

czwartek, 7 listopada 2019 | komentarz specjalny

Zmiany w OFE

Rynek akcji, Polska

Opracowanie: Michał Marczak +48 22 438 24 01

Rząd przyjął projekt ustawy, na mocy której dokonają się dalsze zmiany w OFE. Projekt zakłada wejście ustawy w życie od 1 stycznia 2020, a transfer aktywów z OFE do IKE/FUS 1 lipca 2020. Suwak ma obowiązywać do marca 2020. W styczniu i lutym Polacy będą decydować o tym, czy ich środki trafią do IKE czy FUS, przy czym opcją domyślną pozostaje IKE. Płatność opłaty transferowej została podzielona na dwie transze: 70% w 2020 r. i 30% w roku kolejnym. Na bazie przyjętych założeń oszacowaliśmy, jak mogą wyglądać aktywa OFE/IKE po dokonanych zmianach oraz czy możliwe jest opłacenie ujemnych przepływów wynikających z wprowadzonych zmian bez sprzedaży akcji notowanych na GPW.

Harmonogram 2020:

- 1 stycznia: wejście ustawy w życie.
- 1 stycznia: koniec składek odprowadzanych do OFE.
- 1 stycznia – 1 marca: decyzja uczestników OFE o przeniesieniu aktywów do IKE lub FUS (opcja domyślna – IKE).
- 31 marca: koniec transferu środków w ramach swaka.
- 1 lipca: transfer aktywów do IKE/FUS.
- październik 2020: płatność 1 raty transferowej.

Główne założenia do prognozy:

- 80% osób pozostanie w IKE.
- Ujemne przepływy funduszy (ZUS netto, dywidendy, opłata transferowa) w 2020 r. to 12 mld PLN, a w roku kolejnym 3,3 mld PLN.
- Przesunięcie części aktywów do FUS od 1 lipca oznacza, że wpływy IKE z tytułu dywidend płaconych głównie w 3Q będą niższe niż dotychczasowe wpływy OFE.
- Deficyt w przepływach funduszy będzie opłacony ze zbycia aktywów w następujących proporcjach: 40% gotówka, 20% obligacje i inne aktywa (z czego gros to wygasanie otwartych pozycji, a nie ich sprzedaż), a 40% akcje spółek notowanych na rynkach zagranicznych.

Szacowane przepływy netto w OFE i źródła finansowania

| (mld PLN) | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|--------------------------------|-------------|--------------|-------------|------------|
| Przepływy netto w OFE | | | | |
| Świadc. emerytalne / ZUS netto | -1,8 | -2,2 | -0,4 | -0,9 |
| Dywidendy | 0,0 | 2,8 | 2,6 | 2,6 |
| Opłata | | -12,7 | -5,5 | |
| Łącznie | -1,8 | -12,1 | -3,3 | 1,7 |
| (mld PLN) | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
| Źródła finansowania | | | | |
| Gotówka | -0,7 | -4,8 | -0,5 | |
| Obligacje, inne | -0,4 | -2,4 | -1,6 | |
| Akcje zagraniczne | -0,7 | -4,8 | -1,1 | |
| Akcje polskie | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |

Źródło: Dom Maklerski mBanku; bez transferu aktywów do FUS

Przy takich założeniach fundusze nie muszą sprzedawać akcji notowanych na GPW. Jest to duże uproszczenie, które nie neguje scenariusza w którym część funduszy uznając akcje zagraniczne za bardziej atrakcyjną inwestycję nie zmniejszy ekspozycji na polskie akcje zamiast zagranicznych. W ogólnym rozrachunku, skala takich decyzji mieści się w granicach błędu prognozy (szczególnie uwzględniając miesięczne obroty na GPW na poziomie 20 mld PLN).

Szacowane aktywa OFE

| (mld PLN) | wrz-19 | 2019P | 2020P* | 2021P | 2022P |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Gotówka | 12,1 | 11,4 | 4,3 | 3,8 | 5,5 |
| Obligacje, inne | 15,4 | 15,0 | 9,6 | 8,0 | 8,0 |
| Akcje zagraniczne | 10,3 | 9,6 | 2,9 | 1,7 | 1,7 |
| Akcje polskie | 115,5 | 115,5 | 92,4 | 92,4 | 92,4 |
| Razem | 153,3 | 151,5 | 109,2 | 105,9 | 107,6 |

Źródło: KNF, Dom Maklerski mBanku; *proporcjonalny transfer 20% aktywów do FUS

Większą niewiadomą pozostaje skłonność Polaków do pozostania w IKE. Przy naszym założeniu 80% osób w IKE do ZUS trafią aktywa o wartości 30 mld PLN, z czego (proporcjonalnie) 23 mld PLN w akcjach spółek notowanych na GPW. Tym samym **ZUS, a właściwie PFR, który będzie zarządzał tymi środkami, stanie się jednym z największych akcjonariuszy na GPW.** Nie znamy jednak polityki inwestycyjnej PFR w zakresie tego portfela. Ryzykiem pozostaje, że w naszych szacunkach mogliśmy zaniżyć odsetek osób, które zdecydują się złożyć dokumenty przenoszące ich aktywa do ZUS. Okres pierwszych dwóch miesięcy 2020 roku będzie bardzo istotny z punktu widzenia przyszłości rynku kapitałowego w Polsce.

Zakładając, że OFE nie będą sprzedawały akcji na GPW w związku z wprowadzonymi zmianami do systemu emerytalnego, przyszłoroczny bilans przepływów na GPW z systemu emerytalnego (prywatnego) pozostaje pozytywny. Szacujemy, że przy średniej partycypacji w PPK na poziomie 51%, **w przyszłym roku PPK mogłyby przeznaczyć na zakup polskich akcji ok. 2,6 mld PLN, a w roku kolejnym blisko 4 mld PLN.**

Szacowane przepływy netto w PPK

| (mld PLN) | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|---------------------------------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| PPK łącznie | 1,3 | 7,8 | 11,6 | 12,0 |
| PPK akcje notowane na GPW | 0,5 | 2,6 | 3,9 | 4,1 |
| Akcje notowane na GPW: OFE/PPK | 115,9 | 94,9 | 98,1 | 101,4 |
| akcje PL PPK | 0,5 | 3,2 | 7,1 | 11,2 |
| akcje PL IKE/OFE | 115,5 | 92,4 | 92,4 | 92,4 |
| Aktywa notowane na GPW: PFR | | 23,1 | 23,1 | 23,1 |

Źródło: KNF, Dom Maklerski 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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego postępującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynke/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniana w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Investowanie 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.

mBank 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 mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NVAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primatech, Prochem, Projrzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wzywaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NVAI Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Polenergia, Prime Car Management, Primatech.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

mBank 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 mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynke/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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 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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę Klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl