

10 grudnia 2012

Opracowanie cykliczne



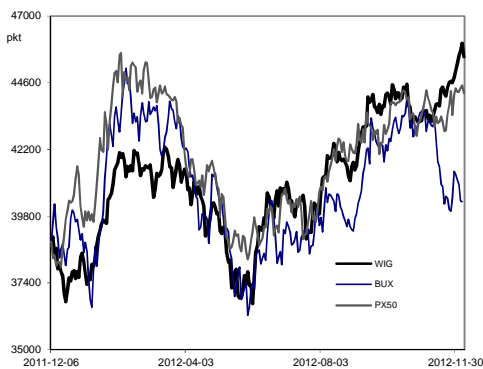
BRE DOM INWESTYCYJNY



Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	45 538
Średnie P/E 2012	10,4
Średnie P/E 2013	12,7
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	724 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

Michał Marczak
(+48 22) 697 47 38
michal.marczak@dibre.com.pl

Iza Rokicka
(+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl

Kamil Kliszcz
(+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl

Piotr Grzybowski
(+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl

Maciej Stokłosa
(+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl

Jakub Szkopek
(48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl

Piotr Zybala
(48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl

Rynek akcji w 2013 r.

Od czerwca, kiedy zalecaliśmy zwiększenie alokacji w akcje WIG20 wzrósł o 7,7% a WIG o 11,6%. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji również na rok 2013, w którym mimo wyraźnego spowolnienia w polskiej gospodarce, WIG20 powinien osiągnąć poziom 2750-2800 punktów.

Wzrost cen akcji bo:

i) ECB czuwa nad stabilnością Strefy Euro, wracają pieniądze prywatne na rynek długu rządowego, najpóźniej w drugim półroczu Niemcy wejdą fazę ożywienia związaną ze wzrostem zamówień eksportowych i początkiem cyklu inwestycyjnego; ii) FED zwiększy QE3 a politycy dojdą do porozumienia ws. *fiscal cliff*, co wywoła poprawę ISM i po okresie dostosowawczym ponowne wejście gospodarki w okres ożywienia, gospodarka amerykańska znajduje się w cyklicznym wzroście; iii) pozostałe główne banki centralne (Japonia, Chiny, WB) również zwiększą płynność, pozytywny wpływ na ceny surowców – ale nie powinna drożeć ropa (nadpodaż); iv) na bazie historycznych poziomów polskie akcje wyceniane są z dyskontem w stosunku do GEM oraz akcji tureckich, które w 2012 były liderem wzrostów w regionie, w 2013 zmiana lidera?; v) spadek rentowności polskich obligacji skarbowych (10Y – 4%) obniża stopę wolną od ryzyka w modelach wyceny DCF i pozytywnie wpływa na ceny docelowe wyznaczane przez analityków; vi) oczekiwane dalsze obniżki stóp procentowych w Polsce (100 p.b.) powinny prowadzić do zmniejszenia oprocentowania depozytów i lokat w bankach, co daje szansę na realokację oszczędności z funduszy dłużnych do akcyjnych oraz napływ nowych środków do TFI, OFE utrzymują blisko 8% aktywów w depozytach, 34% w akcjach - będą mogły 47,5% w 2013; vii) spośród analizowanych przez nas 63 spółek, 17 wypłaci dywidendy dające wyższy DY niż obecne oprocentowanie lokat w bankach; viii) rok 2013 powinien ożywić procesy M&A, co oznacza więcej wezwań na akcje; ix) recesja w I półroczu wymusi na spółkach restrukturyzację, co przy poprawie koniunktury w kolejnych kwartałach pozwoli na wzrost zysków w 2014 roku - niedoszacowywanych dziś przez analityków; x) wzrost akceptowanych przez inwestorów wskaźników wyceny.

Zalecamy przeważenie spółek wydobywczych, banków, rafinerii, dystrybutorów IT i **unikanie spółek** z sektora wytwarzania energii i deweloperów mieszkaniowych. W trakcie roku zalecamy stopniowe zwiększenie alokacji w spółki przemysłowe, wykorzystując słabe wyniki za 1 i 2Q. **Nasze kluczowe rekomendacje to:** KGHM, JSW, PKO BP, Millenium, Getin, PKN Orlen, Ciech, Echo Investment.

Główne ryzyka dla naszego scenariusza na 2013:

i) demokraci i republikanie nie dojdą do porozumienia ws. *fiscal cliff* – gospodarka amerykańska wchodzi w recesję; ii) powrót kryzysu zadłużeniowego w Strefie, wyjście Grecji, głęboka recesja w Niemczech i Francji, nasze prognozy wzrostu PKB na poziomie 0,5% zbyt optymistyczne; iii) istotnie większy spadek zysków niż zakładamy (dla analizowanych spółek -13% r/r); iv) Polska wynegocjuje istotnie niższy budżet z UE na lata 2014-20 niż deklaruje Rząd (70-75 mld EUR), słabsze dynamiki wzrostu po 2014; v) czynniki geopolityczne (eskalacja konfliktu w Zatoce Perskiej).

Co może pozytywnie zaskoczyć w 2013:

i) konsensus ma rację i dynamika wzrostu PKB Polski spowolni tylko do 1,5%; ii) Chiny już w marcu/kwietniu przedstawią agresywny program stymulowania gospodarki; iii) odwiarty potwierdzą opłacalność eksploatacji gazu łupkowego.

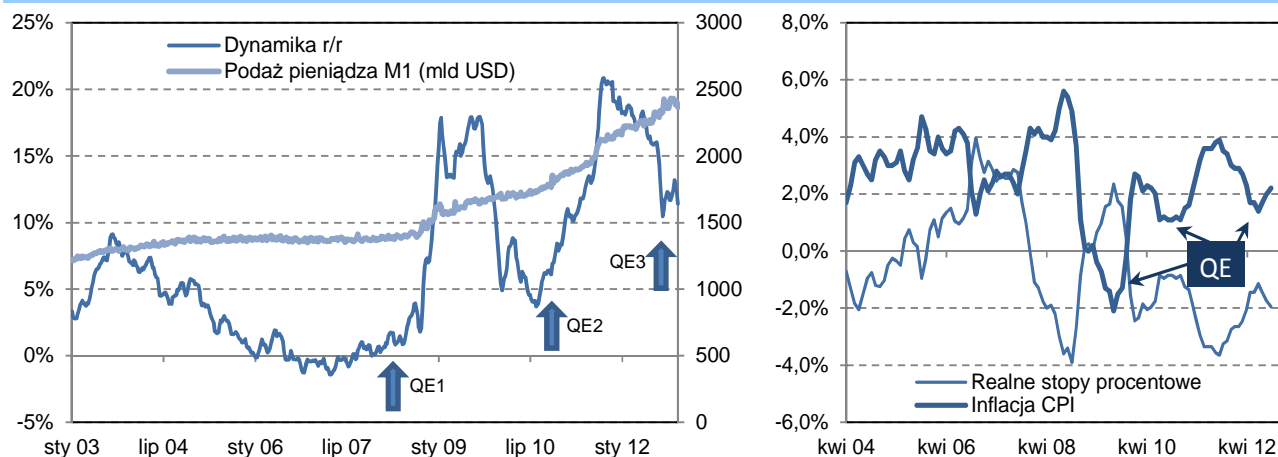
USA – pozytywne momentum makro poprawia sentyment do rynku akcji w skali globalnej

- Gospodarka amerykańska znajduje się w fazie cyklicznego wzrostu, obecnie spowolnionego skutkami huraganu Sandy, a przede wszystkim niepewnością co do skali przyszłorocznego *fiscal cliff* (dotyczy to segmentu przedsiębiorstw, czego przejawem jest m.in. spadek ISM).
- Wyraźne ożywienie utrzymuje się w sektorze nieruchomości; gospodarstwa domowe nadal delewarują się, co jednak nie przeszkadza rosnącej konsumpcji; poprawia się sytuacja na rynku pracy.
- Na straży ożywienia stoi FED. Jeszcze w grudniu br. (posiedzenie 11/12) FOMOC zdecyduje o rozszerzeniu QE3 (zastąpienie Operation Twist), co częściowo pozwoli na złagodzenie zacieśnienia fiskalnego.
- Do końca stycznia zostanie zawarte porozumienie ws. *fiscal cliff*, co spowoduje m.in. wzrost wskaźników wyprzedzających (ISM); twarde dane makro w 1Q mogą rozczarować.
- W 2013 roku gospodarka amerykańska wzrośnie o 2% a w roku kolejnym o 2,8%.

Gospodarka amerykańska znajduje się w fazie umiarkowanego wzrostu aktywności, co przejawia się nieznacznym wzrostem konsumpcji, ożywieniem na rynku nieruchomości (rosnąca liczba nowych budów i sprzedaż domów, rosnące ceny), stabilizacją na rynku pracy z niewielką presją na wzrost wynagrodzeń, przedsiębiorstwa mają płynne bilanse. Analiza poszczególnych danych makro wskazuje, że ożywienie ma charakter cykliczny (długotrwały). Gospodarce również pomaga ożywienie w branży energetycznej związane z tanimi źródłami energii (gaz, rosnące wydobycie ropy).

Czynnikiem, który w krótkim okresie wywoła pogorszenie danych będzie wprowadzenie zacieśnienia fiskalnego (*fiscal cliff*), jednak nie wybije to gospodarki z trendu wzrostowego. Zacieśnienie nie powinno przekroczyć 1,5% PKB (w pozytywnym scenariuszu 1%) a wraz z dodatkowymi działaniami stymulacyjnymi ze strony FEDu (rozszerzenie QE3) ograniczyć się do wpływu jedynie na dane 1-2Q. Już na posiedzeniu grudniowym FOMC podejmie decyzję o rozszerzeniu programu skupu obligacji (MBS), co pozwoli na zastąpienie wygasającego programu *operation twist*. Wydaje się, że gospodarka i rynki finansowe podążają w kierunku oczekiwanym przez FED. Dalsza ekspansja bazy monetarnej powinna wywoływać kontrolowaną inflację, co ułatwia delewarowanie się gospodarki. Zakładamy, że pod naporem opinii publicznej ostatecznie republikanie i demokraci dojdą do porozumienia korzystnego dla obrazu gospodarki również w krótkim okresie. Czynnikiem ryzyka pozostaje termin grudniowy, proces negocjacji może przedłużyć się do stycznia, co w krótkim okresie może wywoływać silne wahania rynków finansowych.

Podaż pieniądza M1 w USA i dynamika r/r (LS) i inflacja CPI na tle realnych stóp procentowych (PS)

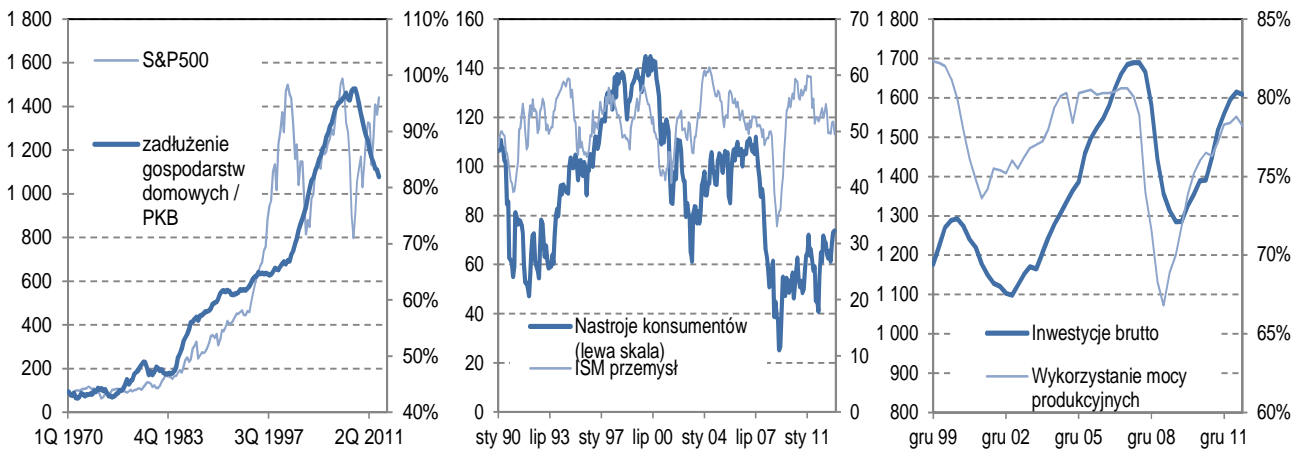


Źródło: Bloomberg

Na obecną chwilę skala „rażenia” ze strony *fiscal cliff* pozostaje głównym czynnikiem niepewności, wpływającym zarówno na rynki finansowe jak również na bieżące dane makro. Wymiernym efektem braku jasnej polityki podatkowej w przyszłym roku jest m.in. spowolniony proces inwestycyjny w przedsiębiorstwach, co widać m.in. po danych dotyczących popytu na dobra trwałe (dynamika poniżej +2% r/r). Oczekiwana decyzja powinna przynajmniej częściowo odblokować proces inwestycyjny. Zarówno na poziomie wykorzystania mocy

produkcyjnych jak również nominalnej wielkości inwestycji brutto gospodarka amerykańska nie osiągnęła jeszcze poziomów sprzed kryzysu 2007/9.

Zadłużenie gospodarstw domowych w USA na tle S&P500 (LS), nastroje konsumentów na tle ISM przemysłu (Ś) i wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle na tle inwestycji brutto w USA (PS)

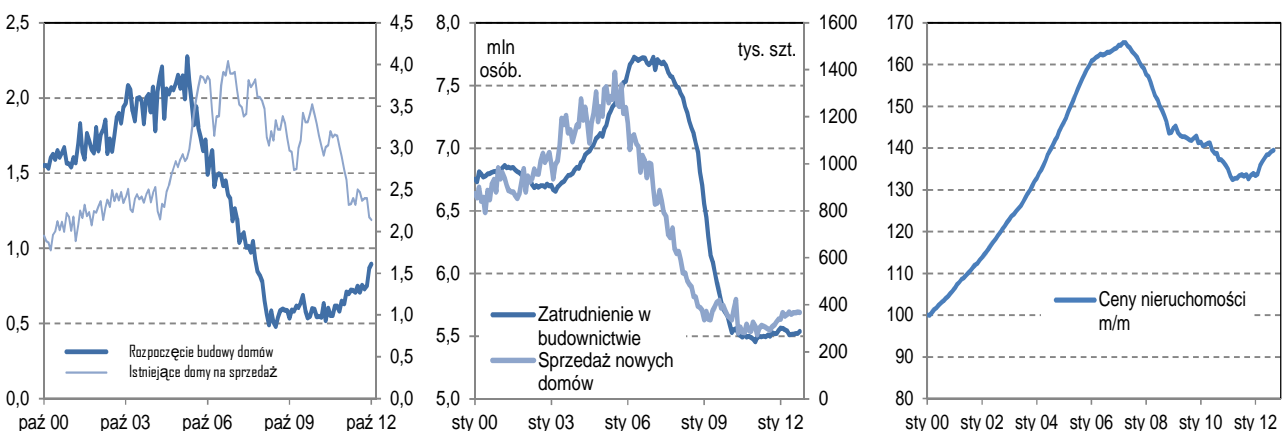


Źródło: Bloomberg

Na razie temat *fiscal cliff* nie przekłada się na ocenę sytuacji i zachowania konsumentów, którzy cieszą się z poprawy na rynku pracy, wzrostu cen nieruchomości oraz cen akcji. Potwierdzeniem tego jest poziom wskaźnika optymizmu Conference Board, który wzrósł do 73,7pkt (najwyżej od 2008 roku). Warto również zwrócić uwagę, że gospodarstwa domowe nadal delewarują się. Na koniec września br. ich zadłużenie w relacji do PKB obniżyło się do 81,5% w stosunku do 97,5% na początku 2009 roku. Stopa oszczędności utrzymuje się na poziomie ok. 3,5%, a roczna dynamika wzrostu wydatków konsumpcyjnych to 3%.

Jednym z najlepiej rokujących sektorów na przyszły rok (choć przez kryzys ostatnich lat istotnie mniej partycypującym w PKB) jest budownictwo. Odbudowujący się rynek nieruchomości potwierdzają m.in. dane dotyczące liczby rozpoczynanych nowych budów (wzrost do blisko 900 tys. z ok. 600 tys. przed rokiem) oraz kurczącej się liczby domów pozostających na sprzedaż (2,14 mln, -0,6 mln r/r). W efekcie obserwuje się wzrost cen nieruchomości (wykres poniżej) a to: mniejsze ryzyko po stronie banków (zabezpieczenia hipotek), pobudzenie konsumpcji przez efekt majątkowy, kreacja popytu inwestycyjnego (pobudzenie rynku do zwiększenia podaży domów). Jak na razie ożywienie w tym segmencie nie przekłada się na zauważalny wzrost zatrudnienia w sektorze, które jest niższe o 30% w stosunku do szczytu z 2006 roku. Rosnąca liczba nowych budów powinna ten obraz zmieniać już w 2013 roku.

Rynek nieruchomości w USA

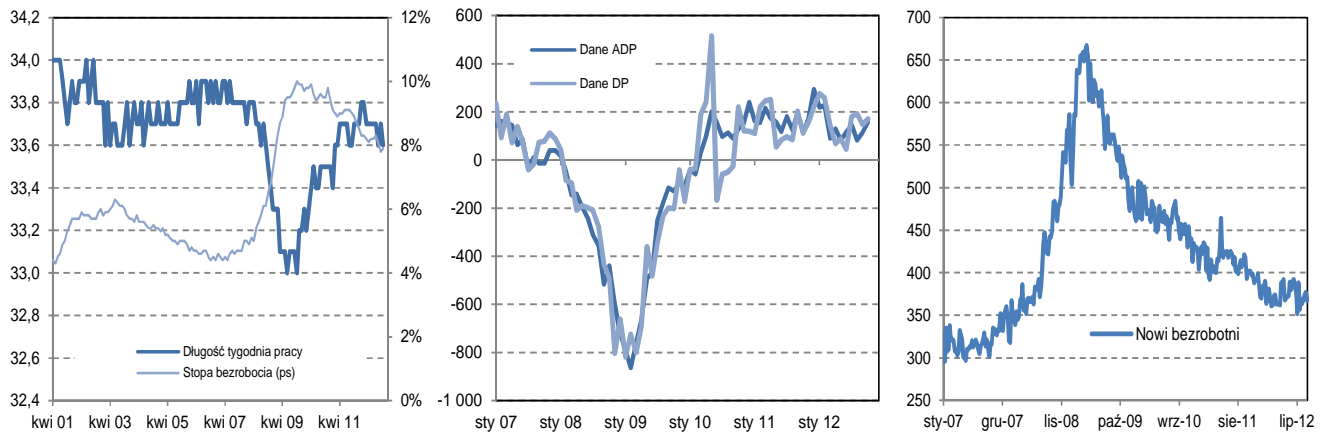


Źródło: Bloomberg

Bardziej pozytywne symptomy ożywienia na rynku pracy widać z perspektywy całej gospodarki. Liczba nowych bezrobotnych utrzymuje się w trendzie spadkowym i obecnie

oscyluje w przedziale 350-400 tys. Liczba nowych miejsc pracy to 150 tys. Stopa bezrobocia obniżyła się do 7,9% (-1 p.p. r/r). Z ostatnich wypowiedzi członków FED (Ch. Evans) wynika, że docelowym poziomem bezrobocia, do którego FED może wspierać swoją polityką rynek pracy, jest 6,5%. Jeżeli tempo spadku utrzyma się jak w ostatnich 12 miesiącach to poziom ten powinien zostać osiągnięty w połowie 2014 roku. Pozytywny trend w roku 2013 powinien zatem utrzymać się.

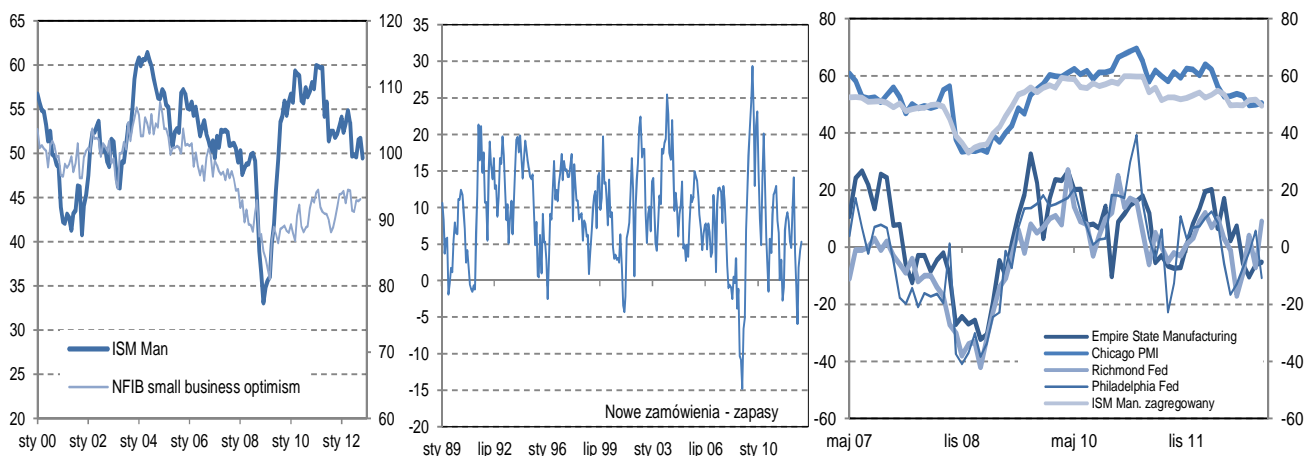
Dane z rynku pracy w USA



Źródło: Bloomberg

Jednym z większych negatywnych zaskoczeń ostatnich miesięcy jest słabość wskaźników wyprzedzających dla przemysłu. W grudniowym odczycie ISM ponownie spadł poniżej 50 pkt. (49,5pkt. vs. oczekiwane 51,3pkt.). Jednoznaczna ocena progностycznej wartości wskaźnika (opierającego się na ankietach i nastroju badanych) może być jednak zaburzona. Badanie dotyczy okresu, w którym swoje piętno odcisnął huragan Sandy (spadki lokalnych wskaźników dotyczą przede wszystkim Nowego Jorku i Filadelfii, Richmond i Chicago oddalone od epicentrum huraganu nie spadły) i jak wcześniej podkreślano brak porozumienia ws. *fiscal cliff* (porozumienie powinno zmienić sentyment bardzo szybko).

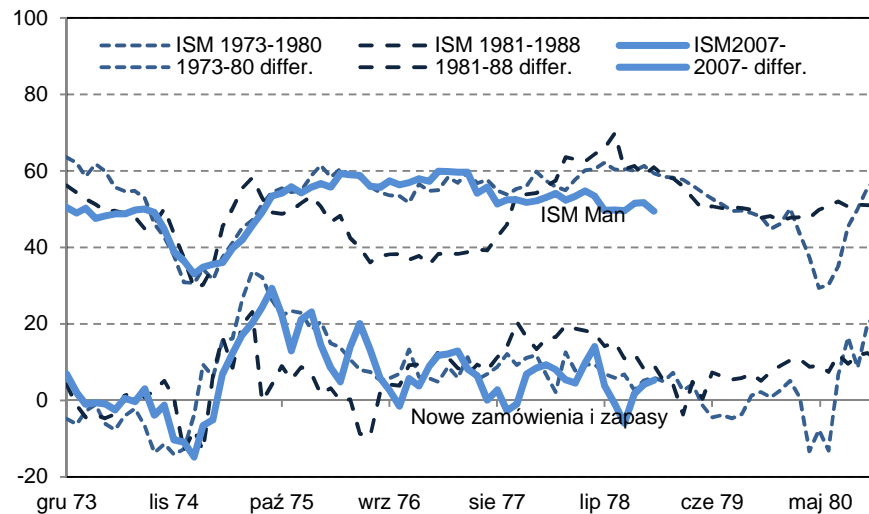
ISM Manufacturing: na tle indeksu NFIB SB (L), różnica pomiędzy nowymi zamówieniami i zapasami w ISM (Ś), na tle indeksów lokalnych (P)



Źródło: Bloomberg

Oczywiście nie można nie brać pod uwagę, że obserwowane ożywienie jest słabsze niż oczekiwano, tym niemniej warto zwrócić uwagę na indeks NFIB, który pokazuje koniunkturę ocenianą przez małe firmy. Indeks nie podniósł się tak szybko jak ISM po kryzysie 2007/9, ale w przeciwieństwie do ISM cały czas znajduje się w trendzie wzrostowym. Składowe ISM pozwalają na lekki optymizm. Wartość subindeksu nowych zamówień jest wyższa niż zapasów o 5 p.p. Negatywem jest fakt, że różnica ta nie wynika ze wzrostu zamówień, ale szybszego spadku zapasów.

ISM Manufacturing i różnica pomiędzy nowymi zamówieniami a zapasami w cyklach 1973/80, 1981/88 i 2007/...



Źródło: DI BRE, Bloomberg

Analizując ISM w dłuższym okresie, obecny cykl można porównać bardziej do pokryzysowego okresu z lat '70 (słaby wzrost) niż do lat '80, kiedy indeks wykonywał silniejsze amplitudy. Cykl lat '70 zakończył się recesją w 1981, ale jednocześnie odreagowanie. W przeciwieństwie do poprzednich kryzysów, obecnie mamy do czynienia z głęboką recesją w branży nieruchomości, której towarzyszył krach bankowy. W obu przypadkach sektory wykazują zdecydowaną poprawę koniunktury, co przy wsparciu FED daje nadzieję, że przemysł uniknie scenariusza z lat '80 i wreszcie wejdzie w fazę ożywienia, która dotychczas jest słaba.

Strefa Euro – czy wreszcie zobaczy światło w tunelu?

- **Strefa Euro pozostaje epicentrum ryzyka na rok 2013, wskaźniki wyprzedzające nie dają jednoznacznych sygnałów ożywienia, świadczą bardziej o stagnacji, wybrane kraje peryferyjne nie wyjdą z recesji przed 2014, PKB w Niemczech wzrośnie o 0,5% w 2013 i o 2,5% w 2014.**
- **Wraz z ożywieniem w USA i Azji, gospodarka niemiecka powinna wejść w fazę wzrostu nie później niż w drugim półroczu 2013, niemieckie firmy zaczną znów inwestować wykorzystując wciąż wysokie zyski i rosnące zamówienia eksportowe**
- **Na straży nierozdzielności Strefy stoi ECB, jak na razie samo ogłoszenie OMT stabilizuje sytuację związaną z finansowaniem się krajów peryferyjnych (spada koszt finansowania, prywatni inwestorzy wracają na rynek).**
- **Stabilizacja otoczenia biznesowego powinna zwiększać aktywność przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach, rośnie dynamika podaży pieniądza.**

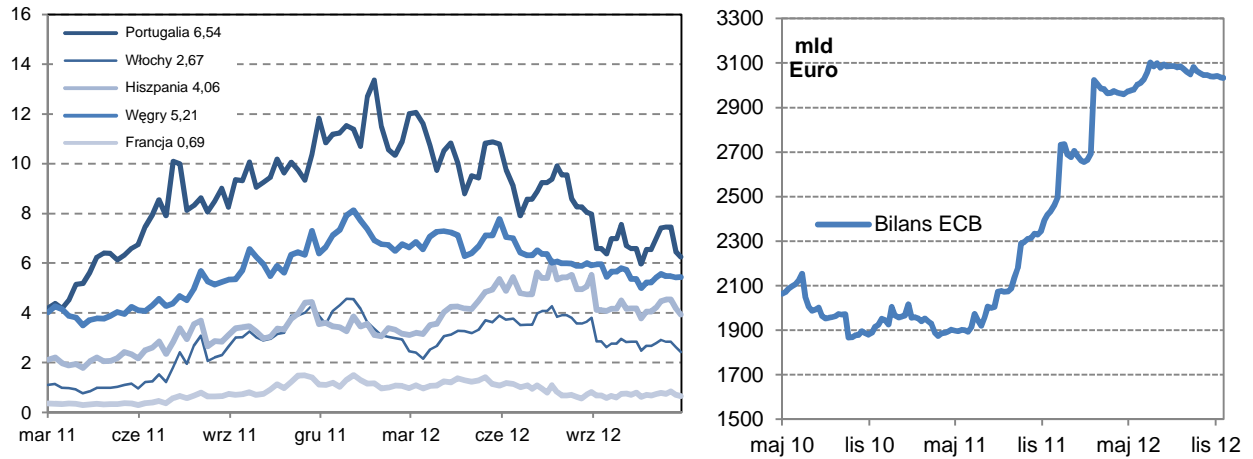
Sytuacja gospodarcza Strefy nadal jest bardzo trudna, co dobrze oddają zarówno twarde dane makro (spadająca produkcja przemysłowa, konsumpcja) jak również wskaźniki wyprzedzające, które na razie nie dają jednoznacznych sygnałów o odwróceniu się trendu spadkowego (wzrosty powinny utrzymywać się przez co najmniej trzy miesiące). Można je traktować raczej jako wyhamowanie dalszego pogłębiania się dekonunktury.

Podstawowym czynnikiem stabilizującym sytuację w Strefie nadal pozostaje ECB, który przy braku innych działań naprawczych, trzyma w pogotowiu „drukarkę”. Rozwiązanie to jest dalekie od idealnego, ale na obecną chwilę wydaje się jedynym możliwym. To, że rządy będą w stanie przeprowadzić głębokie strukturalne reformy, czy to że ESM zostanie zasilony przez bogate kraje realnymi pieniędzmi wydaje się wręcz nieprawdopodobne.

Tym niemniej działania ECB przynoszą jak dotąd zamierzony skutek. Ogłoszenie OMT (*Outright Monetary Transactions*) pozwoliło m.in. na: o) powrót funduszy na rynek obligacji rządowych krajów o podwyższonym ryzyku (w październiku miał miejsce pierwszy raz napływ prywatnych funduszy do regionu: Grecja, Włochy, Portugalia, Hiszpania); i) zawężenie spreadów obligacyjnych pomiędzy Niemcami a krajami peryferyjnymi; ii) powrót emisji dolarowych w strefie euro; iii) wzrost wartości pożyczek niezabezpieczonych. Otwartą kwestią pozostaje czy i jak długo rynkowi wystarczy sama deklaracja pozwalająca na przykład

Hiszpanii nadal nie występować z prośbą o objęcie programem. W przypadku wzrostu ryzyka, rentowności obligacji krajów peryferyjnych z pewnością zareagują bardzo szybko. Niestabilność może utrzymywać się aż do momentu formalnego wejścia zagrożonych krajów pod „płaszcz ochronny” ECB.

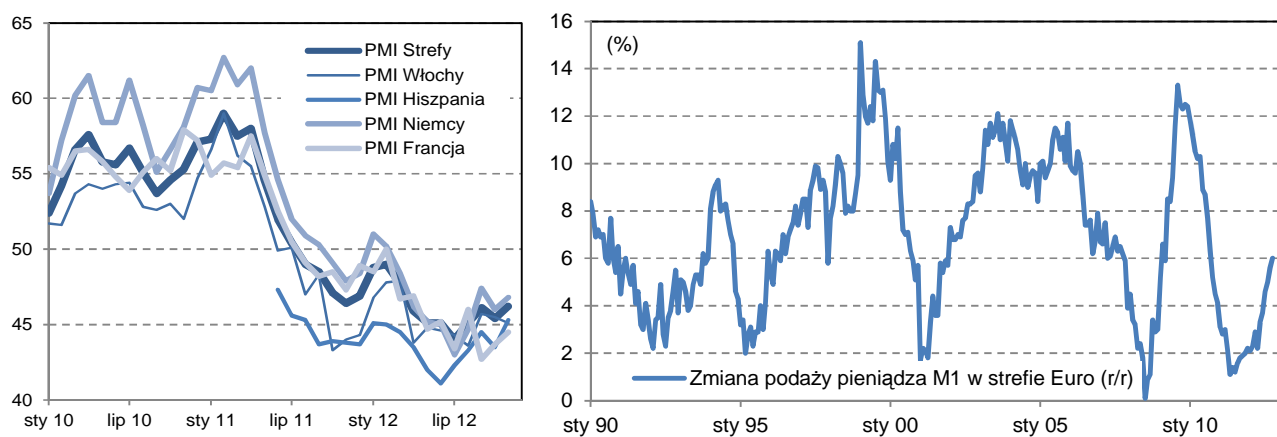
Premia płacona do koszt ubezpieczenia długu (CDS) niemieckiego przez wybrane kraje (L) i bilans ECB (P)



Źródło: Bloomberg

Makroekonomiści z Commerzbanku oczekują jednak, że sytuacja gospodarcza powoli będzie się poprawiać. Sama stabilizacja sytuacji (otoczenia biznesowego, brak pogłębiania się recesji) i poprawa koniunktury w Azji, powinny prowadzić m.in. do ponownego wzrostu inwestycji. Przykładem mogą być tu firmy niemieckie, które w ciągu ostatnich czterech kwartałów istotnie (-6% r/r) ograniczały wydatki na zakup maszyn i urządzeń. Z drugiej jednak strony o ponad 4% zwiększyły sprzedaż eksportową, utrzymując jednocześnie wysoką zyskowność. Dobrym prognostykiem dla sytuacji w Niemczech może być wzrost IFO - po raz pierwszy od lutego br. (+1,4pkt, do 104pkt). Ważną składową jaką są oczekiwania na przyszłość wzrosła o 2 punkty do 95,2 pkt (wskaźniki bieżące: +0,9 pkt, do 108,1 pkt). Za poprawę odpowiada m.in. wspomniany wzrost zamówień eksportowych (głównie z Azji). W efekcie przedsiębiorcy myślą o nieznacznym wzroście zatrudnienia. Pozytywnym symptomem z gospodarki jest również rosnąca dynamika podaży pieniądza M1 w całej Strefie.

PMI w przemyśle dla wybranych krajów Strefy Euro (L) i dynamika podaży pieniądza w strefie Euro (P)



Źródło: Bloomberg

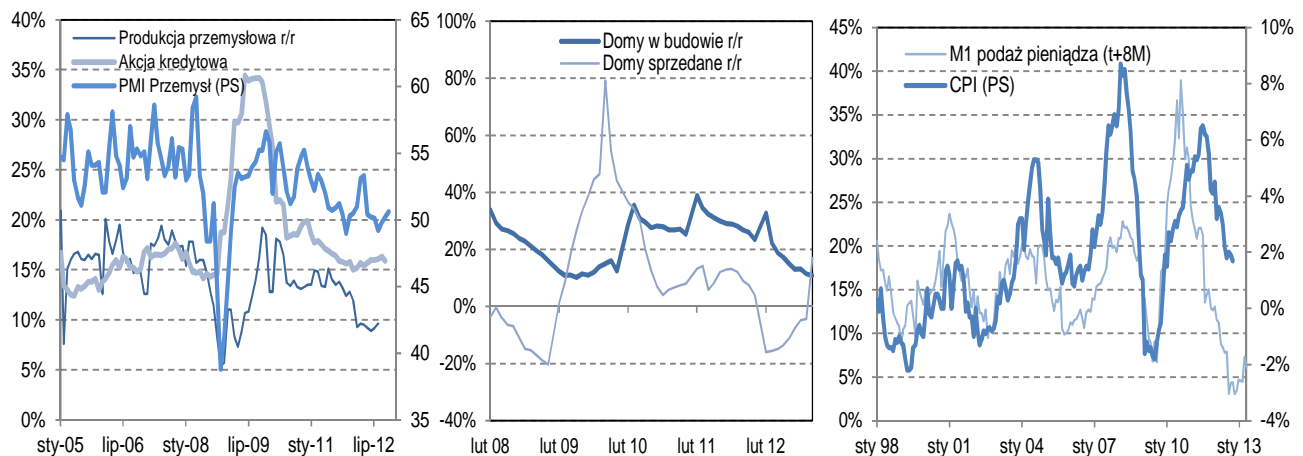
Niezależnie od wymienionych czynników, które mogą świadczyć, że w 2013 sytuacja co najmniej powinna się stabilizować, na przełomie roku kluczowe gospodarki Strefy otrą się o recesję a kraje peryferyjne zanotują spadki PKB. Prognoza Commerzbanku dla Niemiec mówi o wzroście w całym 2013 na poziomie 0,5%, po 0,7% wzroście w 2012. Silniejsze ożywienie nastąpi dopiero w drugiej połowie przyszłego roku.

Chiny – rezerwy do stymulacji gospodarki pozwalają oczekiwać na soft-landing

- Wzrost dynamiki podaży pieniądza, rosnąca sprzedaż domów, ponowny wzrost PMI powyżej 50 pkt. mogą świadczyć o początku ożywienia w gospodarce chińskiej.
- Jego przebieg będzie istotnie mniej dynamiczny niż w latach 2009-10, władze posiadają jednak duże rezerwy do stymulowania gospodarki w przypadku „nieoczekiwanych problemów”.
- Nowe władze powinny ogłosić kolejny plan gospodarczy, raczej na jesieni, a nie w marcu.

W 2012 roku chińska gospodarka przechodziła spowolnienie, którego przebieg dobrze oddaje zachowanie się cen akcji na giełdzie w Szanghaju (-6,3% YTD). Ostatnie miesiące przyniosły jednak pierwsze oznaki ożywienia, co może być zasługą m.in. obniżek stóp procentowych oraz niższych wymogów dotyczących rezerw obowiązkowych w bankach. W efekcie, przy nadal obniżającej się inflacji, dynamika wzrostu podaży pieniądza przyspieszyła. Dynamika wzrostu akcji kredytowej oscyluje na poziomie 15% r/r. Są to nadal wzrosty zasadniczo odbiegające od tych, do których Chiny przyzwyczyliły nas w ostatnich latach, tym niemniej wydaje się, że kolejny cykl został zapoczątkowany. Poprawa sytuacji w Chinach nadal będzie stymulować wzrost popytu na surowce, co w ostatnich tygodniach roku widoczne było m.in. na przykładzie miedzi czy rudy żelaza.

Dane z przemysłu na tle dynamiki akcji kredytowej (L), rynek budownictwa mieszkaniowego (Ś) i inflacji na tle dynamiki wzrostu podaży pieniądza (t+8M) (P) w Chinach



Źródło: Bloomberg

Prognozy wzrostu PKB na rok bieżący oscylują na poziomie 7,5-8,0%, z podobną dynamiką w roku przyszłym. Uwzględniając potencjał do stymulowania gospodarki chińskiej zarówno na płaszczyźnie monetarnej jak i fiskalnej (w 2012 Chiny ogłosiły program infrastrukturalny o wartości ok. 2% PKB), jest mało prawdopodobne, żeby zakładane przez władze cele nie zostały osiągnięte (osiągnięcie w 2020 roku poziomu „dostatniego społeczeństwa”, co można tłumaczyć zbudowaniem silnego wewnętrznego popytu).

W przyszłym roku ważnymi datami w przypadku Chin pozostaje marzec/kwiecień, kiedy formalnie władze obejmie nowy Premier (Li Keqiang) oraz wrzesień, kiedy odbędzie się kolejny plenarny zjazd partii. Obie daty mogą wyznaczać prezentacje długoterminowej strategii rządu, na którą od dłuższego czasu wyczekują inwestorzy na całym świecie. Wydaje się, że obecnie nadal główną bolączką władz pozostaje rynek nieruchomości. Zbyt silna stymulacja gospodarki może prowadzić do ponownego przegrzania (rynek ten jeszcze się nie oczyścił w wyniku spowolnienia) i wzrostu cen nieruchomości. Dlatego, władze mogą zwlekać z bardziej agresywną polityką stymulacji do jesieni, dając ekonomii więcej czasu na dostosowanie się. W kontekście rynku nieruchomości warto zwrócić uwagę, że dynamika wzrostu liczby domów w budowie obniżyła się do poziomu z kryzysu 2008/09. Z drugiej strony ponownie zaczęła rosnąć sprzedaż domów.

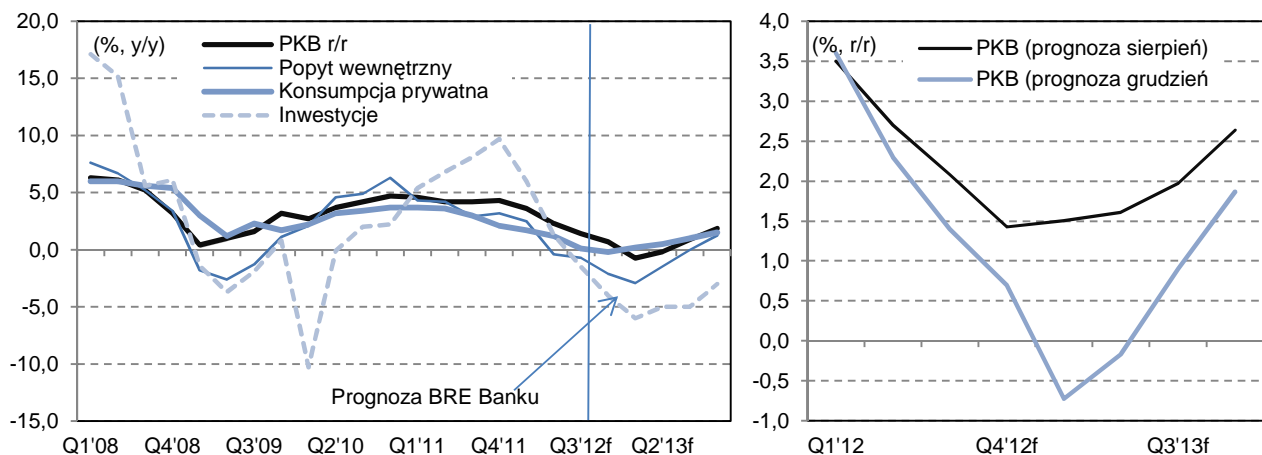
Polska – czy nadal jest „zielona wyspą”?

- Spowolnienie gospodarcze w Polsce nabiera tempa, w konserwatywnym scenariuszu makroekonomistów BRE Banku w przyszłym roku PKB wzrośnie tylko o 0,5% (2,8% w 2014), w pierwszym półroczu techniczna recesja, ożywienie dopiero od 3Q.
- W najbliższych miesiącach konsensus prognoz makro i wyników spółek nadal będzie się obniżał.
- RPP nadal będzie obniżała stopy procentowe, kolejne 100 pb do końca czerwca 2013 – przy spadku inflacji realne stopy nadal wyższe niż na rynkach bazowych.
- W spowolnieniu gospodarka równoważy się (import spada szybciej niż eksport), możliwa podwyżka ratingu jak miało to miejsce w Turcji w listopadzie 2012.
- Budżet UE na lata 2014-20 nadal niezatwierdzony, w scenariuszu bazowym kompromis dopiero w 2Q2013, co oznacza brak środków do wykorzystania w 2014 – wcześniej porozumienie potencjalnym upside'em.

Spowolnienie w polskiej gospodarce nabiera tempa, co przejawia się w silnym spadku inwestycji oraz w spowolnieniu - dotychczas podpory gospodarki w kryzysach - konsumpcji. Między innymi to odróżnia obecny cykl od „szybkiego zejścia PKB” w 2008/09. Dołek cyklu nastąpi dopiero w 2Q przyszłego roku. Wszystko to przy założeniu, że koniunktura w Niemczech w 1Q2013 zacznie się odbudowywać. W 2009/10 roku polska gospodarka dostała silny impuls wzrostowy dzięki inwestycjom infrastrukturalnym współfinansowanym z budżetu UE, stymulacji fiskalnej oraz osłabieniu PLN i wzrostowi eksportu. Obecnie jest mało prawdopodobne, żeby PLN osłabił się powyżej 5 PLN za Euro, co można by porównać z impulsem sprzed trzech lat. QE w USA i działania ECB wspierają PLN. Budżet UE na lata 2014-20 będzie zatwierdzony dopiero za kilka miesięcy i zacznie wpływać pozytywnie na gospodarkę nie wcześniej niż w 2014 roku. Rząd chcąc uniknąć procedury nadmiernego deficytu, przy kurczących się wpływach podatkowych, ma mało miejsca na stymulowanie gospodarki. Ożywienie rozpocznie się dzięki impulsowi z zewnątrz, tj. kiedy poprawi się koniunktura w krajach do których trafia polski eksport.

Makroekonomiści BRE Banku zakładają, że w przyszłym roku PKB polski wzrośnie zaledwie o 0,5% a w roku kolejnym o 2,8%. W pierwszym półroczu 2013 dynamiki PKB zanotują ujemne wartości na poziomie -0,7% w 1Q i -0,2% w 2Q. To scenariusz istotnie poniżej konsensusu rynkowego, który zakłada przyszłoroczny wzrost na poziomie ok. 1,5%. Już dziś jednak widać, że m.in. po słabym odczycie PKB w 3Q, konsensus w kolejnych tygodniach będzie przesuwiał się w dół (negatywne momentum makro, jak również jeśli chodzi o oczekiwania dotyczące wyników przedsiębiorstw). Ponieważ na razie oczekiwania są dosyć optymistyczne, nie są podnoszone obawy o stan budżetu oraz kwestie związane z rosnącym ryzykiem kredytowym.

Grudniowa prognoza wzrostu PKB w Polsce przygotowana przez BRE Bank (L) i prognoza na tle oczekiwań z połowy 2013 (P)

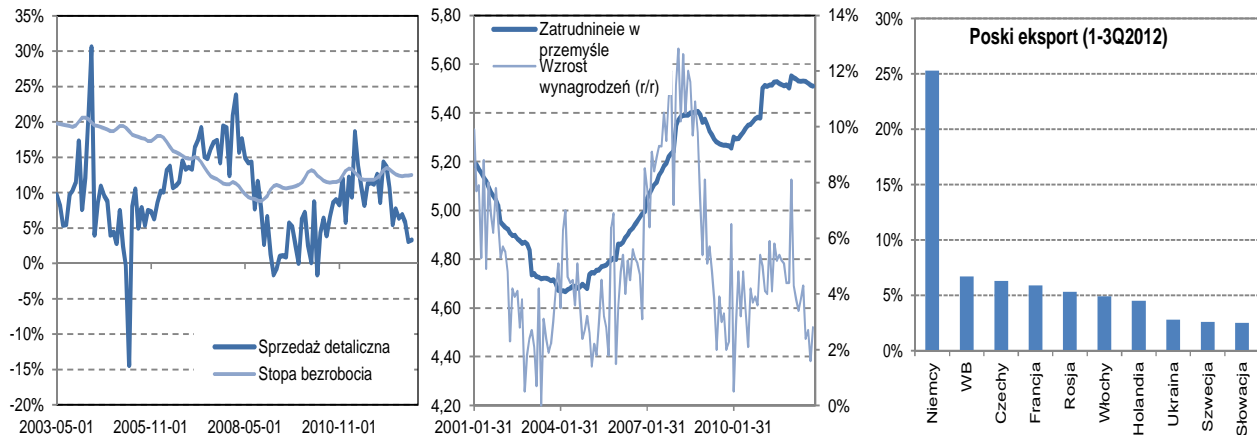


Źródło: BRE Bank SA

Symptomy spowolnienia w konsumpcji i przemyśle

Konsumpcja prywatna to składnik gospodarki, który w poprzednich cyklach bronił polską gospodarkę przed recesją. Tymczasem dynamika wzrostu sprzedaży detalicznej nadal znajduje się w trendzie spadkowym. Październikowe odczyty na poziomie +3,3% r/r (realnie 0,5% r/r) to w dużej mierze efekt bazy (dodatkové dwa dni robocze, szczególnie widoczny efekt w grupie: sprzedaż samochodów). Stopa oszczędności gospodarstw domowych jest bliska 0, co oznacza, że bez rosnącej akcji kredytowej konsumpcja będzie zależała od wzrostu wynagrodzeń (tu również widoczny trend spadkowy dynamiki) oraz zatrudnienia. W obu przypadkach oczekiwania są negatywne, co powinno przekładać się nawet na spadek sprzedaży detalicznej w kolejnych miesiącach w ujęciu r/r.

Sprzedaż detaliczna na tle stopy bezrobocia (L), zatrudnienie w przemyśle na tle dynamiki wzrostu wynagrodzeń (Ś) i kierunki polskiego eksportu (P)



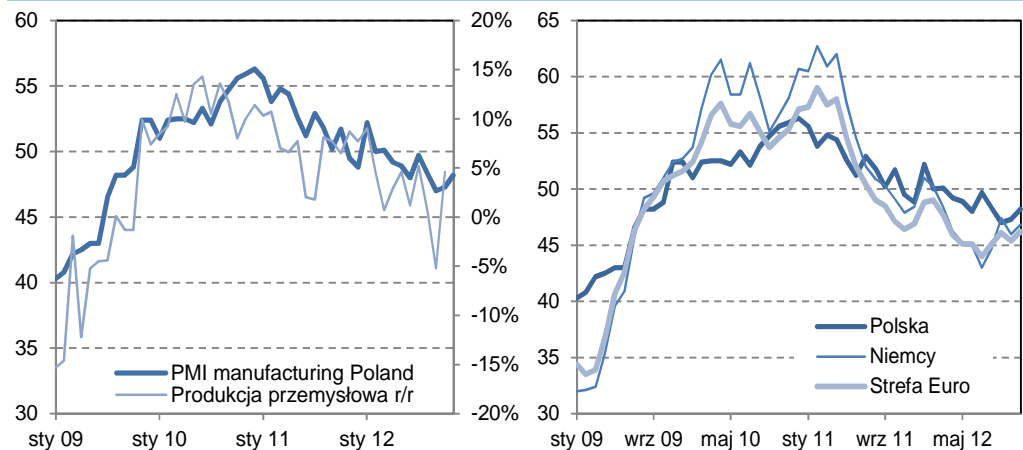
Źródło: GUS

Ograniczając analizę dochodów gospodarstw domowych do: funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw, wartości rent i emerytur oraz wartości zasiłków (pomijamy dochody kapitałowe, wynagrodzenia w sektorze usług i wynikające z samozatrudnienia) można oszacować, że w wartościach realnych dochód ten obniżył się w 3Q o 1,2% r/r. Był to największy spadek od 2004 roku, większy niż w kryzysowym 2009 roku. Jest to efekt realnego spadku wynagrodzeń przy stałym poziomie zatrudnienia oraz jedynie inflacyjnej indeksacji rent i emerytur. W październiku zatrudnienie w sektorze przemysłowym utrzymało się na poziomie sprzed roku, tj. 5,5 mln osób a w ujęciu m/m zmniejszyło się jedynie o 0,1% (zgodnie z sezonowością). Przeciętne wynagrodzenie wzrosło o 2,8% r/r (konsensus: 2,4%, we wrześniu: 1,6%, częściowym wytłumaczeniem jest tu efekt bazowy (liczba dni roboczych +2 r/r). Z drugiej strony w październiku wartość detalicznych kredytów konsumpcyjnych zanotowała ujemną dynamikę na poziomie 0,2% r/r. Spadające ceny mieszkań, niepewna sytuacja na rynku pracy i ograniczenia wprowadzone przez banki nie pozwalają na stymulowanie konsumpcji poprzez kredyty hipoteczne.

Potwierdzeniem nieuchronnej kontrakcji w konsumpcji są dane o PKB za 3Q. Roczna dynamika obniżyła się do 1,4% z 2,3% w poprzednim kwartale, przy oczekiwaniach rynkowych i NBP na poziomie 1,8%. Zaskoczeniem w stosunku do oczekiwań jest słabszy komponent wewnętrzny, z rekordowo niską dynamiką konsumpcji prywatnej (+0,1 r/r). Łącznie popyt krajowy obniżył się o 0,7% (w poprzednim kwartale -0,4%). Biorąc pod uwagę sytuację na rynku pracy nie można wykluczyć, że kolejne dwa kwartały przyniosą spadek konsumpcji prywatnej. Spadek inwestycji o 1,5% (r/r) w dużej mierze wynika z niższych wydatków związanych z budową infrastruktury (wartość dodana w budownictwie obniżyła się 5,8%, +2% w poprzednim kwartale). Biorąc jednak pod uwagę negatywne tendencje w sferze produkcji dóbr inwestycyjnych oraz kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw (w tym również deweloperów, którzy mają problem z istotną nadpodażą mieszkań na rynku) w kolejnych kwartałach można oczekiwać, że inwestycje prywatne również będą zmniejszały się. W strukturze PKB negatywną niespodzianką jest również eksport netto, którego kontrybucja spadła do 2,1p.p. z 2,7p.p. w 2Q.

Indeks PMI w ostatnich dwóch miesiącach wzrósł, nadal jednak pozostaje poniżej poziomu 50 punktów (48,2), co wskazuje, że sytuacja w przemyśle pogarsza się. Zgodnie z ostatnimi danymi (październik) produkcja przemysłowa wzrosła o 4,6% r/r (dwa dni robocze więcej), a po odsezonowaniu zaledwie o 0,6% r/r (spadek o 1,6% we wrześniu).

Dynamika produkcji przemysłowej na tle PMI w Polsce (L) i PMI w przemyśle w Polsce, Niemczech i strefie Euro (P)



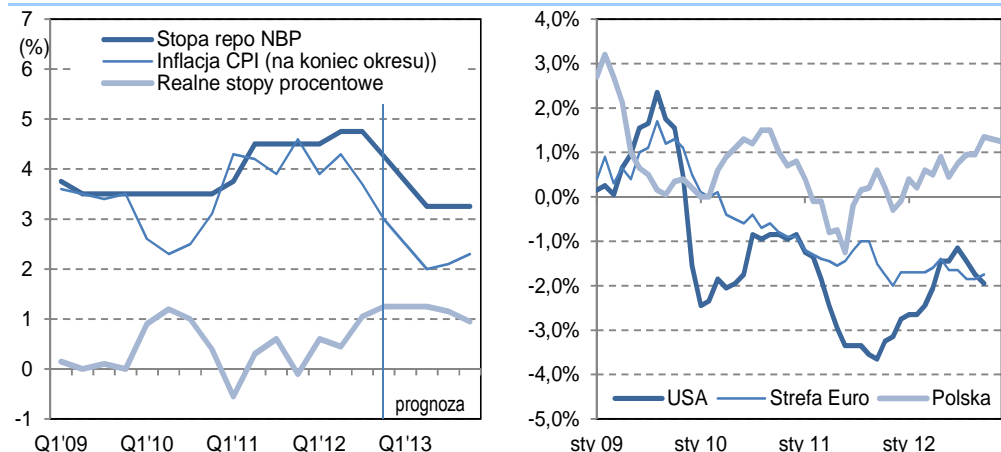
Źródło: Bloomberg

Co ciekawe PMI w Polsce zanotował swój szczyt w obecnym cyklu o dwa miesiące wcześniej niż PMI w Niemczech i Strefie Euro. Przy podejściu konserwatywnym, obecnie wskaźniki wyprzedzające dla krajów Strefy nie dają jednoznacznych wskazań na temat odwrócenia negatywnego trendu, a ostatnie wzrosty mogą być nadal traktowane jako korekta tego trendu. Makroekonomiści z Commerzbanku stawiają jednak tezę, że poziomy PMI zanotowane przed czterema miesiącami wyznaczają dno cyklu. Rok 2013 przyniesie powolny ale jednak wzrost PMI a w konsekwencji poprawę danych makro. Żeby scenariusz zakładający odwrócenie się koniunktury w Polsce w 2H zrealizował się, wskaźniki nie mogą powrócić do spadków.

Co w sytuacji dalszego spowolnienia zrobi RPP?

W grudniu RPP obniżyła stopy o kolejne 25 punktów bazowych (do 4,25%), zapowiadając kontynuację cyklu w przyszłości. Zdaniem makroekonomistów Rada nie antycypuje rzeczywistego spowolnienia gospodarki i działa bardzo zachowawczo. Przykładem jest listopadowy komunikat, w którym Rada podkreśliła spadającą aktywność gospodarczą (spadek zakładanego wzrostu PKB z 2,1% do 1,5% w 2013, w kolejnych latach wzrost poniżej potencjału) jak również obniżyła projekcję ścieżki inflacyjnej (spadek poniżej celu inflacyjnego, tj. 2,5% w kolejnych kwartałach). Nasi makroekonomiści, bardziej pesymistyczni niż konsensus i oczekiwania Rady (inflacja w celu już w 1Q2013, recesja w 1H) zakładają, że stopy procentowe spadną w całym cyklu o łącznie 150 b.p. (konsensus 100-125).

Stopa referencyjna NBP, inflacja CPI i realne stopy procentowe w Polsce (L) i realne stopy procentowe w Polsce na tle USA i Strefy Euro (P)



Źródło: NBP, BRE Bank SA

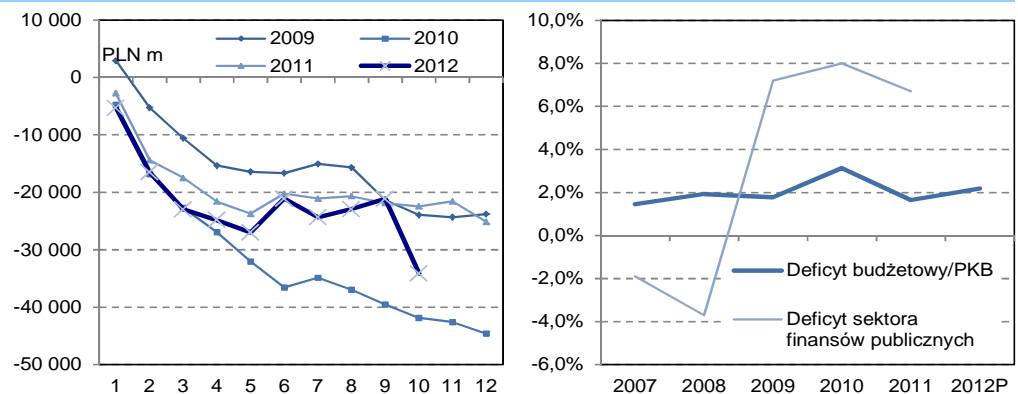
W październiku inflacja CPI obniżyła się do 3,4% z 3,8% w poprzednim miesiącu. Ze względu na efekty bazowe silniejszego PLN oraz stabilne ceny paliw do końca roku oczekujemy, że wskaźnik obniży się do 3,0%. W kolejnych miesiącach na inflację będą wpływały: dalsze spowolnienie gospodarcze oraz zmiana wag w koszyku i brak podwyżek cen energii

(ponownie efekty bazowe). W efekcie oczekujemy, że już w 1Q2013 CPI obniży się do celu inflacyjnego NBP a w kolejnym kwartale spadnie nawet do 2,0%.

Deficyt budżetowy pod kontrolą, co w przyszłym roku?

W październiku deficyt budżetowy zamknął się kwotą 34,7 mld PLN w stosunku do 35 mld PLN planu. Dochody budżetu również są zgodne z planem jednak ich struktura potwierdza (dochody z podatków 78% rocznego planu – po 10M powinno być 81-83%) obserwowane spowolnienie w gospodarce. Na szczególną uwagę zasługuje 15% spadek wpływów z VAT (narastająco po 10M -3,2% r/r). Utrzymanie się wysokiej dynamiki spadku w tej kategorii oznacza dziurę w stosunku do planu na poziomie 20 mld PLN. Sytuację budżetu ratuje nie planowana w ustawie budżetowej wypłata zysku NBP w kwocie 8 mld PLN. W listopadzie i grudniu należy oczekiwać dużo niższych kosztów obsługi zadłużenia, tym niemniej żeby nadal myśleć o wyjściu z procedury nadmiernego deficytu, w końcu roku rząd będzie musiał ograniczyć wydatki, pogłębiając spowolnienie w kolejnych miesiącach. Po stronie finansowania sytuacja jest komfortowa. Obecnie rząd zabezpieczył już 20% potrzeb pożyczkowych na rok przyszły. W tym względzie budżetowi sprzyja bardzo niskie oprocentowanie obligacji skarbowych.

Deficyt budżetowy w ostatnich latach – narastająco w roku (L) i w relacji do PKB (P)

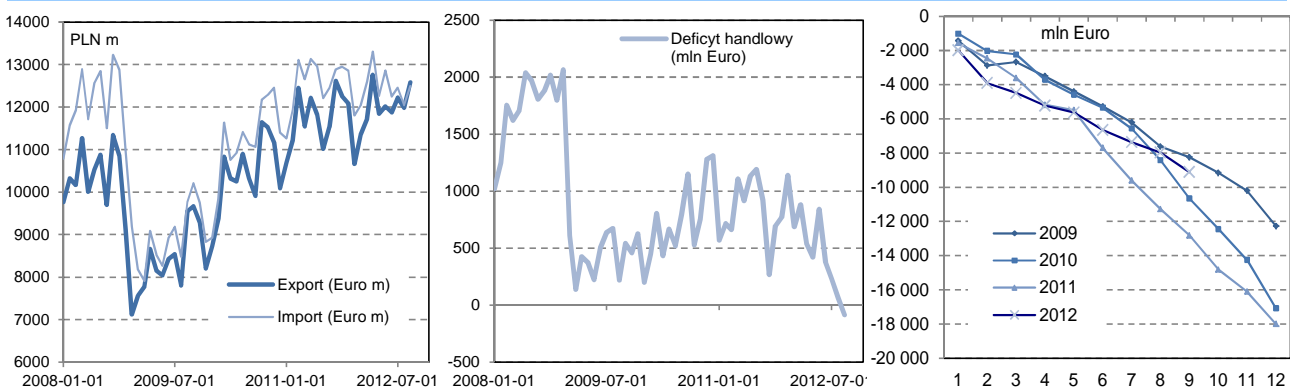


Źródło: GUS

Nadwyżka handlowa – wyższy rating jak w Turcji?

Spowolnienie gospodarcze, ze szczególnym uwzględnieniem komponentu popytu krajowego, tj. konsumpcji prywatnej i inwestycji, powoduje obniżenie importu, a w efekcie równoważenie się deficytu handlowego. We wrześniu po raz trzeci odkad NBP publikuje spójne i porównywalne dane, na rachunku handlowym Polska zanotowała nadwyżkę - w wysokości 84 mln Euro w stosunku do 63 mln Euro deficytu w poprzednim miesiącu. Pozostaje pytanie, czy słabnąca koniunktura w Niemczech i popyt na polski eksport nie oznaczają, że nadwyżka jest tylko chwilowa? Nasi makroekonomiści uważają, że spadek popytu krajowego będzie na tyle silny, że nadwyżka utrzyma się. Jeżeli wyjście ze spowolnienia polskiej gospodarki ma tym razem być efektem impulsu z zewnątrz, tj. Niemiec, to w najbliższych miesiącach będziemy mieli do czynienia z hamującym popytem wewnętrznym i importem i ożywieniem w eksporcie do Niemiec.

Eksport i import (L), deficyt handlowy (Ś) deficyt na rachunku bieżącym Polski (P)



Źródło: GUS

We wrześniu rachunek bieżący zamknął się deficytem (-1,14 mld Euro), głównie za sprawą wysokiego deficytu na rachunku dochodów (-1,5 mld Euro) oraz ujemnego salda transferów (-17 mln EUR vs. 0,4 mld EUR w poprzednim miesiącu, efekt niższych płatności z UE). W dużej mierze są to efekty sezonowe i zgodne z oczekiwaniami.

Poprawa bilansu zewnętrznego pomimo, że cykliczna a nie strukturalna, powinna być pozytywnie oceniana przez inwestorów zagranicznych - szczególnie w kontekście problemów strefy Euro. Poprawa powinna zostać dostrzeżona również przez agencje ratingowe, które nie tak dawno z podobnych powodów podwyższyły rating Turcji (Fitch, w listopadzie). Sytuacja Polski jest o tyle lepsza, że równoważenie następuje przy niższej inflacji i nie wynika jak w Turcji w dużej mierze ze spadku cen ropy naftowej tylko cyklicznych zmian konsumpcji. Docelowo mogą one prowadzić do odbudowania się stropy oszczędności, co przy spadającym deficycie sektora rządowego stwarza przestrzeń do finansowania przyszłych inwestycji bez konieczności korzystania z finansowania zewnętrznego.

Nowe fundusze z Unii Europejskiej na lata 2014-2020

Batalia o to jak będzie wyglądał przyszły budżet UE i jak duże fundusze ostatecznie trafią do Polski nadal trwa. Łącznie z Funduszu Spójności, z dwóch funduszy rolnych i Europejskiego Funduszu Społecznego Polska chce pozyskać ok 75-79 mld EUR (300-320 mld PLN). Przy założeniu, że nominalny wzrost PKB w kolejnych 8 latach wyniesie 4,5% rocznie, taka kwota stanowi ok. 2,15% produktu krajowego brutto Polski w latach, na które przewidziany jest budżet. W poprzednim budżecie polska miała do wykorzystania 68 mld EUR.

Wszystko wskazuje na to, że jak pokazał szczyt unijny w listopadzie, trudno będzie uzyskać kwotę o której mówią polscy politycy z Premierem Tuskiem na czele. Przed szczytem Komisja Europejska zaproponowała budżet, który zakłada wydatki w latach 2014-20 w łącznej wysokości 988 mld EUR. Na taki budżet nie zgadzają się jednak najwięksi płatnicy netto (Niemcy, Wielka Brytania, Francja, Holandia) i postulują redukcję wydatków o 100 (Niemcy) a nawet 200 mld EUR. Istnieje również wariant cypryjski zakładający redukcję budżetu o 52 mld EUR, ale z punktu widzenia interesów Polski zakładający niekorzystną strukturę cięć. Herman Van Rompuy – przewodniczący Rady Europejskiej – zaproponował z kolei redukcję wydatków o 75 mld Euro, co miało skłonić oponentów do zawarcia porozumienia.

Żeby środki mogły być rozdysponowywane jeszcze w roku 2014 (3/4 kwartał), budżet musiałby zostać przyjęty na szczycie styczniowym (2013). Jego fiasko będzie oznaczało, że ewentualny wpływ funduszy na gospodarkę pojawi się dopiero w roku 2015, co na dzisiaj wydaje się najbardziej realnym scenariuszem. Wszystko wskazuje również na to, że środki, jakie pozyska Polska mogą być o 5-15% niższe niż stara się zdobyć Rząd. Nadal pozostaje to istotna kwota z punktu widzenia polskiego PKB (1,9%).

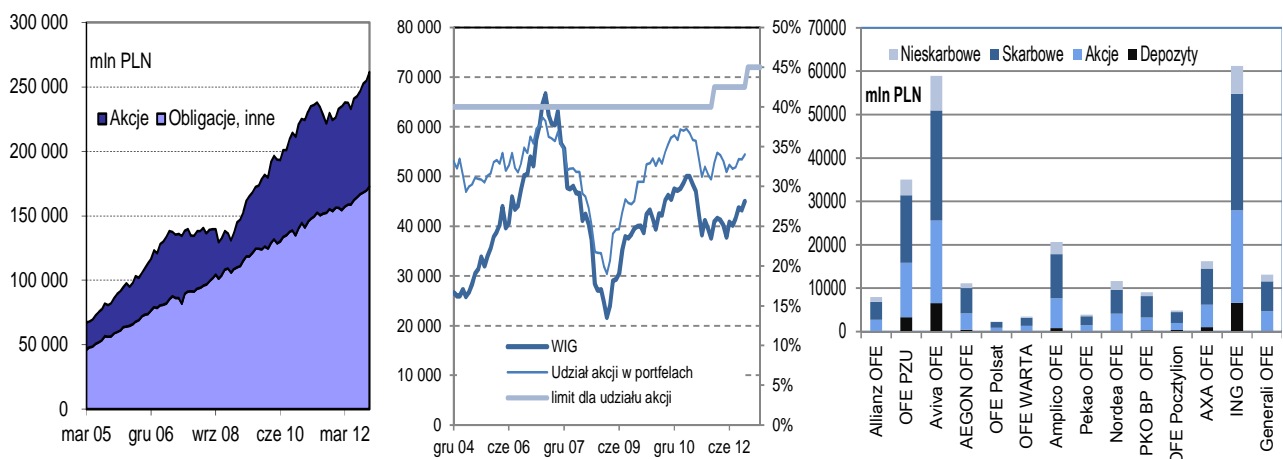
Krajowy popyt i podaż akcji

- OFE posiadają 20 mld PLN w gotówce, spadek oprocentowania depozytów i lokat powinien skłonić do zwiększenia alokacji w akcje, obligacje mało atrakcyjną alternatywą w perspektywie całego roku.
- Alokacja w akcje w OFE poniżej 34%, przyszłoroczny limit to 47,5%, w 2013 fundusze dostaną więcej pieniędzy z ZUS.
- Rok 2013 przyniesie przełom dla TFI, realokacja oszczędności z funduszy dłużnych do akcyjnych, napływ nowych środków wraz ze spadkiem oprocentowania lokat i rosnąca świadomość, że na GPW panuje hossa (5 rok).
- Wzrośnie liczba przejęć, wezwań na akcje.
- Małe natężenie prywatnych IPO, podaż akcji zapewni Skarb Państwa.
- W scenariuszu głębszego spowolnienia Skarb Państwa może zwiększyć dywidendy ze spółek kontrolowanych przez siebie.

Otwarte Fundusze Emerytalne

Na koniec listopada OFE zarządzały aktywami o łącznej wartości 261,6 mld PLN, z czego blisko 33,5% stanowiły akcje spółek notowanych na giełdach. Od początku roku aktywa wzrosły o 35,4 mld PLN, z czego w części akcyjnej o 19 mld PLN. OFE zwiększały alokacje w akcje. Przez 11 miesięcy ZUS przelał do funduszy 7,4 mld PLN (średnio 0,67 mld PLN miesięcznie), co oznacza spadek o połowę w stosunku do analogicznego okresu 2011 roku. Jest to efekt obniżenia składki od maja 2011 r. z 7,3% do 2,3%. W roku 2013 składka wzrośnie do 2,8%, co oznacza również wzrost kwoty przelewanej do funduszy o ok. 1,8 mld PLN w skali roku (przy innych czynnikach niezmiennych).

Aktywa OFE



Źródło: KNF, Analizy Online

Co ciekawe aż 7,9% łącznych aktywów OFE (20,4 mld PLN) ulokowane było na depozytach. 80% tej kwoty miały zgromadzone trzy największe OFE. Fundusze wykorzystują wysokie oprocentowanie krótkoterminowych lokat (wyższe niż krótkoterminowych papierów skarbowych). Innym wytłumaczeniem może być oczekiwanie na podaż dużych spółek ze strony Skarbu Państwa (PZU, PKO BP). Co jednak jeżeli oprocentowanie depozytów, w ślad za obniżkami stóp procentowych, spadnie? Wydaje się, że wzrosty jakie odbyły się na polskich obligacjach i oczekiwany wzrost rentowności na długim końcu krzywej w drugim półroczu 2013, powinny zachęcać fundusze do lokowania środków w akcje. W skali całego sektora OFE istotnie odbiegały od maksymalnego zaangażowania w akcje. W 2012 limit wynosi 45%, w roku przyszłym wzrośnie do 47,5%.

Czy 2013 będzie rokiem przełomu dla TFI?

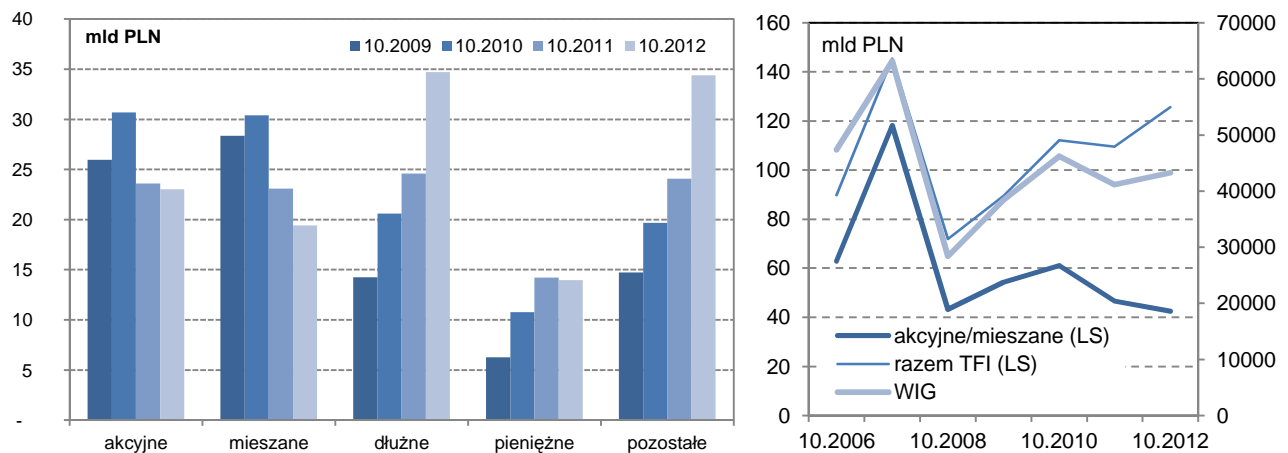
Pomimo wzrostu cen akcji na GPW rok 2012 można uznać za rok obligacji. Dynamiczna hossa na tym rynku - przy powszechnej percepcji inwestorów indywidualnych, że na giełdzie nie da się zarobić - spowodowała, że fundusze dłużne cieszyły się dużą popularnością wśród klientów. W ciągu roku (październik2012/październik2011) ich aktywa wzrosły o 10 mld PLN a licząc od 2009 podwoiły się. Drugim nadal bardzo dynamicznie rosnącym segmentem w TFI jest kategoria pozostałe fundusze, wśród których gro (zarówno wartości aktywów jak i przyrostu) stanowią antypodatkowe FIZy. To dzięki tym dwóm segmentom wartość łącznych aktywów TFI wzrosła w ciągu roku o 15,9 mld PLN. Mimo wzrostu cen akcji, zarówno fundusze akcyjne jak i mieszane odnotowały spadek wartości aktywów w ujęciu rocznym, łącznie o 4,3

mld PLN. Na koniec października ich łączna wartość to 42,5 mld PLN, tj. o blisko 1 mld PLN mniej niż w październiku 2008 roku.

Rok 2013 powinien być jednak dla komponentu akcyjnego przełomem, co wynika z:

- W naszej ocenie hossa na obligacjach potrwa najwyżej do połowy przyszłego roku, przy czym dalszy potencjał spadku rentowności skarbowych papierów dłużnych jest już mały. Potem, rentowności będą konwergowały do już rosnących w tym czasie rentowności w krajach rozwiniętych (efekt ożywienia gospodarczego, powoli rosnącej inflacji). Nie będzie to jeszcze dynamiczny ruch, ale trend zostanie przełamany.
- Wraz z kolejnymi obniżkami stóp procentowych, zaczną spadać oprocentowania lokat w bankach.
- Zaczyna się piąty rok hossy na giełdzie, wzrost indeksów będzie coraz bardziej zauważany (obecnie powszechne przekonanie, że giełda spada).
- Akcja kredytowa banków spowalnia, instytucje finansowe będą szukały produktu, który można sprzedać klientowi.

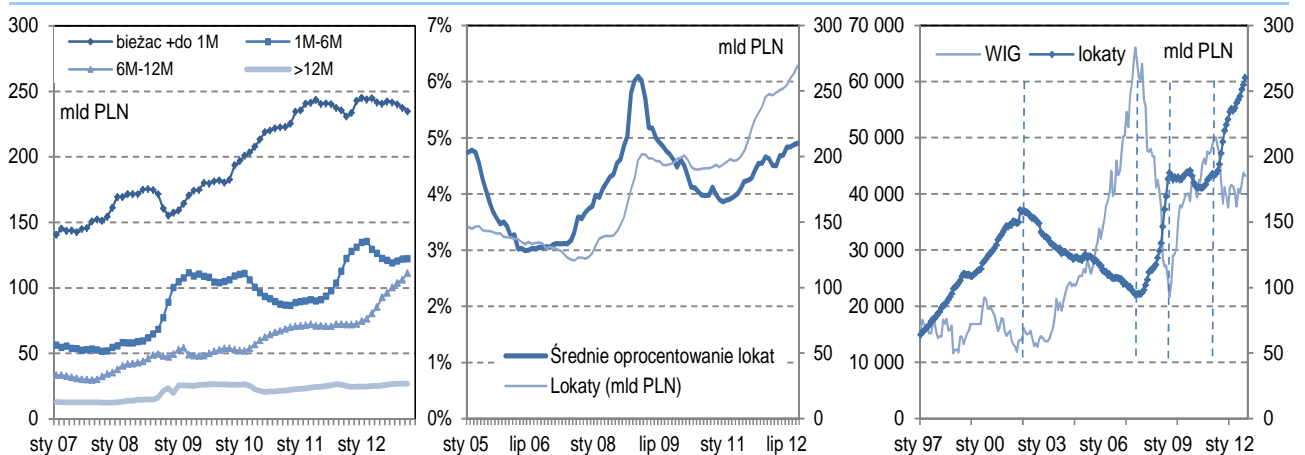
Aktywa TFI w rozbiciu na kategorie funduszy



Źródło: Analizy Online

Wszystkie te czynniki nie oznaczają, że w TFI powtórzy się rok 2006/07, kiedy „ulica” masowo kupowała fundusze akcyjne, a udział oszczędności zgromadzonych w ramach TFI stanowił 15,9% wszystkich oszczędności gospodarstw domowych. Jednym z głównych powodów jest tu brak nadpłynności, jakie banki miały w tamtym okresie. Mówimy tu raczej o scenariuszu końca odpływów w pierwszych miesiącach roku i pozyskaniu kilku mld PLN w drugim (realokacja z dłużnych i nowe nabycia).

Struktura czasowa depozytów klientów indywidualnych w bankach (LS) oraz lokaty na tle średniego oprocentowania i stopy NBP (ŚS) oraz WIG (PS)



Źródło: NBP

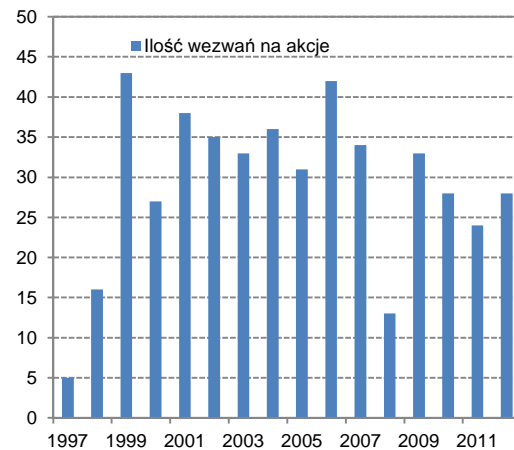
Obecnie przeciw odwróceniu trendu odpływu środków w funduszach akcyjnych – obok hossy na obligacjach – działa również nadal wysokie oprocentowanie depozytów i lokat (średnio 5%).

Naszym zdaniem obniżki stóp procentowych, których spodziewamy się w kolejnych miesiącach (łącznie kolejne 100 punktów bazowych) przeniosą się na oprocentowanie oszczędności (przy spadającej dynamice akcji kredytowej i mniejszej presji na depozyty, banki będą chroniły marże odsetkową).

Wzrośnie liczba przejęć i wezwań na akcje spółek notowanych na GPW

Europejskie koncerny, pomimo widocznego kryzysu, nadal mają się nieźle. Zadłużenie firm w relacji do EBITDA jest najniższe od ponad 20 lat. Lata, w których gospodarka znajdowała się w spowolnieniu (2001-2003; 2009), w przeszłości były wykorzystywane do przejmowania przecenionych firm.

Liczba wezwań na akcje spółek notowanych na GPW



Źródło: NBP

Poniżej wytypowaliśmy listę spółek, które naszym zdaniem w kolejnym roku mogą zmienić właściciela.

Nazwa spółki	Sektor	P/BV	P/E2012P	Komentarz
AB	Dystryb. IT	0,8	7,3	Wyjście z rynku lub akwizycję rozważa Tech Data
Action	Dystryb. IT	1,5	7,9	Wyjście z rynku lub akwizycję rozważa Tech Data
ABC Data	Dystryb. IT	1,0		Wyjście z rynku lub akwizycję rozważa Tech Data
AC Auto Gaz	Przemysł	2,8x	9,5	Spółka z gotówką netto, potencjalni przejmujący Lovato czy Landi Renzo
ACE	Przemysł	0,7x	12,1x	Przejęcie w ramach konsolidacji w branży (Potencjalni przejmujący Bosch, Continental, TRW)
Berling	Przemysł	1,5	14,3	Spółka z gotówką netto i ugruntowaną pozycją na rynku
BPH	Banki	0,7	11,0	Tempo restrukturyzacji poniżej początkowych oczekiwań GE; zbyt wysoka baza kosztowa
Ciech	Chemia	1,1	-	Po uporządkowaniu finansowania Grupy, MSP może wrócić do prywatyzacji.
Enea	Energetyka	0,6	9,1	Jedyna spółka z sektora przeznaczona do pełnej prywatyzacji.
ES-System	Przemysł	0,7	28,8	Spółka z gotówką netto, dotychczasowi właściciele wyszli z zarządu i oddali władzę nowym zarządzającym
Fasing	Przemysł	0,7	5,8	Przejęcie w ramach konsolidacji branży
Millennium	Banki	1,1	12,2	Słabnąca pozycja spółki – matki; lokalnie – problem z kosztem finansowania
Netia	Telekom.	0,7	50,6	Zainteresowane są podobno fundusze private equity
Orzeł Biały	Przemysł	1,0	13,5	Konsolidacja branży, koniec investment period dla funduszu posiadającego większość akcji
Police	Chemia	0,6	9,1	Jedyna spółka z sektora przeznaczona do pełnej prywatyzacji.
SecoWarwick	Przemysł	1,5	8,3	Przejęcie przez kapitał chiński w ramach poszukiwania nowych technologii
Sygnity	IT	0,7	-	W 2012 było już wezwanie Asseco Poland. Prowadzone były też rozmowy z zagranicznymi podmiotami
TVN	Media	3,7	17,7	Canal+ ma już 40% zaangażowania w ITI

Źródło: DI BRE Banku SA

Prywatne firmy nie zasypią rynku nowymi ofertami

W otoczeniu słabnącej koniunktury gospodarczej firmy będą wykazywały słabsze wyniki. W tym świetle ceny, jakie mogą uzyskać w ofertach publicznych, nie będą satysfakcjonowały dotychczasowych akcjonariuszy. Oczywiście znajdą się podmioty, które będą zmuszone przeprowadzić ofertę ratunkową lub akurat ich sektor czy pozycja rynkowa nie zostanie dotknięta spowolnieniem, jednak można oczekiwać, że będą to nieliczne przypadki. Głównym źródłem podaży akcji powinien być Skarb Państwa.

Co zrobi Skarb Państwa z OFE i udziałami w kontrolowanych przez siebie spółkach?

Biorąc pod uwagę coraz słabszą koniunkturę, w przyszłym roku przed rządem stoi trudne zadanie: jak dopiąć budżet w otoczeniu spadających wpływów podatkowych, zrealizować obietnicę wyjścia z procedury nadmiernego deficytu (EDP) i jednocześnie pobudzić gospodarkę do wzrostu. Z punktu widzenia rynków finansowych widzimy dwa potencjalne działania:

- Skarb będzie maksymalizował wpływy z dywidend kontrolowanych przez siebie spółek lub sprzedawał udziały w kontrolowanych przez siebie podmiotach pozyskując w ten sposób środki finansowe (dwie potencjalne opcje: sprzedaż przez GPW, Inwestycje Polskie);
- w wersji ekstremalnej Skarb może sięgnąć po pieniądze z OFE, które pozwolą na obniżenie wskaźnika długu w relacji do PKB – tym samym uwalniając środki na ewentualne stymulowanie fiskalne.

Z ostatnich wypowiedzi Ministra Skarbu (Budzanowskiego) wynika, że Rząd zakłada w przyszłym roku wpływy z prywatyzacji na poziomie 5,9 mld PLN, a wpływy z dywidend mają wynieść 5 mld PLN. Na 2014 nie przewidziane są wpływy prywatyzacyjne.

W październiku premier Tusk wygłosił expose, w trakcie którego poruszył m.in. kwestie inwestycji, które mają pobudzić polską gospodarkę. Na obecną chwilę traktujemy je jako życzeniowe. Do roku 2015 Rząd planuje wydać 300 mld PLN (460 mld PLN do 2020 r) m.in. na budowę dróg i autostrad (43 mld PLN), kolei (30 mld PLN), inwestycje energetyczne (60 mld PLN do 2020) oraz poszukiwanie gazu łupkowego (50 mld PLN). Inwestycje te miałyby być finansowane m.in. poprzez dokapitalizowanie BGK w drodze wniesienia akcji spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa (o wartości ok. 10 mld PLN, przede wszystkim spółki notowane na GPW) a następnie wygenerowanie ponad 40 mld PLN nowych kredytów. Obok BGK ma zostać powołana do życia spółka inwestycyjna (roboczo nazwana Celowa Spółka Inwestycyjna - CSI), której jedynym udziałowcem na razie będzie Skarb Państwa. Spółka działałaby jak fundusz kapitałowy, który tworzy razem z innymi inwestorami (prywatnymi lub samorządami) spółki celowe do realizacji wybranych projektów inwestycyjnych. Program ten nazwano "Inwestycje Polskie".

Zgodnie z opracowanym harmonogramem pierwsza transza spółek ma zasilić BGK w kolejnych kilku miesiącach (na pewno w IH2013). Jak dotąd nie ujawniono, akcje których spółek miałyby dokapitalizować program. Wiadomo, że mogą to być pakiety przewidziane przez Skarb na sprzedaż, a więc nie takie które zapewniają Skarbowi większość lub kontrolę (zgodnie ze strategią prywatyzacji).

Udziały Skarbu Państwa w spółkach notowanych na GPW

(mIn PLN)	Udział SP	Dywidenda wypłacona akcjonariuszom						Dywidenda dla Skarbu	
		2010	2011	2012P WB	DY WB	2012P WA	DY WA	2012P WB	2012P WA
Tauron	30%	2 980	373	500	6,4%	1 000	12,7%	150	300
PGE	62%	263	3 422	2 300	6,7%	4 000	11,7%	1 423	2 476
PKN	28%	0	0	1 000	5,1%	1 800	9,2%	275	495
PZU	35%	708	1 937	2 245	6,3%	2 245	6,3%	790	790
JSW	50%	135	641	300	2,8%	780	7,3%	150	391
PKO BP*	44%	0	1 588	1 875	4,3%	2 800	6,4%	818	1 222
PGNiG	72%	1 215	0	520	2,0%	1 000	3,8%	377	724
GPW	35%	194	60	60	3,8%	80	5,1%	21	28
Lotos	53%	0	0	0	0,0%	0	0,0%	0	0
KGHM	32%	2 475	5 668	2 000	5,6%	3 500	9,7%	636	1 113
Enea	52%	2 245	212	211	3,1%	500	7,3%	110	260
Razem		10 215	13 901	11 811	5,2%	18 265	8,0%	4 970	7 952

Źródło: DI BRE Banku SA; * uwzględnia udziały poprzez BGK

W jednym z wywiadów Minister Tamborski szacował, że wartość pakietów Skarbu w spółkach notowanych na GPW to ok. 100 mld PLN, z czego Skarb docelowo może sprzedać akcje o wartości ok. 20 mld PLN. Nie przewiduje sprzedaży udziałów w takich spółkach jak np.: Lotos czy PGNiG. Poniżej prezentujemy zestawienie, które zakładałoby realizację takiego scenariusza. Nie oznacza to oczywiście, że akcje wszystkich wymienionych spółek będą sprzedawane w 2013 roku, chodziło nam bardziej o zaprezentowanie które spółki i jak duże pakiety akcji są potencjalnie do zbycia. Ostateczną decyzję jak zrealizować niezbędne wpływy budżetowe (również jakimi podmiotami dokapitalizować Inwestycje Polskie) podejmie Skarb. Możliwości jest wiele. Dodatkowo należy pamiętać, że w 2013 roku Skarb zamierza sprzedać

przez GPW część udziałów w spółce Energa (potencjalna wartość zbywanego pakietu to 1,5-3 mld PLN).

Bieżący i potencjalny (po sprzedaży akcji) udział Skarbu Państwa w spółkach giełdowych

(mld PLN)	Udział Skarbu Państwa	MC na GPW	Wartość udziału SP	Potencjalne zmniejszenie udziału do %	Wartość pakietu możliwa do zbycia
Tauron	30%	7,9	2,4	25%	0,4
PGE	62%	34,1	21,1	50%	4,1
PKN	28%	19,6	5,4	25%	0,5
PZU	35%	35,5	12,5	25%	3,6
JSW*	50%	10,7	5,4	34%	1,7
PKO BP**	44%	43,8	19,1	33%	4,7
PGNiG	72%	26,6	19,2	72%	0,1
GPW	35%	1,6	0,5	25%	0,2
Lotos	53%	5,1	2,7	53%	0,0
KGHM	32%	36,0	11,4	25%	2,4
Enea	52%	6,8	3,5	0%	3,5
Razem			103,3		21,2

Źródło: DI BRE Banku SA; * zmniejszenie udziału poniżej 50% wymaga porozumienia ze związkami zawodowymi, ** uwzględnia udział poprzez BGK

Wersją ekstremalną, tzn. realizowaną w silnie negatywnym scenariuszu makro, pozostaje sięgnięcie po środki zgromadzone w OFE. Jest to temat, szeroko dyskutowany przez inwestorów zagranicznych, którzy mają złe doświadczenia z wydarzeniami na Węgrzech.

Jeżeli już miałyby dojść do kolejnej ingerencji w OFE, scenariuszem najbardziej prawdopodobnym jest to, że do ZUS zostanie przekazane z OFE kilkanaście mld PLN (ok. 15 mld PLN). Będą to oszczędności osób o najniższych dochodach. Zmniejszyłoby to poziom zadłużenia w relacji do PKB o ok. 0,9% - oddalając finanse publiczne od pierwszego progu zadłużeniowego na poziomie 55%. W scenariuszu dużo bardziej inwazyjnym ZUS przejmuje papiery dłużne zgromadzone w ramach OFE.

Naszym zdaniem wariantem praktycznie niemożliwym jest przejęcie całych aktywów OFE, w tym części akcyjnej. W tym ostatnim przypadku oznaczałoby to, że Skarb Państwa staje się większościowym udziałowcem lub znaczącym w kilkuset prywatnych spółkach. To OFE pozwoliły im zaistnieć na GPW i pozyskać kapitał na dalszy rozwój. W wielu przypadkach (m.in. Grupa Kęty, LW Bogdanka, Azoty Tarnów, Echo Investment) Skarb Państwa przekroczyłby próg 33%, co zgodnie z obowiązującym prawem oznaczałoby konieczność ogłoszenia wezwania. Bez zmiany prawa taka ingerencja wydaje się zupełnie niemożliwa.

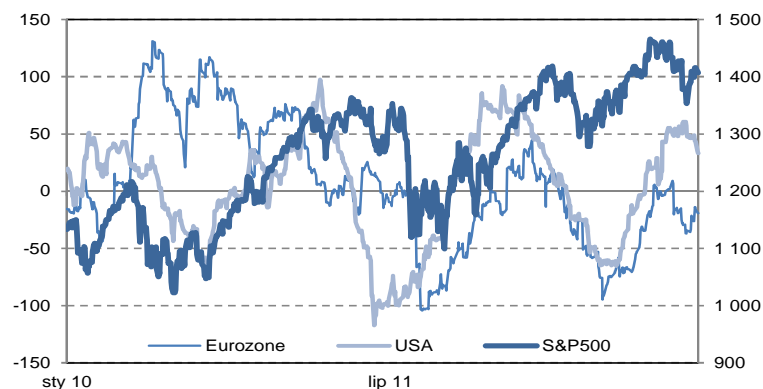
Sentyment, wyceny, wyniki i dywidendy – czy pozwolą na wzrost indeksów?

- Na rynkach przeważa optymizm (VIX, wskaźniki zaskoczeń, bulls/bears dla S&P500), przy obniżającym się konsensusie makro ryzyko głębszej korekty w 1Q2013 (po porozumieniu ws. *fiscal cliff*).
- Biorąc pod uwagę historyczne poziomy wyceny polskich spółek na tle GEM i indeksów w regionie są atrakcyjne, realokacja części funduszy z Turcji do Polski?
- W 2013 roku zyski analizowanych przez nas spółek spadną o 13%, dzięki bankom i PKN/PGNiG dywidendy tylko o 4,1%.
- Przy spadającym oprocentowaniu lokat DY oferowane przez spółki jest atrakcyjne (17 z 63 analizowanych przez nas firm wypłaci wyższy DY niż banki).
- Hossa na obligacje obniża stopę wolną od ryzyka, pozytywny wpływ na wyceny w modelach DCF.

Indeksy zaskoczeń w neutralnych rewirach

Indeksy zaskoczeń, które w istotny sposób są skorelowane z globalnymi rynkami akcji obecnie nie pokazują żadnego kierunku. W przypadku USA wskaźnik znajduje się w strefie świadczącej o umiarkowanym optymizmie analityków, w przypadku Strefy Euro nieznacznie przeważa pesymizm. Z tych poziomów oba indeksy mogą wykonać ruch zarówno wzrostowy jak i spadkowy.

Wskaźniki zaskoczeń makro przygotowywane przez Citibank

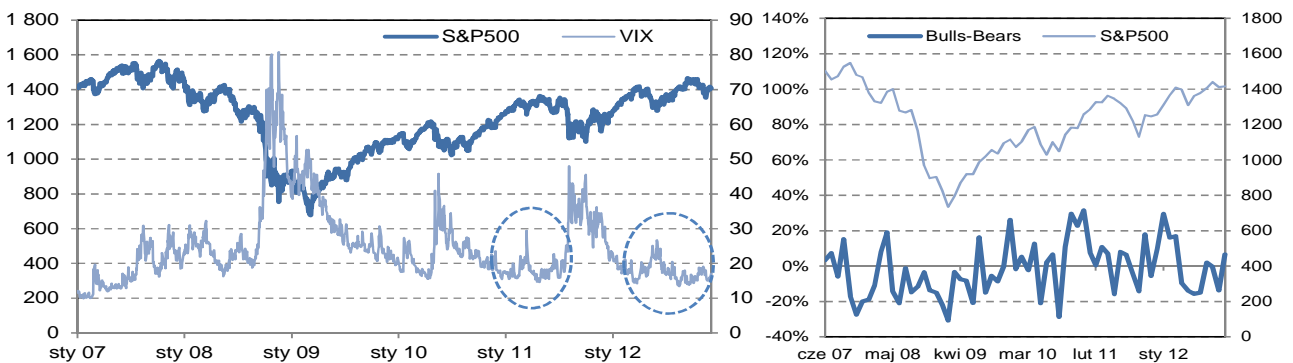


Źródło: Bloomberg

Optymistyczne nastroje inwestorów

Wskaźniki sentymentu wskazują na dosyć wysoki poziom optymizmu inwestorów na rynkach światowych. Indeks VIX dla opcji na S&P500 oscyluje na poziomie 15-17 punktów i jego struktura bardzo przypomina rok 2011, kiedy indeks wszedł w dynamiczną korektę spadkową. W zasadzie VIX wskazuje, że rynek jest gotowy do korekty – z drugiej strony równie dobrze na tych poziomach może utrzymywać się jeszcze przez jakiś czas.

Indeks zmienności dla opcji na S&P500 (L) i różnica pomiędzy optymistami a pesymistami na S&P500 (P)



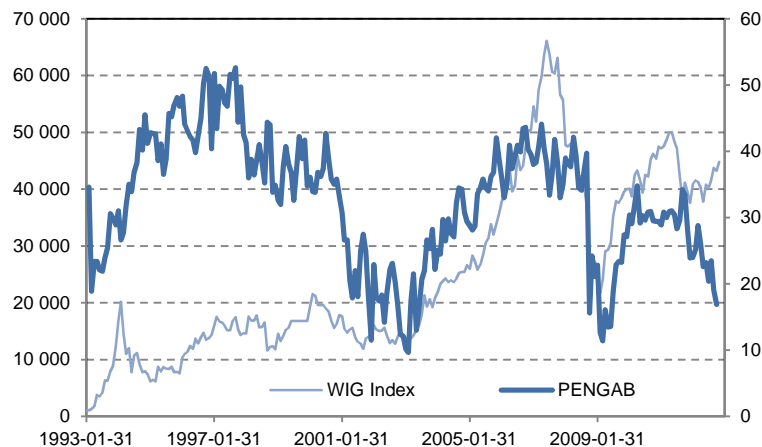
Źródło: Bloomberg

Na bazie ankiet przeprowadzanych wśród inwestorów z indeksu S&P500, na koniec listopada za wzrostami opowiadało się 40,9% pytanym (wzrost z 29,3% w poprzednim miesiącu), za spadkami 34,4% (spadek z 43,1%). Pozostałe 24,7% głosów była niezdecydowana. Panuje optymizm, ale nadal nie są to poziomy wskazujące na euforię (ekstremalne odchylenia to ok. 30 punktów procentowych różnicy).

Co nam mówi PENGAB – kto ma rację?

Jednym z największych zakładów na 2013 jest sektor bankowy. Prawie wszystko przemawia za tym, że banki powinny zachowywać się słabiej niż indeks (duże prawdopodobieństwo wprowadzenia podatku bankowego, brak tak pokaźnych zysków w obligacji jak w 2012, obniżki stóp procentowych, spowolnienie gospodarcze). Nastroje w sektorze dobrze oddaje PENGAB, który spadł już prawie do poziomów z dołka kryzysów 2009 i 2002/03 a biorąc pod uwagę prognozy makro na najbliższe miesiące zapewne tam się znajdzie.

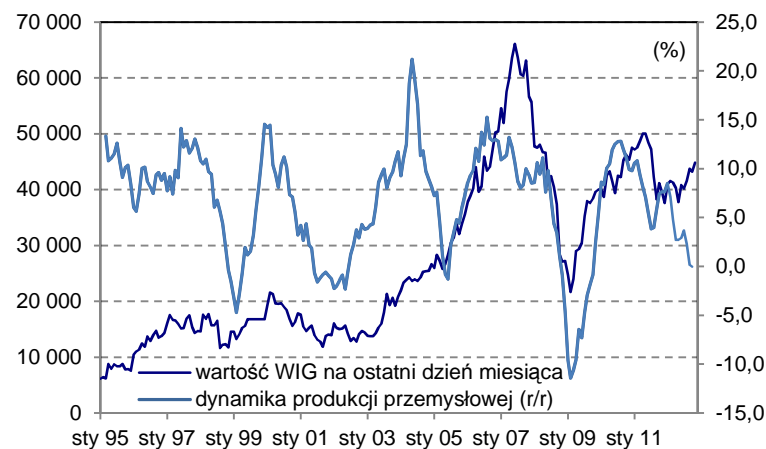
Indeks koniunktury bankowej PENGAB na tle WIG (LS) oraz siła relatywna banków do WIG (PS)



Źródło: Związek Banków Polskich

Po raz pierwszy od 1993 roku nastąpiło wyraźne „rozjechanie” się PENGABu z WIG i WIG Banki. Czy więc rynek akcji zakłada zbyt optymistyczny scenariusz? W krótkim okresie prawdopodobnie tak i konsensus makro musi się jeszcze obniżyć, jednak wcale nie musi mieć to istotnie negatywnego wpływu na ceny akcji, które bardziej reagują na symptomy płynące obecnie z gospodarki USA i niemieckiej niż lokalnego makro. Odwrócenie spadkowego trendu na PENGAB (koniunktura powinna się zacząć poprawiać w połowie 2013 roku) było zawsze silnym sygnałem wzrostowym dla giełdy. Bardzo podobne wnioski można postawić po analizie zachowania dynamiki produkcji przemysłowej i WIG.

Dynamika produkcji przemysłowej na tle WIG

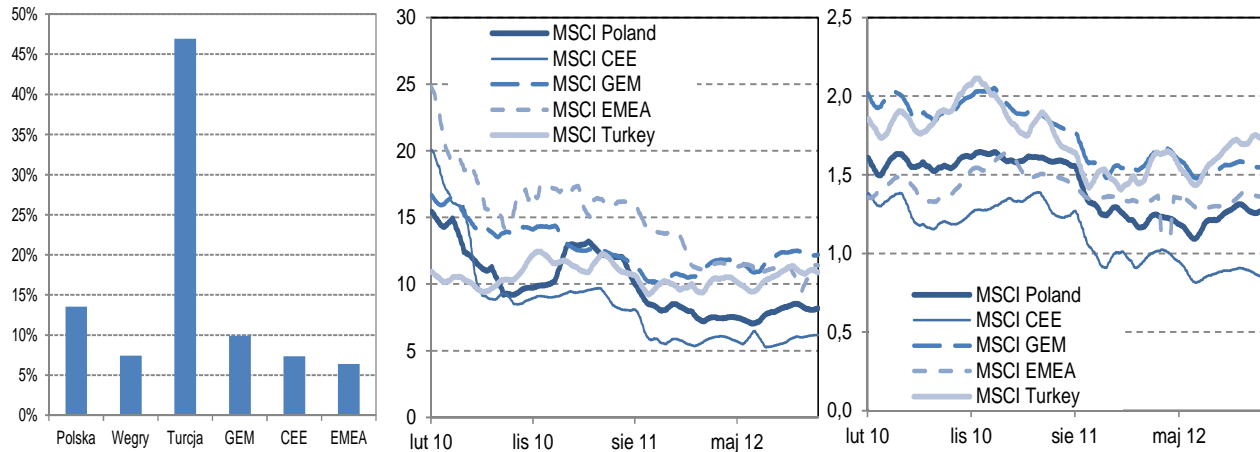


Źródło: GUS

Wycena polskich akcji nie jest barierą do wzrostów

Na dzień przygotowania raportu, wartość WIG wzrosła od początku roku o 21% a WIG20 o 14,2%. Porównując zachowanie się polskiego rynku do innych używamy indeksów MSCI. W przypadku giełdy warszawskiej wzrost on o 13,5% (YTD), co stawia go ponad stopami zwrotu indeksów regionalnych (CEE, EMEA) jak również indeksu *Global Emerging Markets* (GEM, +9,9%). Zdecydowanym liderem zarówno w zestawieniach światowych jak również lokalnych jest giełda turecka (+47% YTD).

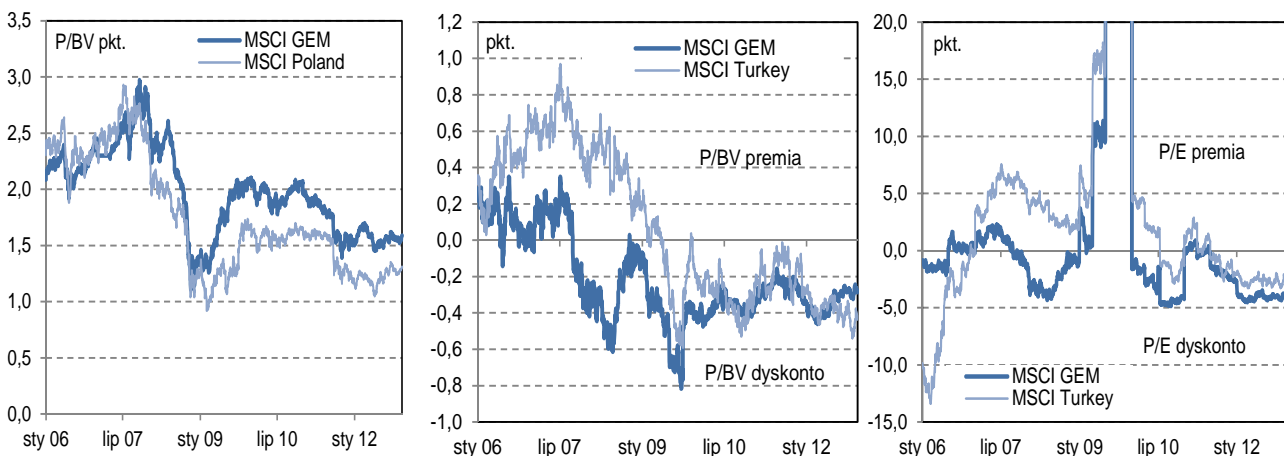
Zmiana wartości indeksów MSCI dla wybranych regionów (LS) i wskaźniki P/E (ŚS) i P/BV (PS)



Źródło: Bloomberg

Wskaźniki wyceny P/E i P/BV dla polskiej giełdy na tle indeksów regionalnych nie powinny stanowić bariery do wzrostu kursów akcji w pozytywnym scenariuszu dla rynku akcji w ujęciu globalnym. Po pierwsze sam wskaźnik P/BV dla indeksu MSCI GEM znajduje się na historycznie niskich poziomach, co samo w sobie daje potencjał wzrostu. Ponadto zarówno na poziomie P/E jak również P/BV indeks dla rynku polskiego notowany jest z dyskontem do GEM (wykresy poniżej). Na wykresie załączamy również poziom dyskonta na wymienionych wskaźnikach w porównaniu z giełdą turecką. Naszym zdaniem wraz z „ubijaniem dna” na poziomie makro w polskiej gospodarce, część inwestorów zagranicznych powinna zamieniać akcje tureckie na akcje notowane na GPW.

Premia/dyskonto na wskaźnikach P/BV i P/E dla MSCI Polska w relacji do MSCI GEM i rynku tureckiego

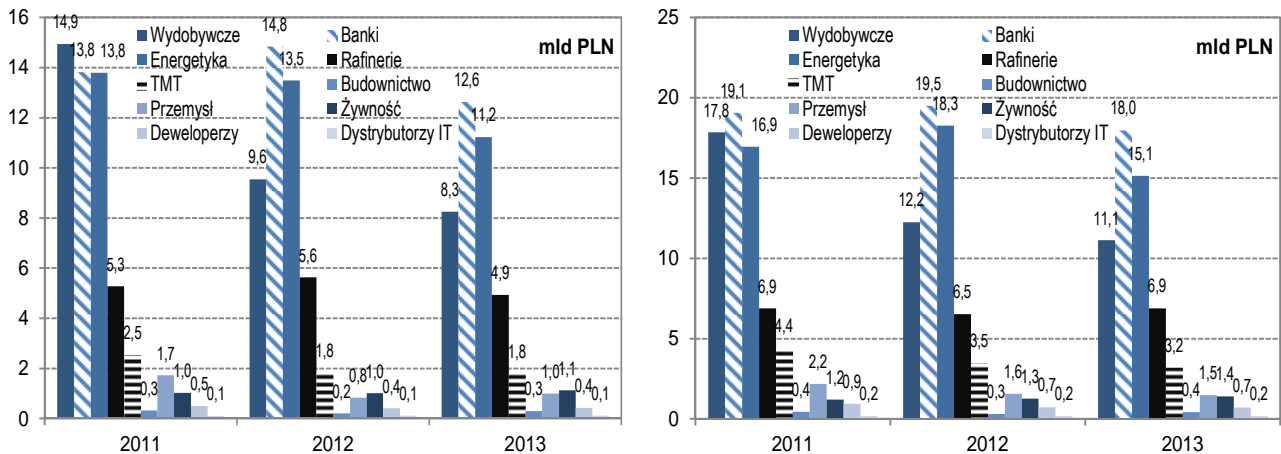


Źródło: Bloomberg

W 2013 zyski spółek spadną o 13%

W grupie 63 analizowanych przez nas spółek łączny zysk netto wypracowany w roku 2013 spadnie w stosunku do 2012 o 13% przy 2% spadku przychodów (dane bez sektora finansowego). Poniżej prezentujemy dane jak zysk netto i EBIT rozkłada się na poszczególne sektory oraz dynamikę zmian ww. pozycji rachunku wyników w ujęciu r/r w latach 2012/13.

Prognozowany zysk netto (LS) i EBIT (PS) w rozbiu na poszczególne sektory



Źródło: DI BRE Banku SA, do spółek wydobywczych zakwalifikowaliśmy PGNiG, budownictwo bez PBG i Polimexu

Kilka sektorów wymaga dodatkowego komentarza, co jest efektem tego, że w niektórych przypadkach jedna lub dwie spółki mogą zaburzać dynamiki całego sektora. Tak jest w przypadku budownictwa (w zestawieniu nie bierzemy pod uwagę PBG i Polimex-Mostostal), gdzie w 2013 roku, 42% wzrost zysku netto i 38% EBIT w głównej mierze jest efektem straty wygenerowanej przez Mostostal Warszawa w 2012 (odpowiednio: -56/-145 mln PLN; +3/+21 mln PLN w 2013P). Z wyłączeniem tej spółki dynamiki obniżyłyby się odpowiednio do +11/+13% r/r. Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku przemysłu. Rok 2012 zaburzają duże jednorazowe straty wygenerowane przez Ciech i Rovese. W roku 2013 zakładamy, że spółki te osiągną już zyski. Po ich wyłączeniu zysk netto i EBIT sektora obniżą się w 2013 o 34%.

Zmiana przychodów, EBIT i zysku netto w rozbiu sektorowym w latach 2011-13

	Przychody		Zysk netto		EBIT	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Wydobywcze	14%	-1%	-36%	-13%	-31%	-9%
Banki			7%	-15%	2%	-8%
Energetyka	5%	-4%	-2%	-17%	8%	-17%
Rafinerie	8%	-1%	7%	-13%	-5%	6%
TMT	1%	-3%	-27%	-2%	-22%	-8%
Budownictwo	1%	-19%	-34%	42%	-31%	38%
Budownictwo bez Most. Warszawa	2%	5%	-17%	11%	-19%	13%
Przemysł	5%	-4%	-52%	20%	-28%	-5%
Przemysł bez Ciech, Rovese	-20%	-5%	-31%	-34%	-24%	-34%
Żywność	28%	6%	-2%	12%	4%	12%
Deweloperzy	21%	2%	-19%	3%	-23%	-3%
Dystrybutorzy IT	17%	5%	11%	1%	3%	1%

Źródło: DI BRE Banku SA, do spółek wydobywczych zakwalifikowaliśmy PGNiG, budownictwo bez PBG i Polimexu

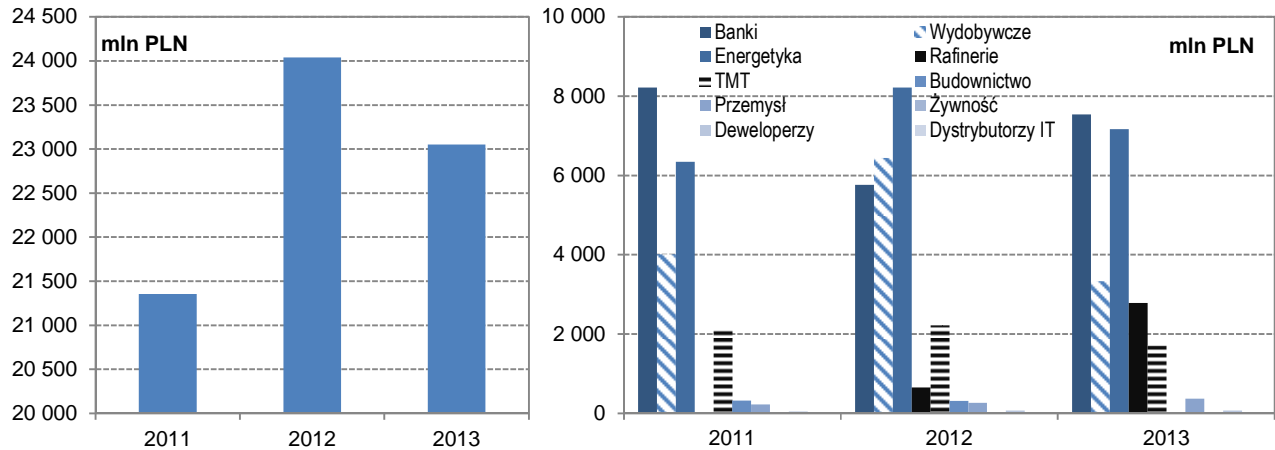
Sektorami (które z pominięciem wymienionych sytuacji) wg naszych prognoz powinny poprawić wyniki są: producenci żywności z Ukrainy (Astarta, Kernel), deweloperzy (wzrost wygenerowany przez deweloperów komercyjnych: Echo, PA Nova, GTC) oraz dystrybutorzy sprzętu IT (Asbis, AB, Action). Do wzrostowych sektorów należy zaliczyć również małe i średnie spółki budowlane (w 2012 podpisują nierentowne kontrakty).

Spółki oferujące najwyższy DY

Na bazie analizowanych przez nas spółek (63) i przygotowanych dla nich prognoz, w 2013 łączna wartość dywidend wypłaconych akcjonariuszom będzie o 4,1% niższa niż w roku 2012.

To mniej niż szacowany spadek zysków spółek (-13%). W prognozie opieramy się na wariacie konserwatywnym, potencjalnie spółki kontrolowane przez Skarb Państwa mogą wypłacić wyższe dywidendy, w przypadku konieczności pozyskania przez Skarb środków na równowagę budżetu.

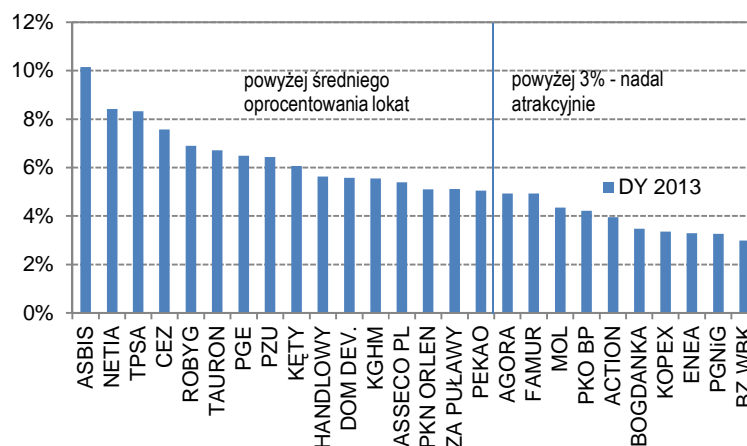
Łączna wartość dywidend wypłacanych przez analizowane w DI BRE spółki (L), rozbiecie sektorowe (P)



Źródło: DI BRE Banku SA

Co wpływa na taki obraz potencjału dywidendowego? Niższe dywidendy wypłacą duże spółki (istotnie ważące w podsumowaniu) takie jak: KGHM, JSW, PGE, TPSA czy średnie: Agora, Puławy, Budimex. W większości przypadków jest to efekt spadających zysków. W KGHM i PGE dodatkowo pojawia się efekt wysokiej jednorazowej dywidendy płaconej w 2012 a wynikającej z zysku na sprzedaży udziałów w Polkomtelu. Z drugiej strony takie spółki jak PKN Orlen, PGNiG, Kopex, Famur wypłacą dywidendę za 2012, czego nie robiły rok wcześniej. Jedynym sektorem, który istotnie zwiększył poziom płaconych dywidend są finanse. To efekt zakładanego przez nas złagodzenia polityki KNF w stosunku do sektora (restrykcje w 2012; max. 50% jednostkowego zysku). Tu oczekujemy 31% wzrostu wypłat, wzrost dotyczy wszystkich płaconych dywidendy banków (BZWBK, Handlowy, Pekao, PKO) i PZU. To właśnie dzięki bankom łącznie wypłacone w przyszłym roku dywidendy spadną tylko o wspomniane 4,1%. Bez tego sektora dynamika wyniosłaby -15,1%. Poniżej przedstawiamy zestawienie spółek, które wg naszych prognoz wypłacą w przyszłym roku dywidendy o najwyższych yield'ach. W 16 przypadkach DY jest wyższy niż średnie oprocentowanie lokat w bankach (na chwilę obecną).

Najwyższe DY dla analizowanych spółek w roku 2013



Źródło: DI BRE Banku SA

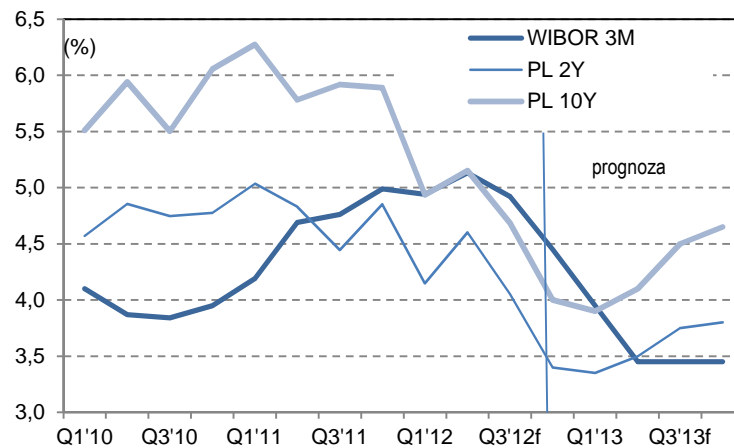
2012 szalony rok dla obligacji - stopa wolna od ryzyka - wpływ na wycenę

Rok 2012 przyniósł silne wzrosty cen obligacji w Polsce, ale również w całym regionie CEE. Pod koniec br. rentowności skarbowych obligacji 10-letnich (które traktujemy jako stopę wolną od ryzyka (SWR) w modelach wyceny DCF) spadły do poziomu 4%. W naszych modelach

również obniżamy dotychczasowe założenia, co ma pozytywny wpływ na wyceny spółek, ale tylko do poziomu 4,3%. Dlaczego jesteśmy w tym względzie bardziej konserwatywni?

Na rynkach rozwiniętych przestrzeń do dalszych obniżek rentowności obligacji jest bardzo ograniczona. Wraz z poprawą sytuacji gospodarczej należy oczekiwać, że inwestorzy zaczną poszukiwać wyższej stopy zwrotu. Realokacja funduszy pociągnie za sobą wzrost rentowności dłuższych papierów i wystromienie krzywej dochodowości. W Strefie Euro kompresja spreadów pociągnie za sobą wzrost rentowności obligacji niemieckich. W Polsce, w pierwszej połowie roku słabnące momentum gospodarki i spadająca inflacja oraz poszukiwanie przez inwestorów zagranicznych wyższych rentowności (przy relatywnie niskim ryzyku) powinny nadal wspierać polskie obligacje. W drugim półroczu, w ślad za trendami obserwowanymi na rynkach rozwiniętych można jednak oczekiwać stromienia krzywej i ponownego wzrostu rentowności. Mając na uwadze taki scenariusz nie przyjmujemy do wycen bieżącego poziomu rentowności.

Najwyższe DY dla analizowanych spółek w roku 2013



Źródło: DI BRE Banku SA

Obniżenie stopy wolnej od ryzyka ma istotny wpływ na poziom wycen uzyskiwanych w modelu DCF. W przypadku spółek analizowanych przez DI BRE zmiana ta spowodowała wzrost wartości akcji w przedziale 5-20%. W wielu przypadkach na obniżenie stopy nakłada się również obniżenie prognozy wyników na 2013, co jest związane z większym niż dotychczas oczekiwaliśmy spowolnieniem gospodarczym. Zmniejsza to lub w niektórych przypadkach wręcz w całości niweluje, pozytywny wpływ na wycenę obniżki SWR.

Michał Marczak
 (+48 22) 697 47 38
 michal.marczak@dibre.com.pl



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski, CFA tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media, Telekomunikacja

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 48 89
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solution, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrolog, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solution, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrolog, Magellan, Marka, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Solar.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP S.A.

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmiennione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 9 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 10 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym - w ocenie DI BRE Banku S.A. - Przegląd Miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Strategii:

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące AB

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2012-10-05
kurs z dnia rekomendacji	19,48
WIG w dniu rekomendacji	43840,23

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Action

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2012-11-06
kurs z dnia rekomendacji	19,96
WIG w dniu rekomendacji	43567,60

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Alchemia

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2012-07-26	2012-11-16
kurs z dnia rekomendacji	5,13	4,73
WIG w dniu rekomendacji	39245,74	43845,94

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Asbis

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2012-11-06
kurs z dnia rekomendacji	2,53
WIG w dniu rekomendacji	43567,60

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Asseco Poland

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2012-08-17	2012-11-06
kurs z dnia rekomendacji	44,66	41,00
WIG w dniu rekomendacji	42408,41	43567,60

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Astarta

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2012-06-05	2012-08-09
kurs z dnia rekomendacji	51,95	63,25
WIG w dniu rekomendacji	37287,97	41254,00

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Budimex

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2012-08-06
kurs z dnia rekomendacji	54,70
WIG w dniu rekomendacji	40594,36

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Ciech

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2012-05-15	2012-07-04	2012-09-04	2012-11-13
kurs z dnia rekomendacji	17,70	20,51	18,44	20,18
WIG w dniu rekomendacji	38500,68	40788,16	41731,43	43368,99

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Dom Development

rekomendacja	Redukuj
data wydania	2012-11-21
kurs z dnia rekomendacji	29,10
WIG w dniu rekomendacji	44438,93

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Echo

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2012-11-06
kurs z dnia rekomendacji	4,78
WIG w dniu rekomendacji	43567,60

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Famur

rekomendacja	Redukuj	Redukuj
data wydania	2012-06-05	2012-09-26
kurs z dnia rekomendacji	3,94	4,63
WIG w dniu rekomendacji	37287,97	43822,42

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kernel

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2012-06-05	2012-08-09	2012-08-31	2012-11-06
kurs z dnia rekomendacji	58,00	72,30	68,10	63,70
WIG w dniu rekomendacji	37287,97	41254,00	41077,44	43567,60

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kęty

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2012-08-28
kurs z dnia rekomendacji	116,80
WIG w dniu rekomendacji	41738,76

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące KGHM

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2012-09-12
kurs z dnia rekomendacji	142,90
WIG w dniu rekomendacji	43010,58

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kopex

rekomendacja	Zawieszona	Redukuj
data wydania	2012-05-07	2012-09-26
kurs z dnia rekomendacji	20,01	18,70
WIG w dniu rekomendacji	39888,00	43822,42

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kruk

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2012-03-29
kurs z dnia rekomendacji	50,90
WIG w dniu rekomendacji	41608,37

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Lotos

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2012-09-27
kurs z dnia rekomendacji	30,06
WIG w dniu rekomendacji	43462,14

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Netia

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2012-04-05	2012-06-05	2012-10-05
kurs z dnia rekomendacji	6,35	5,72	6,00
WIG w dniu rekomendacji	40754,08	37287,97	43840,23

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Police

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Puławy

rekomendacja	Redukuj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2012-04-05	2012-05-25	2012-07-04	2012-08-03
kurs z dnia rekomendacji	102,00	100,30	100,40	114,60
WIG w dniu rekomendacji	40754,08	36852,75	40788,16	39876,95

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Rovese

rekomendacja	Zawieszona	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2012-06-14	2012-10-11	2012-11-06
kurs z dnia rekomendacji	3,40	2,56	2,36
WIG w dniu rekomendacji	39337,90	44234,24	43567,60

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Sygnity

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2012-09-10
kurs z dnia rekomendacji	14,24
WIG w dniu rekomendacji	42503,57

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące ZUE

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2012-08-06	2012-10-05	2012-11-21
kurs z dnia rekomendacji	6,15	7,25	6,02
WIG w dniu rekomendacji	40594,36	43840,23	44438,93