

poniedziałek, 6 lipca 2015 | komentarz specjalny

Nowe podatki na horyzoncie

Banki, Handel, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05, Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Na konwencji wyborczej PiS, która odbyła się w dniach 3-5 lipca przedstawiciele głównej partii opozycyjnej potwierdzili zamiar wprowadzenia podatku od instytucji finansowych oraz od sklepów wielkopowierzchniowych. Mechanizm podatku nie został przedstawiony, ale według pani Beaty Szydło, kandydatki PiS na premiera, podatek od banków miały przynieść około 5 mld PLN, zaś od sklepów – 3 mld PLN. Dodatkowo, członek rady programowej PiS, prof. Konrad Raczkowski zapowiedział, iż nowy podatek obejmie nie tylko banki, ale też zakłady ubezpieczeń, domy maklerskie, instytucje zarządzające aktywami i towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz inne instytucje finansowe. Według Raczkowskiego, stawka podatku zostałaby ustalona w zależności od poziomu aktywów i wyniosłaby od 0,15% do 0,25%, co przełożyłoby się na wpływ do budżetu na poziomie 7-8 mld PLN. Pani Beata Szydło podczas konwencji zapowiedziała także zahamowanie wyprowadzenia podatków do rajów podatkowych co da oszczędności w kwocie 18 mld PLN.

Podatek nie zgadza się z wyliczeniami

Uważamy, iż zaproponowane rozwiązania podatkowe są negatywne, ponieważ ewentualny podatek został rozszerzony o kolejne typy instytucji. Z drugiej strony, stawka podatku wspomniana przez prof. Raczkowskiego (0,15%-0,25%) jest znacznie niższa od pierwotnie zaproponowanej przez PiS w 2011 roku (0,39%). Niemniej jednak, według naszych wyliczeń nawet zastosowanie najwyższej stawki podatku na poziomie 0,25% nie przyniosłoby oczekiwanych wpływów do budżetu na poziomie 7-8 mld PLN, a „jedynie” 5 mld PLN. Uważamy, iż aby osiągnąć poziom 5 mld PLN podatku od banków oraz około 2 mld PLN od pozostałych instytucji finansowych należałoby zastosować stawkę około 0,32%.

Wysokość podatku finansowego

(mIn PLN)	0,15%	0,25%	0,32%
Sektor bankowy	2 329,5	3 882,5	4 969,6
Sektor ubezpieczeń	274,2	457,0	585,0
TFI	342,9	571,5	731,5
OFE	237,9	396,5	507,6
Domy maklerskie	11,4	19,0	24,3
Razem	3 195,9	5 326,6	6 818,0

Źródło: Dom Maklerski mBanku, KNF, IZFA

Podatek zdyskontowany w PKO BP, zaś w PCM nadal widzimy potencjał wzrostu

Zakładając stawkę 0,32% od sumy aktywów w wielu instytucjach finansowych widzimy nadal znaczący potencjał do spadku wyceny. Czynnikiem ryzyka do naszych wyliczeń może nadal być przewalutowanie kredytów walutowych do PLN lub inne ulgi dla kredytobiorców związane z kredytami hipotecznymi. W naszej analizie wrażliwości przedstawiamy dwa wyliczenia dla Kruka. W opcji numer 1 zostawiamy preferencyjną stawkę podatkową dla windykatora, zaś w „2” zakładamy efektywną stawkę podatkową w całym okresie prognozy na poziomie 19%. Nasza analiza wrażliwości przedstawia wpływ podatku finansowego na zysk netto oraz na 9-miesięczną cenę docelową. Stawki podatku w analizie wrażliwości odpowiadają propozycji PiS (0,15%-0,25%), naszej prognozy (0,32%), pierwotnej stawki podatkowej

zaproponowanej przez PiS (0,39%) oraz stawki, która miała miejsce na Węgrzech (0,53%). Z naszej analizy wynika, iż przy stawce podatkowej na poziomie 0,32% podatek finansowy jest już w pełni zdyskontowany w PKO BP (0% potencjału spadku), a następnie prawie w całości w Banku Millennium (5% potencjał spadku) oraz w GNB (9% potencjał spadku). Największy potencjał spadku widzimy w ING BSK (21% potencjał spadku), BZ WBK (21% potencjał spadku) oraz w Pekao (19% potencjał spadku). Wyjątkiem jest PCM, którego wycena nawet uwzględniając podatek finansowy przedstawia 41% potencjał wzrostu.

Potencjał zmiany przy stawce podatkowej 0,32%

	Cena*	Potencjał zmiany
PKO BP	30,00	0,1%
Pekao	172,40	-19,3%
BZ WBK	320,40	-20,9%
ING	129,00	-21,1%
Millennium	6,35	-4,8%
Handlowy	90,94	-14,0%
GNB	1,28	-9,0%
PCM	42,99	41,2%
Kruk	154,50	-12,9%
Kruk „2”	154,50	-17,4%

Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku; *cena zamk. z dn. 03/07/2015

Podatek od sieci detalicznych – wciąż brak szczegółów

Pani Beata Szydło na konwencji PiS potwierdziła, że w planach jest wprowadzenie podatku od sklepów wielkopowierzchniowych. Opodatkowane miałyby zostać przychody osiągane przez zagranicznych operatorów sieci wielkopowierzchniowych. Szacowany wpływ do budżetu z tego tytułu to 3 mld PLN. Niestety nie została podana definicja sklepów wielkopowierzchniowych. Przyjmując, że zaliczane do tej grupy sklepy miałyby ponad 450 mkw., dodatkowymi obciążeniami objęta zostałaby działalność Jeronimo Martins w Polsce (około 34,6 mld PLN w 2015 roku) oraz częściowo sklepy Emperia (niektóre starsze placówki miały większą powierzchnię niż 450 mkw.). Przy takim założeniu wprowadzenie podatku miałyby pozytywny wpływ na działalność operacyjną Eurocash (zaopatruje głównie sklepy o mniejszej powierzchni niż 450 mkw., które byłyby beneficjentem wprowadzonych zmian) i Emperia, a negatywną na wyniki Jeronimo Martins.

Na konwencji Nowej Prawicy głos zabrał prof. Konrad Raczkowski, który powiedział o konieczności wprowadzenia podatku od dużych sieci detalicznych dowolnych branż, których całkowite obroty grupy kapitałowej lub grupy franczyzowej przekraczają 1 mld PLN. Polegałby on na opodatkowaniu podmiotów w zależności od osiąganych dochodów podatkiem progresywnym 0,5-2,0%. Obie propozycje dotyczące podatku od sieci detalicznych różnią się w sposób znaczący. Druga propozycja (przedstawiona przez Raczkowskiego) dotyczyłaby również podmiotów polskich oraz obejmowałaby także inne branże. Oznaczałoby to dodatkowe koszty dla takich spółek jak LPP, CCC czy AmRest. Ze względu na rozbieżność dwóch koncepcji oraz brak większej ilości szczegółów projektu nowego podatku, trudno jest w tym momencie oszacować realny wpływ planowanych zmian na wycenę wymienionych podmiotów.

Podatek finansowy jako % zysku netto za 2016 rok w zależności od stawki podatkowej

	0,15%	0,25%	0,32%	0,39%	0,53%
PKO BP	11,7%	19,6%	25,1%	30,5%	41,5%
Pekao	9,8%	16,4%	21,0%	25,6%	34,7%
BZ WBK	9,3%	15,5%	19,9%	24,2%	32,9%
ING	13,3%	22,2%	28,4%	34,6%	47,0%
Millennium	15,2%	25,3%	32,3%	39,4%	53,6%
Handlowy	9,5%	15,8%	20,2%	24,7%	33,5%
GNB	25,5%	42,5%	54,4%	66,3%	90,1%
PCM	3,6%	6,0%	7,7%	9,4%	12,7%
Kruk	1,3%	2,2%	2,8%	3,5%	4,7%
PZU	3,9%	6,5%	8,3%	10,1%	13,8%

Wpływ podatku na 9-miesięczną cenę docelową

	Obecna cena docelowa	0,15%	0,25%	0,32%	0,39%	0,53%
PKO BP	38,59	34,57	31,89	30,02	28,14	24,39
Pekao	166,96	153,95	145,27	139,20	133,12	120,98
BZ WBK	310,36	283,71	265,94	253,50	241,07	216,19
ING	135,20	119,52	109,07	101,75	94,43	79,80
Millennium	8,36	7,27	6,55	6,05	5,54	4,53
Handlowy	95,35	87,29	81,93	78,17	74,41	66,90
GNB	2,26	1,75	1,40	1,16	0,93	0,45
PCM	65,00	62,98	61,65	60,72	59,79	57,93
Kruk	143,10	136,83	135,49	134,55	133,61	131,74
Kruk „2”	143,10	129,95	128,61	127,67	126,73	124,86

Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

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 Maklerskiego mBanku:

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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Indata Software, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Groclin, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projrzem, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Vistal, Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Indata Software, Polwax. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska 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 Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl