

# Strategia CEE 2016

Warszawa, styczeń 2016

# Podsumowanie: Góra lodowa przed nami

**Wiatr w żagle dla całego regionu CEE, ale nie da się przy tym zignorować góry lodowej na kursie polskich akcji.** Dlatego też zapatrujemy się negatywnie na rynek polski (oczekiwana stopa zwrotu -5-0%), neutralnie na węgierski (oczekiwana stopa zwrotu  $\pm 0\%$ ) i pozytywnie na czeski (oczekiwana stopa zwrotu +5-10%). W ujęciu sektorowym preferujemy defensywne i wysokodochodowe podmioty telekomunikacyjne, strukturalnie silne średnie spółki (przemysłowe i handlowe) oraz wybrane spółki finansowe.

**Stabilna sytuacja gospodarcza w Europie Środkowej i Wschodniej.** Sytuacja gospodarcza w naszym regionie jest dobra. Jeśli chodzi o Polskę, nie spodziewamy się znacznego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego, ponieważ impuls fiskalny zostanie pewnie zniwelowany przez niższy wzrost udzielanych kredytów (z uwagi na ograniczający wpływ podatku bankowego). Europę i region CE3 nadal wspierają słabe waluty lokalne kosztem USA. Dolar amerykański pozostaje silny – wspiera go dyferencjał stopy procentowej, w ujęciu ogólnym niekorzystny dla rynków wschodzących. Jeżeli nie dojdzie do nasilenia tendencji dezintegracyjnych w Unii Europejskiej, taka sytuacja powinna być korzystna dla względnego przekroczenia oczekiwanych wyników przez akcje europejskie.

**Czy w 2016 r. dojdzie do odbicia akcji rynków wschodzących i akcji polskich?** Przez cały rok 2015 umacniający się dolar wywierał presję na surowce i akcje rynków wschodzących. Polski rynek akcji, zwykle defensywny, ugiął się pod ciężarem podatków bankowych oraz wydarzeń w sektorze górniczym i energetycznym. Akcje rynków rozwiniętych wygenerowały dodatnią stopę zwrotu, ale wydaje się, że doszły do kresu możliwości, a oczekiwania dotyczące dalszych zysków podlegają tendencjom negatywnym. Stopy procentowe i ceny ropy naftowej utrzymują się na rekordowo niskim poziomie, ale nie wydaje się, by miało to przełożyć się na wzrost gospodarczy. Mimo naszego pozytywnego nastawienia średnioterminowego do uniwersum gospodarek wschodzących (z uwagi na pozytywne różnice makroekonomiczne oraz możliwy powrót szukających ryzyka inwestorów po pierwszym podniesieniu stóp procentowych przez Fed), w horyzoncie 12 miesięcy zachowujemy ostrożność względem akcji rynków wschodzących.

**Pogorszenie prognoz dla polskich funduszy emerytalnych.** W Polsce (choć nie zakładamy tego w scenariuszu bazowym), problem finansowania zwiększonych wydatków socjalnych – szczególnie w budżecie państwowym na rok 2017 – może postawić pod znakiem zapytania przyszłość prywatnego systemu emerytalnego. Oczekujemy zwiększonego napływu informacji na ten temat w połowie 2016 r., ale niepokoi nas ewentualny wpływ zmian w systemie OFE na wagę polskiego rynku akcji w indeksach międzynarodowych. Zespół makroekonomiczny naszego banku oczekuje także silniejszej deprecjacji złotówki, szczególnie w drugiej połowie roku, co może zaszkodzić wynikom polskiego sektora bankowego.

**Globalne luzowanie ilościowe jest mniej intensywne niż w przeszłości.** Rynek zakłada, że Fed będzie w ciągu roku stopniowo podnosił stopy procentowe; z kolei banki centralne gospodarek wschodzących robią zbyt mało, by zrekompensować wyczerpywanie rezerw walutowych. Ogólnie rzecz biorąc, warunki monetarne będą nadal mniej korzystne dla aktywów wysokiego ryzyka, ale być może nie ustaną poszukiwania inwestycji wysokorentownych. Analiza parytetu siły nabywczej walut wskazuje, że presja deprecjacyjna na waluty gospodarek wschodzących będzie prawdopodobnie nadal działać na surowce i rynki akcji. W ujęciu lokalnym zwracamy uwagę, że rynek nie spodziewa się już obniżek stóp procentowych. Z kolei nasz zespół makroekonomiczny podkreśla znaczne zwiększenie (o 16%) wymogu finansowania budżetowego, co może prowadzić do wyższej rentowności obligacji.

|                                            |             |
|--------------------------------------------|-------------|
| Podsumowanie: Góra lodowa przed nami.....  | S. 2        |
| Top picks 2016 .....                       | S. 4        |
| Rozliczenie portfela modelowego .....      | S. 5        |
| P/E i EPS sektorowe 2016 .....             | S. 6        |
| <b>Strategia CEE 2016 .....</b>            | <b>S. 7</b> |
| Sektor bankowy (neutralnie) .....          | S. 49       |
| Banki CEE (neutralnie) .....               | S. 52       |
| Sektor energetyczny (pozytywnie).....      | S. 54       |
| Sektor paliwowy (negatywnie).....          | S. 55       |
| Sektor telekomunikacyjny (pozytywnie)..... | S. 63       |
| Sektor wydobywczy (?) .....                | S. 67       |
| Handel (pozytywnie) .....                  | S. 73       |
| Sektor mediowy (pozytywnie) .....          | S. 79       |
| Sektor deweloperski (neutralnie) .....     | S. 80       |
| Sektor chemiczny (negatywnie) .....        | S. 82       |
| Sektor budowlany (pozytywnie) .....        | S. 87       |
| Sektor przemysłowy (pozytywnie) .....      | S. 89       |
| Małe i średnie spółki (pozytywnie) .....   | S. 91       |
| Rekomendacje .....                         | S. 92       |

# Top picks 2016

| Spółka               | Kapitalizacja<br>(mln PLN) | Waluta | Cena<br>(30.12.2015) | Cena<br>docelowa | P/E<br>2016 | EV/EBITDA<br>2016 | Stopa<br>dywidendy<br>(za 2015) | Uzasadnienie                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|----------------------|----------------------------|--------|----------------------|------------------|-------------|-------------------|---------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Jeronimo Martins     | 32 301,7                   | EUR    | 12,09                | 16,20            | 20,5        | 9,2               | 2,3%                            | Pozytywne LFL Biedronek, możliwość przerzucenia podatku od sieci detalicznych na klienta i producenta, powrót inflacji i wzrost wolumenowy rynku.                                                                                                                                                                                |
| Komerčni             | 29 556,0                   | CZK    | 4 950,00             | 5 926,00         | 14,9        | -                 | 6,2%                            | Przy P/E na poziomie 14x na rok 2016 nie jest to na pewno okazjna oferta, ale stopa dywidendy na poziomie +6% może to zrekompensować (nawet zakładając niższe wypłaty w przyszłości). Cechy to jeden z niewielu rozwijających się rynków bankowych w regionie.                                                                   |
| PZU                  | 29 377,1                   | PLN    | 34,02                | 45,70            | 11,4        | -                 | 8,8%                            | Wysoka rentowność (ROE 20%+) oraz silna pozycja kapitałowa (Solvency 2 ratio ok. 300%) powinny pozwolić na utrzymanie atrakcyjnej polityki dywidendowej w nadchodzących latach. Opcja na konsolidację sektora bankowego (kapitał oraz wsparcie rządowo-regulacyjne).                                                             |
| O2 Czech Republic    | 12 234,9                   | CZK    | 251,00               | 298,00           | 15,9        | 8,5               | 6,6%                            | Wysoka oczekiwana stopa dywidendy za 2015 r. (ok. 7%) wspierana przez rozpoczęcie w 2016 r. skupu akcji (do 10% akcji w ciągu kilku lat). Silny bilans.                                                                                                                                                                          |
| Orange Polska        | 8 633,0                    | PLN    | 6,56                 | 7,50             | 58,2        | 4,2               | 3,8%                            | Spodziewany wzrost dywidendy od 2016 r. oraz umocnienie bilansu.                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Eurocash             | 6 737,1                    | PLN    | 48,50                | 39,72            | 25,6        | 15,2              | 1,6%                            | Mocny wzrost wolumenowy rynku połączony z powrotem inflacji cen żywności, generowanie gotówki z kapitału obrotowego, niska ekspozycja na podatek od sieci detalicznych.                                                                                                                                                          |
| Magyar Telekom       | 5 729,3                    | HUF    | 406,00               | 439,00           | 13,3        | 4,3               | 3,7%                            | Oczekiwany znaczący wzrost stopy dywidendy od 2016 r. w związku z redukcją capexu i poprawą bilansu.                                                                                                                                                                                                                             |
| Synthos              | 5 041,6                    | PLN    | 3,81                 | 4,16             | 13,5        | 10,0              | 6,6%                            | Silny cash flow gwarantujący wypłatę dywidendy, opcja na wzrost cen surowców, w średnim terminie wzrost FCF i pozytywny wpływ oddawanych inwestycji na poprawę EBITDA.                                                                                                                                                           |
| Budimex              | 4 952,8                    | PLN    | 194,00               | 233,00           | 15,8        | 8,2               | 4,5%                            | Lider sektora budowlanego z wysoką skutecznością (ostatnio powyżej 25%) pozyskiwania zleceń. Silny bilans i konserwatywna wycena kontraktów budowlanych. Planowany rozwój w segmencie użyteczności publicznej i budownictwa kolejowego.                                                                                          |
| Alior Bank           | 4 807,7                    | PLN    | 66,50                | 74,00            | 14,4        | -                 | 0,0%                            | Najlepiej spójczonowany bank w kontekście podatku bankowego, z uwagi na: 1) szybko rotujący portfel kredytów (59% stanowią kredyty dla SME i kredyty konsumpcyjne), 2) relatywnie droższe finansowanie oraz 3) potencjalny pozytywny wpływ polityki socjalnej rządu na jakość portfela. Opcja na konsolidację sektora bankowego. |
| AmRest               | 4 059,5                    | PLN    | 188,20               | 215,70           | 22,1        | 8,8               | 0,0%                            | Oczekiwana poprawa LFL na większości rynków, dalszy rozwój sieci, lepsze marże EBITDA i niższy Capex.                                                                                                                                                                                                                            |
| Kęty                 | 2 955,3                    | PLN    | 313,00               | 370,00           | 13,9        | 9,3               | 4,2%                            | W ramach 5 letniej strategii mocny wzrost przychodów i EBITDA (+50-60%) połączony z wysoką dywidendą (5%). Obecnie P/E 13x i DN/EBITDA 0.8x. Bardzo podoba nam się ekspozycja na przemysł UE, w tym zwłaszcza Polski i Niemiec.                                                                                                  |
| Netia                | 1 879,7                    | PLN    | 5,40                 | 7,10             | 73,6        | 4,7               | 11,1%                           | Wysoka stopa dywidendy (ok. 11%) i silny bilans.                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Neuca                | 1 639,0                    | PLN    | 359,90               | 398,00           | 15,0        | 10,7              | 1,4%                            | Lider sektora dystrybucji farmaceutyków, silny bilans, niski dług netto/EBITDA 1,2x, zakończone inwestycje w logistykę. Silne marki własne oraz perspektywa trzeciej nogi opartej na telemedycynie i badaniach klinicznych.                                                                                                      |
| Sanok Rubber Company | 1 491,9                    | PLN    | 55,50                | -                | 13,9        | 8,9               | 3,8%                            | Producent wyrobów gumowych dla motoryzacji i budownictwa. Silny bilans i bardzo dynamiczny rozwój (również poprzez przejęcia) w rosnącym w CEE segmencie motoryzacyjnym.                                                                                                                                                         |
| Forte                | 1 268,3                    | PLN    | 53,40                | 64,50            | 14,0        | 10,5              | 2,6%                            | Producent mebli - głównie na eksport. Beneficjent przenoszenia się przemysłu meblowego z Europy Zachodniej do Polski. Spółka korzysta też na automatyzacji i konsolidacji segmentu. Bardzo dynamicznie rozwija eksport na nowe kierunki Europejskie.                                                                             |
| WPH                  | 1 127,3                    | PLN    | 39,90                | 45,50            | 14,1        | 9,3               | 0,0%                            | Szybki wzrost rynku reklamy internetowej, akwizycje dodające wartości, możliwość pozytywnych dla prywatnych spółek mediowych zmian w finansowaniu telewizji publicznej.                                                                                                                                                          |
| Newag                | 810,0                      | PLN    | 18,00                | -                | 14,7        | 10,3              | 5,5%                            | Producent taboru kolejowego i tramwajowego. Rok 2016 wydaje się być dołkiem w cyklu inwestycyjnym w tabor kolejowy. W coraz większym stopniu udaje się zdobywać rynki eksportowe - jest to duża szansa dla Newag'u.                                                                                                              |
| Alumetal             | 765,9                      | PLN    | 50,80                | 59,50            | 12,1        | 9,2               | 5,2%                            | Producent wtórnych stopów aluminiowych dla motoryzacji. Beneficjent trendu przenoszenia się przemysłu motoryzacyjnego do CEE. W 2016 roku spółka otworzy nowy zakład na Węgrzech zwiększający moce o 1/3.                                                                                                                        |
| Trakcja              | 650,2                      | PLN    | 12,65                | -                | 11,7        | 7,7               | 4,0%                            | Największy podmiot na rynku budownictwa kolejowego w Polsce. Ustabilizowany bilans i dość konserwatywna wycena kontraktów budowlanych. Ekspozycja na mający najlepsze lata przed sobą rynek budownictwa kolejowego.                                                                                                              |
| Zetkama              | 627,6                      | PLN    | 94,00                | -                | 11,7        | 8,0               | 3,0%                            | Producent armatury, odlewów, odkuwek, elementów złącznych dla motoryzacji, energetyki i innego przemysłu. Dobra ekspozycja sektorowa na rosnące gałęzie przemysłu, początek wypłaty dywidend.                                                                                                                                    |
| Duon                 | 352,0                      | PLN    | 3,40                 | 4,11             | 12,3        | 7,7               | 2,2%                            | Wzrost sprzedaży wolumenów sprzedaży gazu i energii, szansa na poprawę marż ze względu na taniejący koszt zakupu gazu, perspektywa wezwania na akcje spółki.                                                                                                                                                                     |

# Rozliczenie portfela modelowego

## Wyniki modelowego portfela w 2015 r.

W 2015 r. nasz modelowy portfel (w PLN) osiągnął stopę zwrotu na poziomie 9,1% (z uwzględnieniem dywidend), podczas gdy indeks WIG stracił w tym samym okresie 9,6%.

Średnia stopa dywidendy w naszym portfelu wyniosła 3,7%.

Wyliczona stopa zwrotu ważona jest równomiernie; naturalnie stopa zwrotu z portfela modelowego wynika z bardzo dobrej selekcji małych i średnich spółek.

## TOP PICKS

| Spółka          | Zwrot | DPS   | Cena<br>(30.12.2015) | Cena<br>(30.12.2014) |
|-----------------|-------|-------|----------------------|----------------------|
| PZU             | -18%  | 3,00  | 34,02                | 45,15                |
| PGE             | -28%  | 0,78  | 12,79                | 18,89                |
| Cyfrowy Polsat  | -11%  | 0,00  | 20,88                | 23,50                |
| Millennium      | -33%  | 0,00  | 5,56                 | 8,30                 |
| ENEA            | -23%  | 0,47  | 11,30                | 15,20                |
| CCC             | 6%    | 3,00  | 138,55               | 133,50               |
| Budimex         | 41%   | 6,10  | 194,00               | 141,50               |
| Bogdanka        | -62%  | 3,50  | 33,21                | 96,46                |
| Kęty            | 15%   | 14,41 | 313,00               | 284,95               |
| Amrest          | 88%   | 0,00  | 188,20               | 100,00               |
| GPW             | -16%  | 2,40  | 35,95                | 45,70                |
| GTC             | 33%   | 0,00  | 7,15                 | 5,39                 |
| Amica           | 62%   | 3,00  | 174,00               | 109,00               |
| Action          | -34%  | 1,00  | 29,50                | 45,99                |
| AB PL           | 10%   | 0,70  | 33,11                | 30,60                |
| Selena          | 3%    | 0,28  | 14,29                | 14,16                |
| Ferro           | 22%   | 1,00  | 10,30                | 9,27                 |
| Duon            | 85%   | 0,05  | 3,40                 | 1,86                 |
| Ergis Eurofilms | 17%   | 0,15  | 4,35                 | 3,86                 |
| Mercor          | 24%   | 1,02  | 8,90                 | 7,99                 |
| <b>ŚREDNIA</b>  | 9,1%  |       |                      |                      |
| <b>WIG</b>      | -9,6% |       |                      |                      |

# P/E i EPS sektorowe 2016

## EPS (mediana)

| Sektor                                   | Polska     | Czechy      | Węgry      | Austria     | Inne        | Razem sektor (ważone kapitalizacją) |
|------------------------------------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------------------------------|
| sektor wydobywczy                        | -3%        | -           | -          | -           | -23%        | -15%                                |
| sektor finansowy                         | -4%        | 0%          | 55%        | -10%        | -           | 0%                                  |
| sektor telekomunikacyjny                 | -7%        | -3%         | 9%         | 3%          | -           | -2%                                 |
| sektor deweloperski                      | 64%        | -           | -          | -           | -           | 64%                                 |
| sektor energetyczny                      | -33%       | -30%        | -          | -           | -           | -31%                                |
| sektor konsumencki                       | 14%        | -           | -          | -           | 3%          | 7%                                  |
| sektor paliwowy                          | -11%       | -           | 12%        | -23%        | -           | -11%                                |
| sektor chemiczny                         | 17%        | -           | -          | -           | -           | 17%                                 |
| przemysł                                 | 5%         | -           | -          | -           | -           | 5%                                  |
| inne                                     | 6%         | -           | -          | -           | -           | 6%                                  |
| <b>Razem kraj (ważone kapitalizacją)</b> | <b>-4%</b> | <b>-14%</b> | <b>32%</b> | <b>-13%</b> | <b>-15%</b> | <b>-5%</b>                          |

Źródło: DM PKO BP

Na rok 2016 prognozujemy spadek EPS dla analizowanych przez nas spółek o 5%. Obejmuje to spadek o 4% w Polsce i o 14% w Czechach oraz wzrost o 32% na Węgrzech.

**W Polsce** najlepiej radzą sobie następujące sektory: deweloperski, handlowy, przemysłowy i chemiczny. Z kolei w tyle zostają spółki energetyczne (spadek cen energii, gorsze warunki w dystrybucji) i wydobywcze oraz banki.

**W Czechach** zwracamy uwagę na płaskie zyski spółek finansowych i telekomunikacyjnych oraz znaczny spadek w sektorze energetycznym (CEZ – ceny energii).

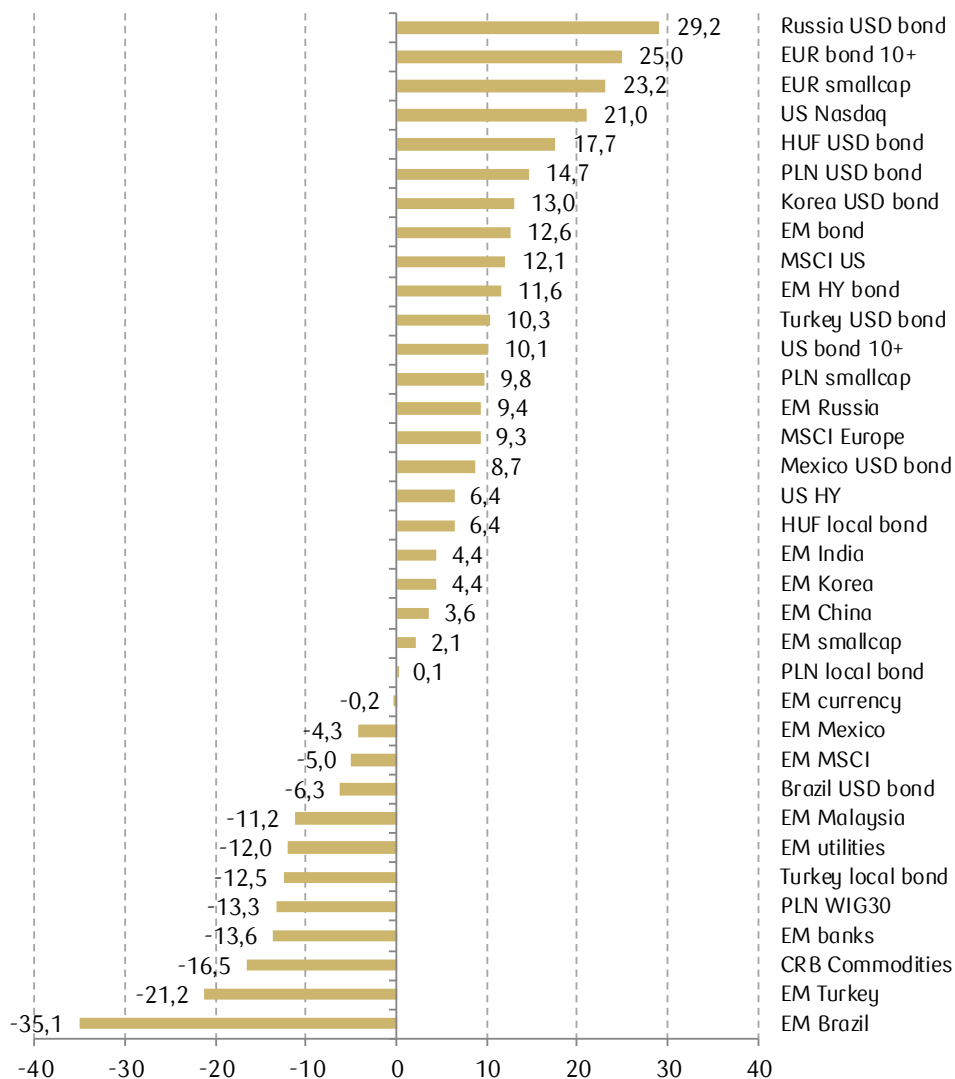
**Na Węgrzech** silny wzrost wynika z polepszenia wyników OTP, poprawy wyników MOL oraz lekkiego odbicia Magyar Telekom.

## PE (średnia)

| Sektor                                   | Polska       | Czechy       | Węgry        | Austria      | Inne         | Razem sektor (ważone kapitalizacją) |
|------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------------------------|
| sektor wydobywczy                        | 15,31        | -            | -            | -            | 10,39        | 12,27                               |
| sektor finansowy                         | 14,15        | 14,34        | 13,00        | 14,56        | -            | 14,17                               |
| sektor telekomunikacyjny                 | 59,35        | 15,16        | 13,20        | 9,61         | -            | 32,89                               |
| sektor deweloperski                      | 10,36        | -            | -            | -            | -            | 10,36                               |
| sektor energetyczny                      | 8,58         | 12,07        | -            | -            | -            | 10,17                               |
| sektor konsumencki                       | 20,86        | -            | -            | -            | 19,79        | 10,36                               |
| sektor paliwowy                          | 10,34        | -            | 7,15         | 13,68        | -            | 10,78                               |
| sektor chemiczny                         | 14,07        | -            | -            | -            | -            | 14,07                               |
| przemysł                                 | 13,39        | -            | -            | -            | -            | 13,39                               |
| inne                                     | 11,98        | -            | -            | -            | -            | 11,98                               |
| <b>Razem kraj (ważone kapitalizacją)</b> | <b>16,16</b> | <b>13,39</b> | <b>10,60</b> | <b>13,71</b> | <b>13,10</b> | <b>14,72</b>                        |

Źródło: DM PKO BP

Stopa zwrotu w 2015 (w EUR)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Przede wszystkim zwracamy uwagę, że na stopy (całkowitego) zwrotu skompilowane i przedstawione w tabeli pozytywny wpływ wywarła deprecjacja waluty sprawozdawczej (EUR) względem dolara amerykańskiego. Gdybyśmy na walutę sprawozdawczą wybrali USD, zwrot byłby niższy o 10pp, a ogólny obraz przedstawiałby się w dość ponurych barwach.

Po drugie, dostrzegamy, że inwestorzy nadal kierują się motywacją „poszukiwania zwrotu”, czego dowodem jest dwucyfrowa stopa zwrotu na wielu rynkach obligacji.

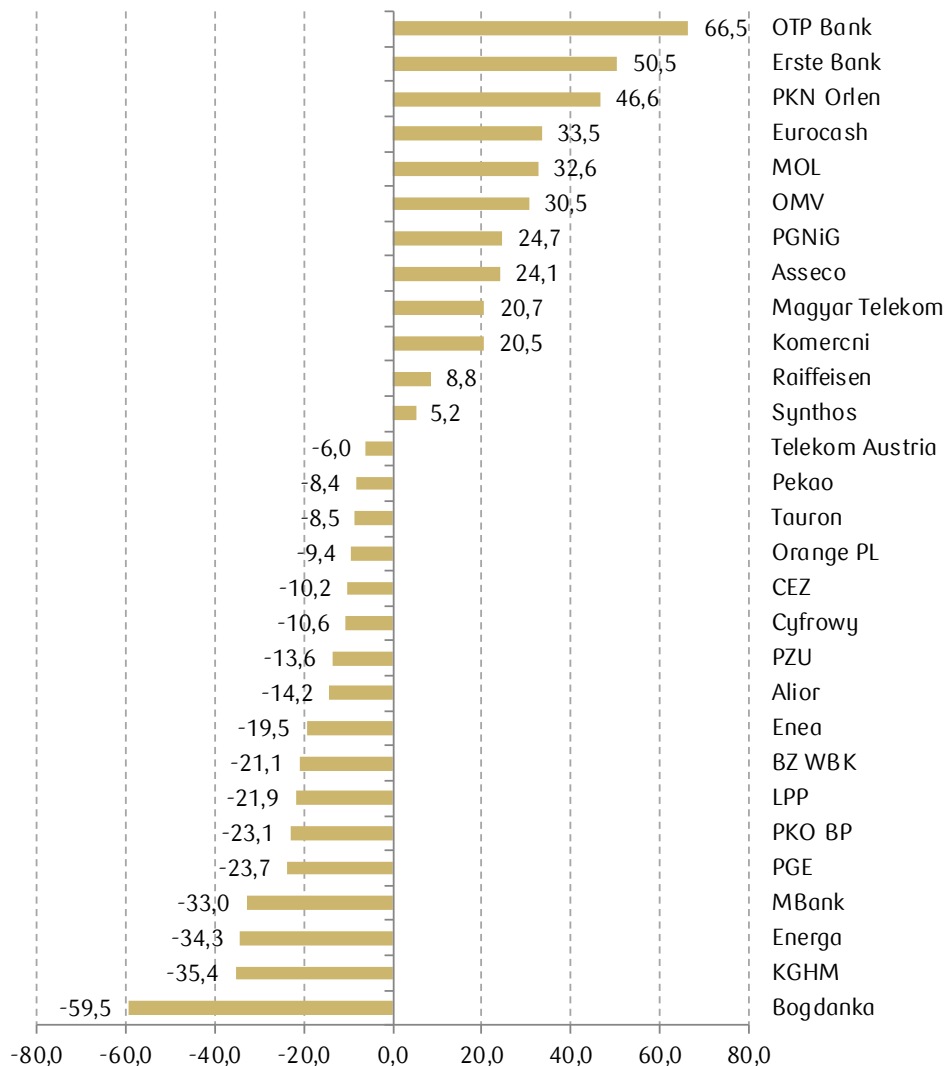
Dodatkowo kilka z ngorzej radzących sobie rynków wróciło do gry – w tym, co ważne, rosyjski rynek akcji i obligacji. W tym kontekście warto zauważyć, że do najgorzej radzących sobie krajów w 2015 r. należą Brazylia, Turcja i Polska. Czas pokaże, czy w 2016 r. któremuś z nich uda się osiągnąć dodatnie stopy zwrotu.

W regionie CE3 zauważyliśmy dobre wyniki obligacji walutowych oraz węgierskiego rynku akcji (nie figuruje na wykresie). Polskie spółki o dużej kapitalizacji okazały się porażką, za to podmioty o małej kapitalizacji poradziły sobie przyzwoicie.

W ujęciu sektorowym 2015 r. był trudnym okresem dla banków z rynków wschodzących (na które presję wywierały pogarszające się warunki makroekonomiczne na szeregu rynków wschodzących) oraz spółki energetyczne z rynków wschodzących (z uwagi na presję ze strony spadających cen energii), jak również spółki surowcowe jako cały sektor.

## Rynki: wyniki w regionie CEE

Stopa zwrotu w 2015 r. (w EUR)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

W rankingu dominują akcje podmiotów zagranicznych. Zagraniczne banki z regionu znalazły się na niej, nie mając w zasadzie konkurencji. Przede wszystkim niektóre z nich (OTP i Erste) to przypadki naprawdę przełomowe (wsparte znacznym podniesieniem prognoz wyników o ok. 30% w ciągu roku), a po drugie, są bezpieczną przystanią dla kapitału uciekającego z polskich banków w obliczu sytuacji politycznej po wyborach.

Na szczycie rankingu znalazły się także spółki paliwowe MOL i OMV. W kontekście MOL nie jest to prawdopodobnie niespodzianka z uwagi na przesunięcie akcentów w działalności na korzyść rafinacji; jest to jednak nieco zaskakujące w przypadku OMV i może wynikać z lepszych perspektyw na wypłatę dywidendy po III kw. 2015 r., którym jak na razie udaje się przeważać wpływ niskich cen ropy naftowej.

Na szczyt rankingu wyników dostało się tylko kilka z polskich spółek o dużej kapitalizacji. PKN Orlen skorzystał na ogromnym spadku cen ropy naftowej, a od początku roku prognozy wyników podniesiono o niemal 90%. Eurocash to inwestycja mocno defensywna, nadal wspierana przez umiarkowany wzrost prognoz wyników o 10% w ciągu roku i poprawę efektywności przepływów pieniężnych. Wydaje się, że – patrząc na ponure prognozy globalnych cen gazu, obserwowane od przynajmniej kilku kwartałów, PGNiG udało się doszlusować do grupy ze szczytu rankingu w zasadzie przez przypadek.

W sekcji dolnej rankingu znajdują się podmioty, których można się było spodziewać – polskie banki, spółki energetyczne i wydobywcze.



| MSCI Index       | Stopa zwrotu (%) |       | Wycena      |              | Stopa dywidendy | Zmiana Fwd EPS (%) |       |
|------------------|------------------|-------|-------------|--------------|-----------------|--------------------|-------|
|                  | 4 kw.'15         | YTD   | 12M Fwd P/E | vs. historia |                 | 4 kw.'15           | YTD   |
| World            | 9,4              | 11,2  | 15,5        | -2,5         | 2,8             | -1,2               | -3,7  |
| EM               | 3,7              | -5,2  | 10,8        | 1,9          | 3,2             | -4,1               | -16,5 |
| Europe           | 6,4              | 9,2   | 14,5        | 10,2         | 3,8             | -1,8               | -0,6  |
| US               | 10,9             | 13,3  | 16,3        | 8,7          | 2,3             | 0,1                | -0,3  |
| Japan            | 11,4             | 20,8  | 13,8        | -15,3        | 2,1             | -0,3               | 8,6   |
| Asia-Pacific     | 7,6              | 0,4   | 12,9        | -10,1        | 2,9             | -2,4               | -5,5  |
| China            | 7,1              | 2,7   | 9,7         | -18,5        | 3,1             | -10,7              | -14,4 |
| Poland           | -7,6             | -14,3 | 10,6        | -11,7        | 4,8             | -6,8               | -5,5  |
| Czech Rep.       | -9,0             | -9,3  | 12,2        | 1,3          | 7,0             | -6,5               | -7,8  |
| Hungary          | 15,8             | 53,8  | 10,9        | 17,2         | 3,3             | 5,8                | 25,0  |
| Romania          | 1,3              | 13,6  | 10,0        | 17,4         | 4,9             | -6,9               | -10,2 |
| Turkey           | 6,0              | -21,6 | 7,9         | -15,1        | 3,6             | 2,3                | 8,0   |
| Russia           | -0,5             | 19,8  | 5,3         | -27,4        | 5,6             | -8,9               | -22,7 |
| ACWI Banks       | 6,9              | 4,8   | 10,5        | -16,0        | 3,9             | -1,7               | -4,1  |
| EUR Banks        | -1,3             | -3,6  | 9,7         | -0,3         | 4,5             | -4,3               | 0,6   |
| EM Banks         | 3,6              | -13,5 | 6,9         | -41,0        | 4,7             | -1,7               | -14,2 |
| PL Banks         | -5,7             | -21,4 | 12,0        | -8,2         | 4,6             | -5,2               | -10,1 |
| PL Banks *       | -5,7             | -21,4 | 16,4        | 24,9         | 3,9             | -5,2               | -10,1 |
| TR Banks         | 10,1             | -29,3 | 5,6         | -31,6        | 2,5             | 1,3                | 2,1   |
| ACWI Energy      | 3,1              | -13,3 | 21,1        | 104,4        | 4,4             | -6,2               | -42,7 |
| EM Energy        | 3,6              | -7,0  | 7,3         | -18,0        | 4,6             | -7,8               | -29,4 |
| EUR Refining     | -1,6             | 44,4  | 7,5         | -28,6        | 4,0             | -3,1               | 100,9 |
| ACWI Materials   | 8,2              | -4,8  | 15,5        | 15,7         | 3,1             | -8,3               | -22,3 |
| EM Materials     | 0,6              | -13,0 | 12,9        | 29,4         | 3,3             | -4,4               | -29,5 |
| ACWI Industrials | 10,3             | 9,6   | 15,5        | -2,5         | 2,6             | -2,2               | -5,1  |
| EM Industrials   | -0,3             | -7,3  | 13,3        | 16,7         | 2,2             | 1,9                | -14,0 |
| ACWI Utilities   | 4,6              | 4,4   | 14,5        | 2,1          | 4,3             | -1,6               | -1,5  |
| EM Utilities     | 1,0              | -12,3 | 9,3         | -24,0        | 4,2             | 1,8                | -11,7 |
| PL Utilities     | -12,7            | -31,5 | 5,6         | -37,9        | 6,3             | -5,7               | -18,0 |
| ACWI Consumer    | 9,0              | 18,1  | 15,9        | -9,8         | 2,1             | 0,8                | 5,3   |
| EM Consumer      | 5,5              | -0,9  | 13,0        | 10,5         | 2,0             | -4,9               | -21,9 |
| EM Small Cap     | 9,2              | 24,7  | 12,0        | 4,7          | 2,9             | -2,5               | -14,8 |
| ACWI Small Cap   | 7,8              | 11,6  | 18,7        | 11,8         | 4,5             | -2,0               | -4,5  |
| PL SWIG/MWIG     | -0,3             | 8,8   | 11,6        | -8,9         | 2,3             | 0,7                | 20,2  |

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP \* użyto 24M Fwd EPS

Większość globalnych rynków akcji ucierpiała z powodu spadku prognoz wyników (wyrażonych w walutach lokalnych). Akcje europejskie i amerykańskie okazały się pod tym względem najbardziej odporne. Tym niemniej, stopa zwrotu z globalnego rynku akcji bliska 10% w warunkach spadku prognoz zysku o niemal 4% jest dość zaskakująca.

W regionie CEE obserwujemy dramatyczną sytuację na rynku polskim i tureckim, co jednak w obu przypadkach wynika w znacznym stopniu z sytuacji politycznej. Na drugim końcu skali znajduje się rosyjski rynek akcji, który – mimo stałych obniżen prognoz zysków – osiągnął doskonały wynik.

W sektorze bankowym presja dotyczy szczególnie zysków banków z rynków wschodzących. Zwracamy uwagę, że w naszych prognozach wskaźnik P/E dla sektora bankowego jest wyższy o 28%, co sugeruje, że konsensus prawdopodobnie nie zdyskontował jeszcze wpływu nowego podatku bankowego (w wysokości ok. 3 mld PLN). Dodatkowo nie jest jasne, czy uwzględnił także jednorazowy zysk z tytułu Visy (ok. 1,8 mld PLN, który wykluczamy z naszej prognozy). Jako stopę dywidendy wykazujemy w naszej prognozie dywidendy z roku 2017, a konsensus w zakresie wypłaty dywidendy za rok 2016 obejmuje dodatkowe jednorazowe płatności dywidend.

W segmencie polskich spółek o średniej i małej kapitalizacji zwracamy uwagę, że nasze wyliczenia dla poszczególnych spółek wskazują na P/E na poziomie 12,5x na 2016 r. (vs 11,6x wg Bloomberg), natomiast zgodnie z naszymi obliczeniami szacunkowy wskaźnik EPS powinien wzrosnąć o zaledwie 2,9% (w porównaniu do 20% wg Bloomberg).

Polski indeks blue chipów (ponad 30 spółek) wykazuje forward P/E na poziomie 12,6x 12M i stopę dywidendy w wysokości 4,8%, natomiast łączny wskaźnik forward EPS obniżył się o 7,4% narastająco od początku roku.

# Rynki: wycena spółek o wysokiej kapitalizacji

| Spółka<br>mln PLN        | Mcap    | Zysk netto |        |        |        |        |        | P/E   |       |       | Stopa dywidendy (%) |       | Udział OFE<br>end-2015 (%) | Zmiana EPS (%) |       |       | Zmiana EPS (%) |        | Zmiana EPS<br>PLN mn |
|--------------------------|---------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|---------------------|-------|----------------------------|----------------|-------|-------|----------------|--------|----------------------|
|                          |         | 2012       | 2013   | 2014   | 2015F  | 2016F  | 2017F  | 2015F | 2016F | 2017F | 2016F               | 2017F |                            | 2015F          | 2016F | 2017F | YTD            |        |                      |
| Pekao                    | 37 664  | 2 952      | 2 786  | 2 715  | 2 308  | 1 851  | 2 191  | 16,3  | 20,3  | 17,2  | 5,7                 | 5,0   | 14,5                       | -15,0          | -19,8 | 18,4  | -12,3          | -337   |                      |
| PKO BP *                 | 34 163  | 3 749      | 3 230  | 3 254  | 2 770  | 2 600  | 2 990  | 12,3  | 13,1  | 11,4  | 4,1                 | 4,0   | 27,8                       | -14,9          | -6,1  | 15,0  | -15,7          | -540   |                      |
| BZ WBK **                | 28 183  | 1 532      | 1 982  | 1 915  | 2 037  | 1 744  | 1 919  | 13,8  | 16,2  | 14,7  | 5,4                 | 3,4   | 15,7                       | 6,4            | -14,4 | 10,0  | -13,5          | -321   |                      |
| mBank **                 | 13 254  | 1 203      | 1 222  | 1 287  | 1 130  | 885    | 965    | 11,7  | 15,0  | 13,7  | 4,6                 | 2,2   | 20,5                       | -12,2          | -21,7 | 9,0   | -17,4          | -241   |                      |
| BHW                      | 9 394   | 970        | 973    | 947    | 674    | 503    | 534    | 13,9  | 18,7  | 17,6  | 6,3                 | 5,9   | 14,0                       | -28,8          | -25,4 | 6,2   | -28,1          | -250   |                      |
| ING                      | 15 241  | 832        | 962    | 1 040  | 1 160  | 901    | 1 064  | 13,1  | 16,9  | 14,3  | 3,6                 | 2,8   | 18,7                       | 11,5           | -22,3 | 18,1  | -10,3          | -120   |                      |
| Alior                    | 4 823   | 174        | 228    | 323    | 362    | 333    | 416    | 13,3  | 14,5  | 11,6  | 0,0                 | 0,0   | 22,3                       | 12,1           | -8,0  | 24,9  | 13,4           | 52     |                      |
| Polskie banki            | 142 722 | 11 412     | 11 383 | 11 481 | 10 441 | 8 817  | 10 079 | 13,7  | 16,2  | 14,2  | 4,8                 | 3,9   | 19,2                       | -9,1           | -15,6 | 14,3  | -16,8          | -1 758 |                      |
| PZU                      | 29 377  | 3 254      | 3 295  | 2 968  | 2 248  | 2 576  | 2 642  | 13,1  | 11,4  | 11,1  | 8,8                 | 9,6   | 17,8                       | -24,3          | 14,6  | 2,6   | -11,9          | -349   |                      |
| Komercni                 | 29 626  | 2 322      | 2 024  | 1 974  | 1 980  | 2 043  | 2 103  | 15,0  | 14,5  | 14,1  | 6,2                 | 6,3   | 1,9                        | 0,3            | 3,2   | 2,9   | 3,1            | 396    |                      |
| OTP Bank                 | 22 813  | 1 760      | 908    | -1 383 | 1 119  | 1 770  | 2 640  | 20,4  | 12,9  | 8,6   | 2,5                 | 4,2   | 0,0                        | n.m.           | 58,2  | 49,2  | 32,5           | 537    |                      |
| Erste Bank               | 52 985  | 2 022      | 253    | -6 035 | 3 267  | 3 626  | 3 934  | 16,2  | 14,6  | 13,5  | 1,7                 | 2,2   | -                          | n.m.           | 11,0  | 8,5   | 29,9           | 1 067  |                      |
| Raiffeisen               | 16 988  | 3 052      | 2 338  | -2 062 | 1 667  | 1 227  | 1 887  | 10,2  | 13,8  | 9,0   | 3,6                 | 7,3   | 1,6                        | n.m.           | -26,4 | 53,8  | -37,5          | -925   |                      |
| Sektor finansowy         | 151 791 | 12 410     | 8 818  | -4 538 | 10 281 | 11 242 | 13 206 | 14,8  | 13,5  | 11,5  | 4,3                 | 5,3   | 17,8                       | n.m.           | 9,3   | 17,5  | 7,1            | 726    |                      |
| PGE                      | 23 914  | 3 616      | 3 948  | 3 638  | 3 696  | 2 855  | 2 738  | 6,5   | 8,4   | 8,7   | 6,6                 | 6,5   | 10,7                       | 1,6            | -22,8 | -4,1  | -10,7          | -363   |                      |
| Tauron                   | 5 047   | 1 476      | 1 308  | 1 181  | 1 034  | 818    | 748    | 4,9   | 6,2   | 6,7   | 4,1                 | 3,2   | 14,5                       | -12,4          | -20,9 | -8,6  | -28,9          | -327   |                      |
| Enea                     | 4 988   | 700        | 723    | 908    | 1 019  | 603    | 589    | 4,9   | 8,3   | 8,5   | 5,5                 | 6,1   | 18,8                       | 12,2           | -40,8 | -2,3  | -1,9           | -14    |                      |
| Energia                  | 3 402   | 460        | 764    | 982    | 760    | 567    | 584    | 4,5   | 6,0   | 5,8   | 17,5                | 15,1  | 8,7                        | -22,6          | -25,4 | 3,0   | -30,5          | -182   |                      |
| CEZ                      | 37 811  | 6 894      | 5 799  | 3 405  | 4 066  | 2 952  | 2 506  | 9,3   | 12,8  | 15,1  | 9,1                 | 7,9   | 2,0                        | 19,4           | -27,4 | -15,1 | -7,3           | -279   |                      |
| Sektor energetyczny      | 75 162  | 13 146     | 12 542 | 10 114 | 10 575 | 7 795  | 7 165  | 7,1   | 9,6   | 10,5  | 3,5                 | 3,4   | 12,1                       | 4,6            | -26,3 | -8,1  | -8,4           | -887   |                      |
| PKN Orlen                | 29 020  | 2 345      | 1 000  | 1 844  | 4 500  | 4 000  | 3 690  | 6,4   | 7,3   | 7,9   | 2,7                 | 2,6   | 35,1                       | 144,0          | -11,1 | -7,8  | 88,9           | 1 669  |                      |
| PGNiG                    | 30 326  | 2 242      | 1 918  | 2 823  | 2 266  | 1 990  | 2 134  | 13,4  | 15,2  | 14,2  | 4,9                 | 3,9   | 10,0                       | -19,7          | -12,2 | 7,2   | -8,4           | -238   |                      |
| Lotos                    | 4 992   | 928        | 187    | 147    | 675    | 593    | 631    | 7,4   | 8,4   | 7,9   | 0,0                 | 0,0   | 19,0                       | 359,2          | -12,1 | 6,4   | 60,7           | 233    |                      |
| MOL                      | 20 012  | 2 191      | 310    | 55     | 2 492  | 2 850  | 2 688  | 8,0   | 7,0   | 7,4   | 3,5                 | 3,6   | 4,0                        | n.m.           | 14,4  | -5,7  | 30,7           | 576    |                      |
| OMV                      | 36 331  | 5 702      | 4 875  | 1 494  | 3 317  | 2 619  | 2 956  | 11,0  | 13,9  | 12,3  | 3,9                 | 3,0   | 0,4                        | 122,0          | -21,0 | 12,9  | -25,4          | -980   |                      |
| Sektor paliwowy          | 120 681 | 13 408     | 8 290  | 6 363  | 13 250 | 12 052 | 12 099 | 9,1   | 10,0  | 10,0  | 1,9                 | 1,6   | 16,8                       | 108,2          | -9,0  | 0,4   | 12,6           | 1 665  |                      |
| JSW                      | 1 250   | 988        | 77     | -660   | -935   | -481   | -185   | n.m.  | n.m.  | n.m.  | 0,0                 | 0,0   | 9,7                        | n.m.           | n.m.  | n.m.  | -2,1           | -15    |                      |
| KGHM                     | 12 698  | 4 803      | 3 035  | 2 450  | 1 570  | 382    | 873    | 8,1   | 33,2  | 14,5  | 6,5                 | 3,8   | 16,4                       | -35,9          | -75,7 | 128,5 | -42,5          | -1 091 |                      |
| Bogdanka                 | 1 130   | 289        | 329    | 273    | 207    | 104    | 143    | 5,5   | 10,9  | 7,9   | 3,2                 | 7,0   | 58,0                       | -24,2          | -49,8 | 37,5  | -67,6          | -239   |                      |
| Norilsk Nickel           | 77 192  | 7 056      | 2 445  | 6 308  | 9 606  | 7 555  | 8 972  | 8,0   | 10,2  | 8,6   | 7,0                 | 4,9   | -                          | 52,3           | -21,4 | 18,8  | -35,9          | -5 920 |                      |
| Sektor wydobywczy        | 92 270  | 13 136     | 5 886  | 8 371  | 10 448 | 7 560  | 9 803  | 8,8   | 12,2  | 9,4   | 6,8                 | 4,7   | 19,0                       | 24,8           | n.m.  | n.m.  | -69,5          | -7 264 |                      |
| LPP                      | 8 228   | 352        | 431    | 480    | 393    | 460    | 535    | 20,9  | 17,9  | 15,4  | 1,0                 | 1,1   | 37,1                       | -18,1          | 17,0  | 16,3  | -9,9           | -48    |                      |
| CCC                      | 4 399   | 106        | 125    | 229    | 220    | 260    | 358    | 20,0  | 16,9  | 12,3  | 2,6                 | 2,6   | 38,5                       | -3,9           | 18,2  | 37,7  | 12,3           | 27     |                      |
| Eurocash                 | 6 726   | 250        | 221    | 180    | 238    | 263    | 295    | 28,2  | 25,6  | 22,8  | 1,6                 | 2,1   | 3,8                        | 32,5           | 10,4  | 12,1  | 9,8            | 25     |                      |
| Jeronimo                 | 32 443  | 1 508      | 1 604  | 1 263  | 1 518  | 1 617  | 1 910  | 21,4  | 20,1  | 17,0  | 2,3                 | 2,3   | 0,1                        | 20,2           | 6,5   | 18,1  | 13,1           | 191    |                      |
| Sektor konsumencki       | 51 796  | 2 216      | 2 381  | 2 152  | 2 369  | 2 600  | 3 098  | 21,9  | 19,9  | 16,7  | 2,0                 | 2,1   | 26,0                       | 10,1           | 9,7   | 19,2  | 8,3            | 196    |                      |
| Cyfrowy                  | 9 607   | 598        | 525    | 293    | 1 173  | 1 169  | 1 176  | 8,2   | 8,2   | 8,2   | 0,0                 | 0,0   | 19,2                       | 300,3          | -0,3  | 0,6   | 27,8           | 188    |                      |
| Orange PL                | 8 609   | 855        | 294    | 535    | 309    | 148    | 209    | 27,9  | 58,2  | 41,2  | 7,6                 | 3,8   | 10,4                       | -42,2          | -52,1 | 41,2  | -62,0          | -239   |                      |
| O2 Czech Rep.            | 12 263  | 1 128      | 920    | 608    | 794    | 793    | 777    | 15,4  | 15,5  | 15,8  | 6,8                 | 6,4   | -                          | 30,6           | -0,1  | -2,0  | -5,5           | -277   |                      |
| Magyar Telekom           | 5 749   | 533        | 332    | 388    | 394    | 437    | 492    | 14,6  | 13,2  | 11,7  | 3,7                 | 8,7   | -                          | 1,5            | 10,9  | 12,6  | 26,6           | 88     |                      |
| Telekom Austria          | 14 387  | 434        | 219    | -777   | 1 276  | 1 360  | 1 208  | 11,3  | 10,6  | 11,9  | 1,0                 | 3,0   | -                          | n.m.           | 6,6   | -11,2 | 22,2           | 211    |                      |
| Sektor telekomunikacyjny | 50 615  | 3 548      | 2 290  | 1 047  | 3 946  | 3 907  | 3 862  | 12,8  | 13,0  | 13,1  | 3,6                 | 4,0   | 10,3                       | n.m.           | -1,0  | -1,2  | -0,7           | -29    |                      |
| Azoty                    | 9 870   | 294        | 677    | 231    | 597    | 700    | 719    | 16,5  | 14,1  | 13,7  | 0,2                 | 0,9   | 20,5                       | 158,4          | 17,3  | 2,7   | 59,3           | 219    |                      |
| Synthos                  | 5 042   | 585        | 417    | 357    | 444    | 373    | 403    | 11,4  | 13,5  | 12,5  | 6,6                 | 5,2   | 16,6                       | 24,4           | -16,0 | 8,0   | 7,4            | 30     |                      |
| Sektor chemiczny         | 14 912  | 879        | 1 094  | 588    | 1 041  | 1 073  | 1 122  | 14,3  | 13,9  | 13,3  | 2,4                 | 2,4   | 15,7                       | 77,0           | 3,1   | 4,6   | 23,9           | 249    |                      |
| Kernel *                 | 3 833   | 683        | 388    | -280   | 548    | 772    | 805    | 7,0   | 5,0   | 4,8   | 2,0                 | 3,1   | 16,5                       | n.m.           | 40,9  | 4,3   | 20,6           | 136    |                      |
| GTC *                    | 2 512   | -401       | -616   | -769   | 192    | 577    | 400    | 13,1  | 4,4   | 6,3   | 0,0                 | 0,0   | 35,3                       | n.m.           | 200,5 | -30,7 | -18,6          | -50    |                      |
| Asseco *                 | 4 714   | 370        | 360    | 358    | 350    | 372    | 396    | 13,5  | 12,7  | 11,9  | 5,2                 | 5,6   | 40,3                       | -2,2           | 6,3   | 6,5   | 9,2            | 31     |                      |
| Pozostałe                | 11 059  | 652        | 132    | -691   | 1 090  | 1 721  | 1 601  | 10,1  | 6,4   | 6,9   | 2,9                 | 3,5   | 30,9                       | n.m.           | 57,9  | -7,0  | 10,8           | 117    |                      |
| Razem                    | 517 670 | 55 847     | 39 143 | 22 359 | 49 054 | 44 043 | 48 095 | 10,6  | 11,8  | 10,8  | 5,1                 | 4,7   | -                          | 119,4          | -10,2 | 9,2   | -2,1           | -1 036 |                      |
| Razem: Polska            | 352 406 | 36 205     | 30 789 | 29 649 | 31 945 | 27 918 | 29 962 | 11,0  | 12,6  | 11,8  | 4,8                 | 4,2   | 19,3                       | 7,7            | -12,6 | 7,3   | -7,4           | -2 353 |                      |

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP, \* konsensus Bloomberg, \*\* Znorn. zyski, udział OFE w sektorze bez spółek zagranicznych

# Rynki: wycena spółek o małej i średniej kapitalizacji (1)

| Spółka                    | Mcap          | Zysk netto   |              |              |              |              |              | P/E         |             |             | Stopa dywidendy (%) |            | Udział OFE   | Zmiana EPS (%) |             |             | Zmiana EPS (%) | Zmiana EPS  |
|---------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|------------|--------------|----------------|-------------|-------------|----------------|-------------|
| mln PLN                   |               | 2012         | 2013         | 2014         | 2015F        | 2016F        | 2017F        | 2015F       | 2016F       | 2017F       | 2016F               | 2017F      | End-2015 (%) | 2015F          | 2016F       | 2017F       | YTD            | PLN mn      |
| Millennium                | 6 745         | 472          | 536          | 651          | 658          | 505          | 531          | 10,3        | 13,4        | 12,7        | 0,0                 | 5,1        | 27,5         | 1,1            | -23,3       | 5,1         | -10,2          | -68         |
| Getin Noble Bank*         | 1 590         | 333          | 400          | 360          | 170          | 175          | 237          | 9,3         | 9,1         | 6,7         | 0,0                 | 0,3        | 27,9         | -52,7          | 2,6         | 35,6        | -54,2          | -292        |
| Kruk*                     | 3 027         | 81           | 98           | 152          | 184          | 211          | 215          | 16,5        | 14,4        | 14,1        | 2,0                 | 3,1        | 45,4         | 20,9           | 14,7        | 2,3         | 24,6           | 42          |
| Warsaw Stock Exchange     | 977           | 106          | 114          | 112          | 120          | 115          | 125          | 8,1         | 8,5         | 7,8         | 11,2                | 10,4       | 30,3         | 7,1            | -4,2        | 8,7         | 0,2            | 0           |
| Idea Bank*                | 1 957         | 24           | 104          | 241          | 315          | 279          | 299          | 6,2         | 7,0         | 6,5         | -                   | -          | n.a.         | 30,4           | -11,3       | 7,2         | 4,6            | 13          |
| BPH*                      | 2 360         | 259          | 192          | 112          | 40           | 24           | 56           | 59,7        | 99,0        | 42,5        | 0,0                 | 1,0        | 10,1         | -64,6          | -39,7       | 133,1       | -52,8          | -64         |
| Magellan                  | 383           | 37           | 43           | 50           | 48           | 53           | 59           | 8,0         | 7,3         | 6,5         | 3,0                 | 4,5        | 70,2         | -4,4           | 9,6         | 12,2        | -13,9          | -8          |
| Kredyt Inkaso*            | 304           | 18           | 17           | 33           | 44           | 51           | 55           | 6,9         | 6,0         | 5,5         | 1,7                 | 7,7        | 20,2         | 32,7           | 15,1        | 9,3         | 18,2           | 8           |
| Altus TFI*                | 597           | 21           | 38           | 36           | 46           | 51           | 53           | 12,9        | 11,6        | 11,3        | 6,4                 | 7,8        | 13,3         | 28,3           | 10,8        | 2,9         | 111,2          | 22          |
| Quercus TFI*              | 317           | 14           | 39           | 31           | 33           | 35           | 38           | 9,8         | 9,0         | 8,5         | 10,0                | 10,0       | 10,5         | 3,6            | 8,0         | 6,8         | 17,7           | 5           |
| <b>Sektor finansowy</b>   | <b>18 257</b> | <b>1 365</b> | <b>1 581</b> | <b>1 779</b> | <b>1 657</b> | <b>1 498</b> | <b>1 667</b> | <b>11,0</b> | <b>12,2</b> | <b>11,0</b> | <b>1,4</b>          | <b>3,8</b> | <b>25,5</b>  | <b>-6,9</b>    | <b>-9,6</b> | <b>11,3</b> | <b>-20,7</b>   | <b>-342</b> |
| Amrest                    | 3 992         | 98           | 6            | 46           | 162          | 181          | 212          | 24,6        | 22,1        | 18,8        | 0,0                 | 0,0        | 47,9         | 252,2          | 11,7        | 17,1        | 46,3           | 50          |
| CD Projekt*               | 2 103         | 28           | 15           | 5            | 428          | 137          | 36           | 4,9         | 15,4        | 58,1        | -                   | 0,0        | 21,2         | n.m.           | -68,1       | -73,5       | -21,6          | -39         |
| Intercars*                | 3 372         | 101          | 148          | 178          | 202          | 229          | 262          | 16,7        | 14,7        | 12,9        | 0,6                 | 2,2        | 42,8         | 13,7           | 13,4        | 14,3        | 11,1           | 23          |
| Prime Car*                | 447           | -            | 44           | 63           | 43           | 46           | 49           | 10,4        | 9,8         | 9,2         | 9,4                 | 8,7        | 20,9         | -31,6          | 6,3         | 6,6         | 7,5            | 3           |
| Emperia                   | 905           | 20           | 15           | 31           | 47           | 50           | 54           | 19,3        | 18,1        | 16,8        | 1,8                 | 1,8        | 31,7         | 51,6           | 6,4         | 8,0         | 64,6           | 21          |
| Integer*                  | 644           | 53           | 24           | -9           | -15          | -16          | 14           | -42,1       | -39,8       | 45,1        | -                   | -          | 31,8         | 61,5           | n.m.        | -188,3      | -66,0          | -28         |
| Agora*                    | 547           | -9           | 0            | -13          | 10           | 13           | 20           | 54,2        | 42,8        | 28,0        | 3,7                 | 3,3        | 54,7         | -180,1         | 26,7        | 52,9        | n.m.           | 17          |
| Benefit*                  | 1 124         | 29           | 26           | 39           | 45           | 54           | 71           | 25,0        | 20,9        | 15,8        | 2,3                 | 3,1        | 25,4         | 16,6           | 19,6        | 32,2        | 7,3            | 4           |
| Wirtualna                 | 633           | 7            | 2            | 4            | 56           | 80           | 94           | 11,3        | 7,9         | 6,7         | 0,0                 | 54,3       | n.a.         | n.m.           | 42,9        | 17,5        | 7,5            | 2           |
| Vistula*                  | 510           | 12           | 45           | 20           | 30           | 36           | 42           | 17,2        | 14,2        | 12,1        | 0,7                 | 0,8        | 33,4         | 46,5           | 20,9        | 16,9        | 45,5           | 11          |
| Work Service*             | 942           | 20           | 26           | 36           | 60           | 74           | 84           | 15,6        | 12,7        | 11,2        | -                   | -          | 8,5          | 66,3           | 22,6        | 13,8        | -10,0          | -7          |
| Monnari*                  | 321           | 8            | 17           | 30           | 31           | 37           | 41           | 10,3        | 8,6         | 7,8         | 2,7                 | 6,0        | 4,1          | 2,9            | 18,9        | 11,3        | 20,3           | 5           |
| Bytom*                    | 209           | -5           | 1            | 5            | 13           | 16           | 19           | 15,8        | 13,1        | 11,0        | 3,3                 | 5,8        | 9,8          | 149,8          | 19,8        | 19,9        | 114,9          | 8           |
| CI Games*                 | 288           | -20          | 30           | 2            | -7           | 60           | 28           | -41,3       | 4,8         | 10,3        | -                   | -          | 2,6          | n.m.           | n.m.        | -53,5       | 69,6           | 25          |
| Rainbow Tours*            | 183           | 3            | 14           | 32           | 24           | 33           | 38           | 7,6         | 5,6         | 4,8         | 5,0                 | 5,8        | 12,3         | -25,6          | 36,7        | 15,4        | 8,9            | 1           |
| <b>Sektor konsumencki</b> | <b>16 221</b> | <b>346</b>   | <b>413</b>   | <b>470</b>   | <b>1 129</b> | <b>1 028</b> | <b>1 064</b> | <b>14,4</b> | <b>15,8</b> | <b>15,2</b> | <b>0,9</b>          | <b>3,5</b> | <b>32,6</b>  | <b>140,4</b>   | <b>-8,9</b> | <b>3,5</b>  | <b>8,6</b>     | <b>97</b>   |
| Kety                      | 3 012         | 117          | 153          | 169          | 207          | 213          | 238          | 14,5        | 14,1        | 12,7        | 4,1                 | 4,3        | 69,7         | 22,5           | 2,9         | 11,7        | 6,8            | 13          |
| Ciech                     | 4 532         | -431         | 49           | 167          | 203          | 264          | 271          | 22,3        | 17,2        | 16,7        | 0,0                 | 1,2        | 20,2         | 21,6           | 30,0        | 2,7         | 172,1          | 231         |
| Sanok                     | 1 492         | 46           | 69           | 86           | 95           | 107          | 112          | 15,7        | 13,9        | 13,3        | 5,0                 | 5,9        | 51,7         | 10,9           | 12,6        | 4,7         | 9,1            | 9           |
| Amica                     | 880           | 46           | 89           | 78           | 102          | 113          | 118          | 8,6         | 7,8         | 7,5         | 1,6                 | 2,6        | 37,0         | 30,6           | 10,8        | 4,4         | 27,3           | 14          |
| Forte                     | 1 276         | 34           | 58           | 75           | 84           | 91           | 99           | 15,2        | 14,0        | 12,9        | 2,6                 | 2,1        | 39,9         | 12,0           | 8,3         | 8,8         | 12,9           | 11          |
| Apator                    | 833           | 98           | 71           | 84           | 71           | 77           | 81           | 11,7        | 10,8        | 10,3        | 3,2                 | 6,4        | 30,9         | -15,5          | 8,5         | 5,2         | 1,0            | 1           |
| Uniwhheels*               | 1 561         | 13           | 13           | 23           | 34           | 35           | 37           | 46,1        | 44,7        | 42,5        | 2,8                 | 4,9        | n.a.         | 48,7           | 3,2         | 5,2         | n.a.           | n.a.        |
| Newag                     | 810           | 56           | 37           | 78           | 73           | 55           | 62           | 11,1        | 14,7        | 13,1        | 5,6                 | 2,4        | 30,5         | -6,8           | -24,7       | 12,3        | -68,3          | -58         |
| Grajewo*                  | 1 322         | 50           | 153          | 103          | 116          | 122          | 128          | 11,4        | 10,8        | 10,4        | 5,3                 | 5,6        | 27,6         | 12,7           | 5,0         | 4,5         | 5,5            | 6           |
| Alumetal                  | 774           | 34           | 36           | 59           | 80           | 67           | 80           | 9,7         | 11,5        | 9,7         | 4,4                 | 4,3        | 30,0         | 35,6           | -16,3       | 19,4        | 12,1           | 8           |
| Police*                   | 2 063         | 104          | 47           | 64           | 154          | 149          | 176          | 13,4        | 13,8        | 11,7        | 1,6                 | 2,5        | 16,6         | 141,6          | -2,9        | 17,9        | n.m.           | 112         |
| Snieszka*                 | 666           | 45           | 45           | 41           | 48           | 52           | 57           | 14,0        | 12,8        | 11,6        | 6,2                 | 6,7        | 29,3         | 16,2           | 8,8         | 10,4        | 13,6           | 6           |
| Zetkama                   | 628           | 23           | 25           | 30           | 33           | 51           | 53           | 19,0        | 12,3        | 11,8        | 3,3                 | 4,0        | 20,8         | 11,4           | 54,5        | 3,9         | 19,7           | 8           |
| Famur*                    | 785           | 272          | 208          | 100          | 58           | 60           | 51           | 13,6        | 13,1        | 15,3        | 3,3                 | 2,6        | 19,3         | -42,2          | 3,1         | -14,2       | -46,7          | -64         |
| Paged*                    | 798           | 29           | 58           | 61           | 81           | 93           | 100          | 9,8         | 8,6         | 8,0         | -                   | 5,3        | 0,1          | 33,6           | 14,2        | 7,6         | 0,6            | 1           |
| Kopex*                    | 279           | 50           | 65           | 101          | 21           | 31           | 40           | 13,3        | 9,0         | 6,9         | 0,0                 | 0,0        | 8,9          | -79,3          | 46,8        | 30,1        | -46,5          | -46         |
| Arctic Paper*             | 276           | -102         | -132         | 50           | -42          | 22           | 34           | -6,6        | 12,3        | 8,1         | -                   | -          | 4,8          | -183,6         | -153,1      | 53,3        | -31,9          | 11          |
| <b>Sektor przemysłowy</b> | <b>21 987</b> | <b>484</b>   | <b>1 045</b> | <b>1 369</b> | <b>1 417</b> | <b>1 602</b> | <b>1 737</b> | <b>15,5</b> | <b>13,7</b> | <b>12,7</b> | <b>2,7</b>          | <b>3,5</b> | <b>29,9</b>  | <b>3,5</b>     | <b>13,0</b> | <b>8,4</b>  | <b>18,5</b>    | <b>262</b>  |

# Rynki: wycena spółek o małej i średniej kapitalizacji (2)

| Spółka                             | Mcap          | Zysk netto   |              |              |              |              |              | P/E         |             |             | Stopa dywidendy (%) |            | Udział OFE   | Zmiana EPS (%) |            |            | Zmiana EPS (%) | Zmiana EPS |
|------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|------------|--------------|----------------|------------|------------|----------------|------------|
| mln PLN                            |               | 2012         | 2013         | 2014         | 2015F        | 2016F        | 2017F        | 2015F       | 2016F       | 2017F       | 2016F               | 2017F      | end-2015 (%) | 2015F          | 2016F      | 2017F      | YTD            | PLN mn     |
| Trakcja                            | 650           | -12          | 30           | 50           | 53           | 53           | 60           | 12,3        | 12,3        | 10,8        | 2,1                 | 2,5        | 26,4         | 7,0            | 0,0        | 13,2       | -8,9           | -3         |
| Elektrobudowa                      | 617           | 40           | 17           | 27           | 41           | 43           | 47           | 15,1        | 14,4        | 13,1        | 2,3                 | 4,5        | 77,9         | 51,9           | 4,9        | 9,3        | 46,4           | 17         |
| Torpol                             | 285           | 6            | 5            | 25           | 36           | 19           | 23           | 7,9         | 15,0        | 12,7        | 5,3                 | 3,3        | 0,3          | 43,9           | -47,2      | 18,6       | -28,6          | -7         |
| Unibep*                            | 379           | 17           | 14           | 20           | 25           | 30           | 34           | 15,4        | 12,5        | 11,1        | 2,1                 | 2,5        | 19,7         | 24,3           | 23,3       | 12,7       | 16,4           | 4          |
| Mostostal Zabrze*                  | 203           | -11          | 7            | 19           | 23           | 20           | 24           | 8,7         | 10,0        | 8,5         | -                   | -          | 23,3         | 26,0           | -12,8      | 17,2       | -14,6          | -4         |
| Echo                               | 2 848         | 50           | 60           | 70           | 80           | 90           | 100          | 35,6        | 31,6        | 28,5        | 2,8                 | 3,2        | 39,8         | 14,3           | 12,5       | 11,1       | -0,5           | -1         |
| Robyg                              | 731           | 25           | 29           | 45           | 42           | 68           | 70           | 17,4        | 10,8        | 10,4        | 6,2                 | 6,4        | 20,7         | -6,7           | 61,9       | 2,9        | 35,6           | 17         |
| Dom Development                    | 1 362         | 91           | 54           | 56           | 78           | 92           | 92           | 17,5        | 14,8        | 14,8        | 5,8                 | 7,1        | 19,5         | 39,3           | 17,9       | 0,0        | 36,3           | 24         |
| LC Corp*                           | 797           | 69           | 74           | 76           | 85           | 98           | 109          | 9,4         | 8,1         | 7,3         | -                   | -          | 31,0         | 11,2           | 15,5       | 10,6       | 54,0           | 36         |
| Pekabex                            | 238           | 11           | 13           | 16           | 18           | 19           | 22           | 13,2        | 12,5        | 10,8        | 0,7                 | 1,4        | n.a          | 12,5           | 5,6        | 15,8       | n.m.           | n.m.       |
| Polnord*                           | 469           | 26           | -41          | 20           | 9            | 17           | 31           | 50,0        | 28,1        | 15,4        | -                   | 0,0        | 8,0          | -54,2          | 77,9       | 82,9       | 4,1            | 1          |
| PHN                                | 884           | -188         | 107          | 108          | 105          | 46           | 57           | 8,4         | 19,0        | 15,4        | 6,9                 | 4,3        | 24,3         | -2,7           | -55,8      | 23,6       | 72,6           | 19         |
| JW Construction*                   | 461           | 10           | 11           | 8            | 2            | 61           | 51           | 186,8       | 7,5         | 9,0         | -                   | -          | 4,2          | -70,4          | n.m.       | -16,5      | n.m.           | 69         |
| ZPUe                               | 455           | 29           | 42           | 36           | 36           | 38           | 39           | 12,6        | 11,9        | 11,6        | 4,0                 | 4,2        | 33,7         | 1,0            | 6,2        | 2,5        | 16,1           | 5          |
| <b>Nieruchomości i budownictwo</b> | <b>9 923</b>  | <b>2 174</b> | <b>2 434</b> | <b>2 590</b> | <b>634</b>   | <b>695</b>   | <b>758</b>   | <b>15,7</b> | <b>14,3</b> | <b>13,1</b> | <b>3,4</b>          | <b>3,6</b> | <b>30,2</b>  | <b>-75,5</b>   | <b>9,7</b> | <b>9,1</b> | <b>27,8</b>    | <b>176</b> |
| Netia                              | 1 880         | -88          | 46           | 175          | 28           | 26           | 23           | 68,3        | 73,7        | 82,1        | 11,1                | 12,2       | 31,5         | -84,2          | -7,3       | -10,3      | 6,3            | 3          |
| Neuca                              | 1 601         | 64           | 85           | 94           | 100          | 109          | 118          | 16,0        | 14,7        | 13,5        | 1,2                 | 13,1       | 10,7         | 6,6            | 9,1        | 8,6        | 13,5           | 12         |
| Bioton*                            | 1 024         | 38           | -6           | 4            | 11           | 31           | 44           | 90,7        | 33,0        | 23,3        | -                   | -          | 2,8          | 207,2          | 174,3      | 41,9       | 95,1           | 15         |
| Duon                               | 393           | 6            | 10           | 23           | 25           | 32           | 39           | 15,6        | 12,3        | 10,2        | 1,9                 | 2,2        | 3,7          | 8,8            | 26,5       | 20,6       | 71,9           | 15         |
| Medicalgorithmics*                 | 765           | 7            | 11           | 15           | 26           | 37           | 47           | 29,7        | 20,8        | 16,3        | 1,2                 | 2,3        | 35,2         | 77,6           | 42,8       | 27,3       | 11,1           | 4          |
| Farmacol                           | 1 156         | 114          | 125          | 104          | 108          | 110          | 113          | 10,7        | 10,5        | 10,2        | 3,5                 | 3,6        | 39,1         | 4,2            | 1,9        | 2,7        | 3,4            | 3          |
| Pelion                             | 509           | 57           | 100          | 56           | 45           | 48           | 61           | 11,3        | 10,6        | 8,3         | 4,3                 | 5,5        | 47,5         | -19,6          | 6,5        | 28,4       | 4,1            | 2          |
| Comarch*                           | 728           | 41           | 25           | 68           | 52           | 56           | 75           | 14,1        | 13,1        | 9,7         | 1,3                 | 1,6        | 39,4         | -24,0          | 7,7        | 34,8       | 43,2           | 15         |
| Asseco BS*                         | 518           | 27           | 27           | 29           | 33           | 34           | 36           | 15,9        | 15,3        | 14,4        | 6,3                 | 6,5        | 31,2         | 13,8           | 4,2        | 6,2        | 10,4           | 3          |
| LiveChat*                          | 1 004         | 2            | 6            | 10           | 29           | 37           | 45           | 34,5        | 26,8        | 22,3        | 2,8                 | 3,7        | 7,2          | 200,0          | 28,7       | 20,2       | 38,3           | 10         |
| AB                                 | 492           | 42           | 57           | 68           | 62           | 64           | 65           | 7,9         | 7,7         | 7,6         | 2,3                 | 2,6        | 56,2         | -8,8           | 3,2        | 1,6        | 13,6           | 8          |
| Action                             | 490           | 48           | 62           | 70           | 38           | 46           | 50           | 12,9        | 10,7        | 9,8         | 4,7                 | 6,1        | 24,6         | -45,7          | 21,1       | 8,7        | -34,4          | -28        |
| ABC Data                           | 395           | 31           | 59           | 33           | 50           | 52           | 56           | 7,9         | 7,6         | 7,0         | 10,5                | 9,4        | 21,5         | 50,2           | 4,0        | 7,7        | -4,0           | -2         |
| PKP Cargo                          | 3 065         | 268          | 74           | 59           | 295          | 257          | 264          | 10,4        | 11,9        | 11,6        | 2,9                 | 3,1        | 29,8         | 400,3          | -12,9      | 2,9        | -17,6          | -55        |
| Stalexport                         | 791           | 9            | 59           | 60           | 113          | 103          | 107          | 7,0         | 7,7         | 7,4         | -                   | 3,1        | 5,1          | 86,8           | -8,8       | 3,9        | 0,0            | 0          |
| Stalprodukt*                       | 1 174         | 63           | 73           | 91           | 201          | 200          | 177          | 5,8         | 5,9         | 6,6         | 1,7                 | 1,8        | 6,1          | 121,1          | -0,5       | -11,5      | 20,5           | 25         |
| Wawel*                             | 1 783         | 67           | 80           | 88           | 98           | 102          | 108          | 18,1        | 17,5        | 16,5        | 3,3                 | 4,3        | 24,8         | 11,8           | 3,4        | 5,9        | 27,0           | 23         |
| Astarta*                           | 863           | 192          | 94           | -285         | 60           | 225          | 199          | 14,3        | 3,8         | 4,3         | -                   | -          | 18,0         | n.m.           | 273,3      | -11,8      | nm             | -13        |
| Colian*                            | 763           | 46           | 27           | 21           | 54           | 54           | 56           | 14,1        | 14,1        | 13,7        | -                   | 0,8        | 11,0         | 160,7          | -0,4       | 3,0        | 10,2           | 5          |
| ZM Kania*                          | 294           | 6            | 15           | 32           | 37           | 39           | 44           | 8,0         | 7,6         | 6,7         | -                   | 2,1        | 0,0          | 15,5           | 5,2        | 14,0       | 3,4            | 1          |
| ZE PAK                             | 457           | 406          | 217          | 174          | 88           | 52           | 147          | 5,2         | 8,7         | 3,1         | 5,6                 | 7,6        | 31,7         | -49,4          | -40,5      | 181,0      | -31,2          | -45        |
| Polenergia                         | 1 263         | 93           | 6            | 31           | 79           | 74           | 47           | 15,9        | 17,2        | 27,0        | 0,0                 | 0,0        | 17,1         | 154,1          | -7,2       | -36,5      | -6,9           | -6         |
| <b>Pozostałe</b>                   | <b>21 410</b> | <b>1 540</b> | <b>1 253</b> | <b>1 019</b> | <b>1 633</b> | <b>1 787</b> | <b>1 921</b> | <b>13,1</b> | <b>12,0</b> | <b>11,1</b> | <b>3,0</b>          | <b>4,5</b> | <b>22,6</b>  | <b>n.m.</b>    | <b>9,5</b> | <b>7,5</b> | <b>-0,2</b>    | <b>-3</b>  |
| <b>Razem midcaps</b>               | <b>87 798</b> | <b>5 909</b> | <b>6 726</b> | <b>7 226</b> | <b>6 470</b> | <b>6 611</b> | <b>7 147</b> | <b>13,6</b> | <b>13,3</b> | <b>12,3</b> | <b>2,3</b>          | <b>3,8</b> | <b>27,8</b>  | <b>-10,5</b>   | <b>2,2</b> | <b>8,1</b> | <b>2,9</b>     | <b>190</b> |

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP \* konsensus Bloomberg \*\* Znrm. Zyski

# Rynki: przegląd polskiego budżetu

|                                                             | 2012         | 2013         | 2014         | 2015P        | 2016P        | 2017P        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Deficyt budżetowy jako % PKB                                | 2,1          | 2,6          | 1,7          | 2,8          | 2,9          | 3,2          | Przeprowadziliśmy symulację budżetu na rok 2016 i 2017. Wnioski z niej wskazują, że budżet na rok 2016 (szczegółowe dane na jego temat udostępnione zostaną oficjalnie prawdopodobnie na początku stycznia 2016 r.) ma solidne podstawy, ale budżet na rok 2017 wygląda problematycznie, szczególnie w zakresie dostępnego finansowania z wpływów.                                                                                                                                         |
| Deficyt publiczny jako % PKB                                | 3,7          | 4,0          | 3,3          | 3,3          | 3,2          | 3,8          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Dług publiczny jako % PKB (ESA)                             | 55,6         | 56,6         | 49,7         | 49,7         | 49,1         | 50,0         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Dług budżetowy jako % PKB (MF)                              | 52,7         | 54,8         | 47,1         | 47,5         | 47,0         | 48,0         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Dochody budżetowe (mld PLN)</b>                          | <b>287,6</b> | <b>279,2</b> | <b>283,5</b> | <b>286,7</b> | <b>301,4</b> | <b>312,2</b> | W 2016 r. wdrożonych zostanie szereg inicjatyw związanych z wydatkami; zakładamy m.in. 14 mld PLN dopłat na dziecko, 1 mld PLN wsparcia dla rodzin, 4 mld PLN na becikowe (forma wsparcia wprowadzona przez poprzedni rząd; nie ma jeszcze informacji, czy będzie kontynuowana), 4,5 mld PLN dodatku dla emerytów, 2 mld PLN na podwyżki w budżetówce, 2 mld PLN dodatkowych wydatków na obronność oraz 1 mld PLN na restrukturyzację kopalni węgla.                                       |
| <b>1. Przychody: podatki</b>                                | <b>248,3</b> | <b>241,7</b> | <b>254,8</b> | <b>257,6</b> | <b>274,7</b> | <b>281,6</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| VAT                                                         | 120,0        | 113,4        | 124,3        | 121,3        | 128,4        | 136,4        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Podatek akcyzowy                                            | 60,4         | 60,7         | 61,6         | 63,0         | 64,0         | 66,0         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Podatek dochodowy od osób prawnych                          | 25,1         | 23,1         | 23,3         | 25,6         | 33,1         | 36,6         | Dodatkowe dostępne finansowanie obejmuje: 7,5 mld PLN z podatków sektorowych, PLN 9 mld z aukcji częstotliwości (przychód jednorazowy) i 5,0 mld PLN z banku centralnego (kwota ta może być ewentualnie wyższa, ale częściowo może stanowić przychód jednorazowy).                                                                                                                                                                                                                         |
| Podatek dochodowy od osób fizycznych                        | 39,8         | 41,3         | 43,0         | 45,0         | 46,7         | 39,7         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Podatek od gier                                             | 1,4          | 1,3          | 1,2          | 1,3          | 1,4          | 1,4          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Podatek od wydobycia                                        | 1,4          | 1,9          | 1,4          | 1,5          | 1,1          | 1,5          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>2. Przychody: inne</b>                                   | <b>37,1</b>  | <b>36,0</b>  | <b>27,2</b>  | <b>25,8</b>  | <b>26,7</b>  | <b>28,8</b>  | W 2017 r. do budżetu wejdą kolejne wymagające wydatków programy: 7 mld PLN (lub znacznie więcej) na dodatkowe dotacje dla gmin w celu skompensowania mniejszych wpływów z podatków (związanych z podniesieniem poziomu kwoty wolnej od podatku), 4 mld PLN dotacji na dzieci (jako że wydatki w 2016 r. obejmowałyby tylko 9 miesięcy), oraz ewentualnie 6 mld PLN z tytułu wcześniejszych emerytur. Planowany wzrost wydatków socjalnych powinien więc wynosić w granicach 25-30 mld PLN. |
| Cło                                                         | 2,0          | 2,0          | 2,4          | 2,8          | 3,0          | 3,3          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Wpłaty jednostek samorządu terytorialnego                   | 2,4          | 2,2          | 2,4          | 1,9          | 2,0          | 2,0          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Dywidendy i wpłaty z zysku                                  | 7,8          | 7,0          | 4,2          | 5,9          | 6,0          | 5,5          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Wpłaty z zysku NBP                                          | 8,2          | 5,3          | 0,3          | 1,7          | 5,0          | 3,0          | Wprowadzie wpływy budżetowe z tytułu VATu mogą się zwiększyć (w 2017 r. zakładamy wzrost o 8 mld PLN), a dodatkowo może dojść do podniesienia podatków sektorowych, ale i tak pojawi się istotna luka z uwagi na niedostępność finansowania jednorazowego.                                                                                                                                                                                                                                 |
| Oplaty, grzywny, odsetki i inne dochody niepodatkowe        | 16,7         | 19,5         | 17,9         | 13,5         | 19,7         | 15,0         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Wydatki budżetowe (mld PLN)</b>                          | <b>318,0</b> | <b>321,3</b> | <b>312,5</b> | <b>336,7</b> | <b>368,0</b> | <b>375,0</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>1. Dotacje i subwencje</b>                               | <b>155,4</b> | <b>155,2</b> | <b>152,3</b> | <b>168,6</b> | <b>176,8</b> | <b>180,7</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Subwencje ogólne                                            | 50,4         | 51,0         | 50,9         | 51,4         | 52,4         | 52,4         | Deficyt w roku 2017 może przekroczyć 3,0% PKB nawet w przypadku znalezienia nowego źródła finansowania – jedną z możliwości jest tu kolejna przebudowa systemu indywidualnych funduszy emerytalnych (OFE), co z kolei zmniejszy dopłatę budżetową do systemu FUS (co założyliśmy w naszym modelu).                                                                                                                                                                                         |
| Subwencje FUS                                               | 40,0         | 37,1         | 30,4         | 42,1         | 46,0         | 37,8         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Subwencje FER                                               | 15,2         | 15,8         | 16,1         | 17,0         | 18,5         | 23,0         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Dotacje dla jednostek samorządu terytorialnego              | 20,4         | 21,5         | 23,0         | 23,9         | 24,0         | 31,0         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Dotacje podmiotowe uczelni                                  | 11,6         | 12,6         | 13,8         | 13,8         | 13,9         | 14,0         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Inne                                                        | 17,8         | 17,2         | 18,1         | 20,5         | 22,0         | 22,5         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>2. Świadczenia na rzecz osób fizycznych</b>              | <b>23,3</b>  | <b>24,5</b>  | <b>24,4</b>  | <b>25,3</b>  | <b>47,3</b>  | <b>57,3</b>  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>3. Wydatki bieżące jednostek budżetowych</b>             | <b>57,2</b>  | <b>58,4</b>  | <b>60,0</b>  | <b>62,3</b>  | <b>66,0</b>  | <b>61,0</b>  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>4. Wydatki majątkowe</b>                                 | <b>13,6</b>  | <b>12,9</b>  | <b>15,3</b>  | <b>14,9</b>  | <b>15,0</b>  | <b>15,0</b>  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>5. Wydatki na obsługę długu Skarbu Państwa</b>           | <b>42,1</b>  | <b>42,5</b>  | <b>34,5</b>  | <b>31,4</b>  | <b>33,0</b>  | <b>33,0</b>  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>6. Środki własne UE</b>                                  | <b>15,9</b>  | <b>18,2</b>  | <b>17,3</b>  | <b>18,2</b>  | <b>20,0</b>  | <b>17,0</b>  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>7. Współfinansowanie projektów z udziałem środków UE</b> | <b>10,8</b>  | <b>10,3</b>  | <b>8,8</b>   | <b>11,9</b>  | <b>10,0</b>  | <b>11,0</b>  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Deficyt budżetowy</b>                                    | <b>-30,4</b> | <b>-42,1</b> | <b>-29</b>   | <b>-50,0</b> | <b>-54,7</b> | <b>-62,8</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

Źródło: Ministerstwo Finansów, DM PKO BP

# System OFE, reforma i jej wpływ (1)

## Brak pozytywnego scenariusza dla prywatnych funduszy emerytalnych.

Prawo i Sprawiedliwość ogłosiło na połowę 2016 r. weryfikację systemu emerytalnego. Naszym zdaniem przed prywatnymi funduszami emerytalnymi nie rysuje się żaden pozytywny scenariusz. Możliwe rozwiązania to szybszy odpływ środków z funduszy lub po prostu transfer aktywów do ZUS.

### Scenariusze dla funduszy emerytalnych

| Pesymistyczny<br>Transfer aktywów do ZUS                                                                                                                                                  | Podstawowy<br>Obniżenie wieku emerytalnego (szybszy odpływ środków)                                                                         | Optymistyczny<br>n.d. |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|
| Możliwy transfer aktywów z funduszy emerytalnych do ZUS (funduszu państwowego)                                                                                                            | Wyższe odpływy środków z prywatnych funduszy emerytalnych do ZUS (na skutek tzw. "mechanizmu suwaka")                                       |                       |
| Przy założeniu zasad podobnych, jak w przypadku podejmowanych w 2014 r. decyzji dotyczących przyszłych składek, do ZUS może zostać przekazanych nawet 75% aktywów                         | Szacujemy odpływ na ok. 7-8 mld PLN brutto w porównaniu do 5 mld PLN obecnie                                                                |                       |
| Ogromny nawis akcyjny (ok. 80 mld PLN w krajowych akcjach)                                                                                                                                | Odpływ netto do ZUS na poziomie ok. 4-5 mld PLN (w porównaniu do 1-2 mld PLN obecnie)                                                       |                       |
| Istnieje ryzyko, że dostawcy indeksów nie potraktują akcji w posiadaniu ZUSu jako akcji w wolnym obrocie, czego efektem będzie znaczne obniżenie wagi Polski w międzynarodowych indeksach | Ujemne całkowite przepływy pieniężne (w tym dywidendy itp.)                                                                                 |                       |
|                                                                                                                                                                                           | Ewentualne dalsze zmiany mechanizmu suwaka (np. przeniesienie aktywów do ZUS na 15 zamiast na 10 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego) |                       |

Źródło: DM PKO BP

## System OFE, reforma i jej wpływ (2)

OFE: saldo napływów/odpływów

|                                  | 2014       | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        | 2019        |
|----------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Napływy brutto z ZUS             | 6,1        | 3,1         | 3,2         | 3,3         | 3,4         | 3,5         |
| Odpływy brutto do ZUS            | -5,1       | -4,9        | -7,1        | -8,5        | -7,8        | -8,4        |
| <b>Saldo z ZUS</b>               | <b>1,0</b> | <b>-1,8</b> | <b>-3,9</b> | <b>-5,2</b> | <b>-4,4</b> | <b>-4,9</b> |
| Dywidendy, kupony, odsetki       | 5,4        | 4,3         | 4,5         | 4,1         | 4,1         | 4,1         |
| <b>Łączny przepływ pieniężny</b> | <b>6,4</b> | <b>2,5</b>  | <b>0,6</b>  | <b>-1,1</b> | <b>-0,4</b> | <b>-0,9</b> |

Źródło: DM PKO BP

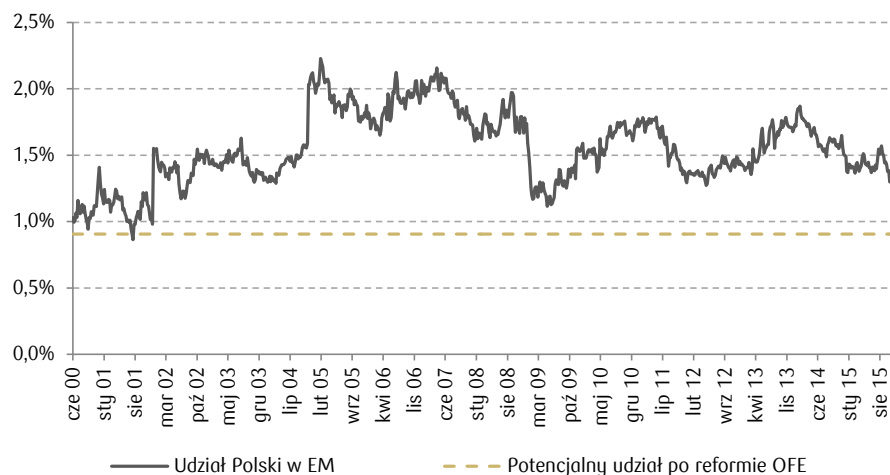
Reforma systemu prywatnych funduszy emerytalnych (OFE) z jednej strony figuruje w strategii PiS, a z drugiej prawdopodobnie okaże się konieczna z uwagi na problemy budżetowe. Modyfikacja systemu może przybrać następującą formę:

1. Dodatkową możliwość przeniesienia aktywów można dodać przy okazji okna decyzyjnego w lipcu 2016 r., kiedy do uczestnicy OFE będą mogli ponownie zdecydować, czy chcą płacić całość składek do ZUS, zamiast do OFE.
2. Całkowita przebudowa systemu może się dokonać w drodze nowo utworzonego „funduszu państwowego” lub istniejącego „funduszu rezerwy demograficznej”, który przejmie całość aktywów prywatnego systemu emerytalnego.

Na finansowanie budżetowe (i deficyt budżetowy) wpływać będą następujące czynniki:

1. Jeszcze przed wdrożeniem reformy samo obniżenie wieku emerytalnego (zaplanowane na rok 2016) zwiększy „mechanizm suwaka” o ok. 2-4 mld PLN rocznie.
2. Przejęcie aktywów umożliwi funduszowi rezerwy demograficznej wniesienie specjalnego wkładu do państwowego systemu emerytalnego (tego rodzaju specjalne wkłady miały już kilkakrotnie miejsce). Wkład ten może być pokryty gotówkowo (9 mld PLN gotówki z systemu OFE) lub płynnymi akcjami zagranicznymi (wartymi łącznie 11 mld PLN).
3. Wyższy suwak i wkład specjalny obniżą zapotrzebowanie na dotacje budżetowe dla państwowego systemu emerytalnego (FUS), a tym samym zmniejszą lukę finansowania na poziomie budżetowym. Szacujemy, że w 2017 r. pozytywny wpływ na deficyt budżetowy może sięgać od 10 mld PLN do 20 mld PLN.

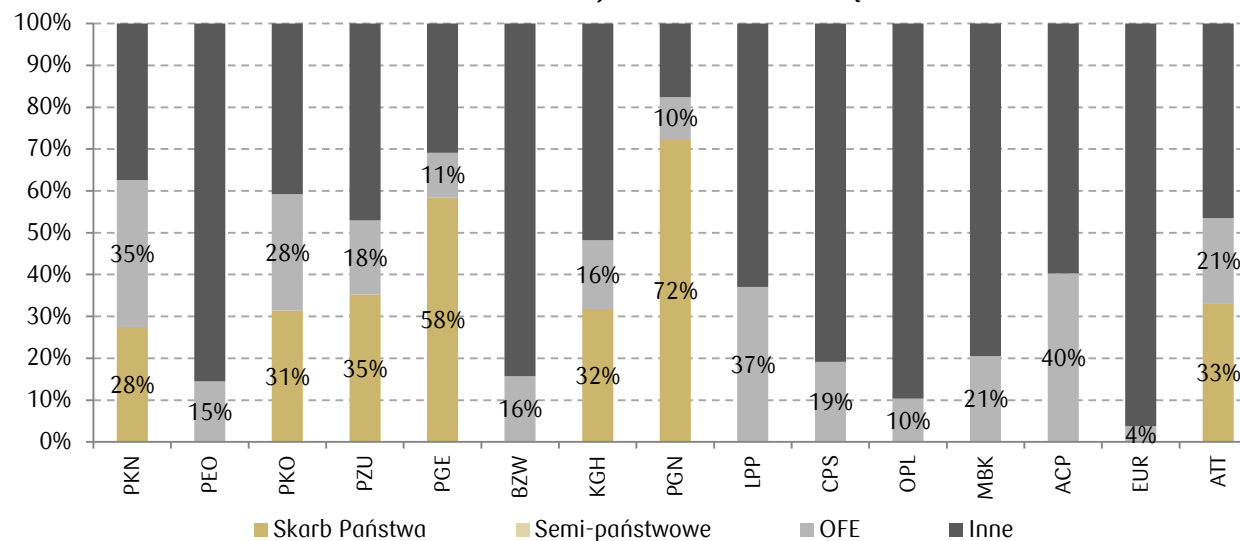
Reforma OFE może obniżyć wagę Polski o ok. 1/4 w międzynarodowych indeksach



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

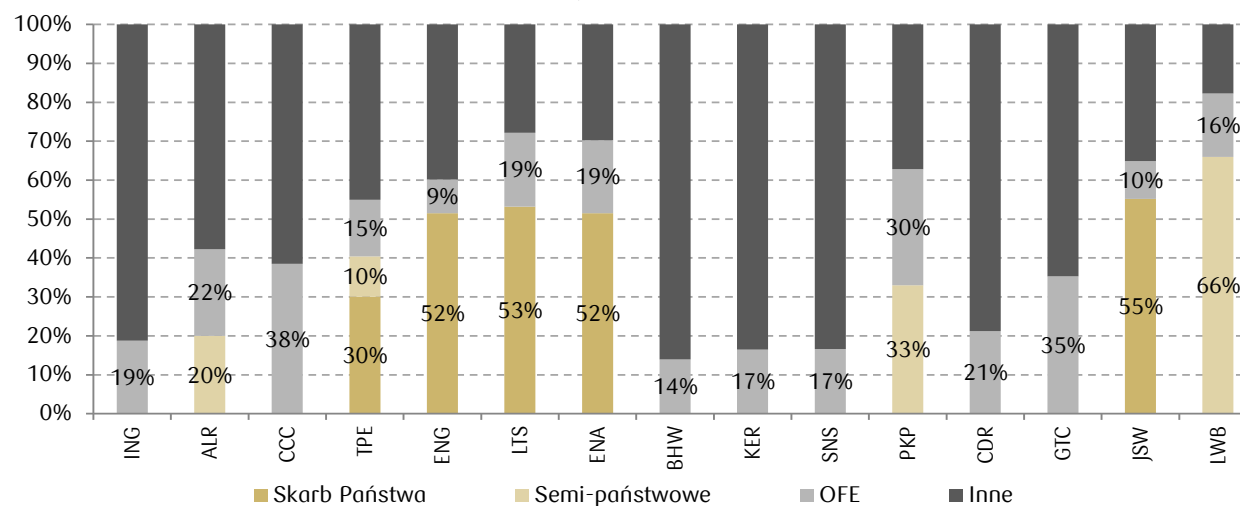
# System OFE, reforma i jej wpływ (3)

Struktura akcjonariatu WIG 30 - część 1



Źródło: DM PKO BP

Struktura akcjonariatu WIG30 - część 2

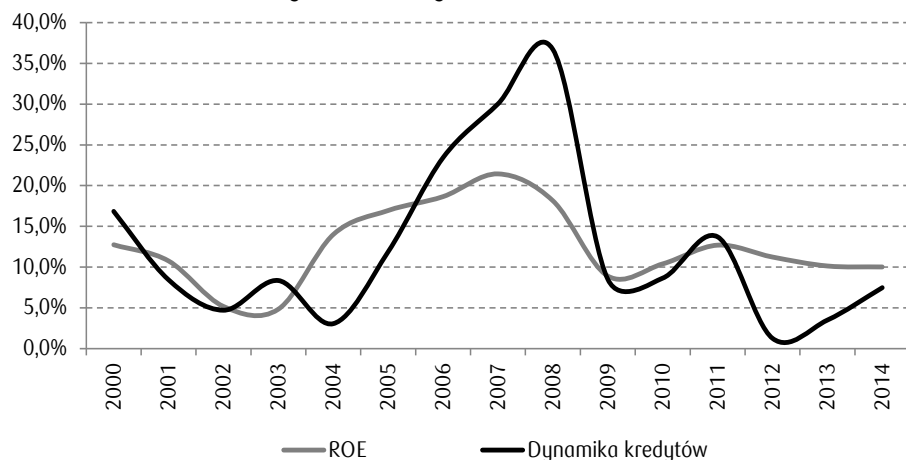


Źródło: DM PKO BP



# Podatek bankowy 2016 – negatywny impuls finansowy

Dynamika kredytów na tle ROE sektora



Surowsze wymagania kapitałowe i wprowadzenie podatku bankowego będą miały negatywny wpływ na dostępność kredytów i wzrost PKB w kolejnym roku.

Wprowadzenie podatku bankowego (0,44% całkowitych aktywów) wywrze istotny wpływ na ROA w sektorze (spadek z poziomu 1,2% do 0,9-1,0%).

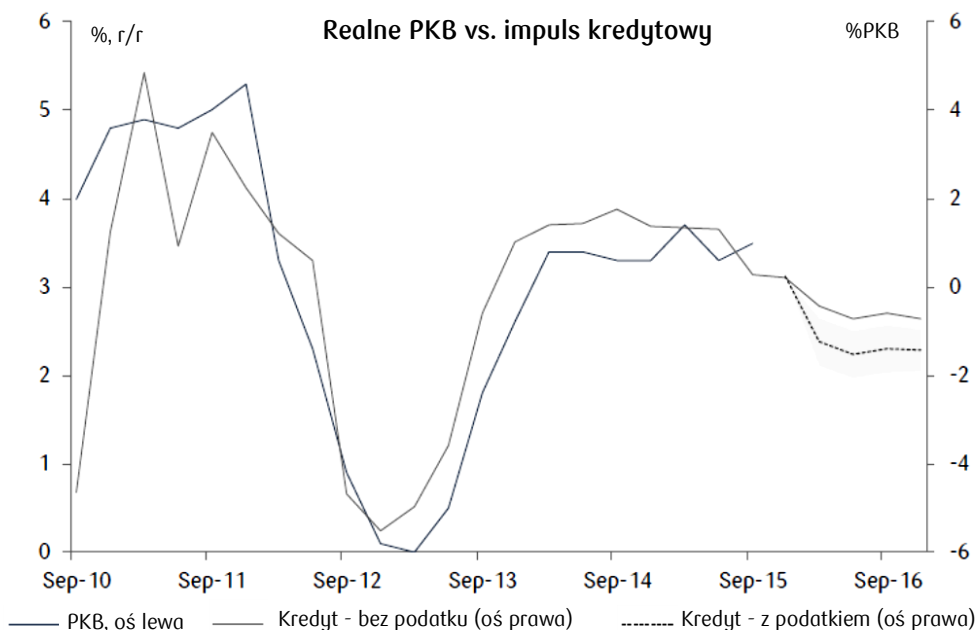
W połączeniu z nowymi wymogami kapitałowymi (bufor ochrony kapitału na poziomie 1,25% i indywidualne bufor dla banków o znacznej ekspozycji frankowej) podatek ten będzie mieć znaczny wpływ na ROE banków, a tym samym na zdolność generowania kredytów w sektorze.

Ogólnie rzecz biorąc, zakładamy, że nowe działania regulacyjne wpłyną na średnioterminowe strategie kredytowe większości banków.

Według szacunków zespołu makroekonomicznego PKO BP, łączne ograniczenie podaży kredytów w przyszłym roku może sięgać ok. 1-3%. Szacunki te wskazują, że spadek podaży kredytowej o 1% zmniejszy realny wzrost PKB o 0,3 pp.

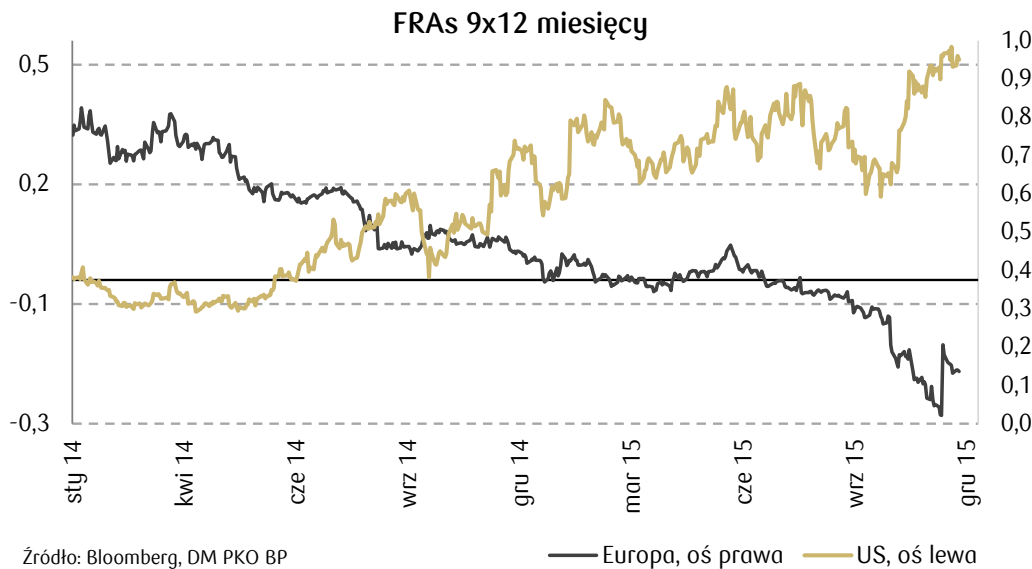
Źródło: NBP, DM PKO BP

Realne PKB vs. impuls kredytowy



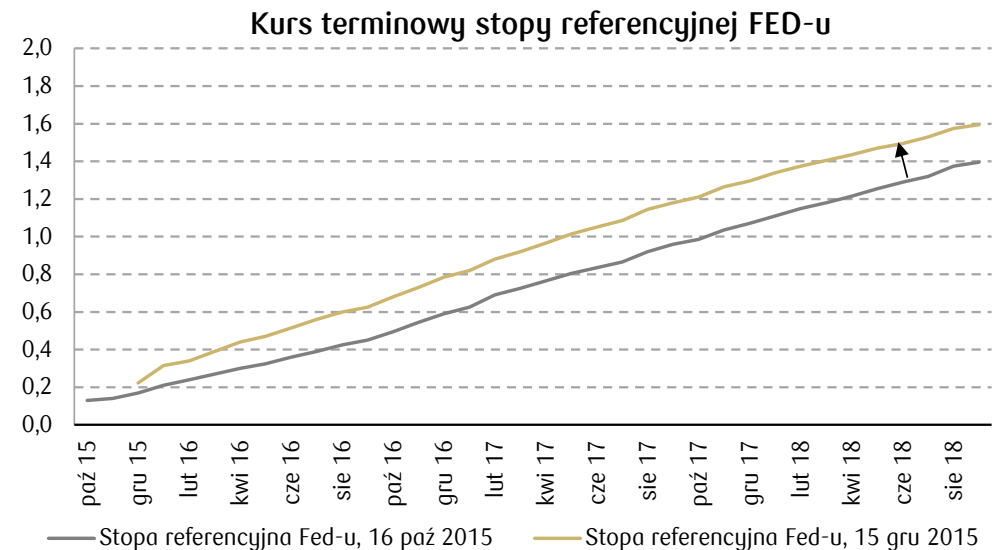
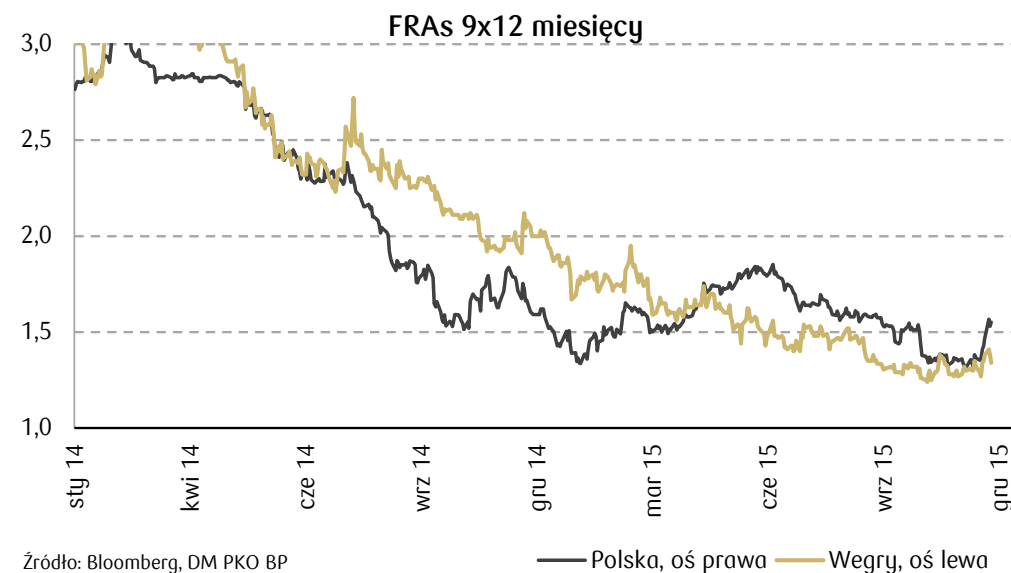
Źródło: Zespół makroekonomiczny PKO BP

# Czynniki monetarne: rynki kontraktów terminowych

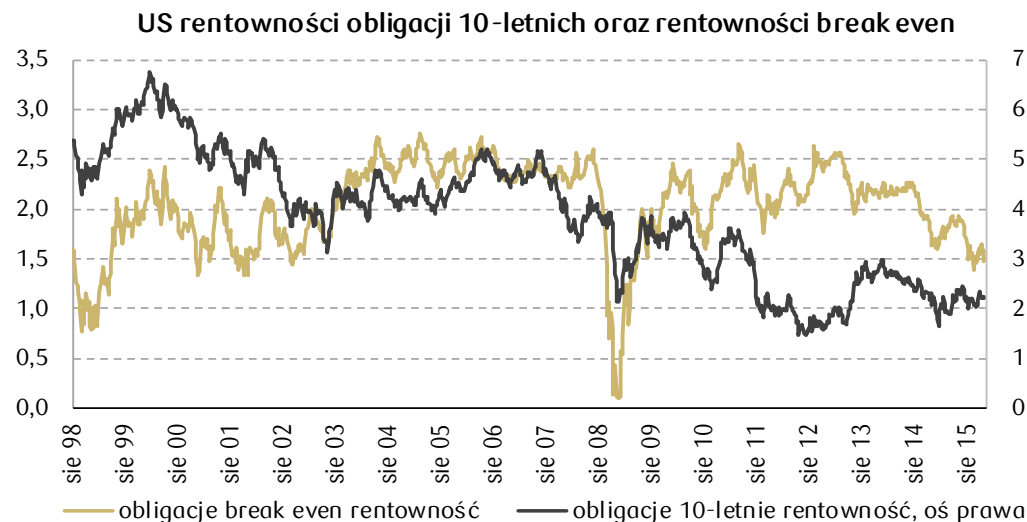


Zwracamy uwagę, że polski rynek FRA nie liczy już na dalsze cięcia stóp procentowych. Niepewność dotycząca budżetu na rok 2016 oraz stosunkowo słaba pozycja złotówki zmusiły rynek do weryfikacji oczekiwań.

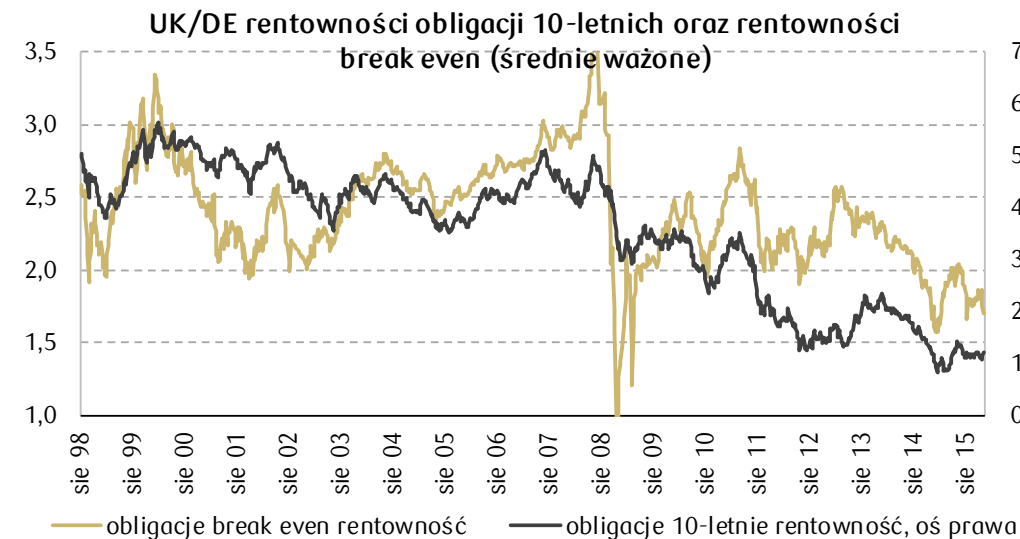
Na rynku amerykańskim inwestorzy zaczęli dyskontować dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej. Kontrakty forward na stopę funduszy Fed wskazują na możliwe trzy dodatkowe podwyżki stóp w 2016 r.



# Czynniki monetarne: stopy zwrotu breakeven i inflacja



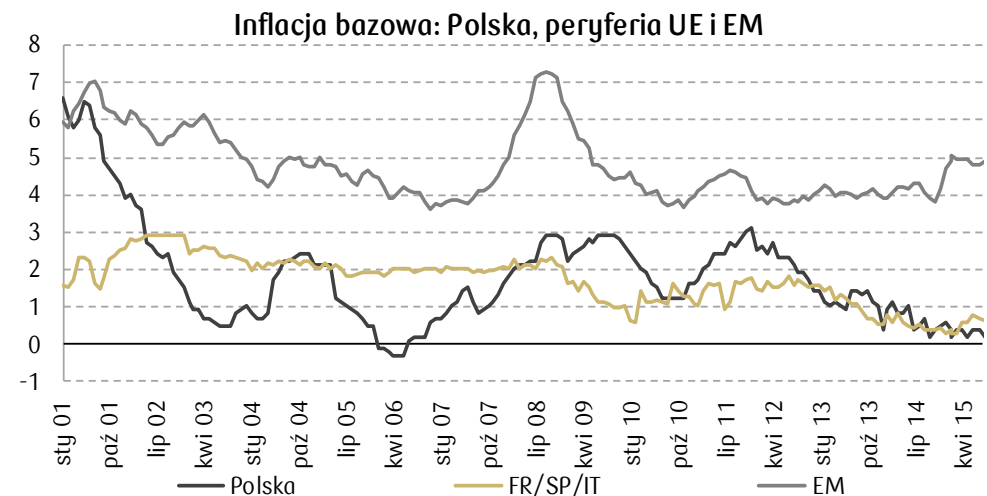
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Stopy zwrotu breakeven w USA i Europie (wskazujące na rynkowe oczekiwania inflacyjne) znacznie spadły w ciągu ostatnich trzech lat. Naturalnie stopy zwrotu z obligacji podążyły ich śladem.

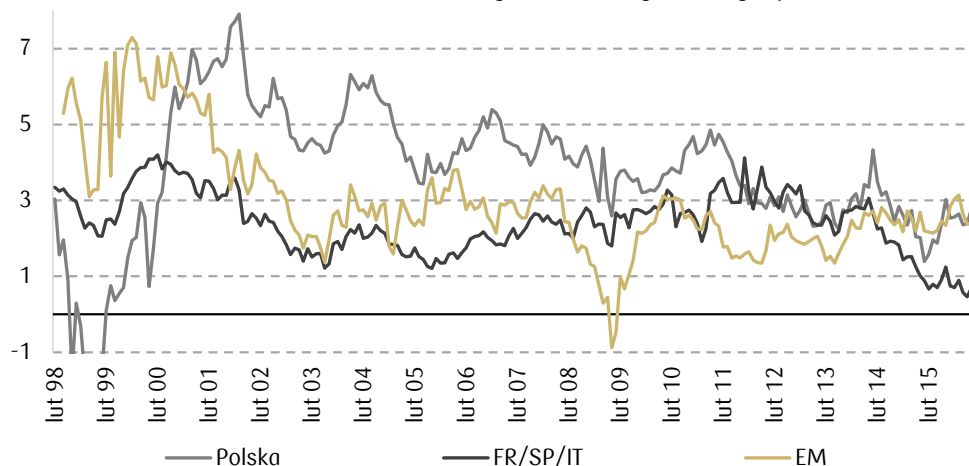
Zwracamy także uwagę, że inflacja bazowa w Europie (w tym, m.in., w Polsce) także znacząco się obniżyła. W tym samym okresie średnia inflacja bazowa w gospodarkach wschodzących pozostała na wyższym poziomie, a ostatnio zaczęła nawet się dodatkowo podnosić, prawdopodobnie z uwagi na słabość walut rynków wschodzących.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

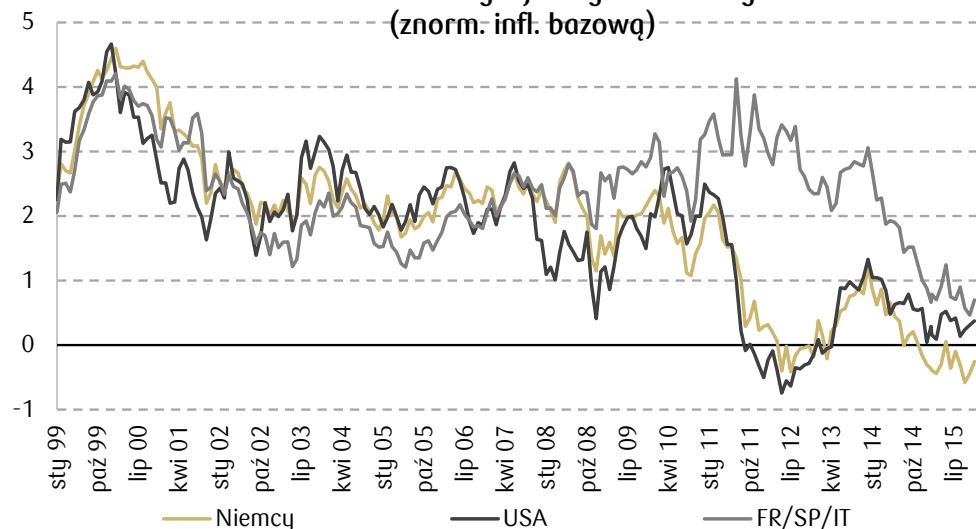
# Czynniki monetarne: długoterminowe (realne) rentowności obligacji

### Realne rentowności długoterminowych obligacji



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

### Rentowności obligacji długoterminowych (znorm. infl. bazową)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

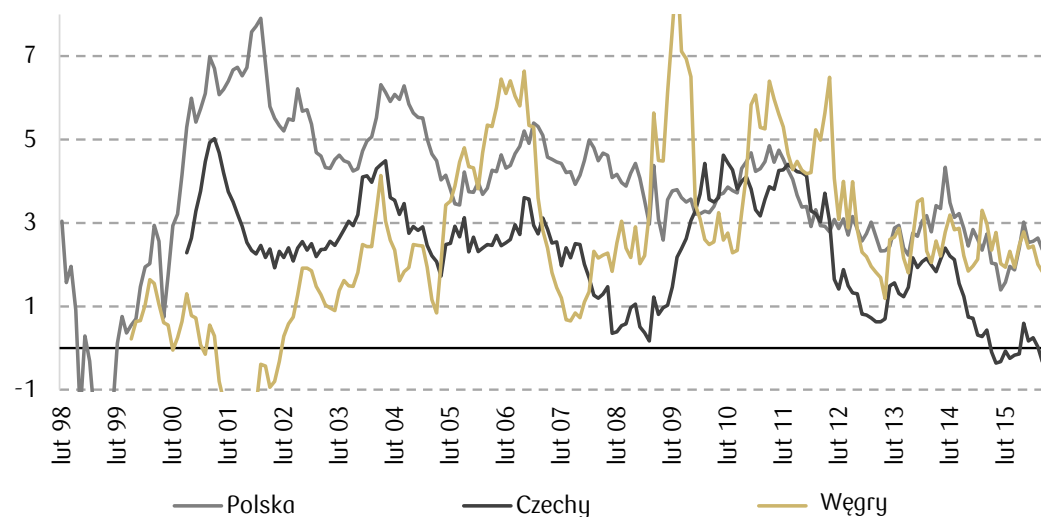
Realne stopy zwrotu z obligacji (skorygowane o inflację bazową) w Polsce (i na Węgrzech) uparcie pozostają na wysokim poziomie w stosunku do ogółu gospodarek wschodzących.

Z drugiej jednak strony stopy zwrotu skorygowane o inflację na peryferyjnych europejskich rynkach obligacji znacząco się obniżyły, zapewniając tym krajom chwilę oddechu.

Niemcy i Japonia (czego nie pokazano na wykresie) pozostają na realnym (a nawet nominalnym) minusie. W regionie CE3 realna stopa zwrotu z obligacji w Czechach utrzymuje się na poziomie zerowym do ujemnego z uwagi na nadmierną płynność w sektorze bankowym.

Ogólnie rzecz biorąc, ujemne stopy zwrotu z obligacji oznaczają kłopoty dla rentowności sektora bankowego – w niektórych krajach (Szwajcaria) banki zaczęły znacząco podnosić marże (także dla kredytów hipotecznych), aby ten efekt zniwelować.

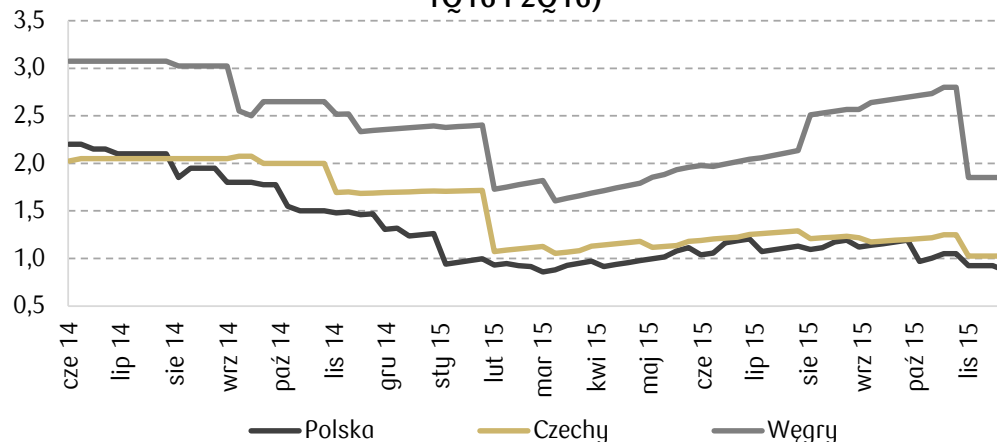
### Realne rentowności długoterminowych obligacji (znorm. infl. bazową)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

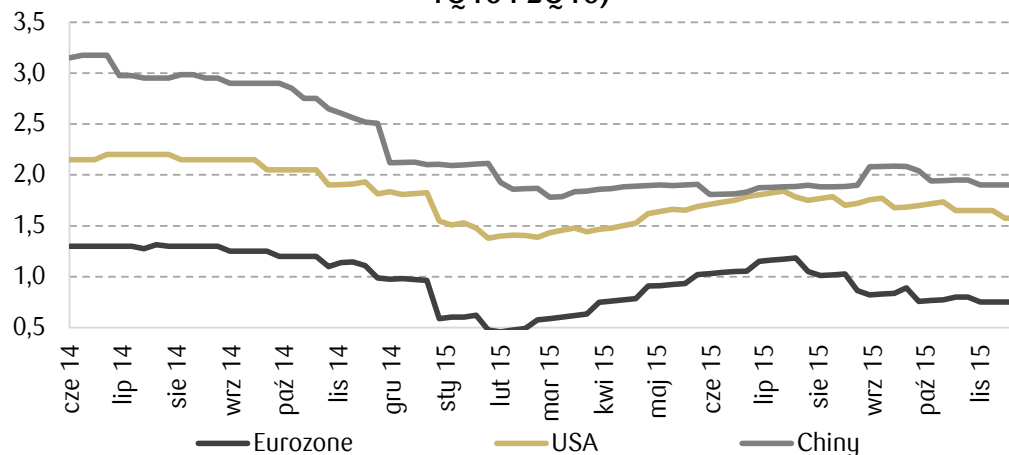
# Czynniki monetarne: oczekiwania inflacyjne

Ważona średnia oczekiwań inflacyjnych (dla 3Q15, 4Q15, 1Q16 i 2Q16)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

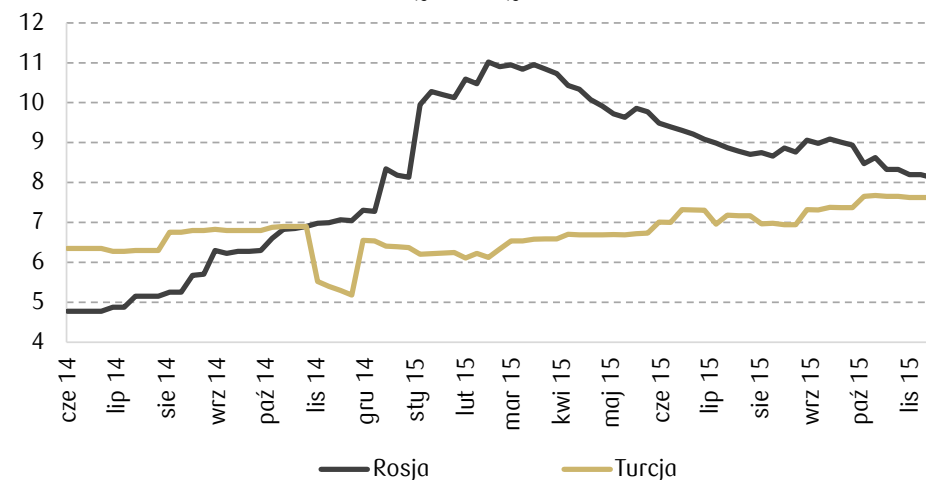
Ważona średnia oczekiwań inflacyjnych (dla 3Q15, 4Q15, 1Q16 i 2Q16)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Zarówno w naszym regionie, jak i w ujęciu globalnym doszło do obniżenia oczekiwań inflacyjnych. Zjawisko to zaszło w dwóch etapach po obniżeniu cen źródeł energii. Zwracamy także uwagę na fakt, że oczekiwana inflacja na Węgrzech jest wyższa niż w pozostałych krajach regionu, a oczekiwania inflacyjne dotyczące uniwersum gospodarek wschodzących utrzymują się na wysokim poziomie.

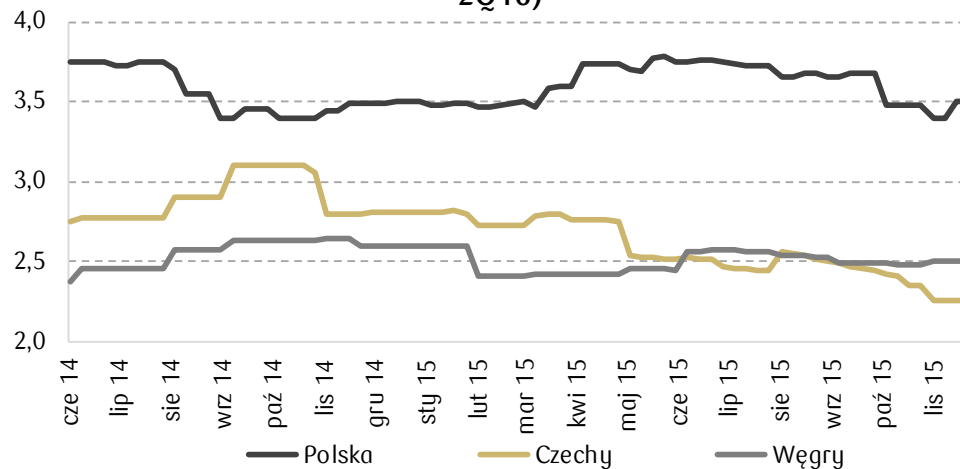
Ważona średnia oczekiwań inflacyjnych (dla 3Q15, 4Q15, 1Q16 i 2Q16)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

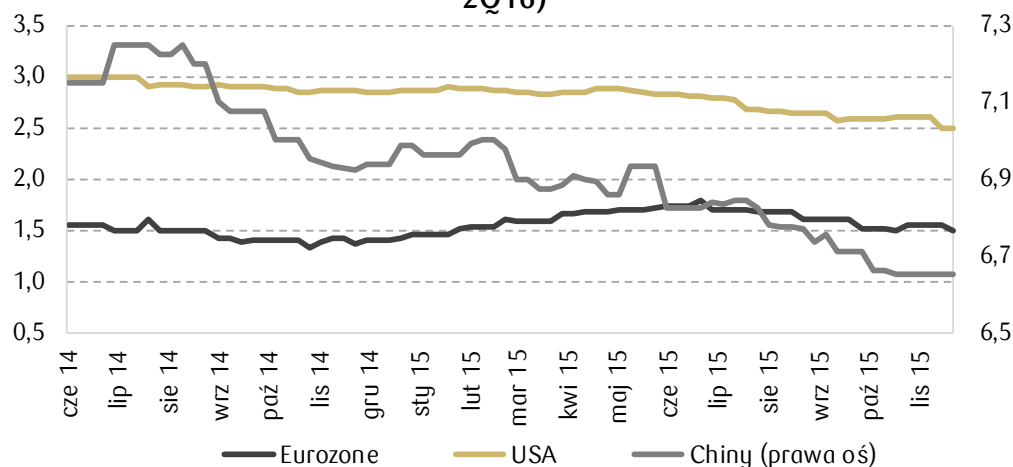
# Czynniki monetarne: Oczekiwania PKB

Średnia ważona oczekiwań PKB (dla 3Q15, 4Q15, 1Q16 i 2Q16)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

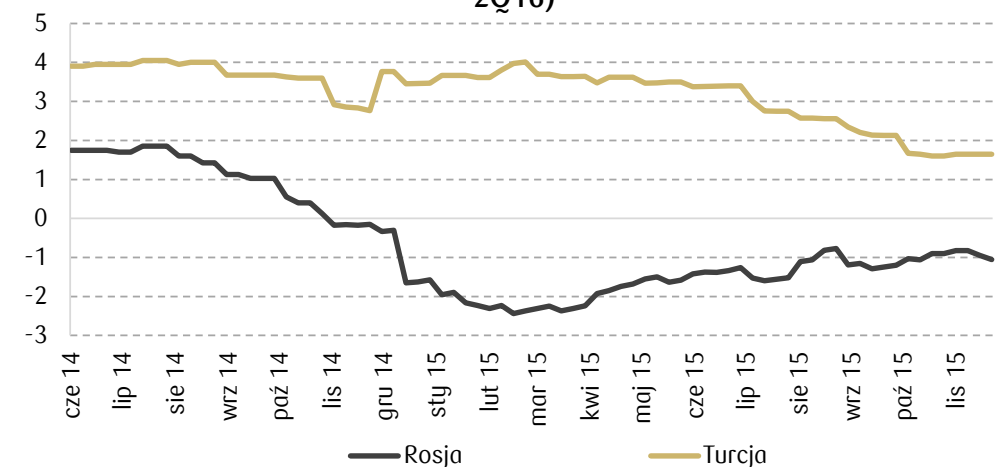
Średnia ważona oczekiwań PKB (dla 3Q15, 4Q15, 1Q16 i 2Q16)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Doszło do zmiany oczekiwań dotyczących PKB względem zmiany oczekiwań inflacyjnych. W pierwszej fazie obniżania się cen ropy oczekiwania dotyczące PKB raczej rosły. W obecnej fazie spadku cen ropy naftowej wydaje się, że oczekiwania dotyczące PKB są powszechnie obniżane. Innymi słowy – wprowadzie pierwszy spadek cen ropy mógł być motywowany podażą, zarówno dane fundamentalne dotyczące ropy naftowej i prognozy konsensusu wskazują, że obecna obniżka cen ropy naftowej napędzana jest popytem (tj. spowodowana słabnącym popytem).

Średnia ważona oczekiwań PKB (dla 3Q15, 4Q15, 1Q16 i 2Q16)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

# Czynniki monetarne: parytet siły nabywczej walut

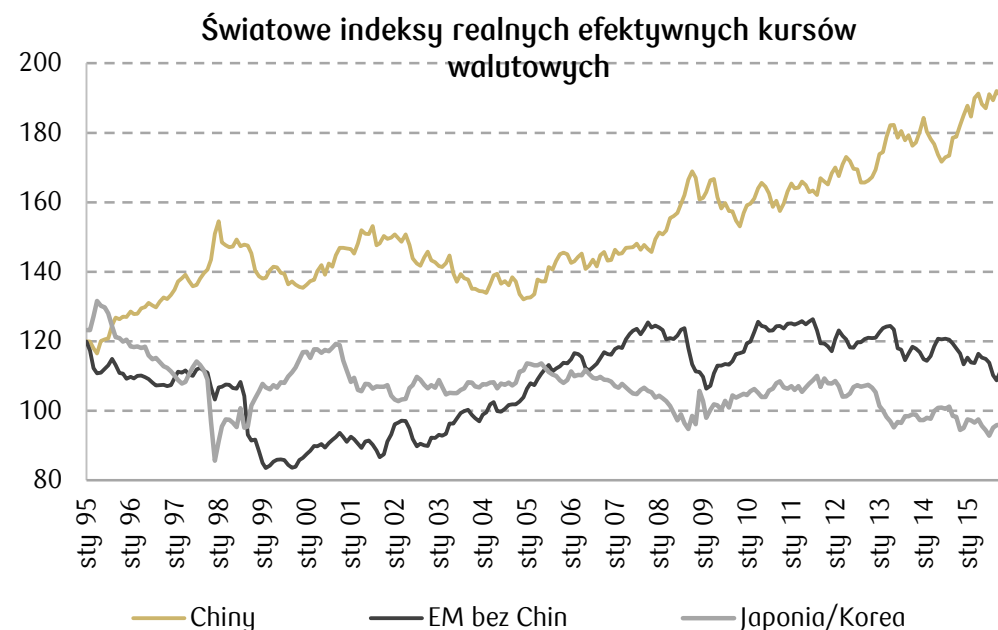
| Potencjał wzrostu w oparciu o: | Koszty utrzymania (grudzień 2015) | Indeks Big Maca (lipiec 2015) | Średnia ważona | Miesięczne wynagrodzenie |
|--------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|----------------|--------------------------|
| Hong Kong                      | -40%                              | 54%                           | -12%           | 2 893                    |
| Wielka Brytania                | -25%                              | -11%                          | -21%           | 2 809                    |
| Chiny                          | -22%                              | -23%                          | -22%           | 1 407                    |
| Brazylia                       | -18%                              | -47%                          | -27%           | 507                      |
| Argentyna                      | -18%                              | -22%                          | -19%           | 1 208                    |
| Włochy                         | -17%                              | -24%                          | -19%           | 1 772                    |
| Tajlandia                      | -15%                              | -37%                          | -21%           | 631                      |
| Indonezja                      | -15%                              | -18%                          | -16%           | 383                      |
| Rosja                          | -10%                              | 14%                           | -3%            | 729                      |
| <b>USA</b>                     | <b>-6%</b>                        | <b>-5%</b>                    | <b>-6%</b>     | <b>3 201</b>             |
| Francja                        | -6%                               | -12%                          | -8%            | 2 328                    |
| Korea Południowa               | -3%                               | -17%                          | -7%            | 2 660                    |
| Grecja                         | -3%                               | -20%                          | -8%            | 785                      |
| Tajwan                         | -2%                               | 13%                           | 2%             | 1 652                    |
| Irlandia                       | -1%                               | 1%                            | 0%             | 2 721                    |
| Japonia                        | 1%                                | 13%                           | 5%             | 2 726                    |
| Hiszpania                      | 4%                                | -26%                          | -5%            | 1 673                    |
| Norwegia                       | 4%                                | 19%                           | 9%             | 3 131                    |
| <b>Węgry</b>                   | <b>4%</b>                         | <b>-26%</b>                   | <b>-5%</b>     | <b>588</b>               |
| Malezja                        | 7%                                | 10%                           | 8%             | 898                      |
| Ukraina                        | 7%                                | 18%                           | 10%            | 211                      |
| Australia                      | 11%                               | 26%                           | 16%            | 3 177                    |
| <b>Czechy</b>                  | <b>11%</b>                        | <b>-9%</b>                    | <b>5%</b>      | <b>980</b>               |
| <b>Polska</b>                  | <b>11%</b>                        | <b>-8%</b>                    | <b>5%</b>      | <b>819</b>               |
| Chile                          | 11%                               | -27%                          | 0%             | 739                      |
| Turcja                         | 14%                               | -44%                          | -4%            | 722                      |
| Meksyk                         | 18%                               | -27%                          | 4%             | 627                      |
| Kanada                         | 22%                               | -5%                           | 14%            | 2 229                    |
| Szwajcaria                     | 26%                               | -19%                          | 13%            | 6 429                    |
| Niemcy                         | 31%                               | -3%                           | 21%            | 2 559                    |
| Indie                          | 43%                               | -2%                           | 29%            | 643                      |
| RPA                            | 51%                               | -4%                           | 34%            | 1 208                    |

Źródło: Numbeo, Bloomberg, DM PKO BP

Nasze wyliczenia rzeczywistego parytetu walut w oparciu o koszt koszyka zakupowego względem średniego lokalnego wynagrodzenia (dla głównych ośrodków miejskich) wskazują, że chiński juan i funt brytyjski należą do najbardziej przewartościowanych walut podstawowych.

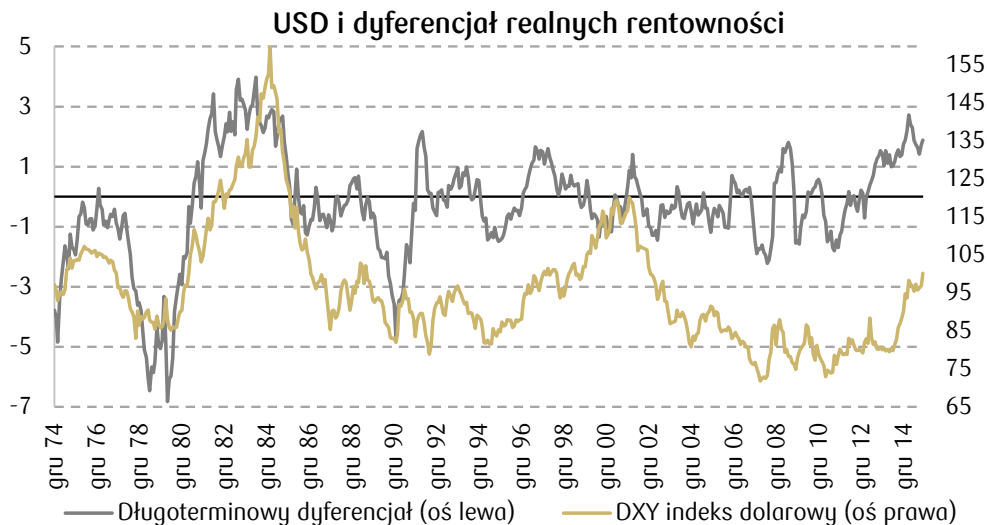
Europa pozostaje rozdarta – Niemcy są w stanie wytrzymać znacznie silniejsze euro, ale krajom peryferyjnym dobrze zrobiłaby znacznie słabsza waluta.

Region CE3 cechuje się dość tanimi walutami. Zwracamy także uwagę na fakt, że potencjał spadkowy argentyńskiego peso wyliczono przed niedawną dewaluacją. Na koniec wreszcie parytet siły nabywczej franka wskazuje na potencjał wzrostowy.

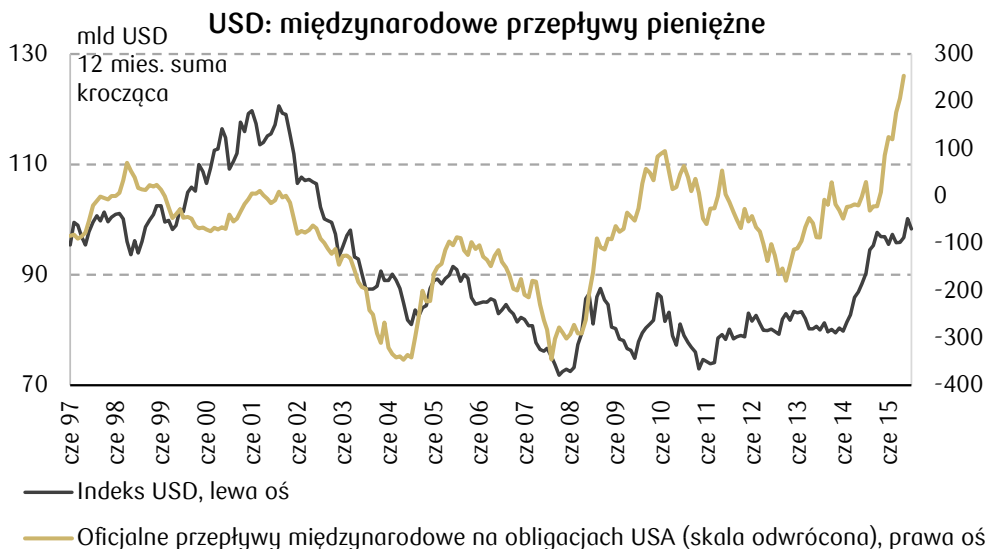


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

# Czynniki monetarne: dolar amerykański



Źródło: Bank centralny, DM PKO BP



Źródło: Banki Centralne, DM PKO BP

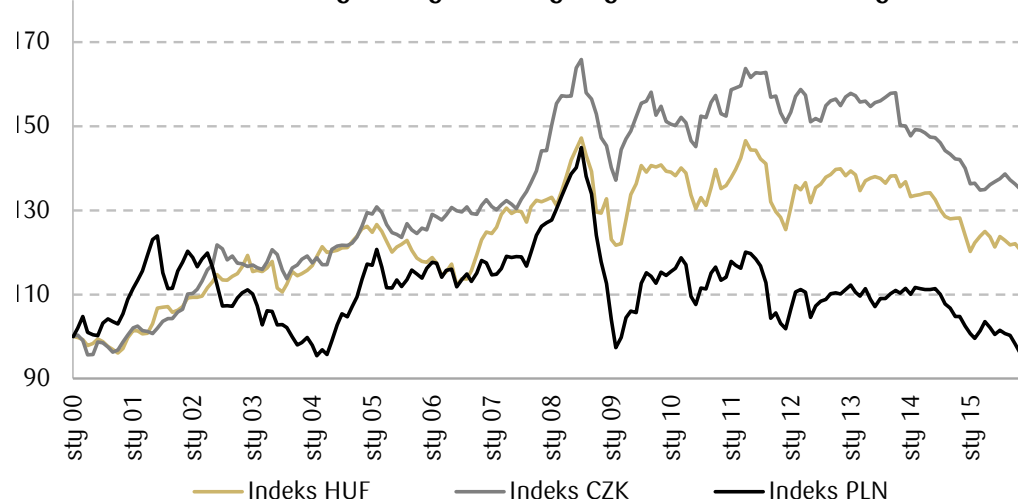
Wydaje się, że dolara amerykańskiego wspierają (skorygowane o inflację bazową) dyferencjały stóp zwrotu z odsetek, a także globalne ograniczenia kapitałowe, prowadzące do zmniejszenia się rezerw banków centralnych (szczególnie gospodarek wschodzących). Innymi słowy, kapitał wycofuje się z krajów bardziej ryzykownych (rynków wschodzących) i najprawdopodobniej zostanie zainwestowany gdzie indziej. Jednocześnie jednak stwierdzamy, że lokalne banki centralne gospodarek wschodzących prowadzą bardziej restrykcyjną politykę monetarną, niż główne banki centralne w gospodarkach rozwiniętych.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

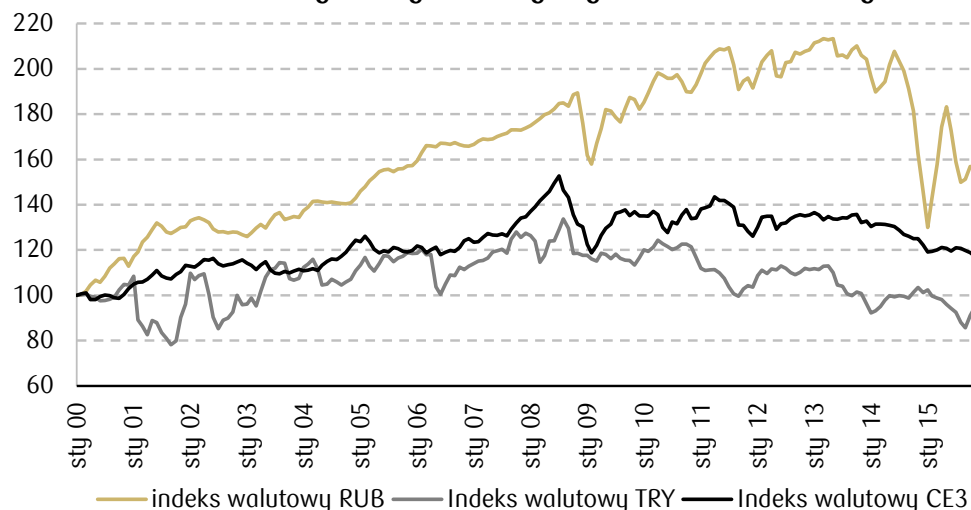


CE3: indeksy realnych efektywnych kursów walutowych



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

CEE: indeksy realnych efektywnych kursów walutowych

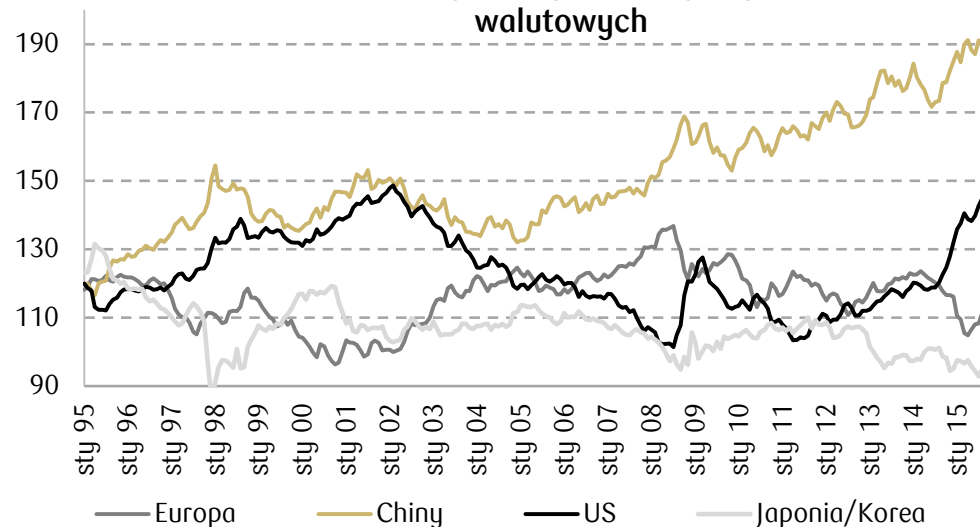


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Indeksy realnych efektywnych kursów walutowych potwierdzają nasze wnioski dotyczące parytetu siły nabywczej. Juan jest obecnie bardzo drogi, natomiast waluty regionu CE3 (w ujęciu realnym) znajdują się w największym od wielu lat dołku – turecka lira i złotówka spadły do poziomu z lat 2003-2004.

Dalsza dewaluacja juana wywoła presję na stopy inflacji w gospodarkach rozwiniętych, a także na ceny surowców, oznaczać więc będzie słabszy wzrost w Azji i kłopoty dla marek luksusowych, producentów niemieckich samochodów klasy premium oraz spółek metalurgicznych i wydobywczych. Z drugiej jednak strony może zmusić banki centralne krajów rozwiniętych do utrzymania lub przyspieszenia luźnej polityki monetarnej.

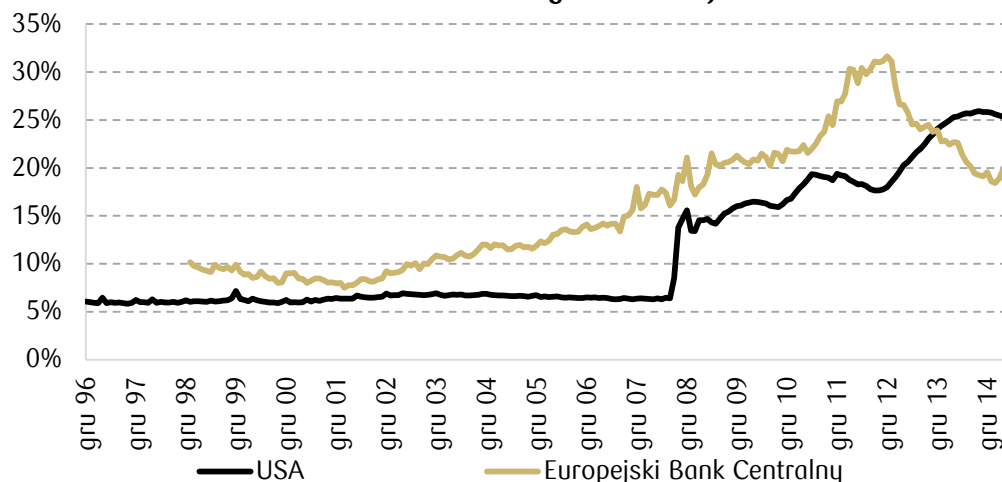
Globalne indeksy realnych efektywnych kursów walutowych



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

# Czynniki monetarne: bilanse banków centralnych

## Bilanse banków centralnych w relacji do PKB



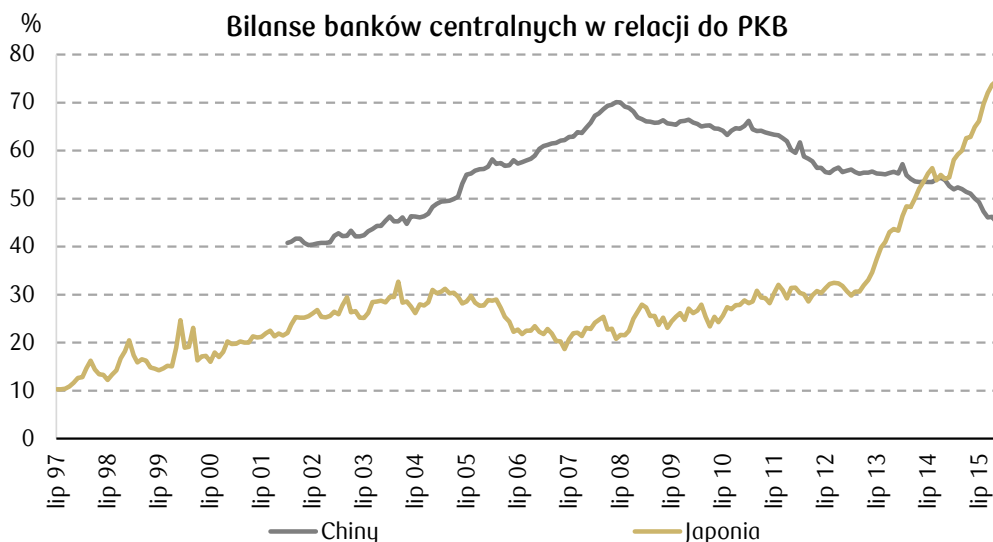
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Przegląd bilansów banków centralnych wskazuje na dalsze tendencje ekspansywne w strefie euro i Japonii. Stymulacja monetarna utrzymuje się w USA, a wydaje się zanikać w Chinach.

Badania rynkowe wskazują także, że – podobnie jak w lecie 2015 r. – w roku 2016 działania stymulacyjne EBC i Banku Japonii zostaną zneutralizowane przez pogarszające się bilanse banków centralnych z rynków wschodzących, co wynikać będzie z wyczerpywania się rezerw walutowych. Najprawdopodobniej proces wyczerpywania się rezerw i globalnej płynności zakończy się dopiero gdy Chiny i inne gospodarki wschodzące zaprzestaną interwencji na rynkach walutowych, aby opóźnić deprecjację walut lokalnych. Zwracamy także uwagę, że lokalne banki centralne mogą neutralizować zjawisko wyczerpywania się rezerw walutowych, ale zniwelowanie pogarszających się prognoz gospodarczych, które wiodą do mniejszego popytu na kredyty, będzie już trudniejsze.

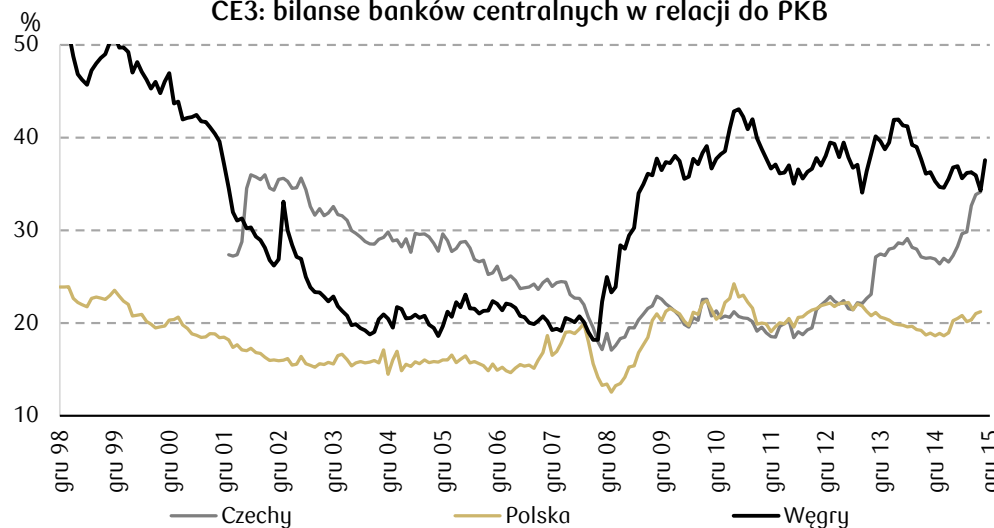
Dodatkowo należy zwrócić uwagę na prowadzone „po kryjomu” luzowanie ilościowe w Czechach.

## Bilanse banków centralnych w relacji do PKB



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

## CE3: bilanse banków centralnych w relacji do PKB

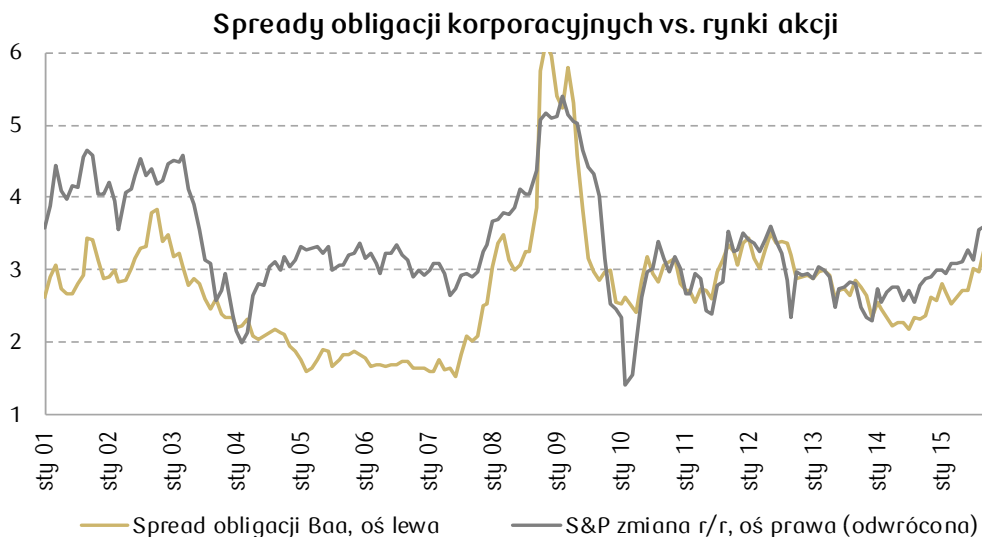


Źródło: Bloomberg, banki centralne, DM PKO BP

# Czynniki monetarne: obligacje korporacyjne



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



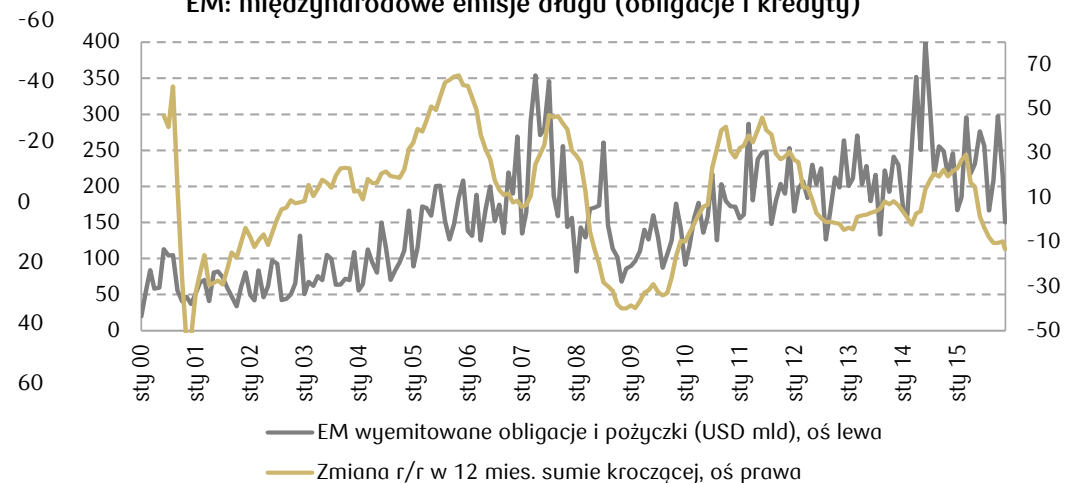
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Dostrzegamy przeciągające się trudności w dziedzinie obligacji wysokooprocentowanych, obligacji rynków wschodzących oraz uniwersum kredytów lewarowanych. Zgodnie z raportem kanadyjskiego banku centralnego, emisja netto 12 głównych gospodarek wschodzących spadła z 41 mld USD w 2Q 2015 r. do zaledwie 5 mld USD w 3Q 2015.

Jak na razie sytuacja ta nie przełożyła się nadmiernie na sytuację na rynkach akcji, ale historyczne powiązania wskazują, że obroty na globalnych rynkach akcji i na rynku amerykańskim są na zbyt wysokim poziomie w stosunku do kredytów korporacyjnych.

Według danych Bloomberg (emisja obligacji i kredytów brutto), w uniwersum rynków wschodzących coraz bardziej pogłębiają się problemy z dostępnością kredytów. Zmiana r/r 12-miesięcznej sumy kroczącej emisji rynków wschodzących brutto spadła w grudniu o niemal 10%.

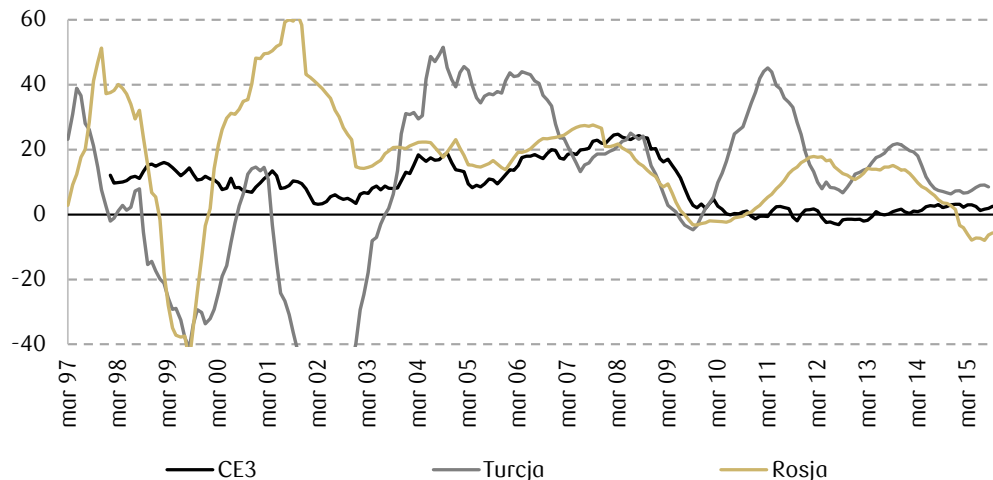
**EM: międzynarodowe emisje długu (obligacje i kredyty)**



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

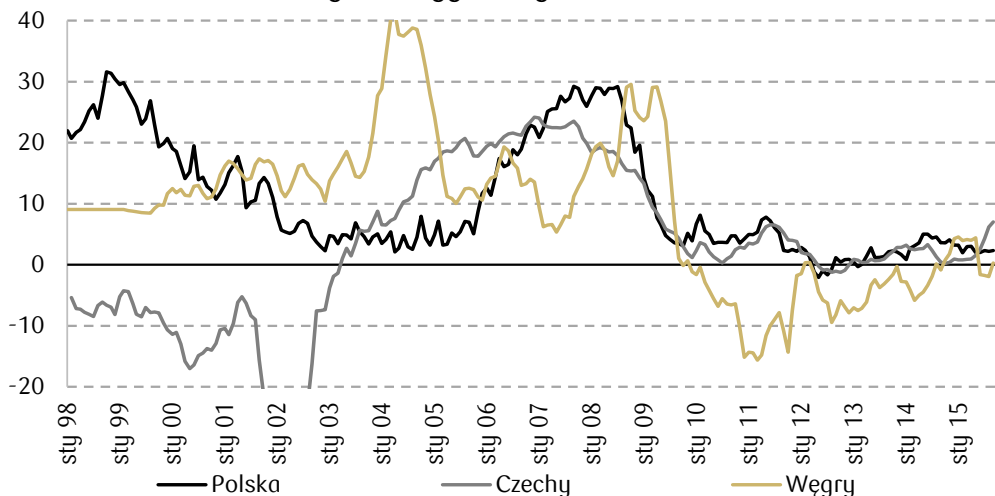
# Czynniki monetarne: stymulacja kredytowa

CEE: kredyt (skorygowany, zmiana realna r/r)



Źródło: Banki centralne, DM PKO BP

CE3: kredyt (skorygowany, zmiana realna r/r)

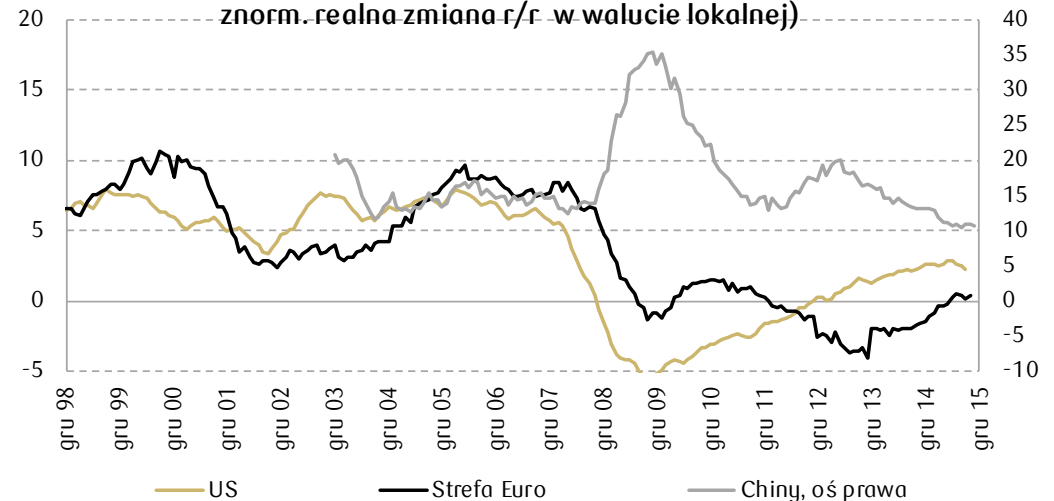


Źródło: Banki centralne, DM PKO BP

Globalny wzrost sprzedaży kredytów nie robi wrażenia. Krajowy wzrost sprzedaży kredytów bankowych r/r (skorygowany o inflację bazową, wyrażony w walucie lokalnej) plasuje się poniżej długoterminowej mediany – ok. 7% w Polsce (przy czym suma kredytów, w tym zewnętrznych, wynosi 2,3%), 7% w Czechach, -2% na Węgrzech, 8,5% w Turcji i -6% w Rosji.

