

poniedziałek, 23 marca 2020 | komentarz specjalny

Czy osłabienie EUR/PLN rzeczywiście pomoże eksporterom z przemysłu?

Pozycjonowanie sektora: niedowóżaj

Przemysł, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Intuicyjnie osłabienie PLN do EUR powinno pozytywnie przekładać się na rentowność u eksporterów. Niestety naszym zdaniem obecnie sytuacja wygląda inaczej. Eksporterzy mają otwarte zabezpieczenia sprzedaży EUR po ustalonym kursie, ale ze względu na ograniczenie sprzedaży na rynkach europejskich będą mieć problem z dostarczeniem waluty przy zapadaniu kontraktów terminowych. W efekcie niektóre spółki będą zmuszone do dostarczenia waluty, której wartość przewyższa zabezpieczony w kontraktach terminowych poziom, a to implikować będzie straty na działalności finansowej. Naszym zdaniem może być to potencjalnie wyzwanie dla Forte, a w mniejszym stopniu dla Mangata i Alumetal. Osłabienie PLN do EUR przekłada się również na wzrost nominalnego zadłużenia, jako że spółki posiadają dług zaciągnięty w EUR. W naszej analizie problem ten najbardziej dotyczy Forte, a następnie Stelmet i Mangata. W relacji długu netto do EBITDA tylko Forte ma problem ze spełnieniem kowenantów bankowych.

Spółki przemysłowe zabezpieczają kurs EUR/PLN za pomocą **opcji na sprzedaż walut** (Forte), **kontraktami typu forward** (Alumetal, Amica, Mangata, Stelmet) oraz **poprzez zadłużenie w EUR** (Forte, Mangata, Stelmet).

AC pomimo profilu eksportowego (52,6% sprzedaży 2019 r. zrealizowane w EUR) nie posiada ani zadłużenia w EUR, ani instrumentów zabezpieczających wymiany EUR na PLN. Spółka korzysta na naturalnym hendingu.

Boryszew w swoich sprawozdaniach nie informuje precyzyjnie o wartości i zapadalności instrumentów zabezpieczających wymianę walut, dlatego nie jesteśmy w stanie w przypadku tej spółki oszacować negatywnego wpływu osłabienia PLN do EUR.

Według raportu za 9M'19 obecnie **największą otwartą pozycję na sprzedaż EUR posiada Forte** (w sumie około 1,8 mld PLN), która zabezpiecza przepływy finansowe do końca 1Q'21. W samym 1H'20 w Forte zapadają opcje na sprzedaż EUR o wartości 345 mln PLN – w przypadku naszego scenariusza bazowego (wyłączenie zakładów do końca kwietnia 2020) spółce powinno wystarczyć waluty (EUR) z wpływów eksportowych do rozliczenia transakcji bez strat. W przypadku jednak, gdyby wyłączenie zakładów trwało dłużej to istnieje ryzyko, że spółka nie będzie dysponować wystarczającą ilością dewiz do rozliczenia transakcji zabezpieczających i będzie musiała dokupywać EUR po aktualnym kursie rynkowym (powyżej 4,5 PLN/EUR). Na 1H'20 opcje walutowe zabezpieczają sprzedaż waluty w kanale 4,35-4,70 PLN/EUR.

Znaczące pozycje na sprzedaż EUR posiadają również Mangata (spółka zabezpiecza sprzedaż walut z około rocznym wyprzedzeniem) oraz **Alumetal i Amica**. Naszym zdaniem najbardziej na spadek zamówień są obecnie ekspozycje Mangata i Alumetal (Automotive).

Symulacja obok pokazuje potencjalne straty poszczególnych spółek w scenariuszu gdyby produkcja na eksport została całkowicie zamrożona, a emitenci

zmuszeni by byli dokupywać EUR po kursie rynkowym, żeby zrealizować opcje. Spółki naszym zdaniem w przypadku tymczasowego spadku obrotów z klientami zagranicznymi będą próbowały „rolować” transakcje walutowe na przyszłe okresy (według nas jest to jednak łatwiejsze w przypadku kontraktów forward niż opcji walutowych).

Potencjalna strata eksporterów (w mln PLN) w przypadku braku dostarczenia EUR przy całkowitej realizacji otwartych instrumentów zabezpieczających

Spółka	Zabezpieczenie EUR/PLN (w mln PLN)	Kurs PLN/EUR						
		4,26	4,50	4,60	4,70	4,80	4,90	5,00
Alumetal	78	0	19	27	35	42	50	58
Amica	73	0	18	25	32	40	47	54
Forte	1 809	0	439	620	801	982	x*	x*
Mangata	136	0	33	47	60	74	88	101
Stelmet	24	0	6	8	11	13	16	18

Źródło: mBank; *duża część zabezpieczeń opcyjnych Forte jest ograniczona górnym limitem, który waha się w zależności od terminu zapadalności.

Osłabienie PLN do EUR niesie za sobą wzrost nominalnego zadłużenia eksporterów (części w EUR), przy jednoczesnym spadku wyników finansowych. **Obecnie największe zadłużenie w EUR posiadają Forte** (równowartość 399 mln PLN), **Stelmet** (140 mln PLN) i **Mangata** (104 mln PLN). W przypadku Amica i Alumetal wartość zadłużenia w EUR jest pomijalna.

Wartość zadłużenia EUR i wzrost zadłużenia w zależności od kursu walutowego (mln PLN)

Spółka	Kredyt EUR (w mln PLN)	Kurs PLN/EUR						
		4,26	4,50	4,60	4,70	4,80	4,90	5,00
Alumetal	13	0	1	1	1	2	2	2
Amica	3	0	0	0	0	0	0	0
Forte	399	0	22	30	38	45	52	59
Mangata	104	0	6	8	10	12	14	15
Stelmet	140	0	8	10	13	16	18	21

Źródło: mBank

Potencjalnie **najwyższy wpływ wzrostu zadłużenia** (w efekcie osłabienia PLN do EUR) **w relacji do EBITDA ma miejsce w Forte** (warto zwrócić uwagę, że przy kursie powyżej 4,5 PLN/EUR spółka nie jest w stanie zejść nawet poniżej poziomu 4,0x). W pozostałych przypadkach relacja długu netto do EBITDA pozostaje na relatywnie bezpiecznych poziomach. Warto zwrócić uwagę, że poniżej uwzględniliśmy nasze dotychczasowe prognozy, które w przypadku Alumetal, Amica, Mangata i Stelmet z uwagi na epidemię COVID-19 będziemy w najbliższym czasie rewidować w dół.

Wpływ zmiany kursu EUR/PLN na relację zadłużenia netto do EBITDA

Spółka	EBITDA'20	Kurs PLN/EUR						
		4,26	4,50	4,60	4,70	4,80	4,90	5,00
Alumetal	104	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Amica	227	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Forte	129	3,9	4,0	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3
Mangata	95	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6
Stelmet	72	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4

Źródło: mBank

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

PRZEWAGAŻENIE (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
NIEDOWAGAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 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 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) 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_rynek/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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 rozpowszechniane 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.

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.

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 świadczyć, 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 Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

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, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Hello SA, I2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanika, Mangata, MCI Capital, Menica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I Dom Maklerski, Opono.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polinex-Mostostal, Polord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/ Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnyti, Tarczyński, TIM, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową 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 Biura 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_rynek/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 Biurze 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 Biura 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 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.

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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