



Rynek akcji

Polska

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

OFE

Dalsze szczegóły w sprawie OFE

Po prezentacji założeń reformy emerytalnej, w pierwszych dniach reakcja inwestorów była bardzo negatywna. Zwracaliśmy wtedy uwagę na pozytywny wydźwięk wielu elementów projektu w stosunku do wcześniejszych oczekiwań. Po upublicznieniu projektu ustawy reformującej OFE znamy więcej szczegółów i odpowiedzi na dotychczas niejasne kwestie. Rynek interpretuje je bardzo optymistycznie. Naszym zdaniem, inwestorzy nie dostrzegają jednak szeregu zagrożeń. Przeniesienie aktywów do ZUS nastąpi 3 lutego 2014, z wyceną na dzień 31 stycznia 2014. Przy założeniu 10% wzrostu WIG (do dnia wyceny) może to oznaczać, że OFE będą miały w portfelach 90% akcji i praktycznie będą pozbawione środków na depozytach. Rząd proponuje wprowadzenie minimalnego limitu zaangażowania w akcje na poziomie 75% – naszym zdaniem nie jest jednak jasne, czy będzie on obowiązywał po 31 lipca 2014. Proponuje się wprowadzenie benchmarku (tylko w celach prezentacyjnych performance funduszy) z maksymalnie 90% udziałem WIG, co sugerowałoby utrzymanie przez OFE wysokiego udziału akcji w portfelach. Naszym zdaniem nie jest oczywiste, czy udział WIG będzie tak wysoki, szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę projekty infrastrukturalne, jakie zamierza uruchomić Rząd. OFE mogą być zaangażowane w ich współfinansowanie. Gros nowych informacji zawartych w projekcie ustawy jest interpretowane przez inwestorów na korzyść OFE, lecz naszym zdaniem wkrótce mogą przyjść rozczarowania. Nie zmienia to faktu, że reforma jest mniej destrukcyjna dla GPW niż zakładał rynek jeszcze dwa miesiące temu.

Rząd przedstawił projekt ustawy regulujący reformę drugiego filara. Projekt odpowiada na pytania, jakie powstały przed kilkoma tygodniami po publikacji ogólnych założeń reformy. Projekt ustawy zakłada m.in., że:

- 3 lutego 2014 r. każdy fundusz umarza 51,5% jednostek rozrachunkowych i przekazuje do ZUS aktywa odpowiadające 51,5% wartości aktywów netto funduszu na dzień 31 stycznia 2014 r.
- Fundusze przekazują do ZUS następujące aktywa (w kolejności przekazywania aż do osiągnięcia zakładanych 51,5% aktywów): obligacje i bony skarbowe; obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego gwarantowane przez Skarb Państwa; inne papiery wartościowe gwarantowane przez Skarb Państwa; środki pieniężne; bankowe papiery wartościowe; obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego.
- Od 4 lutego 2014 r. OFE nie będą mogły inwestować w papiery skarbowe i instrumenty dłużne gwarantowane przez Skarb Państwa.
- Od 4 lutego 2014 r., OFE będzie obowiązywał limit utrzymywania minimum 75% aktywów w akcjach. Od 1 lipca 2014 r. nastąpi uwolnienie limitów inwestycyjnych dotyczących lokowania aktywów funduszy.
- Projekt zakłada, że Rząd w drodze rozporządzenia może ustanowić maksymalną lub minimalną część aktywów otwartego funduszu, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat. OFE będą mogły inwestować większą część niż dotychczas (5%) aktywów na rynkach zagranicznych – przy czym nie mogą to być papiery skarbowe innych państw. Obecny limit inwestycyjny zostanie zwiększony do końca roku 2014 do 10%, w 2015 do 20%, a w 2016 do 30%.
- Zniesiona zostanie minimalna stopa zwrotu oraz zostaną obniżone opłaty na rzecz PTE z tytułu zarządzania.
- Wprowadzona zostanie okresowa (do 2016 roku) porównywalna stopa zwrotu funduszy opierająca się m.in. na WIG (do 90% indeks, ostateczny benchmark nie został jeszcze określony).
- Co 4 lata uczestnik systemu będzie mógł wybrać, czy dalej chce przekazywać część swojej składki (2,92%) do OFE czy do ZUS (następne okienko w 2016 roku).

Czy OFE będą sprzedawać akcje chcąc zmniejszyć zmienność portfela?

Po publikacji ogólnych założeń do reformy wielu inwestorów zwracało uwagę na to, że OFE mogą sprzedawać akcje chcąc zmniejszyć zmienność portfeli. Żeby temu zapobiec, Rząd wprowadził 75% limit minimalnego zaangażowania w akcje. Naszym zdaniem nie jest jasne, czy limit będzie obowiązywał do 1 lipca 2014, czy dłużej (z uzasadnienia do projektu ustawy można wnioskować, że jest to jedynie limit w okresie przejściowym, nie ma jednak potwierdzenia tej tezy w samym projekcie ustawy, który natomiast zakłada, że Rząd w drodze rozporządzenia może nakładać limity maksymalnego i minimalnego zaangażowania w poszczególne klasy aktywów). Z naszych wyliczeń wynika, że wspomniany limit nie jest barierą do sprzedaży akcji jeżeli zarządzający podejmą decyzję o zmniejszeniu bety portfela. Na koniec września łączne aktywa OFE to 292 mld PLN. 51,5% aktywów, jakie mają trafić do ZUS to 150 mld PLN (faktyczne naliczenie tej kwoty nastąpi dopiero w przyszłym roku, wzrost aktywów oznacza więcej środków do ZUS). Co oznacza, że w OFE pozostanie 142 mld PLN. Dotychczasowy udział akcji (średnia) w portfelach OFE to 119,3 mld PLN, co stanowi 84% pozostałych aktywów po przeniesieniu części do ZUS. Teoretycznie OFE mogą sprzedawać akcje do wyznaczonego limitu za kwotę 12 mld PLN. To tylko matematyczne oszacowanie teoretycznej podaży, co nie oznacza, że taka podaż pojawi się na rynku.

OFE bez gotówki

Powyżej przedstawione szacunki to wariant z historycznymi wartościami aktywów OFE. Transfer do ZUS zostanie jednak dokonany 3 lutego, przy wycenie aktywów na koniec stycznia 2014. To istotna i negatywna informacja dotycząca zmian w OFE w stosunku do wcześniejszych założeń, które mówiły o wycenie na wrzesień 2013. W pozytywnym scenariuszu dla rynku akcji (wzrost indeksów) oznacza to, że OFE praktycznie zostaną całkowicie pozbawione gotówki (czego nie zakładaliśmy w

poprzednich wyliczeniach). Zakładając, że od końca września 2013 do końca stycznia 2014 WIG wzrośnie o 10% (o tyle samo wzrośnie wycena portfela akcyjnego), a w kolejnych miesiącach fundusze pozyskają łącznie 6,6 mld PLN (z czego: 3,5 mld PLN z tytułu składek; 2,1 mld PLN z tytułu odsetek od papierów dłużnych; 1 mld PLN z dywidend), to na dzień 31 stycznia 2014 aktywa netto funduszy powinny wynosić ok. 310,5 mld PLN. Do ZUS trafi 51,5% aktywów tj. 160 mld PLN plus 4,4 mld PLN z tytułu „suwaka”. Oznacza to, że w OFE pozostaną aktywa o wartości 146,2 mld PLN, z czego akcje o wartości 131 mld PLN. Portfel akcyjny będzie stanowił 90% aktywów funduszy. Jeżeli wycena papierów dłużnych (skarbowych i gwarantowanych przez SP) nie ulegnie większym zmianom, to ich wartość na koniec stycznia wyniesie ok. 145 mld PLN. Oznacza to, że OFE żeby „spłacić” ZUS będą musiały przekazać aktywa inne niż wspomniane papiery skarbowe o wartości blisko 20 mld PLN. Oznaczałoby to, że OFE będą musiały przekazać praktycznie całą posiadaną gotówkę zgromadzoną na depozytach (15,4 mld PLN na koniec września, bez żadnych zakupów wzrośnie do 22 mld PLN na koniec stycznia). Tym samym OFE pozostaną z wysokim udziałem akcji w portfelach i obligacjami korporacyjnymi. Wszystkie te szacunki opieramy na średniej dla OFE i nie uwzględniamy struktury aktywów poszczególnych funduszy. Dotyczą one scenariusza wzrostu WIG o 10% (od początku miesiąca do chwili przygotowania raportu wzrost wyniósł 3,8%). Ponadto należy pamiętać, że Skarb Państwa uruchomił dwie duże prywatyzacje: PKP Cargo i Energa, których akcje będzie można kupić jeszcze w tym roku. Łącznie obie oferty można szacować na ok. 4 mld PLN, z czego udział OFE można szacować na 1,5 mld PLN.

Nowy benchmark, inwestycje zagraniczne

Istotnym elementem w projekcie jest nowy benchmark, który będzie obowiązywał od sierpnia 2014 do lipca 2016. Będzie to tzw. okresowa stopa zwrotu, która będzie pokazywała stopę zwrotu funduszu na tle benchmarku, jakim będzie połączenie stopy zwrotu WIG (udział do 90% w benchmarku) oraz rocznej stopy pożyczek trzymiesięcznych udzielanych na rynku międzybankowym. Na dziś nie zostało precyzyjnie określone, jaki udział w benchmarku będzie miał WIG. Zgodnie z projektem ustawy określi to dopiero minister w drodze rozporządzenia.

Benchmark nie będzie wiązał się z koniecznością dopłat przez PTE w przypadku nieosiągnięcia minimalnej stopy zwrotu (jak obecnie, a minimalna stopa zwrotu przestanie istnieć). Jej celem jest raczej podanie do publicznej wiadomości, jak OFE efektywnie zarządzają środkami na tle indeksu giełdowego. Benchmark może być elementem skłaniającym fundusze do utrzymywania wysokiego zaangażowania w akcje, przy czym kluczowe pozostaje, jak wysoki udział będzie miał indeks.

Zgodnie z decyzją KE, Polska zwiększy maksymalny udział inwestycji zagranicznych OFE (zapisane w projekcie ustawy) do 30% w ciągu trzech lat (dotychczas zaangażowanie to zaledwie 1,27%). Przy tak ustalonym benchmarku trudno jednak zakładać, żeby OFE chciały istotnie od niego się odchyłać, szczególnie wychodząc z inwestycjami za granicę. Jeżeli OFE w przyszłości „przykleją się” do benchmarku, to potencjalnie zagrożone podażą są spółki, w których OFE są silnie przeważone vs. ich udziału w indeksie.

Zgodnie z danymi rządowymi, udział OFE we *free float* na GPW wyniósł 27,4%, przy czym w spółkach o kapitalizacji w przedziale 1-5 mld PLN wynosił aż 51,2%. Dla spółek o kapitalizacji 0,5-1 mld PLN było to 40,3%.

Więcej ludzi zostanie w OFE

W scenariuszu bazowym pierwotnie szacowaliśmy, że swoje przyszłe składki w OFE pozostawi ok. 20% dotychczasowych członków (dla uproszczenia 20% wartości składki). Deklaracje o pozostaniu w OFE można będzie składać m.in. poprzez internet. Badania sondażowe wskazują, że ok. połowa ankietowanych osób na dziś deklaruje chęć pozostanie w OFE. Wprawdzie Rząd zakazał reklamy funduszy, jednak wydaje się, że wcześniejsze nasze i rynkowe szacunki w tym zakresie mogły być zbyt pesymistyczne. Oznaczałoby to, że przyszłe składki do funduszy będą większe niż zakładane przez nas 2,2 mld PLN rocznie (20% pozostaje). Przy założeniu, że w OFE pozostaje 50% osób, roczna składka to 5,5 mld PLN – w przeważającej większości lokowana w akcje. Przy zakładanych odpływach na poziomie 2,3 mld PLN i wpływach z dywidend (2 mld PLN) daje to napływy netto w ujęciu rocznym na poziomie ponad 5 mld PLN.

OFE będą finansować „Inwestycje Polskie”?

W uzasadnieniu do projektu ustawy sporo miejsca poświęcono finansowaniu BGK i projektów realizowanych w ramach „Inwestycji Polskich”. Intencją Rządu jest to, żeby ustawa wprowadziła możliwość zakupu przez OFE obligacji, bankowych papierów wartościowych i listów zastawnych emitowanych przez BGK. Jeżeli nasze szacunki dotyczące przyszłej struktury aktywów OFE na początku przyszłego roku są prawdziwe, to OFE nie mają wolnych środków na finansowanie „Inwestycji Polskich” (chyba, że z przyszłych składek i innych wpływów). Rząd może „regulować” tę kwestie ustalając niższy niż 90% udział WIG w benchmarku dla funduszy.



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

Michał Konarski tel. (+48 22) 697 47 37
michal.konarski@dibre.com.pl
Banki

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

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64
pawel.szpigiel@dibre.com.pl
Media, IT

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybała@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 Mizera tel. (+48 22) 697 48 76
adam.mizera@dibre.com.pl

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

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@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 stanowił 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, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, 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, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, 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, Interagroclin 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, Projprzem, Prokom Software, PZU, Robygu, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Tarczyński.

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.