



Dom Maklerski

Perspektywy na 2015 r.

Warszawa, styczeń 2015

Podsumowanie: Epizod 2015 - nowa nadzieja

- Jesteśmy umiarkowanie optymistyczni dla rynku akcji i spodziewamy się całkowitej stopy zwrotu dla akcji z GPW rzędu 5-10% w ciągu roku (WIG 20 na koniec roku 2 330 – 2 440; WIG 54000 – 56000)
- Brak wyraźnej poprawy wyników, ryzyka geopolityczne i obawy o sytuację gospodarczą w Europie zostały już zdyskontowane. W 2015 r. relatywnie mocne fundamenty polskiej gospodarki i nowe nadzieje związane z 2016 r. powinny zacząć wychodzić na pierwszy plan
- Wyceny spółek utrzymują się na wysokim poziomie (P/E 2015 14x dla WIG vs. średnia z ostatnich 10 lat 15x), ale nie wkroczyły w obszar przewartościowania zwłaszcza w świetle rekordowo niskich stóp procentowych i trwalszego charakteru ich obniżki
- W 2015 r. i 2016 r. wyniki skorygowane o zdarzenia jednorazowe będą rosły odpowiednio o 8% i 9% rocznie (banki odpowiednio +0% i +10%). Pozytywne momentum wyników, relatywnie defensywny charakter Polski w segmencie Emerging Europe i solidna stopa dywidendy (4,2% dla WIG20) wspierają nasz optymizm
- Szansą dla europejskich rynków akcji jest luzowanie ilościowe EBC oraz wsparcie dla gospodarek w postaci mocnego spadku cen ropy naftowej i słabego EUR
- Główne ryzyka to cały czas konflikt na Ukrainie, recesja w Rosji, problemy polityczno-gospodarcze Europy, spowalnianie wzrostu w Chinach, podwyżki stóp w USA, wybory w Polsce i słabszy PLN do USD niż EUR
- W tym roku dla OFE limit inwestycji w akcje zagraniczne wzrośnie do max. 20%, a limit inwestycji w akcje ogółem spadnie do min. 55%. Dodatkowo, oczekujemy podaży ponad 3 mld PLN z PIR
- Polska gospodarka wciąż mocna – oczekujemy wzrostu PKB rzędu 3,6% w 2015 r. i 2016 r. Wspiera nas silny popyt wewnętrzny: mamy mocny rynek pracy i rosnące inwestycje
- Naszym zdaniem nie będzie dużych różnic między małymi, średnimi i dużymi spółkami. Stawiamy na fundamentalną selekcję, mniejsze banki, deweloperów i spółki przemysłowe. Niespodzianki upatrujemy być może w surowcach w 2H roku

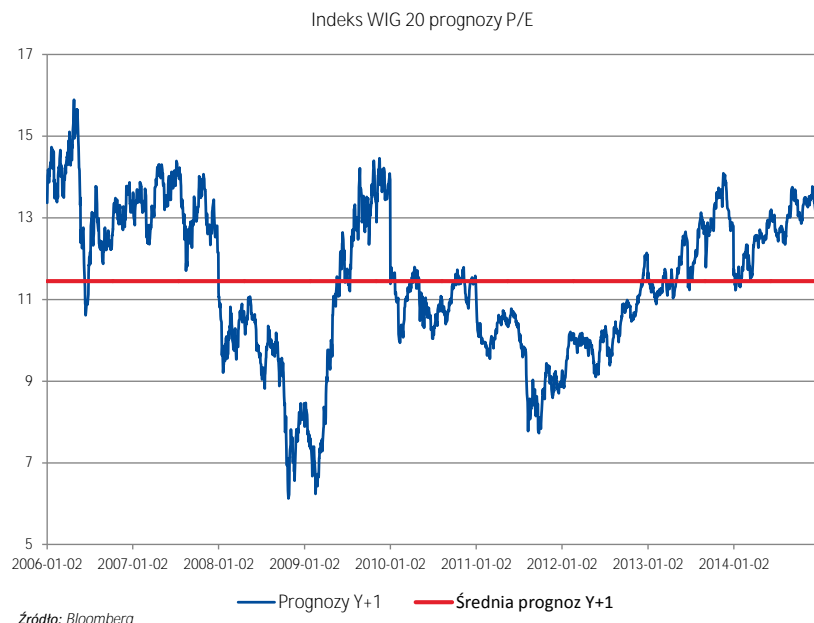
Spis treści

Podsumowanie	(str. 2)
Perspektywy na 2015	(str. 4)
TOP PICKS/TOP SELLS	(str. 9)
Banki	(str. 10)
Sektor wydobywczy	(str. 12)
Energetyka	(str. 16)
Paliwa	(str. 18)
Chemia	(str. 22)
Handel	(str. 26)
Telekomunikacja	(str. 29)
Media	(str. 30)
Deweloperzy	(str. 32)
Budownictwo	(str. 34)
Małe i średnie spółki	(str. 36)
Fundusze emerytalne	(str. 37)
Fundusze inwestycyjne	(str. 39)
Prognozy gospodarcze dla Polski	(str. 40)
Rynek stopy procentowej	(str. 44)
EUR/USD W 2015 roku	(str. 45)
EUR/PLN W 2015 roku	(str. 45)
Europa - w stronę 1% wzrostu PKB	(str. 46)
Rosja - reperkusje recesji	(str. 47)
USA - solidne 3%	(str. 48)
Chiny - lądowanie w kierunku 7%	(str. 49)
Rekomendacje	(str. 50)

Perspektywy na 2015 r.

Słabość rynku w 2014 r. wynikała z braku poprawy wyników spółek (nominalny spadek EPS o 2,5%), ryzyka geopolitycznego związanego z konfliktem na Ukrainie i obaw o sytuację gospodarczą w Chinach (surowce) i Europie. Również cięcie stóp procentowych w Polsce były bardziej postrzegane przez pryzmat negatywnego wpływu na wyniki banków, niż obniżania się stopy wolnej od ryzyka. Jednak naszym zdaniem te negatywne czynniki zostały już zdyskontowane w zeszłym roku. Dlatego jesteśmy umiarkowanie optymistyczni dla rynku akcji i w bazowym scenariuszu na ten rok **spodziewamy się całkowitej stopy zwrotu dla akcji z GPW rzędu 5-10% w ciągu roku** (WIG 20 na koniec roku 2 330 – 2 440 po odliczeniu 99 punktów z tytułu prognozowanych dywidend; WIG 54000 – 56000). Naszym zdaniem w 2015 r. relatywnie mocne fundamenty polskiej gospodarki (dwa lata wzrostu PKB o 3,6%) i nowe nadzieje związane z 2016 r. powinny zacząć wychodzić na pierwszy plan.

Wyceny spółek utrzymują się na nie niskim poziomie (P/E 2015 14x dla WIG vs. średnia z ostatnich 10 lat 15x), ale zdecydowanie nie wkroczyły w obszar przewartościowania zwłaszcza w świetle rekordowo niskich stóp procentowych i trwalszego charakteru ich obniżki. Na początku 2014 r. rentowność 10 letnich obligacji skarbowych wynosiła ponad 4%, podczas gdy w 4Q było to już około 2,5%. Spadek stopy wolnej od ryzyka o 1,0 punkt procentowy oznacza wzrost teoretycznego P/E z 14x na 18x. Tymczasem mamy P/E na poziomie zbliżonym jak przed rokiem. Być może spadły oczekiwania, co do długoterminowego wzrostu.



Warto również zwrócić uwagę na rozbieżności w wycenach między sektorami, a także na różnice między składem sektorowym indeksu, a sektorową kontrybucją do PKB, w tym na udział korporacji międzynarodowych w jego tworzeniu. W sektorze finansowym, który jest największą i najbardziej płynną ekspozycją na Polską gospodarkę P/E na 2015 r. to 15,5x. W sektorach „mniej wzrostowych”, jak energetyka czy wydobywczy P/E jest w granicach 10-12x.

W tym kontekście powodem do optymizmu jest pozytywne momentum oczekiwanych wyników pokrywanych przez nas spółek. W 2015 r. i 2016 r. wyniki skorygowane o zdarzenia jednorazowe będą rosły odpowiednio o 8% i 9% rocznie. Banki zanotują odpowiednio +0% i +10%. W 2016 r. w bankach wreszcie będzie pomagało dobre środowisko makroekonomiczne, a przestaną przeszkadzać obniżki stóp i nowe opłaty. W 2015 r. najszybciej organicznie rosną sektor handlowy (+20%, P/E 25x) i przemysłowy (+10%. P/E 13,6x). W sektorach wydobywczym czy mediowym duża część tej poprawy wynika z zakładanej restrukturyzacji czy konsolidacji. Natomiast spadków oczekujemy w sektorze telekomunikacyjnym i energetycznym. Dzięki poprawie wyników o ponad 15% w dwa lata pojawia się wyraźne miejsce na wzrost indeksu, nawet nie zakładając wzrostu mnożników powyżej ich historycznych średnich.

Również wysoka stopa dywidendy na poziomie 4,2% dla WIG 20 jest naszym zdaniem argumentem za inwestycją w akcje, zwłaszcza, po raz kolejny, w porównaniu do bardzo niskich rentowności obligacji skarbowych. Dużo spółek ma silne bilanse (np. banki) i generuje solidne przepływy pieniężne, co pozwala łączyć szybki wzrost z przyzwoitą dywidendą. Drugą grupą są spółki Skarbu Państwa, które zgodnie ze starą budżetową tradycją wypłacają dywidendę.

Ponadto, warto zwrócić uwagę na relatywnie defensywny charakter Polski w segmencie Emerging Europe. Wzrost ryzyka inwestycyjnego w Rosji czy niepewność polityczna w Grecji oraz Turcji sprzyja inwestycjom w Polsce. Niskie stopy, niższe relatywne ryzyko w połączeniu z dobrym makro, solidnym wzrostem i dywidendą może w konsekwencji przełożyć się na dobrą relatywną stopę zwrotu z WIG w naszym regionie.

		USA <i>S&P 500</i>	Niemcy <i>DAX</i>	Polska <i>WIG</i>	Turcja <i>XU100</i>	Chiny <i>SHCOMP</i>	MSCI EM <i>MXEF</i>	Węgry <i>BUX</i>	Czechy <i>PX</i>	Austria <i>ATX</i>
Stopa zwrotu z uwzględnieniem dywidendy	2014	15,3%	2,7%	0,3%	27,0%	56,0%	-2,2%	-10,4%	-0,3%	-13,1%
Wzrost EPS	2015	3,6%	8,5%	13,4%	13,8%	12,0%	9,0%	22,6%	-	-
	2016	12,0%	10,0%	16,1%	15,7%	12,2%	13,2%	26,3%	16,4%	20,8%
PKB	2014	2,3%	1,5%	3,3%	3,0%	7,4%	-	3,2%	2,4%	0,7%
	2015	3,0%	1,2%	3,3%	3,5%	7,0%	-	2,4%	2,4%	1,0%
	2016	2,8%	1,7%	3,5%	3,7%	6,7%	-	2,5%	2,8%	1,8%
<i>Aktualne P/E</i>		18,2	17,1	16,0	10,5	16,0	12,3	15,0*	14,2*	17,5*

*P/E dla wyników pozytywnych**

Źródło: Bloomberg

Szansą dla europejskich rynków akcji jest luzowanie ilościowe w wykonaniu EBC. Miałoby to naszym zdaniem również pozytywne przełożenie na polski rynek. Europejski Bank Centralny chciałby zwiększyć swój bilans do poziomu z 2012 r., czyli o około 1 bilion EUR. Ponieważ programy typu TLTRO okazały się mało skuteczne, wydaje się, że tylko pełne QE mogłoby być efektywne. O ile wpływ QE na gospodarkę nie jest jednoznaczny, o tyle wydaje się, że przełożenie na ceny różnych klas aktywów jest wyraźne. Jednak na skup obligacji rządowych nie zgadzają się na razie Niemcy oraz są pewne kontrowersje legislacyjne.

Dodatkowo na plus dla europejskich akcji działa osłabiające się euro (zwłaszcza dla gospodarek eksportujących) oraz silny spadek cen ropy naftowej. Dla zobrazowania na świecie wydobywa się 33 mld baryłek ropy dziennie, a wartość tego wydobycia to 4% globalnego PKB. Przemysł ten odpowiada za istotne przepływy handlowe i finansowe oraz ceny ropy mają wpływ na ceny innych surowców.

Wydaje się jednak, że aby pobudzić wzrost w Europie i zmitygować ryzyka polityczne to nie wystarczy i potrzebny jest impuls monetarny i fiskalny. Bez nich istnieje ryzyko, że Europa pogrąży się w wieloletnim marazmie.

Główne ryzyka dla polskich akcji to cały czas konflikt na Ukrainie i recesja w Rosji. Spowolnienie gospodarcze Rosji nie pozostanie bez wpływu na gospodarkę Polski. Wpływ sankcji nałożonych na Rosję przez „Zachód” szacowany jest na 1,5 proc. PKB w 2014 r. i 4,8 proc. PKB w 2015 r. (szacunki Komisji Europejskiej). Załamanie cen ropy w połączeniu ze skutkami sankcji oraz zacieśnieniem polityki pieniężnej oznaczają głęboką recesję w Rosji w 2015 roku (PKB spadnie prawdopodobnie o 5-10 proc.). Może ona odjąć 0,4-1,0 pp od dynamiki PKB w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej w 2015 r.

Eksport do Rosji w okresie Styczeń-Październik spadł o 13% r/r. W okresie Sierpień-Październik 2014 (tj. po wprowadzeniu embarga) eksport do Rosji spadł -18% r/r. Mając na uwadze relatywnie niski udział Rosji w polskim eksporcie (4,4% w okresie I-IX 2014) spowolnienie w Rosji powinno mieć jednak ograniczony wpływ na polską gospodarkę w skali makro. W naszej ocenie, efekt spadku eksportu do Rosji może zostać skompensowany pozytywnym wpływem tańszych cen ropy.

Niestabilna sytuacja w Rosji negatywnie wpływa na sentyment wobec sektora bankowego w Europie. Biorąc pod uwagę fakt, że 78% niepublicznego długu zewnętrznego (który na koniec czerwca 2014 wynosił 496 mld USD) było denominowane w walutach obcych, silne osłabienie rubla może negatywnie wpłynąć na jakość tego portfela, co negatywnie wpłynie na europejskie banki (głównych kredytodawców). W tym kontekście zaangażowanie polskiego sektora jest na szczęście marginalne.

Drugim ryzykiem są problemy polityczno-gospodarcze Europy z wyborami w Grecji i Hiszpanii na czele i coraz widoczniej rosnącym poparciem dla radykalnych ruchów. Również w Polsce pod koniec roku będą wybory parlamentarne. Wydaje się, że obecny rząd ma szansę pozostać przy władzy samodzielnie lub w koalicji. Jedną z sondaży przedwyborczych wskazywały na rosnące poparcie dla partii opozycyjnych może to zwiększać ryzyko polityczne i inwestycyjne.

Kolejnym ryzykiem jest dalsze spowalnianie wzrostu w Chinach i, mało prawdopodobne, twarde lądowanie. Ma to wpływ na eksport głównych partnerów gospodarczych Polski (Niemcy) oraz na ceny surowców, a przez to na spółki notowane na GPW.

Ryzykiem dla rynków wschodzących, w tym Polski, jest także skala, tempo i wpływ na oczekiwania podwyżek stóp procentowych w USA.

Również niesymetryczne osłabianie się Polskiej waluty, czyli bardziej do USD a mniej do EUR jest niekorzystne dla gospodarki i wielu spółek notowanych na GPW.

Kontynuacja procesu zmian w strukturze portfeli OFE będzie miał bardzo mocny zarówno krótkoterminowy jak i strukturalny wpływ na GPW. W tym roku dla OFE limit inwestycji w akcje zagraniczne wzrośnie do max. 20%, a limit inwestycji w akcje ogółem spadnie do min. 55%. Obecnie udział akcji w całości portfela stanowi 84,6% wobec 80% ustalone w benchmarku. Aktywa zagraniczne stanowią obecnie (uwzględniając nowe zasady klasyfikacji, tj. wg waluty kapitału zakładowego w przypadku akcji) 6,9% portfela inwestycyjnego wobec maksymalnego limitu w 2014 na poziomie 10%. Nie zakładamy, żeby OFE wykorzystaty w pełni limit do inwestycji zagranicą. W naszej opinii nie należy jednak spodziewać się, że OFE będą dokonywać istotnych zakupów na GPW. Niemniej, nienajgorsze saldo napływów oraz wysoki poziom gotówki (9,2 mld PLN, tj. 6,1% portfela) ograniczają ryzyko sprzedaży akcji polskich. Ponadto sądzimy, że docelowo to fundamenty, a nie napływy będą wyznaczać ceny poszczególnych akcji.

Dodatkowo, oczekujemy podaży ok. 3-5 mld PLN z PIR, który będzie potrzebował finansowania na nowe projekty, jak np. ratowanie górnictwa. W tej chwili PIR wstępnie zaakceptował 7 projektów o wartości 5,5 mld PLN oraz podpisał dwie umowy do projektów wartych 1,9 mld PLN. Maksymalne zaangażowanie PIR w jeden projekt to 750 mln PLN. PIR posiada akcje PGE, PKO i PZU.

Wspomniane wyżej tendencje wzrostu wyników i ich wpływ na rynek akcji ma swoje korzenie w silnej gospodarce Polskiej, która nie poddała się presji wywołanej konfliktem na Ukrainie. Oczekujemy przyspieszenie wzrostu PKB z 3,3% w 2014 r. do około 3,6% w 2015 r. i również 3,6% w 2016 r.

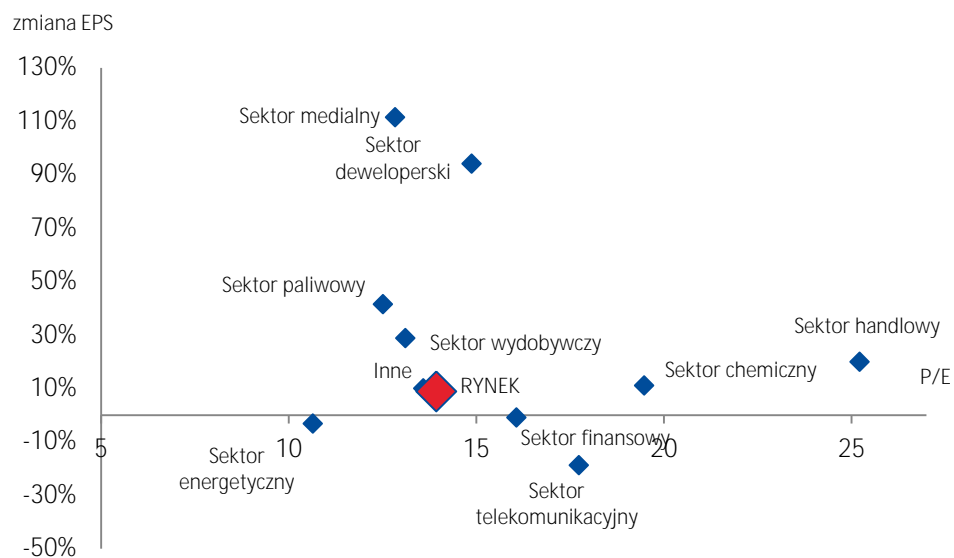
Prognozowana dobra koniunktura wynika z: (1) mocnego popytu wewnętrznego – silnego rynku pracy i rosnących inwestycji, (2) środków stymulacji fiskalnej wartych ok. 0,5%-1% PKB w 2015 r., (3) utrzymującej się wysokiej dynamice eksportu dzięki słabemu PLN, (4) efektów cięcia stóp w 2014 r. (przy czym opóźnienie mechanizmu polityki monetarnej wynosi 4-6 kwartałów), (5) kolejnej fali napływów środków z UE, które będą wyraźnie widoczne od 2016 r., oraz (6) globalnego ożywienia gospodarczego dzięki m. in. spadkowi ceny ropy naftowej. Według naszych szacunków globalny PKB ma wzrosnąć o 4% w 2015 r. przy ekspansji w USA (+3,2%), powolnym ożywieniu w EU (+1,3%), dywergencji polityki monetarnej w USA (podwyżki stóp) i Europie (pełne QE) oraz spowolnieniu wzrostu w Chinach do 7% i głębokiej recesji w Rosji.

Podsumowując i przekładając to na selekcję to, po pierwsze, naszym zdaniem nie będzie dużych różnic między małymi, średnimi i dużymi spółkami. Oczekujemy dużych różnic pomiędzy konkretnymi spółkami. W konsekwencji stawiamy przede wszystkim na selekcję zwracając uwagę na dobre fundamenty, bilanse i dywidendę i nie zapominając o potencjale do generowania wzrostu na fali solidnego wzrostu PKB w Polsce. W spojrzeniu sektorowym

stawiamy na mniejsze banki, deweloperów i spółki przemysłowe. Niespodzianki upatrujemy być może w surowcach w 2H roku.

Rekomendacje i perspektywy dla poszczególnych sektorów, szczegółowe prognozy makroekonomiczne oraz oczekiwania co do stopy procentowej i walut prezentujemy w dalszej części Perspektyw 2015.

2015 rok zmiana EPS i P/E w podziale na sektory - DM PKO BP



Źródło: DM PKO BP

	zmiana EPS 2015/14	P/E 2015
Sektor mediowy	111%	12,8
Sektor handlowy	20%	25,2
Sektor wydobywczy	29%	13,1
Sektor deweloperski	94%	14,9
Rynek	9%	13,9
Sektor chemiczny	11%	19,5
Inne	10%	13,6
Sektor finansowy	-1%	16,1
Sektor energetyczny	-3%	10,6
Sektor telekomunikacyjny	-19%	17,7
Sektor paliwowy	41%	12,5

Źródło: DM PKO BP

W poniższej tabeli przedstawiamy naszą selekcję, czyli które spółki naszym zdaniem będą lepsze niż rynek w 2015 r.:

TOP PICKS						
Spółka	Cena (30.12.2014)	Aktualne P/E	MCAP (PLN m)	Cena docelowa	Uzasadnienie	Analitik
PZU	486,00	13,6	41 967,2	520,00	Wysokie dywidendy: div yield ok. 8% w latach 2015-2016; nowa strategia ukierunkowana na wzrost; Solvency II może mieć pozytywny wpływ na kapitały	Jaromir Szortyka
PGE	18,89	10,9	35 319,8	22,40	P/E 9,5; EV/Ebitda 5; div yield 4,5%; poprawa wyników w 2015 r., beneficjent wzrostu cen energii w kolejnych latach	Stanisław Ozga
Cyfrowy Polsat	23,50	33,3	15 029,3	28,45	Szybkie delewarowanie zmniejsza wartość długu na korzyść equity, stabilizacja przychodów i EBITDA	Włodzimierz Giller
Millennium	8,30	15,8	10 068,9	9,30	Relatywnie niższa wycena (w ramach sektora bankowego): P/E 15x; poprawa wyników w 2015 dzięki zmianie mixu kredytów	Jaromir Szortyka
ENEA	15,20	7,6	6 709,9	17,50	P/E '15: 7,5; EV/Ebitda 5,5; div yield 4%; najtańsza spółka w sektorze; potencjał wynikowy nie jest odzwierciedlony w konsensusie rynkowym	Stanisław Ozga
CCC	133,50	27,3	5 126,4	169,00	Szansa na szybki rozwój w Austrii i Niemczech, dobre momentum wynikowe w 1 półroczu 2014	Włodzimierz Giller
Budimex	141,50	11,1	3 612,5	125,00	P/E '15: 18, EV/Ebitda' 15: 8,8, div. yield 4,8%. Przewaga nad konkurencją w skuteczności akwizycji kontraktów przy perspektywie poprawy rentowności. Silna rozbudowa portfela zleceń, rozwój dewelopera i ambicje w segmencie usług. Rok budowania wysokich oczekiwań na 2016	Piotr Łopaciuk
Bogdanka	96,46	11,9	3 281,0	128,00	Nielubiany produkt i trudny rynek. Ale rosnący wolumen pozwoli znacząco poprawić wyniki, nawet przy spadku ceny. Zmiany strukturalne i dalszy spadek wydobycia na Śląsku jest w średnim terminie korzystny dla spółki	Artur Iwański
Kęty	284,95	13,7	2 673,1	264,00	Nowa strategia na następne 5 lat powinna być dobrze odebrana. Liczymy na atrakcyjną kombinację inwestycji we wzrost i solidnej dywidendy. Docelowy poziom wyników otworzy pole do wzrostów wyceny	Artur Iwański
Amrest	100,00	515,9	2 121,4	88,80	Poprawa konsumpcji w CEE i Hiszpanii i niskie ceny żywności poprawią sprzedaż i marżę, polityka niższego CAPEX i skupienie się na ROIC powinny zwiększać wartość dla akcjonariuszy	Włodzimierz Giller
GPW	45,70	17,1	1 918,1	46,00	Wysokie dywidendy: div yield 5-6% w najbliższych latach; poprawa wyników w 2015 dzięki rynkowi towarowemu oraz ograniczaniu kosztów; opcja na poprawę zmienności na rynku akcji	Jaromir Szortyka
GTC	5,39	-	1 893,6	8,00	Oczekiwane rozpoczęcie budowy co najmniej jednego centrum handlowego w Warszawie, oczekiwane pozytywne wyniki w 2015 r.	Stanisław Ozga
Amica	109,00	9,9	847,5	-	P/E '15 :10, EV/Ebitda' 15: 7,4. Dynamiczny rozwój poprzez nowe kanały (Niemcy, UK) i nowe produkty (UK) ma szanse w przyszłym roku skompensować niewątpliwą słabość i ryzyka związane z rynkiem rosyjskim (20% EBITDY). Akwizycja dystrybutora wzmacniająca siłę sprzedażową w Europie Zachodniej mocno prawdopodobna. Wg obecnego kursu korzystnie zabezpieczona cała ekspozycja CNYPLN (250m)	Piotr Łopaciuk
Action	45,99	11,2	763,9	-	PE'15: 9,6, EV/EBITDA '15: 8, div yield: 2,2%. Rozwój eksportu przez Action Europe, nowe kanały dystrybucji produktów IT, rozwój portfolio projektowego i planowany outsourcing usług logistycznych	Piotr Łopaciuk
AB PL	30,60	8,6	495,3	-	PE '14/15: 8, EV/Ebitda '14/15: 7,2, div yield 2,7%. Stabilizacja biznesu i wznowienie dywidendy, umowy dystrybucyjne na nowe produkty, rozwój sieci franczyzowych	Piotr Łopaciuk
Selena	14,16	12,1	323,3	-	P/E '15: 7,6, EV/Ebitda' 15: 5,0, div yield 2%. Oczekujemy słabości w Rosji (głównie ryzyko, 25% sprzedaży), zmniejszenia straty w Chinach, cięcia kosztów. Wysokie negatywne różnice kursowe w 4Q 14	Piotr Łopaciuk
Ferro	9,27	7,5	196,9	-	P/E '15: 8, EV/Ebitda' 15: 8,1, div yield: 9%, spodziewamy się wysokich oczekiwań dywidendowych od akcjonariuszy. Rozwój w Rumunii i na Węgrzech. Zakładamy spadek wyniku w 2015 ze względu na umocnienie dolara	Piotr Łopaciuk
Duon	1,86	9,1	192,5	2,57	Niska wycena w połączeniu z silnym cash flow oraz sprzyjające perspektywy wzrostu i poprawy zysku w związku z rozwijającym się rynkiem gazu i energii, zaakceptowana polityka dywidendowa	Monika Kalwasińska
Ergis Eurofilms	3,86	7,7	152,2	-	P/E '15: 8,5, EV/Ebitda' 15: 5,9, div yield: 3,3%. Rozwój przez inwestycje. Surowce mogą wspierać marżę w krótkim okresie. Potencjał w foliach nano	Piotr Łopaciuk
Mercor	7,99	11,5	125,1	-	P/E '15: 9, EV/Ebitda' 15: 5,3, div yield: 6%. Duże ryzyko rynku rosyjskiego nieco zmniejszone przez lokalną (rosyjską) produkcję. Szansa na rozwój na rynku czesko-słowackim	Piotr Łopaciuk

Banki

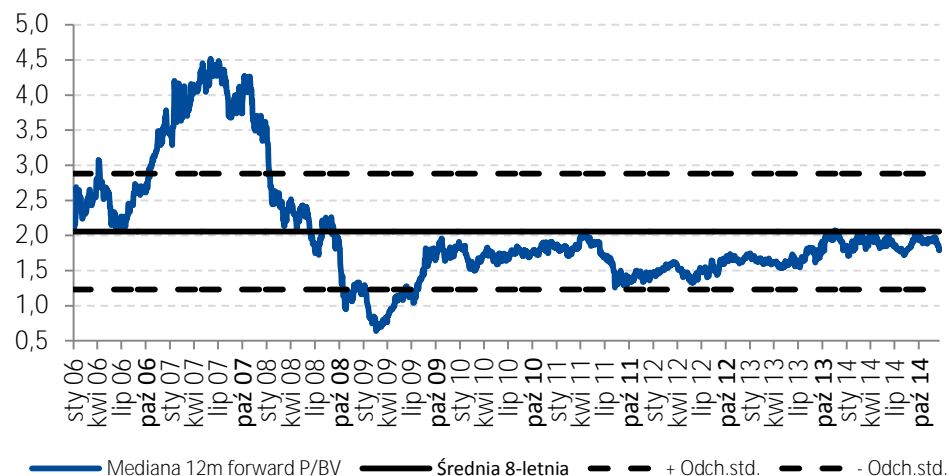
Płaskie wyniki w 2015 r.

Pomimo dobrych perspektyw makroekonomicznych w 2015 (wzrost PKB 3,6%) oraz przyspieszającej akcji kredytowej (+8% r/r) wyniki sektora bankowego w 2015 znajdą się pod presją. Prognozujemy, że dla analizowanych przez nas banków dynamika zagregowanych, nieoczyszczonych zysków wyniesie +8% r/r. Oczyszczając wyniki o zdarzenia jednorazowe (sprzedaż udziałów w spółkach zależnych mBank, ING i BZ WBK) dynamika wyniesie ok. +4% r/r. Dodatkowo w przypadku BZ WBK i Alior Banku pozytywnie na dynamikę wpływają akwizycję, co sprowadza dynamikę bazowych zysków w okolice 0%.

Główne źródła presji na wyniki sektora to: 1) presja na marżę odsetkową z uwagi na niższe stopy procentowe (zakładamy jeszcze jedną 25-punktową obniżkę w 2015), 2) obniżki opłaty interchange oraz 3) wyższe opłaty na BFG.

Czynnikami mitygującymi negatywne efekty powinny być: 1) wzrost wolumenów kredytowych (+8% r/r w 2015), 2) realizacja zysków z pozytywnej wyceny obligacji skarbowych, oraz 3) dobra kontrola kosztów operacyjnych (bez BFG) i kosztów ryzyka.

Mediana dla sektora: 12m forward P/BV

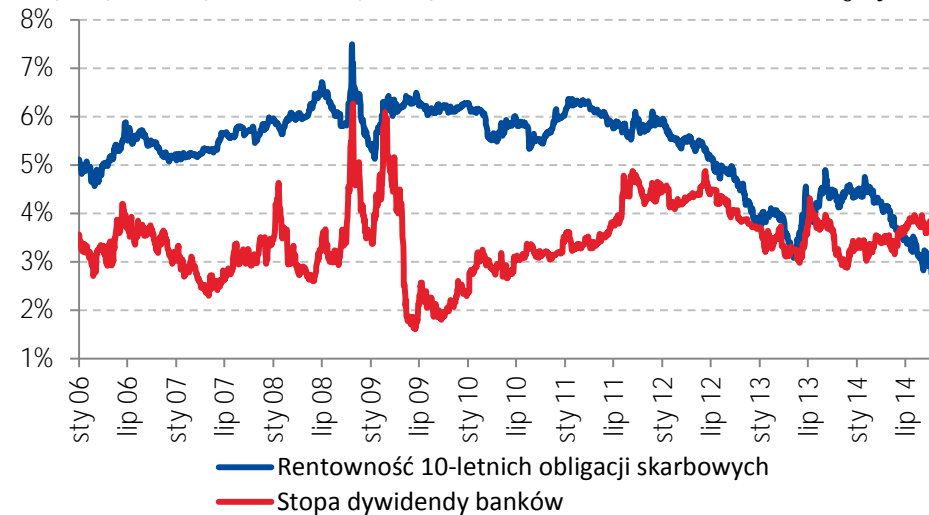


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Stopa wolna od ryzyka wspiera wyceny

Sektor jest obecnie wyceniany w okolicach średnich historycznych poziomów w przypadku wskaźnika 12MF P/E (15x), co biorąc pod uwagę niskie rentowności papierów skarbowych sprawia, że relacje kosztu kapitału do osiąganego zwrotu nie jest wymagający. Potwierdza to również relatywnie wysoki poziom stóp dywidendy (3,6% wobec rentowności 10-letnich obligacji na poziomie 2,6%).

Stopa dywidendy dla banków jest wyższa niż rentowność 10-letnich obligacji



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

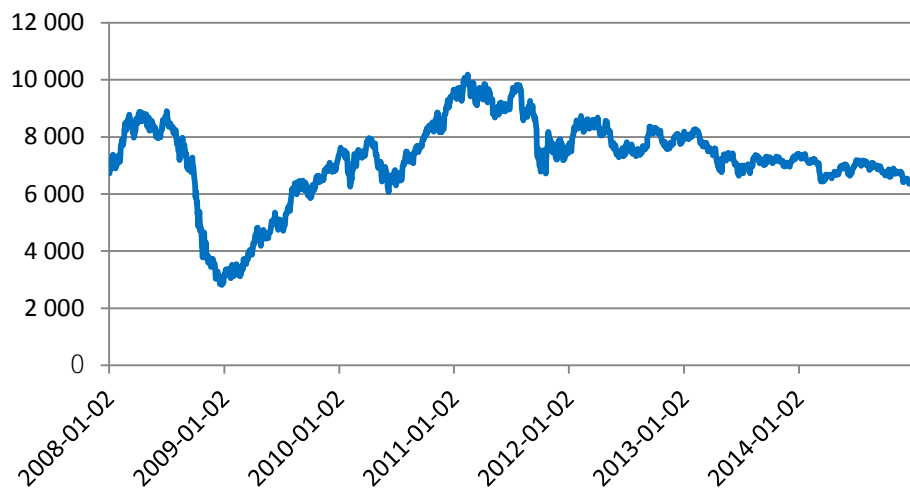
Sektor wydobywczy

Przed sektorem wydobywczym, reprezentowany przez KGHM, JSW, Bogdanę i NWR trudny 2015 rok. W 2014 r. surowce były pod bardzo silną presją głównie ze względu na zwiększoną podaż, słabego USD i słabnący popyt z Chin. W tym roku spodziewamy się cyklicznego dna na surowcach przemysłowych, dzięki ograniczaniu podaży (surowce związane ze stalą) lub lepszym perspektywom i strukturalnie silniejszemu popytowi na najbliższe lata (np. miedź).

W przypadku miedzi rynek będzie raczej w stanie lekkiej nadpodaży (nasze oczekiwania 100-200 tys. ton) ze względu na wejście nowych mocy wydobywczych oraz, zwłaszcza w 1H roku, ujemną dynamikę importu miedzi do Chin. Jednak już od 2017 roku rynek miedzi znajdzie się w strukturalnym deficycie. Dla KGHM dobrą wiadomością jest bardzo słaby PLN w stosunku do USD, co powoduje, że obecnie miedź w PLN jest na wysokim poziomie i implikuje zysk netto na poziomie 2,3-2,4 mld PLN (P/E 9,4x). Oczekujemy średniorocznej ceny miedzi na poziomie 6 500 USD/t, czyli spadku o 5% r/r.

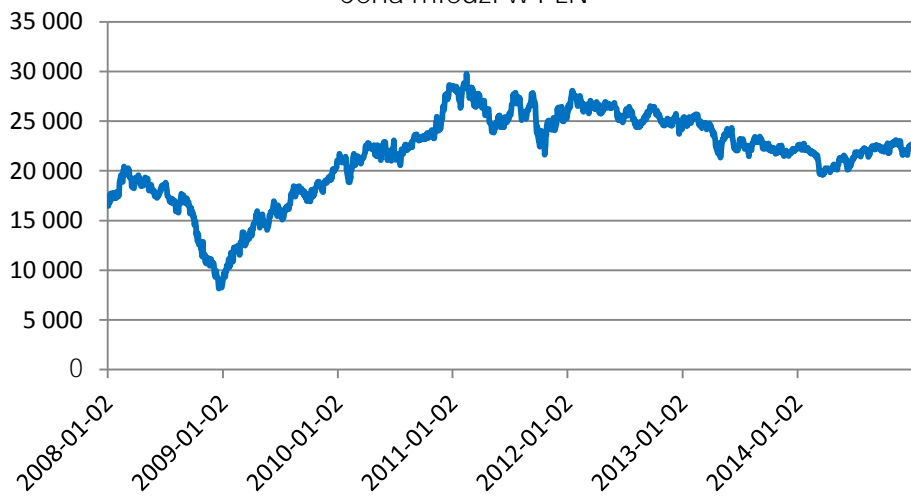
Dla KGHM bardzo ważne będą faktyczne wyniki produkcyjne i finansowe Sierra Gorda, które po raz pierwszy będą raportowane w tym roku. Będą one miały decydujący wpływ na postrzeganie spółki i budowę jej „trackrecordu” dla kolejnych projektów.

Cena miedzi w USD



Źródło: Bloomberg

Cena miedzi w PLN

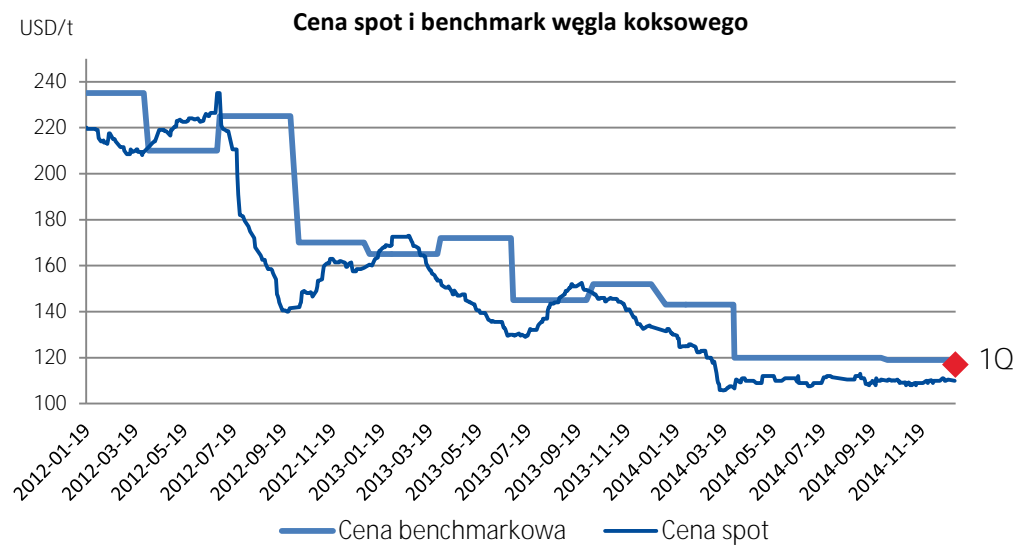


Źródło: Bloomberg

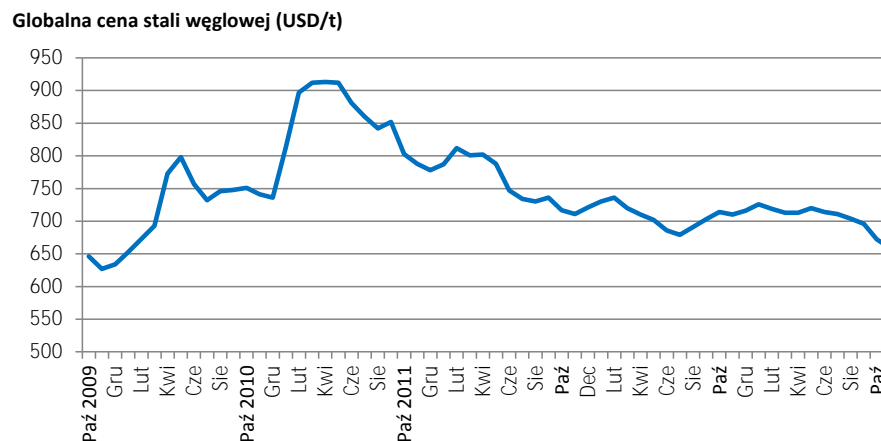
W segmencie węgla koksowego pozostaniemy w cieniu nadpodaży i spowalniającej produkcji stali w Chinach. Z drugiej strony duża część mocy na świecie jest od dłuższego czasu nierentowna, dlatego powinniśmy wreszcie zobaczyć odważniejsze zamykanie kopalni lub po prostu bankructwa i w efekcie cena węgla koksowego w średnim terminie powinna zacząć wyraźniej zyskiwać. Na 2015 r. zakładamy cenę benchmark na poziomie 120 USD/t.

Cały rok będzie wyjątkowo trudny dla JSW: walka o zbilansowanie przepływów pieniężnych, drastyczne cięcie kosztów i CAPEX, konflikt ze związkami, walka o wolumen. Dodatkowo, należy założyć neutralny wpływ czynników rynkowych (płaska cena węgla i premia w Europie). Jedyne wsparcie to słaba waluta i być może systemowa pomoc w ramach rządowego planu restrukturyzacji górnictwa. Ryzyko emisji akcji istnieje, ale w ciągu roku albo do niej dojdzie albo JSW pokaże (dzięki wewnętrznym i zewnętrznym czynnikom), że jest w stanie sobie bez niej poradzić. W każdym razie dojdzie do punktu zwrotnego. Zanim to nastąpi naszym zdaniem należy unikać inwestycji w spółkę.

Dla NWR tak niskie ceny węgla oznaczają dalszą presję na koszty i CAPEX. Po restrukturyzacji bilansu w 2014 r. spadło ryzyko płynności, ale pozostaje pytanie ile, przy spadającym wydobyciu, uda się wygenerować przepływów w ciągu całego, krótkiego życia kopalni. Ponieważ ryzyko jest duże, że do końca życia kopalni suma dywidend wyniesie zero, wciąż uważamy że lepiej zmaganiom NWR przyglądać się z boku.

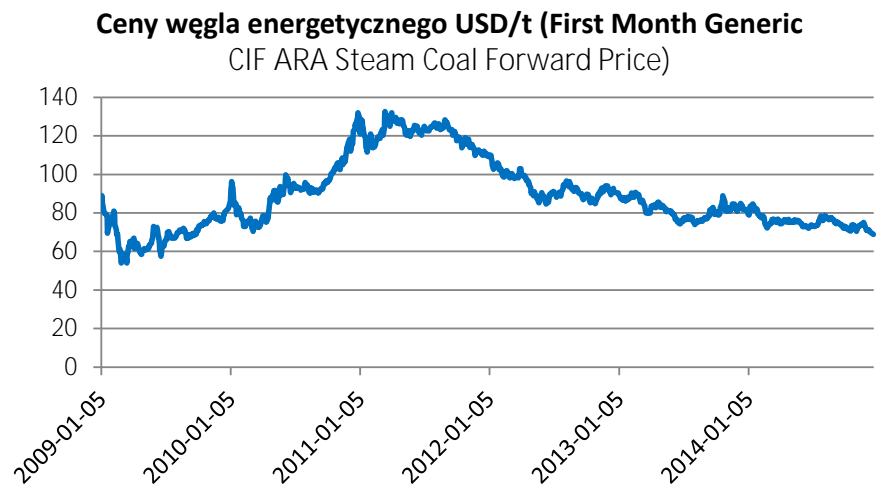


Źródło: Bloomberg



Źródło: www.worldsteelprices.com

Na rynku węgla energetycznego zapowiada się kolejny rok spadku cen w ślad za ceną ropy naftowej i nadpodażą produkcji węgla na świecie. W Polsce zakładamy -3% do -5%. Wciąż duże zwąty i olbrzymie problemy KW nie pozwalają sektorowi na głębszy oddech. Z drugiej strony Bogdanka strategicznie mocno korzysta ze słabości konkurencji i czasowe problemy geologiczne nie zmieniają długoterminowych, bardzo dobrych, perspektyw. W Bogdance spodziewamy się poprawy wolumenu o ponad 1 mln ton przy niewielkim spadku ceny na tonę (-2% do 3%), co powinno przełożyć się na istotną poprawę wyników.



Źródło: Bloomberg

Podsumowując, branża wydobywcza ma za sobą bardzo trudny rok, jednak w następnym poszczególne spółki wkraczają w bardzo różnym stanie. Od Bogdanki (P/E 9,5x), która korzysta ze słabości konkurencji i zwiększa wolumen, przez KGHM (P/E 9,3), który wreszcie zacznie zbierać owoce inwestycji w Sierra Gorda, do JSW, które w tej chwili jest mocno pod kreską i walczy o zbilansowanie przepływów, i wreszcie NWR, które skupia się na obsłudze długu i osiągnięciu gotówkowego breakeven. **Naszym zdaniem bezpieczną inwestycją powinna być Bogdanka (wolumen, dywidenda). W KGHM wszystko zależy od wyników Sierra Gorda, bo słaba waluta spowoduje, że wyniki polskich kopalni nie zawiodą. Natomiast z JSW zalecamy ostrożność do momentu osiągnięcia punktu zwrotnego, chociaż może okazać się interesujące wkrótce potem. NWR to w naszej opinii zbyt duże ryzyko dla akcjonariuszy – tylko szybkie i mocne odbicie cen węgla może tu zmienić sytuację.**

Energetyka

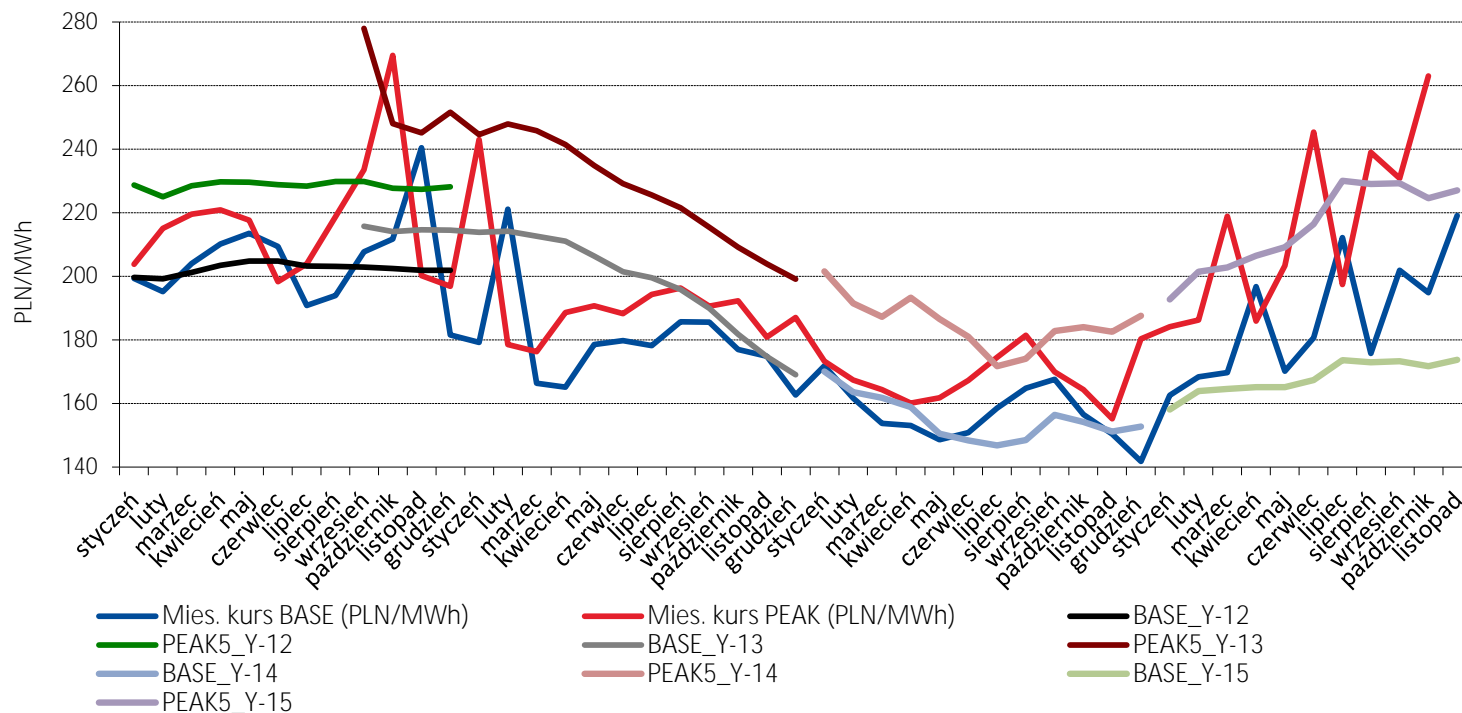
W 2014 r. spółki sektora energetycznego należały do liderów wzrostów na GPW. Szczególnie wyróżniała się ENERGA, która była naszym top-pickiem w sektorze. Głównymi tematami inwestycyjnymi były wzrost cen energii na rynku forward, któremu pomogło wprowadzenie operacyjnej rezerwy mocy oraz niskie stopy procentowe, dzięki którym bardziej atrakcyjne stawały się spółki płacące dywidendy. W związku z sytuacją polskiego górnictwa pojawiały się także spekulacje dotyczące możliwości przejęć kopalni przez grupy energetyczne. Komisja Europejska podjęła decyzje dotyczące rynków mocy i wsparcia dla projektu nuklearnego w Wielkiej Brytanii, które mogą być istotne także dla rozwiązań dla polskiej energetyki. Na posiedzeniu Rady Europy określono ramy polityki klimatycznej po roku 2020, które zakładają przydział bezpłatnych uprawnień dla polskich grup energetycznych także po roku 2020 r.

Pozytywnym efektem zeszłego roku będą wyższe ceny energii na rynku hurtowym w 2015 r. Oczekujemy średniego wzrostu na poziomie ok 6%. Powinno zapewnić to poprawę wyników na poziomie operacyjnym w segmencie wytwarzania. Poprawa będzie szczególnie widoczna na poziomie zysku operacyjnego oczyszczonego o zdarzenia jednorazowe, które mocno wpływały na wyniki 2014 r. Istotny pozostanie także wpływ operacyjnej rezerwy mocy, chociaż jej bezpośredni wpływ na wyniki może być nieco mniejszy niż w 2014 r., ale w dalszym ciągu powinien wspierać wzrost cen energii na 2016 r. Skala poprawy wyników będzie ograniczana przez zwiększające się koszty CO₂. Duże znaczenie dla raportowanych wyników będą miały wciąż programy poprawy efektywności, które w różnej formie realizowane są przez wszystkie spółki w sektorze. Wg naszych oczekiwań ich efekty będą widoczne zarówno w segmencie wytwarzania jak również w dystrybucji. Ze względu na widoczne efekty poprawy efektywności w segmencie dystrybucji oczekujemy wzrostu EBITDA pomimo spadku stopy zwrotu z WACC o ok. 0,4%. W segmencie obrotu na wyniki negatywnie wpłynie zmiana rentowności w taryfie G, której średni wzrost w 2015 r. wyniesie 0,5%.

Sektor energetyczny będzie wciąż atrakcyjny pod względem stopy zwrotu z dywidendy. Relatywnie wysokich stóp zwrotu spodziewamy się w przypadku Energi (ok. 5%) oraz PGE i Enei pow. 4%.

Istotne czynniki, które będą brane pod uwagę przez inwestorów to ustalenia dotyczące programu ratunkowego dla górnictwa oraz ewentualne decyzje dotyczące powiązań kapitałowych i fuzji na polskim rynku. W 2015 r. będzie także rekordowy pod względem nakładów inwestycyjnych w sektorze ze względu na budowę nowych bloków, co może wpłynąć na politykę dywidendową poszczególnych spółek.

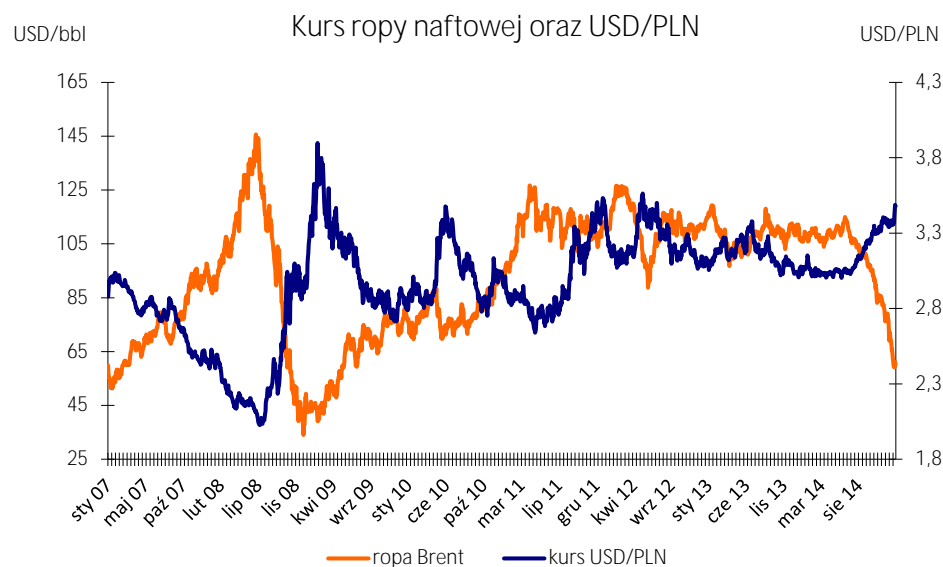
Kursy RDN i na rynku terminowym TGE (styczeń 2011 r. - listopad 2014 r.)



Źródło: TGE, DM PKO BP

Paliwa

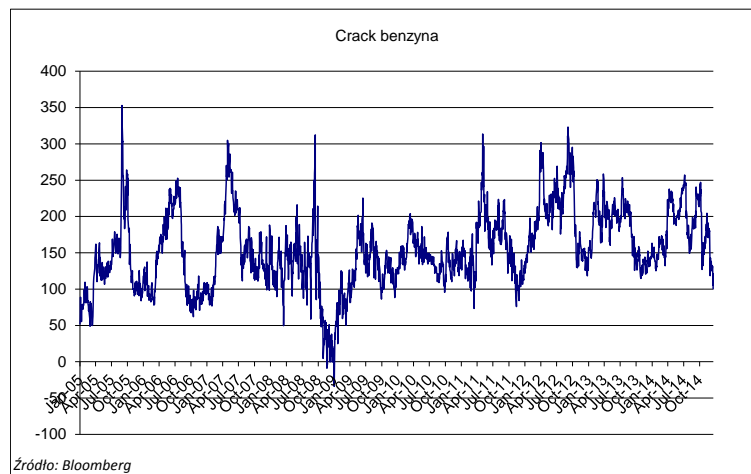
W przypadku spółek z sektora paliwowego II połowa 2014 r. okazała się bardzo łaskawa w związku ze znaczącymi spadkami cen ropy naftowej, co przełożyło się w krótkim okresie na poprawę marż rafineryjnych. Motorem spadków stały się informacje fundamentalne dotyczące rosnących zapasów ropy naftowej w USA oraz coraz większej nadpodaży surowca na rynkach światowych. Decyzja OPEC o pozostawieniu wydobycia ropy naftowej na niezmiennym poziomie wywołała na rynku dalszą dynamiczną przecenę. Niewykluczone, iż w krótkim terminie ceny ropy naftowej będą pozostawały na niskim poziomie, niemniej jednak w średnim terminie rynek powinien ustalić poziom równowagi, który zagwarantuje opłacalność wydobycia oraz zapewni zbilansowanie podaży i popytu na ropę.



Źródło: Bloomberg

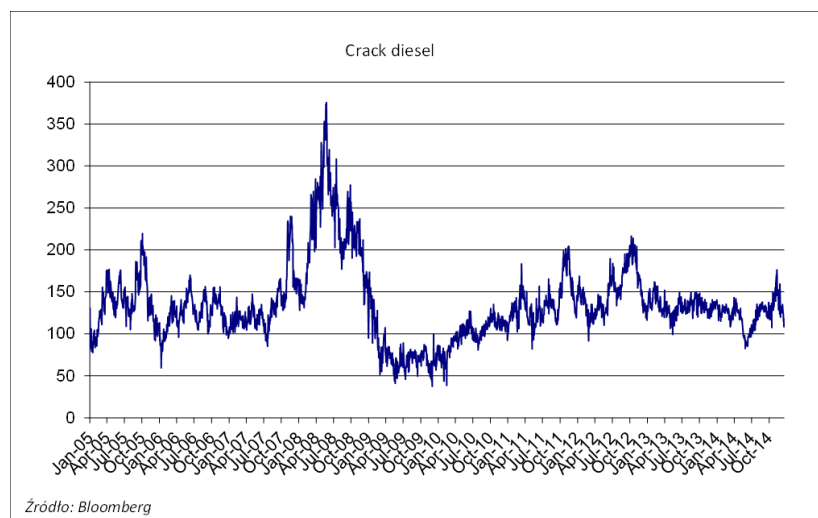
Załamaniem cen ropy naftowej największy wpływ będzie miało na wyniki spółki MOL, gdzie udział segmentu wydobycia w wyniku wynosi ponad 50%. Wzrost wolumenów wydobycia w związku z rozpoczęciem produkcji w Kurdystanie oraz konsolidacją aktywów wydobywczych na Morzu Północnym nie będzie wystarczający, aby zniwelować negatywny wpływ niższych cen ropy naftowej. Pozytywnym czynnikiem dla kursu spółki mogłaby być ewentualna sprzedaż posiadanego pakietu INA.

Spadek cen ropy naftowej miał krótkoterminowe przełożenie na rynek marż rafineryjnych, ponieważ notowania paliw zaczęły podążać za spadkami cen ropy naftowej koniec grudnia był okresem spadku marż rafineryjnych. Wyraźne załamanie nastąpiło w przypadku cracków na benzynie, osłabienie miało miejsce także w przypadku diesla. Ponieważ Europa cały czas boryka się z nadpodażą mocy rafineryjnych oraz słabym popytem na paliwa marże rafineryjne w 2015 r. pozostaną pod presją, a niskie cen ropy naftowej nie będą wystarczającym czynnikiem przemawiającym za ich poprawą. Rosnący import paliw do Europy oraz wzrost poziomu konkurencji z rejonu Bliskiego Wschodu to dodatkowe czynniki wpływające na kształtowanie się poziomu marż rafineryjnych.

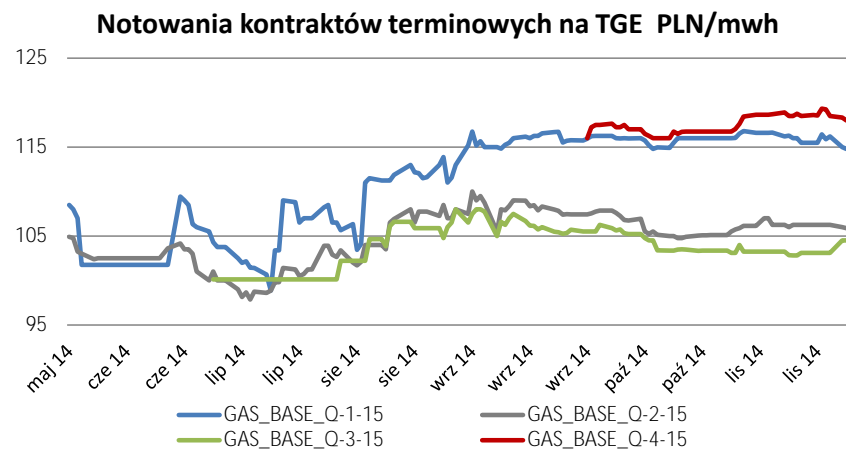


W przypadku PKN Orlen motorem poprawy wyników będzie segment downstream w związku z wprowadzeniem działań efektywnościowych, ponieważ rynek rafineryjny pozostanie zmienny. Płaskiej EBITDA należy spodziewać się w segmencie upstream ze względu na niższe ceny ropy rekompensowane wzrostem poziomu wydobywania r/r. Przejęcie udziałów w Ceska Rafinerska w Czechach przełoży się na wyższy przerób ropy oraz wzrost wolumenów sprzedaży, co będzie czynnikiem amortyzującym wahania po stronie marż rafineryjnych.

Pogorszenie perspektyw funkcjonowania europejskich rafinerii spowodowało, iż Lotos zdecydował o budowie instalacji opóźnionego koksowania wraz z towarzyszącą infrastrukturą (projekt EFRA). Ponieważ okres realizacji inwestycji wynosi 3 lata najbliższe lata będą wiązały się w koniecznością ponoszenia wysokich wydatków inwestycyjnych i co za tym idzie brakiem wypłaty dywidendy. Niższe ceny ropy wpłyną negatywnie na wyniki segmentu upstream, obniżając poziom wyników.



W przypadku rynku gazu 2015 r. to kontynuacja procesu liberalizacji oraz rosnącej konkurencji na hurtowym rynku gazu. Wzrost obrotów gazem ziemnym na TGE, nowe możliwości techniczne importu gazu z kierunku zachodniego w postaci fizycznego rewersu oraz oddanie terminu LNG w Świnoujściu w istotny sposób pomogą powstaniu konkurencyjnego rynku. Wszystko wskazuje na to, iż istniejąca nadpodaż gazu na rynkach europejskich w związku z drugi raz z rzędu relatywnie ciepłą zimą oraz pełnymi magazynami gazu przełoży się na obniżenie cen gazu w 2015 r.



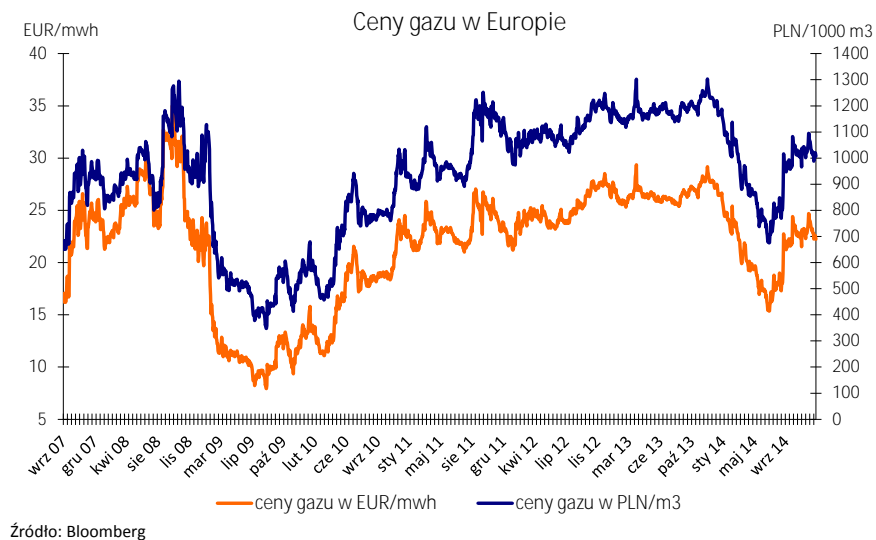
W nadchodzącym roku PGNiG będzie musiał zmierzyć się dwoma niekorzystnymi czynnikami w postaci liberalizacji rynku gazu oraz niższych cen ropy naftowej. Niższe średnie ceny ropy naftowej w 2015 r. przełożą się na spadek wyniku w segmencie wydobywczym r/r. Niemniej jednak zakup nowych aktywów wydobywczyc w Norwegii i związany z tym wzrost wolumenów będzie do pewnego stopnia czynnikiem amortyzującym obniżenie rentowności wydobycia i zapewni nadal generowanie dodatnich przepływów na tej działalności. W segmencie obrotu gazem należy oczekiwać spadku marż oraz niższych wolumenów sprzedaży gazu w wyniku powolnego procesu utraty udziałów rynkowych.

Tak jak dla giełdowego PGNiGu liberalizacja rynku gazu wiąże się z utratą monopolistycznej pozycji tak w przypadku DUONu jest szansą na budowę przewagi konkurencyjnej oraz wzmocnienie pozycji rynkowej. Wzrost płynności na giełdzie gazu to szansa na zakup gazu po cenach rynkowych, a tym samym możliwości rozszerzenia oferty handlowej. Dzięki intensyfikacji działalności sprzedażowej oraz rosnącej liczbie klientów zarówno na rynku energii elektrycznej jak i gazu DUON będzie w stanie poprawiać wyniki.

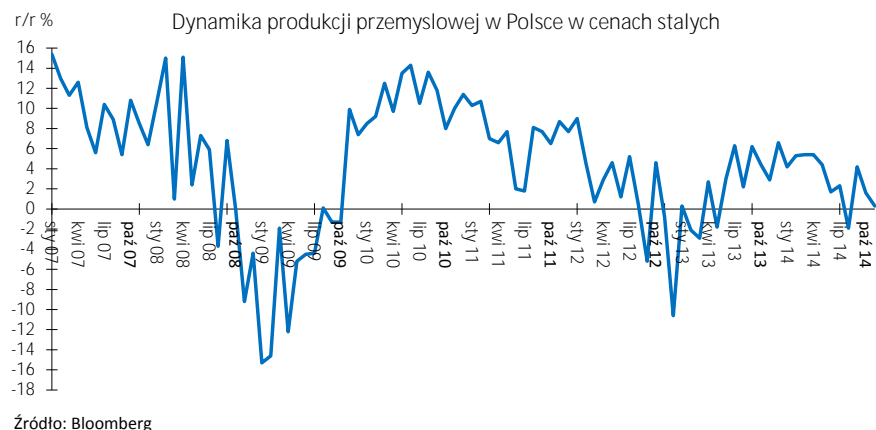
Podsumowując – w przypadku rafinerii nadchodzący rok nie będzie specjalnie przełomowy, zmienność marż oraz notowań ropy pozostanie głównym determinantem wyników. Pozytywnie może zaskoczyć PKN jeśli zarekomenduje wypłatę dywidendy, bolączką Lotosu jest napięty bilans i ujemne wolne przepływy gotówkowe. Mimo presji na wyniki w PGNiG silny cash flow za 2014 r. pozwoli na wypłatę dywidendy. Uważamy, iż największy potencjał do poprawy zysków ma spółka DUON (P/E 11), wyróżniając się na tle innych spółek silną sytuacją finansową oraz perspektywą wypłaty regularnej dywidendy.

Chemia

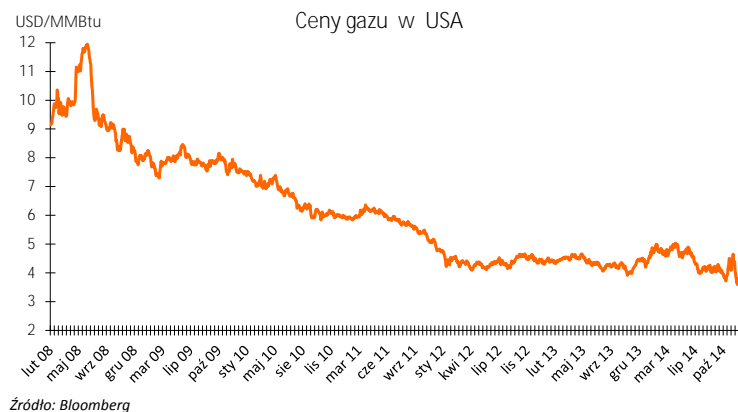
Miniony rok w branży chemicznej upłynął przede wszystkim pod znakiem spadku cen surowców oraz utrzymywaniem się słabego popytu na produkty chemiczne. Spadek cen surowców pociągnął za sobą obniżenie cen produktów, co miało negatywny wpływ na uzyskiwane marże na sprzedaży. Dodatkowy czynnik ograniczający poprawę zysków, z którym polskie firmy musiały się borykać to rosnący poziom konkurencji.



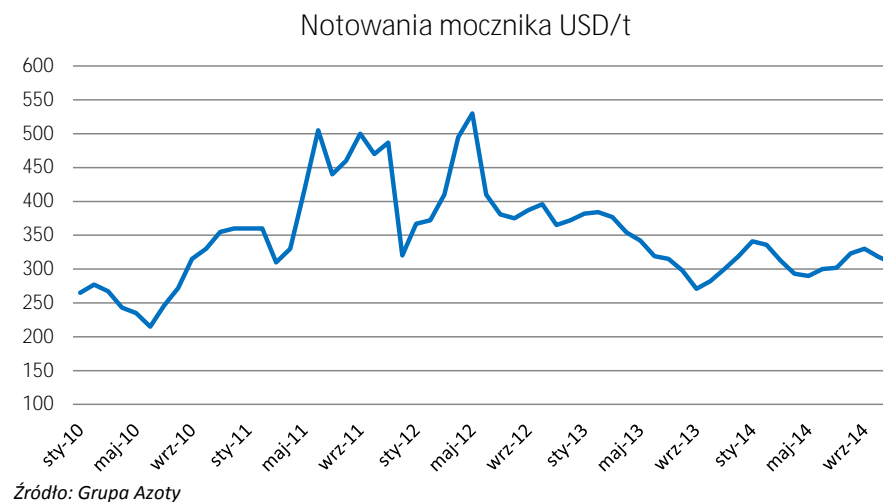
Ze względu na spodziewane umiarkowane ożywienie gospodarcze w 2015 r. oczekujemy, iż spółki chemiczne nie zaskoczą wynikami w bieżącym roku. Spółki, które bazują na strategii rozwoju organicznego będą musiały w większym stopniu skoncentrować się na zaoferowaniu konkurencyjnych produktów, aby pozyskać nowych klientów. Nowe środki przyznane w ramach perspektywy unijnej na lata 2014-2020 mogą przełożyć się na wzrost popytu na chemikalia przemysłowe w Polsce ze strony branży budowlanej czy też opakowań, co powinno pomóc w stopniowej odbudowie marż w przypadku wybranych kategorii produktowych (tworzywa konstrukcyjne, polistyreny itp.)



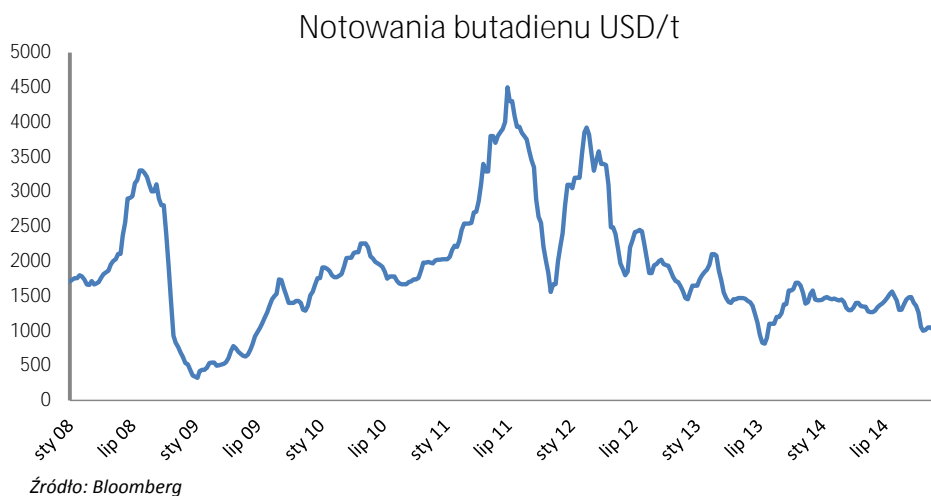
Tempo poprawy wyników w dużej mierze będzie zależne od dynamiki wzrostu produkcji przemysłowej. W średnim terminie zagrożeniem dla rozwoju branży może być negocjowana umowa o wolnym handlu między UE a Stanami Zjednoczonymi, co oznaczałoby napływ produktów bądź półproduktów chemicznych bazujących na tanim gazie łupkowym na rynek europejski. Drugi istotny czynnik to polityka klimatyczna UE, która wymusza drastyczne ograniczanie energochłonności procesów produkcyjnych, co oznacza konieczność poniesienia wysokich nakładów na inwestycje umożliwiające zmniejszenie kosztów wytwarzania.



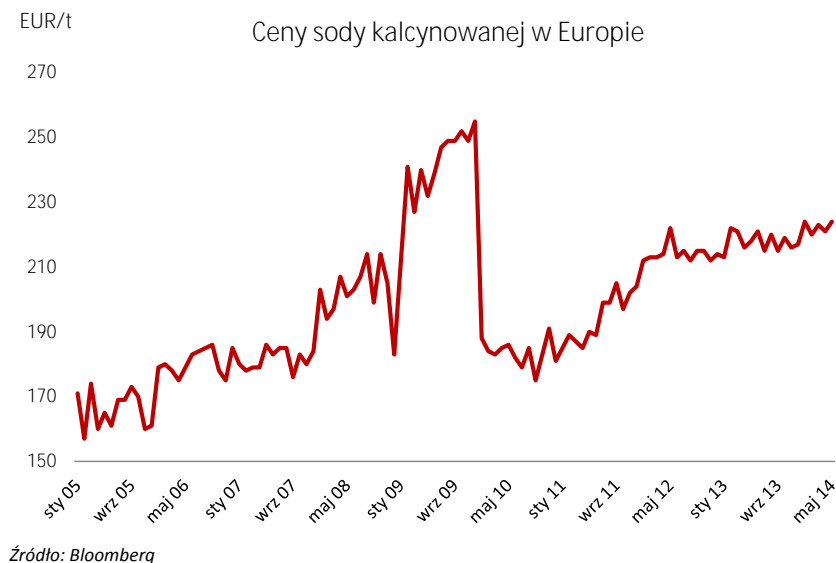
Bardzo dobre zbiory zbóż w sezonie 2014/2015 zarówno w kraju jak i na świecie spowodowały, iż przez cały czas mamy do czynienia z utrzymywaniem się spadkowej tendencji notowań zbóż. Silna korelacja notowań zbóż z cenami nawozów mineralnych powoduje, iż w scenariuszu utrzymywania się niskich notowań zbóż ceny nawozów mineralnych w 2015 r. nadal pozostaną pod presją. Ostatnio opublikowane prognozy przez FAO dotyczące globalnych zapasów zbóż na świecie również nie sprzyjają odbiciu notowań zbóż ze względu na odbudowanie poziomu zapasów do poziomów najwyższych od 15 lat. Słabość rynku tworzyw konstrukcyjnych oraz plastifikatorów będą dodatkowymi czynnikami, które ograniczą skalę poprawy wyników Grupy Azoty.



Rok 2015 w Synthosie będzie wiązał się przede wszystkim z uruchomieniem instalacji do produkcji kauczuków SSBR, zwiększając tym samym w portfelu produktowym spółki udział innowacyjnych, wysokomarżowych produktów. Jest to o tyle istotne ponieważ rynek kauczuków nadal pozostaje w stagnacji, dlatego też kluczem do poprawy wyników w kolejnych latach będzie struktura portfela produktowego. Jeżeli pozytywne tendencje związane ze wzrostem popytu na europejskim rynku wymiany opon w 2014 r. utrzymają się to będzie to dodatkowy bodziec do poprawy wyników w 2015 r. Niemniej jednak kluczowym parametrem determinującym rentowność produkcji pozostaną nadal ceny butadienu.



W przypadku Ciechu strategia rozwoju spółki zakłada na przyszłe lata rozwój organiczny, co oznacza stopniową poprawę wyników w kolejnych latach. Poprawa wyników w 2014 r. na poziomie EBITDA wiązała się przede wszystkim z wystąpieniem sprzyjających tendencji surowcowych w postaci cen węgla i gazu. Ponieważ rynek sody w Europie posiada nadpodaż mocy produkcyjnych, a popyt i podaż sody jest zbilansowana, co oznacza brak wzrostów cen sody, wsparciem dla wyników Ciechu w bieżącym roku będą nadal tanie surowce oraz wzrost mocy produkcyjnych o 120 tys. ton o ile uda się znaleźć nowych klientów. Ponieważ nominalny poziom długu pozostaje wysoki wyniki netto będą nadal obciążone wysokimi kosztami finansowymi.



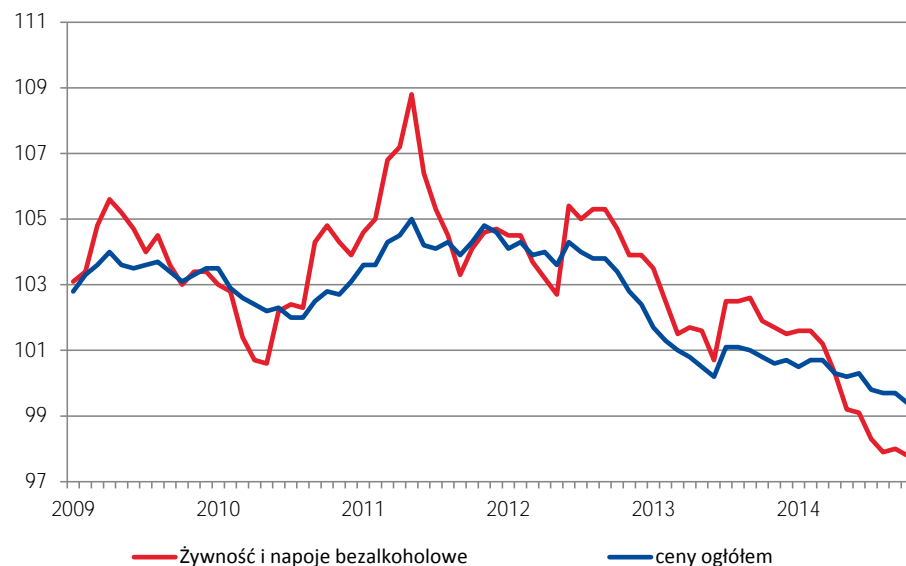
Podsumowując – wyniki spółek chemicznych w dużej mierze będą uzależnione od tempa poprawy koniunktury gospodarczej, z wyjątkiem Ciechu, który dodaje nowe moce produkcyjne. Ze względu na spadek poziomu zysków oraz intensywne programy inwestycyjne przepływy gotówkowe spółek chemicznych nie pozwolą na wypłatę wysokiej dywidendy. Pozytywnie pod tym względem może zaskoczyć Synthos oraz Grupa Azoty, ale stopa wypłaty będzie niska. Największy potencjał do poprawy zysków ma spółka Ciech (P/E 15,6), ale ponieważ zostało już to zdyskontowane w kursie, a cash flow spółki w latach 2015-2016 jest napięty nie stanowi ona ciekawej okazji inwestycyjnej. Zaskoczeniem może okazać się Synthos jeżeli nastąpi wzrost popytu na kauczuki na rynku azjatyckim, a notowania butadienu utrzymają się powyżej 1000 USD/t.

Handel

Handel hurtowy i detaliczny żywnością

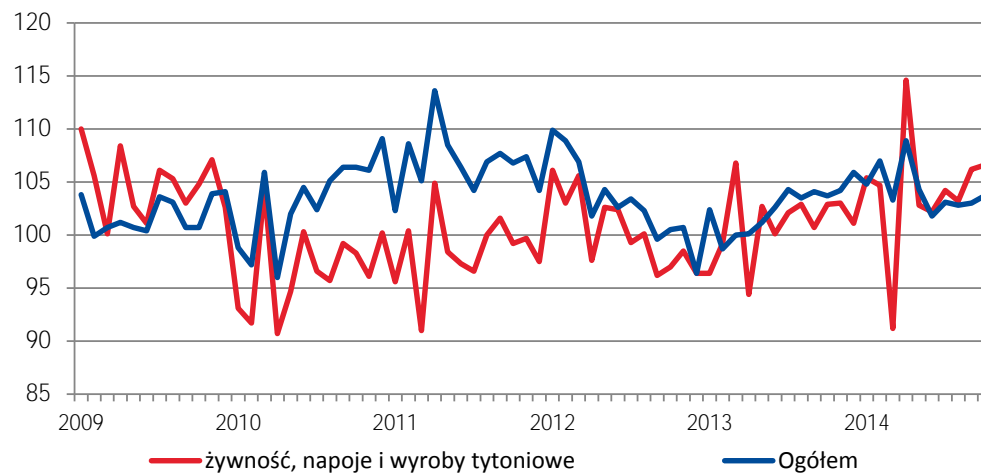
Dwa główne czynniki – deflacja i wzrost wolumenowy będą determinowały perspektywy spółek handlu hurtowego i detalicznego w 2015 roku. Spadek cen żywności występuje od maja 2014 roku i koniec roku przynosi jego pogłębienie. Przyczyny spadku cen leżą głównie w trendach globalnych jak i rosyjskim embargu na eksport polskiej żywności. Spodziewamy się, że 1 kwartał 2015 roku przyniesie złagodzenie trendów deflacyjnych, a od połowy 2015 roku możliwy jest powrót wzrostu cen. Tymczasem sprzedaż wolumenowa żywności powinna być ciągle silna, a jej pozytywna dynamika w obszarze +4% powinna być kontynuowana.

Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych r/r



Źródło: GUS

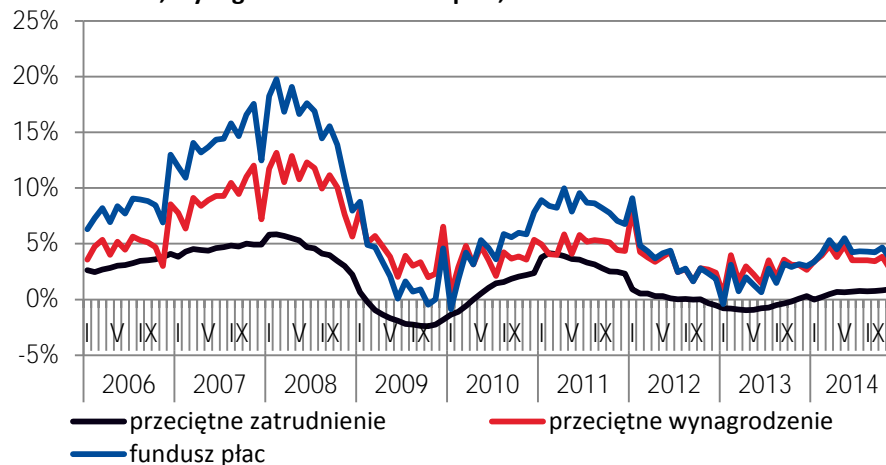
Wybrane indeksy sprzedaży detalicznej r/r, ceny stałe



Źródło: GUS

Powodem dla wysokiej dynamiki sprzedaży żywności będzie kontynuowany wzrost płac i zatrudnienia i idący za tym wzrost popytu. Do października 2014 fundusz płac rósł średnio o 4,5% r/r.

Zatrudnienie, wynagrodzenie i fundusz płac, Polska



Źródło: GUS

W pierwszej połowie 2015 deflacja może mieć jeszcze negatywny wpływ na sprzedaż LFL i marże operacyjne spółek handlu żywnością (Eurocash i Emperia), ze względu na negatywny wpływ na wartość sprzedaży i neutralny wpływ na koszty operacyjne. Sądzymy jednak, że druga połowa przyszłego roku powinna przynieść już poprawę LFL i marż operacyjnych, wraz z powrotem inflacji.

Dzięki konsolidacji Kolporter FMCG i Inmedio oraz oszczędnościom kosztowym i planowanej poprawie efektywności, spodziewamy się wzrostu sprzedaży i EBITDA na poziomie 15% w 2015 r/r. Emperia pozostanie skupiona na „pracy u podstaw”, czyli poprawie efektywności działania i niewielkim wzroście organicznym. Czarnym koniem może być Amrest, który dzięki poprawie popytu konsumpcyjnego w Europie Środkowej i Hiszpanii, niskim cenom żywności, a także zmianie strategii na bardziej zorientowaną na akcjonariuszy (mniejsze wydatki inwestycyjne) ma szansę znacznie zwiększyć generowaną wartość dla posiadaczy akcji.

Sprzedaż obuwnia i odzieży

LPP i CCC, spółki handlujące odzieżą i obuwiem, znajdują się w zgoła odmiennym położeniu. LPP z około 24% ekspozycją na rynek rosyjski i ukraiński narażony jest na mocno negatywne konsekwencje dewaluacji rubla i hrywny i możliwego drastycznego spadku popytu na obu rynkach. Należy też oczekiwać, że dewaluacja rubla to początek większego kryzysu rosyjskiej gospodarki, co może stanowić długookresowy czynnik ryzyka dla LPP. W ciągu najbliższych dwóch lat nie widzimy też możliwości, by rozwój na innych rynkach gwarantował wysokie tempo rozwoju LPP, w obliczu kryzysu w Rosji. W naszych prognozach zakładamy ujemną dynamikę EBITDA dla tej spółki w 2015 roku, pomimo wzrostu sprzedaży.

CCC natomiast ma za sobą pierwszy rok ekspansji na rynek niemiecki, a dalszy rozwój na tym rynku będzie determinował wycenę akcji spółki. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że sprzedaż na m2 w Niemczech będzie systematycznie rosła, co doprowadzi do osiągnięcia progu rentowności w połowie 2016 roku. Niemniej to Polska pozostaje ciągle głównym rynkiem dla CCC, gdzie spółka doda około 36% wszystkich powierzchni nowo otwartych w 2015 roku w postaci powiększania starych i otwierania nowych sklepów, pokazując dynamikę 18% r/r.

Telekomunikacja

Każda spółka z sektora telekomunikacyjnego, Orange Polska, Cyfrowy Polsat i Netia, stoją wobec nieco innych wyzwań w 2015 roku. Dla Orange Polska istotny będzie rezultat aukcji LTE i możliwość wypłaty dywidendy, dla Cyfrowego Polsatu dalszy spadek zadłużenia, a dla Netii stopień erozji bazy klientów stacjonarnych i potencjalne przejęcia.

Początek 2015 roku w sektorze telekomunikacyjnym przyniesie zapewne szereg spekulacji na temat możliwego rozstrzygnięcia aukcji częstotliwości LTE, której koniec spodziewany jest w pierwszym kwartale. Sądzymy, że to Orange Polska, dysponujący obecnie największym pasmem częstotliwości, poniesie najwyższe wydatki na zakup nowego pasma, które szacujemy na 1 mld PLN. Istnieje też ryzyko, że spółka może ograniczyć lub w ogóle nie wypłacić dywidendy w 2015 roku, jeśli nie zdecyduje się na zwiększenie zadłużenia. Dodatkowo, spodziewamy się, że na początku roku Orange Polska może odnieść się do planów rozwijania technologii Ethernet to the Home (ETTH), co potencjalnie może zwiększyć wydatki inwestycyjne w nadchodzących latach.

Możliwe, że nowe częstotliwości zakupi na aukcji także Cyfrowy Polsat, choć nasz scenariusz bazowy na razie tego nie zakłada. Spółka jednak zdecydowała się uczestniczyć w aukcji. Priorytetem dla spółki pozostanie szybkie delewarowanie, któremu pomagać będzie utrzymujące się środowisko niskich stóp procentowych. Uważamy, że kluczowe dla Cyfrowego Polsatu będzie utrzymanie relatywnie niskich wydatków inwestycyjnych, które utrzymują wysokie przepływy pieniężne i proces szybkiego przenoszenia wartości z długu na kapitał akcyjny.

Netia z kolei będzie w dalszym ciągu walczyła o utrzymanie marż EBITDA w obliczu spadających przychodów. Sądzymy, że liczba linii stacjonarnych spółki dalej będzie pod presją, głównie w skutek ubytku linii WLR. Zakładamy utrzymanie marż EBITDA w porównaniu z 2014 rokiem i wypłatę dywidendy, jednak istotne znaczenie dla spółki będą miały losy sprzedaży TK Telekom przez PKP. W wypadku zakupu TK Telekom przez Netię, dywidenda może być zmniejszona w porównaniu z 2014 r.

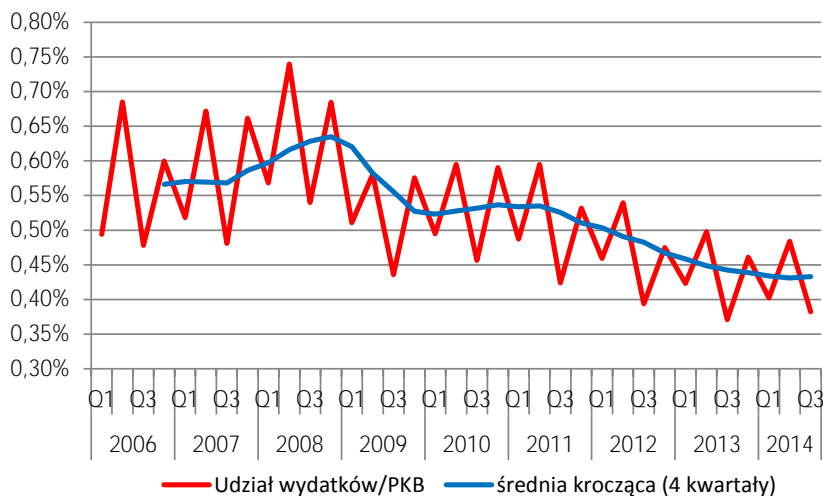
Media

Dalsze informacje o możliwej sprzedaży TVN przez ITI i kondycja rynku reklamy telewizyjnej będą determinować kurs akcji spółki w 2015 roku. TVN pozostaje jedynym „czystym” graczem mediowym z dużych spółek na GPW, którego przychody i EBITDA są skorelowane z rynkiem reklamy telewizyjnej.

Według ostatnich danych, niewiążące oferty na zakup 51% akcji TVN złożyło 8 podmiotów, a oferty wiążące oczekiwane są pod koniec stycznia 2015. Pomimo tego, że podawana przez media cena, którą mógłby zapłacić inwestor za akcje TVN (kupując pośrednio większościowy pakiet spółki matki) jest wyższa od obecnego kursu giełdowego ostrożnie podchodzimy do potencjału wzrostu akcji samego TVN, ze względu na możliwe przejęcie. Spowodowane jest to faktem, że potencjalny inwestor ma obowiązek ogłoszenia wezwania na akcje dające 66% głosów na WZA, co w praktyce oznacza, że będzie zobligowany do kupna jedynie 29% free float.

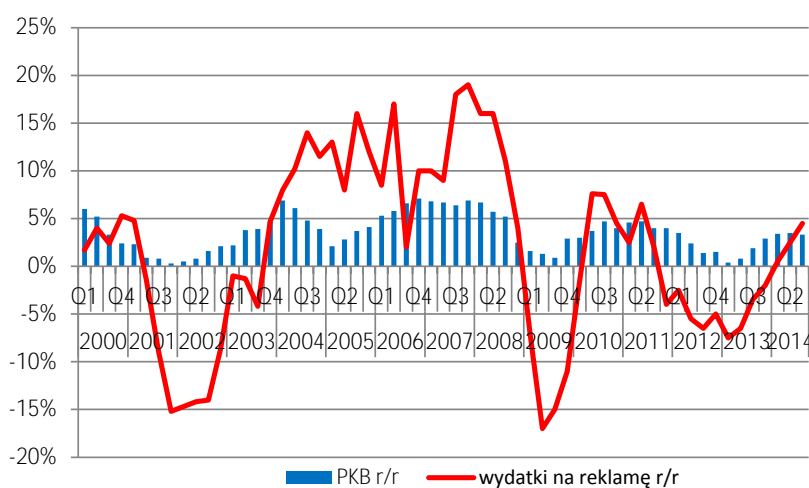
Rynek reklamy znajduje się w fazie powolnego wzrostu, a w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że 2015 rok przyniesie dynamikę zwyżki rzędu 6%. Widać jednocześnie, że wydatki na reklamę utraciły wysoki wskaźnik beta w stosunku to produktu krajowego, który posiadały w przeszłości. Znacznie silniejsze korekty wydatków reklamowych w okresach spowolnienia gospodarczego i znacznie słabsze wzrosty rynku w czasie ożywienia spowodowały obecny rekordowo niski udział rynku reklamowego w PKB.

Udział wydatków reklamowych/PKB



Źródło: GUS, Agora, DM PKO BP

Dynamika rynku reklamowego i dynamika PKB



Źródło: GUS, Agora, DM PKO BP

Za takim stanem rzeczy stoi znaczny udział telewizji publicznej w oglądalności, która subsydiuje reklamy wpływami z abonamentu i nie ma dużego interesu w podnoszeniu cen. Udział ten, choć z czasem maleje, to wynosi ciągle około 18%.

Zjawiskami dominującymi na rynku powinny być ciągle utrzymujący się wysoki udział telewizji w wydatkach ogółem (około 50%) i malejące udziały w oglądalności kanałów głównych, przy rosnących udziałach poszczególnych grup kanałów niszowych.

Dla TVN spodziewamy się dalszej poprawy EBITDA ze względu na niskie koszty operacyjne połączone z wzrostem cen reklam. Skonsolidowany obraz spółki powinien ulec dalszej poprawie dzięki wzrostowi marż w telewizji NC+.

Deweloperzy

Ubiegły rok był trudny dla sektora deweloperskiego na GPW. Zaledwie kilka spółek z indeksu WIG Deweloperzy osiągnęło dodatnie stopy zwrotu. Operacyjnie rok był niełatwy szczególnie dla deweloperów komercyjnych, dla których problemem były presja na czynsze oraz rosnący udział powierzchni niewynajętej na rynku warszawskim. W przypadku deweloperów mieszkaniowych wzrost sprzedaży mieszkań w 2014 r. był znaczący i wyniósł ok. 25%, ale nie przełożyło się to na wzrosty cen akcji bo oczekiwania inwestorów dotyczące zarówno poziomu sprzedaży jak i marży były bardzo wysokie.

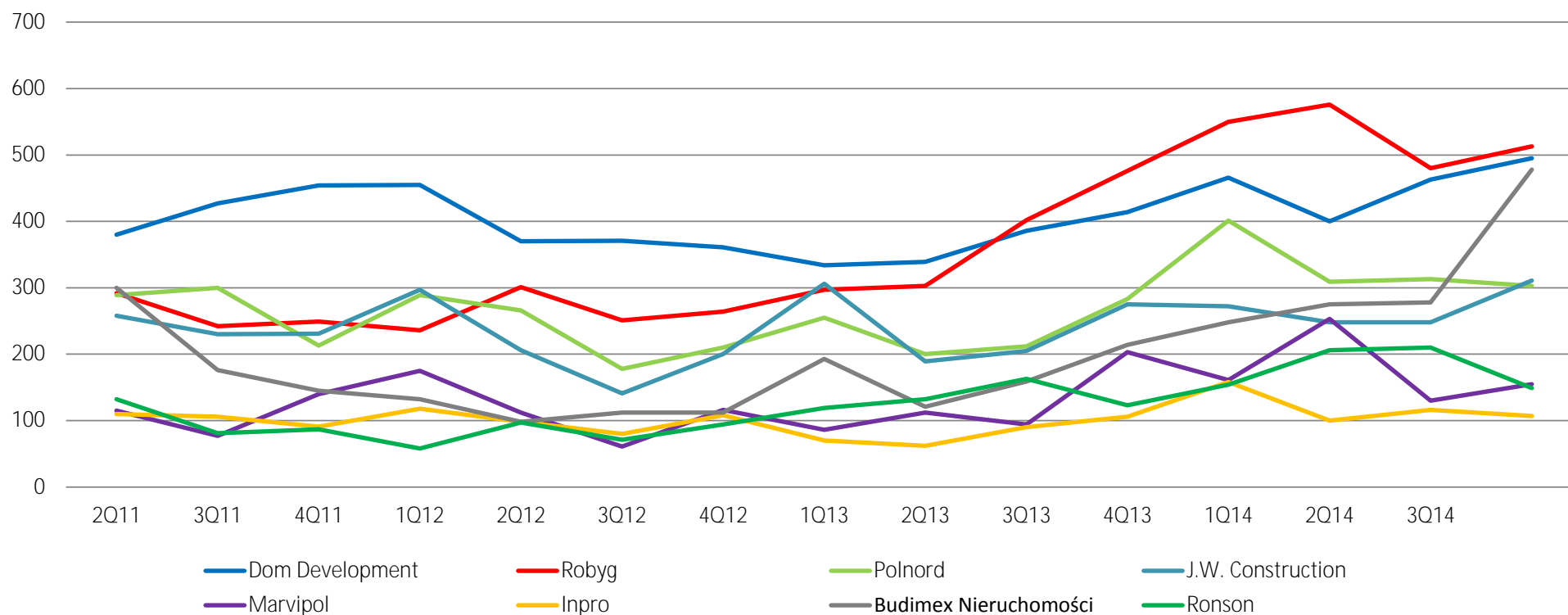
Oczekujemy, że główne tendencje na rynku nieruchomości z 2014 r. będą kontynuowane także w 2015 r. W segmencie deweloperów komercyjnych widoczna będzie wciąż wysoka podaż na warszawskim rynku biurowym, która wg prognoz w 2015 r. będzie na poziomie zbliżonym do ubiegłego roku czyli ok. 300 tys. m². Wg oczekiwań rynku wskaźnik powierzchni niewynajętej może przekroczyć 15%, co oznacza utrzymującą się presję na czynsze i trudną sytuację działających tu deweloperów. Także na rynku powierzchni handlowej widoczny będzie dalszy wzrost nasycenia w większych i średniej wielkości miastach, co może mieć negatywny wpływ na dynamiki odwiedzin i sprzedaży oraz zwiększenie konkurencji na rynku. Ogólny obraz rynku powierzchni komercyjnych poprawia wysoka aktywność transakcyjna, która ze względu na niski poziom stóp procentowych powinna utrzymywać się także w 2015 r. i Polska pozostanie największym rynkiem CEE (w dwóch poprzednich latach wartość transakcji była zbliżona do 3,5 mld EUR rocznie). Naszym zdaniem nie powinny istotnie zmieniać się także stopy wycen nieruchomości, które obecnie dla najlepszych lokalizacji biurowych na warszawskim rynku wynoszą ok 6% i 5,5% dla powierzchni handlowych. W przypadku poszczególnych spółek z tego segmentu GTC powinno rozpocząć budowę przynajmniej jednego z dwóch planowanych centrów handlowych w Warszawie, oczekujemy także podniesienia kapitału w tej spółce. Echo kontynuuje budowę swojego największego projektu Q22, który jest wynajęty na poziomie ok 20% i wg naszych oczekiwań powinno rozpoznać już część wartości godziwej tego projektu. PHN zakończy projekt deweloperski biurowca przy ul. Domaniewskiej, ze względu na zyski z rozwiązania rezerwy na podatek dochodowy oczekujemy także wypłaty wysokiej dywidendy.

W segmencie deweloperów mieszkaniowych prognozujemy utrzymanie się sprzedaży mieszkań na poziomach zbliżonych do 2014 r. Na kontynuację dobrej koniunktury na rynku powinny wpływać niskie stopy procentowe, stabilna sytuacja na rynku pracy i relatywnie wysoka dostępność mieszkań wynikająca z wciąż niewielkiego wzrostu cen. Większe znaczenie w 2015 r. powinien mieć także program MdM ze względu na rosnące limity cen mieszkań dostępnych w programie, oraz na większe korzyści dla niektórych grup beneficjentów. Pewnego rodzaju zagrożeniem dla rynku może być wzrost oferty rynkowej widoczny w 2Q i 3Q 2014 r. wynikający z większej liczby nowych projektów wprowadzanych do sprzedaży. Jednak oferta jest wciąż na poziomach sprzedaży 4-5 kwartałów, co wskazuje raczej na równowagę na rynku.

W przypadku Robyga i Dom Development oczekujemy utrzymania sprzedaży na poziomie ok 2 tys. mieszkań. Obie spółki powinny wypłacić dywidendy dające ok. 5% stopę zwrotu.

Poziom zysków w całym sektorze może być wyższy niż w 2014 r. zdecydują o tym m.in.: mniejsze saldo odpisów u deweloperów komercyjnych. Ze względu na cykl księgowania obecna koniunktura w wynikach deweloperów mieszkaniowych będzie widoczna w pełni dopiero w 2016 r.

Sprzedaż mieszkań przez deweloperów giełdowych

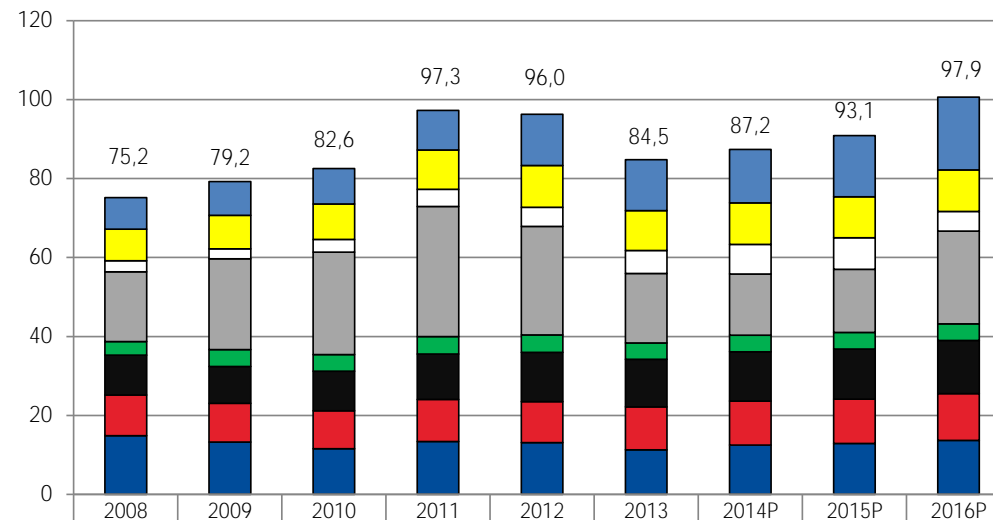


Źródło: PAP, DM PKO BP

Budownictwo

Rok temu oczekiwaliśmy -3% dynamiki segmentu budowlanego. Rok powinien się skończyć dynamiką +3%. Mimo to jesteśmy zadowoleni z naszej nie konsensusowej prognozy jako, że odchył od naszej prognozy jest spowodowany wyjątkowo sprzyjającymi jeśli chodzi o pogodę kwartałami 1Q 14 i 4Q 14. Niestety ten pozytywny efekt dla 2014 powinien odbić się negatywnie na 2015 roku. Dlatego też oczekujemy jedynie 4% pozytywnej dynamiki sektora w 2015. Rok 2015 powinien przebiegać pod znakiem budowania dużych portfeli zleceń w segmencie infrastrukturalnym. Jednocześnie wciąż nie będzie to rynek podwykonawcy. Dodatkowo nie powinno być presji od strony surowców a np. ceny asfaltu (około 6% wartości typowej inwestycji drogowej) powinny spaść w ślad za ropą naftową. Może to być rok dosyć obfity jeśli chodzi o budowanie portfeli zleceń. W 2016 spodziewamy się wzrostu sektora o prawie 11%.

Prognozy dla segmentów budownictwa (mln PLN)



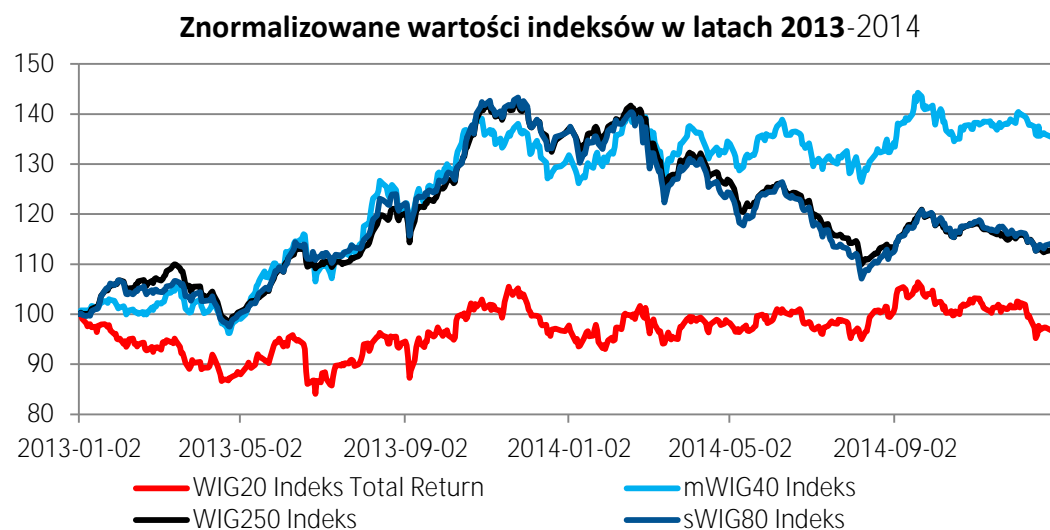
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
■ Dystrybucja i wytwarzanie energii	8,0	8,5	9,0	10,0	13,0	12,9	13,5	15,5	18,4
■ Użyteczności publicznej	8,0	8,5	9,0	10,0	10,6	10,1	10,5	10,4	10,5
□ Kolejowe i tramwajowe	2,8	2,5	3,2	4,3	4,8	5,8	7,5	8,0	5,0
■ Drogi	17,7	23,0	26,0	33,0	27,5	17,6	15,5	16,0	23,5
■ Ochrona środowiska	3,4	4,3	4,2	4,4	4,4	4,2	4,2	4,2	4,2
■ Przemysłowe	10,1	9,3	10,0	11,5	12,5	12,0	12,5	12,7	13,46
■ Komercyjne (hotele, biurowce, handel)	10,3	9,8	9,6	10,7	10,4	10,9	11,2	11,2	11,87
■ Mieszaniowe	14,9	13,3	11,6	13,4	13,1	11,3	12,5	12,9	13,67

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

Wśród spółek z ekspozycją na budownictwo wyróżniamy: Budimex, Mercor, Selenę i Ferro.

Małe i średnie spółki

Małe i średnie spółki zaczynały rok z bardzo wysokiej bazy ponieważ w roku 2013 były lepsze od spółek z WIG 20 o około 40%. Szczyt zbiegł się akurat z końcem roku. W samym 2014 indeks WIG 20 Total Return spadł o 1%, mwig40 TR wzrósł o 3%, wig250 TR spadł o 17%, sWIG80 spadł o 16%.

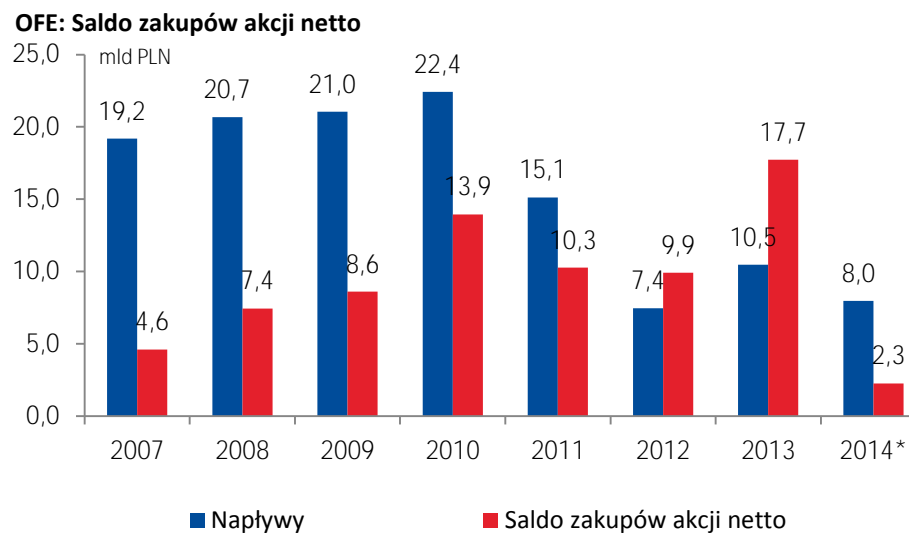


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

W związku z tą wysoką bazą spadki indeksów najmniejszych spółek w 2014 postrzegamy raczej jako ruch w kierunku normalizacji sytuacji niż wyjątkową okazję inwestycyjną na małych spółkach. Bieżące P/E dla indeksu WIG 20 jest znacząco niższe (wynosi 14,5) niż dla całego szerokiego indeksu WIG (16,1). Biorąc jednak poprawkę na fakt, że WIG20 jest kiepskim odzwierciedleniem silników wzrostu polskiej gospodarki, zakładamy, że małe i średnie spółki mogą być minimalnie silniejsze niż spółki duże. Lista preferowanych przez nas spółek znajduje się na stronie 9.

Fundusze emerytalne

W 2014 r. fundusze emerytalne wykazywały niską aktywność na rynku akcji. Według naszych szacunków saldo zakupów w okresie Styczeń – Listopad 2014 wyniosło 2,3 mld PLN wobec 17,7 mld PLN w 2013. Dodatkowo ok. 1,4 mld PLN zakupów w 2014 przypadło na akcje zagraniczne.



Źródło: KNF, DM PKO CP, *Sty-Lis

W wyniku zapisów, 2,5 mln Polaków zdecydowało się pozostać w OFE, tj. ok. 17% dotychczasowych członków i ok. 23% dotychczasowej składki. Biorąc pod uwagę, skalę napływów z ZUS, odpływów z tytułu „suwaka” oraz wpływy gotówkowe z tytułu dywidend, saldo napływów do OFE dalej pozostanie dodatnie.

OFE: saldo napływów/odpływów

	2015	2016	2017	2018
mld PLN				
Odpływy (suwak)	-3,8	-3,9	-3,9	-4,1
Napływy brutto	2,7	2,9	3,1	3,2
Saldo z ZUS	-1,1	-1,0	-0,8	-0,9
Dywidendy, kupony, odsetki	5,4	5,4	5,4	5,4
Saldo po dywidendach	4,3	4,4	4,6	4,5

Źródło: DMPKO BP

Otwartym pytaniem pozostaje dywersyfikacja portfeli w ujęciu geograficznym i klas aktywów. Obecnie udział akcji w całości portfela stanowi 84,6% wobec 80% ustalone w benchmarku. Aktywa zagraniczne stanowią obecnie (uwzględniając nowe zasady klasyfikacji, tj. wg waluty kapitału zakładowego w przypadku akcji) 6,9% portfela inwestycyjnego wobec maksymalnego limitu w 2014 na poziomie 10%. W 2015 limit wzrasta do 20%, przy czym nie spodziewamy się żeby został on wykorzystany w maksymalnym stopniu.

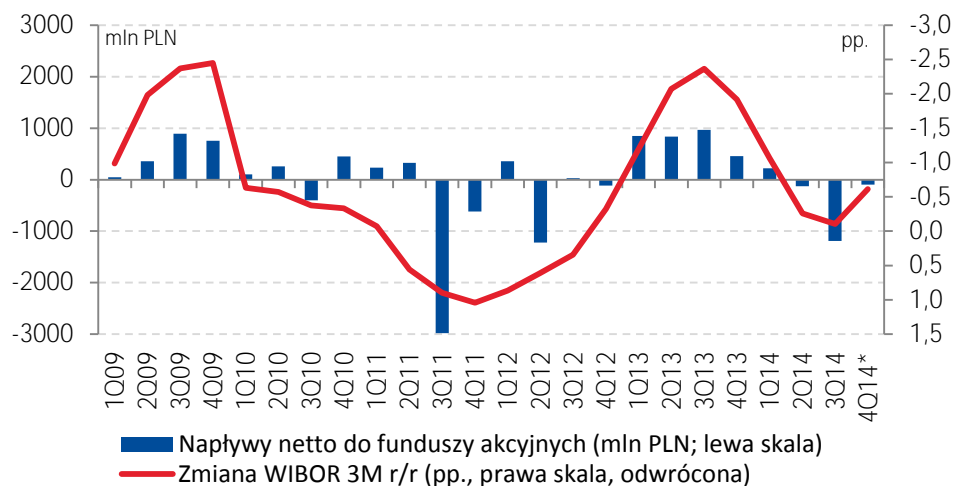
Podsumowując, biorąc pod uwagę dywersyfikację w kierunku obligacji korporacyjnych oraz akcji zagranicznych, nie spodziewamy się, żeby OFE zmieniły nastawienie wobec akcji polskich. Niemniej jednak, zbilansowane saldo napływów oraz wysoki poziom gotówki (9,2 mld PLN, tj. 6,1% portfela) ograniczają ryzyko sprzedaży akcji polskich.

Fundusze inwestycyjne

Słabe wyniki osiągnięte przez akcyjne fundusze inwestycyjne spowodowały odpływ kapitału z tego typu produktów w 2014. Według naszych szacunków, saldo odpływów z akcyjnych funduszy inwestycyjnych w okresie Styczeń-Listopad 2014 wyniosło 0,9 mld PLN (2,9% aktywów pod zarządaniem na koniec grudnia 2013 r.).

W 2015 r., otoczenie niskich stóp procentowych, powinno sprzyjać napływom do alternatywnych (wobec depozytów) produktów inwestycyjnych. Z drugiej jednak strony, czynnikiem niesprzyjającym akcyjnym funduszom inwestycyjnym pozostaną słabe wyniki (+1,5% w ciągu ostatnich 12 miesięcy).

Napływy do funduszy akcyjnych na tle zmian stóp %



Źródło: IZFA, DM PKO BP, Bloomberg, * Paź-Lis

Stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych

Typ funduszu	12M	24M	36M
akcji polskich małych i średnich spółek	1,6%	26,6%	57,1%
akcji polskich uniwersalne	1,5%	7,1%	36,8%
mieszane polskie aktywnej alokacji	5,3%	9,9%	33,3%
mieszane polskie stabilnego wzrostu	7,6%	11,1%	28,7%
mieszane polskie zrównoważone	5,3%	9,9%	33,3%
dłużne polskie papiery skarbowe	9,0%	11,7%	25,3%
dłużne polskie uniwersalne	9,0%	11,7%	25,3%
gotówkowe i pieniężne	2,3%	5,3%	10,2%

Źródło: Analizy Online, DMPKO BP

PKO Dom Maklerski

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-10, fax (0-22) 521-79-46
e-mail: infodm@pkobp.pl

Biuro Analiz Rynkowych

Dyrektor Sektor wydobywczy	Artur Iwański (022) 521 79 31 artur.iwanski@pkobp.pl
Przemysł paliwowy, chemiczny, spożywczy	Monika Kalwasińska (022) 521 79 41 monika.kalwasinska@pkobp.pl
Sektor energetyczny, deweloperski	Stanisław Ozga (022) 521 79 13 stanislaw.ozga@pkobp.pl
Sektor finansowy	Jaromir Szortyka (022) 580 39 47 jaromir.szortyka@pkobp.pl
Handel, media, telekomunikacja, informatyka	Włodzimierz Giller (022) 521 79 17 wlodzimierz.giller@pkobp.pl
Przemysł, budownictwo, inne	Piotr Łopaciuk (022) 521 48 12 piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Analiza techniczna	Paweł Małmyga (022) 521 65 73 pawel.malmyga@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski (0-22) 521 79 19 wojciech.zelechowski@pkobp.pl	Piotr Dedecjus (0-22) 521 91 40 piotr.dedecjus@pkobp.pl
Dariusz Andrzejak (0-22) 521 91 39 dariusz.andrzejak@pkobp.pl	Maciej Kaluża (0-22) 521 91 50 maciej.kaluza@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki (0-22) 521 91 33 krzysztof.kubacki@pkobp.pl	Igor Szczepaniec (0-22) 521 65 41 igor.szczepaniec@pkobp.pl
Tomasz Ilczyszyn (0-22) 521 82 10 tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl	Marcin Borciuch (0-22) 521 82 12 marcin.borciuch@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki (0-22) 521 82 13 tomasz.zabrocki@pkobp.pl	Joanna Wilk (0-22) 521 48 93 joanna.wilk@pkobp.pl
Michał Sergejev (0-22) 521 82 14 michal.sergejev@pkobp.pl	Mark Cowley (0-22) 521 52 46 mark.cowley@pkobp.pl

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu
Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych) metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi, wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja nie stanowi rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego. Dom Maklerski PKO Banku Polskiego 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 Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” (tutaj), a w przypadku klientów detalicznych również na podstawie pisemnej umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym.