza również, że w kolejnych latach zamiast systematycznego napływu środków do funduszy (czynnik, który istotnie wpływał na ceny akcji na GPW, w tym poprzez premię w wycenie w relacji do innych rynków), należy oczekiwać nieznacznego ich odpływu. Wreszcie najbardziej sceptyczni inwestorzy mogą zakładać, że oczekiwana ingerencja w OFE to tylko kolejny etap rozmontowywania systemu, kolejne przed nami. Dwa ostatnie czynniki mogą negatywnie wpływać na rynek, w przypadku pierwszego naszym zdaniem inwestorzy zbyt pesymistycznie oceniają obecną sytuację.

Naszym zdaniem, ewentualna podaż akcji może być istotnie niższa niż się oczekuje lub nie będzie jej wcale. Do takich wniosków dochodzimy przy pewnych założeniach:

- I) Jednorazowo OFE muszą transferować do ZUS 15 mld PLN.
- II) Nie znamy dokładnie struktury wiekowej klientów poszczególnych OFE dlatego przyjmujemy, że kwota ta rozkłada się proporcjonalnie do wielkości aktywów na wszystkie fundusze.
- III) Przy obecnie niskich stopach procentowych, a w konsekwencji niskim oprocentowaniu depozytów docelowo poszczególne OFE będą utrzymywały w tej formie 1% aktywów.

Na koniec marca 2013 środki zgromadzone na depozytach w OFE wyniosły 14,2 mld PLN, tj. stanowiły 5,25% łącznych aktywów OFE - przy czym rozkład pomiędzy poszczególne fundusze był bardzo różny (tabela poniżej). Przy wspomnianych założeniach, niektóre OFE (ING, AXA, PZU) mogłyby „spłacić” ZUS z płynnych aktywów zgromadzonych na depozytach bez konieczności sprzedaży jakichkolwiek akcji/obligacji. W skali całego systemu (suma płynności poszczególnych OFE, a nie skonsolidowanych wartości), środki jakie należałoby zgromadzić (spieniężyć aktywa inne niż depozyty) to kwota ok. 5,6 mld PLN, stanowiąca 2,2% łącznych aktywów. Przyjmując, że w kwocie tej akcje stanowiłyby 37,6% - potencjalna podaż to ok. 2,1 mld PLN.

Potencjalny rozkład transferu środków OFE do ZUS

(mln PLN)	Udział w aktywach		Aktywa łącznie	papiery dłużne				Udział funduszu w łącznych aktywach OFE	Transfer do ZUS przypadający na fundusz (należność)	Należność minus depozyty powyżej 1% aktywów
	depozyty	akcje		depozyty	akcje	skarbowe	inne			
AEGON OFE	3,6%	36,7%	11 508	414	4 223	5 627	1 185	4,3%	640	341
Allianz OFE	0,8%	36,3%	8 232	66	2 988	4 025	1 136	3,1%	458	474
Amplico OFE	0,7%	38,6%	21 471	150	8 288	9 469	3 435	8,0%	1 195	1 259
Aviva OFE	4,7%	36,7%	60 734	2 854	22 289	27 087	7 895	22,5%	3 379	1 132
AXA OFE	7,2%	34,7%	16 911	1 218	5 868	7 847	1 911	6,3%	941	0
Generali OFE	1,0%	37,1%	13 551	136	5 027	6 748	1 599	5,0%	754	754
ING OFE	6,7%	37,8%	64 382	4 314	24 336	29 229	6 181	23,9%	3 582	0
Nordea OFE	1,8%	39,3%	12 047	217	4 734	4 939	2 108	4,5%	670	574
OFE Pocztylion	3,5%	39,6%	5 097	178	2 018	2 447	423	1,9%	284	156
OFE Polsat	5,8%	37,0%	2 378	138	880	1 294	59	0,9%	132	18
OFE PZU	11,8%	39,2%	36 212	4 273	14 195	13 761	3 766	13,4%	2 015	0
OFE WARTA	1,1%	39,3%	3 601	40	1 415	1 728	411	1,3%	200	197
Pekao OFE	0,2%	43,2%	4 041	8	1 746	1 952	303	1,5%	225	257
PKO BP OFE	1,6%	37,5%	9 449	151	3 543	4 847	860	3,5%	526	469
RAZEM			269 614	14 157	101 553	121 001	31 273		15 000	5 631
<i>udział</i>				5,25%	37,67%	44,88%	11,60%		5,6%	2,2%

Źródło: Analizy Online

Należy przy tym pamiętać, że najprawdopodobniej zmiany w systemie emerytalnym wejdą w życie od początku 2014 roku, co oznaczałoby że: w br. fundusze dostaną z ZUS jeszcze ok. 4,5-5 mld PLN, fundusze dostaną dywidendy ze spółek (ok. 3-4 mld PLN). Jednym z „rozwinąć” takiego scenariusza jest również rozłożenie w czasie transferu środków do ZUS, a nie jednorazowa wypłata. Zarówno Rząd jak i opozycja rozważają wprowadzenie dobrowolności składki do ZUS. To ubezpieczony decydowałby, gdzie chce lokować oszczędności na przyszłe emerytury.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Rozmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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.

DI BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, 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 DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującą akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Solar.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.