

Zdrowe momentum

MAGELLAN

Wycena

Cena bieżąca [PLN]	80,5
Wycena końcowa [PLN]	100,3
Potencjał	24,6%
Rekomendacja	KUPUJ

Podstawowe dane

Kapitalizacja [mln PLN]	524,4
Ilość akcji [mln. szt.]	6,5
Max/min 52 tyg. [PLN]	82,5/43,5
Dzienny obrót [3M, tys PLN]	461,4

Stopa zwrotu [%]

1M	3M	6M	YTD
-7,7	5,2	17,6	2,3

MW TRADE

Wycena

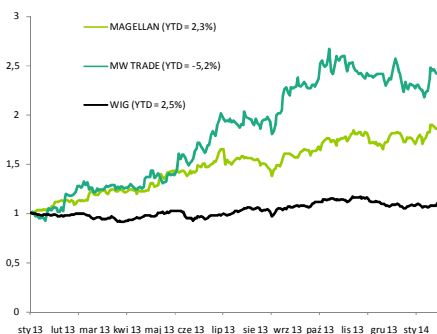
Cena bieżąca [PLN]	21,0
Wycena końcowa [PLN]	23,6
Potencjał	12,2%
Rekomendacja	KUPUJ

Podstawowe dane

Kapitalizacja [mln PLN]	176,0
Ilość akcji [mln. szt.]	8,4
Max/min 52 tyg. [PLN]	22,1/8,4
Dzienny obrót [3M, tys PLN]	134,6

Stopa zwrotu [%]

1M	3M	6M	YTD
4,7	-3,8	20,2	-5,2



Profil firm

Magellan i MW TRADE są największymi graczami na rynku finansowania służby zdrowia.

Analitik

Tomasz Kania
tomasz.kania@dmbps.pl
 tel. (22) 53 95 542

	MAGELLAN			MW TRADE		
	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P
Przychody [mln PLN]	141,5	161,8	190,2	61,3	77,9	95,3
<i>zmiana r/r</i>	18,0%	14,4%	17,5%	37,3%	27,1%	22,4%
EBITDA [mln PLN]	54,5	65,3	72,2	17,5	28,0	31,4
<i>marża EBITDA</i>	38,5%	40,3%	38,0%	28,5%	36,0%	33,0%
EBIT [mln PLN]	53,5	64,1	71,1	17,1	27,6	30,9
<i>marża EBIT</i>	37,8%	39,6%	37,4%	27,9%	35,4%	32,4%
Zysk netto [mln PLN]	43,6	52,9	58,6	14,1	22,6	25,3
<i>marża netto</i>	30,8%	32,7%	30,8%	23,0%	29,0%	26,5%
P/BV*	2,0	1,8	1,6	2,8	2,2	1,9
P/E*	12,0	9,9	9,0	12,5	7,8	7,0
ROE	18,2%	19,1%	18,9%	24,2%	31,9%	29,5%
ROA	3,8%	3,9%	3,7%	3,0%	3,7%	3,3%

Źródło: DM Banku BPS S.A., * wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej wynoszącej 80,5 PLN/akcję dla MAGELLANA i 20,99 PLN/akcję na MW TRADE, P - Prognozy

Po udanym 2013 podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do spółek z sektora finansowania jednostek medycznych na 2014. Uważamy, że wciąż nierozwiązane pozostają kluczowe problemy systemowe Narodowego Funduszu Zdrowia (NFZ), co w połączeniu z niskim poziomem penetracji rynku przez banki czyni ten segment bardzo atrakcyjnym. Ponadto optymistycznie postrzegamy perspektywy rynku finansowania Jednostek Samorządu Terytorialnego (JST), które w roku wyborczym będą naszym zdaniem bardziej skłonne do inwestycji przy wykorzystaniu długu. Uważamy, że w 2014 zarówno MAGELLANOWI jak i MW TRADE będzie sprzyjać otoczenie makro, a przede wszystkim wciąż niski poziom stóp procentowych. Oczekujemy, że przełoży się to na poprawę osiąganych przychodów oraz rentowność prowadzonej działalności. Pomimo aprecjacji cen akcji analizowanych spółek o średnio 110% w 2013 i pobiciu indeksu WIG o blisko 100%, zalecamy kupowanie akcji MAGELLANA i MW TRADE.

KUPUJ MAGELLAN. Rozpoczynamy rekomendowanie spółki MAGELLAN z ceną docelową 100,3 PLN, co implikuje potencjał wzrostowy na poziomie 24,6%. W naszej opinii lider rynku charakteryzuje się stabilną sytuacją fundamentalną i jest w stanie dynamicznie poprawiać wyniki finansowe w kolejnym roku. Spółka oferuje najszerzy wachlarz produktów, dzięki czemu jest w stanie docierać do nisz rynkowych niedostępnych dla innych podmiotów. Dodatkowo, Zarząd spółki podjął działania mające na celu dywersyfikację działalności zarówno pod względem geograficznym (rozwój biznesu w Czechach i na Słowacji) jak i sektorowym (finansowanie JST, inwestycji medycznych). Przekłada się to na wyższe w porównaniu do konkurencji rentowności operacyjne i portfela. Oczekujemy, że spółka wypracuje w 2013 zysk netto 43,6 mln PLN (+15,4% r/r), który w 2014 wyniesie 52,9 mln PLN (+21,5% r/r), by w 2015 ukształtować się na poziomie 58,6 mln PLN (+10,7%). Uważamy, że niski poziom stóp procentowych w 2014 będzie nadal pozytywnie wpływał na rentowność prowadzonego biznesu, a doświadczony Zarząd pokazał już w przeszłości, że dobrze radzi sobie z zarządzaniem ryzykiem stopy procentowej. Tym samym oczekujemy marży netto w 2013 na poziomie 30,8%, która w 2014 wzrośnie do 32,7%. W naszej opinii MAGELLAN zainicjuje w 2014 wypłatę dywidendy w wysokości 50% zysku z 2013. Uważamy, że spółka nadal notowana jest na atrakcyjnych poziomach wskaźnika P/E'14=9,9x oraz P/BV'14=1,8x.

KUPUJ MW TRADE. Rozpoczynamy rekomendowanie spółki MW TRADE z ceną docelową 23,6 PLN, co implikuje potencjał wzrostowy na poziomie 12,2%. Uważamy, że spółka w 2013 bardzo dynamicznie poprawiła wyniki sprzedażowe, co budzi nasz optymizm przy dobrych perspektywach rynku na 2014. MW TRADE dzięki wsparciu spółek z grupy kapitałowej Leszka Czarneckiego jest w stanie zapewnić jednostkom medycznym finansowanie długoterminowe, na które w ostatnich miesiącach obserwujemy wzmożony popyt. Dodatkowo, MW TRADE jest w stanie mocniej lewarować swój portfel, co pozwala na szybkie budowanie kontraktacji. Doceniamy lekką strukturę operacyjną spółki, która przy zatrudnieniu 30 osób jest w stanie dynamicznie zwiększać rynkowy udział. Oczekujemy, że powyższe czynniki przełożą się na dalszą poprawę wyników. Szacujemy, że zysk netto w 2013 wyniesie 14,1 mln PLN (+55,5%), by w 2014 osiągnąć poziom 22,6 mln PLN (+60,4%). Podobnie jak w przypadku MAGELLANA oczekujemy pozytywnej kontrybucji niskich stóp procentowych na realizowane przez spółkę marże. Oczekujemy, że MW TRADE osiągnie marżę netto w 2013 na poziomie 23% oraz poprawi ją o 6 pp. w 2014. MW TRADE zainicjował wypłatę dywidendy w 2013 w wysokości 4,4 mln PLN tj. 50% zysku netto z 2012. W 2014 oczekujemy, że spółka wypłaci ok. 7 mln PLN dywidendy utrzymując 50% wskaźnik wypłaty dywidendy. W naszej opinii spółka notowana jest na atrakcyjnym wskaźniku P/E'14=7,8x.

W pogoni za liderem.

MW TRADE

Wycena

Cena bieżąca [PLN] 21,0

Wycena końcowa [PLN] 23,6

Potencjał 12,2%

Rekomendacja KUPUJ

Podstawowe dane

Kapitalizacja [mln PLN] 176,0

Ilość akcji [mln. szt.] 8,4

Max/min 52 tyg. [PLN] 22,1/8,4

Dzienny obrót [3M, tys PLN] 134,6

Struktura akcjonariatu [% głosów]

Leszek Czarnecki 51,3%

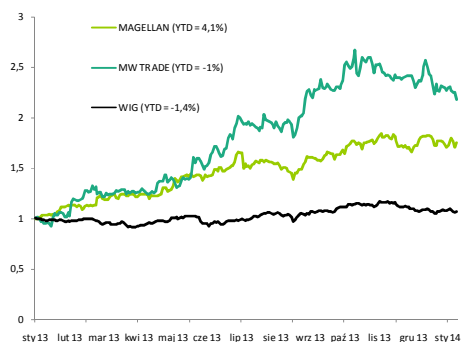
Rafał Wasilewski 20,0%

Pozostali 18,2%

Stopa zwrotu [%]

1M | 3M | 6M | YTD

4,7 | -3,8 | 20,2 | -5,2



Profil firmy

MW TRADE jest liderem rynku finansowania zobowiązań polskiej służby zdrowia.

Analitik

Tomasz Kania

tomasz.kania@dmbps.pl

tel. (22) 53 95 542

MW TRADE	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	41,7	44,6	61,3	77,9	95,3	113,3
<i>zmiana r/r</i>	98,0%	6,9%	37,3%	27,1%	22,4%	18,9%
EBITDA [mln PLN]	11,6	11,1	17,5	28,0	31,4	34,7
<i>marża EBIT</i>	27,9%	24,8%	28,5%	36,0%	33,0%	30,6%
EBIT [mln PLN]	11,3	10,8	17,1	27,6	30,9	34,1
<i>marża EBIT</i>	27,2%	24,2%	27,9%	35,4%	32,4%	30,1%
Zysk netto [mln PLN]	9,2	9,1	14,1	22,6	25,3	27,9
<i>marża netto</i>	21,9%	20,3%	23,0%	29,0%	26,5%	24,6%
P/BV (x)*	4,0	3,3	2,8	2,2	1,9	1,6
P/E (x)*	19,2	19,4	12,5	7,8	7,0	6,3
ROE [%]	22,6%	18,5%	24,2%	31,9%	29,5%	27,8%
ROA [%]	3,0%	2,5%	3,0%	3,7%	3,3%	3,1%

* wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej wynoszącej 20,99 PLN/akcję, P - Prognozy

Źródło: DM Banku BPS S.A.

Po udanym 2013 podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do MW TRADE na 2014. Uważamy, że wciąż nierozwiązane pozostają kluczowe problemy systemowe Narodowego Funduszu Zdrowia (NFZ), co w połączeniu z niskim poziomem penetracji rynku przez banki czyni ten segment rynku bardzo atrakcyjnym. Ponadto optymistycznie postrzegamy perspektywę rynku finansowania Jednostek Samorządu Terytorialnego (JST), które w roku wyborczym będą naszym zdaniem bardziej skłonne do inwestycji przy wykorzystaniu długu. Uważamy, że w 2014 MW TRADE będzie sprzyjać otoczenie makro, a przede wszystkim wciąż niski poziom stóp procentowych. Oczekujemy, że przełoży się to na poprawę osiąganych przychodów jak i rentowność prowadzonego biznesu. Powyższe argumenty skłoniły nas do wydania rekomendacji KUPUJ z ceną docelową 23,6 PLN, która zawiera 12,2% potencjał wzrostowy.

Dostęp do finansowania kluczem. Dzięki wsparciu spółek z grupy Leszka Czarneckiego MW TRADE jest w stanie mocno lewarować portfel aktywów finansowych, co przekłada się na dynamiczny wzrost sprzedaży. Wykorzystanie wysokiej dźwigni finansowej, która często przekracza poziom zalewarowania banków, powoduje że spółka ponosi wyższe od MAGELLANA koszty finansowe. Z drugiej strony spółka może w dużym stopniu wykorzystywać finansowanie długoterminowe, które w ostatnim czasie cieszy się dużym zainteresowaniem jednostek medycznych. Dostęp do finansowania długoterminowego może być szczególnie problematyczny dla najmniejszych graczy rynkowych, przez co mogą oni tracić swój udział w rynku na rzecz MW TRADE.

Koncentracja na klasycznych produktach pożyczkowych pozwala ograniczyć koszty operacyjne. MW TRADE opiera swój model biznesowy o klasyczne produkty o charakterze pożyczkowym (Hospital Fund, pożyczka), w wyniku czego porusza się w segmentach rynku, które charakteryzują się wysoką konkurencją. Efektem tego są niższe rentowności brutto uzyskiwane na portfelu. Z drugiej strony produkty tego typu rotują wolniej dzięki czemu MW TRADE jest w stanie ograniczyć koszty operacyjne. Spółka posiada lekką strukturę operacyjną, zatrudniając ok. 30 osób jest w stanie dynamicznie poprawiać wyniki finansowe.

„Niedostateczna kapitalizacja” pod kontrolą. Z uwagi na osobę głównego akcjonariusza – Leszka Czarneckiego, spółkę obowiązują przepisy o „niedostatecznej kapitalizacji”. Historycznie spółka borykała się z problemem zaliczania całości odsetek w poczet uzyskania przychodu, przez co stawki podatkowe często przekraczały poziom 19%. Zastosowanie konstrukcji wykupu rat wierzytelności pozwoliło na zminimalizowanie tego problemu, dlatego w kolejnych latach zakładamy stawkę podatkową na poziomie 19%.

Rosnące zyski oraz poprawa rentowności operacyjnej. Oczekujemy, że w 2013 MW TRADE wypracuje 61,3 mln PLN przychodów (+37,3% r/r), które w 2014 wyniosą 77,9 mln PLN (+27,1%), by w 2015 ukształtować się na poziomie 95,3 mln PLN (+22,4%). W 2014 szacujemy, że nastąpi dalsza poprawa marży na pokrycie kosztów finansowania portfela z 40,7% w 2013 do 46,1%. Poprawę odnotuje również zysk netto, który w 2014 szacujemy na 22,6 mln PLN, po wzroście z 14,1 mln PLN w 2013 (+60%). Tym samym wskaźnik P/E w latach 2014, 2015 będzie się kształtował na atrakcyjnym poziomie odpowiednio 7,8x i 7,0x.

Wysoki potencjał dywidendowy. MW TRADE wypłacił w 2013 pierwszą dywidendę w wysokości 50% zysku z 2012 (D/Y = 2,6%). Uważamy, że w latach 2014 – 2020 spółka kontynuować będzie politykę wypłaty 50% zysku netto.

Dom Maklerski Banku BPS SA
ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,
tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556
www.dmbps.pl
dm@dmbps.pl

Biurowo Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego:

Marcin Stebakow, MPW – handel, przemysł spożywczy
Dyrektor Biura Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego
marcin.stebakow@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 548

Kamil Artyszuk – obligacje
kamil.artyszuk@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 535

Marta Czajkowska-Bałdyga – banki
marta.czajkowska-baldyga@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 527

Tomasz Kania - usługi finansowe, deweloperzy
tomasz.kania@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 542

Analitycy techniczni:
Jacek Borawski

Biurowo Sprzedaży:

Mirosław Sobczak
Dyrektor Biura Sprzedaży
miroslaw.sobczak@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 553

Beata Zbrzezna, MPW
beata.zbrzezna@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 544

Departament Operacji:

Piotr Majka, MPW
Dyrektor Departamentu Operacji
piotr.majka@dmbps.pl
Tel.: (22) 53 95 520

Bogdan Dzimira, MPW, Doradca Inwestycyjny
bogdan.dzimira@dmbps.pl
Tel.: (22) 53 95 523

Jan Woźniak, MPW
jan.wozniak@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 536

Artur Kobos, MPW
artur.kobos@dmbps.pl
Tel.: (22) 53 95 511

Lech Kucharski, MPW
lech.kucharski@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 522

Bartosz Szaniawski
bartosz.szaniawski@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 525

Krzysztof Solus, MPW
krzysztof.solus@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 559

HISTORIA REKOMENDACJI SPÓŁKI

DATA	SPÓŁKA	ZALECENIE	CENA Z DNIA WYDANIA [PLN]	CENA DOCELOWA	STATUS
2014-02-13	MAGELLAN	KUPUJ	80,5	100,3	Aktualna
2014-02-13	MW TRADE	KUPUJ	20,99	23,6	Aktualna

STRUKTURA REKOMENDACJI

ZALECENIE	1Q'14		Z OSTATNICH 12 MIESIĘCY	
	LICZBA	UDZIAŁ	LICZBA	UDZIAŁ
KUPUJ	4	100%	17	68%
TRZYMAJ	0	0%	4	16%
SPRZEDAJ	0	0%	4	16%
RAZEM	4	100%	25	100%

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

Dług netto – suma kredytów, papierów dłużnych, oprocentowanych pożyczek pomniejszona o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

EBIT – zysk z działalności operacyjnej

EBITDA – zysk z działalności operacyjnej przed potrąceniem salda na działalności finansowej, opodatkowaniem i amortyzacją.

EV – (wartość ekonomiczna; EV= MC + dług netto) suma kapitalizacji i długu netto

Marża EBIT – (EBIT/Przychody ze sprzedaży) zysk z działalności operacyjnej podzielony przez przychody ze sprzedaży

Marża EBITDA – (EBITDA/Przychody ze sprzedaży) EBITDA podzielony przez przychody ze sprzedaży

ROS – (zysk netto/przychody ze sprzedaży) rentowność sprzedaży

ROA – (zysk netto/aktywa) rentowność aktywów

ROE – (zysk netto/kapitał własny) rentowność kapitału własnego

EBIT/EV – iloraz zysku z działalności operacyjnej i wartości ekonomicznej (suma kapitalizacji i długu netto)

P/S – iloraz kapitalizacji (liczba wyemitowanych akcji razy kurs akcji) i przychodów ze sprzedaży

P/E – (Cena/Zysk) kursu akcji podzielony przez roczny zysk netto przypadający na akcję

P/BV – (Cena/Wartość Księgową) kurs akcji podzielony przez wartość księgową przypadającą na akcję

P/CF – (Cena/(zysk netto + amortyzacja)) kurs akcji podzielony przez sumę przypadającego na akcję zysku netto i amortyzacji

Stopa dywidendy – (DY) dywidenda na akcję podzielona przez kurs akcji

Wskaźnik wypłaty dywidendy – (D/E) dywidenda przypadająca na akcję podzielona przez zysk na akcję

Stopa FCF – wolny przepływ pieniężny/kapitalizacja = (zysk netto+amortyzacja)/kapitalizacja

Rekomendacja jest ważna w okresie 9-12 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza zmiana. Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych:

- **kupuj** oznacza prognozowanie wzrostu o co najmniej 10%
- **trzymaj** oznacza prognozowanie wzrostu bądź spadku do 10%
- **sprzedaj** oznacza prognozowanie spadku ponad 10%

Raport analityczny wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów według stanu na dzień sporządzenia niniejszego opracowania.

Raport analityczny został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności na podstawie ogólnodostępnych informacji, w dniu publikacji opracowania, pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje ich kompletności i dokładności.

Niniejsze opracowanie stanowi projekcję zachowania instrumentów finansowych w okresie obowiązywania raportu. Raport nie stanowi jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, prognoza czy projekcja cenowa jest odpowiedni dla konkretnego inwestora. Korzystając z opracowania nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż sformułowane czynniki ryzyka.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS SA jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą przy Placu Powstańców Warszawy 1 w Warszawie.

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS SA oraz osobami sporządzającym niniejsze opracowanie, lub ich osobami bliskimi, a emitentem nie występują jakiegokolwiek powiązania, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Wynagrodzenie osób uczestniczących w sporządzaniu niniejszego raportu nie jest zależne od wyników finansowych transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej DM Banku BPS dotyczących instrumentów finansowych, których niniejsze opracowanie dotyczy.

DM Banku BPS SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz zwartych w nim zaleceń, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody DM Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie stanowi publikację handlową i jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. 1994 nr 24 poz. 83 z późn. zm.).

Jest prawdopodobne, iż DM Banku BPS S.A. świadczył, świadczy lub będzie świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DM Banku BPS 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.

Wycena metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) polega na dyskontowaniu prognozowanych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. DCF uznawany jest za metodologicznie jedną z najlepszych metod wyceny. Wadą metody jest duża czasochłonność oraz wrażliwość na zmiany parametrów jak również duża wartość przyporządkowana do wartości rezydualnej.

Wycena metodą DDM (zdyskontowanych dywidend) polega na dyskontowaniu prognozowanych dywidend, które będą mogły być wypłacone przez spółkę. DDM jest obok DCF bardzo dobrą metodą wyceny i również powszechnie używaną przez inwestorów. Wadą metody podobnie jak w przypadku DCF jest jej wrażliwość na zmiany parametrów oraz duża wartość przyporządkowana do wartości rezydualnej.