W USA sprzedaż kredytów (włącznie z wymagalnymi obligacjami) jest w porównaniu z innymi regionami na stosunkowo dobrym poziomie (obecnie 4,1% r/r w ujęciu nominalnym); w strefie euro zanotowano poprawę (obecnie 1,7%), a w Chinach wynosi ona 10,2%. Zwracamy uwagę, że na wzrost sprzedaży kredytów w USA pozytywny wpływ wywiera zwiększenie sprzedaży kredytów studenckich i samochodowych.

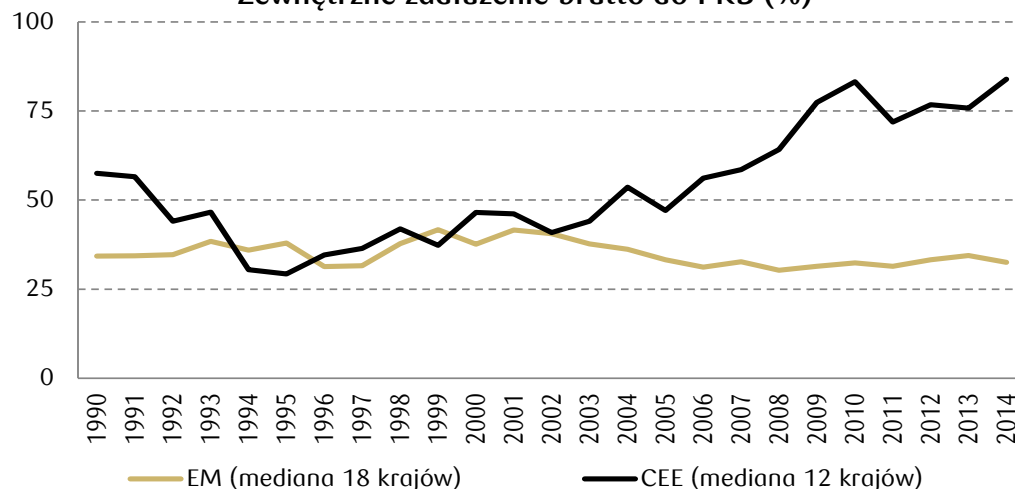
Świat: kredyt (pożyczki i obligacje do sektora niefinansowego, znorm. realna zmiana r/r w walucie lokalnej)



Źródło: Bloomberg, banki centralne, DM PKO BP

# Czynniki monetarne: dźwignia i dług walutowy

### Zewnętrzne zadłużenie brutto do PKB (%)



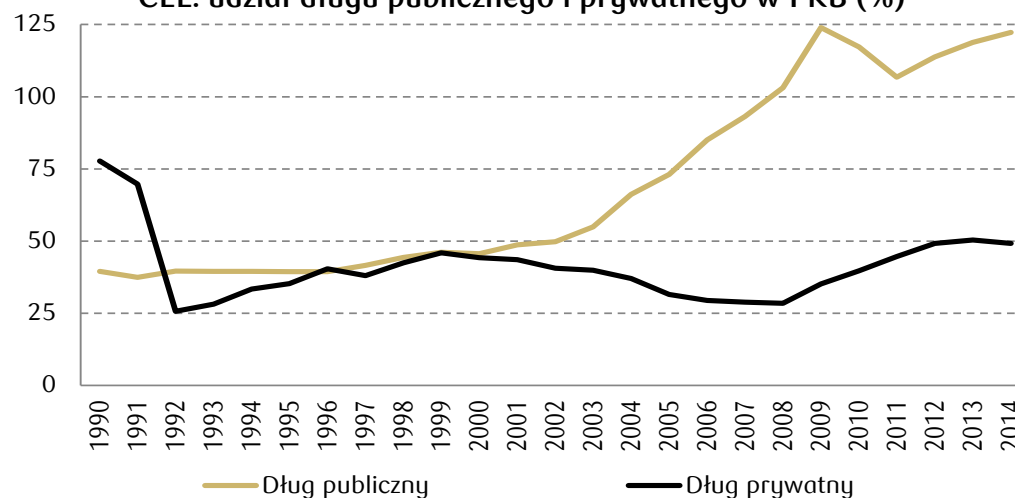
Źródło: Bloomberg, banki centralne, DM PKO BP

Stosunek zadłużenia zewnętrznego brutto do PKB w regionie CEE pozostaje na wysokim poziomie (w szczególności w porównaniu do innych rynków wschodzących). Wynika to częściowo z dużej zależności od inwestycji zewnętrznych jako źródła wzrostu (kredytowanie wewnątrzgrupowe w ramach bezpośrednich inwestycji zagranicznych).

Stosunek długu publicznego do PKB w regionie CEE wynosi 50% i jest na zbliżonym poziomie do innych gospodarek wschodzących (49%), natomiast stosunek długu prywatnego do PKB wynosi 122% i jest nieco wyższy niż w przypadku innych krajów wschodzących (106%).

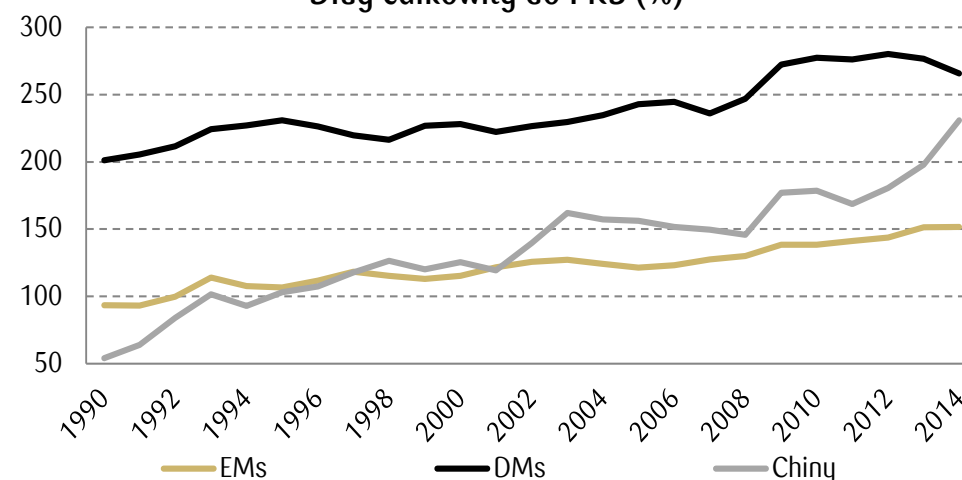
Zwracamy także uwagę na znaczny wzrost stosunku zadłużenia do PKB w Chinach, który znacznie wykracza poza poziom typowy dla innych gospodarek wschodzących – obecnie sięgnął on poziomu porównywalnego z gospodarkami rozwiniętymi (w zależności od metody obliczeń).

### CEE: udział długu publicznego i prywatnego w PKB (%)



Źródło: Bloomberg, banki centralne, DM PKO BP

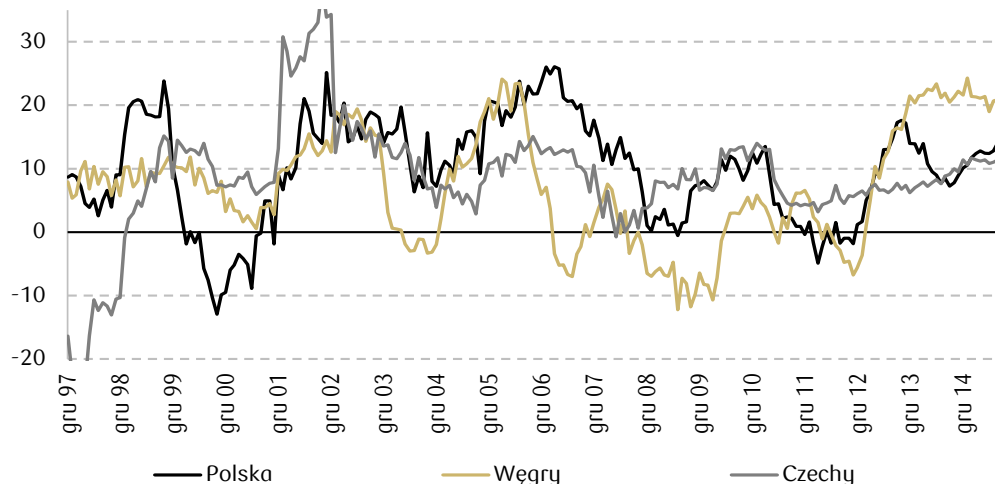
### Dług całkowity do PKB (%)



Źródło: Bloomberg, banki centralne, DM PKO BP

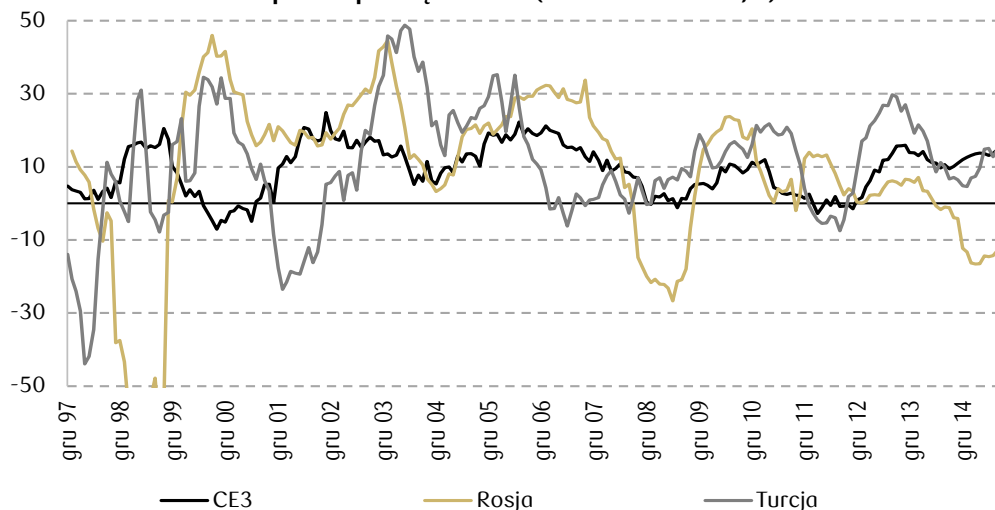
# Czynniki monetarne: podaż pieniądza M1

CE3: podaż pieniądza M1 (zmiana realna r/r)



Źródło: Bloomberg, banki centralne, DM PKO BP

CEE: podaż pieniądza M1 (realna zmiana r/r)



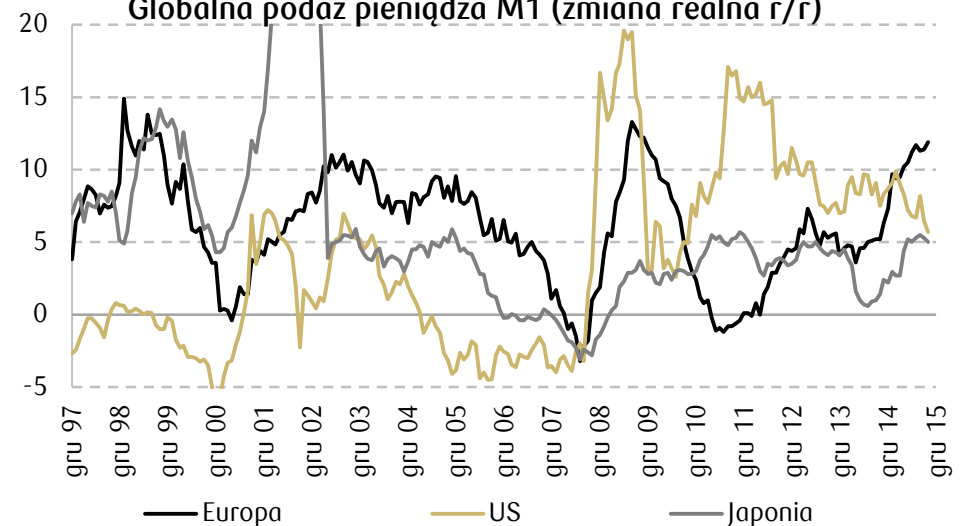
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

W regionie CE3 pieniądź wąski M1 rośnie w tempie dwucyfrowym. Wskaźnik ten może jednak powoli tracić swoje znaczenie prognostyczne w kontekście środowiska niskich stóp procentowych.

W ujęciu realnym podaż pieniądza spada w Rosji, a w Turcji nadal szybko rośnie mimo spowolnienia gospodarczego.

Wszędzie indziej odnotowano umiarkowane spowolnienie stopy wzrostu podaży pieniądza M1 obserwowane w USA.

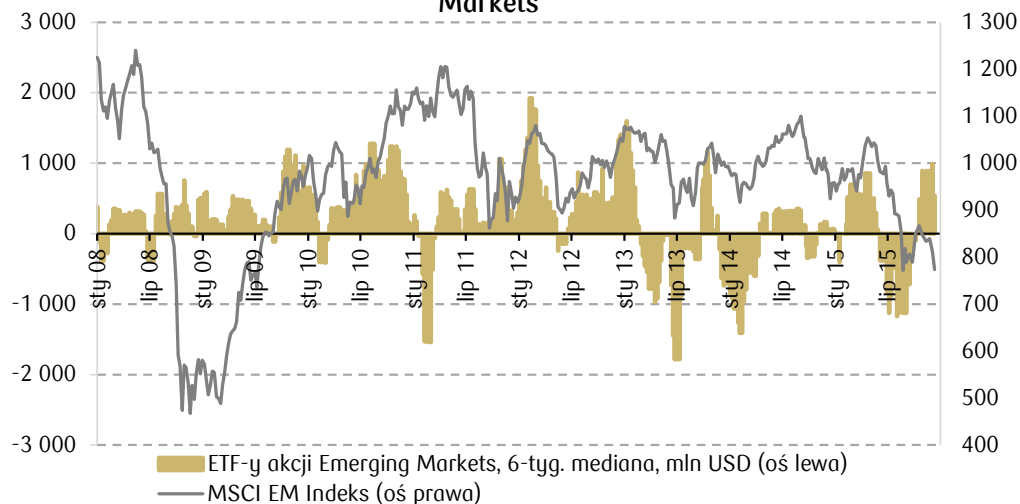
Globalna podaż pieniądza M1 (zmiana realna r/r)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

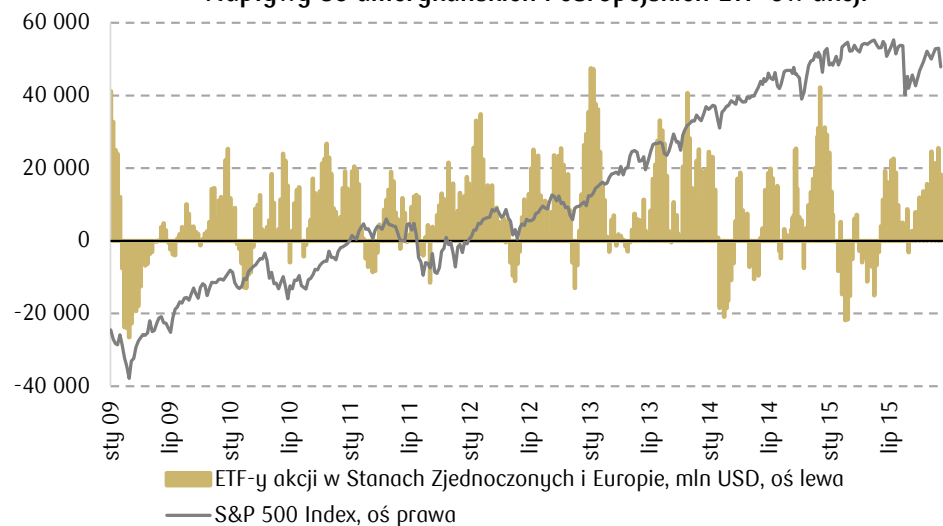
# Czynniki monetarne: wpływ do ETF i zakupy TFI/OFE

Napływy do ETF-ów akcji/high yield na rynkach Emerging Markets



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Napływy do amerykańskich i europejskich ETF-ów akcji

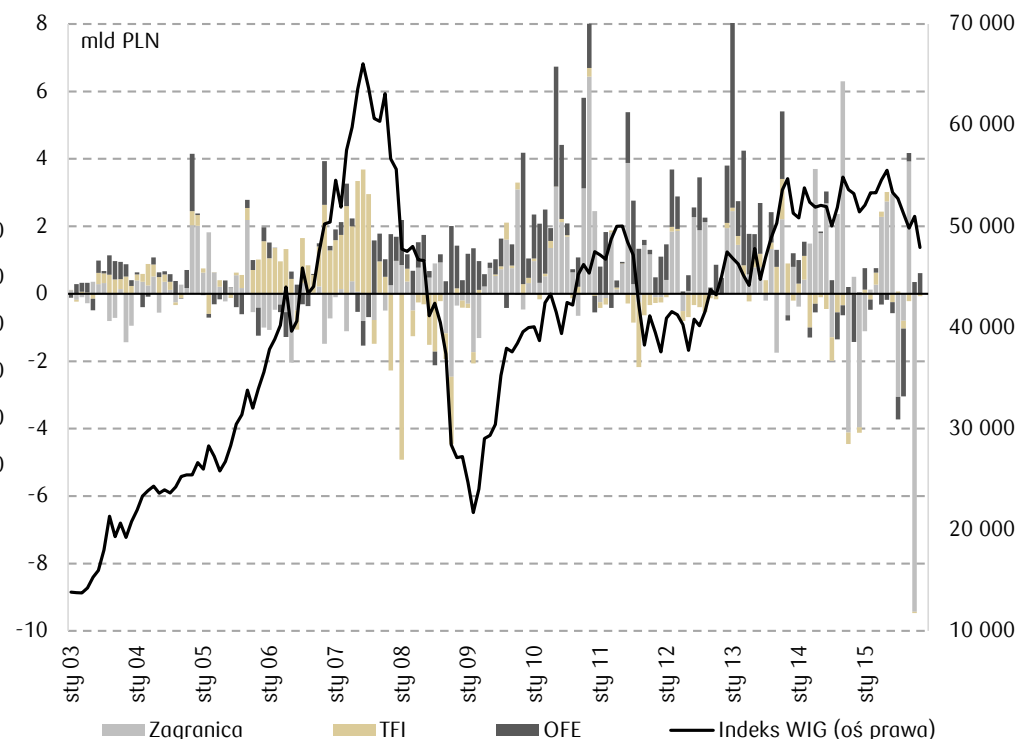


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Po tygodniach negatywnych przepływów wpływy do funduszy ETF na rynkach wschodzących odbiły nieco w ostatnim czasie. Mimo zmienności rynków rozwiniętych, dalsze wpływy odnotowały także fundusze akcyjne ETF w USA i Europie.

Na polskim rynku akcyjnym narastająco od początku roku z międzynarodowych funduszy inwestycyjnych wypłynęło 2,1 mld PLN, z lokalnych funduszy emerytalnych 1,8 mld PLN, natomiast w przypadku krajowych funduszy akcyjnych sytuacja nie uległa zmianie (przepływy w wysokości 0,0 mld PLN).

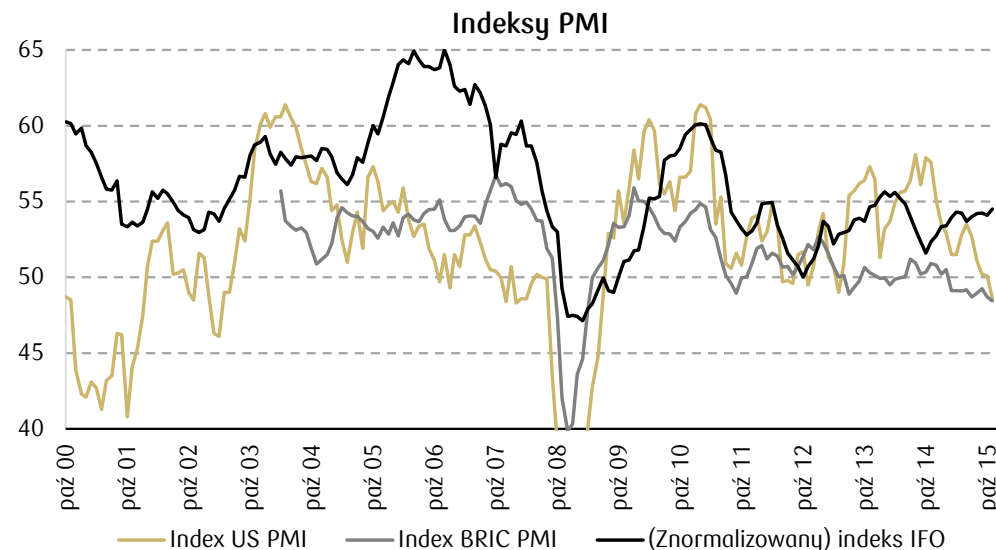
Nabywanie polskich akcji



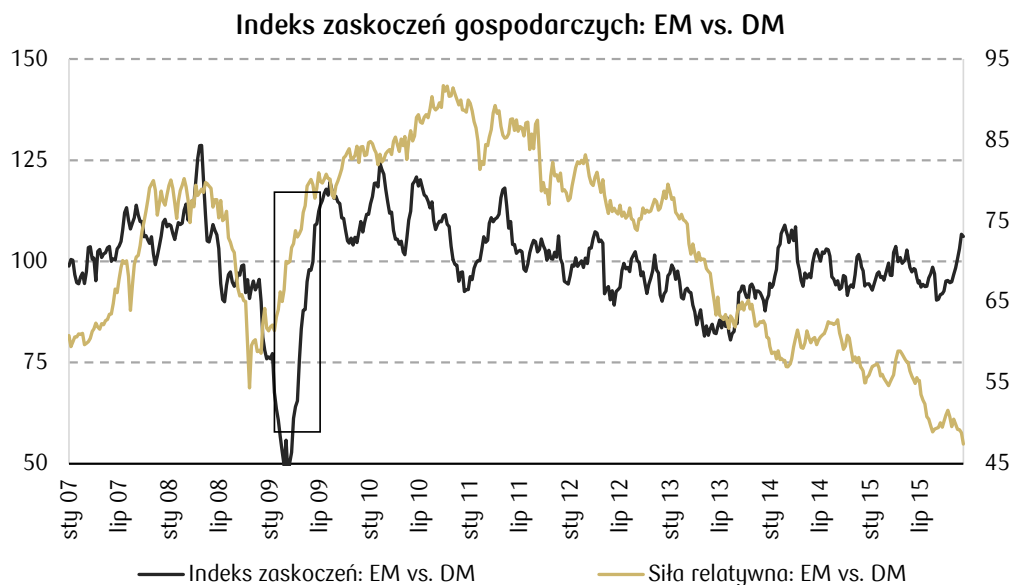
Źródło: NBP, KNF, DM PKO BP



# Czynniki realne: wskaźniki wiodące



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Wprawdzie ostatnio doszło do obniżki amerykańskich indeksów PMI, europejskie wskaźniki wiodące (znormalizowany IFO) pozostawały w tym samym czasie na stosunkowo wysokim poziomie.

Bardzo ciekawa jest także względna siła indeksu zaskoczenia danymi makroekonomicznymi dla gospodarek wschodzących względem indeksu dla rynków rozwiniętych. Ocena makroekonomiczna gospodarek wschodzących się poprawia (w ujęciu względnym) mimo spadków na ich rynkach akcji (i ich siły w porównaniu do rozwiniętych rynków akcji).

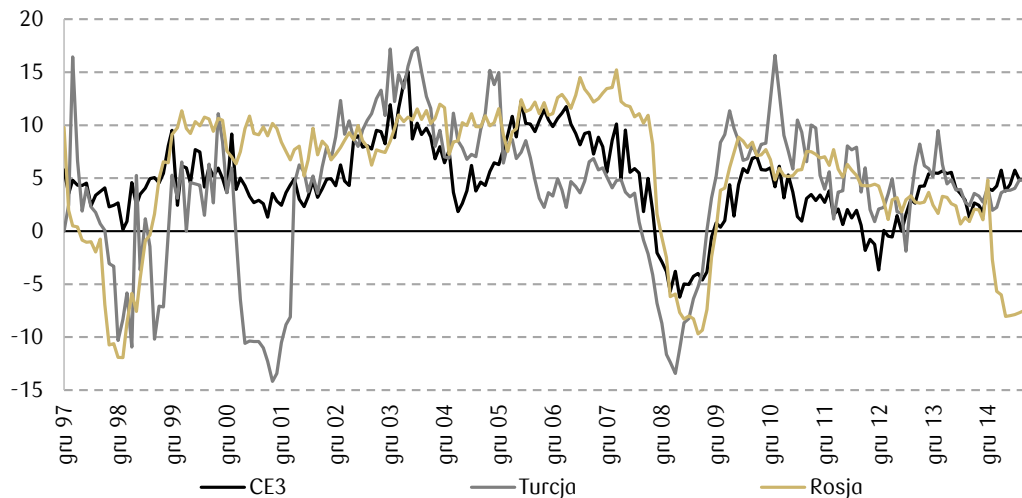


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



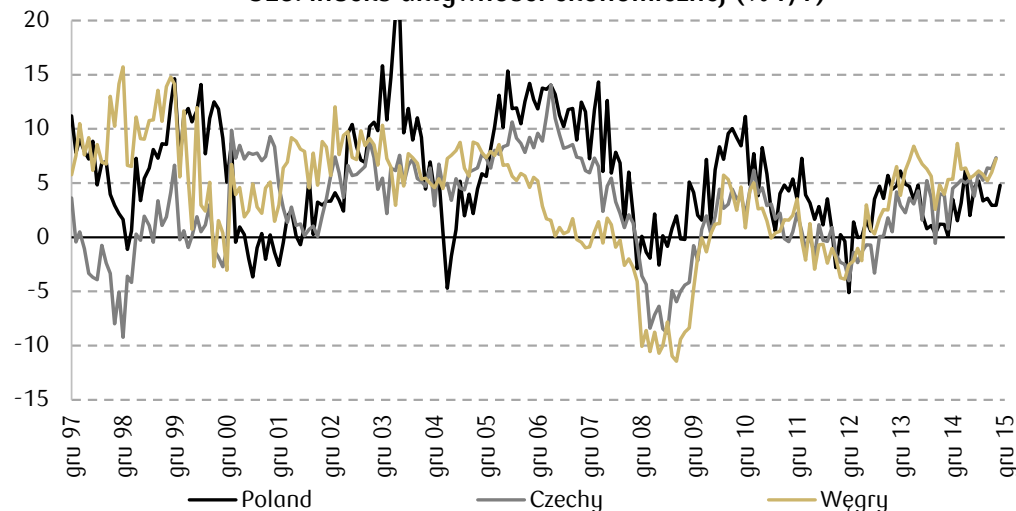
# Czynniki realne: aktywność gospodarcza

CEE: indeks aktywności ekonomicznej (% r/r)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

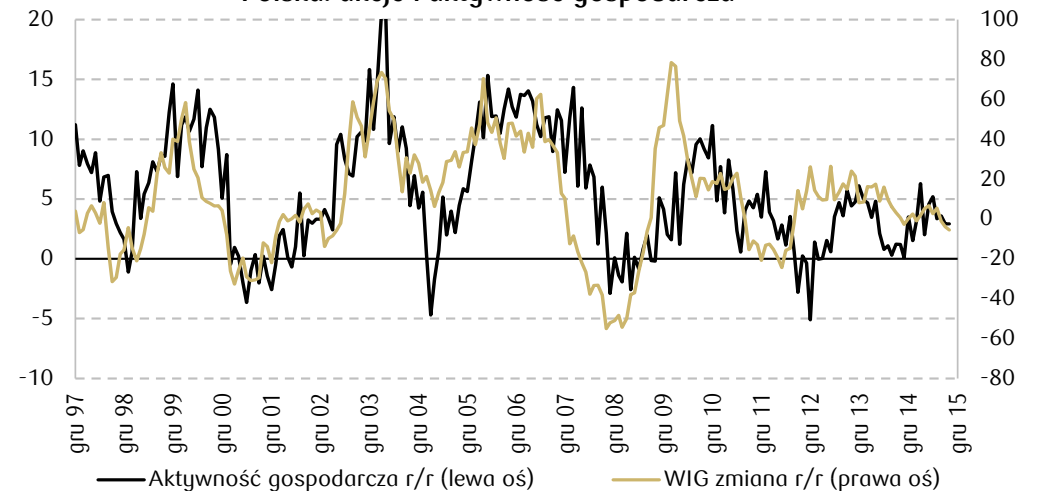
CE3: indeks aktywności ekonomicznej (% r/r)



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Wskaźnik aktywności gospodarczej w regionie CE3 utrzymuje się na wysokim poziomie. Obie składowe naszego indeksu (sprzedaż detaliczna w ujęciu r/r (2/3 indeksu) i produkcja przemysłowa (pozostała 1/3 indeksu)) znajdują się powyżej historycznej średniej. Konsumpcję wewnętrzną szczególnie mocno wspiera stopniowa poprawa na lokalnych rynkach pracy, która wzmacnia też poziom pewności konsumentów.

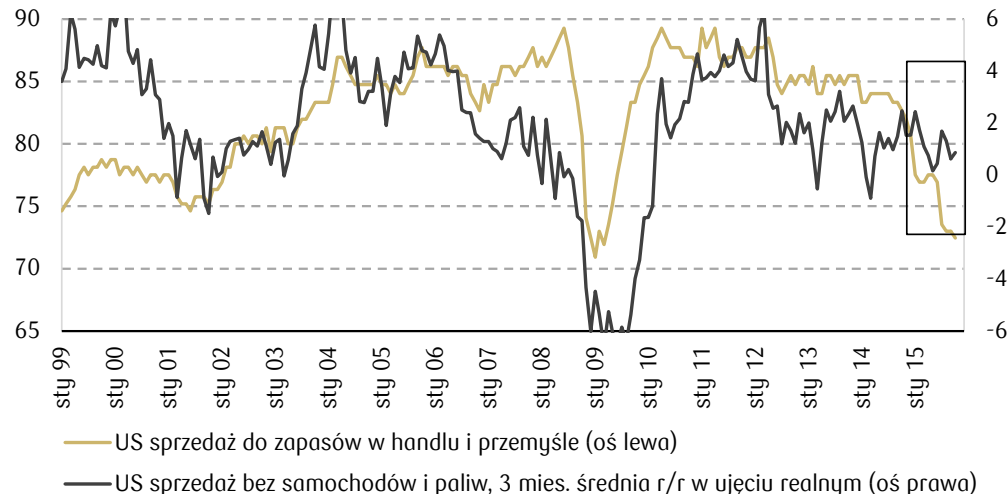
Polska: akcje i aktywność gospodarcza



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

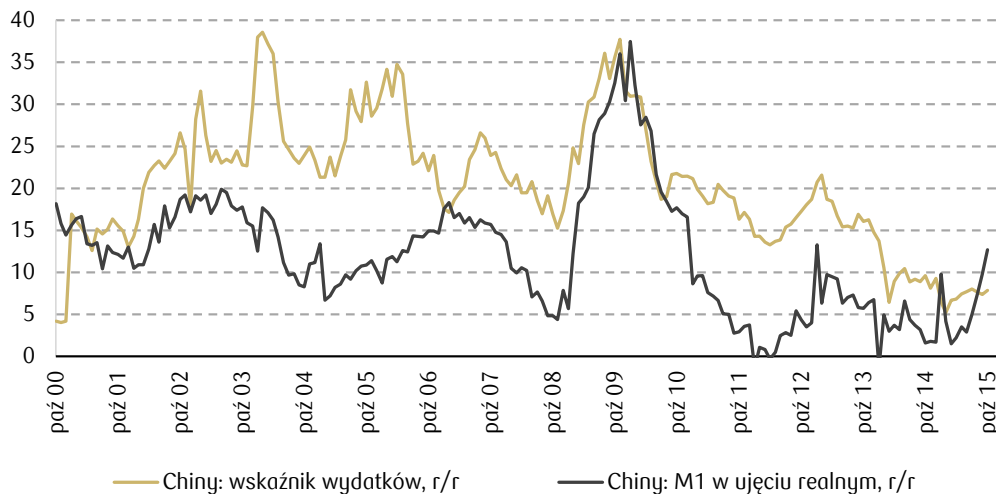
# Czynniki realne: aktywność gospodarcza

### Stany Zjednoczone: sprzedaż oraz zapasy



Źródło: Bloomberg, BEA, DM PKO BP

### Chiny: wydatki konsumenckie i inwestycyjne vs. podaż pieniądza



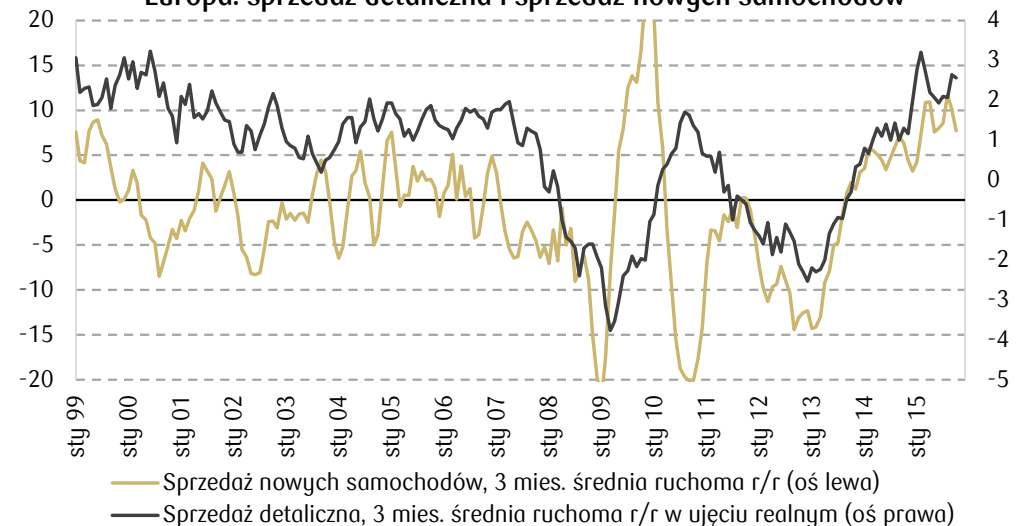
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

W gospodarce amerykańskiej doszło do dychotomii – konsumpcja towarów trwałych (samochodów i domów) jest na stosunkowo niskim poziomie, natomiast pozostała konsumpcja (mierzona przez nas według sprzedaży detalicznej skorygowanej o inflację bazową z wyłączeniem samochodów i paliw) wykazuje bardzo niewielki wzrost.

W Europie zarówno sprzedaż detaliczna, jak i sprzedaż produktów trwałych (tu analizujemy tylko samochody) radzi sobie wyjątkowo dobrze.

Na koniec wreszcie w Chinach dynamika sprzedaży domów i samochodów raczej nie zachwyca, chociaż ostatnio odnotowano odbicie w obu segmentach. Zwracamy także uwagę na poprawę dynamiki podaży pieniądza, co może wskazywać na lekkie wzmocnienie chińskiej aktywności gospodarczej w przyszłości.

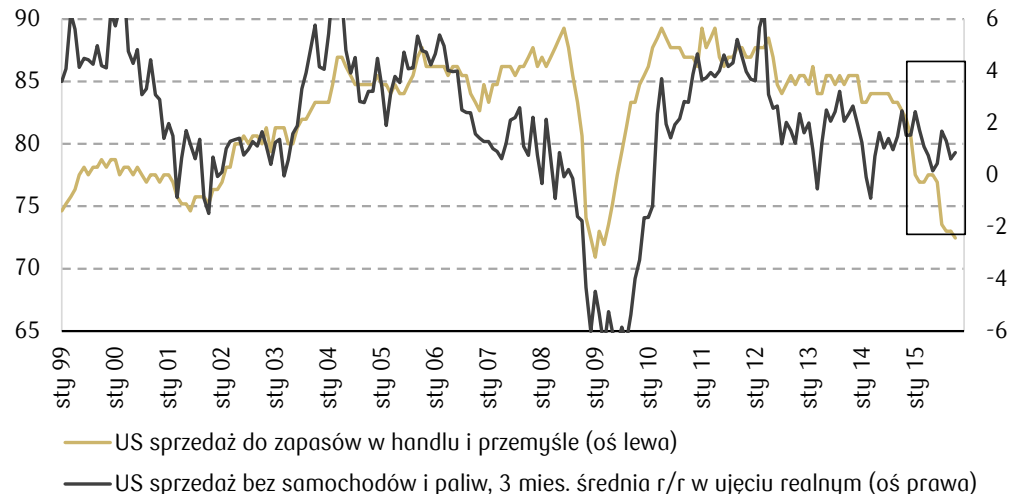
### Europa: sprzedaż detaliczna i sprzedaż nowych samochodów



Źródło: Bank Centralny, DM PKO BP

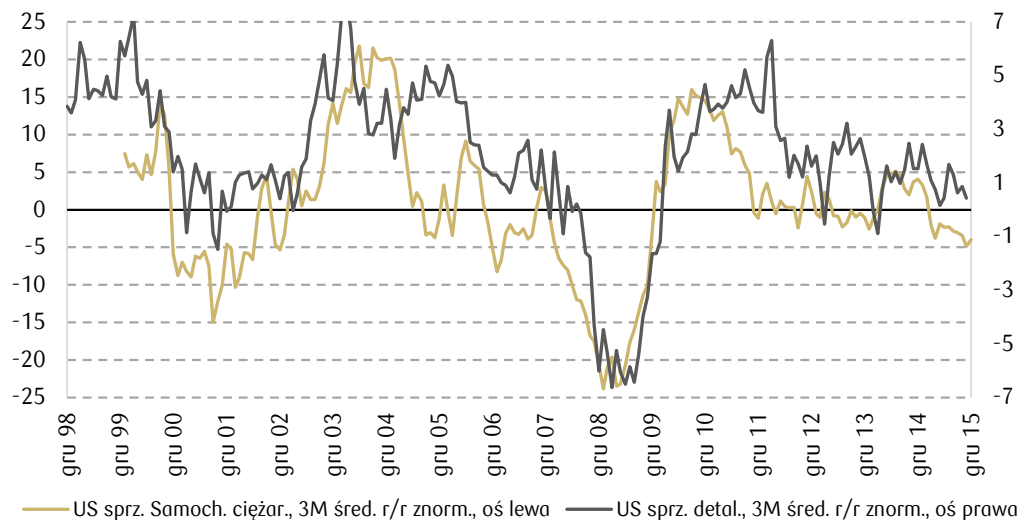
# Czynniki realne: aktywność gospodarcza

Stany Zjednoczone: sprzedaż oraz zapasy



Źródło: Bloomberg, BEA, DM PKO BP

US: sprzedaż detaliczna (bez samoch. i paliw) i indeks przewozów

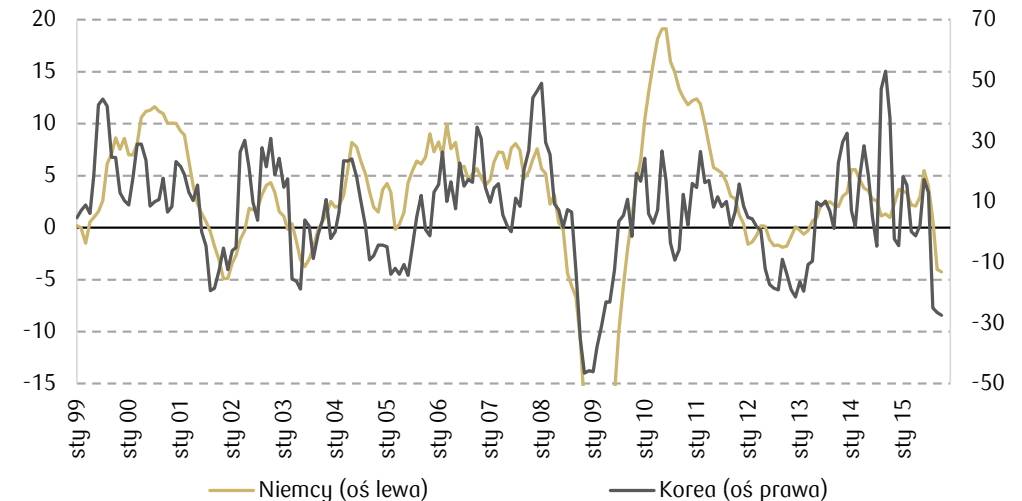


Źródło: Bloomberg, Cass, DM PKO BP

Druga dychotomia w gospodarce amerykańskiej polega na dość niepewnej sytuacji w segmencie produkcyjnym (w przeciwieństwie do stosunkowo lepiej sobie radzącego sektora konsumenckiego). Stosunek zapasów do sprzedaży jest w dalszym ciągu podwyższony, co źle wróży przyszłej sytuacji w zakresie zamówień produkcyjnych. Jednocześnie indeksy działalności przewozowej pozostają bardzo słabe.

Jeżeli chodzi o inne regiony, odnotowaliśmy słabą dynamikę zamówień produkcyjnych w Korei (oraz Japonii) i pierwsze oznaki słabości w zakresie niemieckich zamówień produkcyjnych (eksport samochodów). Dalsze zachowanie tego trendu wymaga obserwacji.

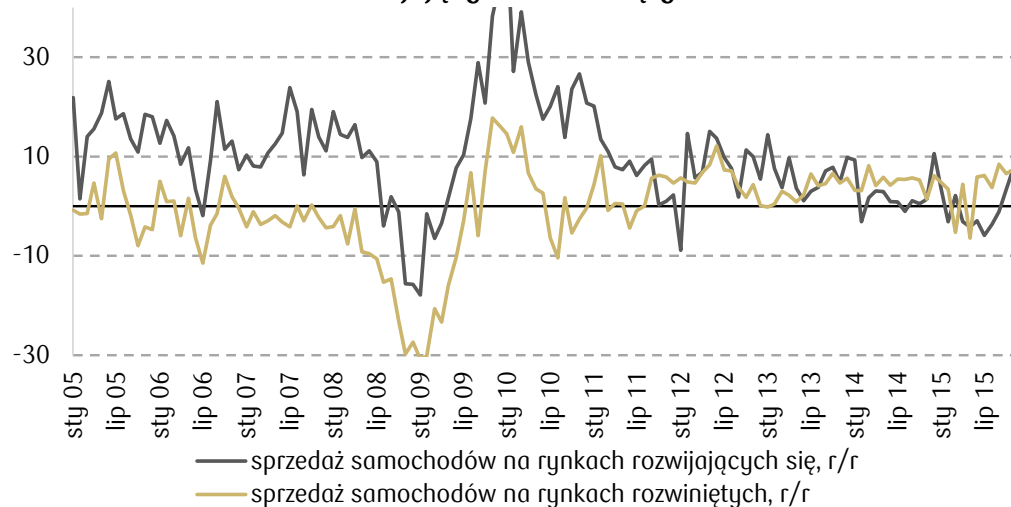
Niemcy oraz Korea zamówienia w przemyśle, zmiana roczna



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

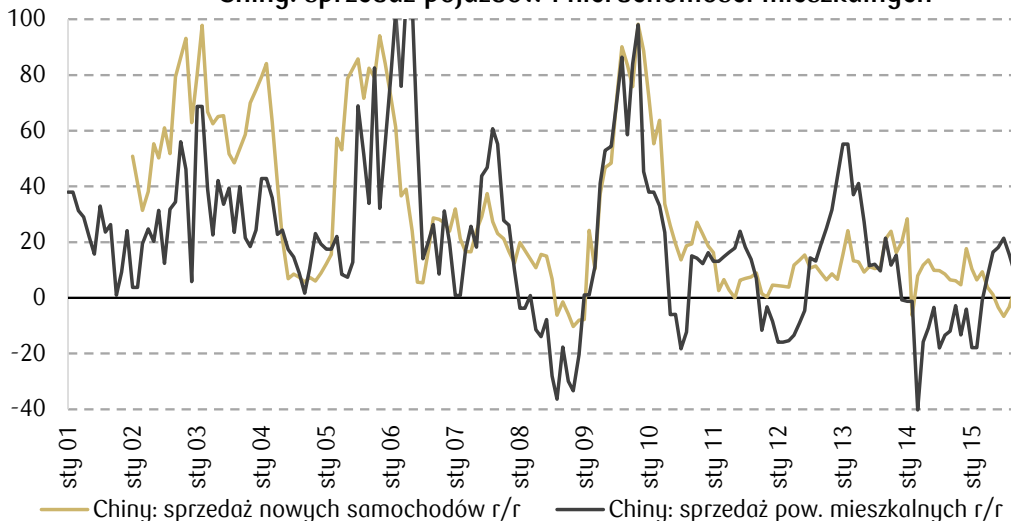
# Czynniki realne: aktywność gospodarcza

**Sprzedaż samochodów: dynamika r/r na rynkach rozwijających i rozwiniętych**



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

**Chiny: sprzedaż pojazdów i nieruchomości mieszkalnych**

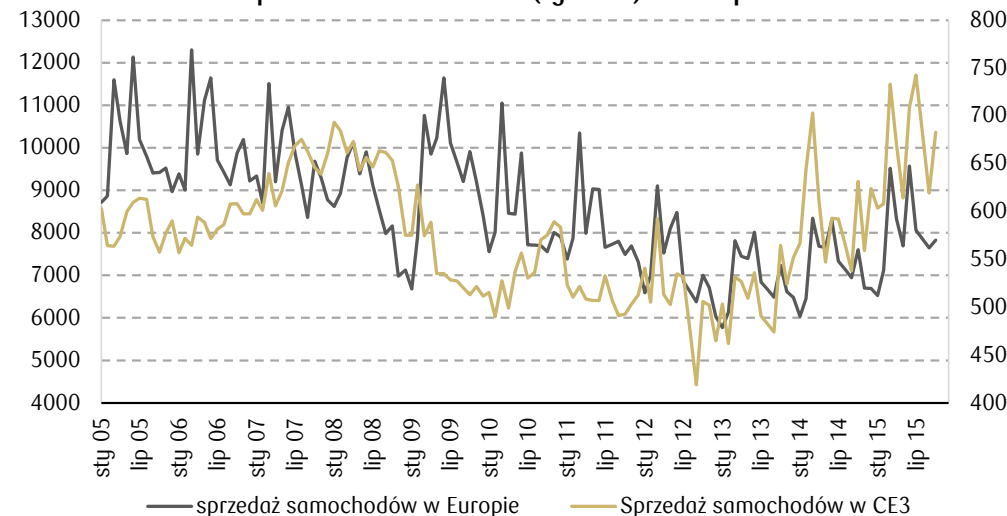


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

W ostatnich latach gospodarki wschodzące przestały napędzać globalną sprzedaż pojazdów. Dynamika sprzedaży utrzymuje się na dość płaskim poziomie, chociaż w październiku i listopadzie lekko odbiła. Z drugiej jednak strony, sprzedaż pojazdów w krajach rozwiniętych poprawiła się po kryzysie finansowym.

W ujęciu bezwzględny sprzedaży nowych samochodów, należy zauważyć, że sprzedaż pojazdów w Europie ma jeszcze pewien potencjał wzrostowy, nim osiągnie poziom sprzed kryzysu. W regionie CE3 sprzedaż nowych pojazdów wróciła już do rekordowego poziomu z 2007 r.

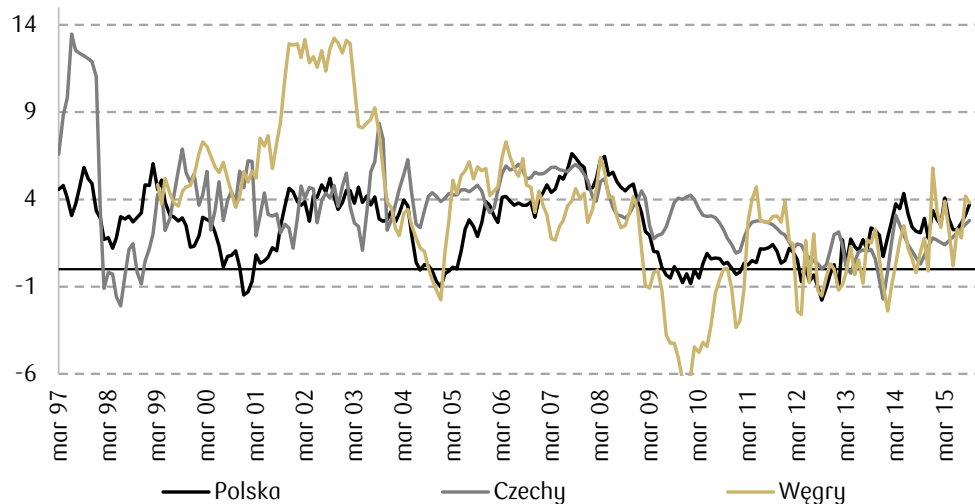
**Sprzedaż samochodów (tys. szt.) w Europie i CE3**



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

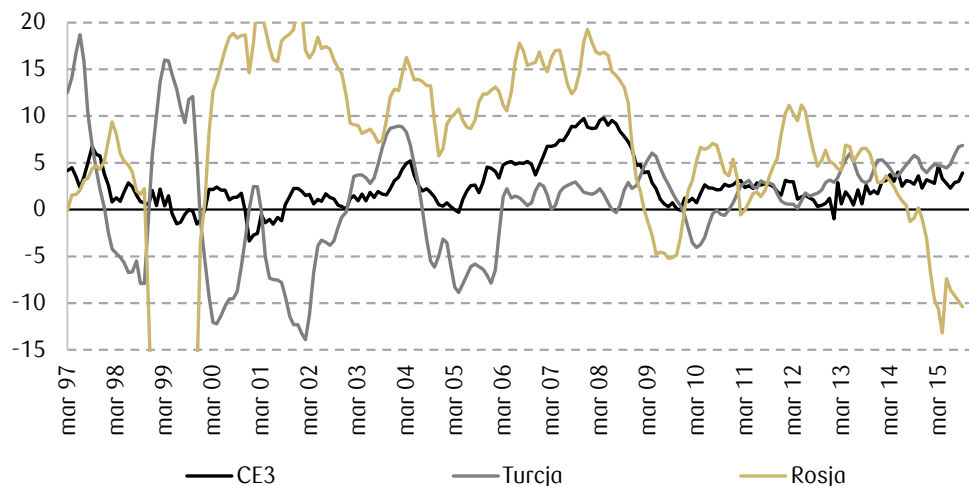
# Czynniki realne: rynek pracy

CE3: Indeks płac w ujęciu realnym (% r/r)



Źródło: urzędy statystyczne, DM PKO BP

CEE: Indeks płac w ujęciu realnym (% r/r)



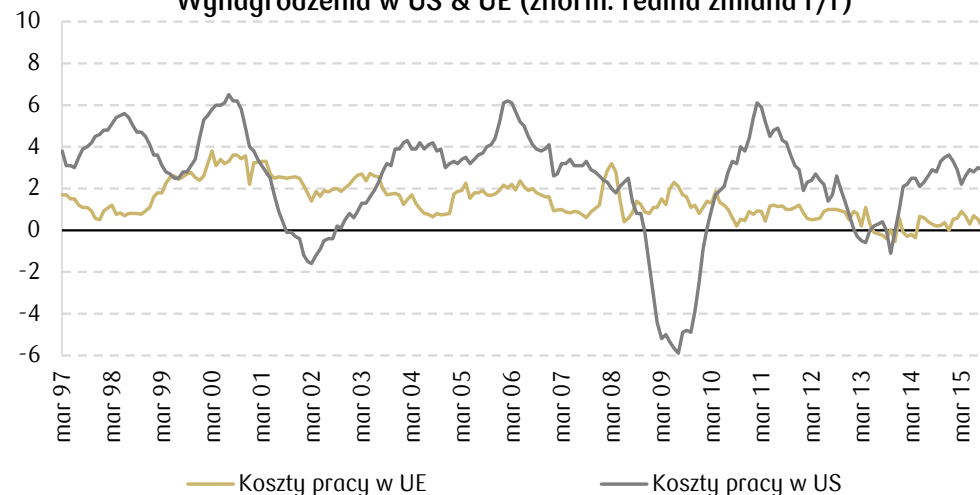
Źródło: urzędy statystyczne, DM PKO BP

W regionie CE3 rynki pracy radzą sobie bardzo dobrze, wspierając napędzaną konsumpcją poprawę sytuacji gospodarczej. Wzrost wynagrodzeń r/r skorygowany o inflację bazową osiągnęły poziom 3,5-4,0% w Polsce, 3,0% w Czechach i 4,0% na Węgrzech.

W innych regionach wzrost wynagrodzeń (w ujęciu realnym) pozostaje silny w Turcji (7% r/r), natomiast w Rosji załamał się pod ciężarem kryzysu (-10% r/r).

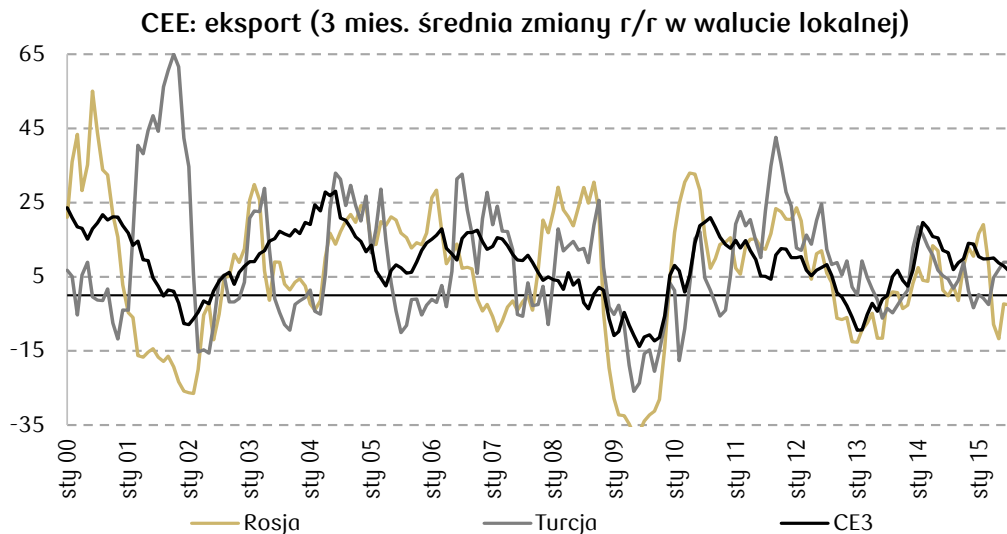
Na koniec wreszcie, w strefie euro wzrost wynagrodzeń pozostaje w stagnacji i jest mniej elastyczny w relacji do sytuacji makro, niż w USA.

Wynagrodzenia w US & UE (znorm. realna zmiana r/r)

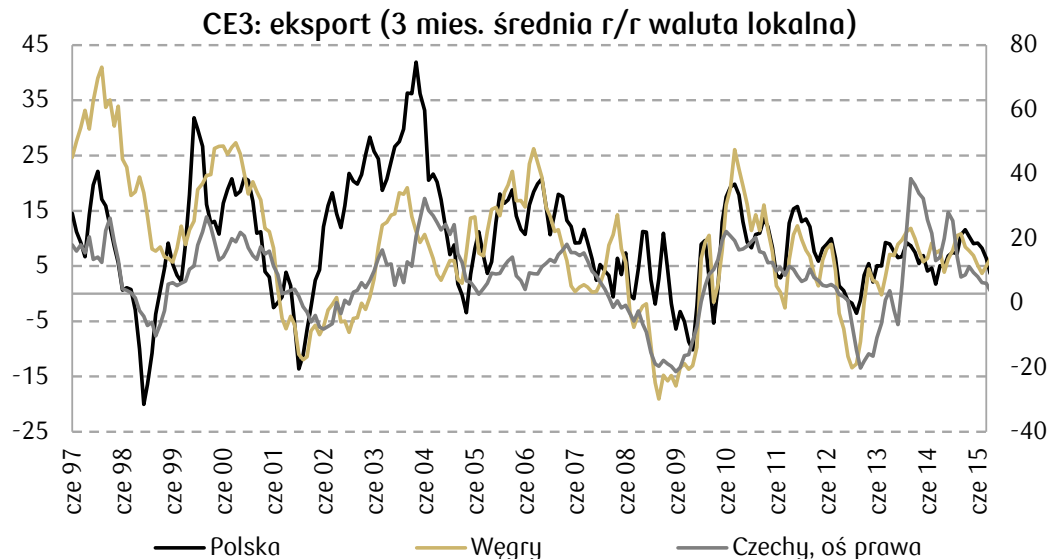


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

## Czynniki realne: eksport



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



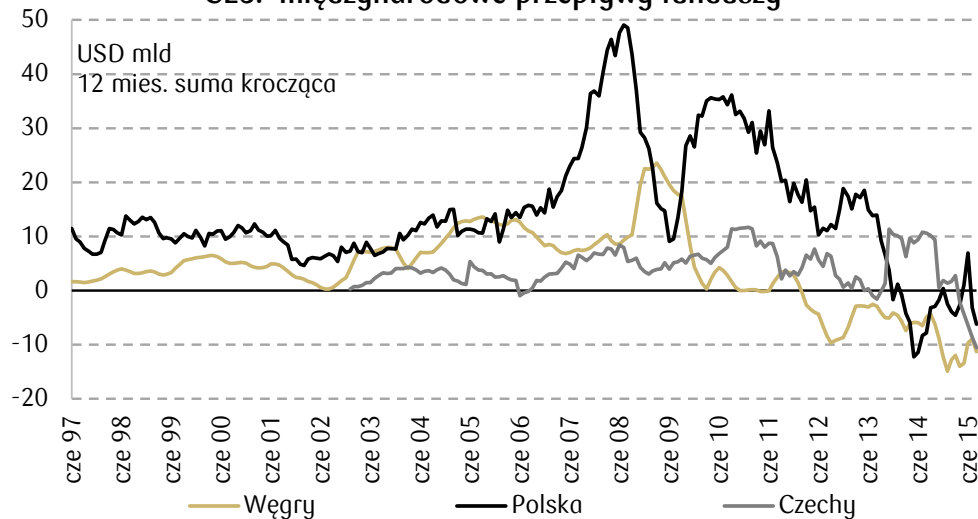
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Bilans handlowy poprawia się w całym regionie CE3. Polska odnotowała pierwszą roczną nadwyżkę w wymianie handlowej od wczesnych lat 90. (1,7 mld USD w ciągu ostatnich 12 miesięcy). Węgry i Czechy tradycyjnie osiągnęły wysokie nadwyżki wymiany handlowej (odpowiednio 9 mld USD i 17 mld USD). Jeżeli chodzi o inne kraje regionu, Turcja w dalszym ciągu generuje znaczny deficyt handlowy (66 mld USD) finansowany przepływami finansowymi (na rachunku pieniężnym), natomiast Rosja chlubi się 12-miesięczną nadwyżką wymiany handlowej na poziomie 155 mld USD.

Zwracamy także uwagę, że w ujęciu dolarowym dynamika wymiany handlowej w regionie jest ujemna. Naszym zdaniem jednak bardziej liczą się wartości wyrażone w walutach lokalnych, które – mimo że nadal nie osiągnęły wartości szczytowej – wyniosły 5% r/r.

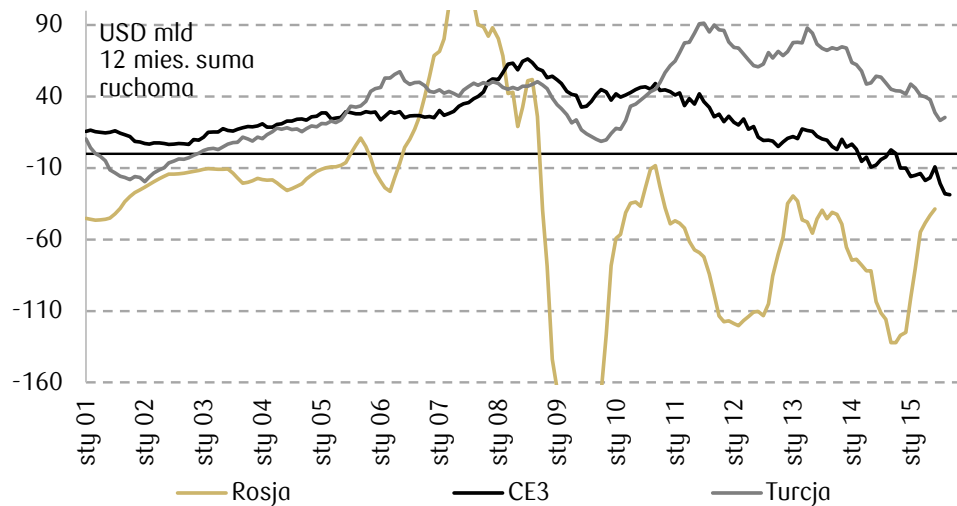
# Czynniki realne: międzynarodowe przepływy pieniężne

CE3: międzynarodowe przepływy funduszy



Źródło: Banki centralne, DM PKO BP

CEE: międzynarodowe przepływy funduszy



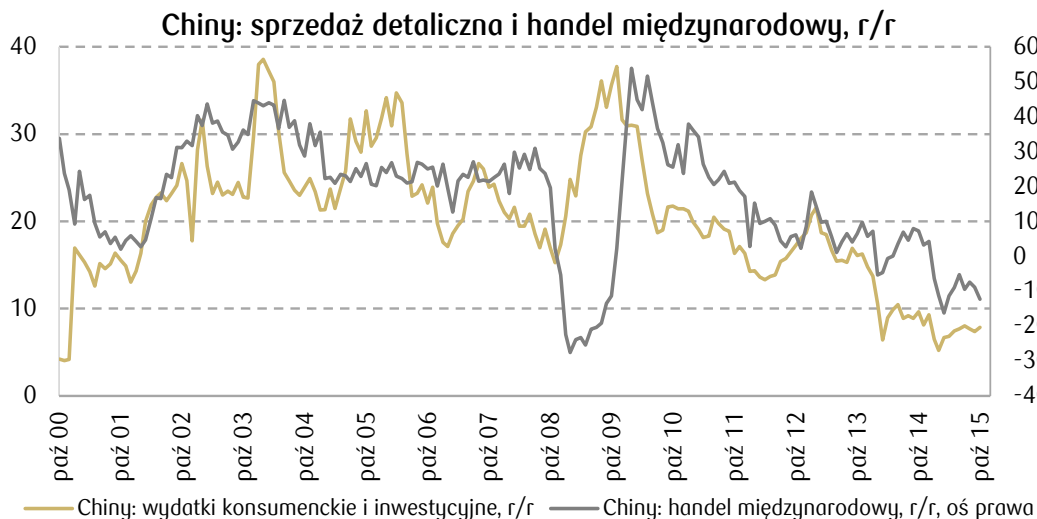
Źródło: Banki centralne, DM PKO BP

W dalszym ciągu obserwujemy tendencję odpływu kapitału z regionu CE3. Zjawisko to pojawiło się najpierw na Węgrzech, a obecnie ich śladem może pójść Polska z uwagi na zmianę wewnętrznej sytuacji politycznej kraju.

Jeżeli chodzi o inne kraje regionu, Rosja w dalszym ciągu zмага się z wypływem środków finansowych, a Turcji nadal udaje się przyciągać znaczne fundusze mimo niepewności sytuacji gospodarczej.

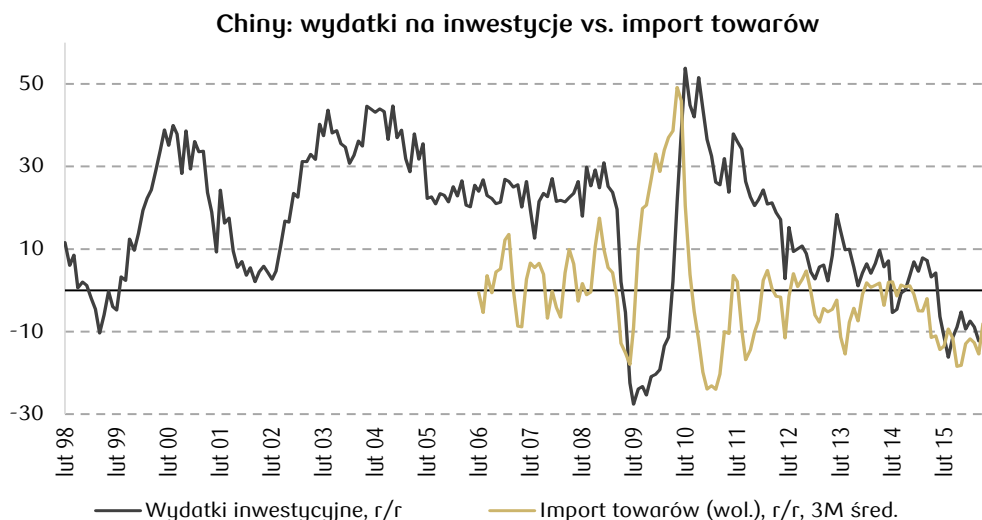


# Czynniki realne: Chiny

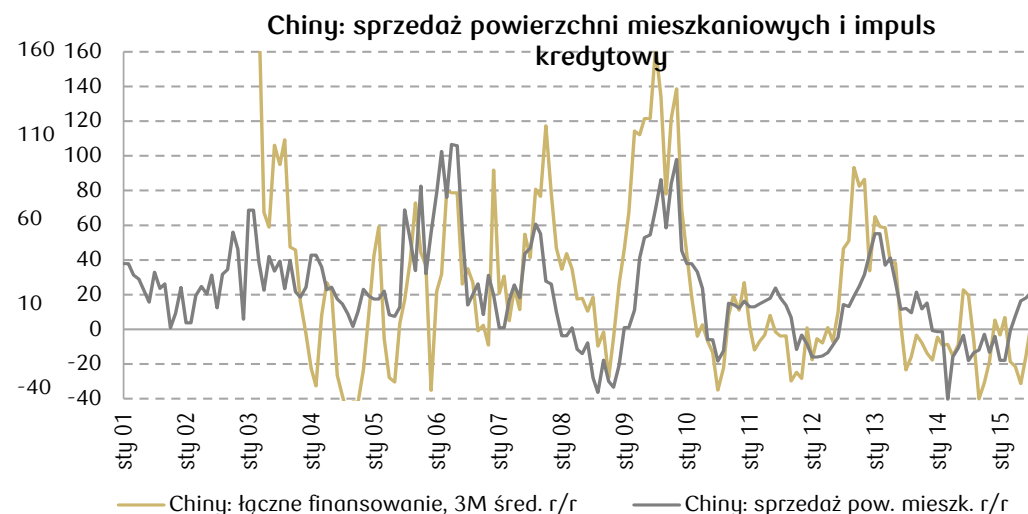


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Tempo rozwoju gospodarki chińskiej jest wolniejsze niż wcześniej. Jak na razie nie widać żadnej zdecydowanej poprawy, a jedynie krótkoterminowe odbicia (np. w podaży pieniądza, sprzedaży samochodów i domów) oraz stopniowo pogarszające się oczekiwania co do wzrostu PKB. Sytuacja ta najprawdopodobniej poprawi się dopiero po znacznej dewaluacji juana.



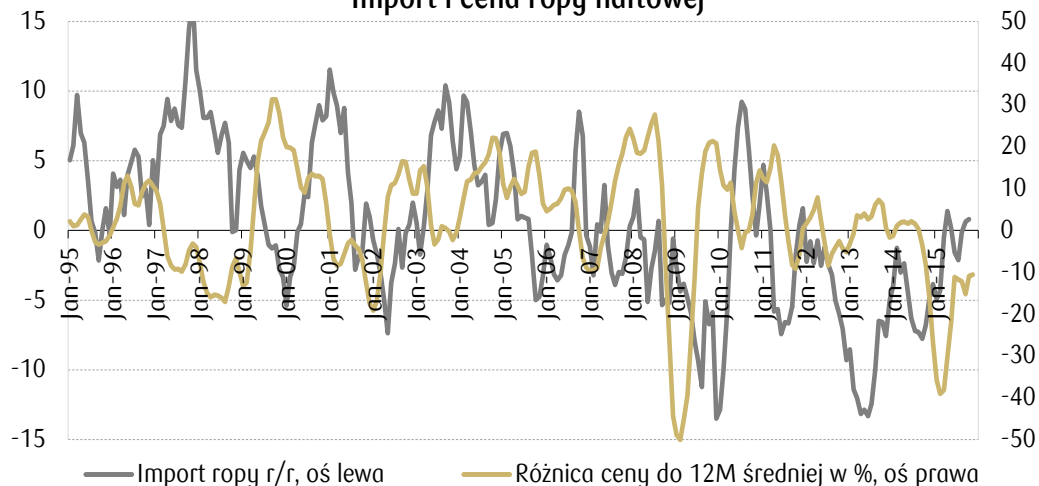
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

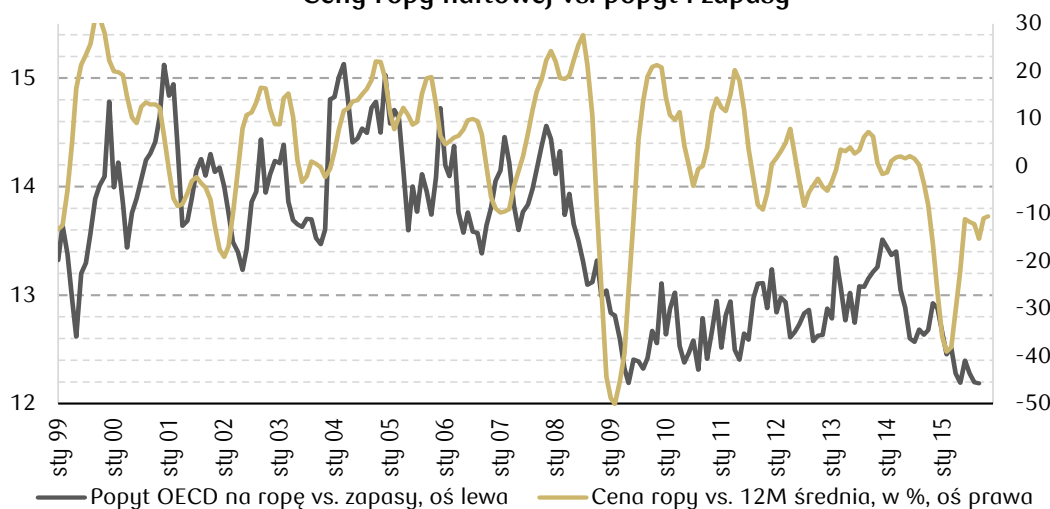


## Import i cena ropy naftowej



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

## Ceny ropy naftowej vs. popyt i zapasy

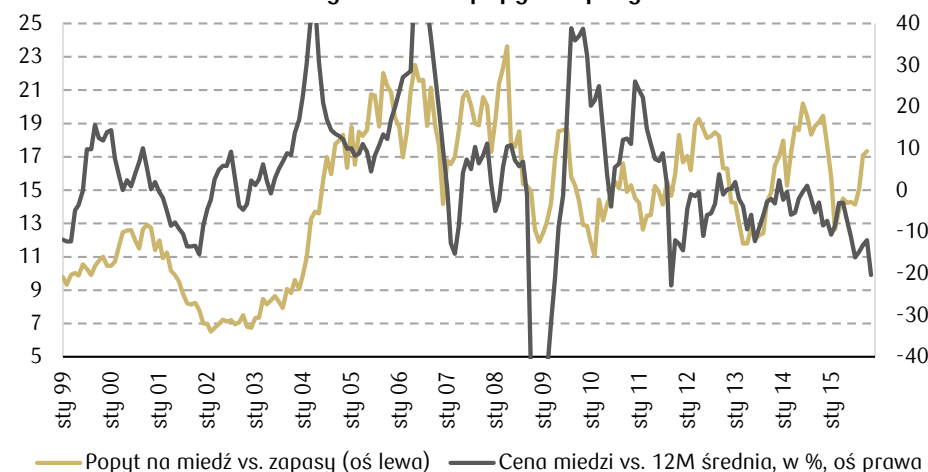


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Sytuacja na rynku surowców pozostaje stabilna. W ostatnich miesiącach doszło do załamania cen surowców masowych (rudę żelaza, molibdenu, węgla, węgla koksującego, stali itp.).

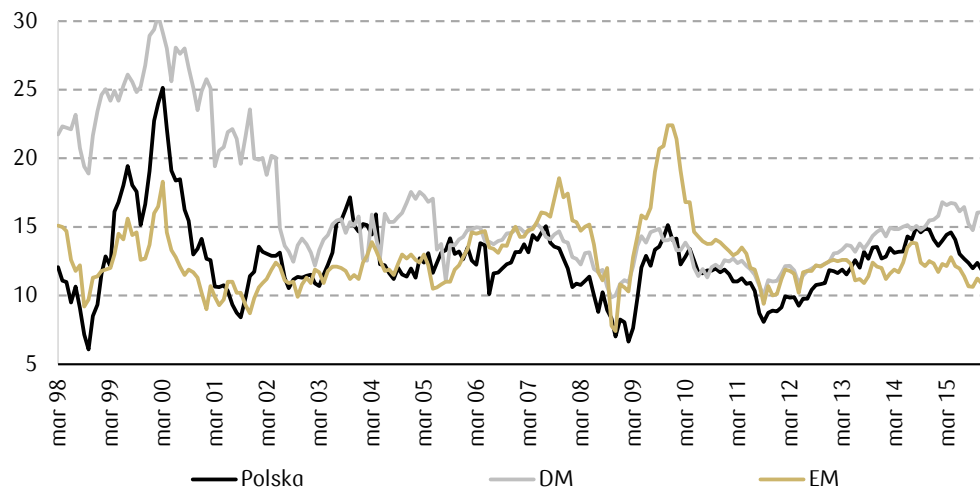
Na dwóch najważniejszych rynkach surowcowych widoczne są odmienne tendencje. Z jednej strony na rynku miedzi widoczne są nieśmiałe oznaki poprawy w zakresie skorelowania popytu i zapasów. Z drugiej jednak nadpodaż ropy naftowej utrzymuje się i zwiększa wskutek ciągłego nagromadzenia zapasów. W przyszłości, ceny ropy naftowej najprawdopodobniej zależne będą od terminowego zastąpienia zmniejszającej się produkcji amerykańskiej eksportem z Iranu.

## Ceny miedzi vs. popyt i zapasy



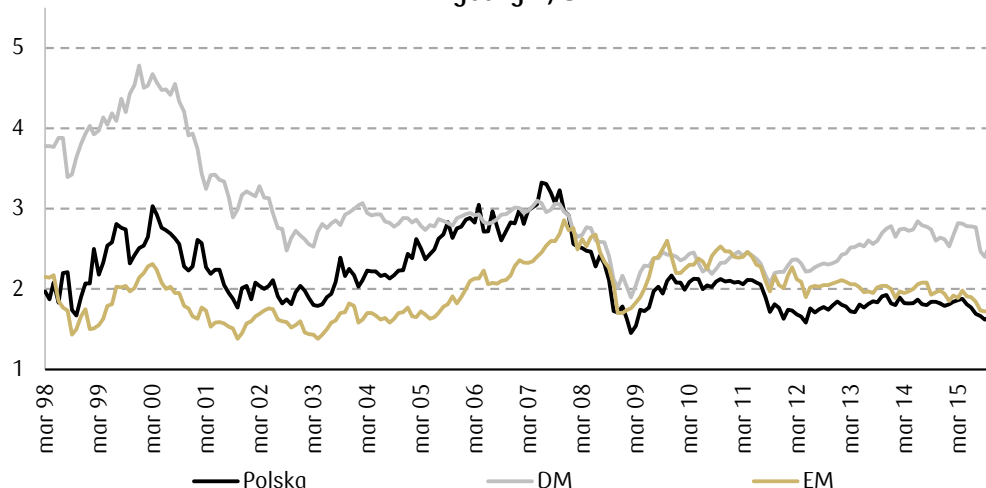
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Wyceny 12M Fwd P/E



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Wyceny P/BV



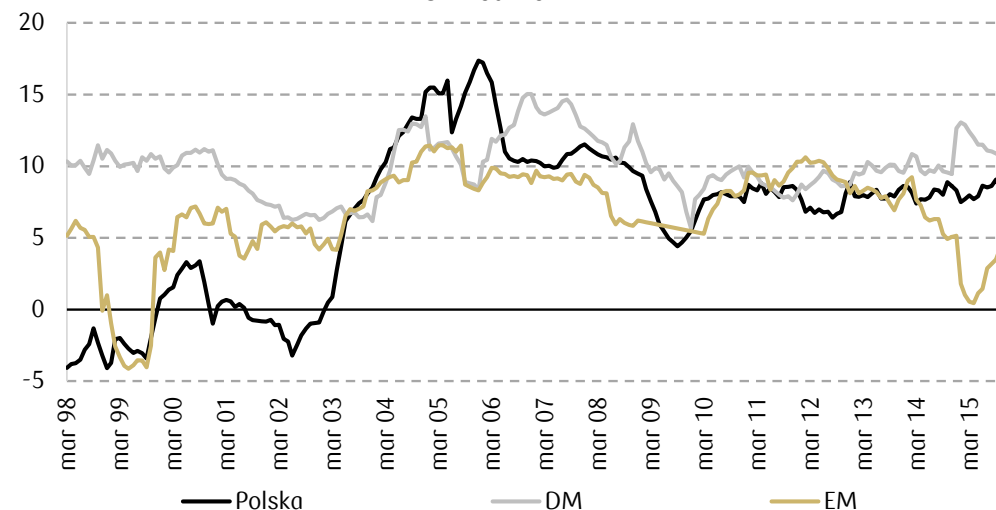
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Rynek polski załamał się pod ciężarem niekorzystnych zmian politycznych i obecnie notowany jest przy wiodącym 12M P/E na poziomie 11,4x, co stanowi 7-procentową przecenę względem historycznej mediany.

W ujęciu względnym (do gospodarek wschodzących), akcje na rynkach rozwiniętych notowane są przy znacznej premii w wysokości 40% (znacznie powyżej historycznej mediany na poziomie 20%).

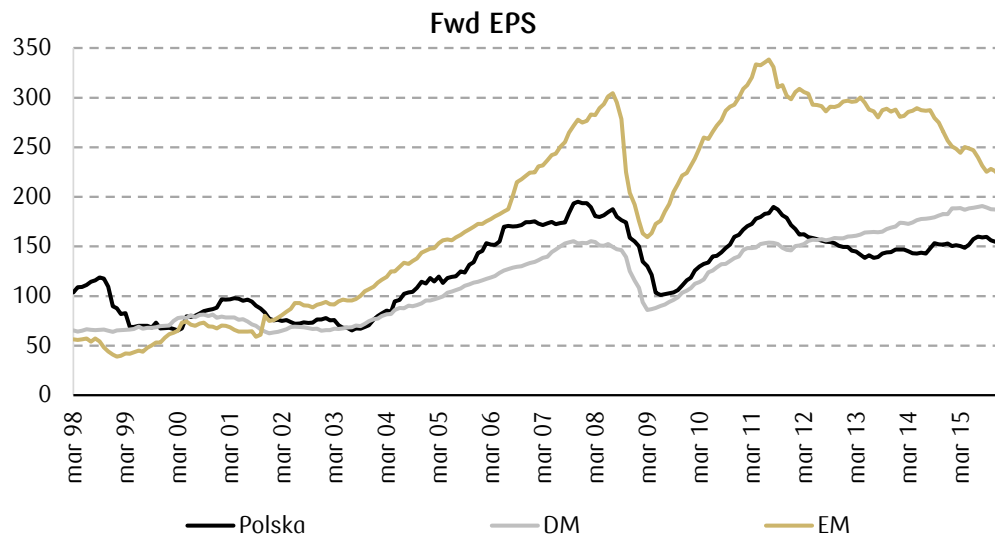
Jak na razie, relatywne wyceny z premią obserwowane na rynku polskim można było wyjaśnić wyższymi stopami zwrotu z akcji (w ujęciu realnym); w przyszłości zyski mogą być niższe z uwagi na wprowadzenie podatków sektorowych i niekorzystną sytuację w polskim sektorze energetycznym.

ROE realne



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

# Rynki: oczekiwane zyski

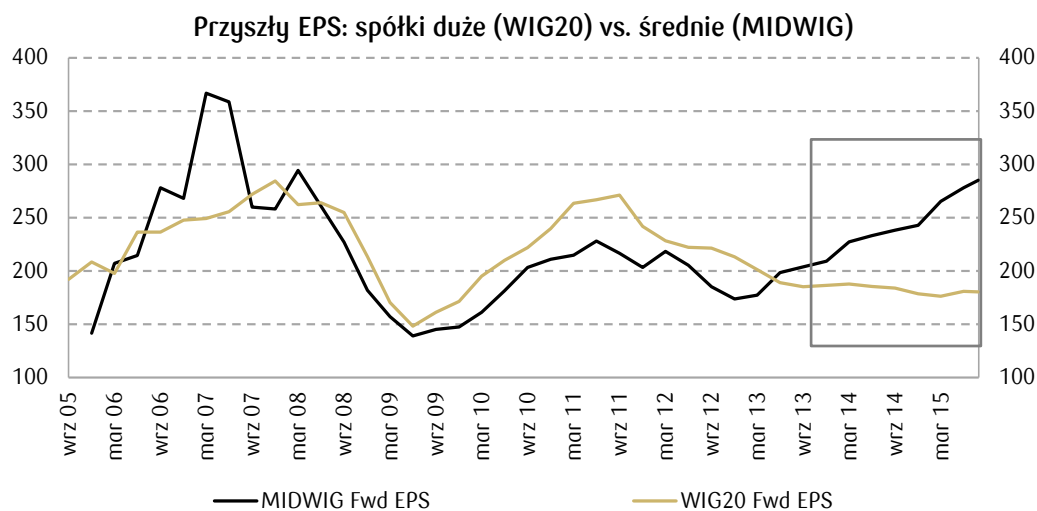


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

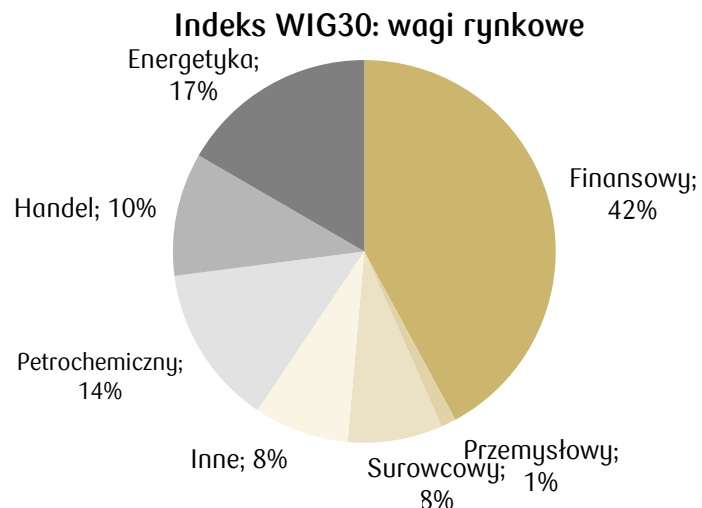
Zwracamy uwagę na stosunkowo gorsze wyniki w zakresie oczekiwanych zysków z indeksów polskich rynków akcji w odniesieniu do rynków rozwiniętych.

Zauważamy także, że w ostatnich latach polski segment spółek o średniej kapitalizacji zapewniał najlepszą ekspozycję na rozwój gospodarki, co widać najlepiej w relatywnym poziomie oczekiwanych zysków (rosnącym dla segmentu mid cap i płaskim lub wręcz malejącym dla segmentu big cap).

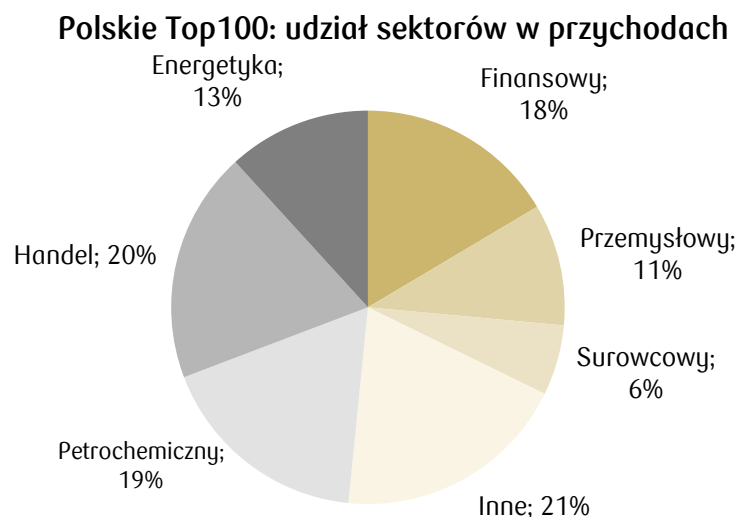
Powyżej w raporcie zauważyliśmy także, że narastająco od początku roku prognozy zwrotu akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG30 zmniejszyły się o -7,4%, a prognozy zwrotu z akcji spółek o małej i średniej kapitalizacji wzrosły narastająco od początku roku o 2,9%.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



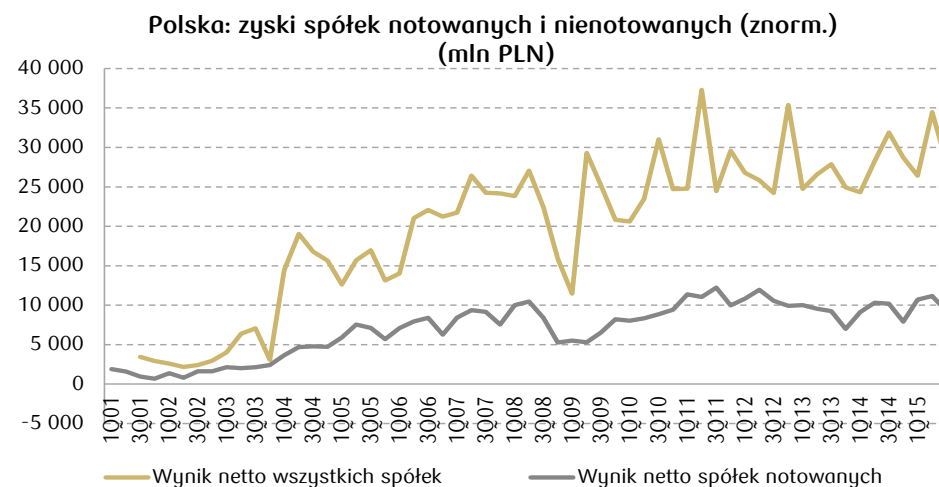
Źródło: Bloomberg, MSCI, GUS, Forbes, PKO BP



Źródło: Bloomberg, MSCI, GUS, Forbes, PKO BP

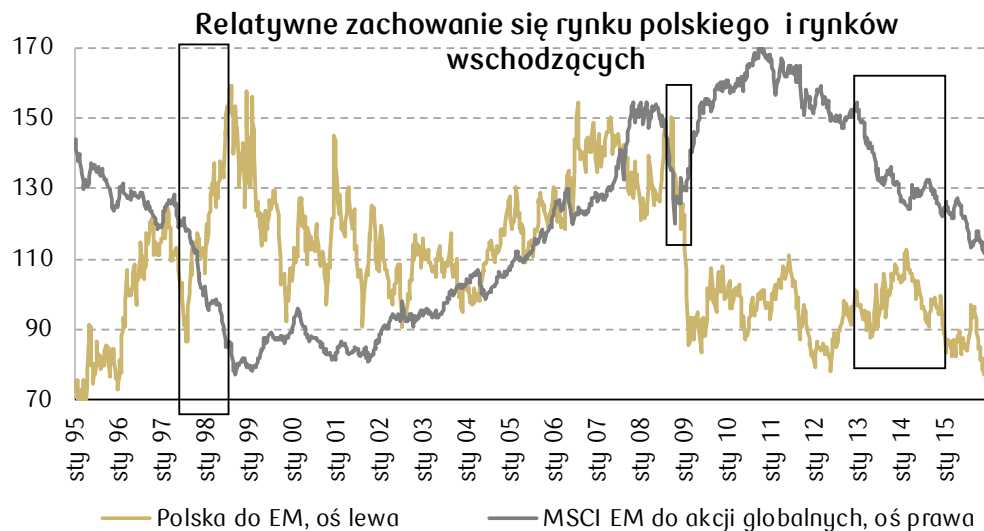
Polski rynek akcji to wykrzywiony obraz szerszej gospodarki. Na giełdzie notowanych jest niewiele ponad 40% ze 100 największych polskich spółek, a w strukturze notowanych przedsiębiorstw sektor finansowy jest istotnie nadreprezentowany.

Z uwagi na to niedopasowanie, łączne zyski z akcji notowanych spółek nie zawsze są zgodne z czynnikami wpływającymi na całą gospodarkę. Na przykład w ciągu ostatnich pięciu lat nominalne PKB (za poprzedniej 4 kwartały) wzrosło o 27%, a tymczasem zyski sektora bankowego zwiększyły się o 33%, łączne zyski z akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG zwiększyły się o 17%, a zyski wszystkich przedsiębiorstw w kraju wzrosły o 23%.

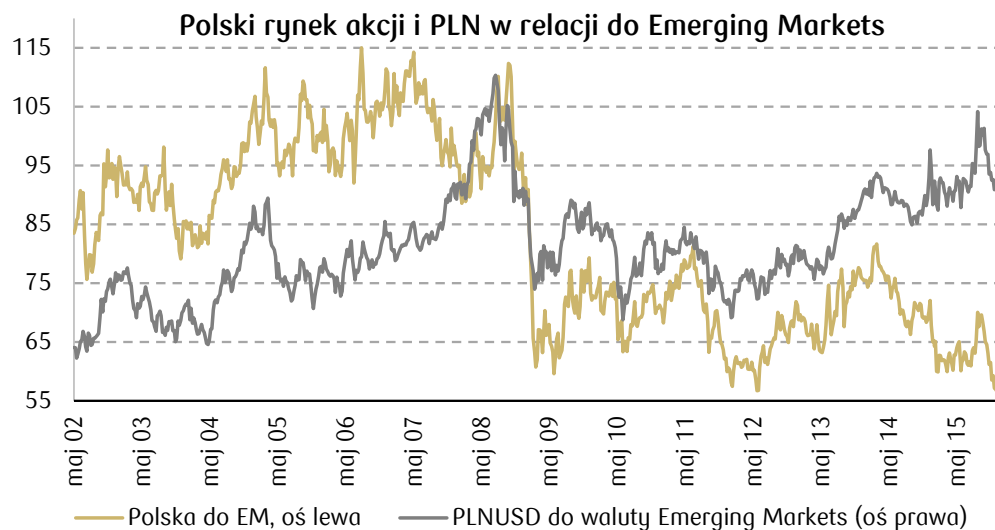


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

# Rynki: relatywna sytuacja Polski



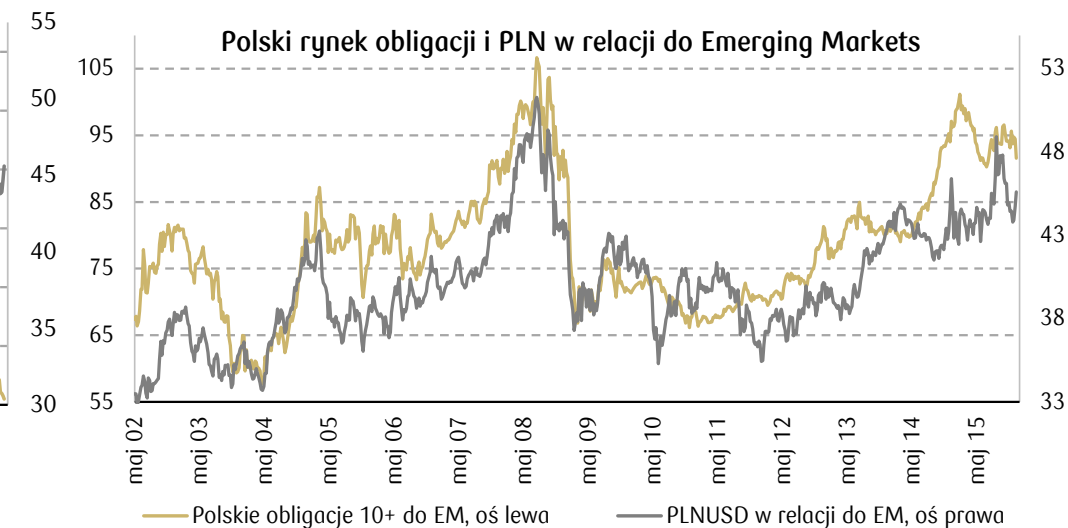
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

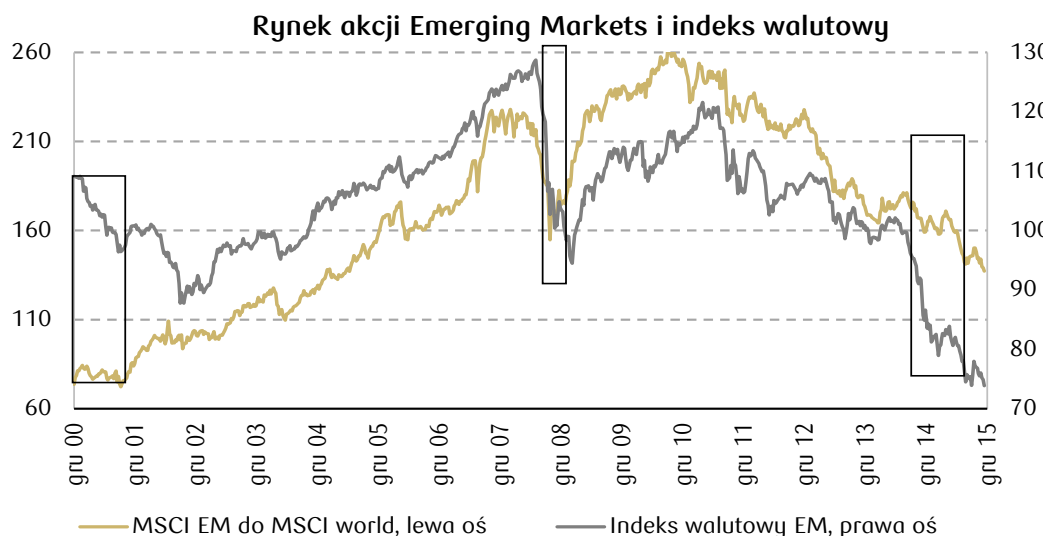
Relatywne wyniki polskiego rynku akcji w odniesieniu do uniwersum gospodarek wschodzących wskazują na depresję i znajdują się na najniższym od 20 lat poziomie. Jednocześnie jednak relatywna siła gospodarek wschodzących w odniesieniu do akcji globalnych jest na poziomie najniższym od 10 lat.

Jak na razie polska waluta i obligacje wzmacniają się względem gospodarek wschodzących – tym samym historyczna defensywność polskich aktywów (względem gospodarek wschodzących) w trudnych czasach została częściowo zachwiana, ponieważ akcje nie zachowują się zgodnie z relatywnym trendem obserwowanym w odniesieniu do obligacji i waluty.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

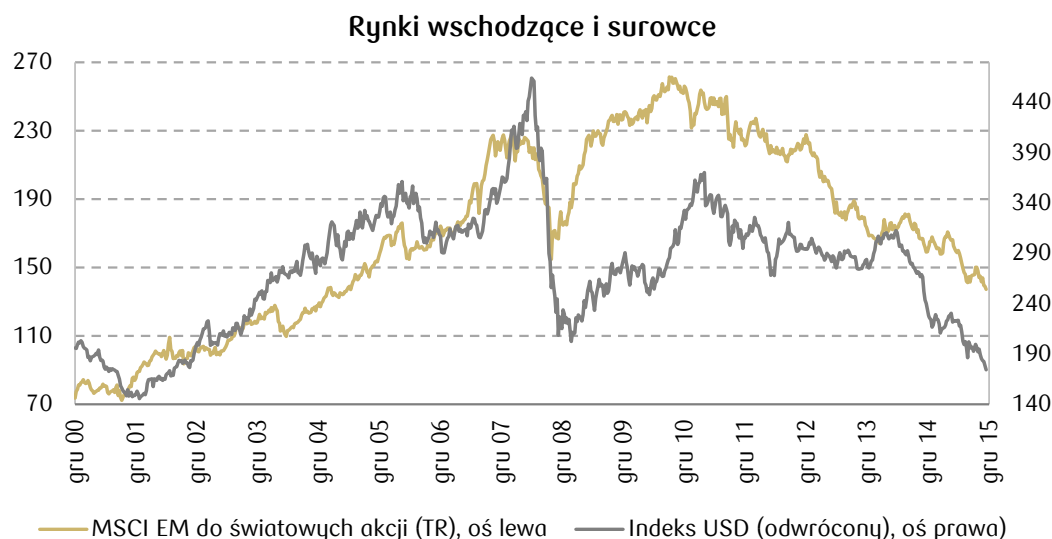
# Rynki: relatywne wyniki EM i spółek o małej kapitalizacji



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Rynki wschodzące jak zwykle dostosowują się do dolara amerykańskiego i surowców. Ponieważ dolar w dalszym ciągu się umacnia i wywiera presję spadkową na surowce, relatywne wyniki uniwersum gospodarek wschodzących także znajduje się pod presją.

Spółki o małej kapitalizacji z USA także pozostają pod presją (względem szeroko pojętego uniwersum spółek amerykańskich). Zjawisko to jest sprzeczne z zachowaniem polskich spółek o średniej kapitalizacji, które stanowią bezpieczną przystań dla inwestorów uciekających od trapiących trudnościami big capów, co być może nie powinno dziwić, zważywszy na znaczną ekspozycję spółek o średniej kapitalizacji na wzrost gospodarczy.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



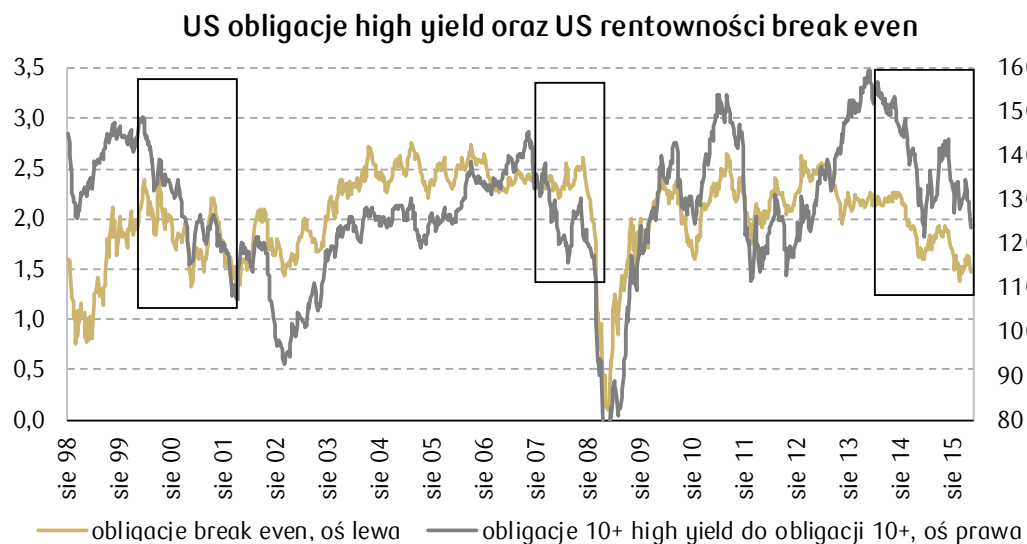
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

# Rynki: względne wyniki akcji i kredytów

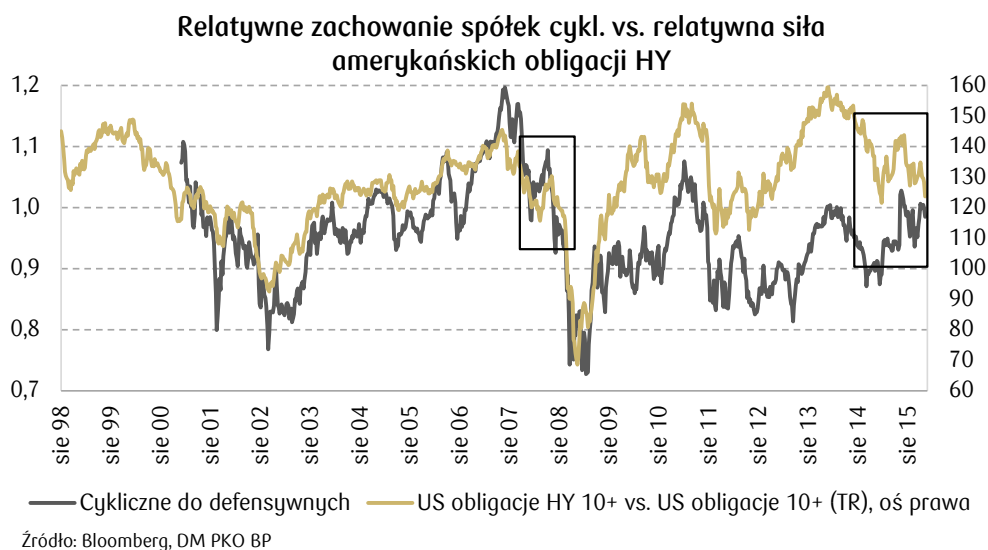


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Między wynikami globalnych akcji a rynkami wysokooprocentowanych kredytów w USA i innych krajach utrzymuje się wielka luka. Historycznie rzecz biorąc, tego rodzaju różnice były wcześniej czy później niwelowane. Ponadto na wyniki uniwersum wysokooprocentowanych obligacji negatywny wpływ wywarły obniżające się oczekiwania inflacyjne (które utrudniły obsługę papierów dłużnych o stałym nominalnym oprocentowaniu).



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

# Prognozy makroekonomiczne

## Prognozy makroekonomiczne dla Polski

| (%)                      | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F | 2017F |
|--------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Realny PKB               | 1,7  | 3,3  | 3,6   | 3,6   | 3,5   |
| Konsunpcja prywatna      | 1,2  | 3,0  | 3,4   | 3,4   | 3,3   |
| Wydatki rządowe          | 2,1  | 4,7  | 2,3   | 2,5   | 2,9   |
| Inwestycje               | 5,1  | 10,0 | 8,2   | 5,3   | 6,0   |
| Indeks inflacji          | 0,7  | 0,4  | -0,7  | 1,5   | 2,0   |
| Bilans obrotów bieżących | -1,3 | -1,4 | -0,1  | -0,8  | -1,2  |
| Stopa oszczędności       | 3,6  | 1,9  | 3,4   | 3,7   | n.a.  |
| Saldo budżetu            | -4,3 | -3,2 | -3,2  | -3,0  | -2,9  |
| Zadłużenie publiczne     | 55,7 | 50,1 | 51,2  | 51,8  | 51,0  |
| Zadłużenie zagraniczne   | 71,7 | 70,1 | 69,4  | 68,5  | 68,2  |
| Bezrobocie               | 13,4 | 11,5 | 10,6  | 9,6   | 9,2   |
| Wynagrodzenia            | 2,6  | 2,3  | 4,6   | 4,1   | n.a.  |
| Stopa referencyjna       | 2,5  | 2,0  | 1,5   | 2,0   | 2,3   |
| Kurs USDPLN              | 3,01 | 3,54 | 3,80  | 3,88  | 3,60  |
| Rentowność 10-latek      | 4,4  | 2,5  | 3,1   | 3,6   | 3,4   |

Źródło: Bloomberg, OECD, PKO BP

## Prognozy makroekonomiczne dla Czech

| (%)                      | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F | 2017F |
|--------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Realny PKB               | -0,9 | 2,0  | 3,9   | 2,8   | 2,7   |
| Konsunpcja prywatna      | 0,7  | 1,5  | 3,5   | 2,9   | 3,2   |
| Wydatki rządowe          | 2,4  | 1,8  | 2,2   | 2,0   | 1,9   |
| Inwestycje               | 0,8  | 1,9  | 7,3   | 4,5   | 4,0   |
| Indeks inflacji          | 1,4  | 0,4  | 0,5   | 1,6   | 2,0   |
| Bilans obrotów bieżących | -2,2 | 0,6  | 0,7   | 0,6   | 0,0   |
| Stopa oszczędności       | 9,7  | 10,0 | 9,9   | 9,6   | n.a.  |
| Saldo budżetu            | -1,5 | -1,7 | -2,0  | -1,7  | -1,7  |
| Zadłużenie publiczne     | 45,7 | 44,0 | 43,5  | 42,5  | 42,0  |
| Zadłużenie zagraniczne   | 52,4 | 66,6 | 65,3  | 64,6  | 62,4  |
| Bezrobocie               | 8,2  | 7,5  | 6,5   | 6,1   | 5,8   |
| Wynagrodzenia            | -0,6 | 3,0  | 3,2   | 3,2   | n.a.  |
| Stopa referencyjna       | 0,1  | 0,1  | 0,1   | 0,7   | 1,2   |
| Kurs USDCZK              | 19,8 | 22,9 | 25,2  | 25,2  | 23,6  |
| Rentowność 10-latek      | 2,5  | 0,7  | 0,9   | 1,5   | n.a.  |

Źródło: Bloomberg, Bank Centralny, Komisja Europejska, OECD

## Prognozy makroekonomiczne dla Węgier

| (%)                      | 2013  | 2014  | 2015F | 2016F | 2017F |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Realny PKB               | 1,1   | 3,6   | 3,0   | 2,5   | 2,4   |
| Konsunpcja prywatna      | -0,1  | 1,6   | 2,8   | 2,4   | n.a.  |
| Wydatki rządowe          | 3,2   | 2,4   | 0,0   | -0,2  | n.a.  |
| Inwestycje               | 8,7   | 3,9   | 3,1   | -0,5  | n.a.  |
| Indeks inflacji          | 1,6   | 0,2   | 0,3   | 2,5   | 2,7   |
| Bilans obrotów bieżących | 2,9   | 3,0   | 3,8   | 3,8   | 3,7   |
| Stopa oszczędności       | 10,7  | 10,6  | 10,8  | 10,0  | n.a.  |
| Saldo budżetu            | -2,4  | -2,9  | -2,5  | -2,5  | -2,4  |
| Zadłużenie publiczne     | 77,3  | 76,6  | 76,7  | 73,8  | 71,0  |
| Zadłużenie zagraniczne   | 115,9 | 108,7 | 92,5  | 83,3  | 78,7  |
| Bezrobocie               | 9,2   | 7,9   | 7,2   | 7,0   | 6,6   |
| Wynagrodzenia            | 1,5   | 3,8   | 3,9   | 3,0   | n.a.  |
| Stopa referencyjna       | 3,0   | 2,1   | 1,4   | 1,8   | n.a.  |
| Kurs USDHUF              | 215,6 | 261,4 | 288,0 | 291,5 | 268,0 |
| Rentowność 10-latek      | 5,9   | 3,7   | 3,4   | 4,0   | n.a.  |

Źródło: Bloomberg, Bank Centralny, Komisja Europejska, OECD

## Prognozy makroekonomiczne dla Rumunii

| (%)                      | 2013 | 2014  | 2015F | 2016F | 2017F |
|--------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Realny PKB               | 3,4  | 3,0   | 3,5   | 3,5   | 3,4   |
| Konsunpcja prywatna      | 1,2  | 4,5   | 3,5   | 3,8   | n.a.  |
| Wydatki rządowe          | -4,8 | 5,3   | 0,7   | 2,5   | n.a.  |
| Inwestycje               | -7,9 | -3,5  | 3,2   | 4,2   | n.a.  |
| Indeks inflacji          | 3,2  | 1,4   | 0,0   | 0,6   | 2,2   |
| Bilans obrotów bieżących | -1,2 | -0,5  | -1,0  | -1,4  | -2,3  |
| Stopa oszczędności       | -9,2 | -11,4 | -10,3 | -10,6 | n.a.  |
| Saldo budżetu            | -2,2 | -1,5  | -2,0  | -2,8  | -2,3  |
| Zadłużenie publiczne     | 38,0 | 39,8  | 40,1  | 40,6  | 40,5  |
| Zadłużenie zagraniczne   | 69,7 | 62,8  | 59,4  | 58,5  | 57,3  |
| Bezrobocie               | 7,1  | 6,8   | 6,6   | 6,5   | n.a.  |
| Wynagrodzenia            | 2,7  | 2,0   | 2,5   | 2,8   | n.a.  |
| Stopa referencyjna       | 4,0  | 2,8   | 1,8   | 2,3   | n.a.  |
| Kurs USDRON              | 3,3  | 3,7   | 4,1   | 4,2   | 3,8   |
| Rentowność 10-latek      | 5,3  | 3,6   | 3,8   | n.a.  | n.a.  |

Źródło: Bloomberg, Bank Centralny, Komisja Europejska, OECD



### Sektor finansowy

Po spadku o 26% w 2015 uważamy, że polskie banki w dużej mierze zdyskontowały wpływ podatku bankowego na wyniki. Biorąc pod uwagę potencjalne działania mitygujące (obniżka kosztu depozytów, wyższe marże kredytowe oraz opłaty i prowizje) oraz malejące szanse na kolejny obniżki stóp, zaczynamy dostrzegać isierkę nadziei dla sektora.

### Podatek bankowy istotnie obniży ROA...

Podatek bankowy w wysokości 0,44% aktywów istotnie wpłynie na wyniki sektora bankowego w Polsce. Dla analizowanych przez nas banków, wpływ podatku w 2016 szacujemy na 27% oczyszczonych zysków za 2015. Widzimy potencjał do skompensowania części podatku przez banki (ok. 1/3 w średnim terminie), niemniej jednak rentowność sektora (mierzona ROA) spadnie z ok 1,2% w 2014 do 0,9-1,0% najbliższych latach.

#### Wpływ podatku bankowego

| mln PLN | Zannualizowany podatek | Oczyszczony zysk netto 2015 | Podatek jako % zysku |
|---------|------------------------|-----------------------------|----------------------|
| PEO     | -547                   | 2 308                       | -24%                 |
| BZW     | -392                   | 2 037                       | -19%                 |
| MBK     | -369                   | 1 125                       | -33%                 |
| ING     | -328                   | 1 145                       | -29%                 |
| BHW     | -121                   | 674                         | -18%                 |
| MIL     | -211                   | 653                         | -32%                 |
| ALR     | -115                   | 362                         | -32%                 |

Źródło: DM PKO BP

... podczas, gdy wymogi kapitałowe nie pozwolą na istotne zwiększeni dźwigni

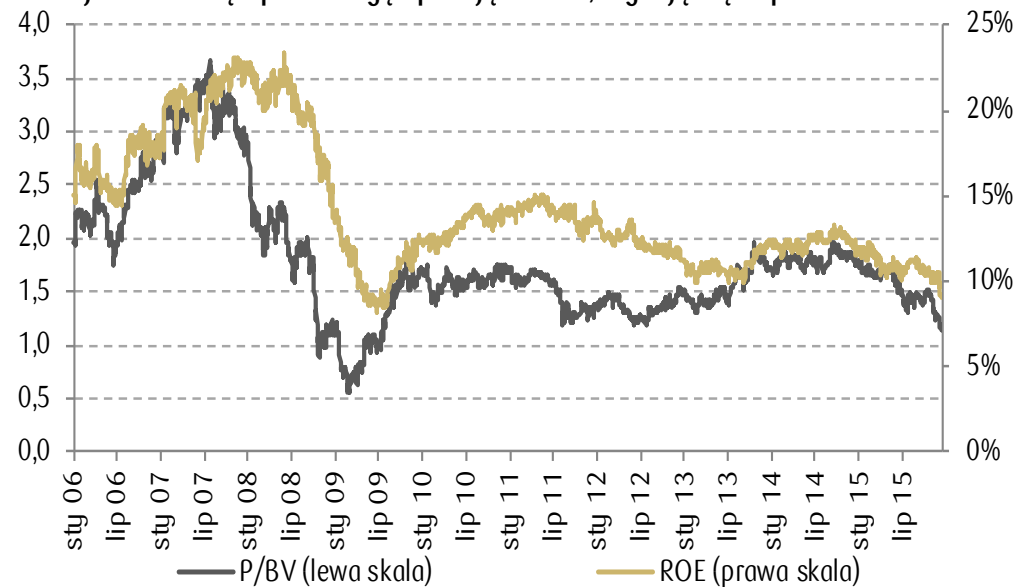
Z kolei, nowe wymogi kapitałowe (bufor ochrony kapitału w wysokości 1,25%) oraz domiary kapitałowe dla banków „frankowych” nie pozwolą bankom zlewarować swoich bilansów (mniejsze dywidendy i/lub wolniejszy wzrost). W efekcie spodziewamy się, że ROE sektora w najbliższych latach spadnie do 8-9%, za które inwestorzy płacą 1,3x BV.

Polskie banki: Wyceny P/BV wydają się niskie w relacji do historii...



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

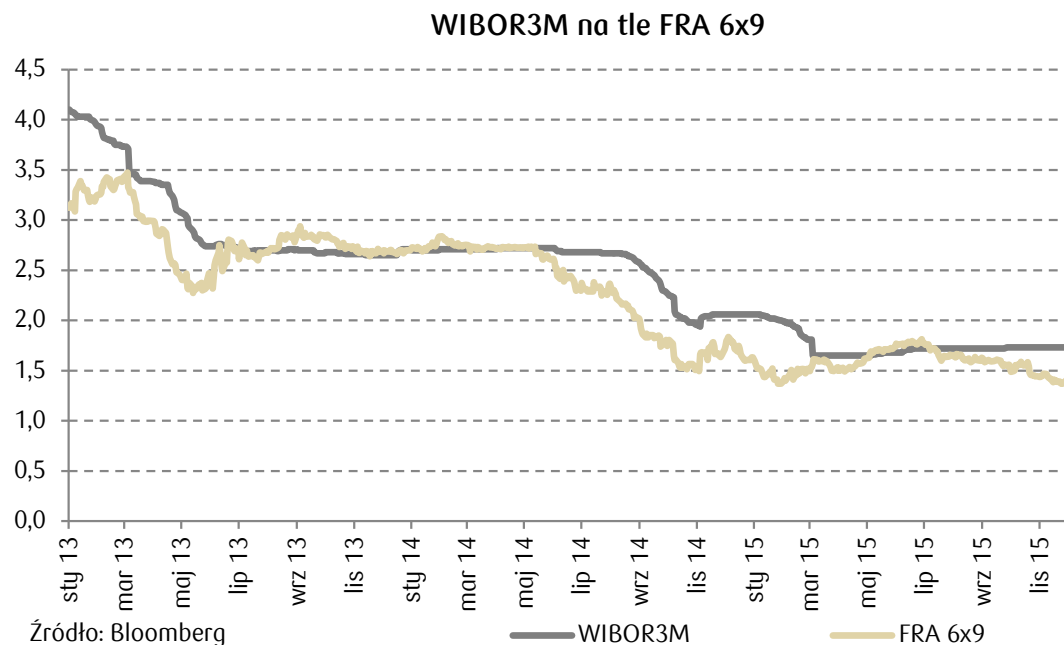
... jednak biorąc pod uwagę spadające ROE, wydają się usprawiedliwione



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

## Brak obniżki stóp stwarza szansę

Silne osłabienie PLN w ostatnim czasie w połączeniu z prawdopodobnymi proinflacyjnymi działaniami nowego rządu (polityka socjalna, podatek od sklepów wielkopowierzchniowych), spowodowały istotną zmianę oczekiwań rynkowych odnośnie stóp procentowych. O ile jeszcze niedawno rynek wyceniał obniżki stóp nawet o 50pb, obecnie bardziej prawdopodobny scenariuszem wydaje się brak cięć. W naszej ocenie, taki scenariusz pozwoliłby na bankom na obniżenie kosztu finansowania (w szczególności biorąc pod uwagę niższą dynamikę kredytów), co przyniesie znacznie szybsze efekty niż zmiany w marżach kredytowych.

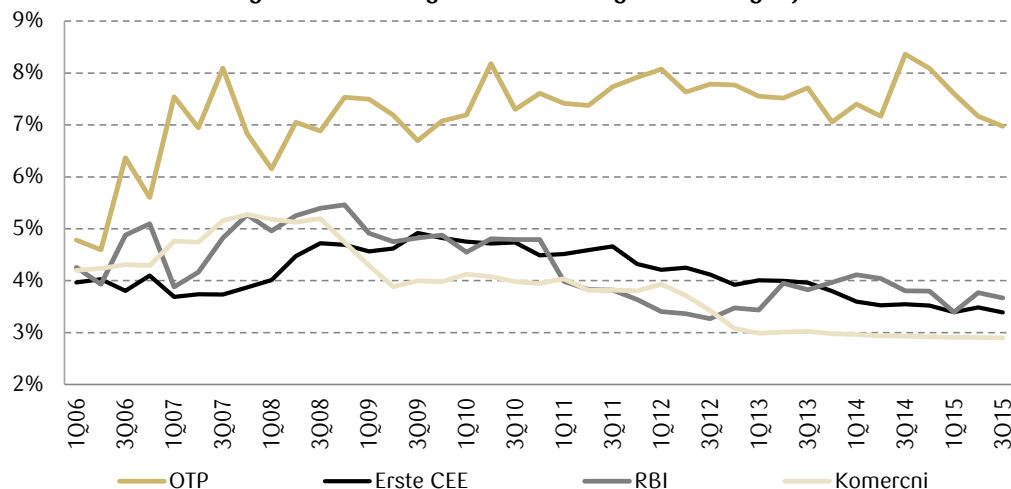


## Alior Bank preferowaną ekspozycją

W sektorze preferujemy Alior Bank - z uwagi na najlepsze perspektywy odrobienia podatku bankowego (relatywnie droższe finansowania, szybko rotujący portfel kredytów oraz poprawę jakości portfela) oraz opcję konsolidacji sektora.

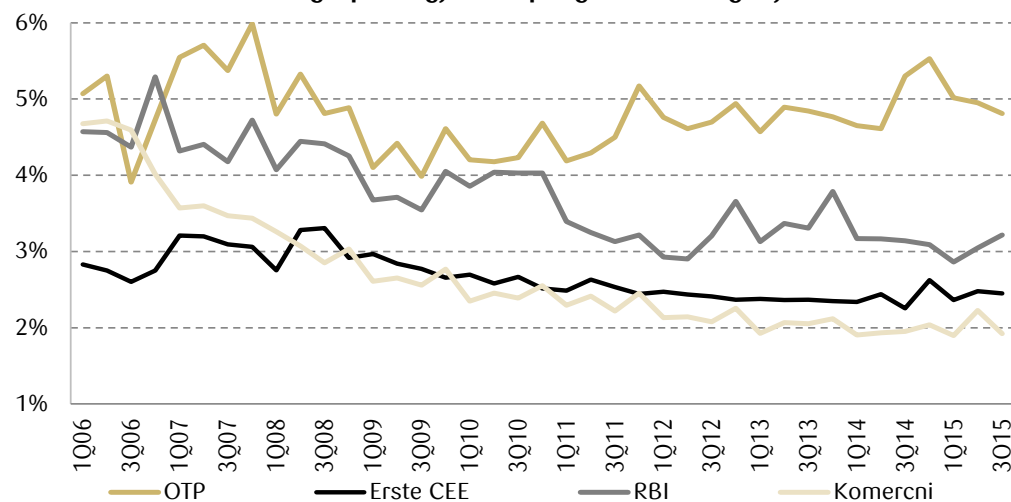
## Banki CEE (*neutralnie*)

Wynik odsetkowy netto do kredytów + obligacji



Źródło: banki, DM PKO BP

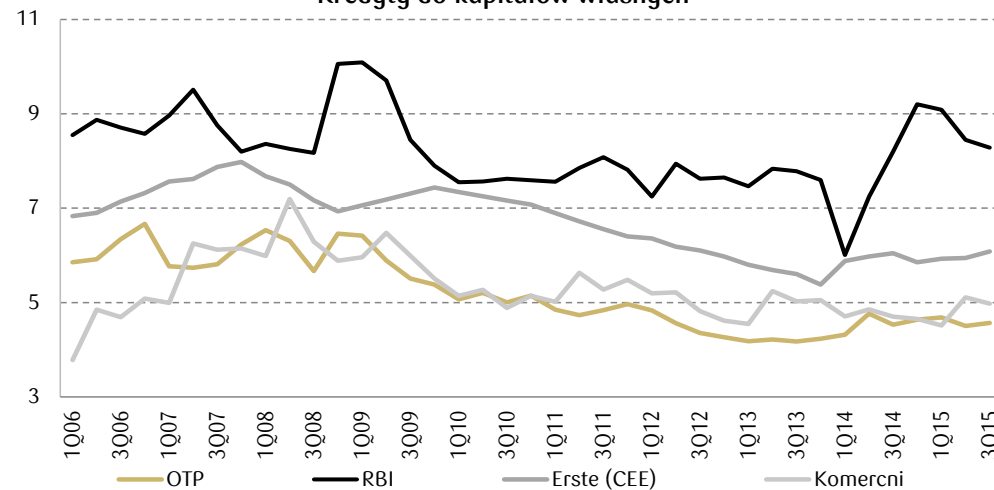
Koszty operacyjne do pożyczek + obligacji



Źródło: banki, DM PKO BP

Wzrost sprzedaży kredytów w regionie CEE utrzymuje się poniżej linii trendu, a większość krajów delewaruje walutowe zadłużenie zewnętrzne. Sprzedaż kredytów krajowych dla sektora niefinansowego rośnie w Polsce (przy nominalnej średniej zmianie 6M r/r na poziomie 6,7%) i w Czechach (6,5%). Z kolei spadki w zakresie portfela kredytowego zaobserwowano w Bułgarii (-9,8%), na Węgrzech (-7,0%), na Słowacji (-2,8%), w Rumunii (-1,1%), w Chorwacji (-0,5%) i Austrii (-0,5%). Przy skorygowaniu o inflację, portfel kredytowy zmniejsza się także w Rosji (-2,8%) i na Ukrainie (-42,1%). Zmniejszenie portfela kredytowego w połączeniu z obniżającymi się stopami międzybankowymi oznacza kłopoty dla sektora bankowego i sugeruje presję na marżę odsetkową netto.

Kredyty do kapitałów własnych



Źródło: banki, DM PKO BP

Z grupy banków zagranicznych działających w regionie CEE naszym preferowanym wyborem jest Komerční z uwagi na ekspozycję na stosunkowo szybko się rozwijający rynek czeski oraz wysoką stopę dywidendy (choć trzeba przyznać, że przy obecnym poziomie wypłaty dywidend raczej nie da się jej utrzymać). Jesteśmy także nastawieni przychylnie do Erste Bank – jego działalność w regionie CEE znajduje się obecnie pod stosunkowo dobrą kontrolą w kontekście kosztów ryzyka i zastosowanej dźwigni, co daje Erste czas na restrukturyzację działalności w Austrii.

Z drugiej strony jesteśmy nastawieni **negatywnie** do **RBI** i **OTP** z uwagi na ich ekspozycję na Rosję, wysoką bazę kosztów oraz, w przypadku RBI, ryzyka struktury korporacyjnej i wysoką dźwignię.

**Komerční:** Przy P/E na poziomie 14x na rok 2016 nie jest to na pewno okazjna oferta, ale stopa dywidendy na poziomie +6% może to zrekompensować (nawet zakładając niższą wypłatę dywidend w przyszłości). Czechy to jeden z niewielu rozwijających się rynków bankowych w regionie.

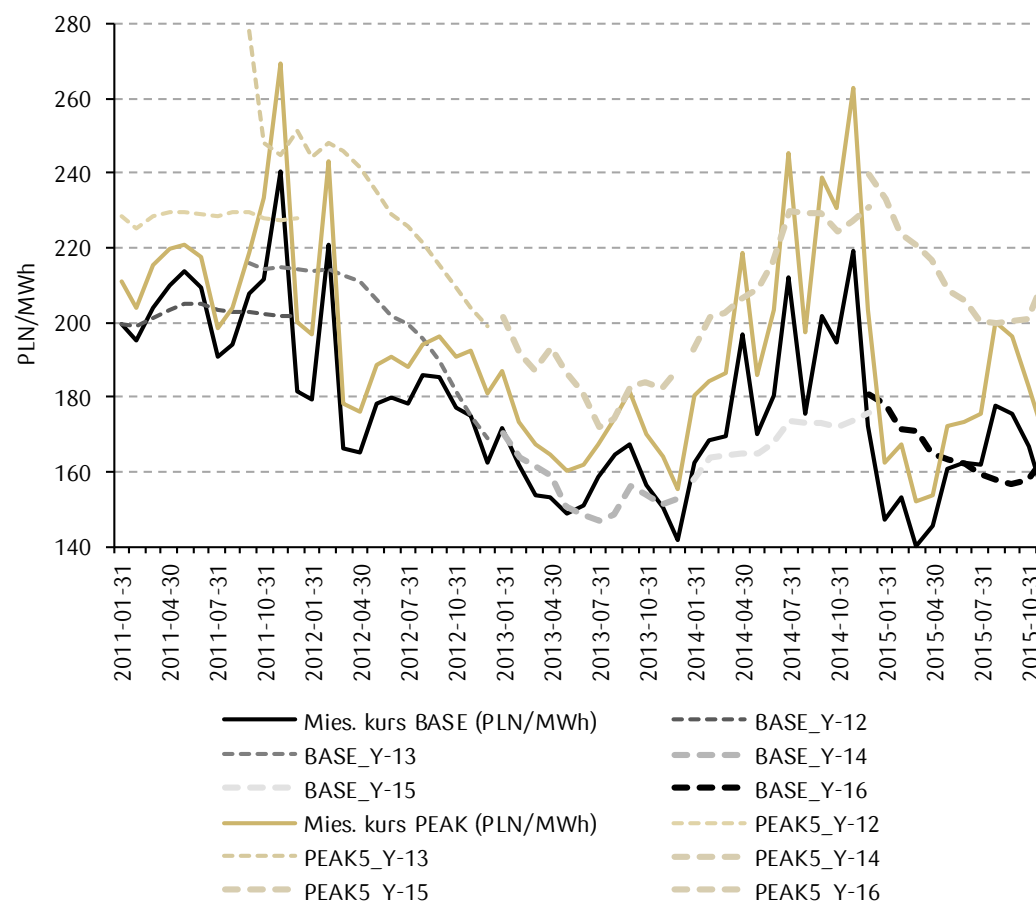
**Erste Bank:** Erste powinien w dalszym ciągu generować stosunkowo niewielkie koszty ryzyka, a przy tym zapewnia ekspozycję na potencjalne odbicie popytu na kredyty w regionie CEE.

## Sektor energetyczny (*pozytywnie*)

Podstawowymi czynnikami fundamentalnymi na 2016 r. w energetyce będą spadek cen energii oraz niższe stopy zwrotu z kapitału w segmencie dystrybucji. Oczekiwany przez nas spadek cen energii w przyszłym roku wynosi ok. 4%. Mimo zakładanych obniżek cen węgla rosnące koszty emisji CO2 nie pozwolą w pełni skompensować utarty marży w wytwarzaniu. Również w dystrybucji zyski wyraźnie spadną, ze względu na spadek efektywnej stopy zwrotu z kapitału z 6,84% na 5,67%.

Ostatnie miesiące przyniosły intensyfikację ryzyka politycznego związanego z inwestycjami w nierentowne projekty. Nie pomagały zwłaszcza wypowiedzi polityków, które sugerowały transfer zysków i dywidend z sektora. Najtrudniejszy okres energetyka może mieć już jednak za sobą. Wokół sektora widoczna jest poprawa atmosfery. Dotyczy ona zarówno bezpośredniego wsparcia dla energetyki jak również rzeczywistych zmian w spółkach jak np. w Tauronie, które nie potwierdzają wcześniejszych obaw inwestorów. W segmencie wytwarzania zwiększony został budżet operacyjnej rezerwy mocy na 2016 r. do ok. 500 mln PLN z efektywnego poziomu ok. 370 mln w bieżącym roku. Oczekiwane jest również przedstawienie docelowego projektu rynków mocy. Prezes URE złagodził swoje poprzednie stanowisko odnośnie WACC w segmencie dystrybucji, który został ostatecznie podniesiony o 0,4%. Nie było również istotnej presji na taryfę G (dla gospodarstw domowych) co oznacza, że rentowności w segmencie sprzedaży pozostaną na zbliżonym poziomie r/r. Pozytywne czynniki nie będą już jednak w stanie zmienić zysków sektora, które spadną według naszych szacunków średnio o ok. 25%. Podstawowym narzędziem poprawy wyników pozostają programy poprawy efektywności i cięcia kosztów, których oczekujemy we wszystkich grupach energetycznych.

Kursy RDN i na rynku terminowym TGE (styczeń 2011 r. - listopad 2015 r.)



Źródło: TGE, DMPKO BP

Obecnie jedyną spółką, która przeszła już przez okres niepewności inwestycyjnej i zawirowań politycznych jest Tauron. Nowy Zarząd pokazał biznesowe nastawienie do inwestycji i podtrzymał politykę dywidendową. Pozostałe grupy wyceniane są wciąż z uwzględnieniem ryzyka istotnego zaangażowania w nierentowne projekty oraz ryzyka kontynuacji polityki dywidendowej, co utrudnia inwestorom skupienie się na fundamentach spółek. Przy czym największa niepewność widoczna jest w wycenach Energi i Enei, które dyskontują w dużym stopniu budowę el. Ostrołęka i zaangażowanie w górnictwo. Główne projekty budzące obawy inwestorów dotyczą inwestycji w Nową Kompanię Węglową i KHW oraz budowy elektrowni Ostrołęka. Strata netto Kompanii Węglowej po trzech kwartałach 2015 r. wyniosła 0,83 mld PLN jednak w dużej części (0,74 mld PLN) została wygenerowana w I półroczu br. w związku działalnością kopalni przekazanych w II kwartale 2015 r. do SRK i wyprzedażą węgla. W przypadku KHW analogicznie strata została zrealizowana w I półroczu i wyniosła 109 mln PLN, a wg oczekiwań Zarządu na koniec roku strata ma zostać zmniejszona do kilkudziesięciu milionów PLN. Mimo, że grupy górnicze zbliżyły się obecnie do progu rentowności, w 2016 r. ze względu na oczekiwany spadek cen węgla konieczna będzie dalsza restrukturyzacja.

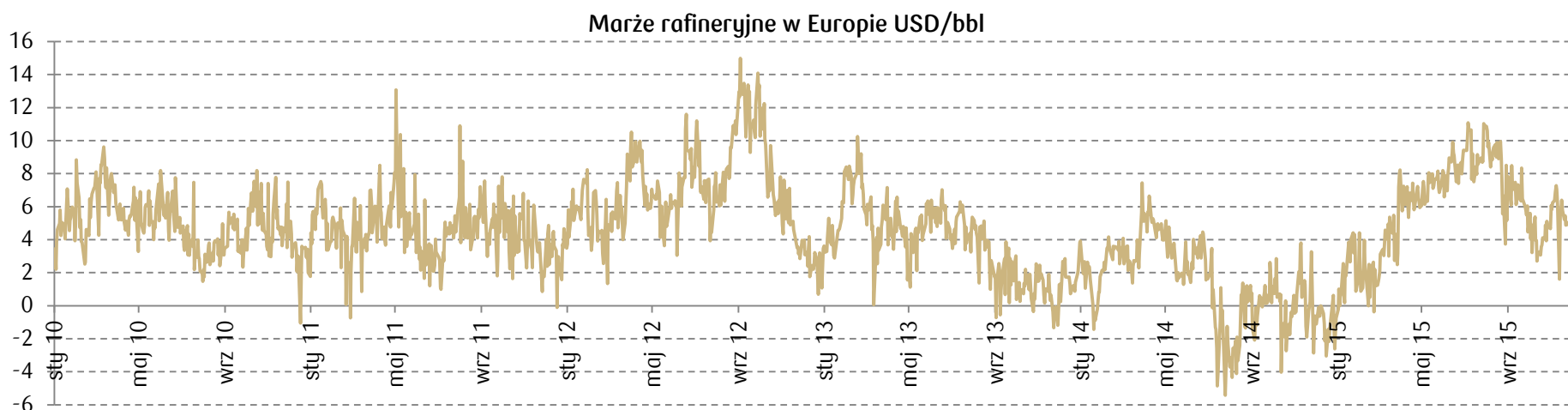
Biorąc pod uwagę dotychczasowe działania w sektorze uważamy, że problematyczne inwestycje powinny być realizowane w formie, która nie podważy fundamentów biznesowych spółek. Jednak bez ostatecznych informacji dotyczących tych projektów ceny akcji nadal mogą dyskontować niekorzystne scenariusze. Istotna dla inwestorów będzie także polityka dywidendowa spółek, która do tej pory rekompensowała duże programy inwestycyjne i ujemny cash flow w ciągu następnych lat. W roku 2016 ze względu na potrzeby budżetu państwa polityka ta może nie ulec większej zmianie, w kolejnych latach dywidendy mogą zostać jednak skorygowane.

Rok 2016 miał być przełomowy w segmencie OZE ze względu na wprowadzenie systemu aukcyjnego i ograniczenie podaży zielonych certyfikatów. Wejście w życie systemu aukcyjnego zostanie przesunięte na drugą połowę roku. Nie zmienia się jednak rozpoczęcie ograniczenia wsparcia dla współspalania i dużych elektrowni wodnych, które będzie obowiązywać od początku 2016 r., co pozytywnie powinno przełożyć się na ceny zielonych certyfikatów. Jednak najistotniejszy wpływ na ceny będzie miało utrzymanie obowiązku umorzenia na 2017 r. na poziomie 20%. W przypadku farm wiatrowych rozważane będzie także wprowadzenie ograniczeń w ich lokalizacji. Obecnie jednak nie ma projektu regulacji w tym zakresie i trudno określić jak może wpłynąć to na poszczególne spółki.

W przypadku CEZ w 2016 r. problemem może być nadal wielkość produkcji w elektrowniach jądrowych, która była planowa przez spółkę na 32,2 TWh. Rozstrzygnięty powinien zostać także przetarg na kupno niemieckich aktywów Vattenfalla. Oczekujemy jednak, że nawet w przypadku tej akwizycji dywidenda w 2016 r. pozostanie na niezmiennym poziomie.

## Sektor paliwowy (*negatywnie*)

Miniony rok dla spółek z sektora paliwowego okazał się być wyjątkowo udany ze względu na spadek cen ropy naftowej, która przyczyniła się do wzrostu marż rafineryjnych. Wzrost globalnego popytu na paliwa, w szczególności benzynę w rejonie Zachodniej Afryki, USA oraz Ameryki Łacińskiej jako uboczny efekt niższych cen paliw pomógł wydłużyć okres korzystnych marż aż do końca sierpnia br. Odwrócenie trendu na marżach przyszło wraz z załamaniem cracków na benzynie z końcem wakacji na skutek sezonowego spadku popytu na paliwa oraz rosnącej produkcji benzyny, co do prowadziło do jej nadpodaży na rynkach hurtowych.

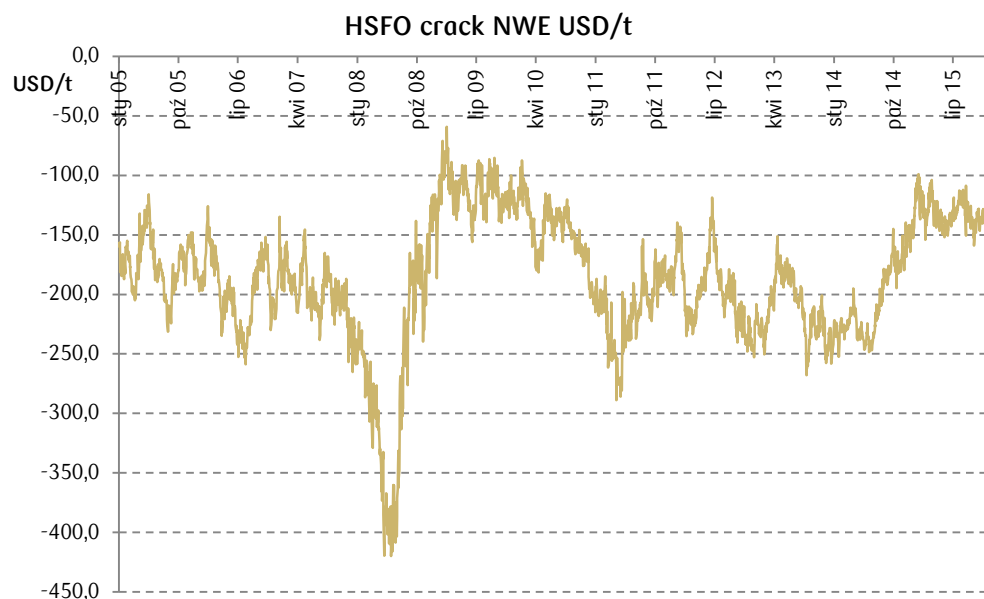


Źródło: Bloomberg

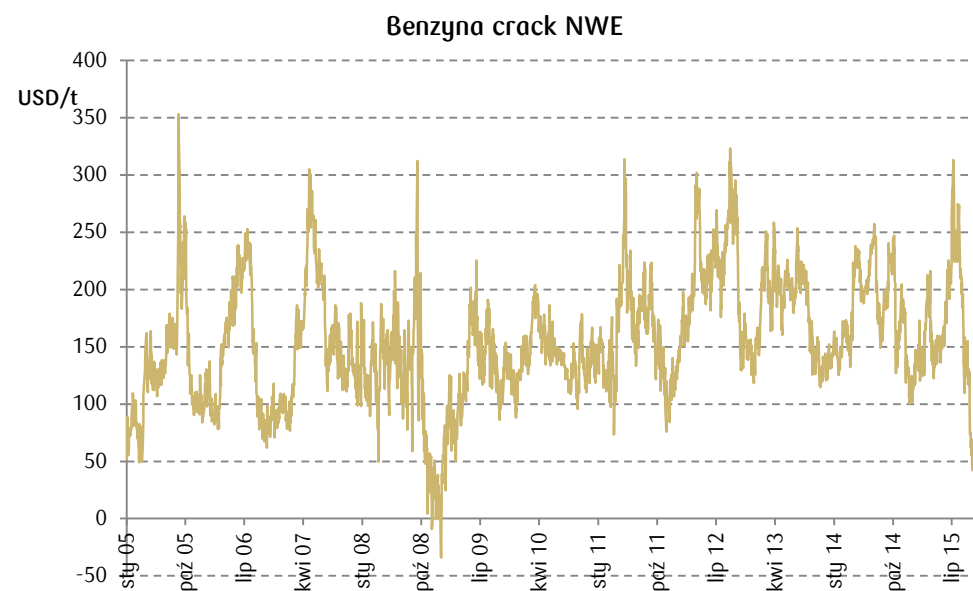


## Wzrost marż napędzany rozszerzeniem cracków na benzynę oraz ciężki olej opałowy

Wzrost marż rafineryjnych w Europie miał głównie swoje źródło w niskich cenach ropy naftowej, które w największym stopniu przyczyniły się do poprawy cracków na ciężkim oleju opałowym oraz na benzynie, wspartych dodatkowo silnym sezonowo popytem na paliwa w USA oraz wzrostem konsumpcji w Afryce. Po spadku notowań ciężkiego oleju opałowego okazało się, iż stał się on na tyle konkurencyjnym paliwem używanym w celach grzewczych, iż wrósł na niego popyt, dzięki czemu zawężenie cracków na ciężkich pozostałościach istotnie wsparło rentowność przerobu wielu rafinerii.



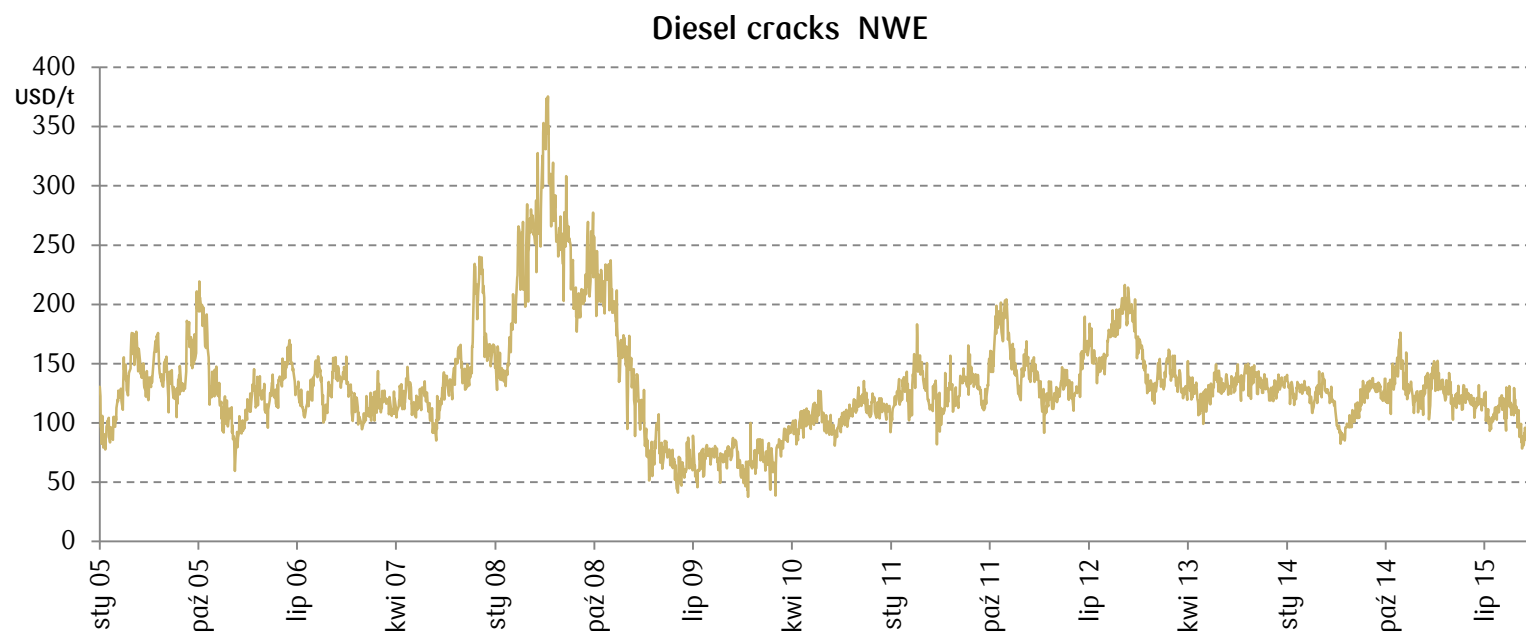
Źródło: Bloomberg



Źródło: Bloomberg

## Cracki na dieslu pod presją mimo niskich notowań ropy naftowej...

Spadek notowań ropy naftowej nie pomógł jedynie crackom na olej napędowy, które wzrosły w niewielkim stopniu w związku z napływem konkurencyjnego importu z Rosji oraz Bliskiego Wschodu na rynki europejskie. Początek listopada przyniósł pogłębienie spadku notowań diesla w związku z rosnącym napływem średnich destylatów do Europy, co skutkowało załamaniem cracków na dieslu.



Źródło: Bloomberg

Niskie ceny ropy naftowej w 2015 r. to kombinacja czynników w postaci malejącego popytu na ropę wraz z rosnącą jej podażą w skali światowej. Ze względu na utrzymującą się nadpodaż na rynku ropy naftowej zakładamy, iż niskie notowania utrzymają się także w 2016 r., po czym zaczną stopniowo rosnąć na skutek bilansowania poziomu podaży ropy z rosnącym globalnie popytem. Ponieważ spadająca produkcja w krajach non-OPEC najprawdopodobniej zostanie zniwelowana wzrostem produkcji z Iranu, w związku z czym rok 2016 r. najprawdopodobniej nie przyniesie przełomu w notowaniach baryłki Brent.

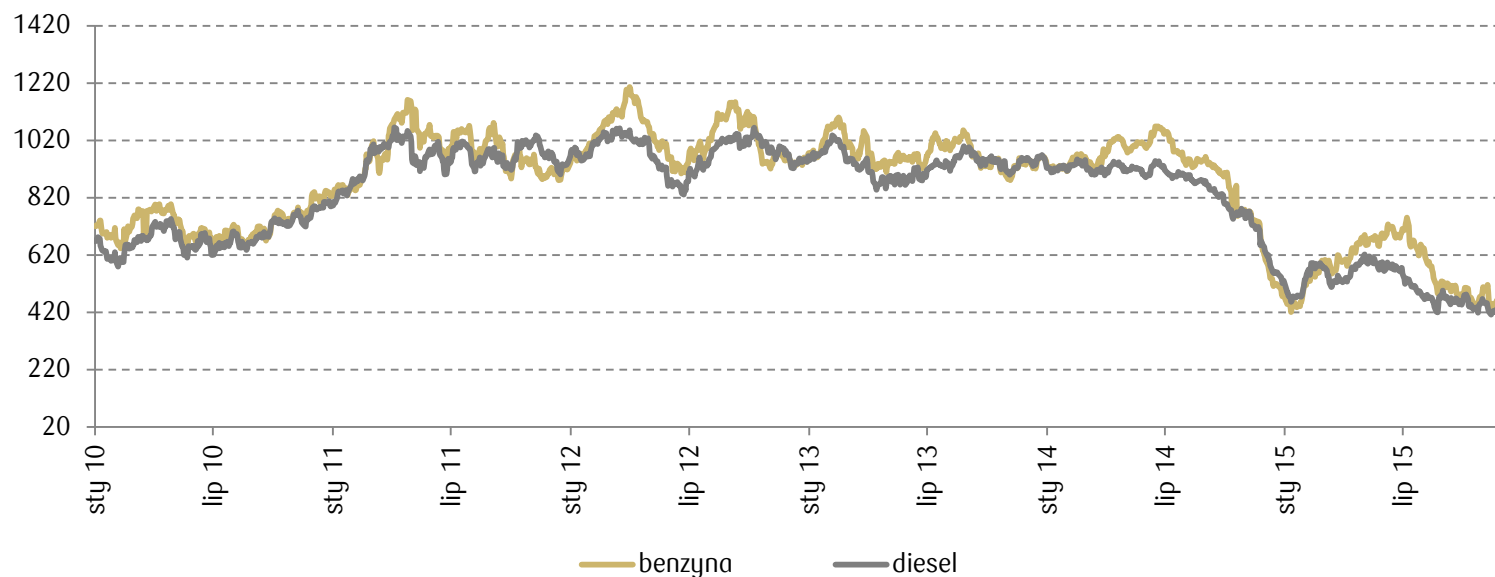


## Rok 2016 pod znakiem gorszych marż rafineryjnych

W przypadku marż rafineryjnych uważamy, iż w 2016 r. będą one nadal wspierane przez niskie ceny ropy naftowej. Niemniej jednak, malejący efekt wzrostu popytu na paliwa w porównaniu do 2015 r. spowoduje, iż cracki na benzynę w ujęciu średniorocznym będą niższe r/r., powodując obniżenie się marż rafineryjnych w stosunku do rekordowych poziomów z 2015 r. Dodatkowo presja na marże w Europie będzie pochodziła ze strony notowań oleju napędowego, którego notowania pozostaną pod presją w związku z rosnącym importem paliwa z Rosji oraz Bliskiego Wschodu.

W przypadku spółek, mających największą ekspozycję downstream czyli PKN Orlen i Lotos oczekujemy pogorszenia wyników w ujęciu r/r ze względu na spodziewane osłabienie marż. Zarówno skala działalności rafineryjnej jak i obecnie poziom osiąganych marż powoduje, iż PKN Orlen jest najbardziej narażony na pogorszenie wyników w przypadku pogorszenia marży downstream. W przypadku Lotosu ze względu na większy udział w strukturze uzysków frakcji średnich spadek notowań diesla będzie dodatkowym czynnikiem wpływającym na spadek wyników.

Notowania diesla i benzyny na rynkach hurtowych USD/t

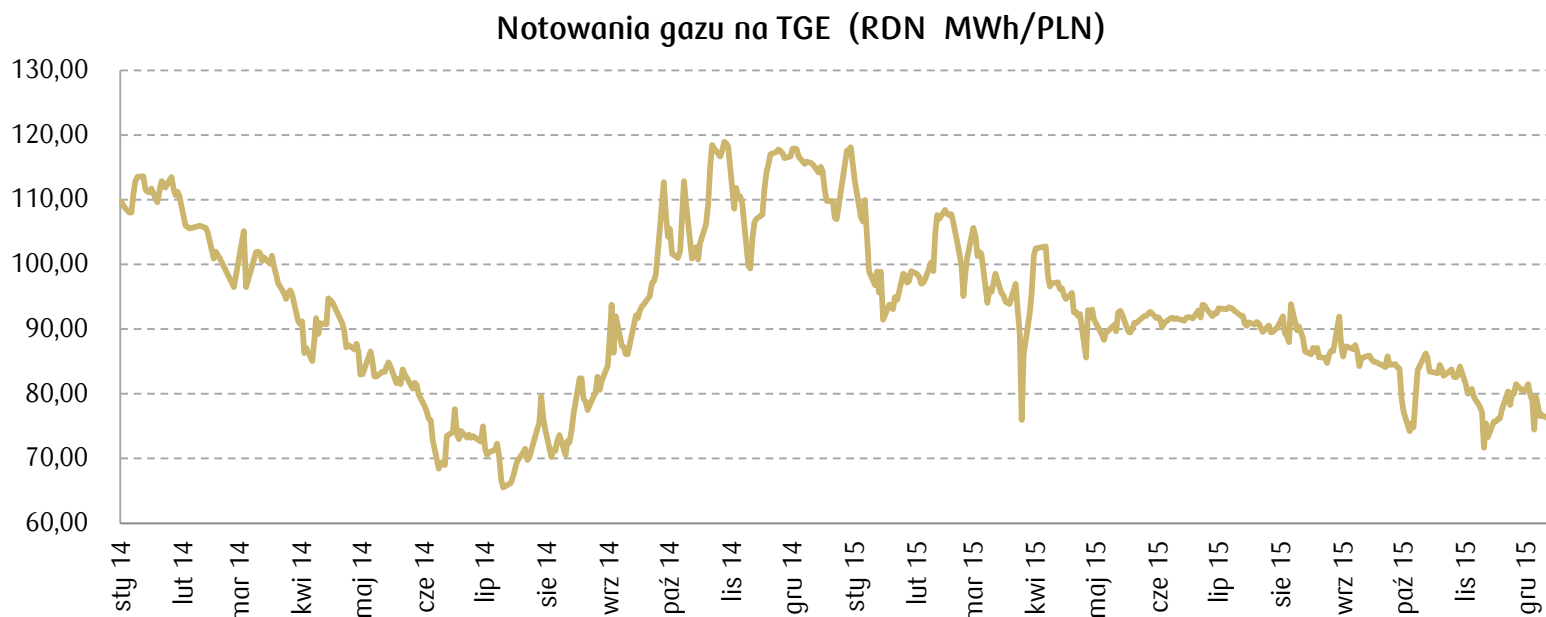


Źródło: Bloomberg

MOL powinien pokazać płaskie wyniki r/r ze względu na zniwelowanie efektu spadku marż rafineryjnych wewnętrznym programem poprawy efektywności i nowymi inwestycjami w segmencie downstream. Bez wątpienia czynnikiem wspierającym kurs będzie perspektywa wypłaty dywidendy ze względu na silne przepływy pieniężne. Jeżeli nie nastąpi umiarkowane odbicie notowań ropy naftowej w II poł. 2016 r. spadek marż rafineryjnych nie pozwoli także na poprawę wyników w przypadku OMV.

### Rynek gazu pod presją

Od początku 2015 r. ceny gazu na europejskich giełdach systematycznie spadają w związku z nadpodażą surowca na rynkach w połączeniu z umiarkowanym popytem na gaz, co skutkuje presją na ceny. Ze względu na spadające ceny surowca w Europie oraz przyspieszającą liberalizację rynku gazu w Polsce oczekujemy spadku wyników PGNiG r/r. Niemniej jednak mimo osłabienia wyników stabilna sytuacja finansowa spółki pozwoli na wypłatę satysfakcjonującej dywidendy z zysków za 2015 r. Dalszą poprawę wyników powinien zanotować mniejszy konkurent PGNiGu czyli Duon ze względu na rosnący wolumen sprzedaży zarówno gazu jak i energii oraz dalszą rozbudowę portfela klientów.



Źródło: DM PKO BP

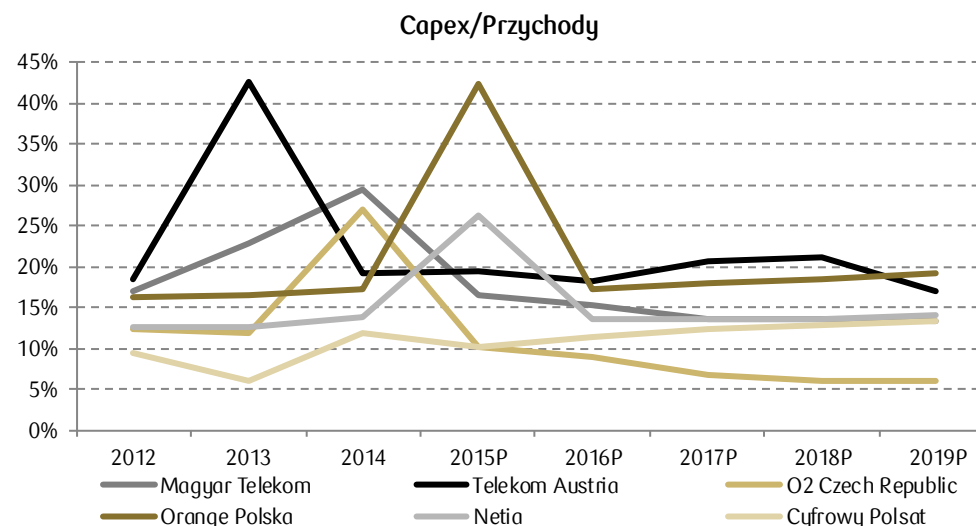
Duon z szansą na wzrosty, pozostałe spółki mogą zaskoczyć wypłatą dywidendy

Podsumowując – wyjątkowo dobre wyniki w minionym roku w przypadku spółek paliwowych będą ciężkie do powtórzenia w 2016 r. roku ze względu na brak wsparcia ze strony sprzyjających warunków rynkowych, tak jak to miało miejsce w 2015 r. Dlatego też uważamy, iż spółki paliwowe będą zachowywały się gorzej w porównaniu do 2015 r., niemniej jednak poza Lotosem pogorszenie wyników będzie zrekompensowane perspektywą wypłaty dywidendy. Jedynie w przypadku Duon'u oczekujemy kontynuacji dobrej passy i poprawy wyników oraz pozytywnego zaskoczenia ze strony potencjalnego wezwania na akcje spółki, które może wydarzyć się w 2016 r.

### Widok ze szczytu capeksu

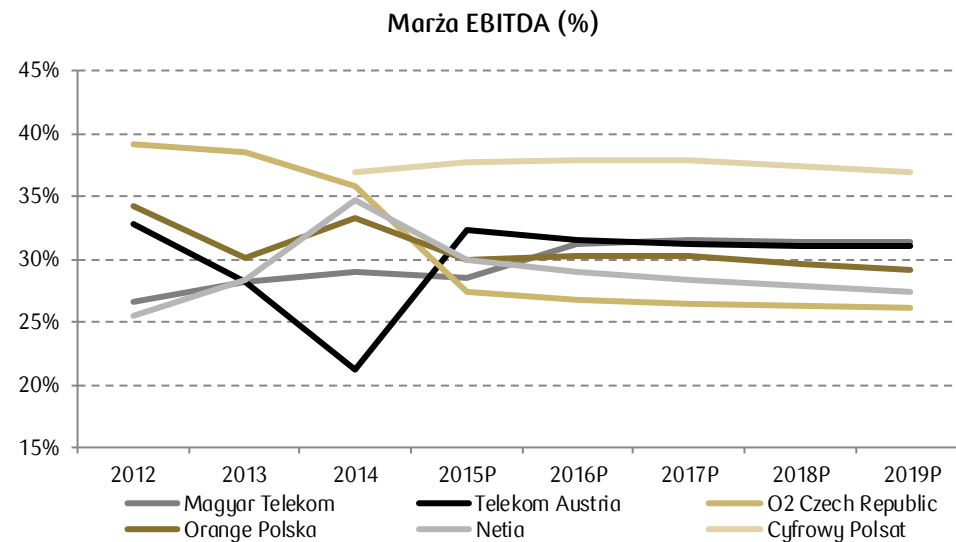
Uważamy, że szczyt capeksu już za nami. W związku z tym, że akcje najdroższych pasm częstotliwości w Polsce, Austrii, Czechach i Węgrzech już się odbyły (zakładamy, że aukcja LTE w Polsce nie zostanie anulowana), spodziewamy się obniżenia nakładów inwestycyjnych od przyszłego roku. Największy wpływ na nakłady inwestycyjne miały zwłaszcza aukcje w Austrii i Polsce, które okazały się najdroższe w Europie. W związku z oczekiwaną redukcją capeksu, spodziewamy się w średnim terminie zwiększenia stopy dywidendy oraz ustabilizowania bilansu najbardziej zadłużonych telekomów.

Spodziewamy się, że w przyszłym roku wskaźnik capex/przychody dla analizowanych przez nas telekomów zmniejszy się, ze średnio 21% w 2015 r. (zawyżone głównie przez aukcję LTE w Polsce; zakładamy, że nakłady inwestycyjne przypisane są do 2015 r.) do średnio 14% w 2016 r.



Źródło: Spółki. DM PKO BP

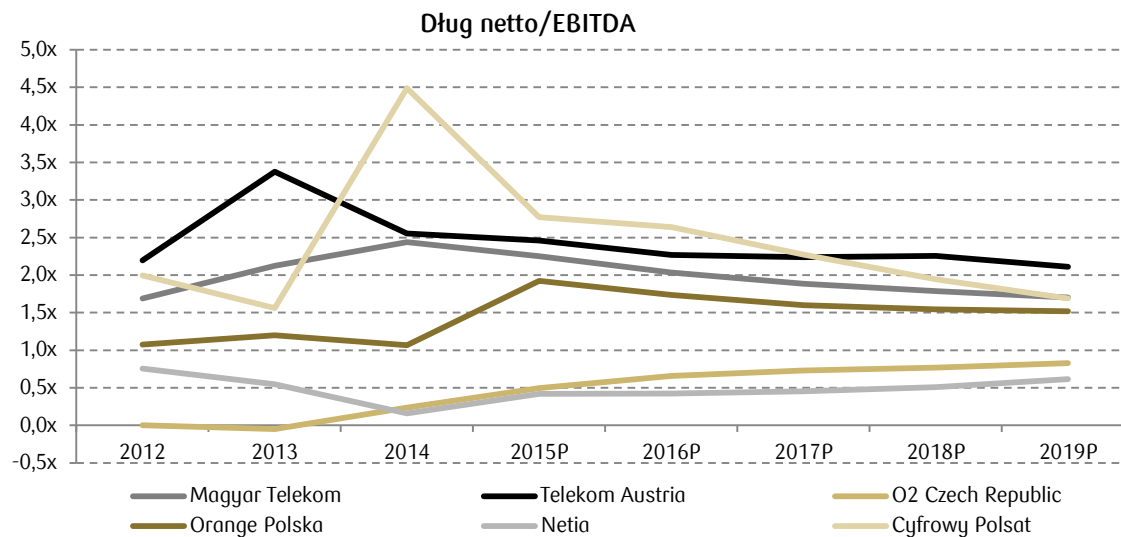
Najwyższą marżę EBITDA reprezentuje Cyfrowy Polsat, co jest głównie związane z tym, że jako jedyny z telekomów świadczy tylko usługi telekomunikacji mobilnej. Z kolei najniższą marżę generuje O2 Czech Republic, który wydzielił swoje aktywa infrastrukturalne (bardzo niski capex i amortyzacja), oraz Netia, która jako jedyna spośród telekomów jest obecna tylko w segmencie stacjonarnym. W 2016 r. spodziewamy się stabilizacji/lekkiego spadku marży EBITDA dla telekomów. Wyjątkiem będzie Magyar Telekom, którego marża wzrośnie głównie dzięki dekonsolidacji niskorentownego segmentu energetycznego.



Źródło: DM PKO BP



Spośród telekomów z regionu najsilniejszy bilans posiadają Netia i O2 Czech Republic (dług netto na poziomie 0,4-0,5x EBITDA). Z kolei najbardziej zadłużone są Cyfrowy Polsat i Telekom Austria (z korektą długu netto o obligacje hybrydowe). W 2016 r. spodziewamy się poprawy bilansów telekomów w związku ze spodziewanymi niższymi nakładami inwestycyjnymi.



Źródło: Spółki, DM PKO BP

\* Dług netto/EBITDA dla Telekomu Austria skorygowana o obligacje hybrydowe

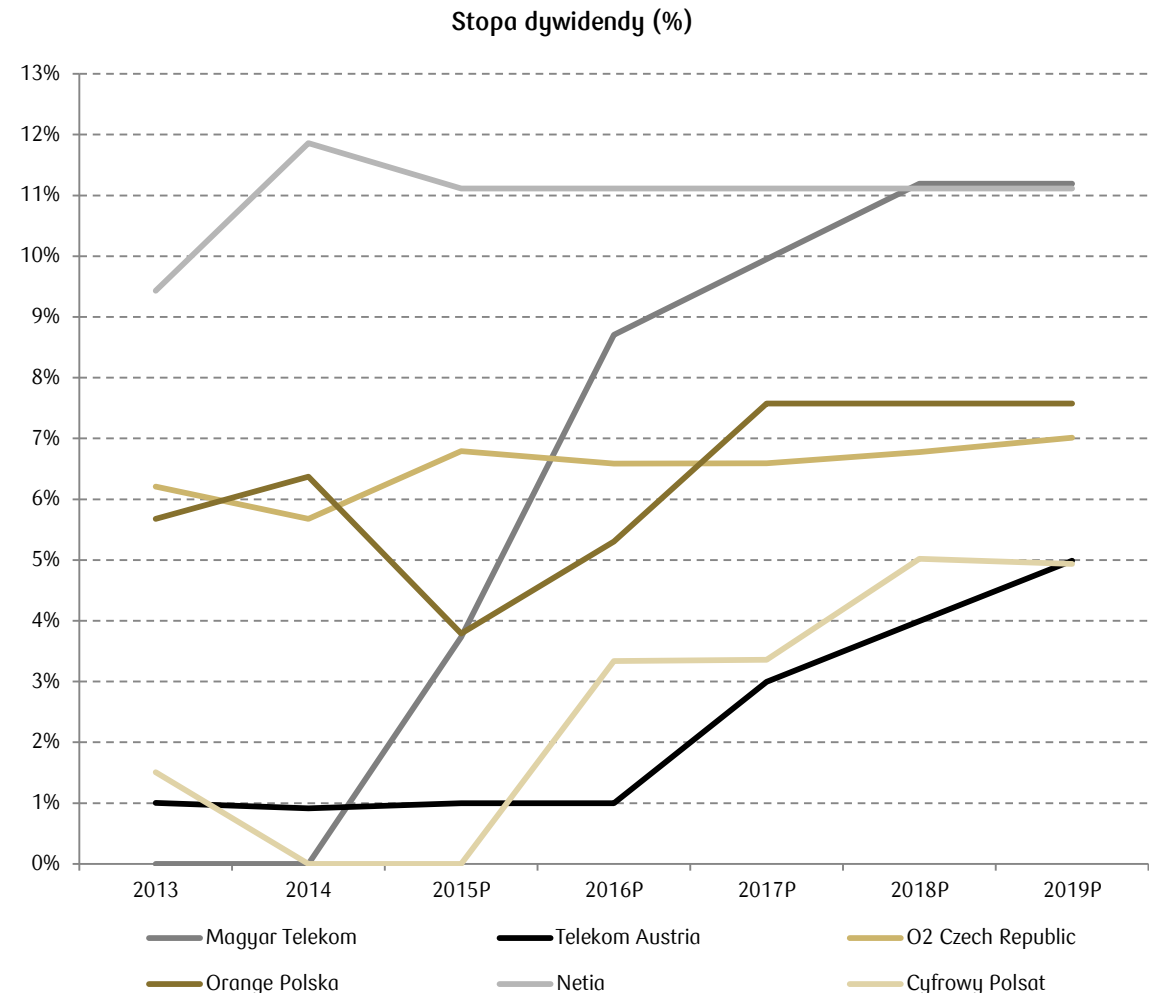
## Sektor telekomunikacyjny

Najwyższą stopę dywidendy oferuje Netia (ok. 11%). Spodziewamy się także wysokiej stopy dywidendy za 2015 r. dla O2 Czech Republic (ok. 7%), co będzie dodatkowo zwiększone przez planowane rozpoczęcie skupu akcji (do 10% w ciągu 5 lat). Spodziewamy się utrzymania takiej stopy dywidendy dla tych spółek również z zysków za 2016 r.

Dodatkowo, spodziewamy się znaczącej poprawy stopy dywidendy z zysków za 2016 r. dla Magyar Telekomu (do prawie 9%) oraz Orange Polska (do ponad 5%).

Obecnie nie spodziewamy się z kolei szybkiego wzrostu stopy dywidendy dla Cyfrowego Polsatu (0%) i Telekomu Austria (1%).

Podsumowując, naszymi top pickami są: Netia i O2 Czech Republic, głównie w związku z oferowaną przez nie przyzwoitą dywidendą oraz silnym bilansem, a także Orange Polska i Magyar Telekom, w związku ze spodziewaną przez nas poprawą ich bilansu i oczekiwanym wzrostem dywidendy za 2016 r.



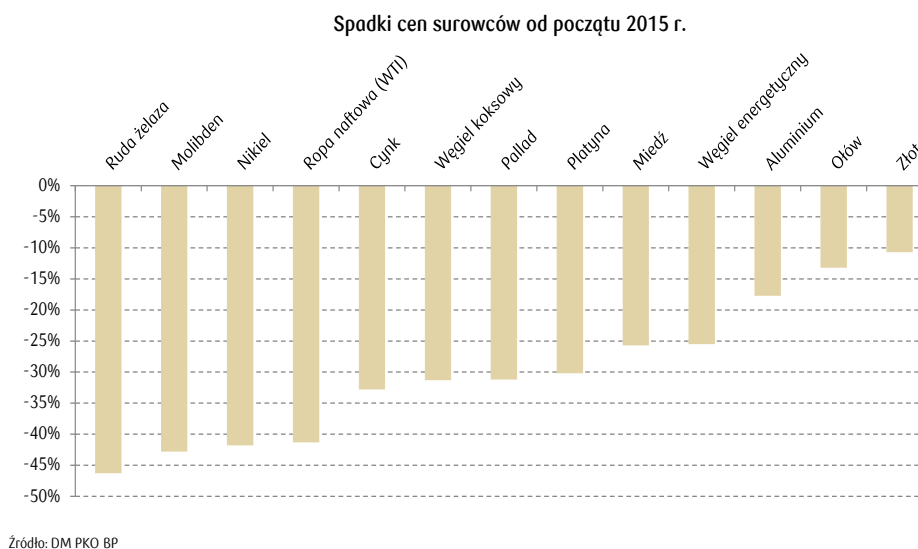
Źródło: DM PKO BP

\* Stopa dywidendy dla O2 Czech Republic obliczona używając skorygowanej liczby akcji w związku ze skupem akcji

# Sektor wydobywczy (?)

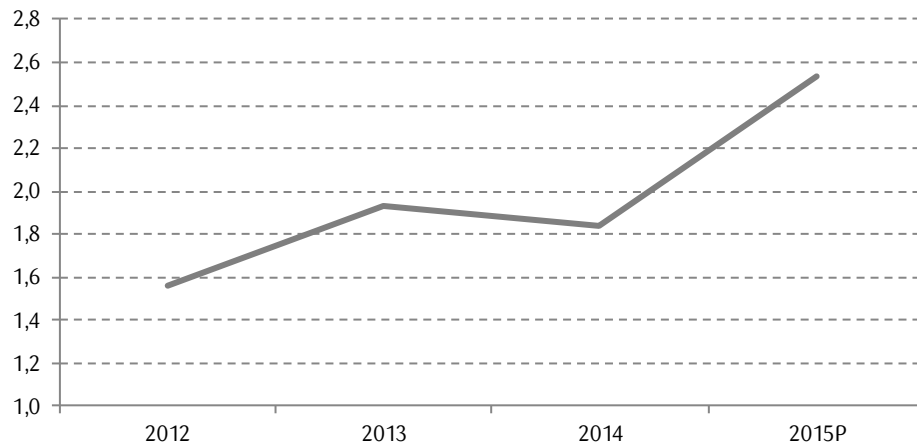
## Czarny koń na 2016

Rok 2015 był kolejnym, wyjątkowo trudnym czasem dla spółek wydobywczych. Wszystkie główne surowce **spadły od 10 do 50%**.



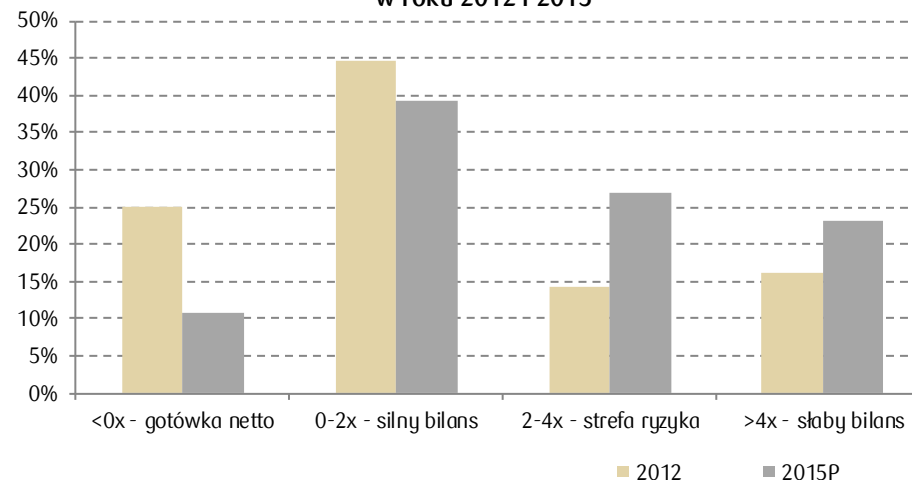
W efekcie w ciągu zaledwie 3 lat średni wskaźnik DN/EBITDA dla spółek górniczych na świecie wzrósł z ok. 1,6x do 2,4x, a dla wielu z nich przekracza 5x. Wynika to ze spadku EBITDA o 24% i wzrostu długu netto o 23%.

Dług netto/EBITDA dla sektora globalnych spółek górniczych



Źródło: Bloomberg

Rozkład wskaźnika DN/EBITDA w sektorze spółek górniczych w roku 2012 i 2015P



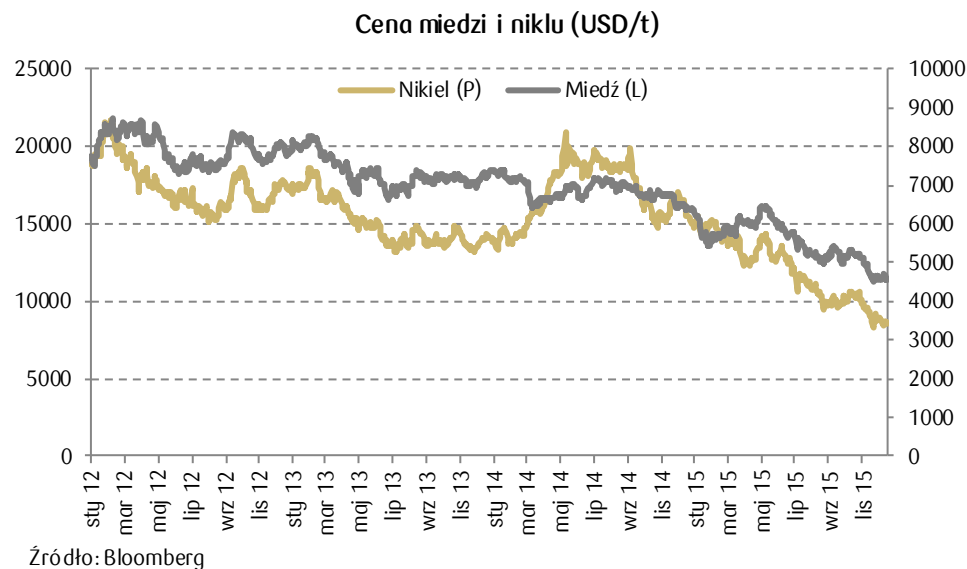
Źródło: DMPKOBP

Na większości rynków mieliśmy do czynienia z wyraźną nadpodażą, wynikającą z dużych inwestycji z okresu hossy surowcowej oraz spadającego popytu z Chin. Jedyne co ratowało wiele firm wydobywczych był bardzo mocny USD i słabe waluty lokalne (peso, rubel, złotówka, CAD, AUD).

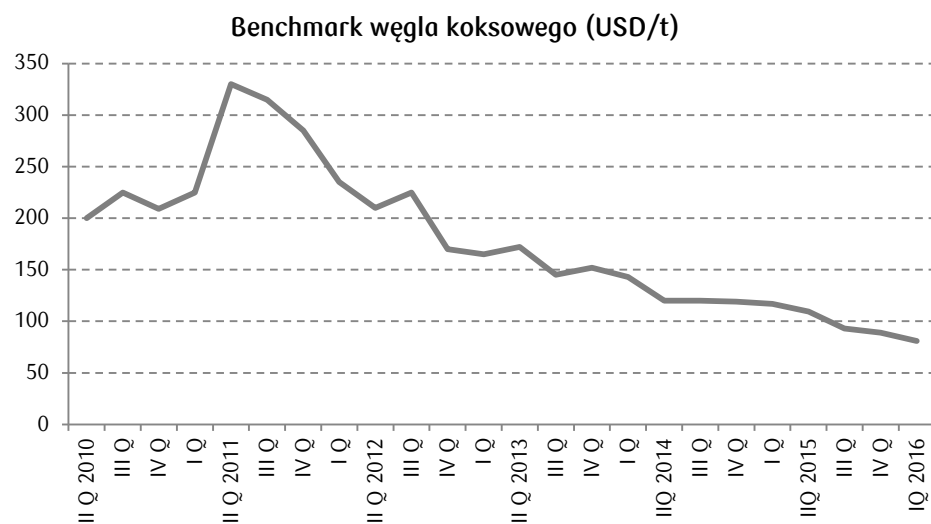
Mimo wszystko, długotrwałe spadki cen doprowadziło wiele firm na skraj wytrzymałości i zmusiło często do cięcia dywidend, głębokiej restrukturyzacji (Anglo, Glencore, Freeport czy Vale) lub wręcz bankructwa (np. węglowe spółki w USA: Alpha Natural Resources, Walter energy, Arch Coal).

Wydaje się, że powoli zbliża się moment przesilenia: wyprzedaż aktywów, cięcia mocy oraz upadki firm mogą stać się powszechne. W średnim terminie powinny skorzystać na tym spółki z dobrymi nisko kosztowymi projektami oraz silnymi bilansami i stabilnym finansowaniem jak Norilsk Nickel.

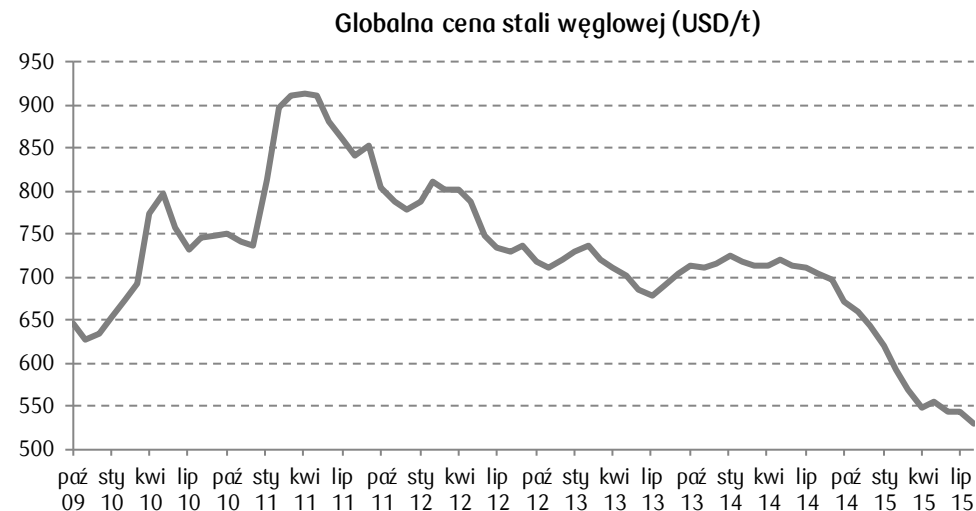
Dla KGHM problemem będą słabe wyniki aktywów zagranicznych i ich negatywne przepływy. Przy obecnych cenach zysk netto aktywów w Polsce to ok. 1,2 mld PLN, a skonsolidowany to zaledwie 300-400 mln PLN. W 2016 r. pewnie nie zapadnie decyzja o inwestycji w druga fazę Sierra Gorda, a bilans będzie się pogarszał. Dodatkowo nastąpi zmiana zarządu i pewnie przegląd strategii spółki. Nie ma co też liczyć na istotną ulgę w podatku od wydobycia. Największą szansą jest poprawa cen surowców, ale dopóki to nie nastąpi KGHM powinien zachowywać się słabo.



Cena węgla koksowego spadła do 81 USD/t na 1Q 2016 r. Tak niski poziom jest już wręcz zabójczy dla większości kopalń na świecie. Powodem jest załamanie cen stali na świecie związane ze spadkiem popytu i produkcji w Chinach.



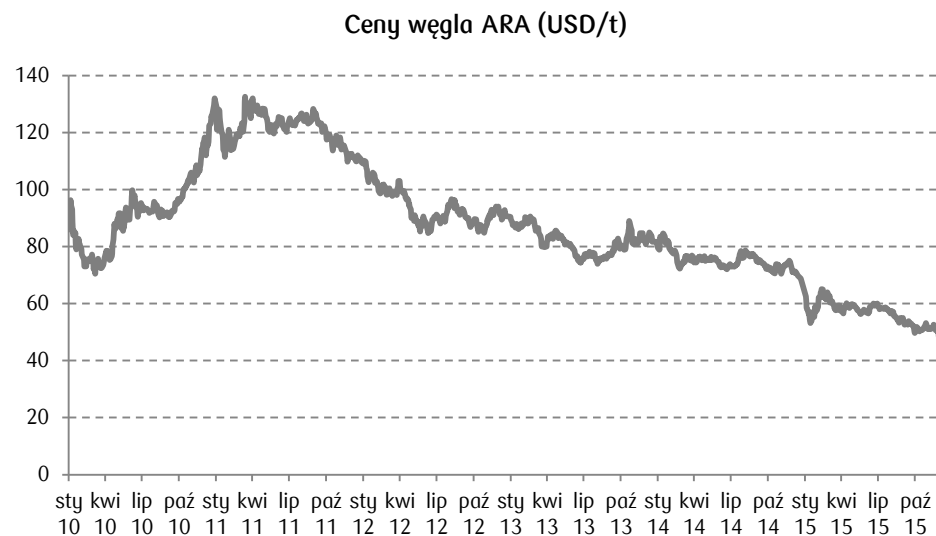
Źródło: Bloomberg



Źródło: [www.worldsteelprices.com](http://www.worldsteelprices.com)

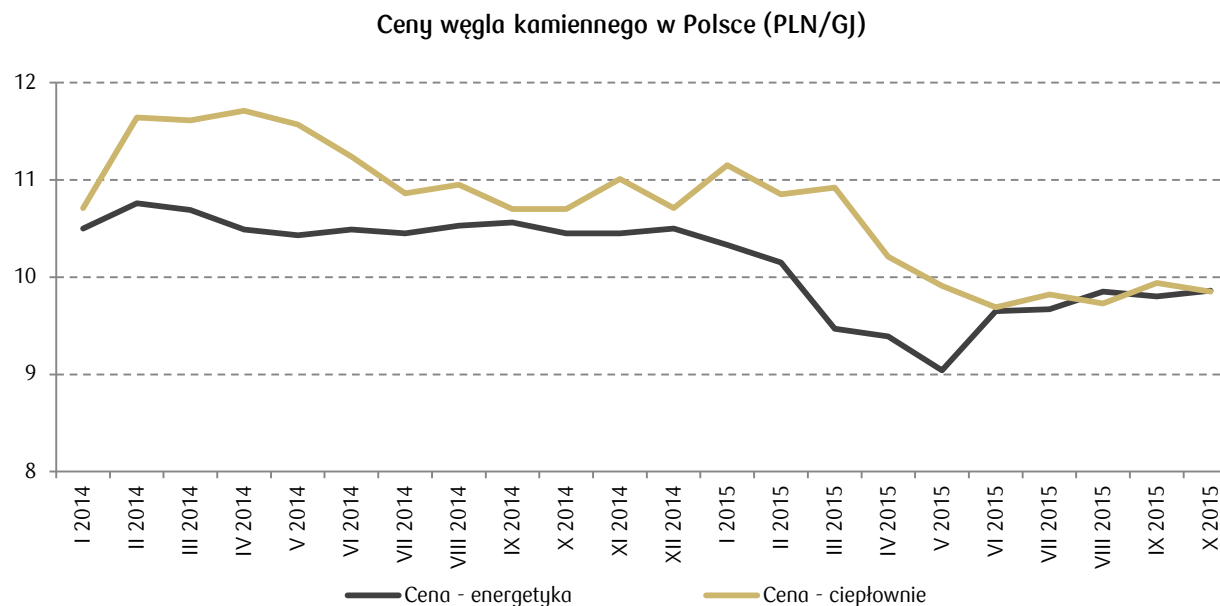
Przyszły rok będzie wyjątkowo trudny dla JSW: walka o zbilansowanie przepływów pieniężnych. Naszym zdaniem nie uda się to bez pomocy z zewnątrz. Mamy nadzieję na wariant „optymistyczny”, czyli sprzedaż aktywów oraz udziałów w aktywach/projektach, a nie emisja akcji spółki. W obliczu tak trudnej sytuacji żadnego scenariusza nie da się jednak wykluczyć.

Na rynku węgla energetycznego można mieć nadzieję na spowolnienie spadku cen. Które załamały się w 2015 r. w ślad ze ceną ropy naftowej i nadpodażą produkcji węgla na świecie. Jednak strukturalna dekarbonizacja na świecie powoduje, że trudno być optymistą w dłuższym terminie.



Źródło: Bloomberg

W Polsce zakładamy spadek ceny węgla od -3% do -5%. Wciąż spore zwąły i olbrzymie problemy KW nie pozwalają sektorowi na głębszy oddech. Dopiero zakończenie restrukturyzacji i ustabilizowanie produkcji pozwoli ocenić stan Polskiego rynku i jego perspektywę w średnim terminie. Zakładając, że relacje Bogdanki z właścicielem (Eneq) będą oparte na rynkowej współpracy, to właśnie ta spółka może być sporym wygranym. Wzrost wolumenu w średnim terminie (nowe bloki Enei) i zmniejszająca się presja na ceny może przełożyć się na dynamiczną poprawę wyników od 2017 r. Największym ryzykiem dla Bogdanki jest uczestnictwo w konsolidacji rynku węgla – każde połączenie czy przejmowanie kopalni (np. KHW) byłoby według nas bardzo negatywne.



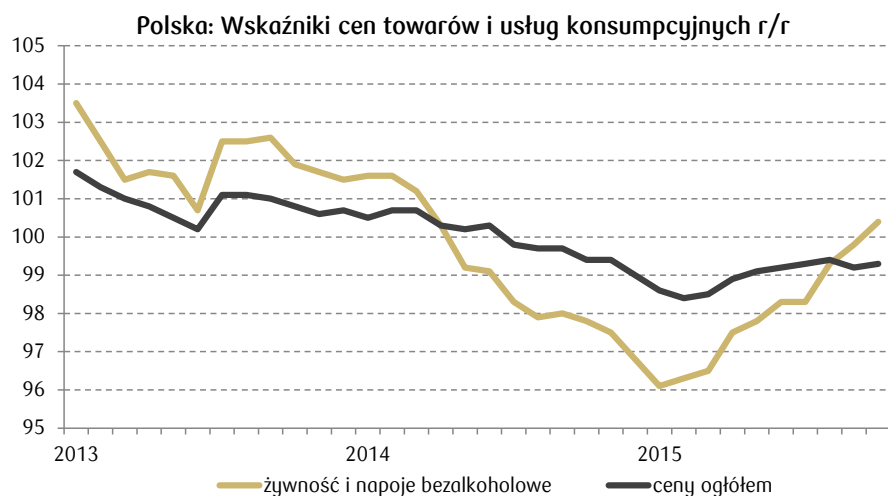
Źródło: [polskirynekwegla.pl](http://polskirynekwegla.pl)

Podsumowując, branża wydobywcza ma za sobą bardzo trudny rok i jeszcze trudniejsze krótkoterminowe perspektywy. Niskie ceny i słabe bilanse oznaczają, że część kopalni będzie musiała odpuścić i zostawić więcej miejsca silniejszym. Do tego czasu spółki górnicze będą pod dużą presją. Jednak uważamy, że cały 2016 r. może przynieść odwrócenie trendu, a surowce mogą stać się czarnym koniem tego roku. Za wcześnie na odważne inwestycje, ale dobrym spółkom z branży trzeba się uważnie przyglądać.

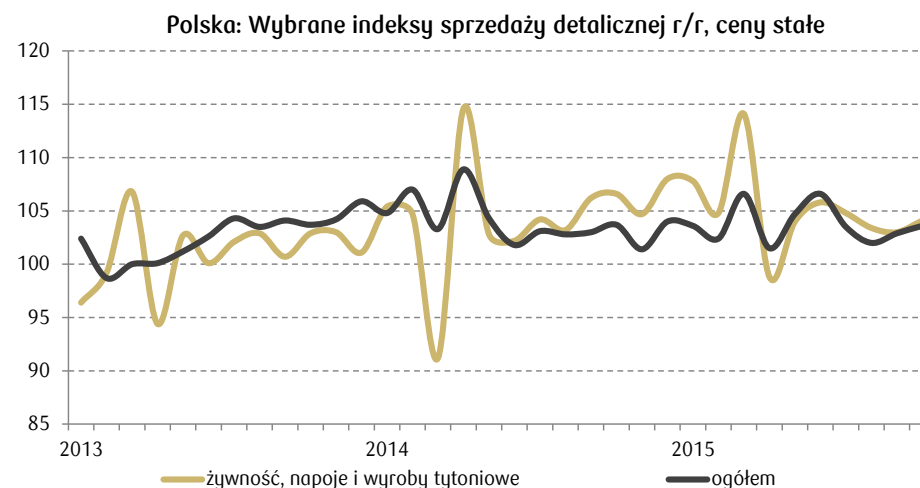


## Sprzyjające czynniki makroekonomiczne...

Czynniki makroekonomiczne powinny sprzyjać perspektywom spółek handlu hurtowego i detalicznego w 2016 roku, choć branża nie będzie wolna od wpływu polityki (podatek od sieci handlowych). Powrót inflacji cen żywności widoczny już w październiku 2015 roku, w połączeniu z silnym wzrostem wolumenowym (średnioroczny wzrost sprzedaży detalicznej żywności w cenach stałych YTD to 5,1%) powinny odbić się pozytywnie na wzrost LFL na rynku.

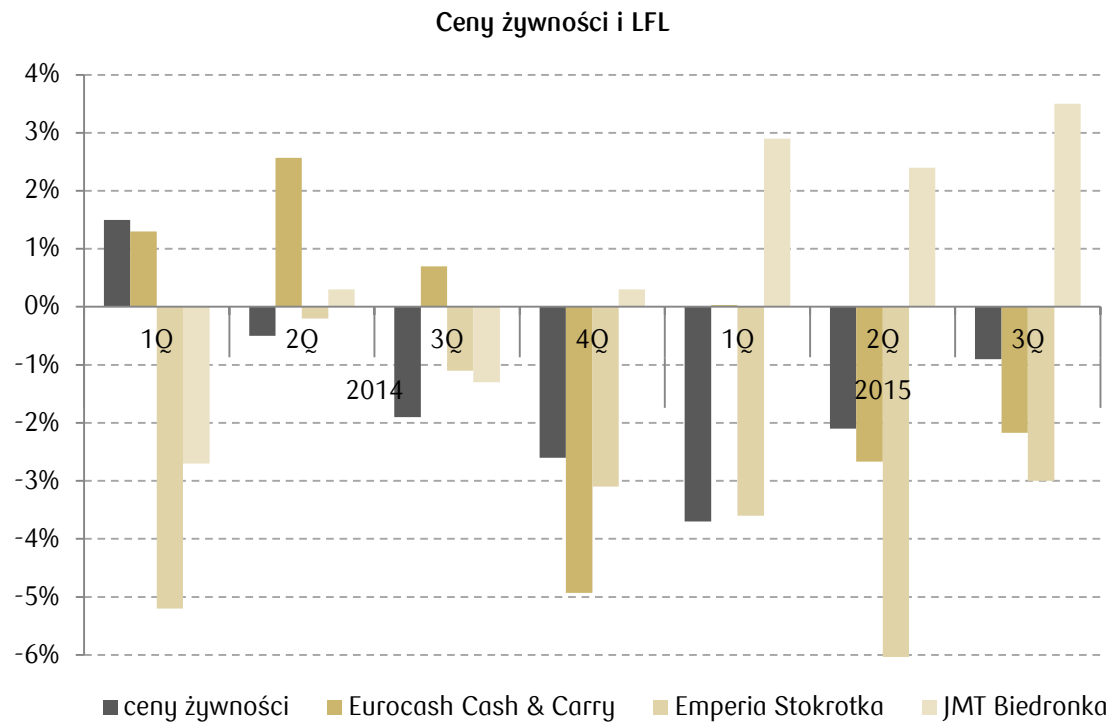


Źródło: GUS



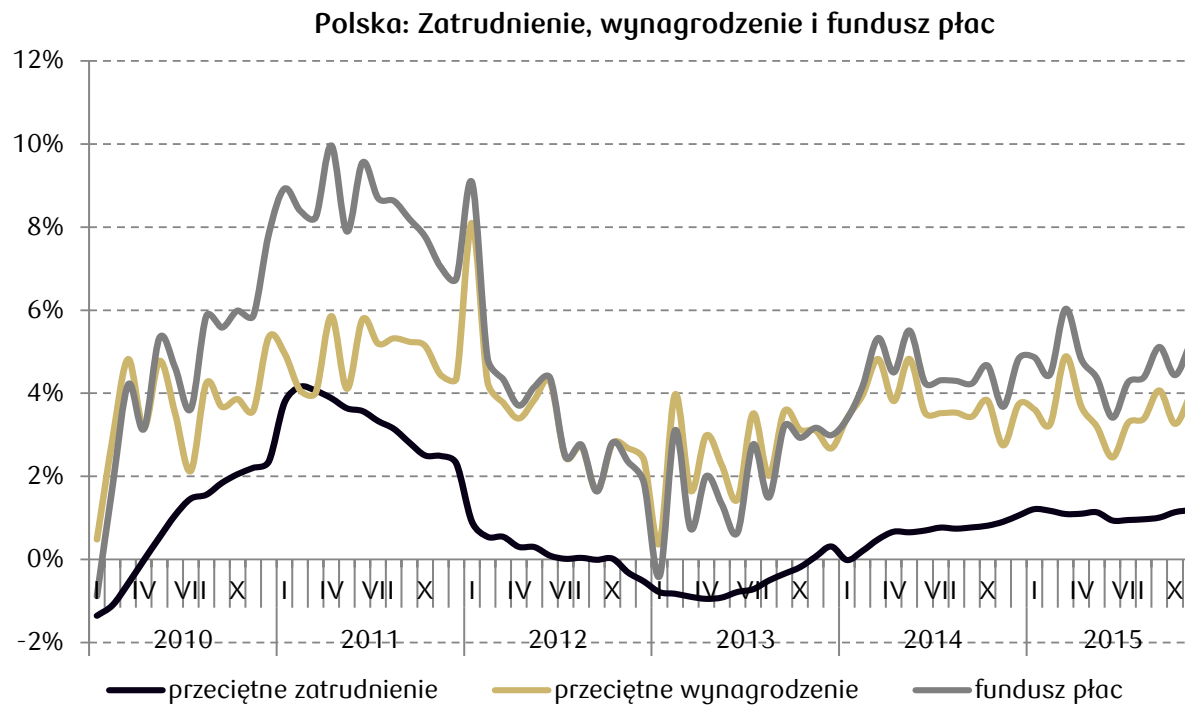
Źródło: GUS

Dane za 2014 i 2015 pokazują, że sprzedaż LFL notowanych graczy na polskim rynku jest silnie skorelowana z wskaźnikiem wzrostu cen żywności.



Źródło: GUS, spółki

Powodem dla wysokiej dynamik sprzedaży żywności będzie kontynuowany wzrost płac i zatrudnienia i idący za tym wzrost popytu. Do października 2015 fundusz płac rósł średnio o 4,7% r/r.



Źródło: GUS

## ... Choć polityka stanowi czynnik ryzyka...

Czynnikiem ryzyka pozostaje wprowadzenie podatku od sieci handlowych. Najmniej narażony na to ryzyko i preferowanym wyborem w sektorze pozostaje **Eurocash**, ze względu na działalność hurtową i tylko pośrednią ekspozycję na handel detaliczny. Ze względu na niewielki udział w rynku, podatku może uniknąć Stokrotka, a najbardziej narażony na efekty wprowadzenia nowego podatku pozostaje Jeronimo Martins. Sądzymy jednak, że koszt podatku zostanie relatywnie szybko przerzucony na producentów i konsumentów, przejściowo tylko obniżając marże spółek handlowych.

## ... Amrest może dalej zyskiwać, choć nie w takim tempie jak w 2015 r...

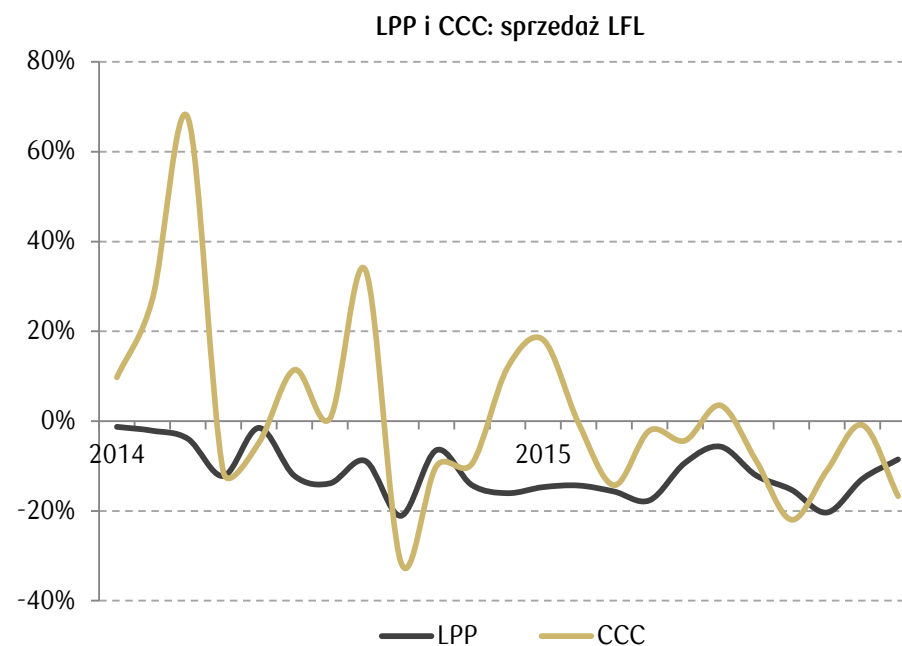
Osobną kategorią w naszych top-pickach pozostaje **Amrest**, przed którym rysuje się kolejny korzystny rok. Choć nie spodziewamy się dalszego wzrostu marż (brak deflacji cen żywności) to dalszy rozwój sieci i silny popyt powinien w dalszym ciągu generować przyrosty sprzedaży i EBITDA.

### Sprzedaż obuwia i odzieży

#### Odzieżowa zadyszka...

Pomimo oczekiwanego wzrostu konsumpcji w 2016 roku, nasze przewidywania co do wzrostów sprzedaży LPP i CCC pozostają umiarkowane. Dzieje się tak dlatego, że pomimo ekspansji powierzchni handlowych, nowe sklepy kanibalizują stare, co powoduje albo spadek sprzedaży LFL (LPP) albo jej stagnację (CCC). Z drugiej strony rozrost powierzchni generuje wyższe koszty operacyjne, co wywiera presję na marżę EBIT.

Dodatkowo, każda z wymienionych spółek napotyka przeszkody na zagranicznych rynkach. W naszym przekonaniu LPP nie może jeszcze mówić o końcu problemów w Rosji, biorąc pod uwagę spadające ceny ropy i postępującą dalszą dewaluację rubla. Spadający popyt na rynku rosyjskim stwarza ryzyko, że część sklepów może okazać się trwale nierentowna. Nie widzimy możliwości, by inne rynki zagraniczne, na których działa LPP dostarczyły taką dynamikę przychodów, by na poziomie skonsolidowanym spółka mogła osiągnąć wzrost ponad 20% w dającej się przewidzieć perspektywie. CCC też na razie nie może pochwalić się zbytnimi sukcesami na rynku niemieckim. W obecnej sytuacji brak przyrostów sprzedaży na m<sup>2</sup> na tym rynku powoduje, że osiągnięcia rentowności w Niemczech nie należy się szybko spodziewać. Ten scenariusz wydaje się być jednak już zdyskontowany przez rynek.



Źródło: Spółki, DM PKO BP

## Dystrybucja hurtowa na GPW:

### Dystrybucja IT - spadek przychodów po wprowadzeniu odwróconego VAT-u

2015 r. był trudny dla dystrybutorów IT. Od 2 kwartału dystrybutorzy raportowali spadki przychodów w kraju i w eksporcie, a po wprowadzeniu mechanizmu odwróconego VATu na wybrane produkty od 1 lipca spadkowi przychodów towarzyszy również spadek rentowności. Marże na dystrybucji wciąż pozostają pod presją, a ze względu na brak produktów stymulujących sprzedaż, dystrybutorzy rozwijają portofio z poza dotychczasowego core businessu, wykorzystując jeszcze bardziej swój potencjał logistyczny.

W pierwszej połowie 2016 wyniki dystrybutorów będą wciąż obciążone wpływem mechanizmu odwróconego VATu, spodziewamy się kontynuacji spadku przychodów na dystrybucji tradycyjnego IT i jeszcze większej presji na marżę w całej branży. W drugiej połowie 2016 r. będą miały miejsce dwie duże imprezy sportowe EURO 2016 i Olimpiada w Brazylii, które naszym zdaniem mogą nieco pobudzić popyt. Spodziewamy się dalszych procesów konsolidacyjnych w regionie.

Jak dotąd wydaje nam się, że AB prowadzi swój biznes „najzdrowiej”. W całym 2015/16 spodziewamy się tylko lekko gorszych wyników r/r (słabszy polski rynek, spowolnienie tempa wzrostu w Czechach), 2015/16 P/E: 9x; EV/EBITDA: 7,8x). Action dotychczasowy lider wśród krajowych dystrybutorów IT w 2015 r. dwukrotnie obniżał prognozę zysku netto (z 81 do 40 mln PLN). W 2016 r. oczekujemy tylko kosmetycznej poprawy wyniku. Z zysku za 2015 spółka deklaruje wypłatę wyższej dywidendy, naszym zdaniem DPS 1,5-2,2 PLN, div yield 6-9% (2016 P/E: 9,2x; EV/EBITDA: 8,6x). W przypadku ABC Daty zwracamy uwagę na oczekiwaną wysoką stopę dywidendy (div yield 10-11%) i silny bilans. ASBIS jest naszym zdaniem wciąż najbardziej ryzykowną ze spółek w sektorze.

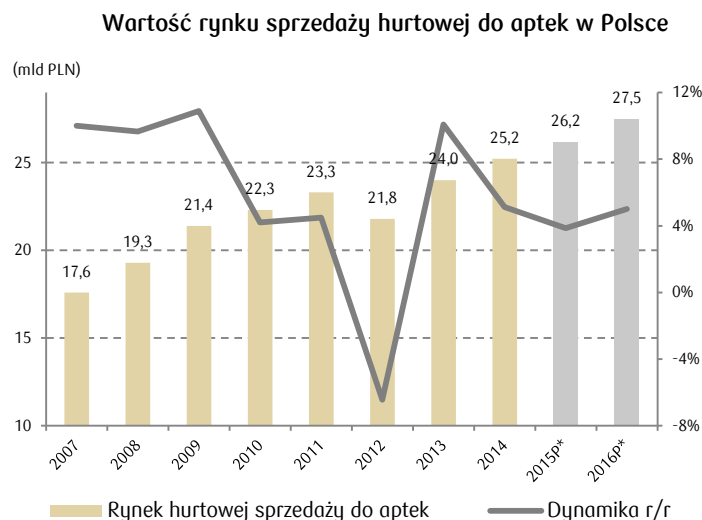
## Dystrybutorzy leków - ekspozycja na zachodzące obecnie procesy demograficzne

Inwestycja w akcje dystrybutorów leków jest naszym zdaniem dobrą ekspozycją na zachodzące obecnie procesy demograficzne. Oczekiwany wzrost liczby ludności w wieku 60+ i dalsze wydłużanie długości życia zwiększają z roku na rok potencjalny rynek. Dystrybutorzy pokazali, że nawet w trudnych warunkach legislacyjnych potrafią efektywnie zarządzać swoim mixem produktowym i poprawiać wyniki.

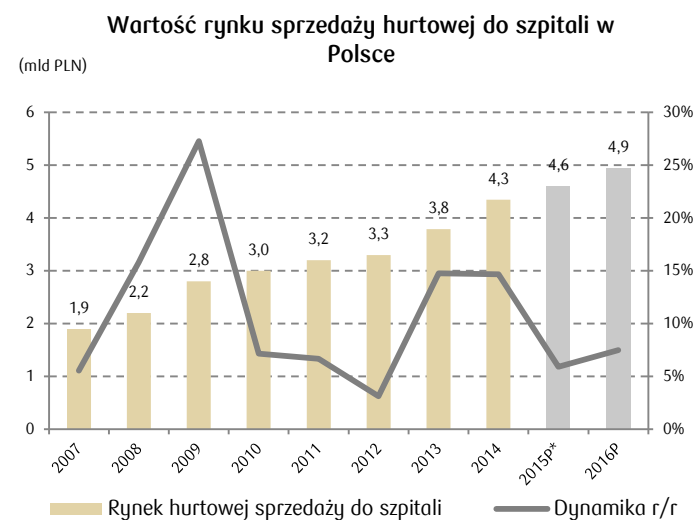
Ryzykiem dla branży może okazać się zapowiadana likwidacja NFZ, jednak zakładamy, że będzie to tylko techniczna zmiana płatnika. Program „darmowe leki dla seniora” pozostanie bez istotnego wpływu na sektor (0,5 mld PLN z budżetu w 2016). Pelion naszym zdaniem w 2016 roku nie zdoła urentownić biznesu detalicznego (apteki, drogerie). Spółka ma wysoki dług (3,6x do EBITDA), a przed sobą inwestycje w magazyn dla szpitali.

## W sektorze wyróżniamy:

**Neuca:** 2016 P/E: 14,8; 2016 EV/EBITDA: 10,5; div. yield: 1,4%; lider sektora dystrybucji farmaceutyków, silny bilans, dług netto/EBITDA 1,2x, zakończone inwestycje w logistykę. Silne marki własne (18% kontrybucji do zysku netto) oraz budowanie trzeciej nogi opartej na telemedycynie i badaniach klinicznych są atutami spółki.



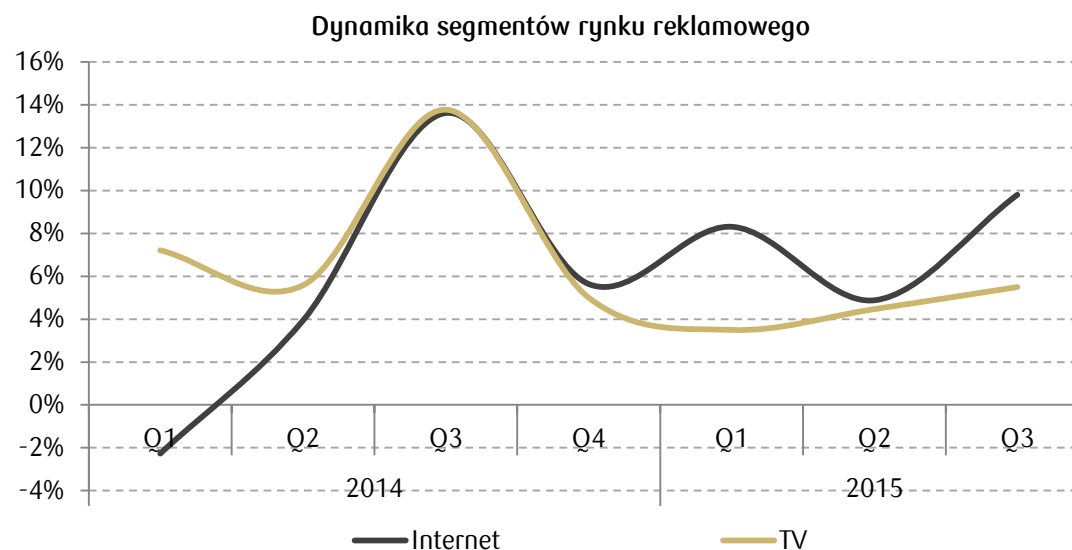
Źródło: IMS Health  
2015-2016P\* - prognoza DM PKO BP



Źródło: IMS Health  
2015-2016P\* - prognoza DM PKO BP

### Poprawa rynku z polityką w tle...

Rynek reklamowy nieznacznie przyspieszył pod koniec 2015 roku (+5,5% w 4Q 15) i w związku z umacniającym się wzrostem PKB możemy spodziewać się dalszej poprawy dynamiki w 2016 r. Powinno to tworzyć dogodne warunki dla spółek mediowych, szczególnie tych z ekspozycją na szybko rosnący internet – WPH, a także z częściową z ekspozycją na telewizję – Cyfrowy Polsat.



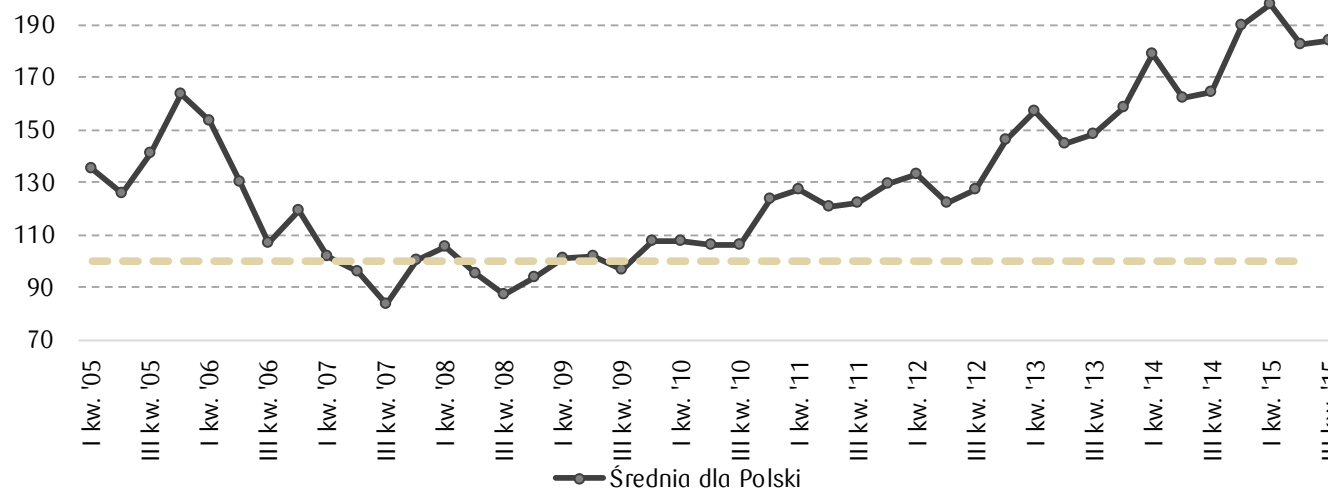
Źródło: GUS, Agora, DM PKO BP

Proponowane przez Krajową Radę Radiofonii i Telewizji zmiany w sposobie finansowania mediów publicznych mogą mieć duże znaczenie dla spółek mediowych. Ograniczenie emisji reklam do 4 minut w telewizji publicznej może bardzo korzystnie odbić się na cenniku reklam, jako że telewizja publiczna przestanie być czynnikiem dyktującym ceny. Prywatne stacje telewizyjne jak TVN i Polsat mogą być skłonne do mocnego podniesienia cenników, co wpłynie korzystnie na inne segmenty rynku jak internet. O ile zmiany w finansowaniu mediów publicznych spodziewalibyśmy się raczej dopiero najwcześniej od 2017 roku, to rynek może zacząć dyskontować pozytywny scenariusz wcześniej. Dlatego w naszym preferowanym wyborze w sektorze pozostaje internetowy **WPH**.

Rok 2015 był historycznie najlepszym okresem dla deweloperów mieszkaniowych pod względem osiągniętej sprzedaży. Szczególnie udana pod tym względem jest II połowa bieżącego roku, w której wielu deweloperów giełdowych jak Dom Development, Robyng i Atal zanotowało rekordowe wolumeny kwartalne. Pozytywny trend na rynku mieszkaniowym trwa już od 2,5 roku co budzi pytania o jego trwałość i perspektywę. Czynniki, które wspierały dobrą koniunkturę były rynek pracy, niskie stopy procentowe oraz wsparcie ze strony rządowych programów Rodzina na Swoim a następnie Mieszkanie dla Młodych. W 2015 r. dołączył do nich także wzrost wolumenów i wartości udzielanych kredytów hipotecznych, który przyspieszył zwłaszcza w drugiej połowie roku. Czynniki te są nadal aktualne, ale rok 2016 przyniesie pewne zmiany w tym zakresie. W przypadku kredytów hipotecznych wzrastają wymagania co do poziomu wkładu własnego do 15% wartości mieszkania. Możliwe jest obniżenie wkładu do poziomu 10%, który obowiązywał w 2015 r. poprzez m.in.: ubezpieczenie brakującej części wkładu własnego, ale zgodnie z wytycznymi KNF banki nie będą mogły dokonać tego poprzez podniesienie marży kredytowej. W związku z wprowadzeniem podatku bankowego podwyższane są także marże o ok. 40bp, co podnosi koszty kredytu o ok. 50-100 PLN miesięcznie. Z drugiej strony oczekiwania co do rynku pracy są cały czas pozytywne, a zdolność kredytowa wzrosła dodatkowo ze względu na wprowadzenie programu 500+. Mimo trwającej ponad 2 lata koniunktury nie rosną istotnie ceny mieszkań, co zwiększa ich dostępność. To zasługa utrzymywania się dużej konkurencji i stabilnych poziomów kosztów budowy. Ze względu na większe zakupy deweloperów wzrosły natomiast ceny działek.

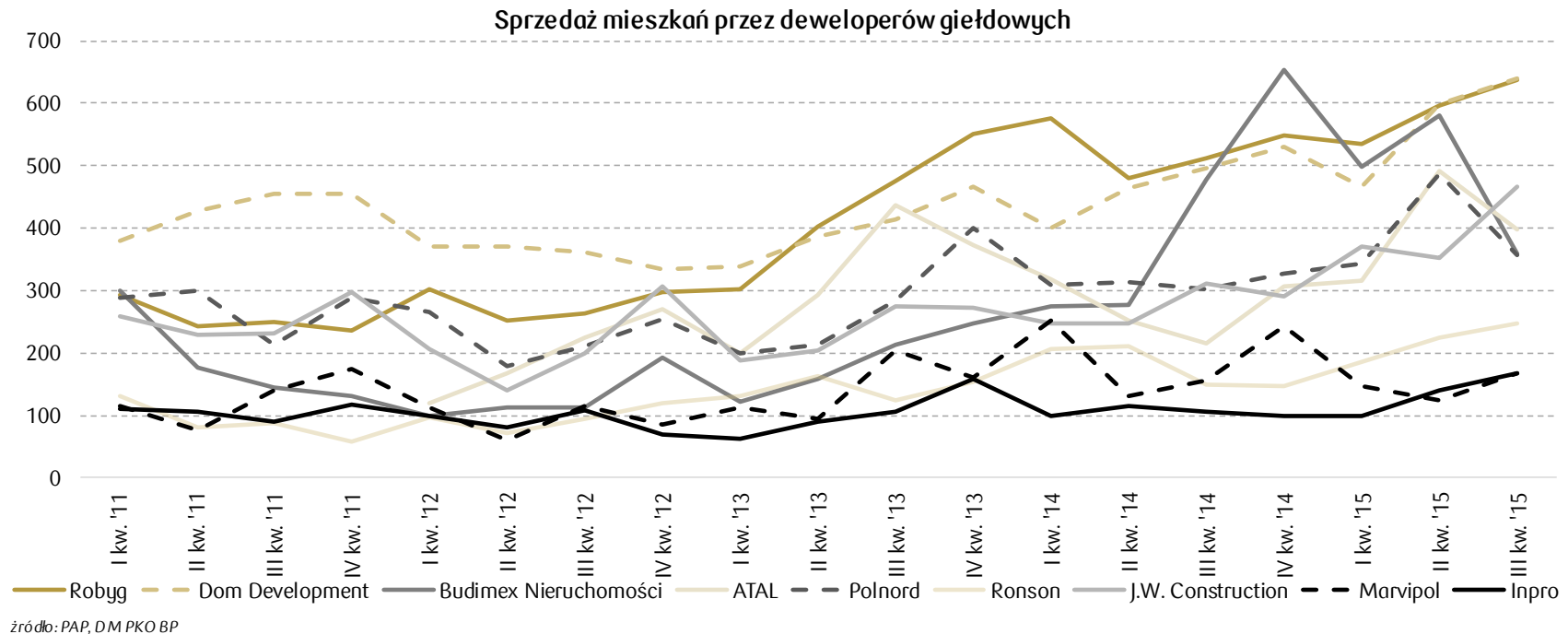
Oczekujemy, że w 2016r. wolumeny nadal pozostaną wysokie, ale ze względu na przyspieszenie sprzedaży w II połowie 2015 r., które mogło nastąpić ze względu na oczekiwane wejście w życie niekorzystnych regulacji kredytowych możliwe jest okresowe spowolnienie widoczne na początku roku.

Indeks Dostępności Mieszkaniowej w okresie I kw. 2005 - III kw. 2015



Źródło: ZBP





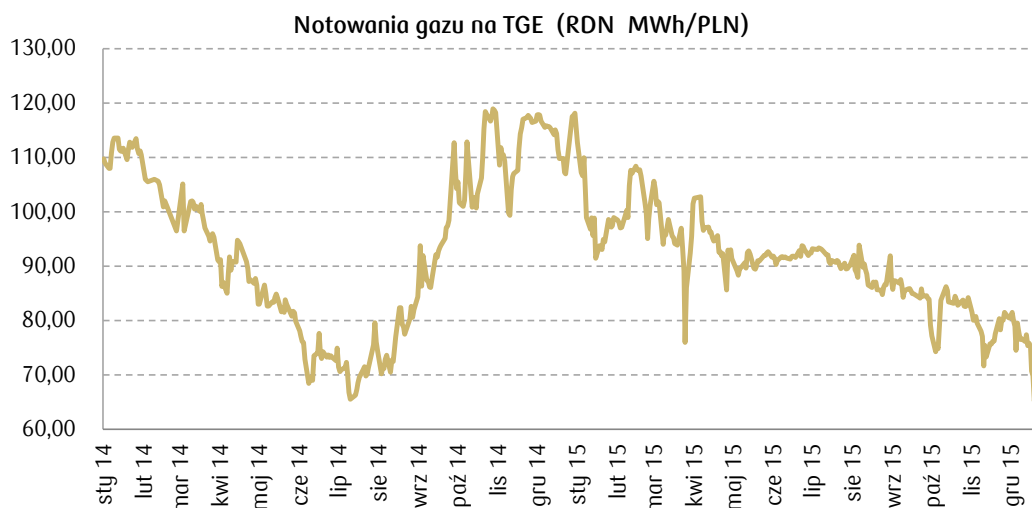
W przypadku deweloperów powierzchni komercyjnych mimo dużej konkurencji widocznej zwłaszcza w Warszawie na rynku biurowym, gdzie udział powierzchni niewynajętych wynosi ok 13% i poza Warszawa na rynku powierzchni handlowych utrzymywane jest wysokie tempo wprowadzania nowych projektów. Sprzyjają temu niskie stopy procentowe w strefie euro, które zapewniają tanie finansowanie. Zjawisko to przekłada się na spadek stóp zwrotu z nieruchomości widoczny na rynkach zachodnioeuropejskich. Spadek oczekiwanych stóp zwrotu staje się tematem inwestycyjnym także w na polskim rynku, jednak ze względu na presję na czynsze na razie dotyczy to w głównie najlepszych nieruchomości. Ze względu na relatywnie atrakcyjne rentowności bardzo aktywny tak jak w poprzednich latach jest rynek transakcyjny, którego wartość powinna przekroczyć 3,2 mld EUR osiągnięte w 2014 r.

Spółki giełdowe dostosowują się do sytuacji rynkowej i uruchamiają wybrane inwestycje, które mają duże szanse powodzenia jak np.: Galeria Północna i biurowiec FortyOne w przypadku GTC, czy centrum handlowe w Katowicach w przypadku ECHO. Spółki wykorzystują także dostępne tanie finansowanie i kupują dobrze wynajęte nieruchomości biurowe (GTC i PHN).

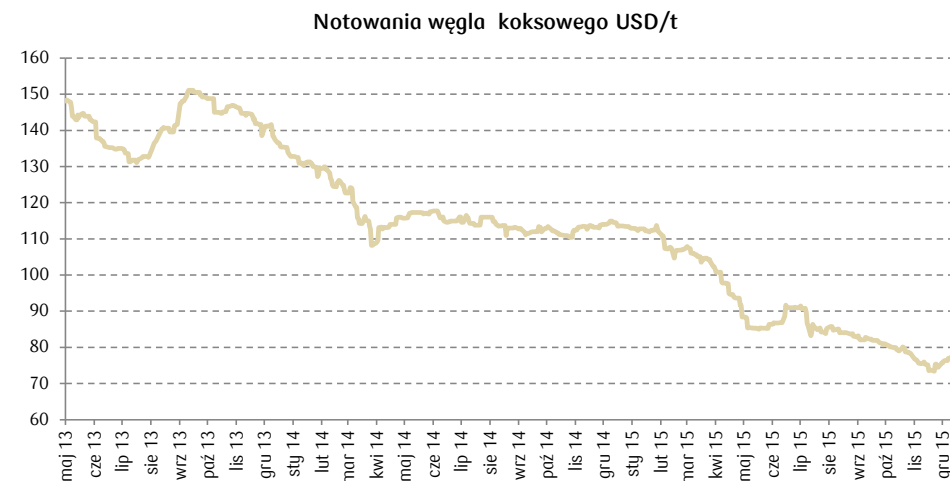
## Sektor chemiczny (*negatywnie*)

### Spadek cen surowców motorem poprawy wyników

Ubiegłoroczny rok w przypadku większości spółek chemicznych okazał się być wyjątkowo dobry głównie za sprawą spadku kosztu surowców energetycznych używanych do produkcji, wspierając istotnie wynik spółek chemicznych. W zależności od poszczególnych kategorii produktowych popyt na chemikalia nie był na tyle wystarczający, aby doprowadzić do wzrostu notowań chemikaliów poza rynkiem sody.



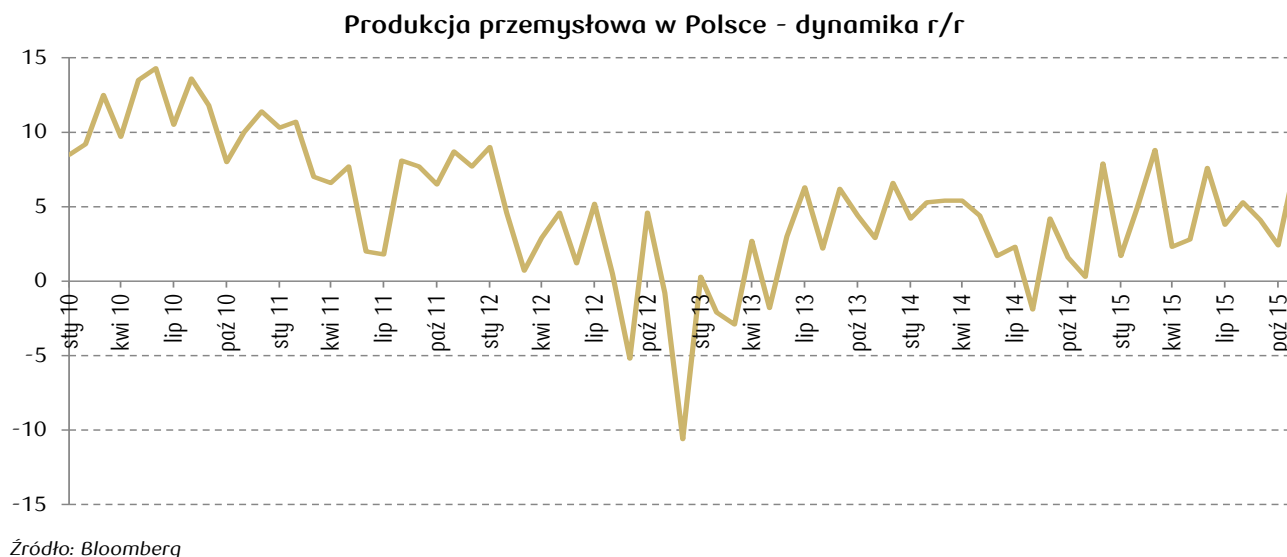
Źródło: DM PKO BP



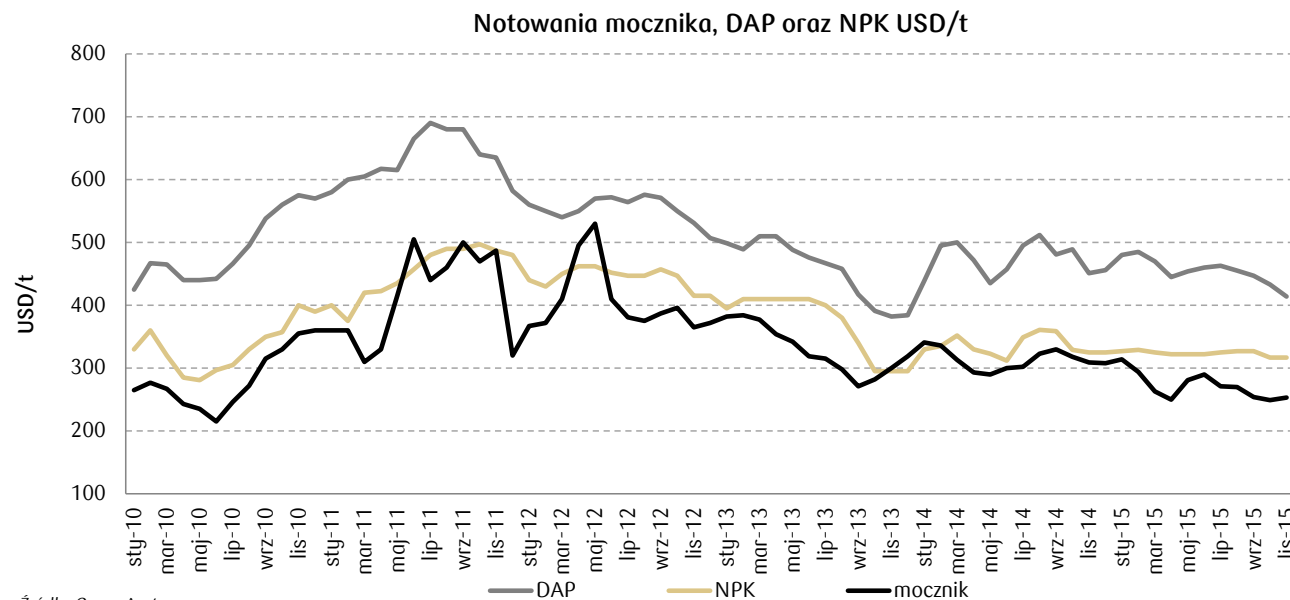
Źródło: Bloomberg

## Czy rok 2016 będzie tak samo dobry?

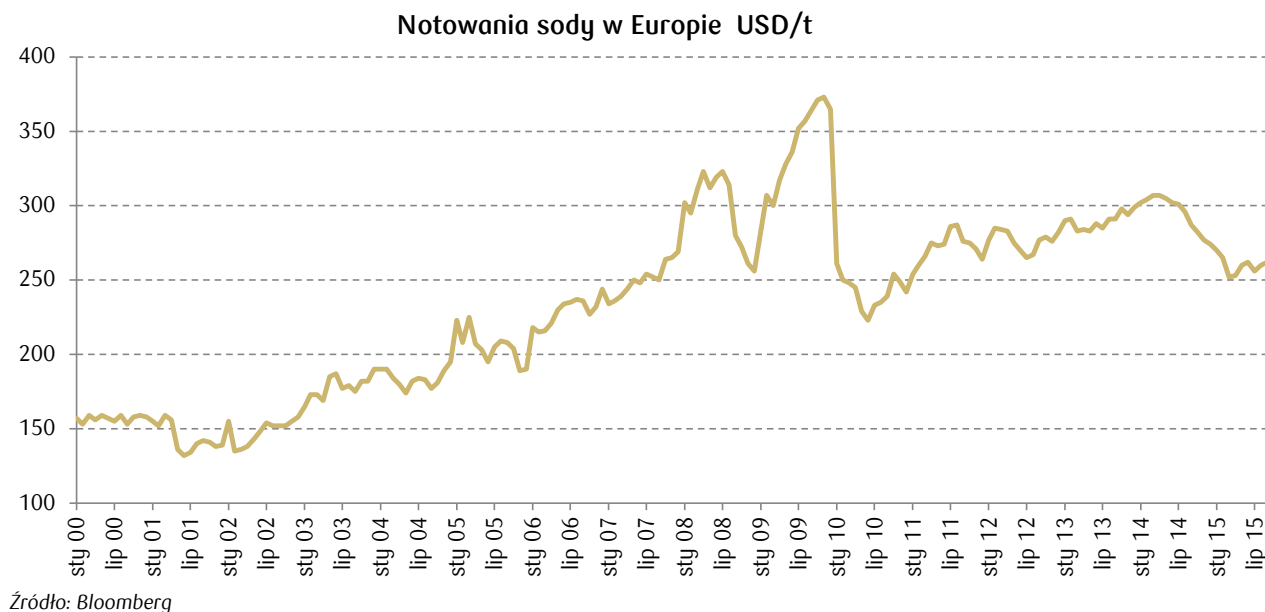
Ostatnie miesiące przyniosły dalsze spadki cen gazu oraz stabilizację notowań węgla na niskich poziomach po znaczących spadkach w I poł. 2015 r. W przypadku gazu średnioroczny koszt zakupu powinien być niższy r/r niemniej jednak największy wpływ niższych cen surowców powinien mieć miejsce w I poł. 2016 r. ze względu na efekt bazy. Tak więc tempo poprawy wyników spółek chemicznych w dużej mierze będzie zależne od tempa spadku kosztu surowców oraz wzrostu wolumenów sprzedaży. Oczekujemy jednak, iż dodatni efekt wpływu na wyniki z tytułu spadku kosztów surowców będzie ograniczony w porównaniu do minionego roku.



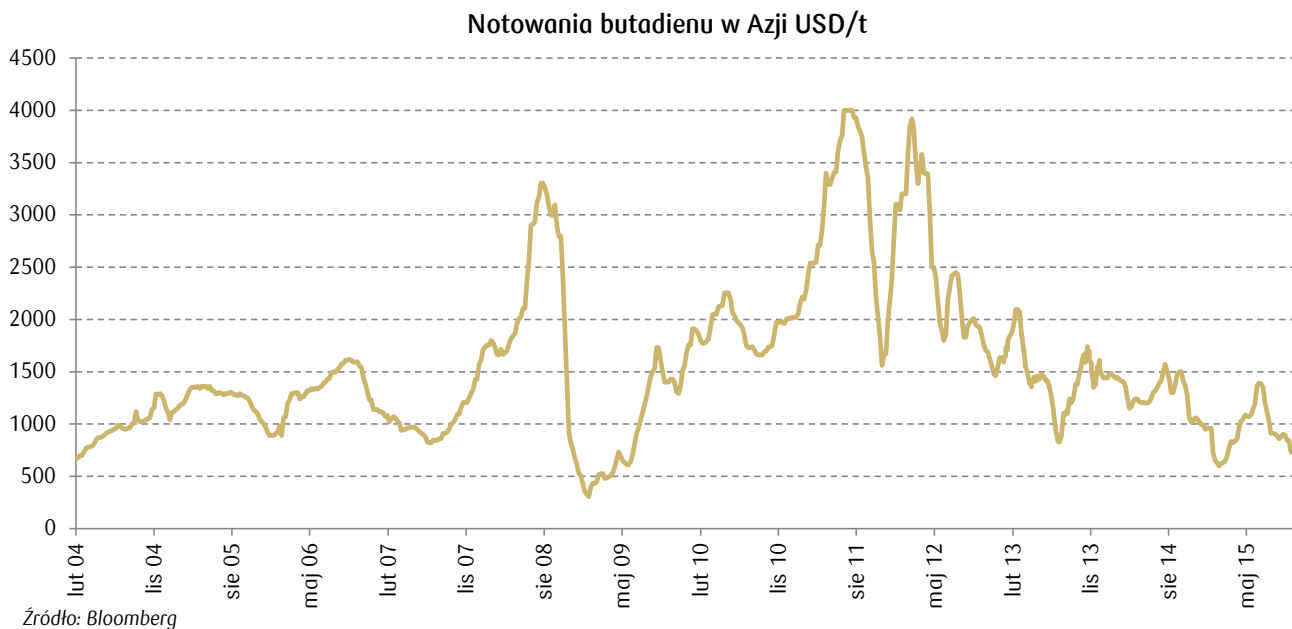
Poprawa wyników Grupy Azoty w 2015 r. miała miejsce głównie na skutek wzrostu wolumenów nawozów NPK oraz spadających cen surowców. W 2016 r. oczekujemy dalszego spadku cen gazu, ale braku istotnego wzrostu wolumenów sprzedaży nawozów, przez co efekt poprawy wyników nie będzie już tak zaskakujący jak w 2015 r. Dodatkowo urodzajne zbiory w poprzednich latach oraz relatywnie wysoki poziom zapasów zbóż nie będą sprzyjały wzrostom notowań nawozów azotowych w 2016 r.



Z kolei poprawa wyników w Ciechu miała przede wszystkim swoje źródło w wystąpieniu korzystnych uwarunkowań rynkowych zarówno na rynku sody jak i w przypadku spadających notowań surowców energetycznych, dzięki czemu znacząco wzrosła marża EBITDA. Jeżeli weźmiemy pod uwagę stabilizujące się ceny węgla oraz rynek sody pod presją i brak możliwości wynegocjowania korzystnych podwyżek cen sody oznacza to, iż rok 2016 pozwoli jedynie na umiarkowany potencjał poprawy wyników na poziomie EBITDA (efekt wzrostu mocy w grupie). W kolejnych latach rynek sody nie będzie już tak sprzyjający w związku z oddaniem nowych mocy produkcyjnych w sodzie naturalnej w Turcji oraz presją ze strony rosnącej podaży sody syntetycznej z Chin, co oznacza postępującą erozję marży na sprzedaży sody.



Niskie notowania butadienu oraz awaria krakera w Unipetrolu zdeterminowały wyniki Synthosu w 2015 r. Ponieważ jak na razie nie widać przesłanek do poprawy otoczenia rynkowego (zdołowane surowce oraz umiarkowany popyt na opony) oczekujemy, że dopiero II poł. 2016 r. może przynieść lekką poprawę wyników. W krótkim terminie czynnikiem pozytywnie wpływającym na kurs akcji będzie perspektywa wypłaty dywidendy w związku z silnym cash flow operacyjnym spółki. W średnim terminie motorem budowy wartości spółki będą realizowane projekty inwestycyjne (linia SSBR oraz budowa zakładu produkcji ŚOR), które pozwolą na wzrost EBITDA począwszy od 2017 r.



### Spadek cen surowców nie trwa wiecznie – Synthos z szansą na wzrosty

Podsumowując - skala poprawy wyników w spółkach chemicznych będzie znacznie mniejsza w porównaniu do 2015 r. ze względu na słabnący wpływ taniejących surowców na wyniki spółek. Uważamy, iż największy potencjał wzrostu akcji ma Synthos ze względu na możliwe odbicie rynku butadienu w II poł. 2016 r., odzwierciedlające wzrost notowań ropy naftowej. Z kolei spadek capexu w kolejnych latach oraz wzrost FCF to dodatkowe argumenty przemawiające za silnymi fundamentami rozwoju Synthosu oraz postrzeganiem spółki w kategoriach stabilnej, długoterminowej inwestycji.

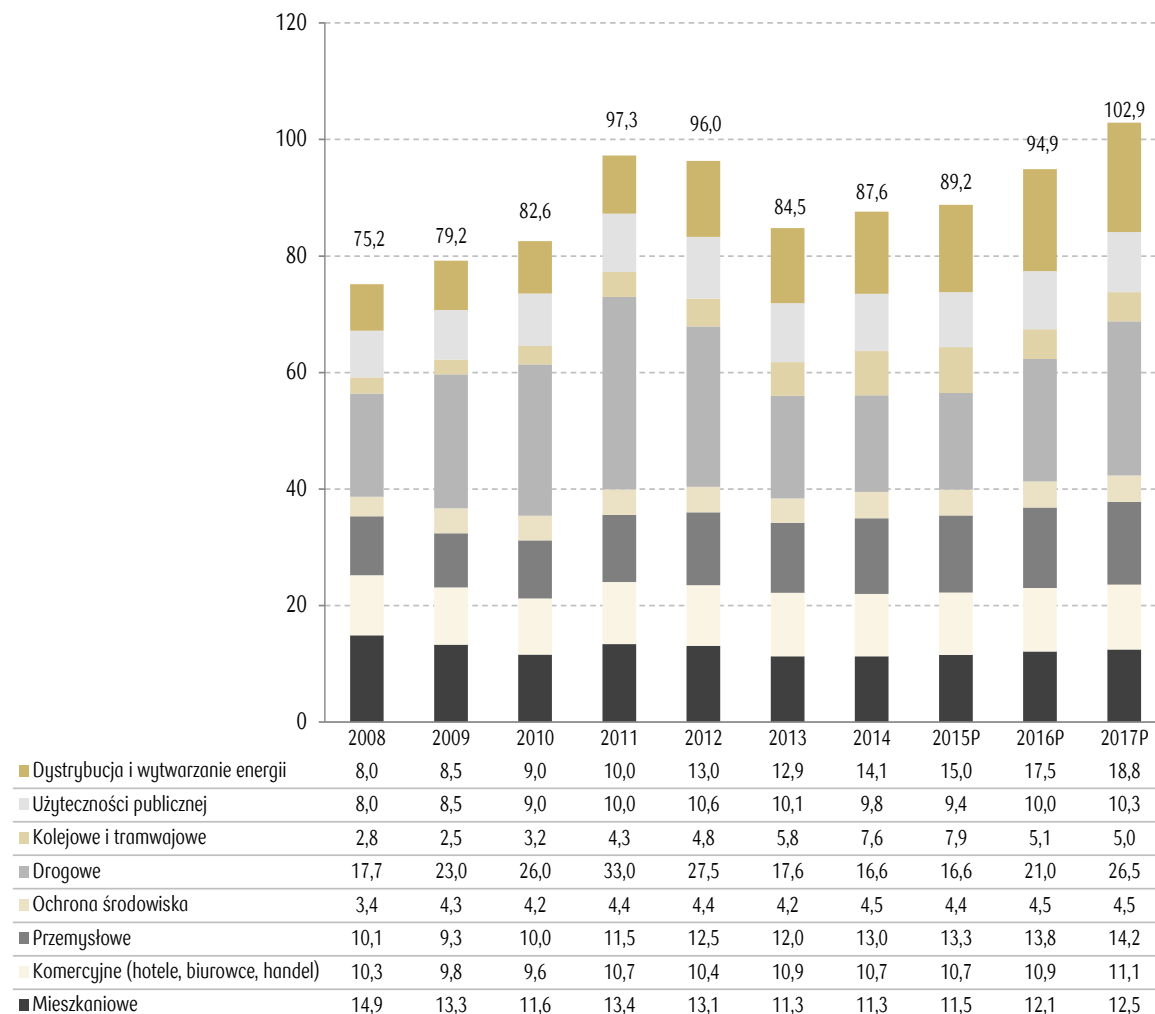
## Sektor budowlany (*pozytywnie*)

Rok 2016 powinien być dość dobry dla segmentu budowlanego. Generalni wykonawcy powinni korzystać z wysokich marż (prawdopodobnie rekordowo wysokich w cyklu). Spółki korzystają na dużym spadku cen materiałów: asfaltu, betonu, paliw – średnio o około 10-15% w ciągu roku. Dopiero w nieco dalszej perspektywie pojawia się presja związana z kosztami pracy i cenami podwykonawców oraz realizacją kontraktów podpisanych w warunkach niskich kosztów. Rok 2016 (a szczególnie jego druga połowa) powinien być szansą dla spółek na zwiększenie portfela zleceń kontraktów infrastrukturalnych.

Ryzykiem jest potencjalnie bardziej napięty w kolejnych latach budżet państwa. W nowej perspektywie unijnej (realizowanej do roku 2022) spodziewamy się realizacji kontraktów drogowych za około 100 mld PLN. Obniżyliśmy nasze założenia z poziomu około 115 mld PLN przez wydaje się, że nieco inne rozłożenie akcentów inwestycyjnych przez polityków. Potencjalnym maksimum byłaby kwota około 140 mld PLN (pozwalająca na realizację dotąd obowiązującego bardzo ambitnego planu drogowego). Potencjalnym minimum jest kwota ponad 80 mld PLN – która pozwoliłaby na wykorzystanie środków unijnych.

W 2016 roku rynek budowlany powinien rosnąć w mocnym ale jednocyfrowym tempie.

Prognozy dla segmentów budownictwa (mln PLN)



Źródło: Gus, PKP PLK, GDDKiA, Ministerstwo Infrastruktury, URE, Prognozy i szacunki DM PKO BP

## W sektorze wyróżniamy:

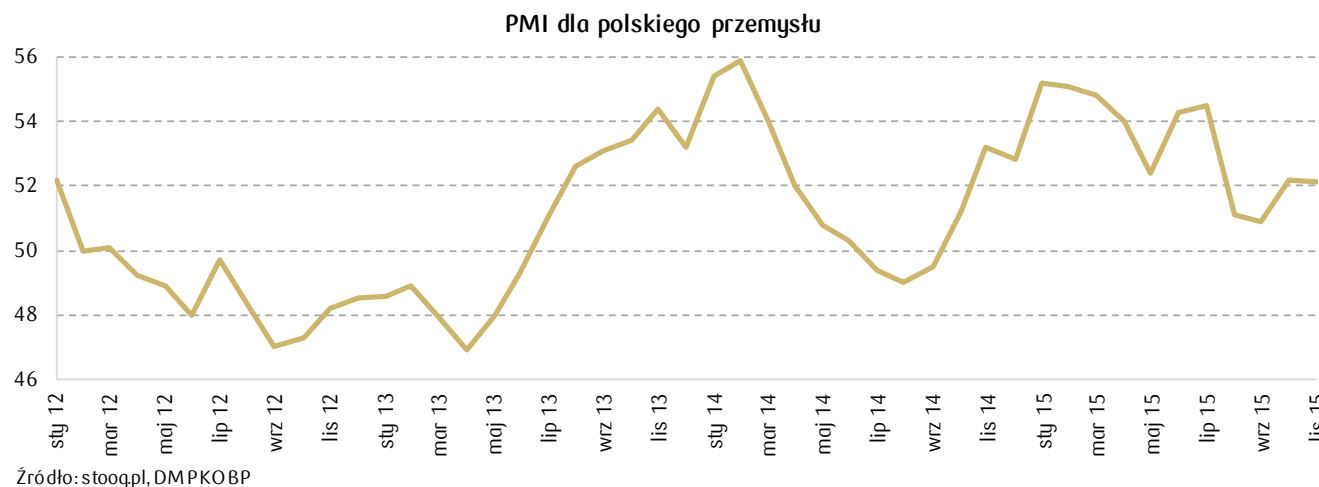
**Budimex:** 2016 P/E: 15,8; 2016 EV/EBITDA: 8,2, div. yield: 4,5%; Lider sektora budowlanego z wysoką skutecznością (ostatnio powyżej 25%) pozyskiwania zleceń. Silny bilans i konserwatywna wycena kontraktów budowlanych. Planowany rozwój w segmencie użyteczności publicznej i budownictwa kolejowego.

**Trakcja:** : 2016 P/E: 11,7; 2016 EV/EBITDA: 7,7, div. yield: 4%; Największy podmiot na rynku budownictwa kolejowego w Polsce. Ustabilizowany bilans i dość konserwatywna wycena kontraktów budowlanych. Ekspozycja na mający najlepsze lata przed sobą rynek budownictwa kolejowego.



## Sektor przemysłowy (*pozytywnie*)

W naszym odczuciu w końcówce roku 2015 spółki przemysłowe notowane na polskiej giełdzie sygnalizują raczej dobrą koniunkturę. Potwierdza to PMI dla polskiego przemysłu, który w październiku i listopadzie odbił do poziomów powyżej 52 pkt.



Obstawiamy, że rok 2016 powinien być mocny dla eksporterów, których wspiera dość słaba złotówka oraz dla sektorów będących już od dłuższego czasu motorem napędowym polskiej gospodarki i eksportu (segment motoryzacyjny i meblowy). Zyskowność sektora jest wspierana przez taniejące surowce, ale zagrożeniem są bardzo szybko rosnące (w niektórych regionach w Polsce w tempie dwucyfrowym) koszty pracy. Silny USD (względem EUR), jest z kolei dla polskich spółek przemysłowych generalnie niekorzystny (relatywnie przeważa import w USD i eksport w EUR).

### W sektorze wyróżniamy:

**Alumetal:** 2016 P/E: 12,1; 2016 EV/EBITDA: 9,2, div. yield: 5,2%; Producent wtórnych stopów aluminiowych dla motoryzacji. Beneficjent trendu przenoszenia się przemysłu motoryzacyjnego do CEE. W 2016 roku spółka otworzy nowy zakład na Węgrzech zwiększający moce o 1/3.

**Forte:** 2016 P/E: 14,0; 2016 EV/EBITDA: 10,5, div. yield: 2,6%; Producent mebli – głównie na eksport. Beneficjent przenoszenia się przemysłu meblowego z Europy Zachodniej do Polski. Spółka korzysta też na automatyzacji i konsolidacji segmentu. Bardzo dynamicznie rozwija eksport na nowe kierunki Europejskie.

**Kęty:** 2016 P/E: 13,9; 2016 EV/EBITDA: 8,9, div. yield: 4,2%; Producent wyrobów wyciskanych i opakowań z Aluminium. W ramach 5 letniej strategii mocny wzrost przychodów i EBITDA (+50-60%) połączony z wysoką dywidendą (5%). Bardzo podoba nam się ekspozycja na przemysł UE, w tym zwłaszcza Polski i Niemiec.

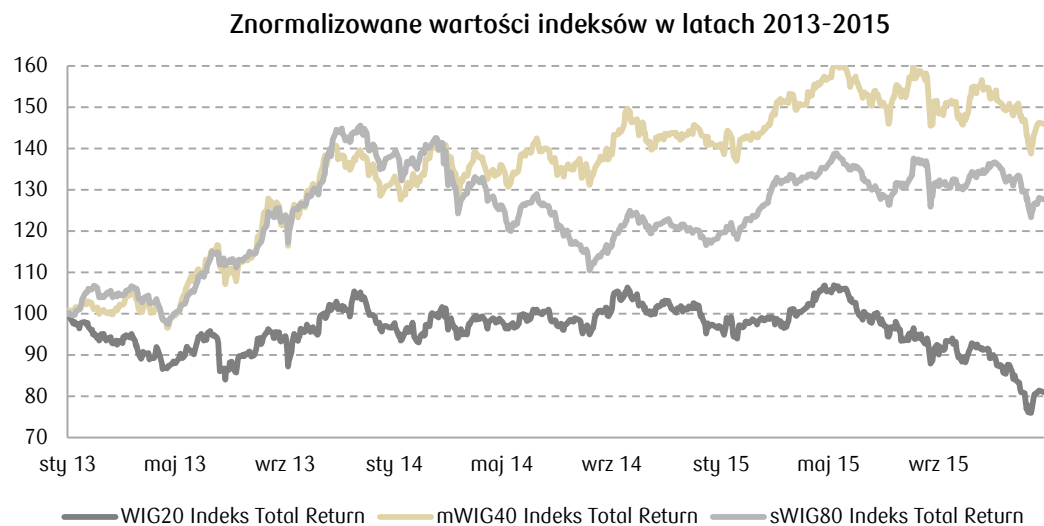
**Newag:** 2016 P/E: 14,7; 2016 EV/EBITDA: 10,3, div. yield: 5,5%; Producent taboru kolejowego i tramwajowego. Rok 2016 wydaje się być dołkiem w cyklu inwestycyjnym w tabor kolejowy. W coraz większym stopniu udaje się zdobywać rynki eksportowe – jest to duża szansa dla Newag'u.

**Sanok Rubber Company:** 2016 P/E: 13,9; 2016 EV/EBITDA: 8,9, div. yield: 3,8%. Producent wyrobów gumowych dla motoryzacji i budownictwa. Silny bilans i bardzo dynamiczny rozwój (również poprzez przejęcia) w rosnącym w CEE segmencie motoryzacyjnym.

**Zetkama:** 2016 P/E: 11,7; 2016 EV/EBITDA: 8,0, div. yield: 3%; Producent armatury, odlewów, odkuwek, elementów złącznych dla motoryzacji, energetyki i innego przemysłu. Dobra ekspozycja sektorowa na rosnące gałęzie przemysłu, początek wypłaty dywidend.

## Małe i średnie spółki (*pozytywnie*)

Polskie małe i średnie spółki w roku 2015 po raz kolejny zachowywały się lepiej (średnio o ponad 20%) niż spółki największe. Ta grupa bardziej odzwierciedla stan polskiej gospodarki niż indeks WIG20 – przeważony w bankach i energetyce.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Mocna końcówka druga połowa grudnia sprawiła, że oba indeksy mniejszych spółek zakończyły rok na plusie.

Polskie spółki małe i średnie wyceniane podobnie jak w poprzednich latach (P/E na 2016 na poziomie około 13,0x). Perspektywa poprawy wyników jest raczej pozytywna.

Porównując do lat poprzednich nie widzimy by rynek aplikował dyskonto z tytułu potencjalnych zmian w OFE – to nie jest w cenach. W związku z tym ryzykiem na rok 2016 preferujemy, spośród grupy spółek S&M caps, spółki większe, bardziej płynne i zdecydowanie dzielące się dywidendą.

# Rekomendacje

| Bank                         | Rekomendacja | Data rekomendacji | Cena docelowa | Kapitalizacja (mln zł) | P/E skorygowane |       |       | P/BV      |       |       |
|------------------------------|--------------|-------------------|---------------|------------------------|-----------------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|                              |              |                   |               |                        | 2015            | 2016P | 2017P | 2015      | 2016P | 2017P |
| Banki                        |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| Alior Bank                   | Kupuj        | 2015-12-17        | 74,00         | 4 807,73               | 15,5            | 14,4  | 11,6  | 1,4       | 1,3   | 1,1   |
| BZ WBK                       | Trzymaj      | 2015-12-17        | 281,00        | 28 182,61              | 12,2            | 14,5  | 14,7  | 1,5       | 1,4   | 1,4   |
| Erste Bank                   | Kupuj        | 2015-09-28        | 29,80         | 52 754,67              | 16,1            | 15,0  | 13,8  | 1,2       | 1,1   | 1,0   |
| Handlowy                     | Kupuj        | 2015-12-17        | 71,00         | 9 394,43               | 15,1            | 16,1  | 17,6  | 1,4       | 1,4   | 1,4   |
| ING BSK                      | Kupuj        | 2015-12-17        | 123,00        | 15 241,22              | 13,9            | 14,4  | 14,3  | 1,5       | 1,4   | 1,3   |
| Komerčni                     | Trzymaj      | 2015-09-21        | 5 926,00      | 29 555,96              | 14,9            | 14,9  | 14,4  | 1,8       | 1,7   | 1,7   |
| mBank                        | Trzymaj      | 2015-12-17        | 331,00        | 13 232,38              | 10,6            | 13,4  | 13,7  | 1,1       | 1,1   | 1,0   |
| Millennium                   | Trzymaj      | 2015-12-17        | 5,60          | 6 744,93               | 12,2            | 10,9  | 12,7  | 1,1       | 1,0   | 0,9   |
| OTP Bank                     | Trzymaj      | 2015-07-16        | 5 809,00      | 22 744,21              | 20,3            | 13,1  | 8,8   | 1,4       | 1,3   | 1,1   |
| Pekao                        | Trzymaj      | 2015-12-17        | 148,00        | 37 664,45              | 16,8            | 18,9  | 17,2  | 1,6       | 1,6   | 1,6   |
| Raiffeisen                   | Trzymaj      | 2015-12-10        | 15,10         | 16 917,00              | 10,1            | 14,2  | 9,2   | 0,5       | 0,5   | 0,5   |
|                              |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| Spółka                       | Rekomendacja | Data rekomendacji | Cena docelowa | Kapitalizacja (mln zł) | P/E skorygowane |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|                              |              |                   |               |                        | 2015            | 2016P | 2017P | 2015      | 2016P | 2017P |
| Przemysł podstawowy          |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| Forte                        | Kupuj        | 2015-12-04        | 64,50         | 1 268,30               | 15,0            | 14,0  | 12,8  | 11,5      | 10,6  | 11,0  |
| Sektor chemiczny             |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| Ciech                        | Sprzedaj     | 2015-06-23        | 43,65         | 4 532,19               | 22,3            | 17,2  | 16,7  | 9,5       | 8,8   | 8,4   |
| Grupa Azoty                  | Sprzedaj     | 2015-12-11        | 84,60         | 9 869,95               | 16,5            | 14,1  | 13,7  | 7,8       | 6,7   | 6,4   |
| Synthos                      | Kupuj        | 2015-12-16        | 4,16          | 5 041,58               | 11,3            | 13,5  | 12,5  | 9,6       | 10,0  | 8,8   |
| Sektor budowlany             |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| Budimex                      | Kupuj        | 2015-11-03        | 233,00        | 4 952,84               | 21,9            | 15,8  | 14,1  | 9,9       | 7,5   | 6,1   |
| Elektrobudowa                | Trzymaj      | 2015-04-13        | 110,00        | 617,19                 | 29,1            | 22,9  | 21,4  | 15,9      | 13,8  | 13,5  |
| Pekabex                      | Trzymaj      | 2015-12-18        | 12,00         | 271,19                 | 11,7            | 14,5  | 12,1  | 8,0       | 8,3   | 6,9   |
| Cykliczne dobra konsumpcyjne |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| CCC                          | Trzymaj      | 2015-12-08        | 154,00        | 5 320,32               | 24,2            | 20,5  | 14,9  | 18,6      | 15,9  | 12,5  |
| LPP                          | Sprzedaj     | 2015-12-08        | 5 059,00      | 12 130,09              | 30,9            | 26,4  | 22,7  | 16,0      | 15,3  | 13,0  |
| Cykliczne usługi             |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| PKP Cargo                    | Sprzedaj     | 2015-08-11        | 70,00         | 3 065,43               | 10,4            | 11,9  | 11,6  | 4,9       | 4,7   | 4,7   |
| Dystrybutorzy                |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| AB                           | Kupuj        | 2015-05-25        | 49,00         | 535,97                 | 8,2             | 8,0   | 7,6   | 7,6       | 6,9   | 6,6   |
| Action                       | Trzymaj      | 2015-05-25        | 42,50         | 490,00                 | 6,4             | 6,0   | 5,7   | 6,1       | 5,6   | -     |
| Neuca                        | Kupuj        | 2015-11-06        | 398,00        | 1 638,98               | 16,4            | 15,0  | 13,8  | 12,1      | 10,7  | 9,7   |
| Pelion                       | Trzymaj      | 2015-11-06        | 70,00         | 605,10                 | 13,4            | 12,6  | 9,8   | 7,1       | 7,6   | 6,9   |
| Media i rozrywka             |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| WPH                          | Kupuj        | 2015-06-24        | 45,50         | 1 127,29               | 20,3            | 14,1  | 12,0  | 12,4      | 9,3   | 7,6   |

# Rekomendacje

| Spółka                             | Rekomendacja | Data rekomendacji | Cena docelowa | Kapitalizacja (mln zł) | P/E skorygowane |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|------------------------------------|--------------|-------------------|---------------|------------------------|-----------------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|                                    |              |                   |               |                        | 2015            | 2016P | 2017P | 2015      | 2016P | 2017P |
| Sektor ubezpieczeniowy             |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| PZU                                | Kupuj        | 2015-11-30        | 45,70         | 29 377,05              | 13,1            | 11,4  | 11,1  | -         | -     | -     |
| Sektor deweloperski                |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| Dom Development                    | Kupuj        | 2015-11-25        | 55,20         | 1 362,17               | 17,4            | 14,7  | 14,9  | 14,7      | 12,3  | 12,6  |
| Echo                               | Kupuj        | 2014-10-03        | 7,30          | 2 847,57               | 7,7             | 4,4   | nm    | 3,9       | nm    | -     |
| GTC                                | Trzymaj      | 2015-12-10        | 7,14          | 2 511,87               | 13,1            | 4,5   | 6,5   | 14,9      | 8,5   | 11,4  |
| PHN                                | Kupuj        | 2015-12-03        | 23,70         | 882,90                 | 8,4             | 19,0  | 15,4  | 16,9      | 22,0  | 18,0  |
| Robyg                              | Kupuj        | 2014-10-15        | 2,51          | 731,40                 | 17,8            | 10,9  | nm    | 14,1      | 9,7   | -     |
| Pozostałe usługi finansowe         |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| GPW                                | Trzymaj      | 2015-12-02        | 44,20         | 1 508,89               | 12,6            | 13,1  | 12,1  | 8,2       | 8,2   | 7,8   |
| Holdingi przemysłowe               |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| Alumetal                           | Trzymaj      | 2015-07-20        | 59,50         | 765,91                 | 11,2            | 11,5  | 9,6   | 8,7       | 9,9   | 7,8   |
| Kęty                               | Kupuj        | 2015-09-02        | 370,00        | 2 955,34               | 14,2            | 13,9  | 12,4  | 9,7       | 9,3   | 8,2   |
| Sprzęt elektroniczny i elektryczny |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| Apator                             | Trzymaj      | 2015-10-30        | 34,00         | 1 085,91               | 15,2            | 14,1  | 13,4  | 10,0      | 9,0   | 8,4   |
| ZPUE                               | Kupuj        | 2015-08-06        | 355,00        | 490,00                 | 13,4            | 12,7  | 13,0  | 8,3       | 7,8   | 7,4   |
| Sektor konsumpcyjny                |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| AmRest                             | Kupuj        | 2015-12-18        | 215,70        | 4 059,47               | 24,7            | 22,1  | 18,8  | 10,7      | 8,8   | 7,4   |
| Emperia                            | Kupuj        | 2015-07-01        | 83,98         | 860,17                 | 18,4            | 17,7  | 16,6  | 7,2       | 6,6   | 5,9   |
| Eurocash                           | Trzymaj      | 2015-07-01        | 39,72         | 6 737,09               | 28,2            | 25,6  | 22,8  | 16,1      | 15,2  | 14,3  |
| Jeronimo Martins                   | Kupuj        | 2015-11-30        | 16,20         | 32 301,73              | 21,3            | 20,5  | 17,4  | 10,0      | 9,2   | 7,8   |
| Otmuchów                           | Kupuj        | 2015-11-27        | 7,41          | 70,37                  | 14,9            | 9,6   | 7,4   | 5,7       | 4,7   | 4,1   |
| Sektor telekomunikacyjny           |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| Cyfrowy Polsat                     | Kupuj        | 2015-12-15        | 26,60         | 13 353,72              | 11,4            | 11,4  | 11,4  | 6,3       | 6,2   | 5,9   |
| Magyar Telekom                     | Trzymaj      | 2015-11-25        | 439,00        | 5 729,30               | 14,5            | 13,3  | 11,8  | 4,6       | 4,3   | 4,2   |
| Netia                              | Kupuj        | 2015-12-15        | 7,10          | 1 879,68               | 68,2            | 73,6  | 82,1  | 4,4       | 4,7   | 4,9   |
| O2 Czech Republic                  | Kupuj        | 2015-11-25        | 298,00        | 12 234,88              | 15,4            | 15,9  | 16,2  | 8,3       | 8,5   | 8,7   |
| Orange Polska                      | Kupuj        | 2015-12-15        | 7,50          | 8 632,96               | 27,9            | 58,2  | 41,3  | 4,4       | 4,2   | 4,1   |
| Telekom Austria AG                 | Trzymaj      | 2015-11-25        | 5,50          | 14 219,10              | 10,0            | 9,7   | 10,8  | 5,2       | 4,9   | 4,9   |

# Rekomendacje

| Spółka              | Rekomendacja | Data rekomendacji | Cena docelowa | Kapitalizacja (mln zł) | P/E skorygowane |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|---------------------|--------------|-------------------|---------------|------------------------|-----------------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|                     |              |                   |               |                        | 2015            | 2016P | 2017P | 2015      | 2016P | 2017P |
| Sektor wydobywczy   |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| Bogdanka            | Trzymaj      | 2015-09-04        | 49,60         | 1 129,59               | 6,3             | 11,4  | 8,2   | 2,8       | 3,2   | 2,8   |
| JSW                 | Trzymaj      | 2015-09-24        | 14,70         | 1 250,43               | nm              | nm    | nm    | 6,0       | 3,5   | 2,6   |
| KGHM                | Trzymaj      | 2015-09-03        | 80,00         | 12 698,00              | 5,6             | 17,2  | 11,1  | 3,2       | 4,2   | 4,1   |
| Norilsk Nickel      | Kupuj        | 2015-12-16        | 15,00         | 76 405,85              | 7,9             | 10,3  | 8,7   | 5,6       | 8,0   | 6,9   |
| NWR                 | Sprzedaj     | 2015-05-21        | 0,03          | 133,23                 | nm              | nm    | 1,0   | 12,4      | 15,1  | 3,2   |
| Sektor paliwowy     |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| Duon                | Kupuj        | 2015-07-16        | 4,11          | 351,97                 | 13,9            | 12,3  | 11,5  | 8,4       | 7,7   | 7,0   |
| Lotos               | Sprzedaj     | 2015-09-18        | 27,20         | 4 991,58               | 7,4             | 8,4   | 7,9   | 6,0       | 6,5   | 6,7   |
| MOL                 | Trzymaj      | 2015-09-18        | 13 552,00     | 20 170,86              | 8,1             | 7,2   | 7,6   | 3,3       | 3,3   | 3,2   |
| OMV                 | Trzymaj      | 2015-09-18        | 23,44         | 36 194,83              | 10,9            | 14,2  | 12,6  | 3,8       | 3,6   | 3,4   |
| PGNIG               | Trzymaj      | 2015-12-07        | 5,15          | 30 326,00              | 13,4            | 15,2  | 14,2  | 5,1       | 5,8   | 5,5   |
| PKN Orlen           | Sprzedaj     | 2015-09-18        | 66,80         | 29 020,06              | 6,4             | 7,1   | 7,9   | 4,2       | 4,4   | 4,6   |
| Sektor energetyczny |              |                   |               |                        |                 |       |       |           |       |       |
| CEZ                 | Trzymaj      | 2015-09-29        | 76,24         | 37 809,92              | 9,3             | 13,2  | 15,5  | 6,0       | 6,3   | 6,6   |
| Enea                | Kupuj        | 2015-09-29        | 15,80         | 4 988,30               | 4,9             | 8,3   | 8,5   | 3,7       | 5,4   | 5,0   |
| Energa              | Kupuj        | 2015-09-29        | 19,00         | 5 233,81               | 6,9             | 9,2   | 9,0   | 4,1       | 4,8   | 4,8   |
| PGE                 | Kupuj        | 2015-09-29        | 15,00         | 23 914,24              | nm              | 8,4   | 8,7   | 3,3       | 4,8   | 5,1   |
| Polenergia          | Kupuj        | 2015-09-29        | 36,90         | 1 263,23               | 15,9            | 17,2  | 27,0  | 9,4       | 7,8   | 11,3  |
| Tauron              | Trzymaj      | 2015-09-29        | 3,41          | 5 047,34               | 4,9             | 6,2   | 6,7   | 3,9       | 4,8   | 5,4   |
| ZE PAK              | Trzymaj      | 2015-09-29        | 14,70         | 457,41                 | 5,2             | 8,7   | 3,1   | 3,0       | 2,7   | 2,0   |

## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

|                      |                                     |                 |                                |
|----------------------|-------------------------------------|-----------------|--------------------------------|
| Artur Iwański        | (dyrektor BAR, sektor wydobywczy)   | (022) 521 79 31 | artur.iwanski@pkobp.pl         |
| Robert Brzoza        | (sektor finansowy, strategia)       | (022) 521 51 56 | robert.brzoza@pkobp.pl         |
| Włodzimierz Giller   | (handel, media, telekomunikacja)    | (022) 521 79 17 | wlodzimierz.giller@pkobp.pl    |
| Monika Kalwasińska   | (paliwa, chemia, sektor spożywczy)  | (022) 521 79 41 | monika.kalwasinska@pkobp.pl    |
| Piotr Łopaciuk       | (przemysł, budownictwo, inne)       | (022) 521 48 12 | piotr.lopaciuk@pkobp.pl        |
| Paweł Małmyga        | (analiza techniczna)                | (022) 521 65 73 | pawel.malmyga@pkobp.pl         |
| Stanisław Ozga       | (sektor energetyczny, deweloperski) | (022) 521 79 13 | stanislaw.ozga@pkobp.pl        |
| Adrian Skłodowski    | (dystrybucja, inne)                 | (022) 521 87 23 | adrian.sklodowski@pkobp.pl     |
| Przemysław Smoliński | (analiza techniczna)                | (022) 521 79 10 | przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl |
| Jaromir Szortyka     | (sektor finansowy)                  | (022) 580 39 47 | jaromir.szortyka@pkobp.pl      |
| Alicja Zaniewska     | (analizy rynkowe)                   | (022) 521 52 04 | alicja.zaniewska@pkobp.pl      |
| Małgorzata Żelazko   | (telekomunikacja)                   | (022) 580 33 68 | malgorzata.zelazko@pkobp.pl    |

### Biuro Klientów Instytucjonalnych

|                      |                         |                 |                               |
|----------------------|-------------------------|-----------------|-------------------------------|
| Wojciech Żelechowski | (director)              | (022) 521 79 19 | wojciech.zelechowski@pkobp.pl |
| Michał Sergejev      | (sales)                 | (022) 521 82 14 | michal.sergejev@pkobp.pl      |
| Mark Cowley          | (sales)                 | (022) 521 52 46 | mark.cowley@pkobp.pl          |
| Krzysztof Kubacki    | (head of sales trading) | (022) 521 91 33 | krzysztof.kubacki@pkobp.pl    |
| Marcin Borciuch      | (sales trader)          | (022) 521 82 12 | marcin.borciuch@pkobp.pl      |
| Piotr Dedecjus       | (sales trader)          | (022) 521 91 40 | piotr.dedecjus@pkobp.pl       |
| Tomasz Ilczyszyn     | (sales trader)          | (022) 521 82 10 | tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl     |
| Igor Szczepaniec     | (sales trader)          | (022) 521 65 41 | igor.szczepaniec@pkobp.pl     |
| Maciej Kałuża        | (trader)                | (022) 521 91 50 | maciej.kaluza@pkobp.pl        |
| Andrzej Sychowski    | (trader)                | (022) 521 48 93 | andrzej.sychowski@pkobp.pl    |

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

### DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza publikacja (dalej: „Publikacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującego), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (dalej: Rozporządzenie), wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP.

Publikacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że informacje zawarte w Publikacji są w pełni dokładne i kompletne. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Publikacji.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Niniejsza Publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” ([tutaj](#)), jak również umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży