



Dom Maklerski

Strategia dla rynku akcji

na IV kwartał 2015 r.

Prognozy kwartalne

na III kwartał 2015 r.

Warszawa, październik 2015

- **Kontynuacja spadków na rynkach wschodzących i korekta wywołana dewaluacja juana na rynkach rozwiniętych.** Spadki na rynkach wschodzących były praktycznie bez większych przystanków kontynuowane w trzecim kwartale. Rynki wschodzące straciły (licząc w euro) 18% będąc pod presją zniżkujących walut oraz towarów. Rynek polski (WIG30) zniżył 9,7% tym samym zachowując się defensywnie. Rynki rozwinięte rozpoczęły spadki dopiero w drugiej połowie sierpnia po dewaluacji chińskiego juana, Stany Zjednoczone straciły łącznie w kwartale 7,1% zaś rynki europejskie 8,9%.
- **Dalsze losy polskiego rynku uzależnione od wyników wyborów parlamentarnych.** Niepewność polityczna wciąż odciska swoje piętno na warszawskim parkiecie. Naszym zdaniem z wysokim prawdopodobieństwem można założyć powstanie rządu pod egidą obecnej opozycji a w związku z tym z umiarkowaniem wysokim prawdopodobieństwem można zakładać wprowadzenie podatku bankowego. W naszym wariantcie bazowym spodziewamy się wobec tego presji na wyceny rządu do 9% widocznej zwłaszcza w sektorze bankowym.
- **Banki centralne przeciwdziałają pierwszym oznakom słabnięcia koniunktury gospodarczej.** Dużym zaskoczeniem minionego kwartału była zapewne zmiana nastawienia wszystkich głównych banków centralnych. Okazało się, że okres niskich stóp procentowych będzie trwał przynajmniej o rok dłużej niż to poprzednio zakładano. Wydaje się, że banki centralne chciały tym samym odpowiednio wcześniej zaadresować ryzyka dla koniunktury gospodarczej: uporczywie słabe dane gospodarcze w Chinach rozlewające się na region azjatycki oraz coraz bardziej na sektor wytwórczy w krajach Europy Zachodniej i w Stanach Zjednoczonych.
- **Dalsze osłabienie juana ryzykiem, nowe luzowanie ilościowe szansą?** Dalsze osłabienie juana jest w świetle siły tej waluty w ujęciu realnym efektywnym całkiem prawdopodobne. Również amerykański Fed wydaje się obecnie bardziej świadomy ryzyk jakie dla gospodarki generuje silny dolar. W związku z tym uważamy, że nie można całkowicie wykluczyć nowych kroków ze strony banków centralnych zmierzających do osłabienia dolara. Byłoby to potencjalnie pozytywne dla rynków globalnych.
- **Proponujemy koncentrację na sektorze małych i średnich spółek.** Nasz portfel modelowy osiągnął w zeszłym kwartale pozytywną stopę zwrotu na poziomie 5,7% (licząc w złotych). Zarobiliśmy na pozycjach krótkich w dużych spółkach oraz na selekcji w sektorze małych i średnich spółek. Na rozpoczynający się czwarty kwartał proponujemy podobną strategię, chociaż w kwestii selekcji małych i średnich spółek należy zachować większą ostrożność. **W horyzoncie czwartego kwartału spodziewamy się stóp wzrostu rządu -3% do 0%.** Dla spółek z indeksu WIG30 prognozowana przez nas dynamika roczna zysków skorygowanych pogorszy się z 15%+ w 2Q15 do 8.7% w 3Q, z kolei w ujęciu kwartalnym prognozujemy spadek sumy zysków o prawie 24%. Nasze pomysły na plus to Erste, OMV, Energa, Enea oraz solidne midcapy: Eurocash, Alior, Amrest, Kety, Amica, Dom Developement, Wirtualna Polska; na minus widzimy polskie banki (BZW, MBK, BHW), rafinerie (PKN, LTS) i LPP.

TOP PICKS						
Spółka	Cena (16.10.2015)	Aktualne P/E	MCAP (PLN m)	Cena docelowa	Uzasadnienie	Analityk
Erste Bank	26,32	-	46 781	29,80	Spadające koszty ryzyka oraz szanse na obniżkę podatku bankowego w Austrii. Możliwe odreagowanie kursów w europejskim sektorze bankowym	Robert Brzoza
OMV	25,46	27,5	34 263	23,44	Ekspozycja na wzrost cen ropy naftowej	Monika Kalwasińska
Energa	17,50	7,9	7 246	19,00	Możliwość utrzymania polityki dywidendowej mimo spadku wyników w latach 2015/16	Stanisław Ozga
Eurocash	47,25	37,4	6 554	39,72	Dobre momentum wynikowe, poprawa kapitału obrotowego	Włodzimierz Giller
Alior Bank	82,94	17,1	5 996	100,00	Atrakcyjna wycena 2016 (P/E porównywalne z bankami frankowymi); opcja na konsolidację w sektorze	Jaromir Szortyka
Enea	13,57	8,6	5 990	15,80	Niższe ceny węgla związane z przejęciem Bogdanki	Stanisław Ozga
Amrest	173,50	40,8	3 742	171,20	Poprawa konsumpcji w CEE i Hiszpanii i niskie ceny żywności poprawią sprzedaż i marże, polityka niższego CAPEX i skupienie się na ROIC powinny zwiększać wartość dla akcjonariuszy	Włodzimierz Giller
Kety	278,80	14,7	2 619	370,00	Strategia na następne 5 lat jest naszym zdaniem bardzo dobra i wciąż pozostawia pole na upside. Atrakcyjna kombinacja inwestycji we wzrost (EBITDA +50%) i solidnej dywidendy (stopa 4,5%). Na 2015 r. P/E 13,7x. Idealna ekspozycja na sektor przemysłowy	Artur Iwański
GPW	37,79	13,3	1 586	51,60	Wycena P/E13 przy pozycji net cash i FCF yield 7-9% w najbliższych latach, bardziej niż dyskontuje ryzyko podatku transakcyjnego	Jaromir Szortyka
Amica	163,00	13,7	1 267		P/E 2015: 14,5, oczekujemy dobrych wyników w 3Q, w końcu roku finalizacja akwizycji spółki dystrybucyjnej	Piotr Łopaciuk
Dom Development	50,57	25,1	1 253	47,35	Rekordowa sprzedaż mieszkań, polityka dywidendowa zakładająca wypłatę całego zysku	Stanisław Ozga
WPH	39,70	-	1 122	45,50	Szybko rosnące przychody reklamowe dzięki wykorzystaniu efektów synergii, dźwignia operacyjna i idąca za tym wysoka dynamika wyniku netto	Włodzimierz Giller
PHN	19,20	7,4	896	27,80	Wyższa dywidenda w 2016 r., wzrost marży ze sprzedaży ze względu na uruchomienie nowych inwestycji	Stanisław Ozga
Emperia	65,80	19,0	827	83,98	Mocne momentum wynikowe dzięki lepszej logistyce i niskiej wycenie EV/EBITDA	Włodzimierz Giller
Alumetal	47,57	12,3	724	59,50	P/E 2015: 9,7, spodziewamy się bardzo dobrych wyników w 2H 15, ryzykiem osłabienie koniunktury w automotive (duża dźwignia)	Piotr Łopaciuk
ZPUE	335,05	13,0	469	355,00	P/E 2015: 13,0, bardzo obiecujący eksportowy kontrakt z Eonem - być może początek rozwoju eksportu	Piotr Łopaciuk
Zetkama	90,50	16,8	444		P/E 2015: 11,5 (pro-forma), konsekwentnie realizowana budowa segmentu automotive, awans z small- do mid-capów	Piotr Łopaciuk
Duon	3,44	15,4	356	4,11	Sprzyjające warunki rozwoju na rynku gazu, poprawa rentowności w segmencie infrastruktury, rozsądna wycena (PE=13,5x)	Monika Kalwasińska

TOP SELLS						
Spółka	Cena (16.10.2015)	Aktualne P/E	MCAP (PLN m)	Cena docelowa	Uzasadnienie	Analityk
BZ WBK	317,00	12,4	31 457	324,00	Relatywnie wysoka - wycena P/E15 na poziomie 16 razy oczyszczone zyski; podatek istotnie obciążą zyski	Jaromir Szortyka
PKN Orlen	64,50	19,1	27 548	66,80	Presja na wyniki w związku ze spadkiem marż petrochemicznych i rafineryjnych, pogorszenie cash flow i spadek poziomu gotówki	Monika Kalwasińska
mBank	386,60	12,6	16 329	405,00	Relatywnie wysoka - wycena P/E15 na poziomie 15 razy oczyszczone zyski; podatek istotnie obciążą zyski	Jaromir Szortyka
LPP	7 591,80	32,6	13 902	6497,00	Wysoka wycena przy negatywnym momentum na wyniki	Włodzimierz Giller
Handlowy	87,00	14,2	11 367	98,00	Słabe wyniki za 3Q15 (po równie słabym 2Q15) sprawiają, że widzimy istotne ryzyko dla naszych prognoz	Jaromir Szortyka
Lotos	29,52	-5,8	5 457	27,20	Presja na wyniki w związku ze spadkiem marż rafineryjnych, pogorszenie momentum wynikowe	Monika Kalwasińska

Rozliczenie portfela modelowego

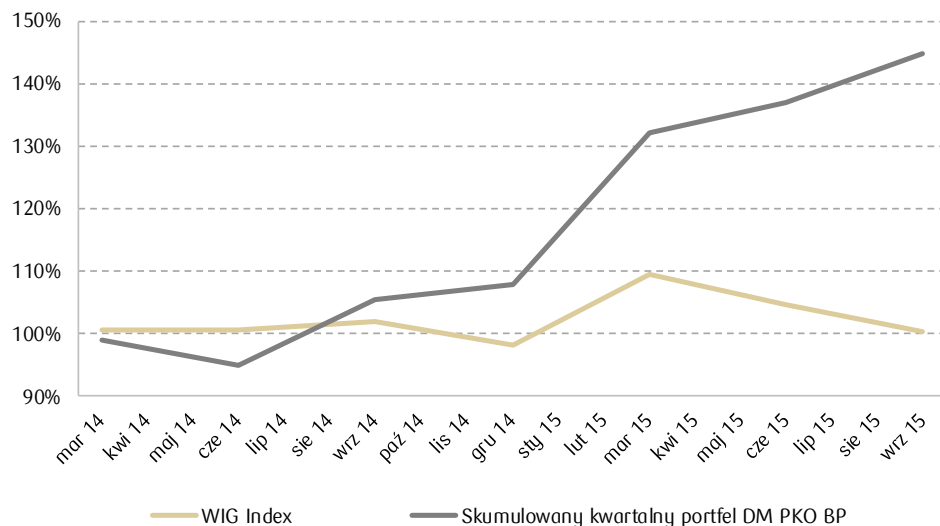
Stopy zwrotu z portfela modelowego

Za ostatni kwartał rozliczeniowy nasz portfel modelowy (licząc w złotych) osiągnął stopę zwrotu na poziomie 5,7% (uwzględniając zyski na pozycjach krótkich) podczas gdy indeks WIG stracił w tym czasie -4,1%.

Licząc za ostatnie 12 miesięcy nasze portfele modelowe przyniosły stopę zwrotu na poziomie 37,4% podczas gdy indeks WIG stracił 1,7%.

Obliczona stopa zwrotu jest równo ważona, naturalnie więc stopa zwrotu z naszego portfela modelowego jest pochodną bardzo dobrej selekcji małych i średnich spółek.

Rozliczenie 12 mies. wyników portfela DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

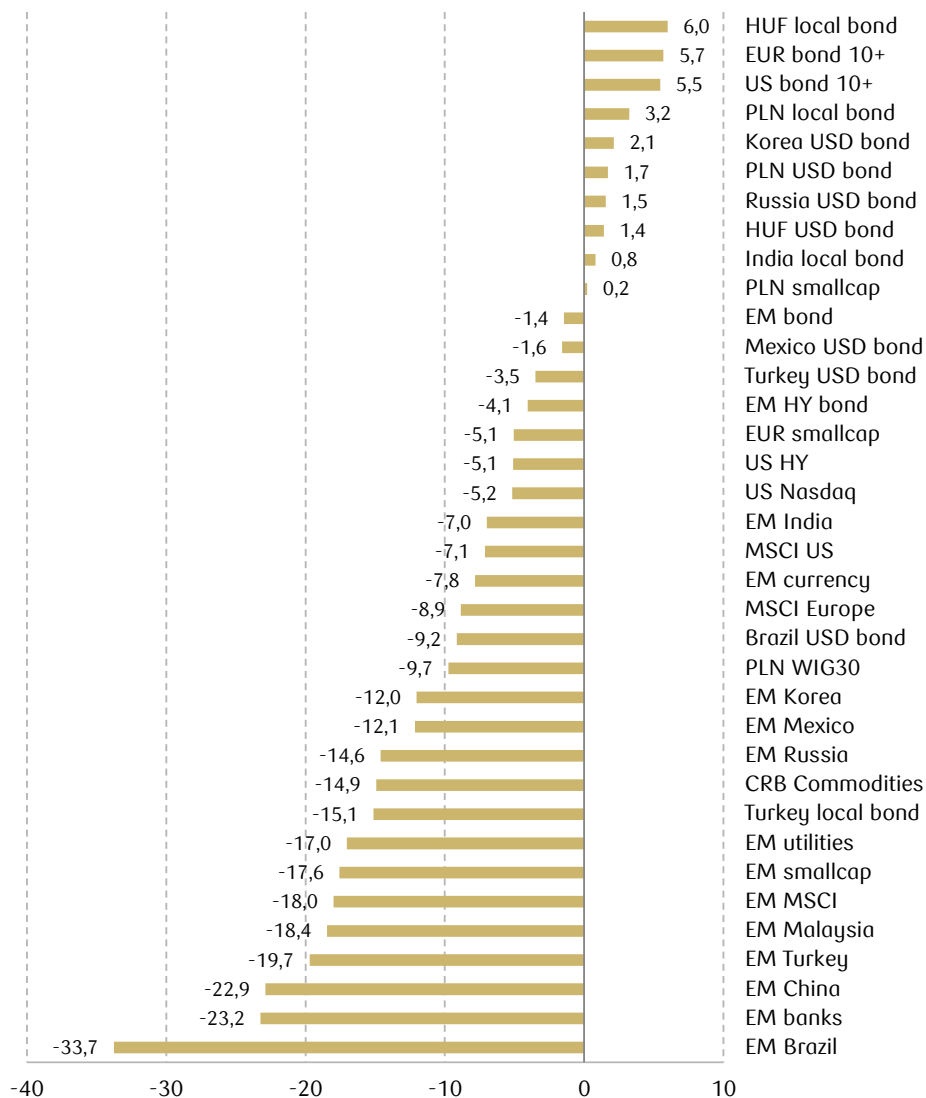
TOP PICKS

Spółka	Zwrot	Cena (16.10.2015)	Cena (16.07.2015)	Analityk
Komercni	-7%	5147,00	5 535,00	Robert Brzoza
CCC	-5%	173,00	185,60	Włodzimierz Giller
Alior Bank	-4%	82,94	86,00	Jaromir Szortyka
Amrest	10%	173,50	157,05	Włodzimierz Giller
Kety	-8%	278,80	302,00	Artur Iwański
Polenergia	-1%	25,52	25,83	Stanisław Ozga
WPH	11%	39,70	35,70	Włodzimierz Giller
Emperia	-3%	65,80	67,50	Włodzimierz Giller
Robyg	5%	2,45	2,34	Stanisław Ozga
Impel	-7%	27,80	29,74	Piotr Łopaciuk
Zetkama	19%	90,50	77,00	Piotr Łopaciuk
Pekaes	11%	12,60	11,31	Piotr Łopaciuk
Duon	8%	3,44	3,19	Monika Kalwasińska
Ergis Eurofilms	3%	5,20	5,05	Piotr Łopaciuk
Qumak	-6%	10,26	10,90	Piotr Łopaciuk
Hydrotor	13%	37,50	35,00	Piotr Łopaciuk
Średnia	2,5%			
WIG	-4,1%			

TOP SELLS

Spółka	Zwrot	Cena (16.10.2015)	Cena (16.07.2015)	Analityk
Pekao	9%	154,80	170,10	Jaromir Szortyka
PGNiG	-4%	6,74	6,51	Monika Kalwasińska
PKN Orlen	12%	64,50	73,00	Monika Kalwasińska
BZ WBK	-2%	317,00	312,00	Jaromir Szortyka
KGHM	10%	93,95	104,50	Artur Iwański
LPP	3%	7591,80	7 840,00	Włodzimierz Giller
Lotos	5%	29,52	31,00	Monika Kalwasińska
Średnia	4,7%			

Stopa zwrotu w 3 kw. 2015 (w EUR)



Dewaluacja juana rozpoczęła korektę na rynkach rozwiniętych

Drugi kwartał przyniósł dalsze spadki na światowych rynkach akcji i obligacji korporacyjnych.

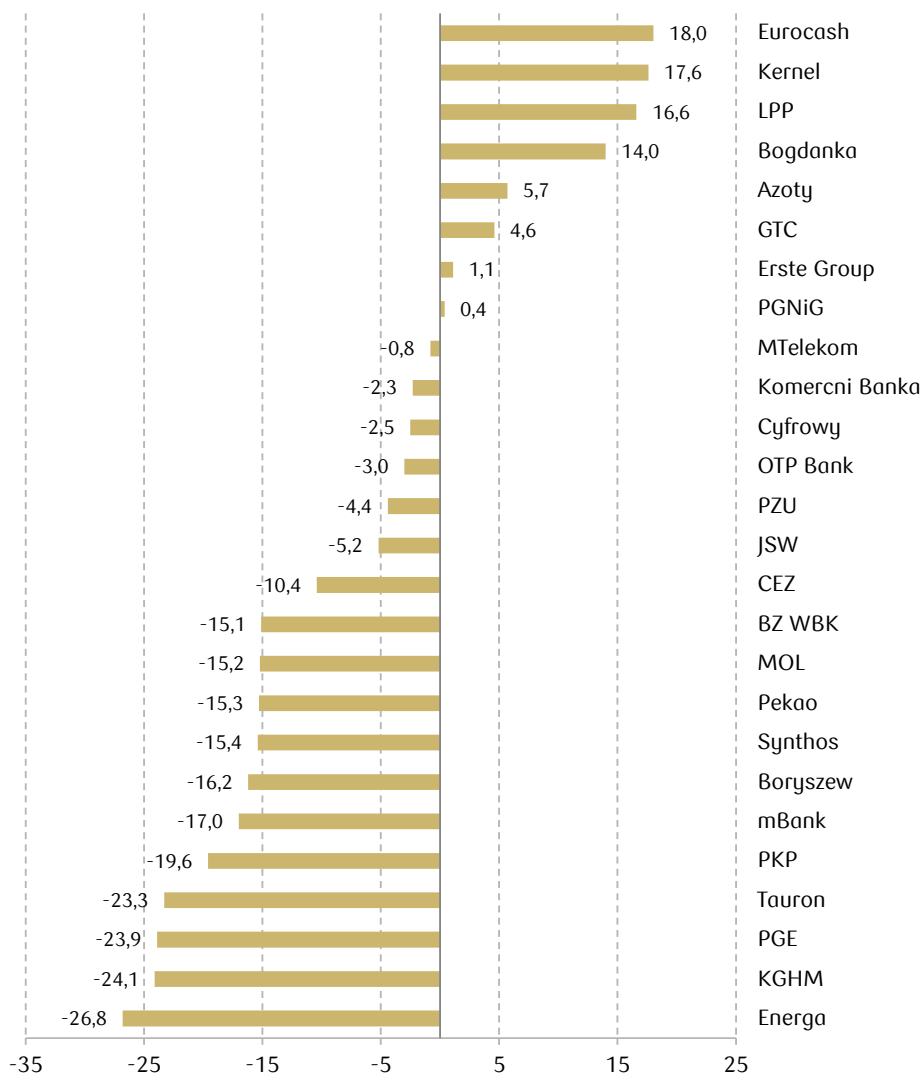
Rynki wschodzące kontynuowały spadki pod presją silnego dolara, słabych notowań towarów oraz nieciekawych informacji gospodarczych nadchodzących z Chin. Na tym tle WIG30, chociaż również stracił na wartości, to jednak zachował się defensywnie, zachowując się lepiej niż rynki wschodzące.

Obligacje odrobiły część strat z poprzedniego kwartału, także obligacje korporacyjne, chociaż zakończyły kwartał na minusie, to jednak zauważalnie wyhamowały spadki.

W połowie kwartału nieoczekiwana, pierwsza od lat, dewaluacja juana spowodowała spadki także i na rynkach rozwiniętych. Inwestorzy doszli najprawdopodobniej do wniosku, że taki sygnał ze strony banku centralnego Chin oznacza brak zgody na dalsze umocnienie chińskiej waluty.

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Stopa zwrotu w 3 kw. 2015 (w EUR)



Rynki lokalne - polskie spółki wydobywcze i energetyczne pod presją

Lokalnie, polski rynek, zachował się co prawda defensywnie, tracąc mniej niż rynki wschodzące, ale i tak znajdował się nadal pod presją wydarzeń politycznych i globalnych.

Polskie banki zachowały się wyraźnie gorzej od banków zagranicznych operujących w naszym regionie, wciąż naszym zdaniem nie uwzględniają w pełni ryzyka opodatkowania kwotą 5 mld zł na poziomie całego sektora już w roku 2016.

Wiele więcej niż średnio spółki energetyczne z rynków wschodzących, straciły także polskie spółki energetyczne. Były one również pod presją negatywnych trendów na rynkach energii jak też pod presją polityczną; coraz bardziej prawdopodobne staje się bowiem wymóg finansowania przez spółki energetyczne bankrutujących spółek górniczych.

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

MSCI Index	Stopa zwrotu (%)		Wycena		Zmiana Fwd EPS (%)	
	3 kw.'15	YTD	12M Fwd P/E	vs. historia	3 kw.'15	YTD
World	-8.7	1.7	14.8	-6.9	-0.3	-2.6
EM	-18.1	-8.5	10.6	0.0	-8.7	-13.0
Europe	-8.9	2.6	14.0	6.4	-2.6	1.2
US	-7.1	2.2	15.6	4.0	0.6	-0.4
Japan	-12.0	8.4	12.6	-23.0	2.4	8.9
Asia-Pacific	-16.8	-6.7	12.0	-16.5	-3.3	-3.2
China	-22.9	-4.1	8.5	-28.6	-4.1	-4.1
Poland	-11.0	-7.3	11.6	-3.3	-1.0	1.4
Czech Rep.	-6.6	-0.3	12.9	7.4	-1.2	-1.3
Hungary	-3.6	32.8	10.4	11.3	9.6	18.1
Romania	-1.2	12.2	9.3	8.8	7.0	-3.6
Turkey	-19.7	-26.1	8.5	-8.6	1.6	5.5
Russia	-12.5	20.4	5.1	-30.1	-4.2	-15.1
ACWI Banks	-12.1	-1.9	10.2	-18.4	-0.7	-2.5
EUR Banks	-12.4	-2.4	9.7	-0.3	3.4	5.1
EM Banks	-23.2	-16.4	7.0	-40.6	-6.9	-12.7
PL Banks *	-12.2	-16.6	13.8	5.4	-7.0	1.0
TR Banks	-24.9	-35.8	5.9	-28.4	0.8	0.8
ACWI Energy	-18.3	-15.9	20.2	96.1	-14.7	-38.9
EM Energy	-25.5	-10.2	6.9	-22.5	-8.9	-23.5
EUR Refining	3.9	46.0	7.9	-25.0	13.1	107.3
ACWI Materials	-19.8	-12.1	13.7	2.2	-6.0	-15.2
EM Materials	-19.6	-13.6	13.2	32.0	-10.4	-26.3
ACWI Industrials	-9.4	-0.7	14.4	-9.4	0.1	-3.0
EM Industrials	-16.3	-7.0	14.3	25.4	-11.5	-15.6
ACWI Utilities	-0.2	-0.3	14.6	2.8	2.4	0.1
EM Utilities	-17.0	-13.1	10.0	-18.0	-5.1	-13.2
PL Utilities	-21.9	-21.3	5.9	-34.9	-6.3	-13.3
ACWI Consumer	-6.6	8.4	15.4	-12.7	2.1	4.4
EM Consumer	-14.1	-6.1	12.7	7.9	-10.0	-17.9

Podsumowanie wycen

Zwraca uwagę dużo gorsze zachowanie się notowań polskich spółek energetycznych niż spółek z rynków wschodzących. Zanotowały one od początku roku prawie dwa razy większe straty od tego sektora z rynków wschodzących, podczas gdy w tym samym czasie poziom redukcji oczekiwanych przez konsensus rynkowy prognozowanych zysków był podobny. Można więc zaryzykować stwierdzenie, że notowania polskiego sektora energetycznego przereagowały.

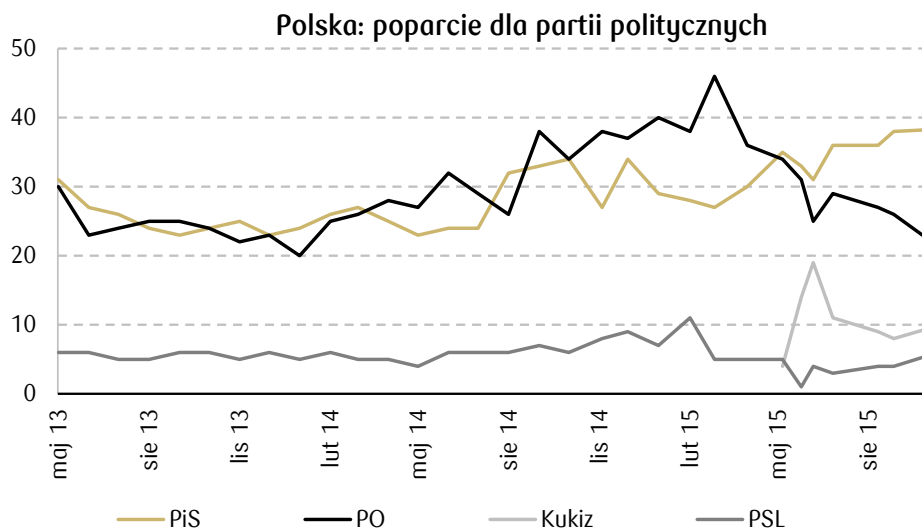
Z drugiej strony zauważalny jest na razie brak reakcji konsensusu rynkowego co do przyszłych zysków dla polskiego sektora bankowego. Oczywiście nie jest pewne czy podatek bankowy wejdzie w życie, jednak w przypadku przyszłych rządów dzisiejszej opozycji, jest to dosyć prawdopodobne. Konsensus póki co jednak zdecydował się obniżyć prognozy na 24 miesiące do przodu zaledwie o 7%, podczas gdy podatek może te zyski obniżyć średnio o 28%. W związku z tym, wciąż jesteśmy zdania, iż notowania polskich banków nie wyceniają prawidłowo tych ryzyk.

Oczekiwania co do zysków banków europejskich wciąż idą w górę, natomiast ich notowania w kwartale zachowały się słabo, gorzej od szerokiego rynku, prawdopodobnie pod presją zmiany oczekiwań co do przyszłej ścieżki normalizacji stóp procentowych (banki centralne złągodziły swoje nastawienie).

Zwraca też uwagę wciąż trwające lepsze zachowanie się rynków rozwiniętych względem rynków wschodzących. Jest to oczywiście pochodną lepszych fundamentów spółek z rynków rozwiniętych.

Strategia na IV kwartał

Spółka	Zysk netto						P/E			Zmiana EPS (%)			Zmiana EPS (%)
	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	YTD
Pekao	2 952	2 786	2 715	2 500	2 736	2 826	16,1	14,7	14,3	-7,9	9,4	3,3	-4,2
PKO BP *	3 749	3 230	3 254	2 750	3 063	3 484	14,2	12,7	11,2	-15,5	11,4	13,7	-12,7
BZ WBK **	1 532	1 982	1 915	1 996	2 269	2 359	15,8	13,9	13,4	4,2	13,7	4,0	-5,3
mBank **	1 203	1 222	1 287	1 187	1 342	1 314	13,9	12,3	12,5	-7,8	13,1	-2,1	-11,6
BHW	970	973	947	777	832	854	14,6	13,7	13,3	-18,0	7,1	2,6	-16,6
ING	832	962	1 040	1 061	1 152	1 193	15,6	14,4	13,9	2,1	8,6	3,6	-4,8
Alior	174	228	323	399	552	559	15,2	11,0	10,9	23,5	38,3	1,4	19,2
PZU	3 254	3 295	2 968	2 916	2 844	2 950	11,4	11,7	11,3	-1,8	-2,5	3,7	-7,6
Komerčni	2 322	2 024	1 974	1 969	1 975	2 033	15,7	15,6	15,2	-0,3	0,3	2,9	3,6
OTP Bank	1 760	908	-1 383	1 116	1 755	2 617	19,6	12,5	8,4	-180,7	57,3	49,1	19,0
Erste Bank	2 022	253	-6 035	3 252	3 515	3 814	14,7	13,6	12,5	-153,9	8,1	8,5	23,3
Sektor finansowy	20 770	17 863	9 005	19 923	22 036	24 003	14,8	13,4	12,3	121,2	10,6	8,9	-5,1
PGE	3 616	3 948	3 638	3 696	2 855	2 738	7,3	9,5	9,9	1,6	-22,8	-4,1	-9,4
Tauron	1 476	1 308	1 181	1 034	818	748	5,4	6,8	7,4	-12,4	-20,9	-8,6	-23,8
Enea	700	723	908	1 019	603	589	5,8	9,7	10,0	12,2	-40,8	-2,3	-0,3
Energa	460	764	982	760	567	584	6,2	8,3	8,1	-22,6	-25,4	3,0	-19,9
CEZ	6 894	5 799	3 405	4 043	2 854	2 423	10,1	14,3	16,8	18,7	-29,4	-15,1	-1,1
Sektor energetyczny	13 146	12 542	10 114	10 552	7 697	7 082	7,9	10,9	11,8	4,3	-27,1	-8,0	-7,1
PKN Orlen	2 345	1 000	1 844	4 500	4 000	3 690	6,2	7,0	7,5	144,0	-11,1	-7,8	103,5
PGNiG	2 242	1 918	2 823	2 875	2 290	2 363	14,1	17,7	17,2	1,8	-20,3	3,2	6,9
Lotos	928	187	147	675	593	631	8,2	9,3	8,7	359,2	-12,1	6,4	61,3
MOL	2 191	310	55	2 485	2 826	2 665	7,6	6,6	7,0	4 418,2	13,7	-5,7	33,5
OMV	5 702	4 875	1 494	3 302	2 539	2 866	2,5	3,2	2,9	121,0	-23,1	12,9	-24,1
Sektor paliwowy	13 408	8 290	6 363	13 837	12 248	12 215	7,3	8,2	8,3	117,5	-11,5	-0,3	38,1
JSW	988	77	-660	-935	-481	-185	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-61,5	-16,8
KGHM	4 803	3 035	2 450	2 257	736	1 143	8,4	25,8	16,6	-7,9	-67,4	55,3	-27,7
Bogdanka	289	329	273	181	99	138	11,0	20,0	14,4	-33,7	-45,3	39,4	-67,5
Sektor wydobywczy	6 080	3 441	2 063	1 503	354	1 096	14,9	63,4	20,5	-27,1	-76,4	209,6	-39,2
LPP	352	431	480	354	544	730	31,5	20,5	15,3	-26,3	53,7	34,2	-10,2
CCC	106	125	229	269	382	503	20,0	14,1	10,7	17,5	42,0	31,7	15,3
Sektor konsumencki	458	556	709	623	926	1 233	26,5	17,9	13,4	-12,1	48,6	33,2	0,8
Azoty	294	677	231	485	523	535	18,7	17,3	17,0	109,9	7,8	2,3	47,8
Synthos	585	417	357	408	411	429	12,5	12,5	11,9	14,4	0,5	4,4	8,8
Sektor chemiczny	879	1 094	588	893	933	964	15,9	15,2	14,7	51,9	4,5	3,2	30,0
Kernel *	683	388	-280	548	777	805	7,8	5,5	5,3	n.m.	41,8	3,6	30,9
GTC *	-401	-616	-769	160	256	480	15,7	9,8	5,2	n.m.	60,0	87,5	-11,5
Asseco *	370	360	358	350	372	396	13,0	12,2	11,5	-2,2	6,3	6,5	7,6
Eurocash	250	221	180	238	263	295	27,9	25,3	22,6	32,5	10,4	12,1	3,4
Pozostałe	902	353	-511	1 296	1 668	1 976	13,9	10,8	9,1	n.m.	28,7	18,5	14,3
Razem	55 643	44 139	28 331	48 628	45 862	48 569	11,3	12,0	11,3	71,6	-5,7	5,9	0,6



Źródło: CBOS, DM PKO BP

Plany podatkowe opozycji

Koszty programu przedstawionego przez PiS obejmują wg (wstępnych) szacunków łącznie około 39 mld PLN, w tym: 22 mld PLN na wsparcie rodzin, 7 mld PLN na wsparcie mniej zamożnych podatników (podwyższenie progów podatkowych) oraz ponad 10 mld PLN na politykę emerytalną (obniżenie wieku emerytalnego).

Źródła finansowania strategii gospodarczej opozycji obejmują: 5 mld PLN z podatku bankowego od spółek finansowych (w tym od sektora ubezpieczeniowego), 2,5 mld PLN z podatku od supermarketów, 19 mld PLN dzięki reformie podatku VAT oraz 4,1 mld PLN dzięki zmianom w podatku CIT.

Polityka wkracza w decydującą fazę

25 października, data wyborów parlamentarnych w Polsce, określi dalsze tendencje na warszawskiej giełdzie. Widzimy trzy scenariusze.

(1) opozycyjny PiS zdecydowanie wygrywa i może utworzyć samodzielnie rząd mający większość parlamentarną. Widzimy 40% szans na taki scenariusz. Taki rozwój wypadków byłby: bardzo negatywny dla banków, negatywny dla spółek energetycznych, pozytywny dla spółek surowcowych.

(2) opozycyjny PiS wygrywa wybory ale musi utworzyć koalicyjny rząd mający większość parlamentarną. Widzimy 40% szans na taki rozwój wypadków. Najbardziej prawdopodobnym koalicjantem, naszym zdaniem, byłby PSL. Nie wykluczalibyśmy udziału w koalicji ruchu Kukiza. Taki scenariusz byłby umiarkowanie negatywny dla banków, negatywny dla spółek energetycznych oraz umiarkowanie pozytywny dla spółek surowcowych.

(3) opozycyjny PiS wygrywa wybory, ale nie jest w stanie utworzyć większościowego rządu. Powstaje koalicja anty-PiS z udziałem PO, PSL, Zjednoczonej Lewicy oraz Nowoczesnej Polski. Widzimy 20% szans na realizację takiego scenariusza. Byłby to scenariusz pozytywny dla banków, umiarkowanie negatywny dla spółek energetycznych oraz neutralny dla spółek wydobywczych.

W najnowszych sondażach PiS umocnił pozycję lidera, z kolei małe partie, w tym Nowoczesna, również dosyć wyraźnie wydają się przekraczać minimalny próg wyborczy pozwalający im na wejście do Parlamentu. Wejście większej liczby małych partii do Sejmu oznacza mniejsze szanse dla PiSu na zdobycie większości głosów w Sejmie oraz samodzielne utworzenie rządu.

Polskie banki - wpływ ryzyk politycznych na wycenę

Co już wycenił rynek?

Relatywne zachowanie WIG Banki na tle EuroStoxx Banks YTD -17%

Nasz obecny scenariusz bazowy (wpływ na wyceny) -26%

Podatek bankowy

4,5 mld PLN podatku (ok. 30bps) -28%

Przerzucenie na klientów 25% podatku 7%

Kredyty CHF - strata 15 mld PLN -6%

Potencjał relatywnego wzrostu/spadku kursów -9%

Źródło: DM PKO BM



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Ryzyka polityczne ciężą bankom

Polski sektor bankowy pozostaje pod wpływem ryzyk politycznych (podatek bankowy, konwersja kredytów CHF). Kluczowe pytania to: 1) jaki będzie ostateczny kształt proponowanych rozwiązań oraz, 2) co obecnie wycenia rynek?

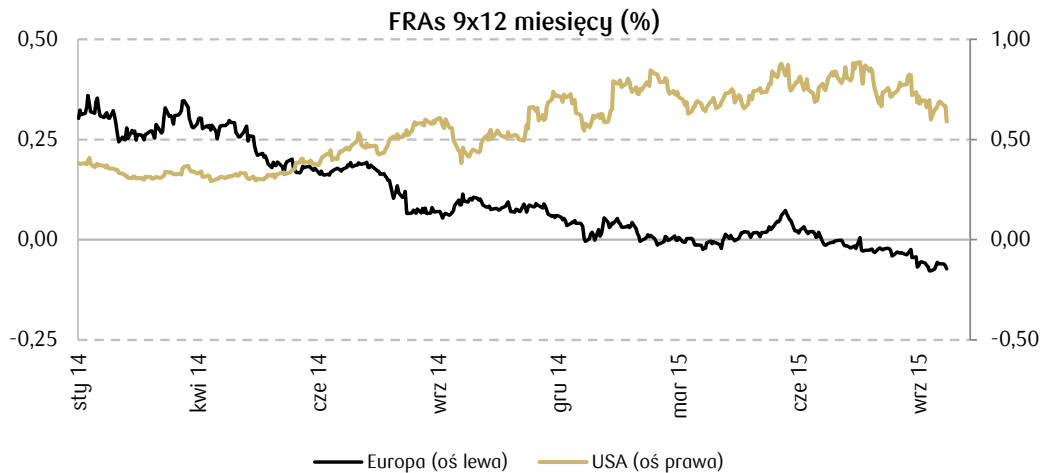
Czego oczekujemy?

Obecnie PiS rozważa dwa warianty opodatkowania sektora finansowego: a) podatek od aktywów (stawka 39pb – 5 mld PLN wpływów budżetowych) oraz b) podatek transakcyjny (1,7 mld PLN). Naszym zdaniem podatek od aktywów wydaje się być bardziej prawdopodobną opcją, z uwagi na fakt, że podatek transakcyjny w scenariuszu, gdy inne kraje go nie stosują mógłby okazać się nieefektywny. Podatkiem od aktywów miałyby być objęte banki oraz ubezpieczyciele, przy czym według naszych kalkulacji, stawka 39pb. przełożyłaby się na 7 mld PLN wpływów do budżetu, a nie jak twierdzi PiS 5 mld PLN (różnica prawdopodobnie wynika z daty przeliczania aktywów). W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się być ok. 5 mld PLN z banków i ubezpieczycieli (tj. 4,5 mld z samych banków), co implikuje stawkę ok. 30pb. Zakładając, że banki „przerzuciłyby” ok. 25% na klientów, szacujemy negatywny wpływ na wyniki rzędu ok. 21%.

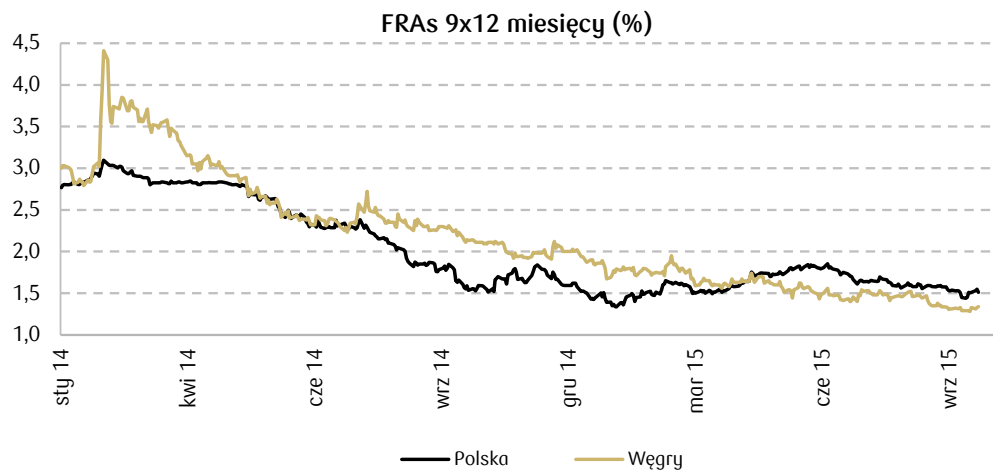
Odnośnie kredytów CHF, ciągle brakuje konkretnych rozwiązań prawnych. Obecnie PiS skłania się do konwersji po kursie z dnia udzielenia z jednoczesnym zwrotem różnicy w odsetkach wobec kredytu w PLN. Zakładamy, że PiS będzie musiał „przebić” propozycję PO (koszt dla sektora ok. 9 mld PLN) i zakładamy ok. 15 mld PLN straty dla sektora (choć w międzyczasie nie można wykluczyć bardziej populistycznej propozycji ze strony prezydenta).

Co wycenia rynek?

Od początku roku indeks WIG Banki zachowywał się 17p.p. gorzej na tle indeksu Euro Stoxx Banks. Zakładając, że gdyby nie ryzyka polityczne, kursy polskich banków zachowywałyby się zgodnie z kursami banków europejskich uważamy, że obecnie rynek wycenia ekwiwalent ok. 3 mld PLN podatku bankowego, co zakładając materializację się naszego scenariusza bazowego przekłada się na dalszą presję na wyceny banków.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

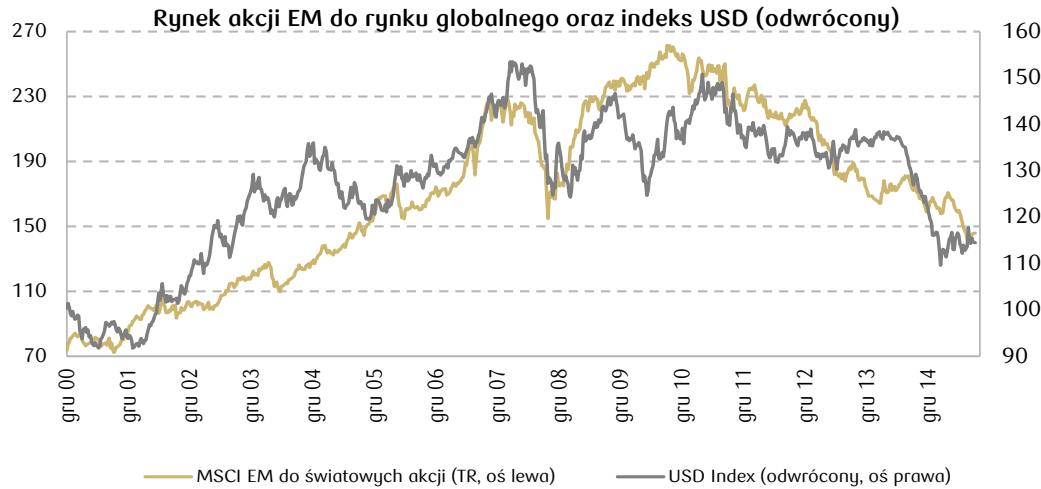
Banki centralne (znowu) uratowały rynki ?

Brak namacalnych dowodów ożywienia gospodarczego spowodował banki centralne na świecie do zmiany nastawienia polityki monetarnej. ECB podwyższył limity procentowe skupu aktywów i rozważa kolejny program skupu. Fed z kolei odroczył w czasie spodziewaną przez część komentatorów pierwszą podwyżkę stóp.

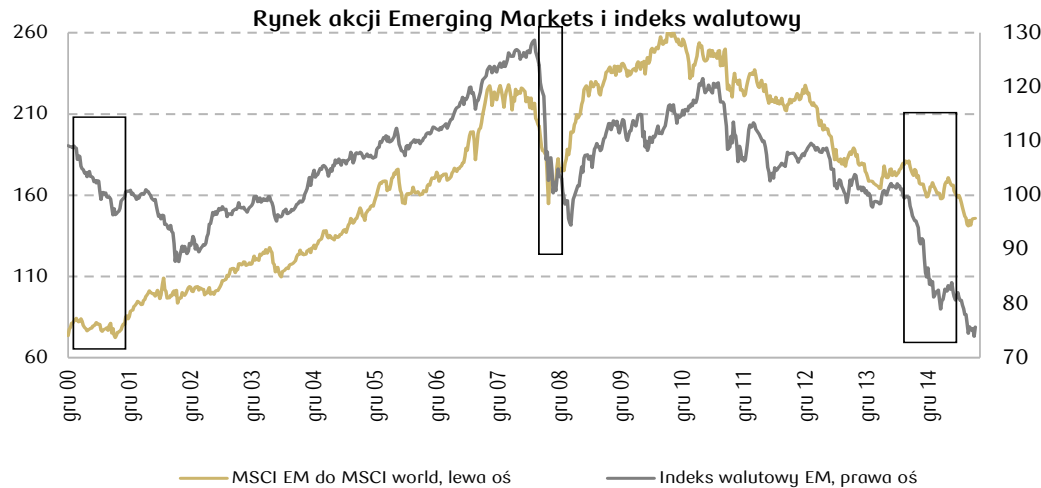
Efekty tych działań widać zwłaszcza na bardziej odległych tenorach terminowego rynku stóp procentowych (9 x 12 miesięcy), gdzie rentowności zdecydowanie zeszły w dół. Innymi słowy, rynek nie oczekuje obecnie dalszych obniżek stóp, natomiast przesunął oczekiwania na pierwsze podwyżki normalizujące stopy procentowe o co najmniej rok do przodu.

Zwraca też uwagę dramatyczny wzrost operacji reverse repo prowadzonych przez amerykański Fed w ostatnim tygodniu września. Suma tych operacji wzrosła z 303 mld USD do 640 mld USD. Możemy tylko spekulować, co było przyczyną takiej aktywności banku centralnego, niewykluczone, że dzięki nim uniknęliśmy potencjalnych kłopotów w sektorze bankowym.

W ostatnim czasie amerykański bank centralny dał również do zrozumienia, iż silny dolar ogranicza tempo wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Należało by w takich warunkach pomyśleć o wznowieniu programu skupu aktywów, które mogłyby dolara osłabić (tym samym ograniczając ryzyko dewaluacji chińskiego juana), a nie myśleć o podwyżkach stóp procentowych.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

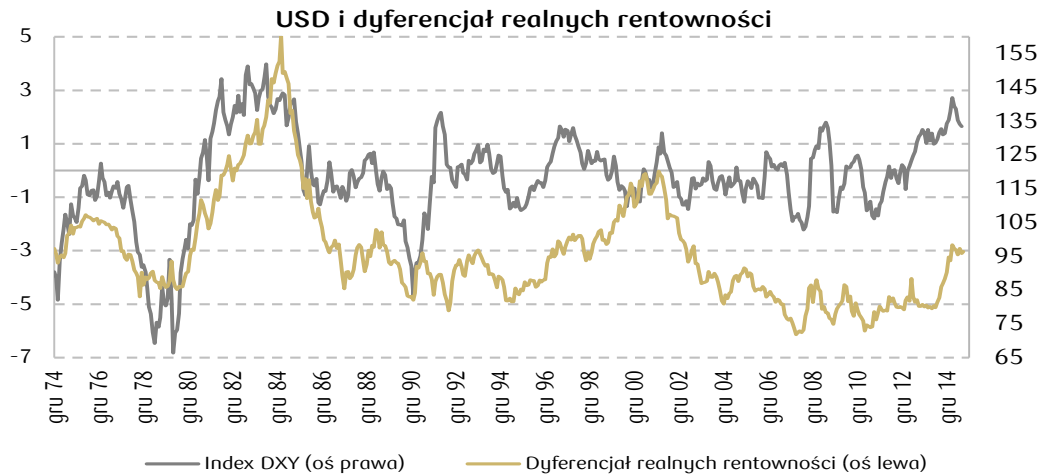
Dolar stabilny do walut głównych, ale silny do walut wschodzących

Indeks dolara amerykańskiego ustabilizował się już do walut głównych partnerów handlowych Ameryki.

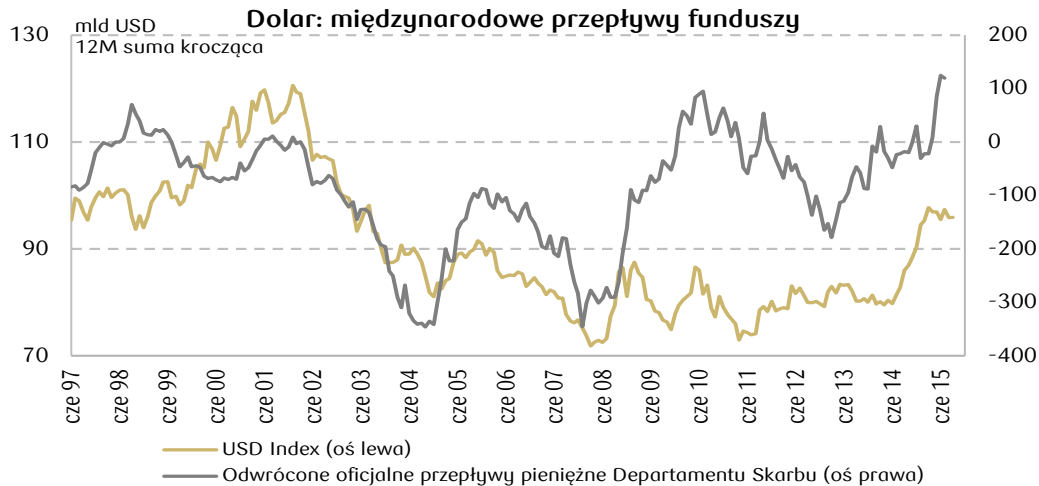
Rynkom wschodzącym dużo to jednak nie pomogło, ponieważ waluty wschodzące nadal traciły na wartości w ujęciu dolarowym. W ślad z silnym dolarem, ceny towarów, nadal pozostawały pod presją. W ślad za spadkami towarów oraz za słabnącymi walutami wschodzącymi szły spadki na rynkach wschodzących akcji.

Fundamentalnie, na podstawie parytetów siły nabywczej, część walut krajów wschodzących posiada już obecnie potencjał wzrostowy. Dotyczy to m.in. walut w naszym regionie geograficznym, randa południowo-afrykańskiego oraz rupii indyjskiej. Część walut krajów wschodzących jednak wciąż jest przewartościowana, dotyczy to naszym zdaniem m.in. Juana chińskiego, reala brazylijskiego, bahta tajskiego oraz rupii indonezyjskiej.

Drugim czynnikiem fundamentalnym ograniczającym potencjał wzrostowy nawet i tanich walut jest znaczące zadłużenie krajów wschodzących w walutach obcych. Zwłaszcza nasz region jest znaczącym biorcą kapitału zewnętrznego. Zadłużenie walutowe Polski sięga przykładowo 68% PKB, Węgier – 115%, Rumunii – 62%, Turcji – 44%. W regionie azjatyckim średni poziom zewnętrznego zadłużenia walutowego sięga około 30% PKB, z tej racji kraje te znacznie łatwiej zniosą dewaluację waluty krajowej.



Źródło: Bank Centralny, DM PKO BP



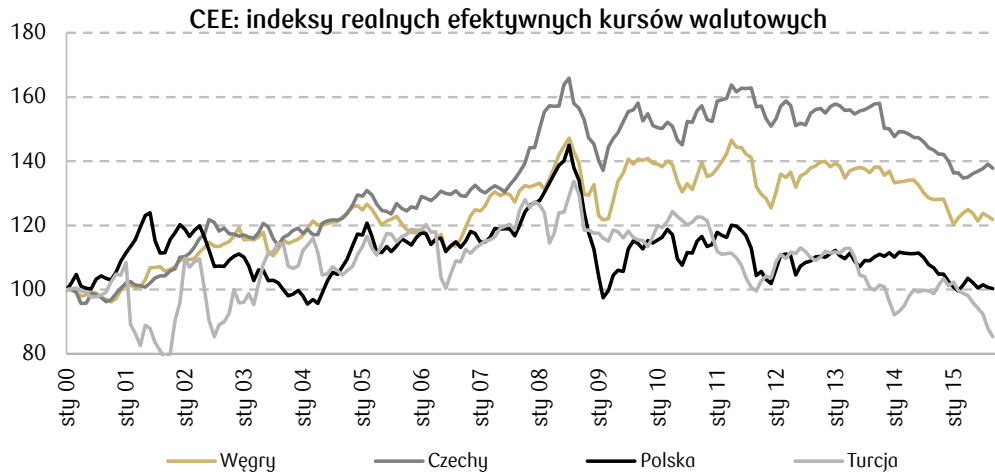
Źródło: Bank Centralny, DM PKO BP

Los dolara zależy od dyferencjału stóp oraz płynności globalnej

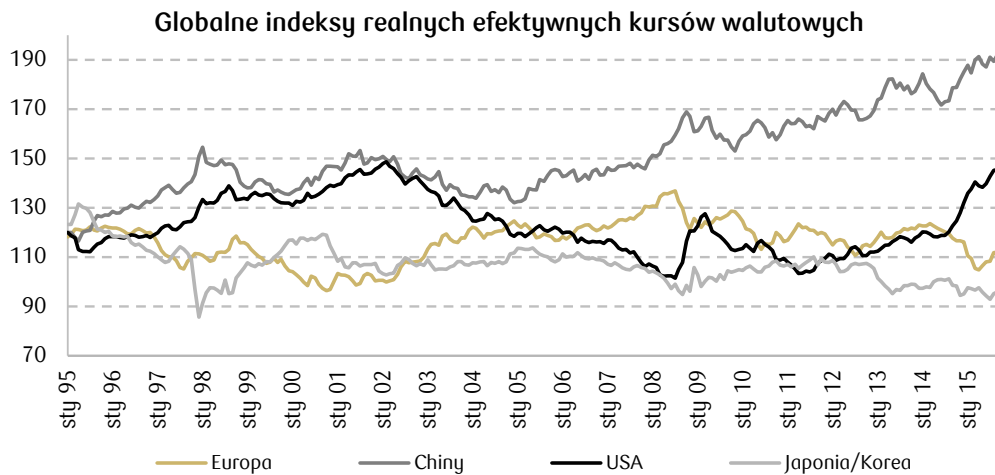
Naszym zdaniem dolar amerykański osiągnął już fundamentalny poziom równowagi (w oparciu o parytety siły nabywczej) w stosunku do głównych walut. Dalsze losy dolara będą więc uzależnione od przyszłego zachowania się stóp procentowych oraz międzynarodowej płynności.

W kwestii parytetu stóp procentowych wydaje się, że szczyt dyferencjały stóp na korzyść dolara został już osiągnięty, uprawdopodobnia taką tezę także ostatnie załagodzenie stanowiska Fed odnośnie przyszłej normalizacji stóp procentowych.

Płynność międzynarodowa, mierzona poziomem rządowych przepływów na rynku dolara, które inwestowane są zwłaszcza na rynku obligacji, jest negatywnie skorelowana z siłą dolara. Awersja do ryzyka skutkująca wycofywaniem się kapitału międzynarodowego z rynków wschodzących prowadzi więc do spadku światowych rezerw walutowych utrzymywanych w obligacjach amerykańskich i paradoksalnie umacnia walutę amerykańską.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



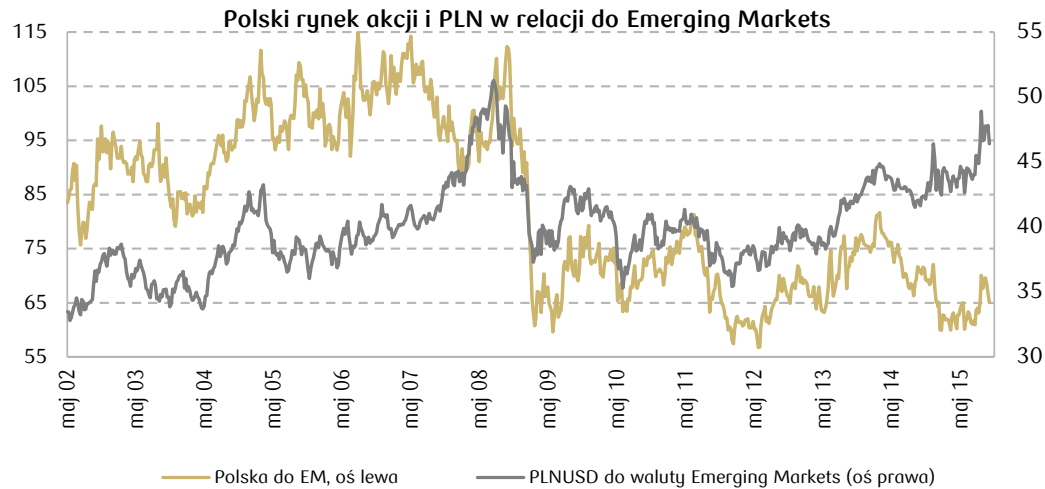
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Rosnące ryzyko dalszej dewaluacji juana chińskiego

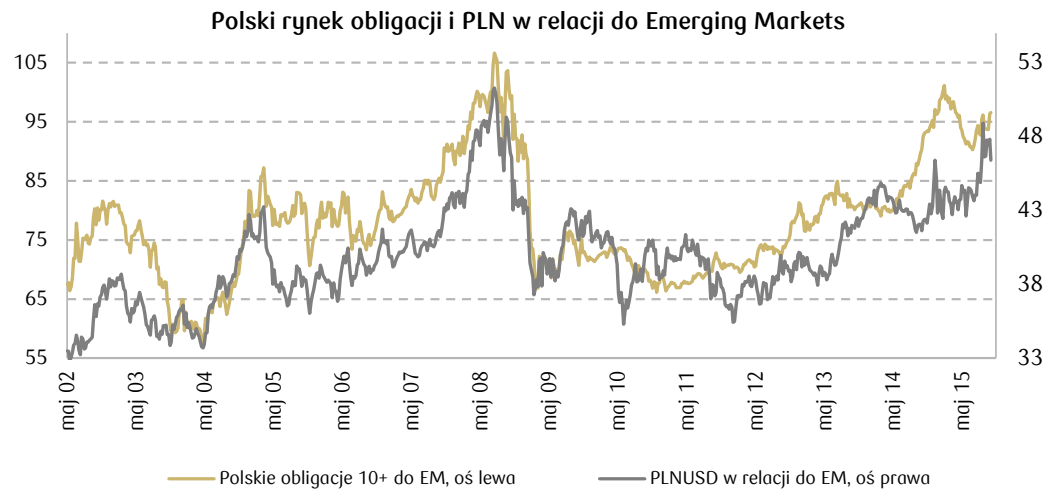
Możliwe, że 2% dewaluacja chińskiego juana przeprowadzona przez centralny bank chin 11 sierpnia, to zaledwie czubek góry lodowej. Realne efektywne indeksy walutowe pokazują, że juan, w ślad za dolarem, to jedna z najsilniejszych globalnie walut w ostatnich latach. Zarówno Fed jak i bank chin zasygnalizowały już rynek, że są świadome niekorzystnego wpływu siły swoich walut na swoje gospodarki.

Dalsza dewaluacja juana byłaby naszym zdaniem niekorzystna dla globalnych rynków finansowych. Z kolei świadome osłabienie dolara przez amerykańskie władze monetarne, powinno być raczej pozytywnie przyjęte przez rynki.

Waluty naszego regionu pozostają raczej tanie w ujęciu realnym i póki co amortyzują spadające w ujęciu dolarowym, ale rosnące w ujęciu waluty lokalnej, dynamiki eksportu.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

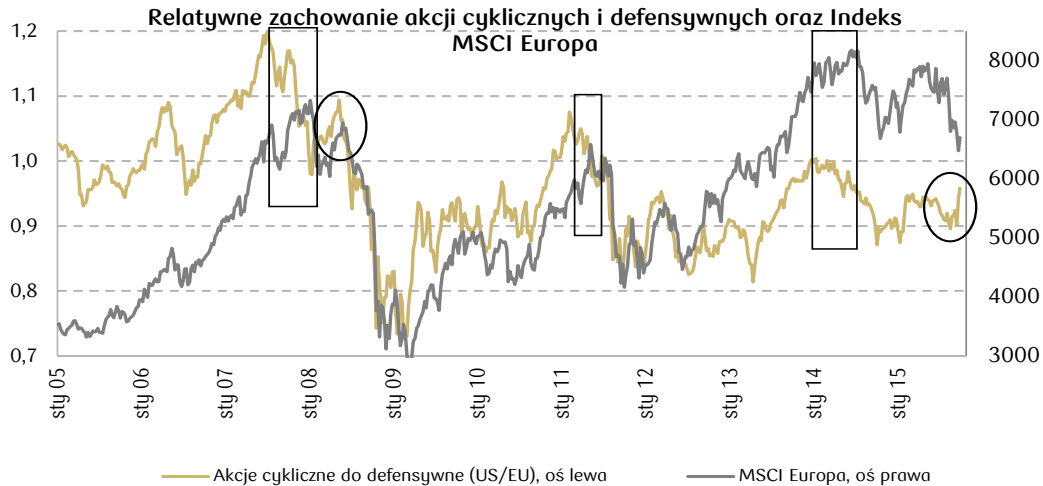
Polskie obligacje i waluta zachowały się dobrze na tle EM

Polskie obligacje rządowe jak też polska waluta zachowały się lepiej od obligacji i indeksu walut rynków wschodzących. W okresie spadku na rynkach wschodzących rynek nasz wykazał więc wysoce defensywne zachowanie.

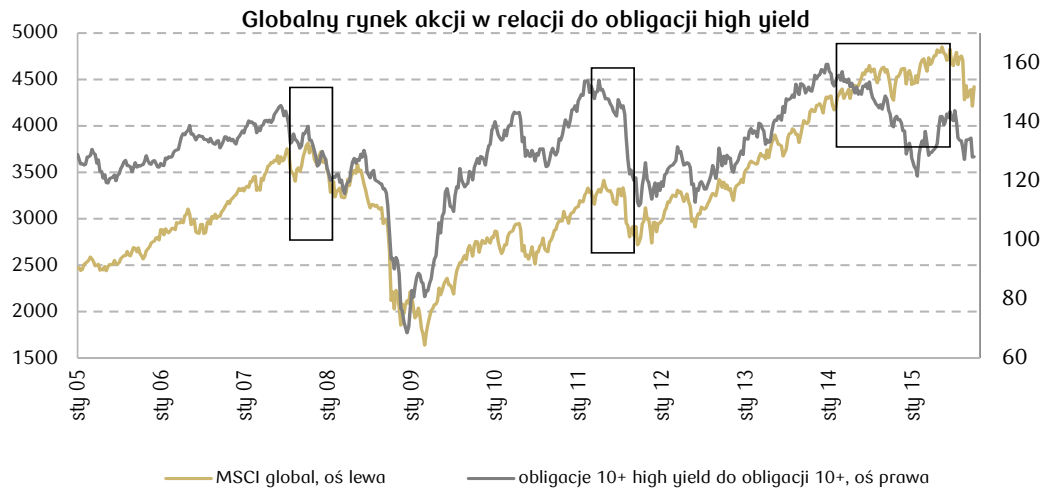
W trzecim kwartale po raz pierwszy od ponad roku polskie blue chipy zachowały się umiarkowanie lepiej w porównaniu do rynków akcji krajów wschodzących.

Ze względu na polityczne ryzyko związane z wyborami parlamentarnymi trudno jest obecnie wyrokować, czy udało się polskim akcjom trwale przełamać złą passę. Jesteśmy raczej zdania, że do polskich dużych spółek wciąż należy podchodzić ostrożnie, ponieważ obciążone są one ryzykiem politycznym.

Strategia na IV kwartał



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



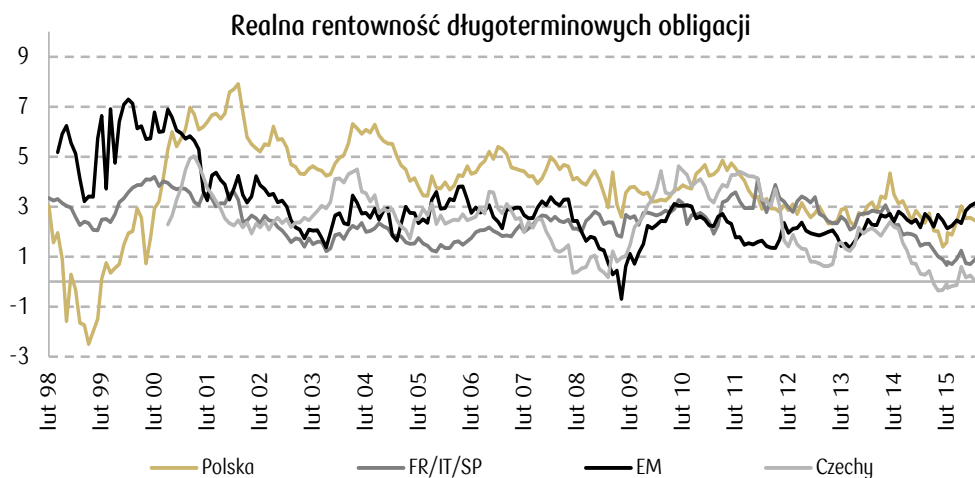
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Mieszane sygnały międzyrynkowe

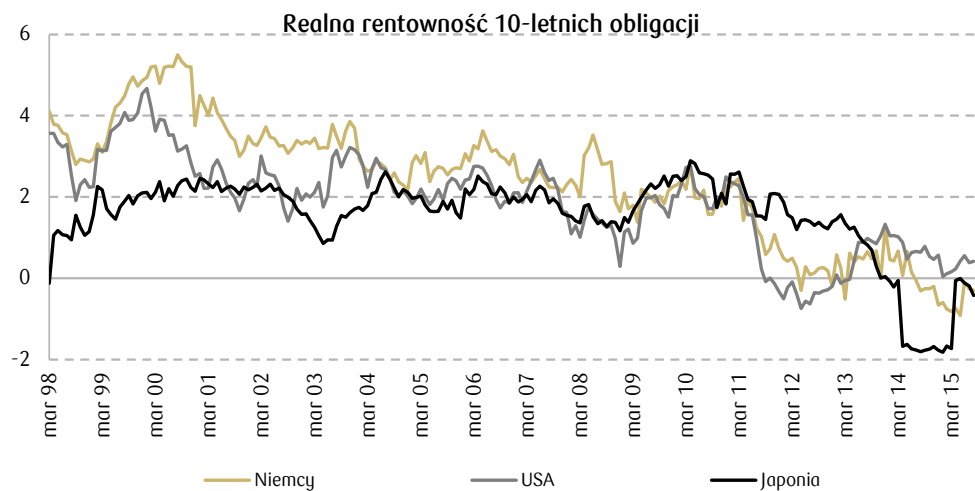
Z analizy powiązanych z akcjami rynków finansowych płyną obecnie mieszane sygnały.

Z jednej strony po raz pierwszy od wielu miesięcy silniej relatywnie zaczęły się zachowywać spółki cykliczne w stosunku do spółek defensywnych.

Z drugiej strony, rynek obligacji o wysokiej rentowności oraz zalewarowanych pożyczek jest wciąż pod presją. Tak samo zresztą jak rentowności obligacji break-even, obrazujących oczekiwania inwestorskie co do przyszłej inflacji.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

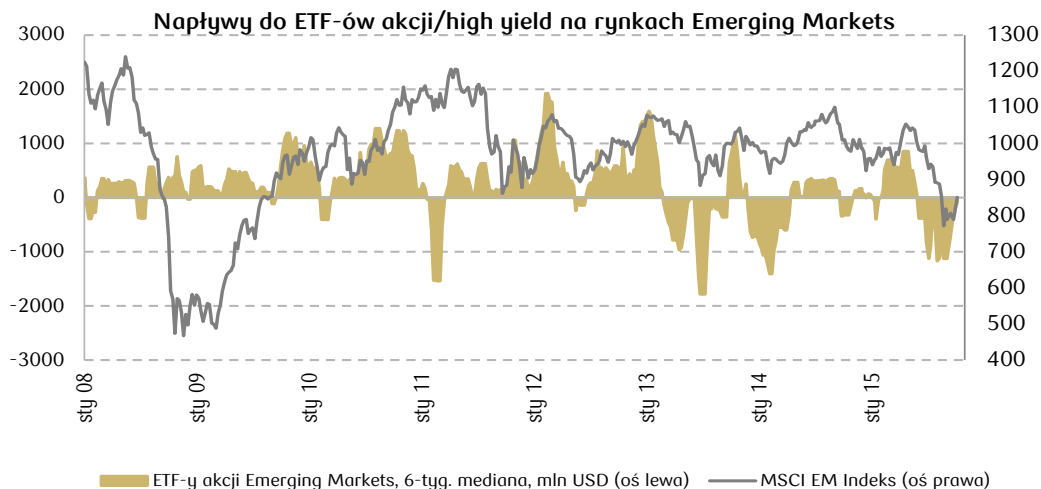
Realne rentowności obligacji

Zwraca uwagę wciąż wysoka w historycznym kontekście realna rentowność obligacji na długim końcu krzywej rentowności krajów wschodzących.

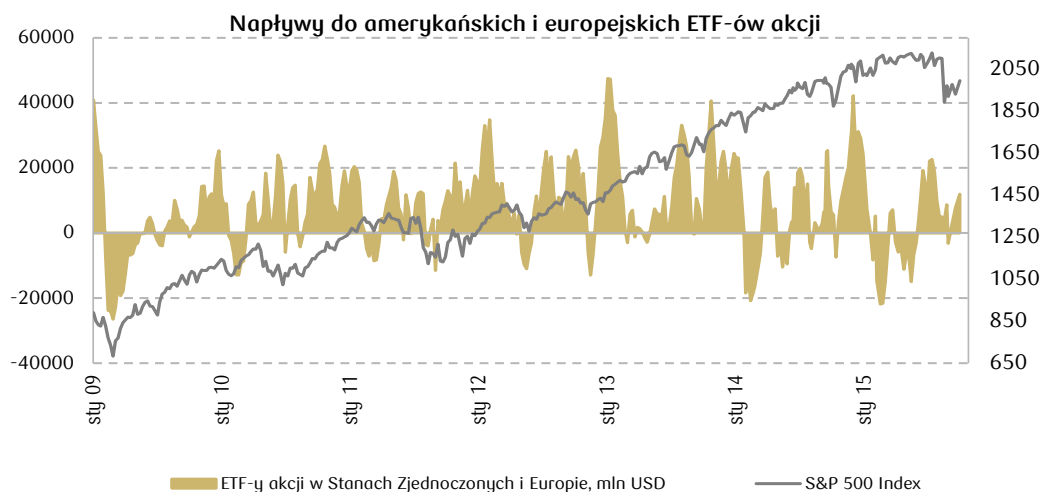
W krajach rozwiniętych niemieckie, japońskie oraz amerykańskie rentowności obligacji skorygowane inflacją bazową są handlowane na bardzo niskich poziomach. Realne rentowności krajów południa Europy (Francji, Włoch oraz Hiszpanii) w ujęciu realnym są notowane powyżej poziomów notowanych w krajach głównych, lecz dużo poniżej swoich średnich historycznych poziomów. Nominalne rentowności obligacji amerykańskich są generalnie powyżej poziomów pozostałych głównych rozwiniętych krajów (Niemcy i Japonia), natomiast te wyższe rentowności kompensują wyższą inflację bazową, która występuje w Stanach Zjednoczonych.

W naszym regionie rentowności obligacji (skorygowane bieżącą inflacją bazową) są umiarkowanie poniżej swoich przeciętnych historycznych poziomów, są również poniżej średniej realnej rentowności obligacji na rynkach wschodzących. Realne rentowności obligacji czeskich są natomiast zbliżone do nadzwyczaj niskich poziomów notowanych na głównych rynkach rozwiniętych.

Ze względu na ryzyko polityczne determinowane zmianami na polskiej scenie politycznej, należy mieć na względzie scenariusz, który w ostatnich latach „przerabiał” Węgry. Mianowicie, potencjalny odpływ kapitału zagranicznego może generować presję na wzrost rentowności polskiego długu.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

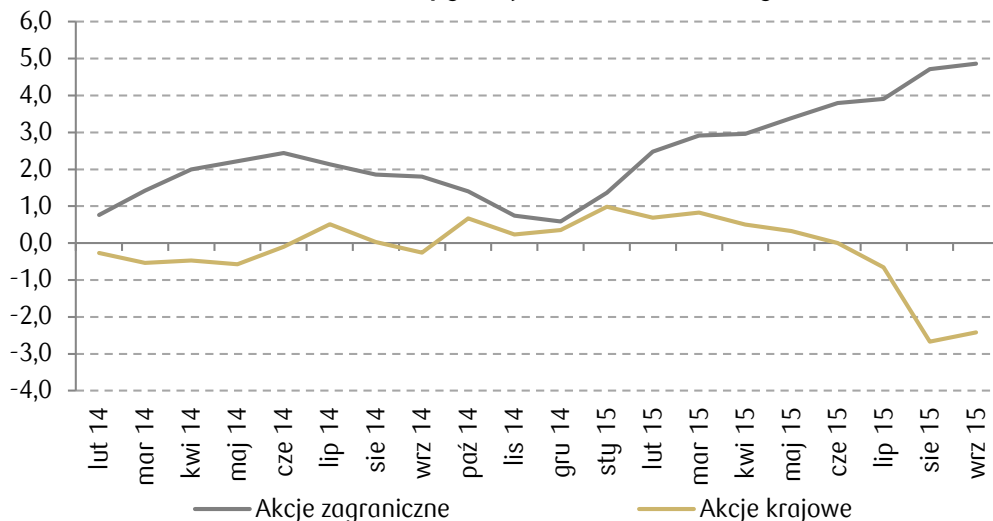
Przepływy inwestycyjne poprawiają się

Zwracamy uwagę na fakt, iż przepływy inwestycyjne, mierzone napływami do największych funduszy ETF (akcji rynków wschodzących oraz obligacji o wysokiej rentowności) poprawiają się.

Na rynkach rozwiniętych nasze szacunkowe dane wskazują również na relatywnie dobrą sytuację płynnościową. Pomimo bowiem spadkowej korekty notowań, utrzymały się napływy do funduszy ETF amerykańskiego i europejskiego rynku akcji.

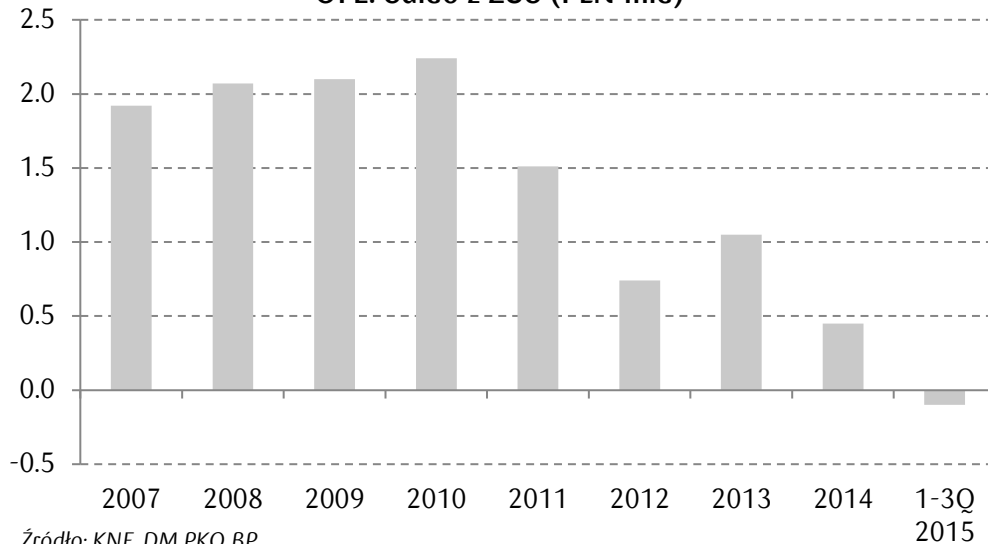
W przypadku lokalnych akcyjnych funduszy inwestycyjnych na rynku polskim mieliśmy z kolei ostatnio 2 miesiące umiarkowanych odpływów. We wrześniu i sierpniu mieliśmy łącznie 1,2 mld PLN odpływów z funduszy akcyjnych. Od początku roku saldo przepływów jest wciąż pozytywne i wynosi 3,8 mld PLN, jest to jednak zasługą przede wszystkim funduszy akcyjnych małych i średnich spółek oraz zagranicznych funduszy akcyjnych.

OFE: Skumulowane zakupy akcji od czasów reformy (mld PLN)



Źródło: KNF, DM PKO BP

OFE: Saldo z ZUS (PLN mld)



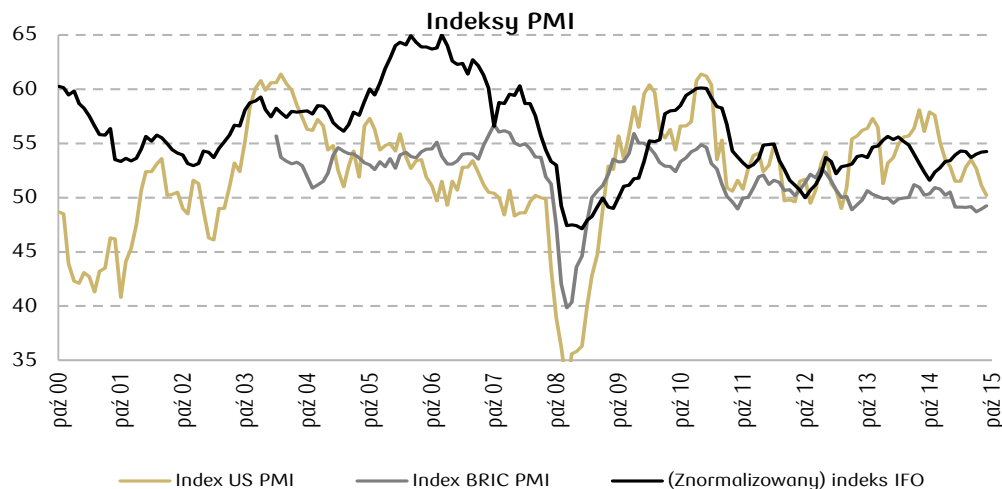
Źródło: KNF, DM PKO BP

Fundusze emerytalne: kontynuacja zakupów za granicą

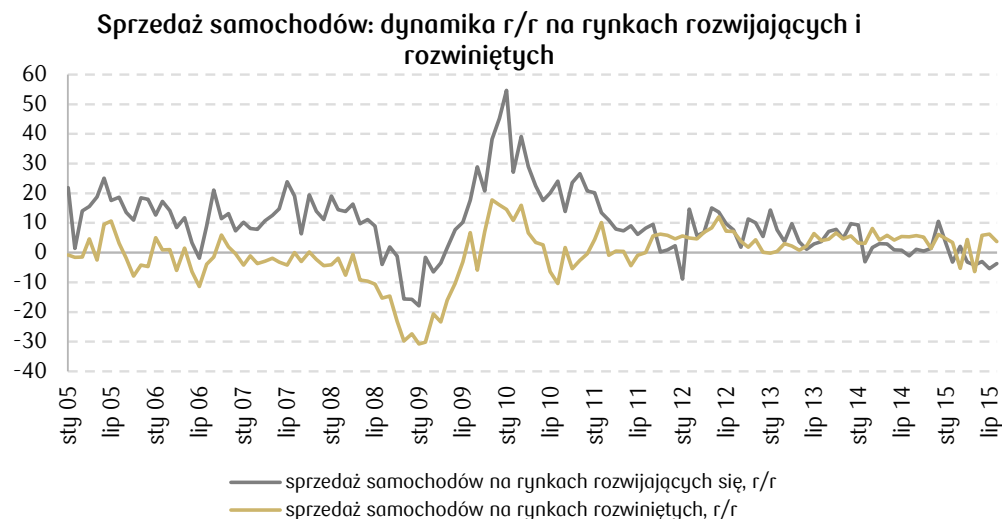
Zgodnie z oczekiwaniami, reforma systemu emerytalnego przełożyła się na zwiększone zakupy otwartych funduszy emerytalnych za granicą. Skumulowane zakupy OFE za granicą od daty wejścia w życie reformy wynoszą 4,9 mld PLN, wobec skumulowanej sprzedaży akcji polskich za 2,4 mld PLN.

Zakładamy, że trend wychodzenia za granicę będzie kontynuowany, biorąc pod uwagę maksymalny limit na poziomie 20%, wobec ok. 13% wykorzystania limitu obecnie.

Saldo przepływów z ZUS (napływy - odpływy z tytułu suwaka) w pierwszych trzech kwartałach wyniosło - 1,0 mld PLN, a w całym roku spodziewamy się ok. -1,5 mld PLN. Saldo to nie uwzględnia przepływów z tytułu dywidend, kuponów oraz odsetek, które w całym roku szacujemy na 3,8 mld PLN.



Źródło: Bank Centralny, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

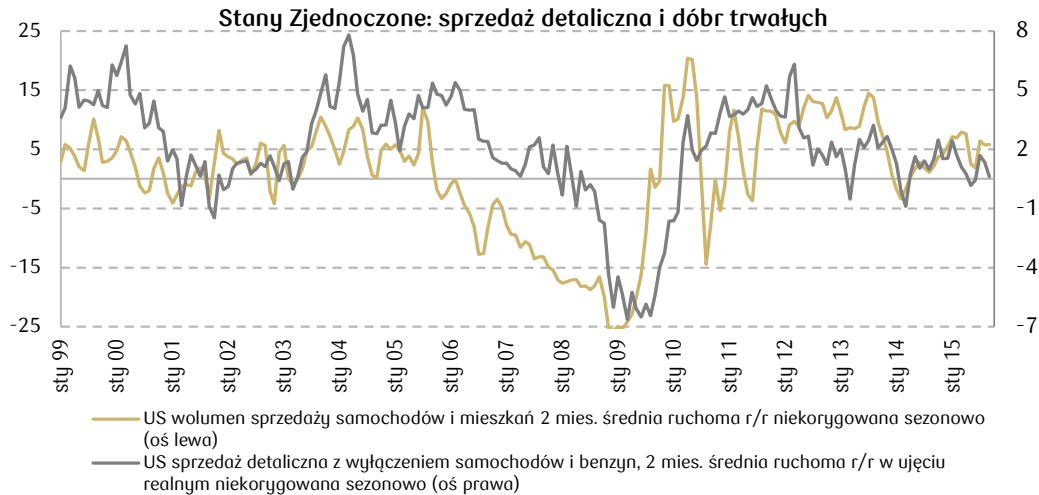
Coraz bardziej przedłużająca się stagnacja gospodarcza

Wyprzedzające wskaźniki gospodarcze pokazują mieszany obraz. Widać zdecydowane spowolnienie w Stanach Zjednoczonych (pokłosie silnej waluty) oraz umiarkowanie silny wzrost gospodarczy w Europie (m.in. możliwy dzięki słabszemu euro). W krajach wschodzących tzw. bloku BRIC (Brazylia, Rosja, Indie oraz Chiny) gospodarki balansują na krawędzi recesji.

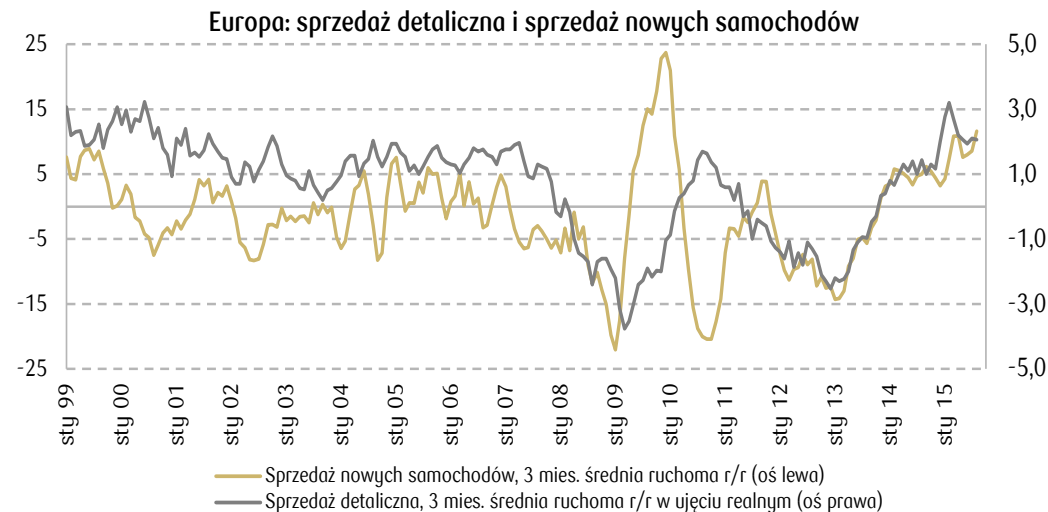
Na rynku sprzedaży nowych samochodów osobowych tradycyjne role się odwróciły. Rynki wschodzące przestały już od 4 lat być motorem wzrostu, teraz wyższe dynamiki notowane są na rynkach rozwiniętych.

Rynek sprzedaży samochodów w ogóle charakteryzował się ostatnio dużą wolatylnością. Generalnie, z trzech największych rynków, dynamiki na rynku chińskim od 6-ciu miesięcy wyraźnie spowolniły. Rynek amerykański, w ostatnich 5-ciu miesiącach również wyraźnie spowolnił, roczna dynamika zmiany spadła do 0% w ujęciu rocznym, lecz wyraźnie przyspieszył we wrześniu. Z kolei rynek europejski w tym roku jest wciąż mocny.

Skandal ze sprzedażą samochodów Volkswagena na rynku amerykańskim wprowadza nowy element ryzyka. Szacunki mówią o negatywnym wpływie na gospodarkę regionu, rzędu do 0,2% w przypadku Czech, do 0,3% w przypadku Polski oraz do 0,6% w przypadku Węgier.



Źródło: Bank Centralny, DM PKO BP



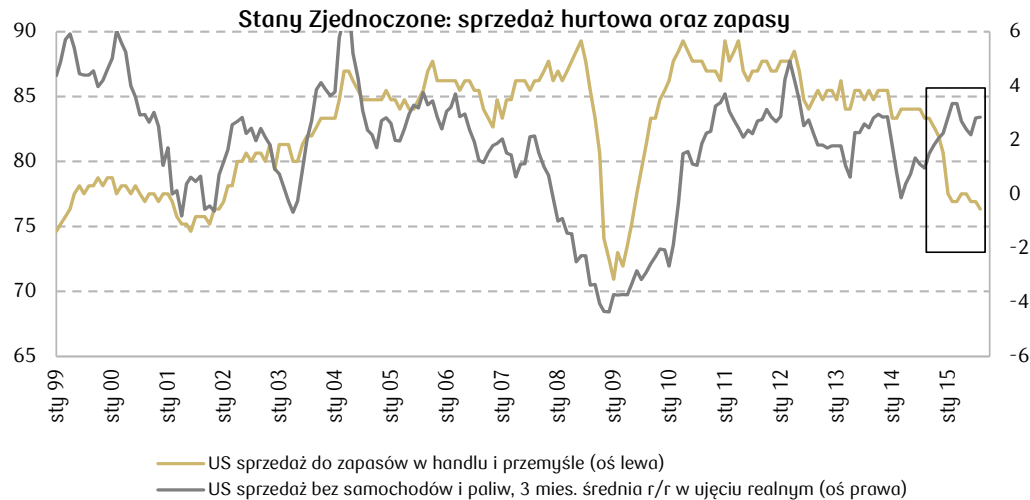
Źródło: Bank Centralny, DM PKO BP

Słabnące wydatki konsumenckie w Stanach Zjednoczonych

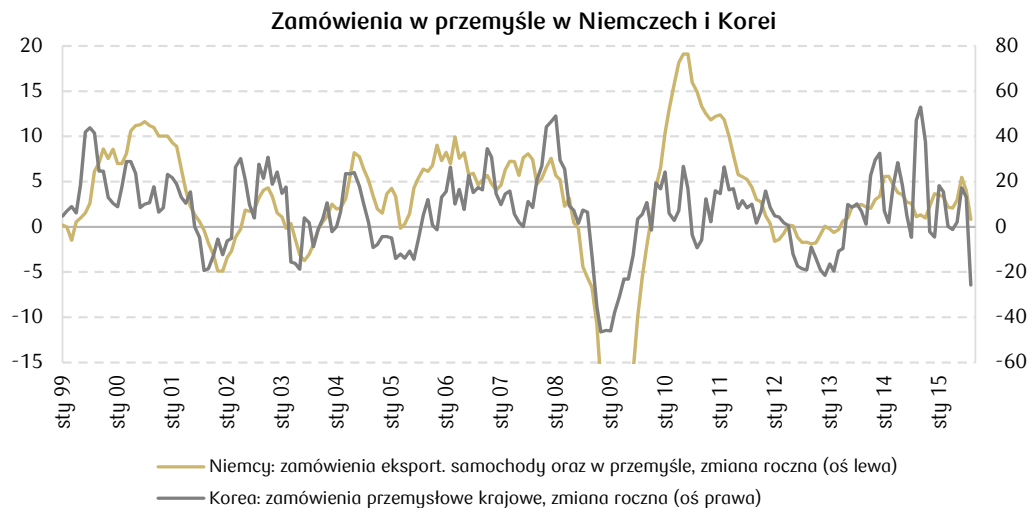
Na podstawie danych o sprzedaży konsumenckich dóbr trwałego użytku (samochodów oraz mieszkań) oraz sprzedaży detalicznej, można wnioskować o wciąż silnych wydatkach konsumenckich w Europie oraz słabnącej sprzedaży detalicznej w Stanach Zjednoczonych.

W Europie dynamiki samochodów oraz dynamiki realnej sprzedaży detalicznej sięgnęły poziomów nie notowanych od ponad 10 lat.

W Stanach z kolei, realne (skorygowane bieżącą inflacją bazową) dynamiki sprzedaży plasują się na poziomach <1%, czyli poniżej poziomów notowanych typowo w czasach ekspansji gospodarczej. Dynamika sprzedaży samochodów również osłabła podczas ostatnich 5 miesięcy, natomiast dane wrześniowe przyniosły spore odbicie dynamik rocznych. Dobrze wciąż sprzedają się domy, dynamiki wolumenów sięgają 5-8%, zaś dynamika zmiany cen 4-8%. Dane sprzedażowe za sierpień pokazały jednak pewne spowolnienie w dynamikach sprzedaży domów za oceanem.



Źródło: Bank Centralny, DM PKO BP



Źródło: Bank Centralny, DM PKO BP

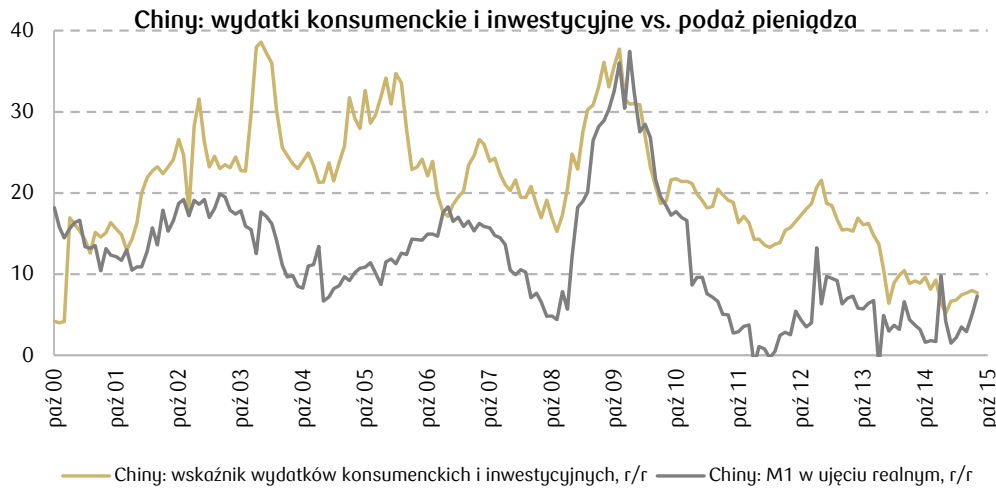
Słabość w sektorze produkcyjnym

Sektor produkcyjny w odróżnieniu od sektora konsumenckiego wykazuje jednak pewne spowolnienie.

W Stanach Zjednoczonych poziom zapasów handlowców oraz producentów znacząco wzrósł w stosunku do sprzedaży hurtowej, osiągnął tym samym poziomy notowane typowo podczas spowolnienia gospodarczego. Zamówienia na dobra trwałego użytku plasują się jednak na poziomach średnioterminowego trendu.

Bardzo słabo kształtuje się również sytuacja w zamówieniach w przemyśle w regionie azjatyckim.

W Europie, na tle tych dwóch regionów, sytuacja wygląda pozytywnie. W Niemczech na razie nie widać spowolnienia w zamówieniach krajowych i eksportowych w przemyśle, aczkolwiek niepokoić może znaczący sierpniowy spadek zamówień eksportowych w przemyśle motoryzacyjnym. Wybuch afery Volkswagena może spowodować dalsze spowolnienie w napływie nowych zamówień.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Stabilnie słabe dane z Chin

Z Chin napływają wciąż raczej stabilnie słabe dane gospodarcze.

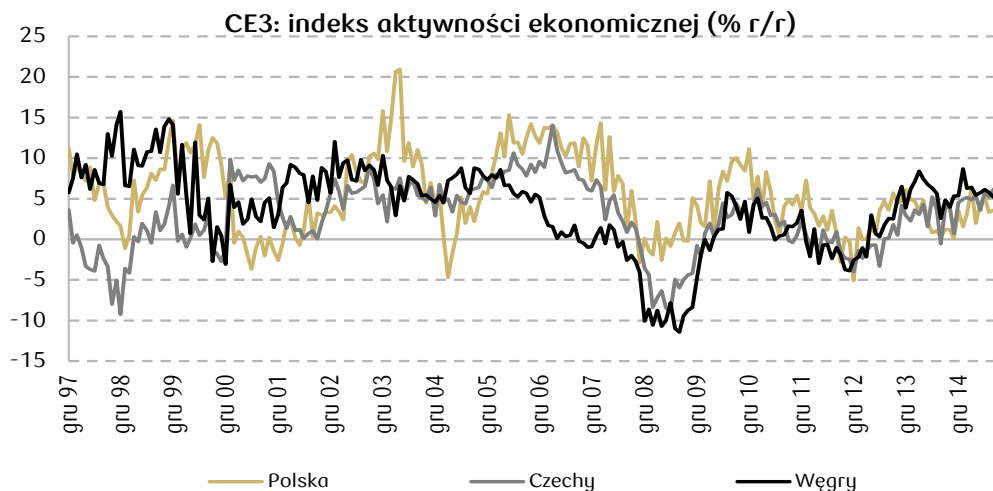
Zagregowana dynamika wydatków konsumenckich oraz inwestycyjnych notuje najniższe poziomy od 25 lat. W ślad za tym wolumen importu towarów jest stabilnie niski a dynamika roczna oscyluje w okolicach zera.

Pozytywnie zaskakuje za to rynek nieruchomości, gdzie notowane są dwucyfrowe dynamiki roczne sprzedaży nowych mieszkań (w ujęciu wartościowym). Na rynku nieruchomości pewną nadzieję wprowadza także wzrost sprzedaży nowych gruntów, które tradycyjnie są podstawą finansowania dla samorządów lokalnych.

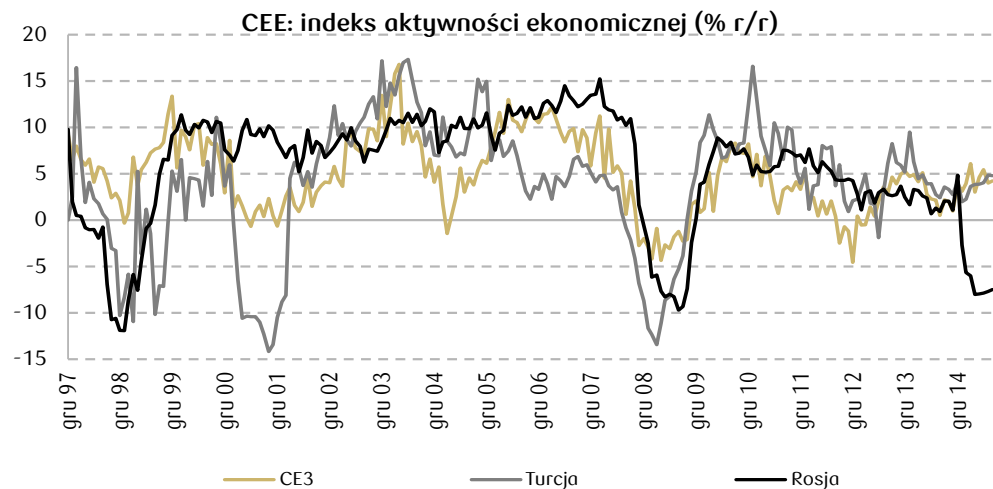
Dane o kreacji nowego kredytu pokazują również stabilizację, dynamika roczna nowo udzielanych kredytów jest zbliżona do zera.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

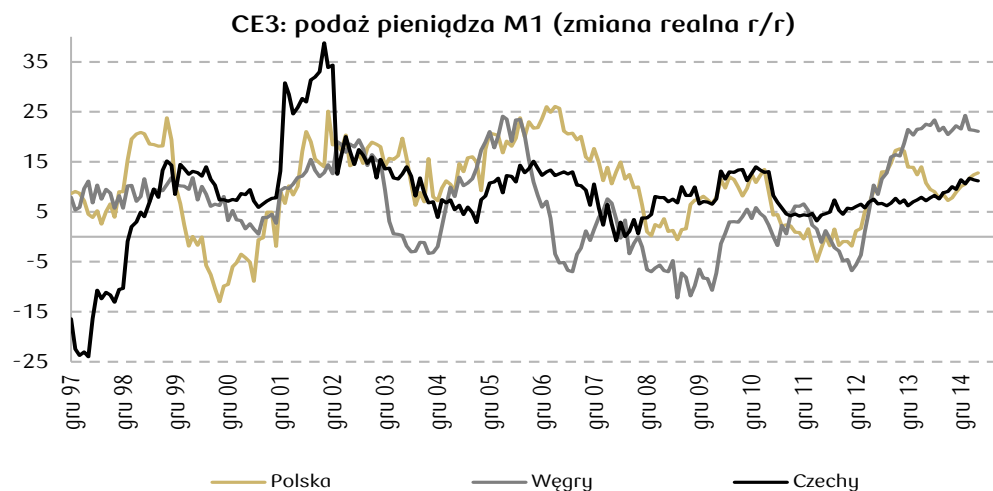
Stabilne umiarkowanie silne dane gospodarcze z naszego regionu

W Europie Centralnej dane gospodarcze są umiarkowanie silne (na podstawie naszego wskaźnika aktywności gospodarczej, składającego się w 2/3 ze sprzedaży detalicznej oraz w 1/3 z produkcji przemysłowej).

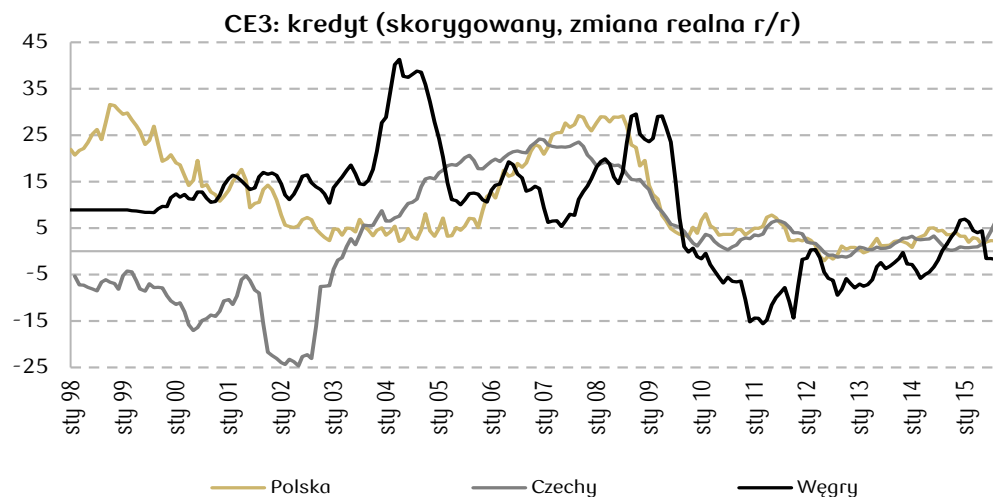
Dynamika płac realnych w regionie jest najszybsza w Rumunii, sięga 10%, w Polsce wynosi średnio około 4%, na Węgrzech około 3%, zaś w Czechach około 2%.

Sprzedaż detaliczna najszybciej przyrasta w Rumunii, średnio około 9% rok do roku, w pozostałych krajach Europy Centralnej jest to około 5%. Widać pewne spowolnienie dynamik w Turcji do poziomu około 4%.

Produkcja przemysłowa do tej pory wykazywała dynamiki rzędu 6% w Czechach i na Węgrzech, oraz 5% w Polsce, skandal związany z Volkswagenem może przejściowo obniżyć te dynamiki w najbliższych miesiącach. W Rumunii i w Turcji dynamiki produkcji przemysłowej sięgają średnio 4%.



Źródło: Bloomberg, banki centralne, DM PKO BP



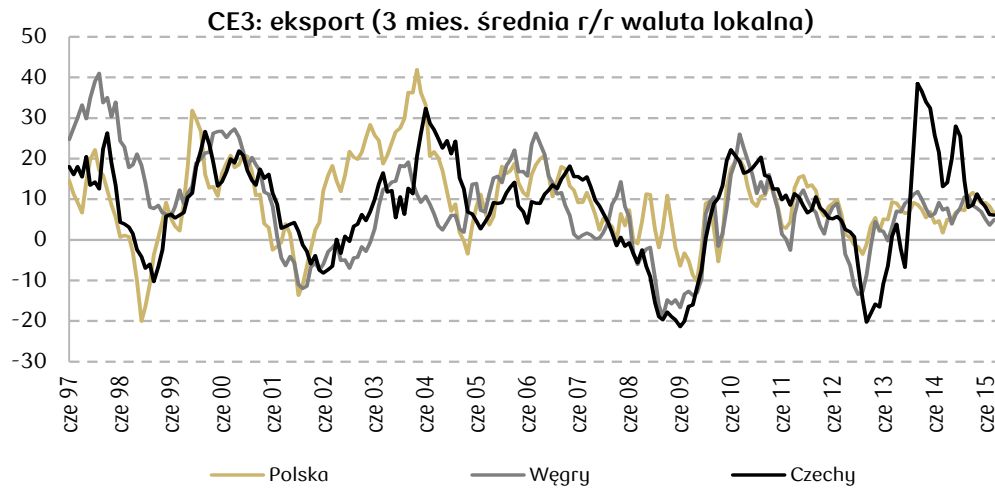
Źródło: Urzędy statystyczne, banki centralne, DM PKO BP

Silny wzrost podaży M1 oraz bardzo umiarkowany akcji kredytowej

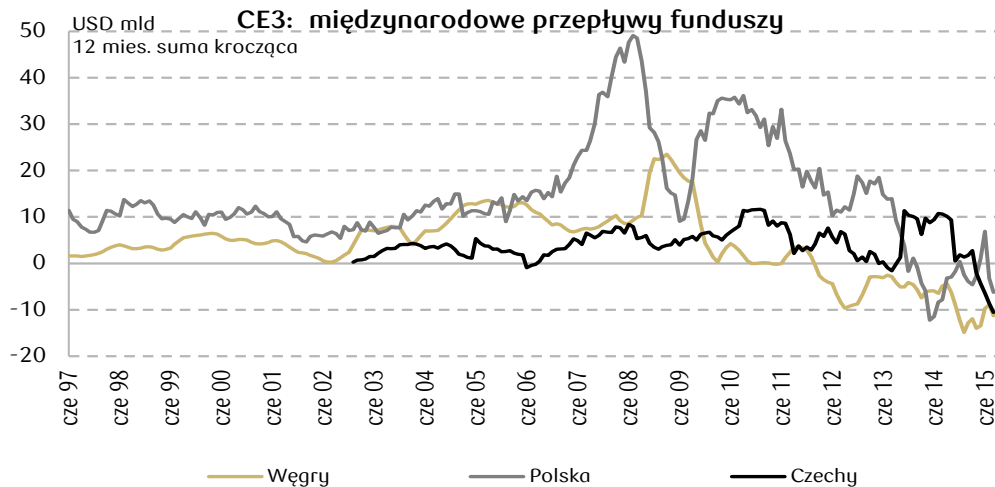
Dynamiki roczne szybkiej podaży pieniądza M1 są bardzo silne w regionie Europy Centralnej. Pomimo tego, że wskaźnik ten stracił na wartości prognozy stycznej ze względu na długo utrzymujące się niskie stopy procentowe, to mimo wszystko sugeruje dalsze utrzymanie się przynajmniej umiarkowanego tempa aktywności gospodarczej.

Dynamika kredytu w gospodarce, liczona z uwzględnieniem skorygowanej dynamiki zewnętrznych i wewnętrznych kredytów walutowych, na tle wzrostu podaży pieniądza wygląda raczej słabo.

Niemniej jednak zwraca uwagę przyspieszenie wzrostu akcji kredytowej na rynku czeskim, stabilizacja na rynku polskim, oraz ujemne dynamiki na rynku węgierskim (ze względu na delewarowanie się gospodarki i spłaty zewnętrznych kredytów walutowych).



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

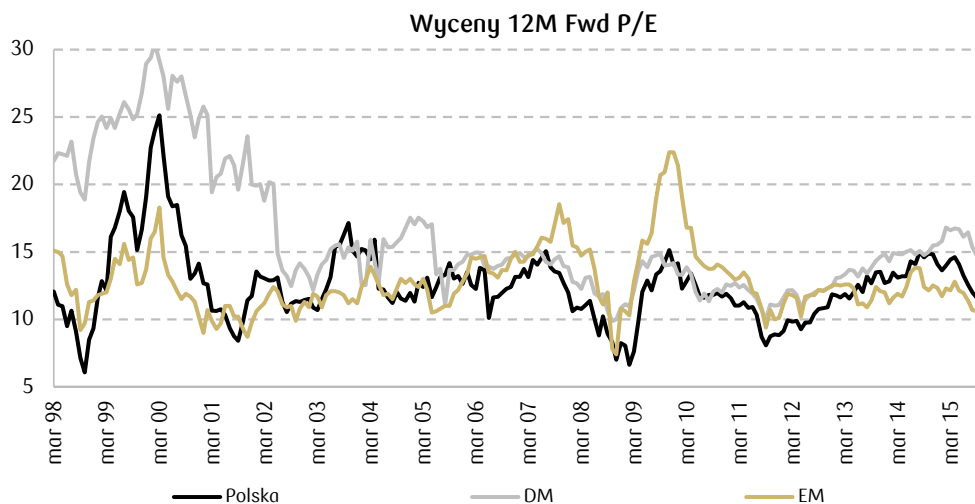


Źródło: Banki centralne, DM PKO BP

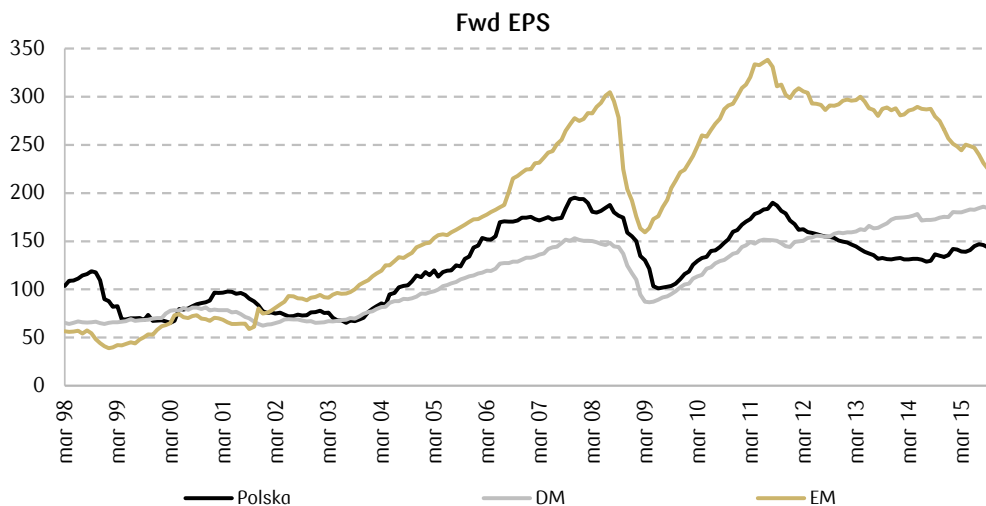
Słabe waluty pomagają eksportowi, ale kapitał odplywa

Dynamiki eksportu w krajach Europy Centralnej wyrażone w walutach lokalnych są dodatnie i wynoszą średnio 6% w ujęciu rok do roku. W ujęciu dolarowym dynamiki są ujemne i wynoszą prawie -10%. Spadki walut lokalnych w dużej mierze zamortyzowały spadek dynamik w handlu zagranicznym w ujęciu dolarowym.

Zwraca uwagę pogorszenie się międzynarodowych przepływów kapitałowych w naszym regionie (liczonych jako suma inwestycji bezpośrednich, inwestycji portfelowych, inwestycji pozostałych oraz salda błędów i opuszczeń). Zwłaszcza w przypadku rynku polskiego widzimy ryzyka wystąpienia trwającego dłużej odpływu zagranicznego kapitału bankowego i portfelowego, o ile oczywiście ziszczą się widoczne obecnie ryzyka polityczne.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



Source: Bloomberg, PKO BP Securities

Rynek polski obecnie notowany z niewielkim dyskontem na P/E

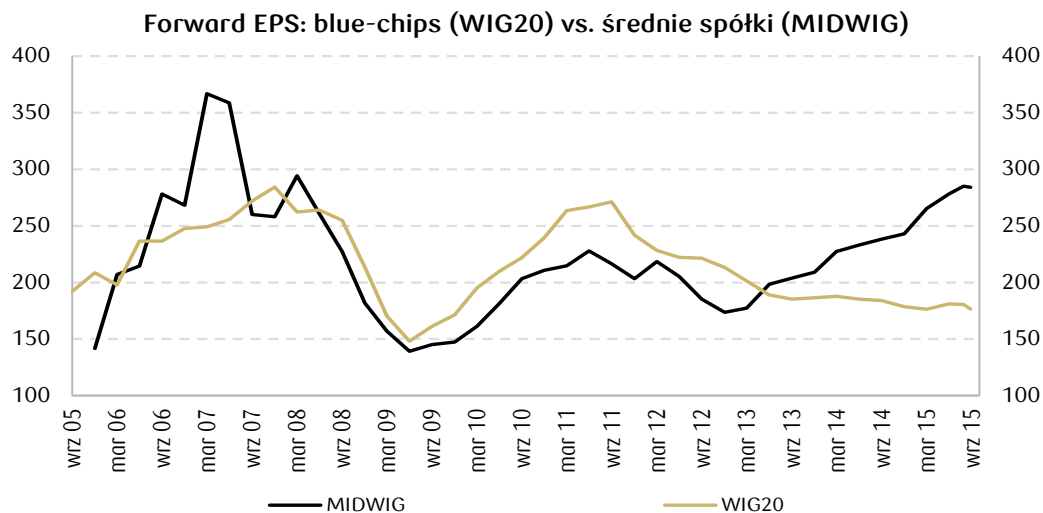
Rynek polski, przy prognozowanym za 12 miesięcy wskaźniku P/E na poziomie 11,6x, jest obecnie notowany z 5% dyskontem do swojej historycznej średniej oraz 9% premią do bieżącej wyceny rynków wschodzących.

Rynki rozwinięte z P/E na poziomie 14,8x są obecnie notowane z 2% dyskontem do swojej historycznej średniej.

Rynki wschodzące z P/E na poziomie 10,6x mają 16% dyskonta do swoich historycznych wycen oraz 28% dyskonta do obecnej wyceny rynków rozwiniętych. Obecne dyskonto w wycenie jest raczej duże w ujęciu historycznym, średnio było to bliżej 16%.

Prognozowane zyski spółek są zapewne głównym powodem takich właśnie wycen. Prognozowane zyski spółek z rynków rozwiniętych wciąż rosną, podczas gdy prognozowane zyski spółek z rynków rozwijających się spadają. Rynek polski plasuje się gdzieś pomiędzy.

Strategia na IV kwartał

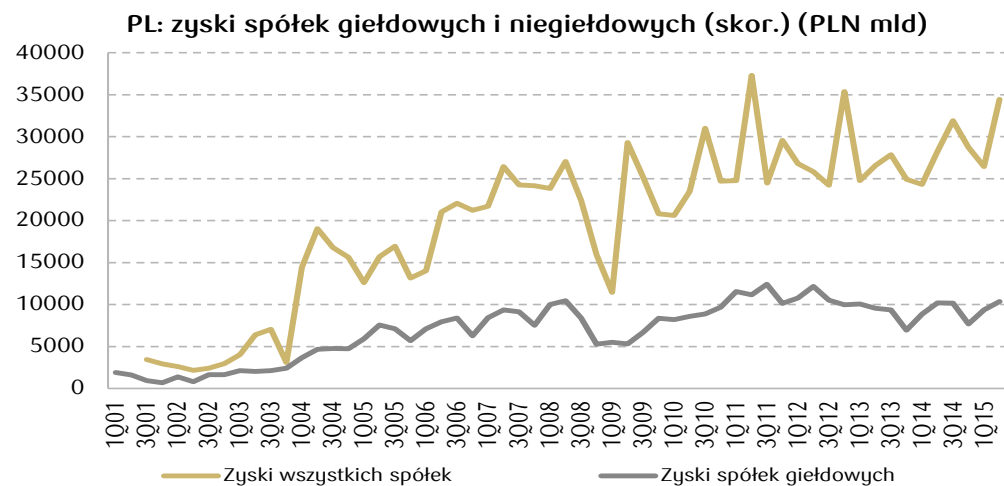


Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

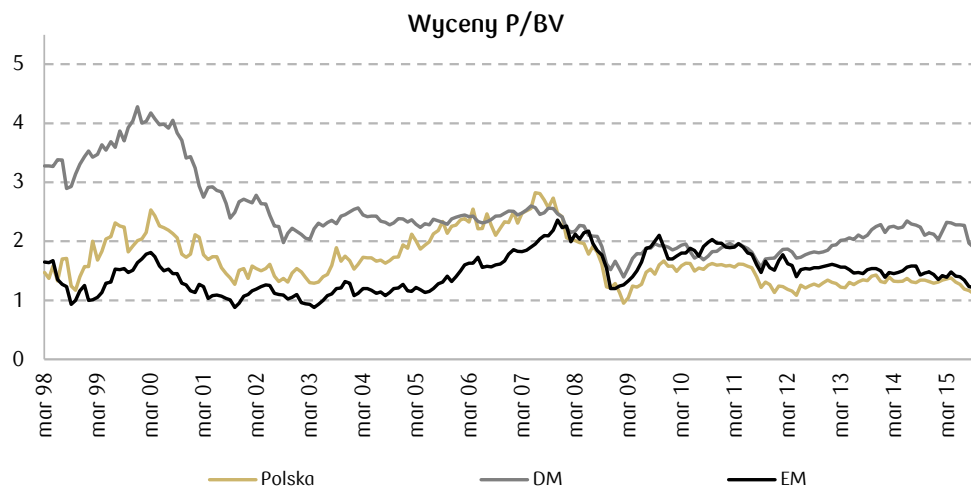
Małe i średnie spółki dają lepszą ekspozycję na gospodarkę

Wciąż podtrzymujemy nasze pozytywne zdanie na temat małych i średnich spółek. Prognozowane zyski segmentu małych i średnich spółek zachowują się dużo lepiej od spółek dużych i dają dużo lepszą ekspozycję na szeroką gospodarkę.

W szerokiej gospodarce skorygowane zyski spółek zachowują się dużo lepiej niż zyski raportowane przez spółki giełdowe (indeks WIG).



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP



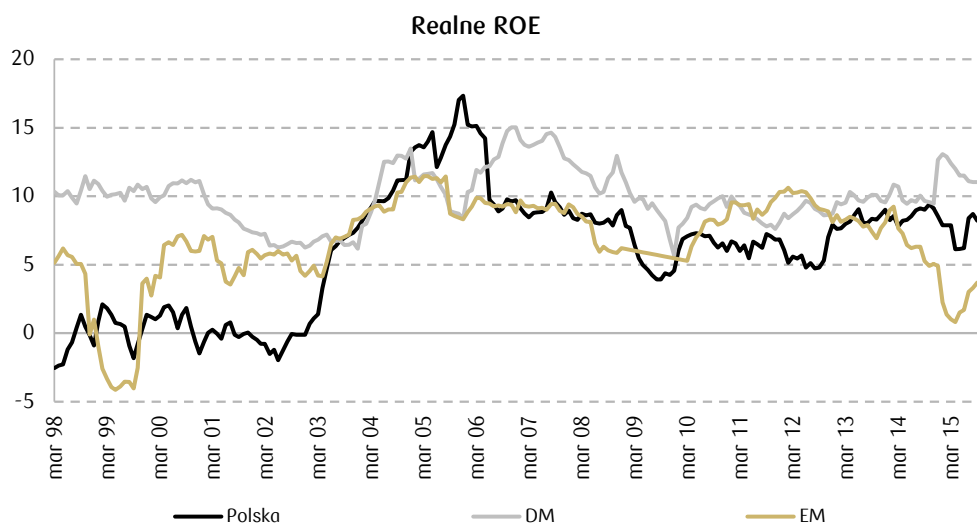
Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Dyskonto w wycenie P/BV pomimo wyższego realnego ROE

Rynek polski, z P/BV na poziomie 1,1x jest notowany 29% poniżej swoich przeciętnych historycznych poziomów.

Rynki wschodzące notowane są przy wskaźniku prognozowanym P/BV na poziomie 1,2x, czyli przy dyskoncie historycznym rzędu 19%.

Zastanawiający jest fakt, iż przy wyższych realnych prognozowanych stopach zwrotu z kapitałów własnych polskie duże spółki są notowane przy niższych wskaźnikach P/BV.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Prognozy makroekonomiczne dla Czech

(%)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Realny PKB	-0,9	2,0	3,8	2,8	2,7
Konsunpcja prywatna	0,7	1,5	3,5	2,9	3,2
Wydatki rządowe	2,4	1,8	2,2	2,0	1,9
Inwestycje	0,8	1,9	7,3	4,5	4,0
Indeks inflacji	1,4	0,4	0,2	1,6	2,0
Bilans obrotów bieżących	-2,2	0,6	1,0	0,8	-0,6
Stopa oszczędności	9,7	10,4	10,3	9,9	n.a.
Saldo budżetu	-1,2	-2,0	-1,4	-0,6	-0,2
Zadłużenie publiczne	45,7	44,5	45,0	44,9	n.a.
Bezrobocie	8,2	7,5	6,6	6,2	6,0
Wynagrodzenia	-0,6	3,0	3,0	3,0	n.a.
Stopa referencyjna	0,1	0,1	0,1	0,3	1,2
Kurs USDCZK	19,8	22,9	25,9	24,8	21,6
Rentowność 10-latek	2,5	0,7	0,9	1,5	n.a.

Źródło: Bloomberg, Bank Centralny, Komisja Europejska, OECD

Prognozy makroekonomiczne dla Węgier

(%)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Realny PKB	1,1	3,6	3,2	2,5	2,5
Konsunpcja prywatna	-0,1	1,6	2,8	2,4	n.a.
Wydatki rządowe	3,2	2,4	0,0	-0,2	n.a.
Inwestycje	8,7	3,9	3,1	-0,5	n.a.
Indeks inflacji	1,6	0,2	0,3	2,5	2,7
Bilans obrotów bieżących	2,9	3,0	4,7	4,0	3,7
Stopa oszczędności	10,7	10,6	10,8	10,0	n.a.
Saldo budżetu	-2,4	-2,9	-2,5	-2,5	-2,4
Zadłużenie publiczne	77,3	76,6	76,7	75,7	74,0
Bezrobocie	9,2	7,9	7,2	7,0	6,6
Wynagrodzenia	1,5	3,8	3,9	3,0	n.a.
Stopa referencyjna	3,0	2,1	1,4	1,8	n.a.
Kurs USDHUF	215,6	261,4	288,0	291,5	268,0
Rentowność 10-latek	5,9	3,7	3,4	4,0	n.a.

Źródło: Bloomberg, Bank Centralny, Komisja Europejska, OECD

Prognozy makroekonomiczne dla Rumunii

(%)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Realny PKB	3,4	3,0	3,5	3,5	3,5
Konsunpcja prywatna	1,2	4,5	3,5	3,8	n.a.
Wydatki rządowe	-4,8	5,3	0,7	2,5	n.a.
Inwestycje	-7,9	-3,5	3,2	4,2	n.a.
Indeks inflacji	3,2	1,4	0,0	0,6	2,2
Bilans obrotów bieżących	-1,2	-0,5	-1,0	-1,0	-2,2
Stopa oszczędności	-9,2	-11,4	-10,3	-10,6	n.a.
Saldo budżetu	-2,2	-1,5	-1,9	-2,8	-2,3
Zadłużenie publiczne	38,0	39,8	40,1	42,4	n.a.
Bezrobocie	7,1	6,8	6,6	6,5	n.a.
Wynagrodzenia	2,7	2,0	2,5	2,8	n.a.
Stopa referencyjna	4,0	2,8	1,8	2,3	n.a.
Kurs USDRON	3,3	3,7	4,1	4,2	3,8
Rentowność 10-latek	5,3	3,6	3,8	n.a.	n.a.

Źródło: Bloomberg, Bank Centralny, Komisja Europejska, OECD

Prognozy makroekonomiczne dla Austrii

(%)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Realny PKB	0,3	0,5	0,7	1,6	1,7
Konsunpcja prywatna	0,1	0,0	0,8	1,8	1,6
Wydatki rządowe	0,6	0,8	0,9	0,4	1,1
Inwestycje	0,9	-1,7	-0,5	1,8	2,6
Indeks inflacji	1,9	1,0	1,0	1,7	1,9
Bilans obrotów bieżących	1,0	1,8	1,8	1,9	2,4
Stopa oszczędności	12,8	13,3	14,0	13,7	n.a.
Saldo budżetu	-1,3	-2,4	-1,7	-1,5	-1,2
Zadłużenie publiczne	81,2	86,1	85,1	84,4	n.a.
Bezrobocie	5,5	5,6	5,5	5,4	5,3
Wynagrodzenia	2,1	2,0	2,1	2,0	n.a.
Stopa referencyjna	0,3	0,1	0,1	0,1	n.a.
Kurs USDEUR	1,38	1,21	1,07	1,06	1,11
Rentowność 10-latek	2,3	0,8	1,0	n.a.	n.a.

Źródło: Bloomberg, Bank Centralny, Komisja Europejska, OECD

Spółka	MCAP (mln PLN)	Analityk	Rekomendacja	Data rekomendacji	Waluta ceny docelowej i bieżącej	Cena docelowa	Cena bieżąca
AB	607,2	Adrian Skłodowski	Kupuj	2015-05-25	PLN	49,00	37,51
Action	390,3	Adrian Skłodowski	Trzymaj	2015-05-25	PLN	42,50	23,50
Alior Bank	6 036,8	Jaromir Szortyka	Kupuj	2015-07-06	PLN	100,00	83,50
Alumetal	710,4	Piotr Łopaciuk	Trzymaj	2015-07-20	PLN	59,50	47,12
AmRest	3 689,1	Włodzimierz Giller	Kupuj	2015-05-15	PLN	171,20	173,90
Aparator	1 127,3	Piotr Łopaciuk	Kupuj	2014-09-23	PLN	43,50	34,05
Bogdanka	2 118,7	Artur Iwański	Trzymaj	2015-09-04	PLN	49,60	62,29
Budimex	5 412,4	Piotr Łopaciuk	Kupuj	2015-01-08	PLN	157,00	212,00
BZ WBK	31 769,9	Jaromir Szortyka	Trzymaj	2015-07-06	PLN	324,00	320,15
CCC	6 566,4	Włodzimierz Giller	Trzymaj	2015-06-02	PLN	187,00	171,00
CEZ	40 672,0	Stanisław Ozga	Trzymaj	2015-09-29	CZK	485,20	483,67
Ciech	3 794,4	Monika Kalwasińska	Sprzedaj	2015-06-23	PLN	43,65	72,00
Cyfrowy Polsat	16 231,7	Włodzimierz Giller	Trzymaj	2015-05-25	PLN	27,90	25,38
Dom Development	1 238,6	Stanisław Ozga	Trzymaj	2015-02-04	PLN	47,35	50,00
Duan	354,0	Monika Kalwasińska	Kupuj	2015-07-16	PLN	4,11	3,42
Echo	2 864,1	Stanisław Ozga	Kupuj	2014-10-03	PLN	7,30	6,94
Elektrobudowa	735,9	Piotr Łopaciuk	Trzymaj	2015-04-13	PLN	110,00	155,00
Emperia	804,8	Włodzimierz Giller	Kupuj	2015-07-01	PLN	83,98	64,00
Enea	5 963,9	Stanisław Ozga	Kupuj	2015-09-29	PLN	15,80	13,51
Energa	7 208,9	Stanisław Ozga	Kupuj	2015-09-29	PLN	19,00	17,41
Erste Bank	47 145,1	Robert Brzoza	Kupuj	2015-09-28	EUR	29,80	25,91
Eurocash	6 716,3	Włodzimierz Giller	Trzymaj	2015-07-01	PLN	39,72	48,35
GPW	1 594,5	Jaromir Szortyka	Trzymaj	2015-04-15	PLN	51,60	37,99
Grupa Azoty	9 068,5	Monika Kalwasińska	Sprzedaj	2015-06-18	PLN	67,93	91,42
GTC	2 522,4	Stanisław Ozga	Kupuj	2015-01-15	EUR	1,51	1,70
Handlowy	11 302,1	Jaromir Szortyka	Trzymaj	2015-07-06	PLN	98,00	86,50
ING BSK	16 587,8	Jaromir Szortyka	Trzymaj	2015-07-06	PLN	134,00	127,50
JSW	1 461,8	Artur Iwański	Trzymaj	2015-09-24	PLN	14,70	12,45
KGHM	19 060,0	Artur Iwański	Trzymaj	2015-09-03	PLN	80,00	95,30
Komercni	30 571,2	Robert Brzoza	Trzymaj	2015-09-21	CZK	5926,00	5147,00
Kęty	2 662,6	Artur Iwański	Kupuj	2015-09-02	PLN	370,00	282,00
Lotos	5 509,2	Monika Kalwasińska	Sprzedaj	2015-09-18	PLN	27,20	29,80
LPP	14 356,0	Włodzimierz Giller	Sprzedaj	2015-06-02	PLN	6497,00	7840,00
mBank	16 367,7	Jaromir Szortyka	Trzymaj	2015-07-06	PLN	405,00	388,40
Millennium	7 776,1	Jaromir Szortyka	Trzymaj	2015-07-06	PLN	6,70	6,41
MOL	18 733,8	Monika Kalwasińska	Trzymaj	2015-09-18	HUF	13552,00	13100,00
Netia	1 959,7	Włodzimierz Giller	Kupuj	2015-05-25	PLN	7,00	5,63
NWR	199,8	Artur Iwański	Sprzedaj	2015-05-21	EUR	0,01	0,01
OMV	34 433,8	Monika Kalwasińska	Trzymaj	2015-09-18	EUR	23,44	24,93
Orange Polska	9 973,9	Włodzimierz Giller	Sprzedaj	2015-05-25	PLN	9,00	7,60
Otmuchów	81,0	Monika Kalwasińska	Kupuj	2015-05-22	PLN	8,61	6,35
OTP Bank	21 990,2	Robert Brzoza	Trzymaj	2015-07-16	HUF	5809,00	5740,00
Pekao	40 302,3	Jaromir Szortyka	Trzymaj	2015-07-06	PLN	174,00	153,55
PGE	26 849,8	Stanisław Ozga	Kupuj	2015-09-29	PLN	15,00	14,36
PGNIG	39 648,0	Monika Kalwasińska	Trzymaj	2015-06-02	PLN	5,38	6,72
PHN	870,3	Stanisław Ozga	Trzymaj	2014-09-10	PLN	27,80	18,65
PKN Orlen	28 057,7	Monika Kalwasińska	Sprzedaj	2015-09-18	PLN	66,80	65,60
PKP Cargo	2 953,5	Piotr Łopaciuk	Sprzedaj	2015-08-11	PLN	70,00	65,94
Polenergia	1 164,2	Stanisław Ozga	Kupuj	2015-09-29	PLN	36,90	25,62
PZU	33 560,8	Jaromir Szortyka	Kupuj	2015-05-22	PLN	531,00	388,65
Robyg	647,2	Stanisław Ozga	Kupuj	2014-10-15	PLN	2,51	2,46
Synthos	5 121,0	Monika Kalwasińska	Trzymaj	2015-06-30	PLN	4,93	3,87
Tauron	5 608,2	Stanisław Ozga	Trzymaj	2015-09-29	PLN	3,41	3,20
WPH	1 115,7	Włodzimierz Giller	Kupuj	2015-06-24	PLN	45,50	39,49
ZE PAK	683,6	Stanisław Ozga	Trzymaj	2015-09-29	PLN	14,70	13,45
ZPUE	477,4	Piotr Łopaciuk	Kupuj	2015-08-06	PLN	355,00	341,00

Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56
Włodzimierz Giller	(handel, media, telekomunikacja)	(022) 521 79 17
Monika Kalwasińska	(paliwa, chemia, sektor spożywczy)	(022) 521 79 41
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, deweloperski)	(022) 521 79 13
Adrian Skłodowski	(dystrybucja, inne)	(022) 521 87 23
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 521 52 04
Małgorzata Żelazko	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14
Mark Cowley	(sales)	(022) 521 52 46
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12
Piotr Dedecjus	(sales trader)	(022) 521 91 40
Tomasz Ilczyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41
Maciej Kaluża	(trader)	(022) 521 91 50
Andrzej Sychowski	(trader)	(022) 521 48 93

artur.iwanski@pkobp.pl
robert.brzoza@pkobp.pl
wlodzimierz.giller@pkobp.pl
monika.kalwasinska@pkobp.pl
piotr.lopaciuk@pkobp.pl
pawel.malmyga@pkobp.pl
stanislaw.ozga@pkobp.pl
adrian.sklodowski@pkobp.pl
przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
jaromir.szortyka@pkobp.pl
alicia.zaniewska@pkobp.pl
malgorzata.zelazko@pkobp.pl

wojciech.zelechowski@pkobp.pl
michal.sergejev@pkobp.pl
mark.cowley@pkobp.pl
krzysztof.kubacki@pkobp.pl
marcin.borciuch@pkobp.pl
piotr.dedecjus@pkobp.pl
tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl
igor.szczepaniec@pkobp.pl
maciej.kaluza@pkobp.pl
andrzej.sychowski@pkobp.pl

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

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

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

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

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

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

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

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

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

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

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

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

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

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

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

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

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

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży