

środa, 15 stycznia 2014 | opracowanie cykliczne

Rynek akcji w 2014: strategia inwestycyjna

Rynek akcji, makroekonomia

W 2014 roku **światowy wzrost gospodarczy przyspieszy do ok. 3,4%**, co będzie zasługą w głównej mierze wzrostu w gospodarkach krajów rozwiniętych, tj. USA, WB, ale również w Strefie Euro. **Inflacja poniżej celów** wyznaczonych przez banki centralne pozwoli na utrzymanie rekordowo niskich stóp procentowych. FED zakończy *tapering* do końca roku, **pierwsze podwyżki stóp pojawią się dopiero w 2015 roku**. W przypadku ECB i BoJ prawdopodobne jest zwiększenie stymulacji monetarnej jeszcze w pierwszym półroczu br. **Rynkowe stopy procentowe powinny tylko nieznacznie zwiększyć** w oczekiwaniu na rozpoczęcie cyklu zacieśniania w roku 2015.

Rynki wschodzące będą borykały się nadal z problemami: relatywnie słabszego wzrostu gospodarczego (Chiny, Rosja), ryzyka związanego z finansowaniem CA (Turcja), inflacji (Indie) czy wręcz kilku czynników na raz. **Polska pod względem sytuacji gospodarczej pozytywnie wyróżni się** na tym tle i będzie należała do grona państw posiadających podobną specyfikę makro jak rynki rozwinięte, tj. wyraźnie przyspieszający wzrost gospodarczy (+3,4% r/r) przy niskiej inflacji i rekordowo niskich stopach procentowych. Szybszy wzrost to efekt dużej ekspozycji eksportowej Polski na najsilniejsze kraje Unii: Niemcy – 25%, WB – 7%, odbudowujący się silny rynek wewnętrzny i po dwóch latach zastoju ruszające inwestycje – w tym infrastrukturalne współfinansowane z nowego budżetu UE na lata 2014-20.

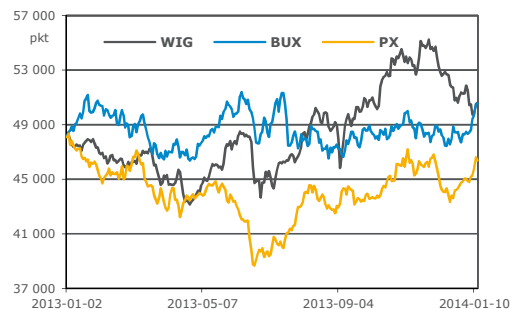
Wymagające wyceny. Średnie P/E dla MSCI World to obecnie 18,4x – 11% powyżej średniej z lat 2004-13. Przy oczekiwanym 15% wzroście zysków wskaźnik obniży się na koniec 2014 do 15,6x. Będzie to rok większej zmienności na rynkach rozwiniętych, ale nadal pozytywny trend na S&P500, DAX czy Nikkei utrzyma się. Po słabym 2013 rynki wschodzące, wyceniane z dużym dyskontem do rozwiniętych – mimo lokalnych problemów – powinny osiągnąć podobną stopę zwrotu.

Napływ kapitału. Mniej czynników ryzyka typowych dla EM, silna konsumpcja wewnętrzna i ekspozycja na ożywienie w Strefie przyciągną **kapitał inwestorów zagranicznych** – tym bardziej, że „dołujący” ceny akcji wpływ podaży akcji (a właściwie jej perspektywy) ze strony OFE zmaleje. Naszym zdaniem **OFE nie muszą sprzedawać akcji**, żeby transferować 51,5% aktywów do ZUS. Biorąc pod uwagę pozytywny scenariusz dla gospodarki i akcji uważamy, że OFE utrzymają wysoki udział ryzykownych aktywów. Teraz w interesie funduszy jest jak najwyższa stopa zwrotu, bo ona może przekładać się na decyzję uczestników systemu o pozostaniu lub nie w prywatnym drugim filarze. OFE mogą to osiągnąć, kiedy WIG będzie zwiększał. To zasadniczo inna sytuacja niż ta z którą mieliśmy do czynienia w ostatnich tygodniach. Wreszcie poprawiający się sentyment konsumentów, pozytywne stopy zwrotu i niskie oprocentowanie depozytów powodują, że **great rotation w polskim wydaniu** powinno przyspieszyć po rozczarującym 2013 roku.

W pozytywnym scenariuszu dla rynku akcji (WIG +15%) naszymi **kluczowymi rekomendacjami są spółki z sektorów dobrze eksponowanych na wewnętrzne ożywienie zarówno na poziomie konsumpcji jak i inwestycji**. W sektorze bankowym rekomendujemy przeważanie akcji: PKO BP, ING BSK oraz Banku Handlowego, na poziomie regionalnym Raiffeisen Banku ale unikanie czeskiego Komerční Bank. Przy ponad 7% wzroście produkcji przemysłowej naszymi preferowanymi inwestycjami w tym obszarze są: Impexmetal, Tarczyński, Amica, Ergis, Kruszewica, Mercor, Selena, Relpol, Seco Warwick, Vistal i Zetkama. W sektorze przemysłowym nadal zalecamy unikanie akcji Polic i Puław, eksponowanych na ceny na rynkach światowych. Zmiany w gospodarce pozytywnie przełożą się na wyniki deweloperów mieszkaniowych (nasze kluczowe rekomendacje kupna w sektorze to Robygi i Dom Development), ale również silnie przeceniony sektor komercyjny (Echo Investment, Capital Park). Dobrą ekspozycją na ożywienie wewnętrznego popytu jest późnocykliczny sektor mediowy, który dopiero w 2014 będzie odrağowywał słabe w reklamie minione dwa lata (TVN i Cyfrowy Polsat). Spośród spółek z WIG20 z ekspozycją na światowe trendy rekomendujemy przeważanie PKN (rosnące marże rafineryjne) oraz KGHM (oczekiwany wzrost cen metali przemysłowych i szlachetnych).

WIG 50 606
Średnie P/E 2013 15,1
Średnie P/E 2014 14,7
Średni dzienny obrót (3 m-ce) .. 876 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Departament Analiz:

Michał Marczak
+48 22 697 47 38
michal.marczak@mdm.pl

Kamil Kliszcz
+48 22 697 47 06
kamil.klischcz@mdm.pl

Michał Konarski
+48 22 697 47 37
michal.konarski@mdm.pl

Jakub Szkopek
+48 22 697 47 40
jakub.szkopek@mdm.pl

Paweł Szpigel
+48 22 697 49 64
pawel.szpigel@mdm.pl

Piotr Zybala
+48 22 697 47 01
piotr.zybala@mdm.pl

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	17
3. Statystyki rekomendacji	18
4. Sektor finansowy	20
4.1. BZ WBK	20
4.2. Getin Noble Bank	21
4.3. Handlowy	22
4.4. ING BSK	23
4.5. Millennium	24
4.6. Pekao	25
4.7. PKO BP	26
4.8. Komerčni Banka	27
4.9. Erste Bank	28
4.10. Raiffeisen Bank International	29
4.11. OTP Bank	30
4.12. PZU	31
4.13. Kruk	32
5. Chemia	33
5.1. Ciech	33
5.2. Police	34
8.2. ZA Puławy	35
6. Paliwa	36
6.1. Lotos	36
6.2. MOL	37
6.3. PGNiG	38
6.4. PKN Orlen	39
7. Energetyka	40
7.1. CEZ	40
7.2. Enea	41
7.3. PGE	42
7.4. Tauron	43
8. Media	44
8.1. Agora	44
8.2. Cinema City	45
8.3. Cyfrowy Polsat	46
8.4. TVN	47
9. IT	48
9.1. ABC Data	48
9.2. Asseco Poland	49
10. Górnictwo i metale	50
10.1. JSW	50
10.2. KGHM	51
10.3. LW Bogdanka	52
11. Przemysł	53
11.1. Alchemia	54
11.2. Astarta	55
11.3. Boryszew	56
11.4. Famur	57
11.5. Impexmetal	58
11.6. Kernel	59
11.7. Kęty	60
11.8. Kopex	61
11.9. Rovese	62
11.10. Tarczyński	63
12. Budownictwo	64
12.1. Budimex	65
12.2. Elektrobudowa	66
12.3. Erbud	67
12.4. Unibep	68
13. Deweloperzy	69
13.2. Capital Park	69
13.1. Dom Development	70
13.2. Echo Investment	71
13.3. GTC	72
13.4. Robyg	73
14. Inne	74
14.1. Work Service	74

Podsumowanie 2013 roku

W ujęciu globalnym rok 2013 był rokiem akcji na rynkach rozwiniętych. Średnia stopa zwrotu z akcji w USA wyniosła 28%, w Strefie Euro 19,7%, a w Japonii aż 54,8%. W analogicznym okresie akcje na rynkach wschodzących zdrożały o zaledwie 1,2%. Rok 2013 przyniósł również istotne zmiany cen walut, ze szczególnym uwzględnieniem silnego osłabienia Jena (-16,4% vs. USD) czy walut z rynków wschodzących (-6,7% vs. USD), umocniło się Euro (4,3% vs. USD). W efekcie zwroty z rynku akcji po uwzględnieniu aprecjacji/deprecjacji poszczególnych walut nieco się zmieniają, jednak nie zmienia to ogólnego obrazu sytuacji.

Inne klasy aktywów były zdecydowanie słabszą lokatą kapitału niż akcje. Był to nieudany rok na rynkach surowcowych: metale przemysłowe przeceniły się o 12%, złoto o 26%, a ropa o 3,7%. Wyrażone w USD obligacje również dały ujemną stopę zwrotu (rynk rozwinięte: -4,3%, USA: -2,8%, Japonia: -15,2%, rynki wschodzące: -10,3%). Dały zarobić jedynie obligacje krajów strefy euro: +5,9%.

Scenariusz na 2014 rok

W 2014 roku światowy wzrost gospodarczy (+3,1-3,5% r/r) nieznacznie przyspieszy w stosunku do wzrostu w 2013 (+2,8%). Będzie to zasługą w głównej mierze dalszego przyspieszenia wzrostu w gospodarkach krajów rozwiniętych, tj. USA (2,8% vs. 1,7%), Strefie Euro (+0,9% vs. -0,4%) i Wielkiej Brytanii (2,2% vs. 1,4%). W samej Strefie nadal motorem wzrostu pozostaną Niemcy (+1,7% vs. 0,4%), ze słabą Francją (0,8% vs. 0,2%) i nadal problematycznymi Włochami (0,2% vs. -1,7%). Japonia utrzyma wzrost na poziomie zbliżonym do 2% (+1,8%). Z wyjątkiem Chin (7,0-7,5% vs. 7,7%) najważniejsze rynki wschodzące również zanotują nieznaczny wzrost dynamiki PKB (Indie: +2,1% vs. 1,4%, Rosja: +2,1% vs. 1,4%; Turcja: +4,1% vs. 3,6%), Brazylia (+2,25% vs. 2,3%), Meksyk (+3,5% vs. 1,3%), jednak w tym przypadku będzie to często wzrost znacząco niższy od potencjału danej gospodarki. Ponadto w przeciwieństwie do rynków rozwiniętych, gdzie nadal nie przebrzmiały jeszcze widma deflacji (G7'14: CPI +1,4%), rynki wschodzące borykają się i nadal będą ze wzrostem inflacji (Indie 9%, Brazylia 6%, Indonezja, Rosja, Turcja powyżej 5,5%), czego konsekwencją w niektórych przypadkach będzie dalsze zacieśnianie polityki monetarnej.

W przypadku rynków rozwiniętych inflacja pozostanie na niskim poziomie (poniżej celów wyznaczonych przez banki centralne), co w połączeniu z umiarkowanym wzrostem będzie powodować utrzymanie rekordowo niskich stóp procentowych. FED zakończy *tapering* do końca roku, pierwsze podwyżki stóp dopiero w 2015 roku. W przypadku ECB i BoJ prawdopodobne jest nawet zwiększenie stymulacji monetarnej jeszcze w pierwszym półroczu br. Oznacza to, że rynkowe stopy procentowe powinny tylko nieznacznie zwiększyć w oczekiwaniu na rozpoczęcie cyklu zacieśniania w roku 2015.

Takie otoczenie będzie nadal sprzyjać wzrostowi cen akcji, przy czym zmienność rynków powinna wzrosnąć w związku z rosnącymi obawami inwestorów o potencjalnie przyspieszenie cyklu zacieśniania monetarnej. W międzyczasie pojawią się również zdarzenia, na które inwestorzy mogą reagować nerwowo (wybory do Parlamentu Europejskiego, wyniki testów na utratę wartości aktywów w bankach Strefy Euro, problemy z CA w wybranych rynkach wschodzących, ponowne problemy z finansowaniem długu w Grecji). W skali globalnej kapitał nadal będzie przepływał z funduszy dłużnych do akcji (*great rotation*). Słaby wzrost gospodarczy, spadające ceny

surowców i problemy z finansowaniem deficytów w przypadku zacieśniania monetarnej w USA, będą wywierały nadal presję na waluty i ceny aktywów na rynkach wschodzących. Naszym zdaniem gro wspomnianych ryneków finansowe wyceniły już w roku 2013 (ponad 30% underperformance vs. rozwinięte).

Po bardzo udanym 2013 roku indeksy na rynkach rozwiniętych powinny wrócić do dynamiki wzrostu na poziomie 5-10%, co oznacza, że w przeciwieństwie do 2013 w ciągu roku powinniśmy doświadczyć większych korekt spadkowych. W perspektywie całego roku rynki wschodzące, które obecnie na bazie P/E'14 wyceniane są z 30% dyskontem do rynków rozwiniętych, osiągną zbliżone stopy zwrotu.

Polska pod względem sytuacji makroekonomicznej pozytywnie wyróżni się na tle innych rynków wschodzących. Będzie należała do grona państw posiadających podobną specyfikę makro jak rynki rozwinięte, tj. przyspieszający wzrost gospodarczy (duża ekspozycja eksportowa na najsilniejsze kraje Unii: Niemcy – 25%, Wielka Brytania 7%, odbudowujący się silny rynek wewnętrzny i inwestycje infrastrukturalne współfinansowane z nowego budżetu UE na lata 2014-20) przy niskiej inflacji i rekordowo niskich stopach procentowych.

Mniejsza skala typowych dla EM czynników ryzyka na poziomie makro powoduje, że polski rynek akcji będzie atrakcyjny dla inwestorów zagranicznych – tym bardziej, że naszym zdaniem zmniejszy się istotny czynnik ryzyka „dołączający” indeksy giełdowe w 2013 – tj. podaż (lub sama obawa) akcji ze strony OFE. Do końca stycznia 2014 w interesie OFE był jak najniższy poziom cen akcji, który determinował wielkość aktywów, która trafi do ZUS (51,1% łącznych aktywów). Od początku lutego, sytuacja diametralnie się zmieni – im wyższe wyceny tym lepsza stopa zwrotu a tym samym szansa, że więcej osób zdecyduje o pozostawieniu swoich oszczędności w OFE (deklaracje będą składane w kresie kwiecień-lipiec). Dodatkowo oczekujemy, że *great rotation* w polskim wydaniu powinno przyspieszyć po rozczarowującym 2013 roku.

Co kupować/sprzedawać?

W pozytywnym scenariuszu dla rynku akcji oczekujemy wzrostu cen akcji na szerokim rynku. Liderami wzrostów powinny być spółki z branż dobrze eksponowanych na wewnętrzne ożywianie gospodarcze w kraju, liderzy w swoich sektorach, spółki których wyceny poparte są poprawą wyników finansowych. Podobnie jak w zeszłym roku, rekomendujemy przeważanie akcji banków, które oprócz poprawiającego się makro (oznacza m.in. spadek kosztów ryzyka) będą proxy dla inwestorów na nieuchronnie zbliżające się podwyżki stóp procentowych. Z sektora preferujemy akcje: PKO BP, ING BSK oraz Banku Handlowego. Na obecną chwilę radzimy unikać akcji czeskiego Komerční Bank – przede wszystkim ze względu na niższą dynamikę wzrostu zysków w porównaniu z polskimi bankami. W regionie, pomimo zapowiedzianej emisji akcji, atrakcyjną inwestycją są akcje Raiffeisen Banku. Sektorem, który jako pierwszy wychodził ze spowolnienia był przemysł, co zostało odzwierciedlone w szybko rosnących wycenach wielu spółek. Dynamika produkcji przemysłowej w 2014 wzrosła do ponad 7% (z niespełna 3% w 2013), co pozwala oczekiwać nadal dobrego zachowania się spółek z sektora. Nasze preferowane inwestycje w tym obszarze to: Impexmetal, Tarczyński, Amika, Ergis, Kruszwica, Mercor, Selena, Relpol, Seco Warwick, Vistal i Zetkama. W sektorze przemysłowym nadal zalecamy unikanie wybranych spółek chemicznych, tj.

akcji Polic i Puław (pogarszające się otoczenie zewnętrzne). Środowisko niskich stóp procentowych, poprawiającego się sentymentu konsumentów ale również powoli rosnących cen będzie pozytywnie wpływać na wyniki sprzedażowe deweloperów mieszkaniowych (nasze kluczowe rekomendacje kupna w sektorze to Robyg i Dom Development). Drugi segment branży deweloperskiej, tj. firmy ukierunkowane na sektor komercyjny najgorsze mają już za sobą, ich akcje silnie ucierpiały w 2013 roku. Uważamy, że jest to dobra okazja do zwiększenia ekspozycji (Echo Investment, Capital Park). Dobrą ekspozycją na ożywienie wewnętrznego popytu jest późno-cykliczny sektor mediowy, który dopiero w 2014 będzie odrağowywał słabe w reklamie minione dwa lata. Ciekawą inwestycją są tu akcje TVN i Cyfrowego Polsatu. Spośród spółek z WIG20 z ekspozycją na światowe trendy rekomendujemy przeważanie PKN Orlen (rosnące marże rafineryjne) oraz KGHM (oczekiwany wzrost cen metali przemysłowych i szlachetnych).

Główne czynniki ryzyka dla pozytywnego scenariusza:

Lepsze niż oczekują inwestorzy dane makro i wzrost inflacji w USA... mogą przyspieszyć początek podwyżek stóp procentowych w USA, co skokowo podbiłoby rynkowe stopy procentowe. To oznacza m.in. ryzyko dla finansowania deficytów w wybranych krajach wschodzących jak również w krajach peryferyjnych Strefy Euro.

Istotne pogorszenie danych makro szczególnie w Strefie Euro... będzie prowadzić do spadku zaufania ze strony inwestorów kupujących dziś obligacje. W efekcie agencje ratingowe obniżają oceny kredytowe dużych krajów takich jak Francja czy Włochy, dochodzi do ponownego bankructwa Grecji.

Słabsze wyniki spółek w stosunku do konsensusu. Wyceny spółek notowanych na głównych giełdach trudno ocenić jako niskie, wzrost prognozowanych wskaźników wyceny z tytułu gorszych wyników będzie wywoływał silniejsze przeceny aktywów.

Wybory do Parlamentu Europejskiego. Między 22 a 25 maja w Unii Europejskiej odbędą wybory do Parlamentu. Jeżeli okaże się, że partie sceptyczne wobec wspólnoty (mają wysokie poparcie w sondażach) otrzymają wysokie poparcie, znacznie trudniej będzie dalej zacieśniać integrację, szczególnie w zakresie unii bankowej i fiskalnej. To może negatywnie wpływać na postrzeganie sytuacji w krajach peryferyjnych i wywołać nerwowe reakcje u inwestorów.

Test na utratę wartości aktywów w bankach Strefy Euro i w przypadku negatywnych wskazań konieczność dokapitalizowania banków.

Zmiana alokacji w portfelach OFE. OFE sprzedają akcje chcąc obniżyć udział przyzwykanych aktywów w portfelach. Naszym zdaniem w otoczeniu poprawiającego się makro i wyników spółek OFE będą utrzymywały wysoki – ponad 80% udział akcji w portfelach. Zgodnie z nową ustawą do końca br. OFE mogą posiadać minimalnie 75% łącznych aktywów w akcjach. Zgodnie z naszymi szacunkami na koniec lutego będą miały 84%. Osiągnięcie minimalnego poziomu oznacza obniżenie wartości akcji w portfelach o maksymalnie 11 mld PLN.

Wybory Parlamentarne w Polsce (2015). Pod koniec roku część inwestorów może zacząć obawiać się wyniku

wyborów parlamentarnych w Polsce w roku 2015. Jeżeli potwierdzą się obecne sondaże zwycięży w nich PIS, co mogłoby zostać uznane za dodatkowy czynnik ryzyka (wejście Polski na „ścieżkę węgierską”).

Ryzyko konfliktów. Eskalacja konfliktu w Zatoce Perskiej, rosnące napięcie pomiędzy Japonią a Chinami.

Otoczenie zewnętrzne

- **Banki centralne utrzymają akomodacyjną politykę monetarną, podwyżki stóp w USA nie wcześniej niż w 2015, ECB i BoJ powinny rozszerzyć stymulację, dalsze podwyżki stóp na wybranych rynkach wschodzących**
- **W USA pozytywne momentum w przemyśle, wzrost PKB wzmocni konsument - zwiększający swoje wydatki**
- **Strefa Euro – po słabym 2013 ożywienie nieznacznie przyspieszy**

Fed ogranicza poluzowanie ilościowe, ale wydłuża okres zerowych stóp procentowych

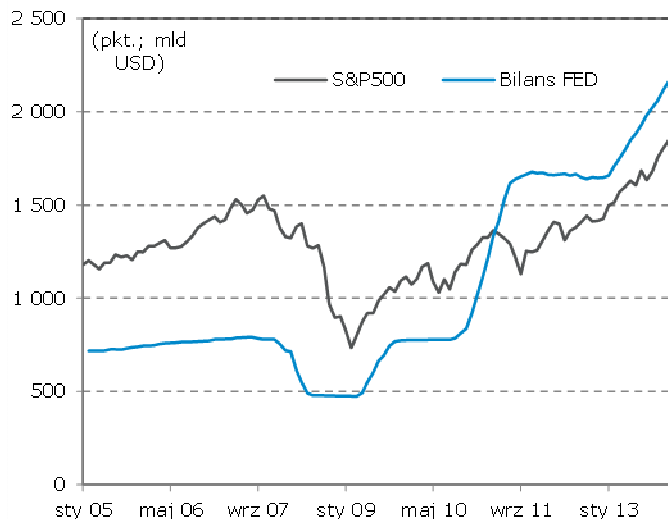
Po publikacji serii dobrych danych, potwierdzających ożywienie gospodarcze i poprawę sytuacji na rynku pracy oraz informacji o zawarciu porozumienia ws. budżetu federalnego FOMC, podjął długo oczekiwaną decyzję o ograniczeniu QE z 80 do 70 mld USD miesięcznie. Na decyzję rynki finansowe zareagowały silnymi wzrostami, co było efektem ogłoszenia przez FED, że stopy procentowe mogą utrzymać się na obecnym poziomie nawet po osiągnięciu przez stopę bezrobocia poziomu 6,5% (poziom ten powinien zostać osiągnięty w perspektywie najbliższych 6 miesięcy). FED podkreślił zdecydowane rozgranienie taperingu i zacieśnienia monetarnego. Jest to możliwe dzięki nadal niskiej inflacji jak również braku presji na jej wzrost w kolejnych kwartałach. W gospodarce utrzymują się nadal wolne moce wytwórcze (w krajach rozwiniętych z wyjątkiem USA PKB nadal istotnie poniżej poziomu z 1Q2008 roku), spadają lub utrzymują się na stabilnym poziomie ceny surowców, stopa bezrobocia pomimo spadku nadal znajduje się istotnie powyżej poziomu naturalnego (takiego, przy osiągnięciu którego na rynku pracy zacznie występować presja na podwyżki płac). Ponadto nie wszystkie dane z rynku pracy są tak optymistyczne jak wskazywałyby dane zagregowane. Nadal utrzymuje się wysoka stopa niepełnozatrudnionych a średni poziom nowych miejsc pracy generowanych przez gospodarkę w ostatnich miesiącach nie przekracza oczekiwanych przez FED 200 tys.

Wpływ taperingu i zacieśnienia monetarnego na giełdy

Po decyzji FED reakcja rynku obligacji była bardzo spokojna. Rentowności obligacji 10Y wzrosły w kolejnych trzech tygodniach o 0,1%, a rocznych spadły o 0,25%. Sentyment może jednak ulec zmianie w trakcie roku, kiedy na rynek będą napływały kolejne dobre dane makro a w ślad za nimi rosnące oczekiwania inflacyjne, podbijające rentowności obligacji. Oczekujemy jednak, że będzie dotyczyło to głównie krótkiego końca krzywej rentowności, długi koniec powinien notować tylko niewielkie wzrosty (10Y na koniec roku na poziomie 3,5%). Dyskusja na temat podwyżek stóp procentowych nasili się w połowie roku, co dodatkowo zwiększy zmienność rynków. Samo zacieśnienie monetarne w postaci podwyżek stóp procentowych nie powinno nastąpić wcześniej niż w 2015 roku. Jak wskazuje jednak historia dopiero 2-3 podwyżka znajdowała odzwierciedlenie w istotnym spadku indeksu S&P500. W trakcie roku FED będzie stopniowo zmniejszać QE3, a całkowite zamknięcie programu ma nastąpić do końca roku.

Do wakacji program powinien zostać zmniejszony do ok. 30-40 mld USD miesięcznie. Historia ostatnich czterech lat, kiedy amerykański rynek akcji nie był wspomagany pośrednio przez QE, indeksy wchodziły w trend boczny.

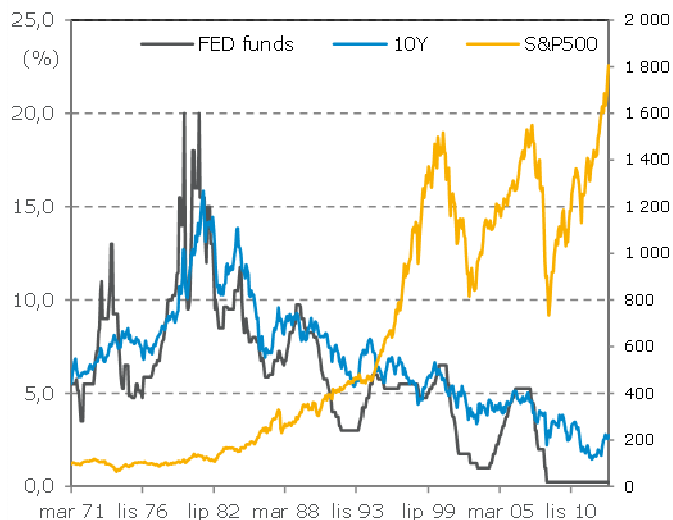
Bilans FED na tle S&P500



Źródło: Bloomberg

Naszym zdaniem obecnie sytuacja jest lepsza niż w 2010 czy drugiej połowie 2011 roku ze względu na to, że: ożywienie w USA weszło w fazę bardziej stabilnego wzrostu, w której prawdopodobnie nie potrzebuje już „zewnątrznego wspomaganie”, rozpoczął się proces *great rotation* aktywów, dzięki działaniom ECB sytuacja w Strefie Euro jest bardziej stabilna. Inwestorzy wierzą, że dobrze komunikujący się z rynkami finansowymi FED będzie ograniczał płynność stopniowo i nie wywoła sytuacji na które rynek nie jest już przygotowany. Najlepiej widać to na rentownościach obligacji – szczególnie rynków wschodzących, ale również europejskich krajów „podwyższonego ryzyka” (Portugalia, Irlandia, Hiszpania, Włochy).

Stopa FED Funds na tle S&P500



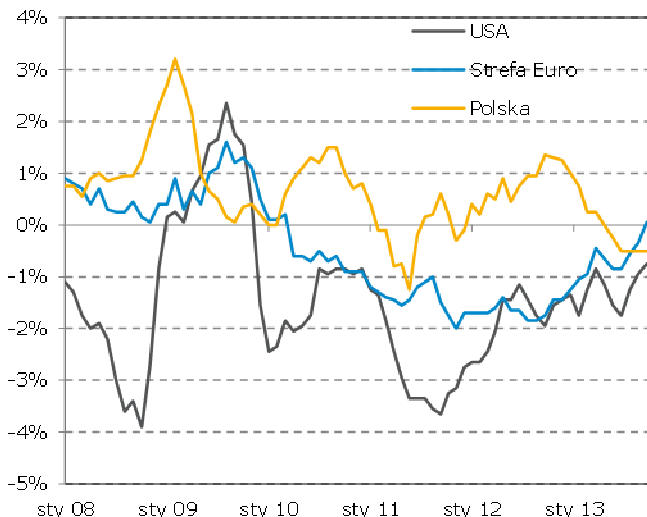
Źródło: Bloomberg

Co zrobią inne banki centralne?

Spośród banków centralnych, które mają wpływ na globalne rynki finansowe zacieśnienie monetarne najbardziej prawdopodobne jest w przypadku Banku Anglii. Momentum

makro w WB przypomina sytuację w USA. Bardziej prawdopodobne jest jednak to, że w ślad za FED, BoE utrzyma niskie stopy jeszcze przez dłuższy czas łagodząc swoje dotychczasowe nastawienie w *forward guidance*. W przypadku ECB, po listopadowej obniżce stopy referencyjnej o 25p.b., należy raczej oczekiwać dalszego luzowania polityki monetarnej. Będzie temu sprzyjać fakt, że w Strefie nadal występuje: znikomy wzrost gospodarczy, spośród rynków rozwiniętych nadal najniższa inflacja, wysoka stopa bezrobocia – przekraczająca już 12%, dzięki temu brak napięć na rynku pracy. EBC powinno raczej koncentrować się na niestandardowych działaniach (potwierdził to m.in. Prezes Draghi) niż na kolejnej obniżce. Chodzi np. o zwiększenie programu LTRO. Przy słabnącej dynamice wzrostu i również inflacji poniżej celu (pomimo silnej deprecjacji waluty), działania stymulacyjne powinien rozszerzyć również BoJ. W drugiej połowie roku można oczekiwać zwiększenia wielkości skupu aktywów. Oznaczałoby to, że przy taperingu w USA, w najbliższych miesiącach BoJ stanie się największym nabywcą rynkowych aktywów (ponad 50 mld USD miesięcznie).

Realne stopy procentowe w USA, Strefie Euro i Polsce



Źródło: Bloomberg

Na rynkach wschodzących sytuacja jest zróżnicowana. W przypadku krajów borykających się z wysoką inflacją lub problemem z CA można oczekiwać dalszych podwyżek stóp. W najbliższych miesiącach powinno nastąpić to m.in. w Brazylii, Turcji, Indonezji. Chiny ze względu na nadal silnie rosnące ceny nieruchomości mogą dalej podwyższać stopy na rynku międzybankowym. W Polsce cykl może zacząć się nie wcześniej niż na przełomie roku.

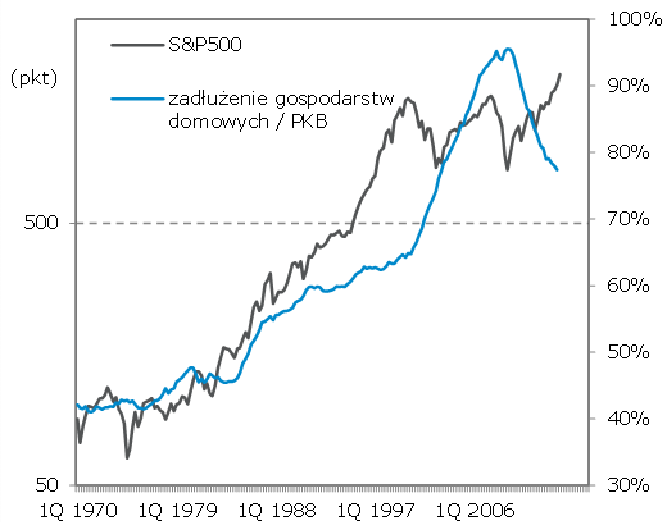
Porozumienie budżetowe w USA już nie straszy

Jednym z poważniejszych czynników ryzyka na 2014 pozostawała nierozstrzygnięta sprawa deficytu budżetowego, tymczasem republikanie i demokraci nieoczekiwanie zawarli kompromis w tej sprawie jeszcze w grudniu 2013. Zakłada on, że wydatki z budżetu federalnego w 2014 wyniosą 1,025 bln USD, a w roku kolejnym obniżą się do 1,014 bln USD. Automatyczne cięcia fiskalne będzie zmniejszone o 63 mld USD (do 2015, w połowie będzie dotyczyło wydatków na obronę). Bez zwiększania podstawowych podatków (wzrosną natomiast opłaty zdrowotne dla pracowników sektora publicznego) zakłada się zmniejszenie deficytu finansów publicznych o 20-23 mld USD.

Koniec delewarowania gospodarstw domowych w USA?

Spadek stopy bezrobocia z 7,8 do 7,0%, ponad 2 mln nowych miejsc pracy wygenerowanych w gospodarce (poza sektorem rolniczym, tj. najlepszy wynik od 2005 roku) oraz najszybszy od lat wzrost realnych wynagrodzeń to obraz amerykańskiego rynku pracy. Przedsiębiorstwa amerykańskie nadal posiadają wysoki poziom płynnych aktywów (stanowiący ok. 48% krótkoterminowych zobowiązań, najwyższy poziom od początku lat '60), dodatkowo rośnie dostępność i spada koszt kredytu (7-10 letnie obligacje z ratingiem BBB notowane są ze spreadem na poziomie 200p.b. Pod koniec 2012 roku było to 350p.b.). To powoduje, że można oczekiwać dalszego wzrostu inwestycji, a w efekcie dalszego wzrostu zatrudnienia i z czasem przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń. Od kryzysu w 2007 roku amerykańskie gospodarstwa domowe znacząco oddłużyły się.

S&P500 na tle zadłużenia gospodarstw domowych w relacji do PKB



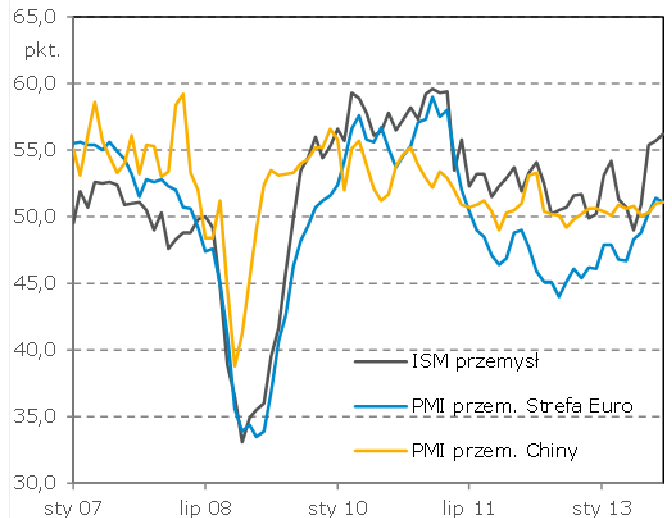
Źródło: Bloomberg

Na koniec 3Q ich dług w relacji do PKB obniżył się do 77%, tj. był niższy niż na koniec poprzedniego roku o 2pp i o 18p.p. w relacji do przełomu 2007/8. Obecny poziom zadłużenia jest najniższy od 2002 roku. Jednocześnie wskaźnik optymizmu konsumentów Conference Board, pomimo negatywnego efektu *government shutdown* utrzymuje się na wysokim poziomie blisko 80 pkt. (w poprzednim cyklu odpowiada to rokowi 2003). Pojawiają się symptomy świadczące o tym, że konsument amerykański ponownie zacznie korzystać z kredytu – tym samym przyspieszając wzrost prywatnej konsumpcji. Pomimo pozytywnych trendów rynek nieruchomości nadal znajduje się nadal wczesnej fazie ożywienia.

Co mówią wskaźniki wyprzedzające?

Wydzźwięk wskaźników wyprzedzających dla przemysłu amerykańskiego jest zdecydowanie pozytywny, stagnacja nadal panuje w strefie Euro (za wyjątkiem Niemiec) oraz w Chinach. W najbliższych miesiącach oczekujemy, że w ślad za amerykańskim ISM podążą PMI w Europie ale również na rynkach wschodzących – co zwykle miało miejsce w historii (nie widzimy argumentów, żeby teraz ta korelacja miała się zmienić).

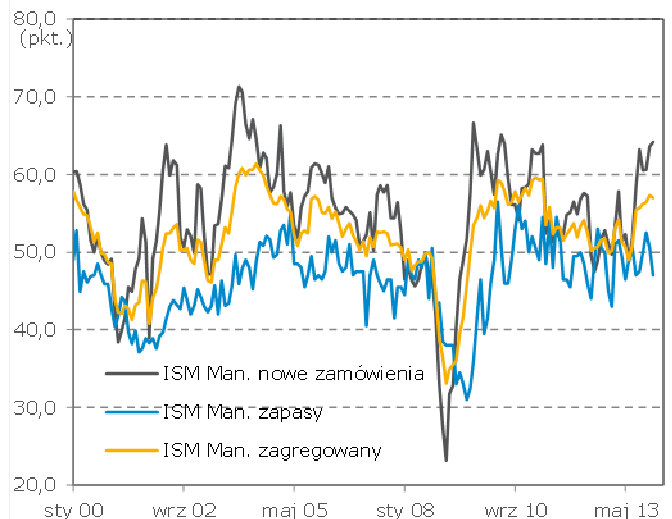
Wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu w USA, Chinach i Strefie Euro



Źródło: Bloomberg

Składowe ISM dla przemysłu amerykańskiego wskazują, że przed nami dalszy wzrost lub co najmniej utrzymanie obecnie wysokiego poziomu zagregowanego wskaźnika a w konsekwencji poprawa twardych danych. W publikacji styczniowej przy zagregowanym wskaźniku na poziomie 57 pkt., subindeks nowych zamówień wzrósł do bardzo wysokiego poziomu 62 pkt., podczas gdy subindeks zapasów obniżył się do 47 pkt. Tak duża różnica pomiędzy subindeksami ostatnio miała miejsce w połowie 2010 roku, zapowiadając okres dobrej prosperity w przemyśle.

ISM Manufacturing w USA na tle subindeksu nowych zamówień i zapasów

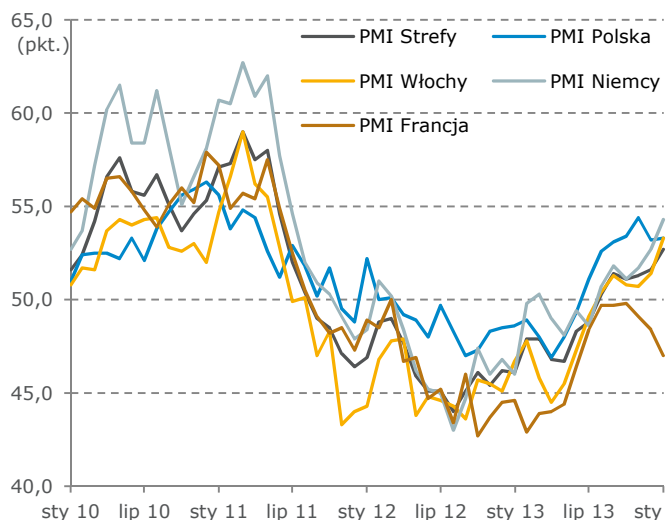


Źródło: Bloomberg

W Strefie Euro nastąpiło znaczące rozwarstwienie wskaźników dla poszczególnych krajów, rozmywając nieco pozytywny wydzźwięk samego trendu. Nie zmienia faktu, że zagregowany PMI, który wyniósł 52,7 pkt. był znacząco lepszy niż przed rokiem (46,2 pkt.). Podczas gdy PMI dla Niemiec (54,3 pkt.) czy nawet Włoch (53,3 pkt.) wskazują na dalszą poprawę sytuacji w przemyśle (pozytywne trendy widać również w Hiszpanii czy krajach Beneluksu), to wskaźnik dla Francji nadal nie może osiągnąć granicznego poziomu 50 pkt. (odczyt styczniowy 47,1 pkt.). Tym samym

PMI dla przemysłu francuskiego znajduje się poniżej 50 pkt. od sierpnia 2011 roku. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach pozytywny trend PMI w Europie zostanie podtrzymany – nawet jeśli w międzyczasie będą pojawiały się negatywne zaskoczenia. Zachowanie PMI jest adekwatne do skali oczekiwanego ożywienia w Strefie.

PMI dla przemysłu w wybranych krajach Strefy i w Polsce



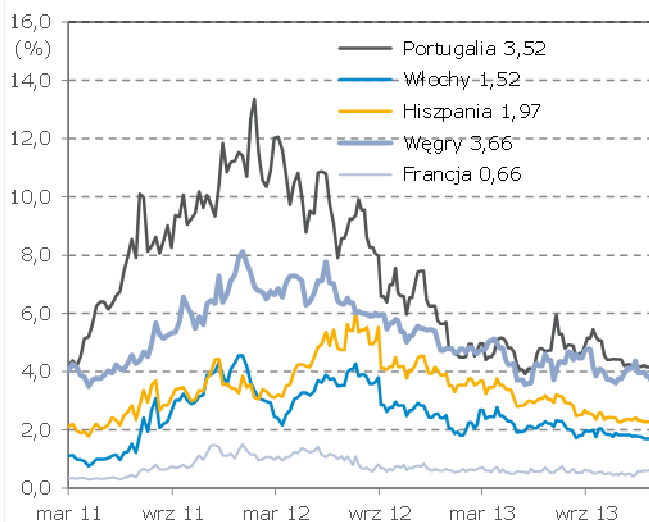
Źródło: Bloomberg

Czynnikiem negatywnym dla przedsiębiorstw ze Strefy jest silne Euro w relacji zarówno do USD jak również ciągle osłabiającego się Jena. Zmniejsza to konkurencyjność firm eksportujących szczególnie na rynki azjatyckie i do USA. W 2014 można oczekiwać umocnienia USD w relacji do Euro (dysproporcje w dynamice wzrostu, polityka banków centralnych), co powinno dać pozytywny impuls eksporterom.

Zadłużenie w strefie Euro nadal szybko rośnie przy stagnacji gospodarczej

W 2013 roku gospodarka Strefy Euro realnie skurczy się o ok. -0,4%, w roku 2014 ma wzrosnąć o 0,9%. Przy takim poziomie wzrostu i nadal wysokich deficytach budżetowych (efekt m.in. zredukowania wcześniej zakładanych planów oszczędnościowych) zadłużenie poszczególnych krajów nadal rośnie w relacji do PKB. Na obecną chwilę rynki finansowe nie robią z tego faktu większego problemu, zakładając, że w odwodzie zawsze pozostaje ECB. Wg prognozy MFW na koniec 2013 roku zadłużenie brutto w relacji do PKB dla krajów najwyższego ryzyka wzrośnie o kolejne kilka punktów procentowych (Francja: 93,4% +3,2p.p.; Włochy: 132,3% +5,3p.p.; Hiszpania: 93,7% +7,8p.p.; Grecja: 175,7% +18,9p.p.).

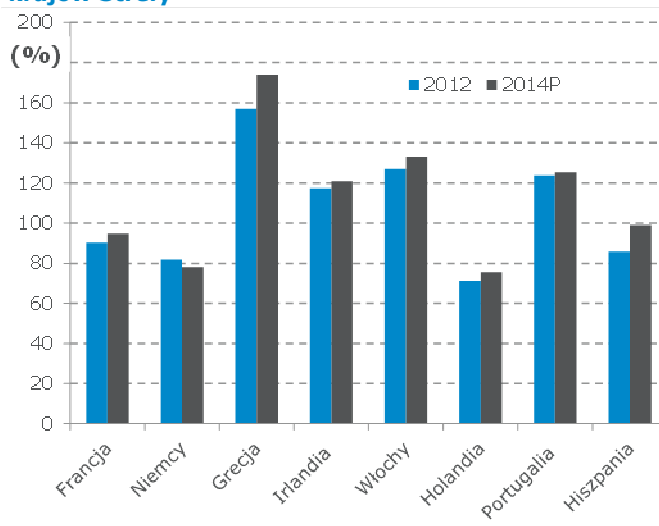
Różnica w poziomie Credit Default Swap (CDS) dla długu wybranych krajów w relacji do CDS dla niemieckich Bundów



Źródło: Bloomberg

Rynkowe stopy procentowe czy koszty ubezpieczenia długu dla tych krajów jak na razie utrzymują się na stabilnym poziomie. Rentowności obligacji 10Y Hiszpanii zanotowały nawet najniższy poziom od 2010 roku. Turbulencje na rynkach finansowych czy skokowy wzrost rentowności obligacji amerykańskich mogą jednak prowadzić do skokowego wzrostu rentowności w Europie i powrotu obaw o wypłacalność najbardziej zadłużonych krajów. Niezależnie od sytuacji globalnej w 2014 roku rynki finansowe będą musiały ponownie zmierzyć się z przypadkiem Grecji, która może opuścić Strefę.

Dług publiczny (brutto) w relacji do PKB wybranych krajów Strefy



Źródło: MFW

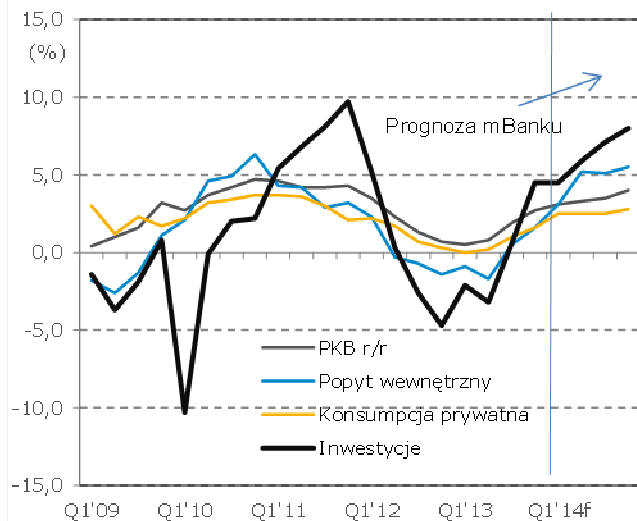
Czynniki lokalne – sytuacja gospodarcza w Polsce

- PKB przyspieszy do 3,5%, w roku 2015 do ponad 4%
- Bezpieczny poziom zadłużenia i płynności budżetu, strukturalna poprawa na CA
- Przy niskiej inflacji RPP nie zacznie cyklu podwyżek stóp procentowych wcześniej niż na przełomie roku
- Proeksportowe żywienie w przemyśle, przełoży się na rynek pracy, ruszy konsumpcja
- Sytuacja finansowa przedsiębiorstw poprawia się, firmy zaczną inwestować
- Przed nami nowy budżet UE, 2014 – rozpięcie przetargów i projektowanie, 2015 – realizacja i przychody dla firm

Przemysł i budownictwo ożywią inwestycje, ruszy konsumpcja

Poprawiająca się sytuacja w przedsiębiorstwach, w tym przede wszystkim w sektorze budowlanym (szczegółowy opis poniżej) powinny oznaczać wyraźne przyspieszenie inwestycji – znacząco zaniedbanych w ostatnich latach (inwestycje w relacji do majątku rzeczowego to zaledwie 13%). Nasi makroekonomiści oczekują, że po -1,7% i 0,8% w 2013 tempo wzrostu inwestycji przyspieszy do 6,8% a w roku kolejnym do 9%. Będzie to istotny komponent nadchodzącego ożywienia gospodarczego. Wraz z poprawą sytuacji na rynku pracy prywatna konsumpcja wzrośnie o 2,6% vs. 0,8% w roku poprzednim. Dynamika PKB przyspieszy do 3,5% w roku 2014, a w roku 2015 nawet do 4,2%.

Prognozy makro dla Polski według mBanku

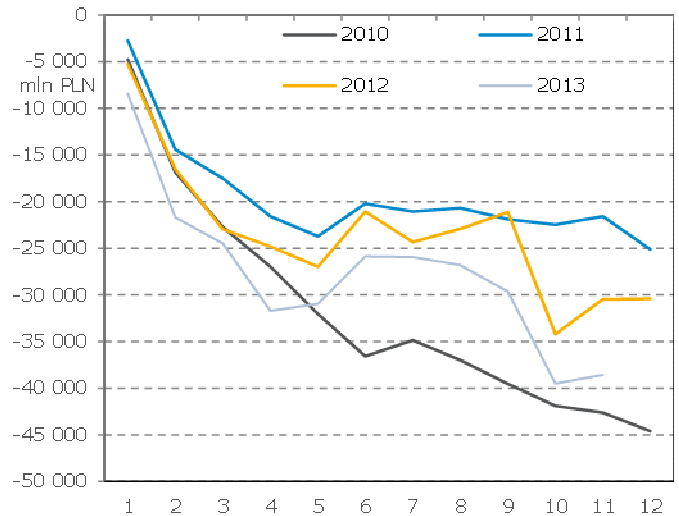


Źródło: GUS, mBank

Bezpieczna sytuacja płynnościowa, CA poprawia się

Wg oceny Ministerstwa Finansów na koniec minionego roku dług publiczny stanowił niespełna 55% PKB – licząc wg metodologii krajowej i niespełna 58% wg metodologii unijnej. Dzięki przesunięciu 51,5% aktywów z OFE do ZUS, oficjalny poziom zadłużenia obniży się o 7p.p. PKB. Jednocześnie progi ostrożnościowe zostaną adekwatnie obniżone z obecnych 55/50% do 48/43%.

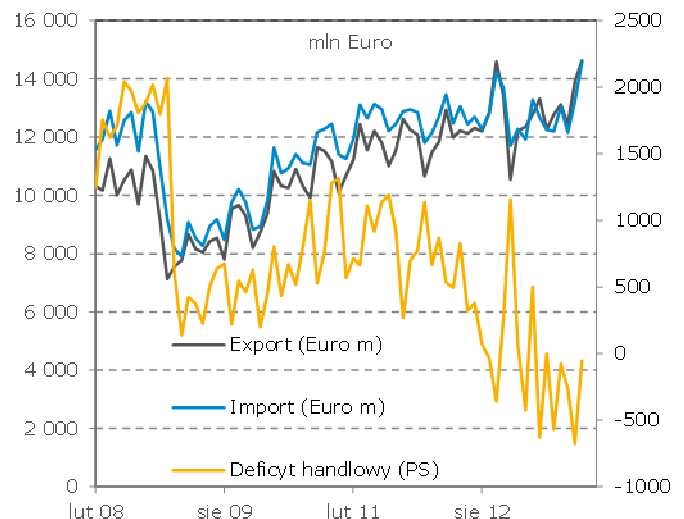
Deficyt budżetowy w ostatnich czterech latach (przyrost miesięczny)



Źródło: GUS

W ub. roku rząd prefinansował ponad 25% potrzeb pożyczkowych na rok 2014 rok, zgodnie z planem do końca 1Q wielkość ta powinna wzrosnąć do 50-60%. Na koniec listopada 2013 udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu (obligacje) wyniósł 35% (192 mld PLN). Na koniec listopada deficyt budżetu państwa wynosił 74,7% skorygowanego we wrześniu planu. Po 11 miesiącach dochody podatkowe są o 2,2 mld PLN wyższe niż zakładano, co pozwala oczekiwać, że nadwyżka ponad założenia rządu w tym zakresie wyniesie ostatecznie ok. 4 mld PLN. Jednocześnie po stronie wydatkowej można oczekiwać niższych transferów, co ostatecznie powinno ukształtować deficyt za cały rok na poziomie ok. 43 mld PLN (tj. ok. 8 mld PLN mniej niż zakładał rząd).

Wielkość eksportu i importu na tle deficytu handlowego



Źródło: GUS

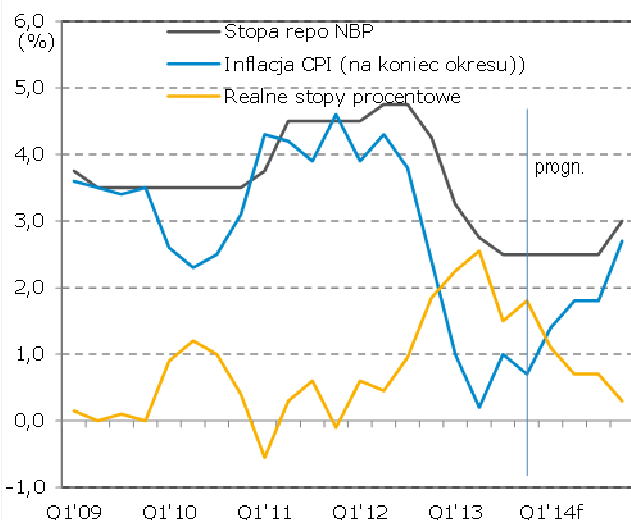
Przy wysokich kosztach obsługi zadłużenia oraz odpływie kapitału z tytułu dywidend deficyt na rachunku bieżącym w dużej mierze równoważony jest stabilną nadwyżką na saldzie usług i transferów, a także w ostatnich miesiącach nieznaczną nadwyżką na saldzie handlowym. Jak zakładaliśmy w strategii na 2013 rok spowolnienie gospodarcze pozwoliło na dalsze równoważenie się polskiej

gospodarki, m.in. poprzez zbilansowanie salda obrotów towarowych. Częściowo to efekt zmniejszenia importu związanego ze spowolnieniem, jednak na przestrzeni ostatnich lat polskie firmy wypracowały trwałą nadwyżkę w handlu dobrami przetworzonymi i żywnością, w dużej mierze bilansowaną importem surowców – przede wszystkim paliw. W 2014 roku należy oczekiwać przyspieszenia tempa wzrostu importu, jednak strukturalne zmiany, jakie się dokonały (i nadal dokonują) będą oznaczały malejący poziom deficytu w kolejnych cyklach koniunkturalnych.

Nadal niska inflacja stopuje RPP przed podwyżkami stóp

Dzięki niskim cenom żywności i obniżkom cen usług telefonicznych inflacja w końcu 2013 roku obniżyła się do zaledwie 0,6% (listopad). Tym samym inflacja bazowa spadła do ok. 1,0%. Wprawdzie ożywienie gospodarcze i towarzysząca jej rosnąca presja popytowa oraz efekty bazowe będą w kolejnych miesiącach wpływały na wzrost inflacji, to jednak CPI nadal pozostanie istotnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%), co powinno obniżyć oczekiwania (krótkoterminowe obligacje) na podwyżki stóp procentowych w ciągu roku. Nasi makroekonomiści zakładają, że cykl podwyżek w Polsce może rozpocząć się pod koniec 2014. Na koniec roku prognozują CPI na poziomie 2,1%.

Inflacja CPI na tle stopy repo NBP i realnej stopy procentowej



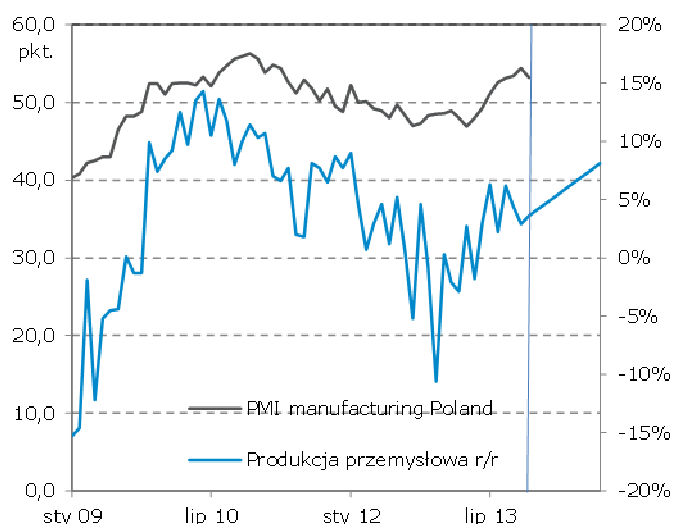
Źródło: GUS, NBP

Pozytywne momentum w przemyśle...

Wzrost produkcji przemysłowej rok 2013 powinien zamknąć się dynamiką na poziomie 2,9%, a w roku 2014 przyspieszy do ponad 7%. Tendencje te potwierdzają wskaźniki wyprzedzające (PMI na poziomie 53,2 pkt.). Wyraźne ożywienie w przemyśle nadal widoczne jest w segmentach typowo eksportowych (produkcja środków transportu, mebli i sprzętu elektrycznego), ale również coraz lepiej wyglądają kategorie „dedykowane” w głównej mierze na rynek krajowy, tj. wyroby z gumy i tworzyw sztucznych oraz asortyment dla budownictwa (m.in. wyroby z metali). Spadki w ujęciu rocznym notuje sektor farmaceutyczny oraz produkcja wyrobów elektronicznych (w tym komputerów). Pomimo widocznego ożywienia w przemyśle nieco rozczarowujący jest utrzymujący się spadek cen w przetwórstwie przemysłowym (w ostatnich trzech miesiącach średnio o -0,2% msc.). Jak pokazują jednak dane historyczne z poprzednich cykli koniunkturalnych,

ceny produkcyjne charakteryzuje znaczące przesunięcie w czasie, co oznacza że w perspektywie najbliższych miesięcy tendencja ta powinna ulec odwróceniu (opóźnienie w stosunku do dołka cyklu o 12-13 miesięcy) – dając dodatkowy impuls wzrostowy dla firm.

Dynamika produkcji przemysłowej na tle PMI



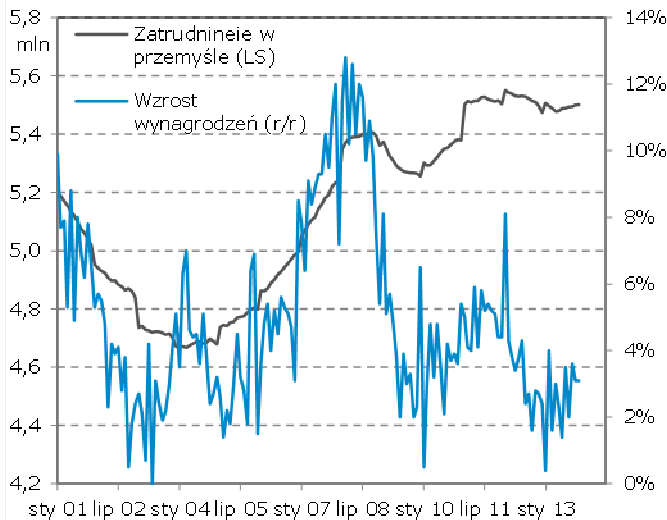
Źródło: GUS, Bloomberg

Dobre dane napływają z sektora budowlanego, gdzie w listopadzie produkcja obniżyła się zaledwie o 2,9% r/r – pomimo mniejszej liczby dni roboczych oraz wysokiej bazy porównawczej uwzględniającej jeszcze wysokie wydatki związane z budownictwem infrastrukturalnym. Nasi makroekonomiści oczekują, że wzrost inwestycji i ożywienie w budownictwie przyczynią się do wzrostu PKB powyżej 4% r/r w 2015 (4,2%). Szerzej wpływ budownictwa na sytuację gospodarczą opisał na 64 stronie raportu.

...pozwoli na poprawę na rynku pracy...

Przy obserwowanej poprawie koniunktury wzrost wynagrodzeń w ostatnich miesiącach jest nadal relatywnie niski (ok. 3% r/r), co nie stwarza jeszcze presji na marże przedsiębiorstw i inflację. W ciągu minionego roku sytuacja jednak stopniowo się zmieniła - przypominamy, że początek 2013 roku to dynamiki na poziomie 1,5-2% r/r). Widoczne ożywienie w planowanych inwestycjach będzie wymuszać w pierwszej kolejności znalezienie pracowników (w br. nasi makroekonomiści oczekują 2% wzrostu zatrudnienia), co również daje podstawę do optymistycznych prognoz w zakresie przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń, a tym samym wyraźniejszego wzrostu wydatków konsumpcyjnych. Momentum dopiero się rozkręca. Na koniec grudnia 2013 stopa bezrobocia wyniosła 13,6%, w ciągu roku powinna spaść do 13,2% a w roku kolejnym do 12,8%.

Zatrudnienie w przemyśle na tle dynamiki wzrostu wynagrodzeń

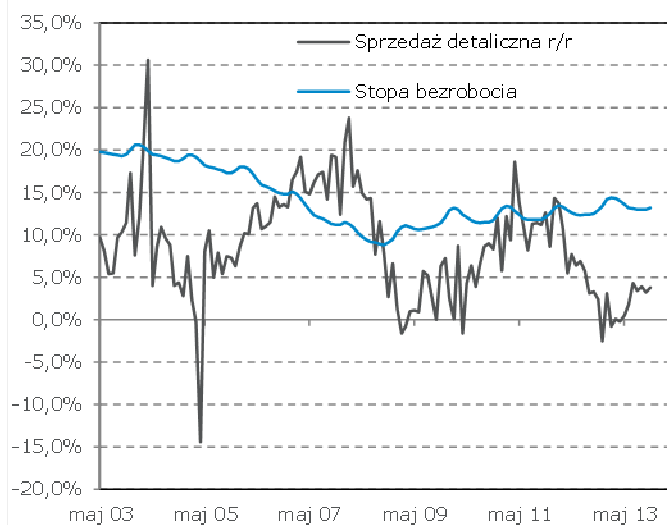


Źródło: GUS

...a w konsekwencji przeniesie się na konsumpcję

Zarówno produkcja przemysłowa jak i sprzedaż detaliczna wykazują w końcówce roku wyraźne przyspieszenie. W listopadzie sprzedaż detaliczna rosła już o 3,8% w ujęciu rocznym, a po wyłączeniu żywności i paliw tempo wzrosło aż o 7,6%. W 2013 konsumpcja prywatna powinna być wyższa w ujęciu r/r o 0,8% po wzroście o 1,2% w 2012. Nasi makroekonomiści zakładają, że w 2014 roku ożywienie konsumpcji będzie kontynuowane (+2,6%), co będzie efektem m.in.: końca odbudowy stopy oszczędności, poprawy sytuacji na rynku pracy (wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia), efektów bazowych, wzrostu sprzedaży samochodów związanego z ponownym wprowadzeniem „kratki”.

Dynamika sprzedaży detalicznej na tle stopy bezrobocia



Źródło: GUS

Firmy mają się lepiej, ale jeszcze nie inwestują

Elementem potwierdzającym ożywienie gospodarcze jest poprawa sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Należy zwrócić uwagę, że jest to wczesna faza ożywienia, na co najlepiej wskazuje nadal niski poziom realizowanych inwestycji (w relacji do wartości majątku trwałego najniższy

poziom od co najmniej 2007 roku). Tym niemniej wg raportu NBP, 3Q przyniósł po raz pierwszy od 2011 wzrost przychodów ze sprzedaży firm zatrudniających powyżej 50 pracowników (+2,9% r/r). Jednocześnie poprawiła się ich rentowność oraz płynność (spada również odsetek firm zagrożonych bankructwem). Wzrost przychodów jest najwyraźniej widoczny w firmach nakierowanych na eksport (+12,6% r/r, pozytywne tendencje już od kilku kwartałów), tym niemniej ostatnie miesiące przyniosły również odwrócenie trendu w firmach ukierunkowanych na rynek krajowy (+0,2% r/r). Należy zwrócić również uwagę, że agregaty dla całego przemysłu są istotnie obniżane przez sektor budowlany, który dopiero teraz powoli zaczyna wychodzić z głębokich kontrakcji (przychody -14% r/r, poprzednie 4 kwartały z dynamiką między -20 a -25% r/r) – wynikających z zakończenia części inwestycji infrastrukturalnych jak również spowolnienia gospodarczego w kraju – szczególnie na poziomie inwestycji. Bez uwzględnienia budownictwa dynamika wzrostu przychodów ze sprzedaży firm wynosiła już od +3,3% dla sektora handlowego do +5,9% dla pozostałych usług. Przy analizie dynamiki sprzedaży w podziale na przeznaczenie produkcji na cele wysuwają się dobra inwestycyjne i dobra konsumpcyjne nietrwałe (blisko 10% r/r). Najniższa dynamika nadal ma miejsce dla dóbr konsumpcyjnych trwałych (nieznacznie powyżej 0%).

Wraz z rosnącym wykorzystaniem mocy produkcyjnych należy oczekiwać dalszego wzrostu inwestycji, które jeszcze w 3Q zarówno pod względem odsetka firm zwiększających wydatki (1/3 firm) jak również tempa odnawiania majątku rzeczowego (inwestycje kwartalne zanalizowane w relacji do majątku trwałego to niespełna 13%) pozostawały na najniższym poziomie od wielu lat. Wartość poniesionych nakładów narastająco jest nadal niższa niż w 2008 roku. Dotychczas wzrost dotyczył przede wszystkim eksporterów i firm inwestujących w środki transportu. Wreszcie dane za 3Q wskazują na nieco wyraźniejsze ożywienie również w obszarze budownictwa budynków oraz obiektów inżynierii, bardzo powoli odbudowują się wydatki na maszyny i urządzenia. Wzrost nakładów dotyczy na razie przede wszystkim dużych firm (100 największych firm odpowiada za 58% nakładów sektora przedsiębiorstw).

Budownictwo ważnym elementem ożywienia w 2014 i 2015

Udział budownictwa w PKB Polski to 6,5-7,5%. Jak już pisaliśmy obecnie sektor powoli zaczyna wychodzić ze spowolnienia, tym niemniej jeszcze w końcówce 2013 roku wykazywał znaczące spadki przychodów, inwestycji, rentowności. Naszym zdaniem dołek cyklu został już osiągnięty. W roku 2014 sektor zacznie wykazywać już dodatnie dynamiki wzrostu, żeby w 2015 rozpędzić się na dobre. Pomogą w tym z jednej strony rosnące inwestycje przedsiębiorstw (budownictwo kubaturowe, deweloperzy), z drugiej kolejna fala inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych z budżetu UE. Przed przystąpieniem do realizacji projektów infrastrukturalnych sektor budowlany musi odtworzyć majątek produkcyjny.

W latach 2014-20 w ramach polityki spójności Polska powinna otrzymać z budżetu UE 72,9 mld EUR (82,3 mld EUR w cenach bieżących). Około 24 mld PLN będzie przeznaczona na Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko (POIiŚ), z którego są finansowane wydatki na infrastrukturę. Bardziej szczegółowe dane dotyczące programu powinniśmy poznać w połowie 2014. Dotychczas projekt programu przeszedł przez konsultacje społeczne, wymaga zatwierdzenia przez rząd, następnie trafi do Komisji Europejskiej. GDDKiA ocenia, że z nowego budżetu powinna uzyskać kwotę porównywalną do budżetu

obowiązującego w latach 2007-13, tj. 11-12 mld EUR. Wstępne założenia mówią o dofinansowaniu budowy infrastruktury kolejowej kwotą ok. 7 mld EUR (vs. 5 mld EUR w poprzednim budżecie). GDDKiA już przystąpiła do rozpisywania kontraktów drogowych (w 2013 50 przetargów, GDDKiA ocenia że wydatki na drogi w latach 2014-15 wyniosą łącznie 31 mld PLN vs. 13 mld PLN w 2013r). Pierwszych rozstrzygnięć można oczekiwać w połowie 2014 roku, który jednak będzie okresem przede wszystkim prac projektowych. Budowy a więc i przychody firm budowlanych ruszą w 2015. Oprócz drogownictwa drugim obszarem znaczącego wzrostu nakładów w budownictwie będzie sektor energetyczny.

Czynniki lokalne – przepływ kapitału

- Z perspektywy inwestorów zagranicznych
- Polska i CEE atrakcyjne na tle innych rynków wschodzących
- Dalszy napływ kapitału do TFI, fundusze akcyjne zyskują na znaczeniu
- Malejący wpływ zmian w OFE na rynek akcji

Polska na tle EM

Dzięki niskiej inflacji (brak presji na zacieśnienie polityki monetarnej), odbudowującej się konsumpcji (której sprzyjają niskie stopy procentowe i zwiększająca się dostępność do kredytu) a przede wszystkim ekspozycji na oczekiwane ożywienie w Europie zachodniej – szczególnie w Niemczech - sytuacja gospodarcza w Europie Centralnej (Polska, Czechy, Słowacja) prezentuje się dobrze na tle innych rynków wschodzących. Największe rynki konkurujące o kapitał inwestorów zagranicznych w regionie, tj. Rosja i Turcja nadal borykają się z lokalnymi problemami. W pierwszym przypadku są to: słabszy niż oczekiwano wzrost gospodarczy (ok. +1,5% w 2013 vs. +3,5% w 2012, prognoza na 2014 to ok. +2%, wszystko przy ponad 5% inflacji) będący efektem m.in. braku reform strukturalnych. W konsekwencji przy spadających cenach surowców, w gospodarce obniża się stopa inwestycji (niewydolne inne sektory) jak również tylko nieznacznie rośnie produktywność. Rosja dotychczas notująca nadwyżki budżetowe rok 2013 najprawdopodobniej zamknie deficytem (-0,5%), który rozszerzy się jeszcze w roku przyszłym (-1,5%). Maleje również nadwyżka na rachunku bieżącym (2% w 2013 vs. 5,5% w 2011, w 2015 prognozowany jest nawet deficyt), co z kolei będzie wywierało presję na obniżenie wartości rubla. Zdecydowanie gorzej wygląda sytuacja w Turcji, która w 3Q2013 zanotowała wzrost deficytu na rachunku bieżącym do 7,5%. Dodatkowo deficyt finansowany jest krótkoterminowym kapitałem zagranicznym, teraz szczególnie wrażliwym na politykę monetarną FED. W perspektywie najbliższego roku Turcja pozostaje krajem o najwyższym ryzyku deprecjacji waluty w regionie, tym bardziej, że pomimo 7% inflacji i problemu z finansowaniem w krótkim okresie bank centralny może nie być skłonny do podwyżek stóp procentowych. W marcu odbędą się wybory samorządowe a w sierpniu – prezydenckie. Krajem w regionie CEE, który nadal znajduje się poza orbitą zainteresowania inwestorów zagranicznych są Węgry. Kwietniowe wybory parlamentarne skłonią rządzącą partię Fidesz do dalszego luzowania polityki fiskalnej, efektem czego będzie dalszy wzrost deficytu budżetowego (do ok. 4%), przy zadłużeniu kraju na poziomie nieco ponad 80% w relacji do PKB. W ślad za obniżkami tarif za energię i wzrostem wynagrodzeń pobudzi to popyt wewnętrzny, co spowoduje wzrost PKB do ok. 2% z ok. 1% w 2013. Węgry nadal pozostają krajem o wysokim ryzyku osłabienia waluty jak również ryzyka politycznego związanego z działaniami rządu w stosunku do prywatnych przedsiębiorstw –

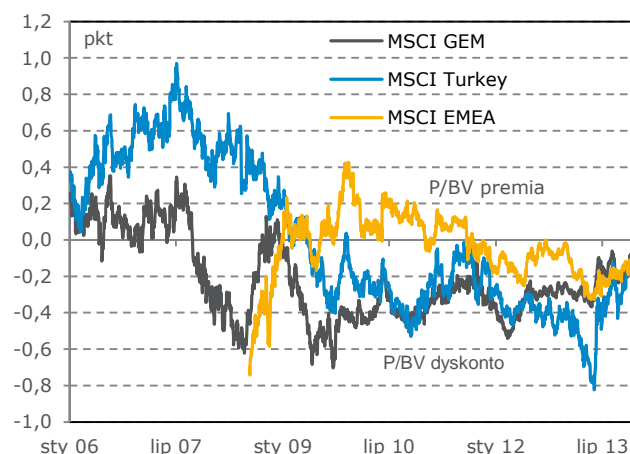
szczególnie banków.

Mniejsze kraje regionu (Rumunia, Bułgaria, Chorwacja, kraje Północnej Afryki) w 2014 roku zanotują relatywnie słaby wzrost gospodarczy (na poziomie ok. 2%, m.in. ze względu na wysoką ekspozycję na kraje peryferyjne Europy i słaby kapitałowo sektor bankowy), co przy głębokości ich rynku kapitałowego nie stanowi alternatywy dla rynku polskiego.

Wyceny polskich akcji już nie tak atrakcyjne (w oparciu o indeksy MSCI)

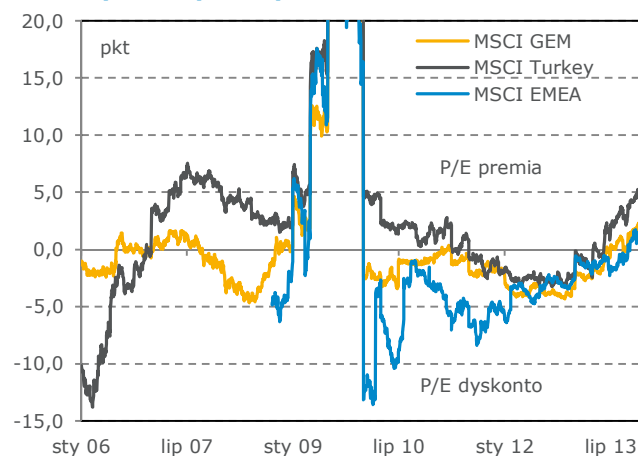
Ostatnio lepsze zachowanie się polskich akcji w porównaniu z innymi rynkami wschodzącymi spowodowało, że dotychczasowe dyskonta zostały zmniejszone lub tak jak na wskaźniku P/E(12M) Polska po raz pierwszy od 2008 roku notuje premię do GEM. W analizie tej mniejsze znaczenie ma ocenianie wartości samych wskaźników (różny skład sektorowy), co pokazanie wzajemnych relacji pomiędzy indeksami dziś i w ujęciu historycznym. Średnie P/E(12M) dla indeksu MSCI Poland to obecnie 13,3, P/BV wzrosło do 1,35 pkt. Analogicznie indeks MSCI GEM to odpowiednio: 11,7 i 1,49 a dla MSCI EMEA: 13,3 i 1,62. Wzajemne relacje historycznie pokazują poniższe wykresy.

Różnica wartości wskaźnika P/BV dla indeksu MSCI Poland (wart. 0) a innymi indeksami MSCI



Źródło: Bloomberg

Różnica wartości wskaźnika P/E dla indeksu MSCI Poland (wart. 0) a innymi indeksami MSCI

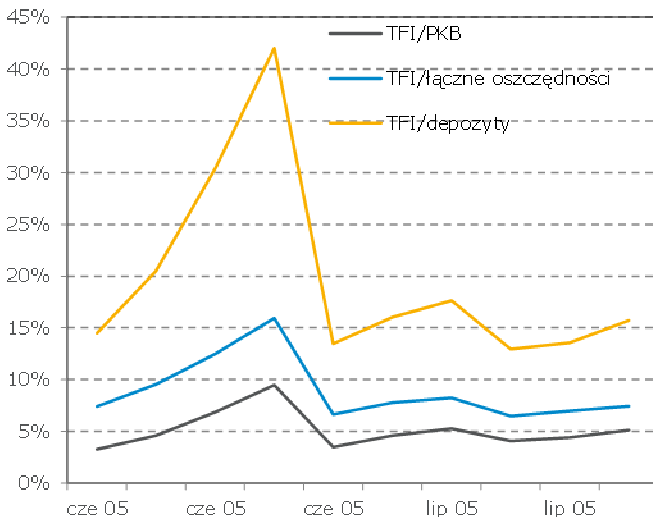


Źródło: Bloomberg

Napływy nowego kapitału do TFI – 2013 to duże rozczarowanie

Pomimo rekordowo niskiego oprocentowania depozytów, poprawiającej się sytuacji gospodarczej i dobrych wyników zarządzania aktywami skala napływu środków do funduszy akcyjnych i mieszanych w minionym roku była rozczarowująca. Z danych analizy.pl wynika, że na koniec listopada aktywa zarządzane przez TFI wynosiły łącznie 161 mld PLN, z czego 33 mld PLN alokowane były w funduszach akcyjnych (20,5% wszystkich funduszy) a 22 mld PLN w funduszach mieszanych (13,6% wszystkich funduszy). Aż 66% aktywów stanowiły fundusze dłużne, pieniężne i pozostałe (głównie FIZ). W ciągu roku wartość aktywów tej ostatniej grupy zwiększyła się o 23 mld PLN. W przypadku funduszy akcyjnych i mieszanych wzrost wyniósł 13 mld PLN, z czego wzrost o ok. 8 mld PLN można przypisać wzrostowi cen akcji. Napływ nowego kapitału w tej grupie funduszy można szacować zaledwie na ok. 4,8 mld PLN, co stanowi 0,8% depozytów zgromadzonych przez gospodarstwa domowe.

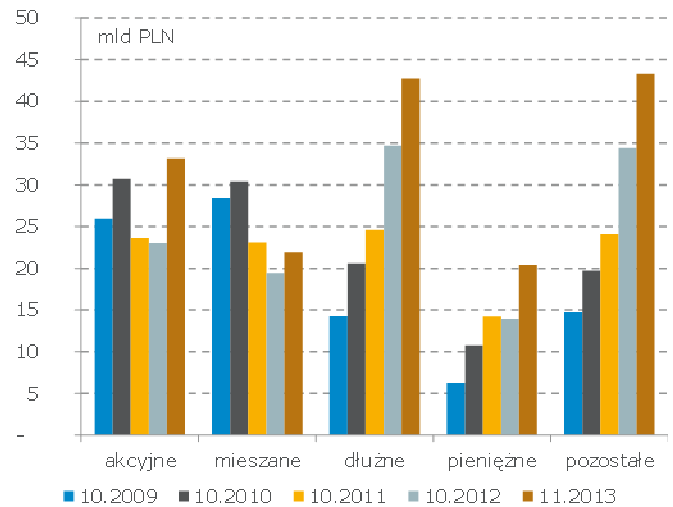
Udział oszczędności GD alokowanych w TFI w relacji do PKB, łącznych oszczędności i depozytów



Źródło: portal Analizy.pl, NBP, Dom Maklerski mBanku

Mały napływ kapitału do funduszy akcyjnych negatywnie zaskakuje szczególnie w kontekście stopy zwrotu za ostatnie 12 miesięcy poszczególnych typów funduszy. Na koniec grudnia średnia stopa zwrotu funduszy akcyjnych (uniwersalnych) wynosiła +11,2% r/r (jeszcze na koniec listopada przekraczała 20%). Dla funduszy zrównoważonych było to +4,2% r/r. W przypadku funduszy notujących największe przyrosty aktywów zaledwie +3,2% r/r w funduszach pieniężnych i 1,9% r/r dłużnych.

Aktywa TFI w rozbiciu na kategorie funduszy



Źródło: portal Analizy.pl

Potencjał do przepływu oszczędności z depozytów do funduszy inwestycyjnych jest naszym zdaniem bardzo duży o czym świadczy analiza struktury oszczędności gospodarstw domowych (GD). W ciągu roku ten potencjał powinien się przenosić na realne działania oszczędzających. Na koniec września 2013 (najnowsze dane z analizy.pl) oszczędności GD alokowane w TFI to 85 mld PLN, z czego jak już pisaliśmy większość lokowana w funduszach z małym ryzykiem. W relacji do wielkości zgromadzonych depozytów (539 mld PLN) to zaledwie 15,4%, a w łącznych oszczędnościach 7,3%. Dla porównania w rekordowym 2007 roku, przy łącznych depozytach gospodarstw na poziomie 263 mld PLN, udział oszczędności GD zarządzanych przez TFI (110 mld PLN) stanowił aż 42% tych depozytów i 15,9% wszystkich oszczędności. Należy podkreślić, że w 2007 roku fundusze akcyjne i mieszane stanowiły ponad 70% aktywów TFI, obecnie ta proporcja jest odwrócona na rzecz funduszy dłużnych i pieniężnych. Rok 2007 był oczywiście wyjątkowy i trudno oczekiwać, że podobne „szaleństwo” powtórzy się (banki nie mają już takiej nadpłynności), jednak porównanie obecnych proporcji także do lat 2005-6 (wykres poniżej, okres dojrzałej fazy cyklu) wskazuje na znaczący potencjał dla *great rotation* również w polskim wydaniu.

W 2014 oczekujemy, że napływ środków do funduszy akcyjnych zdecydowanie zwiększy się (przekroczy 10 mld PLN, tj. 2% zgromadzonych depozytów). Będzie to efekt następujących czynników: i) zmiana nastawienia banków na produkty o wyższej marżowości, ii) kolejny rok z wysoką stopą zwrotu, iii) coraz bardziej pozytywny sentyment konsumentów (wykres sentymentu konsumentów na tle napływów do TFI), iv) słabnąca pamięć o stratach poniesionych w poprzednim cyklu.

Czynnikiem ograniczającym wpływ tego trendu na GPW, jest relatywnie niska płynność krajowego rynku a właściwie małych i średnich spółek. Spowoduje to, że coraz większa część środków będzie alokowana na rynkach zagranicznych.

Wpływ OFE na ceny akcji

W 2013 roku reforma OFE i ryzyka związane z jej wpływem na wielkość podaży akcji była jednym z kluczowych czynników, który przesądził o relatywnie słabym zachowaniu się polskiego rynku akcji. W ostatnich tygodniach wybrane fundusze emerytalne sprzedawały akcje zmuszone do tego koniecznością przekazania do ZUS z dniem 3 lutego 2014, 51,5% aktywów (wg wyceny na dzień 31 stycznia) w postaci obligacji skarbowych, BGK lub

Szacunkowa wartość aktywów OFE na początek lutego 2014

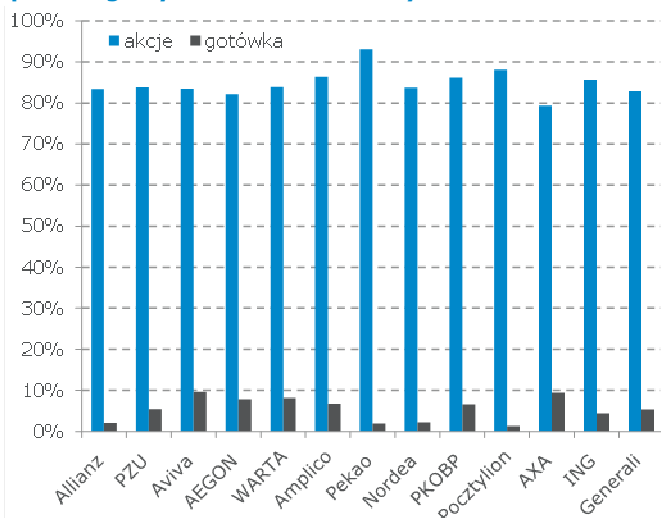
(mld PLN)	Aktywa OFE	Aktywa transferowane do ZUS				Aktywa pozostałe w OFE		
	na 31.01**	łącznie	obl. SP	inne obl.*	gotówka	gotówka	akcje	inne aktywa
Allianz	9,0	4,6	4,1	0,5	0,00	0,09	3,6	0,6
PZU	39,6	20,4	14,5	5,1	0,83	1,04	16,1	2,1
Aviva	65,9	33,9	27,0	5,0	1,99	3,07	26,7	2,2
AEGON	12,5	6,4	5,4	0,5	0,58	0,47	5,0	0,6
WARTA	4,0	2,0	1,8	0,5	0,00	0,16	1,6	0,2
Amplico	23,7	12,2	10,6	1,1	0,47	0,78	9,9	0,8
Pekao	4,5	2,3	2,0	0,3	0,00	0,04	2,0	0,1
Nordea	13,4	6,9	5,9	1,1	0,00	0,15	5,4	0,9
PKO BP	13,0	6,7	6,3	0,7	0,00	0,42	5,4	0,5
Pocztalio	5,6	2,9	2,5	0,4	0,00	0,04	2,4	0,3
AXA	18,4	9,5	8,6	1,0	0,00	0,84	7,1	1,0
ING	71,3	36,7	30,3	0,9	5,50	1,53	29,6	3,4
Generali	14,8	7,6	7,1	0,9	0,00	0,39	6,0	0,8
ŁĄCZNI	295,7	152,3	126,0	18,2	9,37	9,01	120,8	13,5

*obligacje emitowane przez BGK, samorządy, ** aktywa skorygowane o zmianę WIG (grudzień'13 – styczeń'14 = 49800) oraz transfer z ZUS – 800 mln PLN
Źródło: DM mBanku SA na podstawie raportów PTE

gotówki. Naszym zdaniem ten czynnik nie miał dla rynku akcji aż tak negatywnego efektu jak spekulacja inwestorów krótkoterminowych wyprzedzających oczekiwane działania OFE.

Według naszych szacunków obecnie OFE nie muszą sprzedawać akcji. Poszczególne fundusze posiadają wystarczające środki, żeby transferować 51,5% aktywów do ZUS. Powyżej znajduje się zestawienie szacowanej wartości aktywów poszczególnych OFE na koniec stycznia 2014. Do szacunku przyjęliśmy wartość poszczególnych klas aktywów na koniec grudnia 2013, skorygowaliśmy ją o niższą wycenę portfela akcyjnego wynikającego ze spadku WIG (49 800 pkt. vs. 51 284 pkt. na koniec grudnia) oraz oczekiwany transfer 800 mln PLN styczniowej składki z ZUS (alokowanej zgodnie z udziałem w łącznych aktywach). Zgodnie z ustawą do OFE oprócz obligacji Skarbu Państwa (SP) i obligacji emitowanych przez BGK trafią papiery dłużne gwarantowane przez SP. W pozycji „inne obligacje” uwzględniliśmy obligacje BGK i samorządowe na łączną kwotę 18,2 mld PLN. W wycenie papierów dłużnych z gwarancją SP na dzień 3 września była to kwota 20,2 mld PLN – o taką różnicę nasze szacunki mogą być nieprecyzyjne. Jest to jednak różnica na korzyść OFE.

Szacunkowy udział akcji i gotówki w aktywach poszczególnych OFE na koniec stycznia 2014



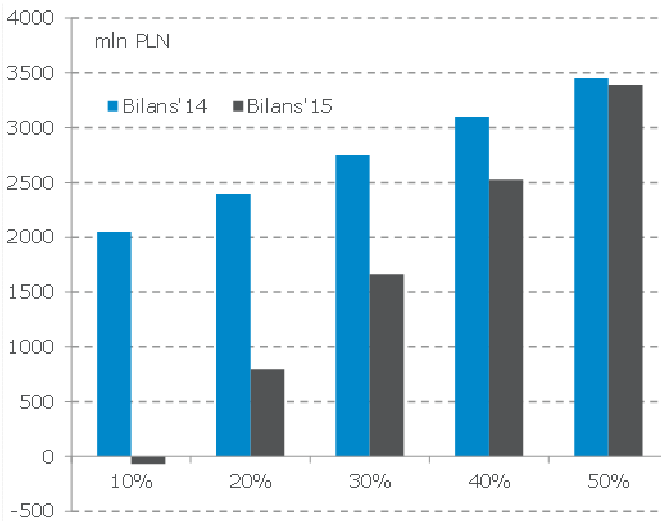
Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

W uproszczeniu, przy założeniu niezmiennego poziomu WIG (49 800 pkt), niedokonywaniu żadnych inwestycji i po transferze 51,5% aktywów do ZUS, na początku lutego udział akcji w portfelach OFE wyniesie 84,3% a gotówki 6,3%. Przypominamy, że ustawa zakłada minimalne progi zaangażowania OFE w akcje (min. 75% wartości aktywów do końca 2014 r.; 55%/2015 r.; 35%/2016 r.; 15%/2017 r.).

Kolejną odsłoną reformy będzie składanie deklaracji uczestników OFE o pozostaniu w OFE lub przeniesieniu nowych składek do ZUS (kwiecień-lipiec). Kluczowe pozostaje oczywiście to, jaka część ubezpieczonych pozostanie w OFE. Pesymistyczne szacunki zakładają nawet przesunięcie 90% składki do ZUS. Jak będą wyglądać przyszłe napływy/odpływy z OFE w zależności od tego ile osób pozostanie w OFE? Po stronie napływów do końca lipca, na starych zasadach OFE powinny otrzymać z ZUS jeszcze ok. 4,8 mld PLN. Szacujemy, że z tytułu dywidend w całym roku wpłynie do funduszy kwota 1,3 mld PLN. Zakładając, że w OFE pozostanie 10% osób (de facto osób reprezentujących 10% dotychczasowych składek), do OFE powinno trafić jeszcze 350 mln PLN. Przy założeniu 50% osób jest to kwota 1,75 mld PLN. po stronie odpływów szacunki Ministerstwa mówią o tym, że z tytułu „suwaka” (przesunięcie aktywów osób mających 10 lat do emerytury) z OFE do ZUS trafi 4,4 mld PLN. Ostatecznie daje to kwotę napływu środków między 2 mld PLN (dla 10% osób pozostających w OFE), a 3,5 mld PLN (dla 50% osób). W roku 2015 zakładając wzrost dywidend o 5%, składki miesięcznej o 3% (wzrost wynagrodzeń), ale obniżenia odpływów z tytułu suwaka do 2,3 mld PLN (szacunki Ministerstwa) OFE notują odpływy netto na poziomie 70 mln PLN dla 10% osób i napływu w kwocie 3,4 mld PLN jeżeli połowa osób zadeklaruje chęć pozostania w OFE.

Wypełnienie deklaracji między kwietniem a lipcem pozwala również zmienić fundusz emerytalny. Ubezpieczony będzie musiał wpisać w formularzu czy chce, żeby przyszłe składki były kierowane do dotychczasowego OFE, czy innego z listy. Oznacza to, że przy zachowaniu gotówkowej formy przekazania środków do innego OFE, w sierpniu 2014 nastąpić może znaczący przepływ członków pomiędzy funduszami. Dotychczas Polacy byli bierni jeśli chodzi o zmianę funduszy. Konieczność świadomego wyboru funduszu (nawet wpisanie tego samego jest takim wyborem) może prowadzić do tego, że część osób zdecyduje się na zmianę. W przypadku transferów członków fundusze „rozliczają się netując wartość wzajemnych przepływów”. W przypadku dużej rotacji członków istnieje ryzyko, że część funduszy (słabiej ocenianych przez swoich klientów) będzie potrzebowała znaczącego poziomu wolnych środków, żeby umożliwić ich przepływ do innego funduszu. Na dziś trudno ocenić skalę zjawiska.

Szacowane napływy/odpływy środków w OFE w zależności od wyniku składanych deklaracji



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Jak zachowują się OFE? Reforma OFE może oznaczać zwiększoną podaż akcji ze strony OFE w spadkowym cyklu koniunkturalnym, w przeciwieństwie do sytuacji jaką obserwowaliśmy w ostatnich latach kiedy OFE stabilizowały rynek dokupując akcji. Czy w najbliższych miesiącach OFE zaczną zmniejszać zaangażowanie w akcje sprzedając je? Naszym zdaniem nie. Biorąc pod uwagę pozytywny scenariusz dla gospodarki a w ślad za nim dla rynku akcji uważamy, że OFE utrzymają wysoki udział ryzykownych aktywów. Teraz w interesie funduszy jest jak najlepsza stopa zwrotu, bo ona może przekładać się na decyzję uczestników systemu o pozostaniu lub nie w prywatnym trzecim filarze. OFE mogą to osiągnąć, kiedy WIG będzie wyższy. To zasadniczo inna sytuacja niż ta z którą mieliśmy do czynienia w ostatnich tygodniach, kiedy wzrost WIG powodował, że nominalnie większa część aktywów docelowo trafiała do ZUS.

Podaż akcji ze strony Skarbu Państwa i sektora prywatnego

W 2013 roku przychody Skarbu Państwa z prywatyzacji sięgną kwoty ok. 4,5 mld PLN, wstępne założenia na 2014 przewidują osiągnięcie wpływów na poziomie 3,7 mld PLN.

Michał Marczałak
tel. +48 22 697 47 38
michal.marczak@mdm.pl

Sektory w 2014

Banki

- Wraz z poprawiającymi się perspektywami makroekonomicznymi zmieniamy nasze neutralne nastawienie dla sektora bankowego do pozytywnego oraz oczekujemy znaczącej poprawy wyników w latach 2014-15P.
- Oczekujemy, iż poprawa nastąpi głównie dzięki rosnącym wolumenom (Polska), niższemu kosztowi ryzyka (banki regionalne) oraz bardziej konserwatywnej polityce kosztowej.
- W przeciągu ostatnich 6 miesięcy oczekiwania rynku odnośnie zysku netto poprawiły się o 7,9%, ale jedynie dzięki wzrastającemu optymizmowi co do wyników polskiego sektora bankowego (+19,5%) przy spadku oczekiwań dla banków regionalnych (-2,2%).
- Rynek oczekuje poprawy wyników na poziomie 25% dla roku 2014 oraz 19,6% dla 2015. Nasze prognozy są w dużej mierze zgodne z oczekiwaniami rynku pozostając 3,1% poniżej konsensusu na 2014 rok ale 2,0% powyżej na 2015.
- Kluczowe rekomendacje: PKO BP (kupuj), RBI (kupuj), ING BSK (kupuj) oraz Komercyjnego Banka (redukuj).

Chemia

- Niekorzystny bilans na rynku zbóż (efekt rekordowych zbiorów) wywierający presję na ceny ziarna przekłada się bezpośrednio na spadek siły zakupowej rolników i obniżanie notowań oraz wolumenów sprzedaży nawozów.
- Kilkuletnia koniunktura na rynku agrochemicznym zaowocowała szeregiem inwestycji w nowe moce, które w ostatnich miesiącach są głównym powodem nadpodaży na rynku mocznika (sięga ona nawet 10% globalnego popytu). Spadek cen napędza dodatkowo obniżany podatek eksportowy w Chinach.
- Rynek sody systematycznie się odbudowuje po stronie popytowej, a dokonane w ubiegłym roku zamknięcia kilku fabryk wyraźnie poprawiły bilans mocy, co sprzyja podwyżkom cen w kontraktach.
- Kluczowe rekomendacje: ZA Puławy (redukuj), Police (sprzedaj), Ciech (akumuluj).

Paliwa

- Oczekiwana poprawa marż rafineryjnych jako pochodna stabilnych cen ropy, korzystnych tendencji po stronie popytowej i powrotu globalnych przestojów remontowych do standardowych wzorców sezonowych.
- Wsparciem dla rentowności przerobu powinien być również wyższy dyferencjał Ural/Brent (zwiększona dostępność ropy ciężkiej z Rosji, Iraku i Iranu), a także oczekiwane zawężenie spreadu Brent/WTI (uwolnienie wąskich gardeł w logistyce), które poprawi konkurencyjność rafinerii w Europie.
- Lokalne rafinerie powinny korzystać ze spadających kosztów biopaliw, rosnącej premii lądowej oraz wysokich marż detalicznych, zarówno na poziomie paliw jak i sprzedaży pozapaliwowej.
- Postępująca liberalizacja rynku gazu i udostępniane nowe kanały importowe powinny sprzyjać spadkom cen, co w połączeniu z oczekiwaną presją na giełdowe notowania surowca w całym regionie (odpowiedź na spadający popyt z energetyki) będzie stanowić problem dla PGNiG.
- Kluczowe rekomendacje: PKN Orlen (kupuj), MOL (kupuj).

Energetyka

- Ceny energii wciąż utrzymują się na lokalnych minimach, ale oczekujemy że w drugiej połowie roku wraz z rosnącym popytem bilans rynku powinien zacząć się

zacieśniać i możliwe jest odbicie notowań.

- Dodatkowym wsparciem dla wytwórców może być w kolejnych kwartałach rynek CO₂, gdzie po osiągnięciu konsensusu w sprawie backloadingu możliwe są kolejne kroki uzdrawiające system ETS.
- Segment dystrybucji mimo znacznie niższego WACC powinien co najmniej utrzymać wyniki z roku 2013. Dobrych rezultatów oczekujemy również w obszarze detalicznym, choć w stosunku do rekordowego roku ubiegłego zaobserwujemy pogorszenie marż.
- W takim otoczeniu rynkowym w pierwszym półroczu wciąż zalecamy inwestowanie w spółki bardziej eksponowane na obszary regulowane. Szukanie okazji wśród wytwórców będzie wskazane dopiero w drugiej połowie roku.
- Kluczowe rekomendacje: Enea (kupuj), Tauron (kupuj).

Media i IT

- Ożywienie na globalnym rynku reklamy i dynamika PKB dla Polski na poziomie 3,5% w 2014 r. powinna przełożyć się na odbicie w reklamie ogółem R/R na poziomie 3,7%. W rozbiciu na segmenty wzrostów oczekujemy w Internecie oraz w reklamie TV (+4,9% R/R), spadać w dwucyfrowym tempie będzie reklama w prasie, co wiąże się z dalszymi znacznymi spadkami rozpowszechniania płatnego polskich dzienników ogólnopolskich
- Nowa ustawa medialna, zgodnie z którą obecny abonament RTV ma zastąpić opłata audiowizualna, będzie wspierać komercyjnych nadawców TV (więcej misyjnego kontentu w TVP przełoży się na mniejsze zainteresowanie reklamodawców).
- Na mniej zurbanizowanych terenach Polski operatorzy sieci komórkowych będą świadczyć usługi internetowe, na które popyt rośnie dynamicznie (ruch w Internecie zwiększył się 10x w latach 2013-19).
- Nasycenie usługami zintegrowanymi w Polsce wynosi 28%, podczas gdy w UE sięga 43%. Ze względu na infrastrukturę w kraju z usług zintegrowanych korzystają głównie konsumenci z terenów miejskich. Wraz z rozwojem Internetu mobilnego dysproporcje powinny zanikać.
- Oczekujemy nieznacznego odbicia w segmencie oprogramowania rynku IT w 2014 r., zainteresowaniem cieszyć się będą systemy bilingowe, systemy CRM, oprogramowanie w formie SaaS, systemy dla transportu i medycyny. Popyt będą wspierać także środki unijne, jednak ich wpływ na wyniki spółek z sektora pojawi się w 2015 r.
- Segment dystrybucji IT będzie w dalszym ciągu poprawiać wyniki, głównie dzięki kontynuacji boomu na smartfony i tablety, dalszej konsolidacji rynku, rosnących udziałów eksportu i wprowadzania marek własnych.
- Kluczowe rekomendacje: Cyfrowy Polsat (kupuj), TVN (kupuj).

Surowce

- Spadające zapasy miedzi na giełdach (-420 tys. do 508 tys. ton, niski poziom odpowiadający 3,1 tygodnia światowej konsumpcji), rosnące premie przerobowe w Azji, rosnący import Chin (przy 7% wzroście PKB prognozy mówią o 4,5-6% wzroście importu w 2014), mniejszy niż oczekiwano (400 tys. ton) wzrost podaży z nowych projektów – to obraz rynku miedzi na przełomie roku. Fundamentalnie obraz ten jest lepszy niż oczekiwano jeszcze kilka miesięcy temu.
- Optymistyczne założenia dotyczące wzrostu podaży metalu po raz kolejny okazują się „przestrzelone”. Uważamy, że tak będzie również w roku 2014 (oczekiwania: ponad 600 tys. ton nadpodaży). To pozytywny scenariusz który nie jest wyceniony przez inwestorów. W prognozie KGHM zakładamy

średnioroczny poziom 7100 USD/t, widzimy tu jednak potencjał do podwyżki prognoz. To nasz *top peak* w sektorze.

- Umorzenia z funduszy ETF w ciągu roku będą wygasły, co przy silnym wzroście popytu z sektora jubilerskiego i kolekcjonerskiego zahamuje dalszy spadek cen złota. W przypadku srebra wraz z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego oczekujemy wzrostu popytu na metal z sektora przemysłowego. W efekcie oczekujemy, że w połowie roku ceny złota ukształtują się na poziomie 1400 USD/troz a srebra 21 USD/troz vs. obecnie 1250 i 20 USD/troz.
- W końcówce 2013 roku ceny spotowe węgla koksowego typu hard w portach australijskich (FOB DBCT) spadły do poziomu zaledwie 135 USD/t. Ceny referencyjne na pierwszy kwartał BHP Billiton i Anglo American wynoszą 143 USD/t (-6% q/q), co jest najniższym poziomem od 2009 roku. Zapowiada to bardzo słaby początek roku w JSW.
- W ostatnich miesiącach 2013 roku zarówno w Azji, Europie a także w Polsce produkcja stali ponownie zaczęła rosnąć. Dalsze przyspieszenie wzrostu gospodarczego powinno ten efekt umocnić w 2014. Podobnie jak miało to miejsce w poprzednim cyklu, ceny węgla koksowego zaczynały rosnąć w stosunku do początku ożywienia w sektorze stalowym z ok. 9M opóźnieniem. Oczekujemy, że w 2H2014 ceny węgla koksowego typu hard zaczną ponownie rosnąć do 175 USD/t.
- Perspektywa dla stali szczególnie dobrze wygląda w Polsce, gdzie oczekujemy znaczącego wzrostu inwestycji w tym przede wszystkim inwestycji infrastrukturalnych, które będą zasysać coraz większe wolumeny z hut. JSW może liczyć na premie geograficzną. Spółka jest tania, kwestią pozostaje tylko czy czekać na słabe wyniki 1Q czy już dziś kupić akcje. Naszym zdaniem warto poczekać.
- Wzrost zużycia węgla energetycznego w USA ogranicza poziom eksportu, niskie ceny emisji CO₂ zwiększają popyt na produkcję energii z węgla w UE, silnie rośnie popyt z Japonii (zamykając elektrownie atomowe, używała wytwarzania bazującego na drogim gazie i ropie teraz systematycznie przechodzi na tańszy węgiel), spadające zapasy w portach chińskich, ale z drugiej strony rosnąca podaż z Australii i Indonezji. Perspektywa na 2014 jest jednak umiarkowanie pozytywna. Oczekujemy, że ceny węgla energetycznego w ARA wzrosną w drugim półroczu 2014 roku do ok. 90 USD/t.
- Ceny węgla w kraju nie spadną tak jak można było tego oczekiwać jeszcze w połowie ur. Ceny węgla importowanego nie stwarzają obecnie tak dużej presji na rynek krajowy, a największy krajowy producent nie może sobie pozwolić na dalsze obniżki. Momentum cenowe w ciągu roku powinno odwracać się na pozytywne. Akcje LW Bogdanka z potencjałem wzrostowym.

Przemysł

- Oczekujemy wzrostowych wolumenów sprzedaży w 2014 roku w rezultacie spodziewanej pozytywnej dynamiki wzrostu konsumpcji prywatnej (+2,6% r/r vs. 0,8% w 2013 roku) oraz rosnących inwestycji (+6,8% r/r vs. +0,8% w 2013 roku). O ile w 2013 roku polscy eksporterzy korzystali ze sprzyjającego kursu walutowego (EUR/PLN) oraz poszukiwaniu przez zachodnioeuropejskich producentów tańszych poddostawców, to naszym zdaniem w 2014 roku dynamika sprzedaży z eksportu powinna być niższa (głównie w efekcie aprecjacji PLN do EUR o średnio 6,4% r/r). Oczekujemy natomiast rosnących wolumenów w sprzedaży krajowej, a wśród spółek korzystających z takiego scenariusza preferowalibyśmy Berling, Cognor,

ES-System, Ferro, Izostal, Libet, Pozbud i Tarczyński.

- Po stronie kosztowej na wyniki spółek przemysłowych pozytywny wpływ powinny mieć stabilne ceny gazu ziemnego (+1,5% r/r) oraz spadające ceny energii elektrycznej (od 6% do 11% r/r). Nie oczekujemy wysokiej presji płacowej po stronie pracowników (około +3,5% r/r), co wynika z wczesnej fazy odbicia gospodarczego. Stabilne ceny surowców, powodowane przez wychodzenie przez USA z luzowania polityki pieniężnej, powinny utrzymywać koszty produkcji na niskich poziomach. Zdobyte w 2H'13 zamówienia umożliwią spółkom na nieznaczne podwyższenie cen produktów w 2014 roku.
- Umacniająca się PLN do EUR (o średnio 6,4% r/r) negatywnie wpływać będzie na rentowność eksporterów. Spodziewamy się, że po istotnych wzrostach wycen eksporterów w 2013, w 2014 roku dla akcji wielu z nich nadejdzie czas na realizację zysków.
- Według naszych prognoz spółki przemysłowe (z coverage i spoza) zakończą 2014 rok zadłużeniem netto do EBITDA na poziomie 0,4x (mediana 1,0x na koniec 2013 roku). Spodziewamy się, że wiele spółek może w 2014 roku zdecydować się na dokonanie akwizycji obecnych na rynku podmiotów (najwyższe prawdopodobieństwo przejęcia znajdujemy w ACE, Amica, Alchemii, Apatorze, BSC Drukarni, Boryszewie, Hydrotorze, Forte, Famurze, Polskiej Grupie Odlewniczej, Zamecie i Zetkampie). Obiektem przejęcia mogą naszym zdaniem być takie spółki jak ES-System, Kruszwica, LZMO, Orzeł Biały, czy PKM Duda.
- Analizowane przez nas spółki przemysłowe (z coverage i spoza) są obecnie na 2014 rok wyceniane z 25-27% dyskontem na wskaźniku P/E'14 do spółek z indeksu MSCI Industrial dla Świata i Europy. A w przypadku EV/EBITDA'14 z 19%-29% dyskontem. Według naszych prognoz wynik netto spółek przemysłowych w 2014 roku wzrośnie o 25% r/r (mediana), a EBITDA o 15% r/r (mediana). To z kolei powodować będzie, że przy bieżących cenach mediana wskaźnika P/E'14 wyniesie 11,8x, a EV/EBITDA'14 7,2x. Wśród spółek z wycenami poniżej mediany preferowalibyśmy Amicę, Ergis, Hydrotor, Kruszwicę, Mercor, Selenę, Relpol, Seco Warwick, Vistal i Zetkamę.
- Z coverage na pierwszą połowę roku preferujemy Impexmetal (pod wzrost wyników i duże dyskonto do spółek porównywalnych), Tarczyński (pod poprawę wyników na skutek spadających cen mięsa) oraz Famur i Kopex (pod spodziewane połączenie spółek). Na cały rok przeważamy Astartę i Kernel (pod poprawę makro na Ukrainie i powrót sentymentu do spółek z regionu). Sprzedawalibyśmy akcje Alchemii i Rovese, ze względu na wysokie premie do spółek porównywalnych.

Budownictwo

- Większość zdrowych finansowo spółek z branży budowlanej w 2013 r. zwiększyła portfel zamówień: Elektrobudowa (+91% r/r), ZUE (+40%), Erbud (+19%), Unibep (+18%), co wpłynie na wzrost przychodów w 2014 i 2015 r. Zarządy zgodnie deklarują, że jakość posiadanych portfeli zamówień jest lepsza niż przed rokiem, co powinno być odzwierciedlone w poprawie marż w bieżącym roku.
- W analizowanych przez nas spółkach mediana wzrostu przychodów wynosi 11% w 2014 r. i 5% w 2015 r. Mediana wzrostu zysku netto wynosi 39% w 2014 r. i 27% w 2015 r.
- Poprawa otoczenia konkurencyjnego jest widoczna głównie wśród spółek specjalizujących się w budownictwie kubaturowym (Unibep, Erbud), na co wpłynęły: (1) problemy finansowe najsłabszych finansowo firm w branży i trudności w pozyskaniu gwarancji, (2) skłonność prywatnych zamawiających do kierowania się innymi kryteriami niż cena przy wyborze generalnego wykonawcy, (3) szybsza poprawa koniunktury w tym segmencie rynku (rosnące zamówienia z segmentu mieszkaniowego, stabilne z segmentu komercyjnego).
- Wzrost przychodów w spółkach specjalizujących się w budownictwie infrastrukturalnym i energetycznym nastąpi w 2015 r. wraz z uruchomieniem projektów finansowanych z nowej perspektywy budżetowej UE oraz zakończeniem projektowania nowych bloków energetycznych (Budimex, Elektrobudowa).
- W 2014 r. zalecamy przeważanie sektora budownictwa. Potencjał wzrostu widzimy w Unibepie, Elektrobudowie, Erbudzie oraz mniejszych spółkach podwykonawczych (Herkules, Elektrotim).

Deweloperzy

- Rekordowo niskie stopy procentowe oraz wzrost Indeksu Dostępności Mieszkaniowej do poziomu z 2005 r. stworzyły bazę do wzrostu wolumenów i cen sprzedaży mieszkań.
- W Q3 2013 ceny mieszkań zaczęły rosnąć, a wolumeny sprzedaży osiągnęły najwyższy poziom od Q1 2007.
- W Q4 2014 część deweloperów mieszkaniowych zbliżyła się lub przekroczyła historyczne rekordy sprzedaży (np. Robygu, Polnord, Dom Development, LC Corp).
- W 2014 r. spodziewamy się dalszej poprawy otoczenia konkurencyjnego dla deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW. Będzie to wynikać z: (1) utrzymującego się środowiska niskich stóp procentowych, (2) poprawy na rynku pracy, (3) złagodzenia polityki kredytowej banków - częściowo zneutralizowanego nowelizacją Rekomendacji S, (4) wejścia w życie rządowego programu wsparcia zakupu mieszkań - Mieszkanie dla Młodych, (5) uruchomienia Funduszu Mieszkań na Wynajem, (6) ograniczenia podaży mieszkań przez najsłabsze podmioty w branży w następstwie wejścia w życie ustawy deweloperskiej.
- W 2014 r. utrzyma się wysoki poziom aktywności deweloperów komercyjnych, powodujący presję na spadek czynszów. Marże na nowych projektach są jednak wysokie, a kluczowe spółki w sektorze (GTC, Echo Investment, Capital Park) posiadają atrakcyjne projekty inwestycyjne, które będą realizowane w 2014 r.
- Wyceny wielu deweloperów (szczególnie komercyjnych) znajdują się poniżej wartości księgowej: Capital Park (P/BV=0,56x), P.A. Nova (0,63x), GTC (0,79x), Echo Investment (0,91x), Polnord (0,22x), LC Corp (0,68x).
- W 2014 r. zalecamy przeważanie deweloperów mieszkaniowych i komercyjnych. Największy potencjał widzimy w Robygu, LC Corp, Capital Park i Echo Investment.

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

AGORA

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	9,10
WIG w dniu rekomendacji	50605,74

ALCHEMIA

rekomendacja	Redukuj	Sprzedaj
data wydania	2013-08-06	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	4,02	4,02
WIG w dniu rekomendacji	47579,87	47579,87

ASSECO POLAND

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2013-10-15	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	49,00	45,60
WIG w dniu rekomendacji	52520,91	50605,74

ASTARTA

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2013-05-06	2013-06-05	2013-07-18	2013-08-06	2013-09-09	2013-10-04	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	50,50	60,05	64,65	72,68	64,01	70,38	65,50
WIG w dniu rekomendacji	43991,51	47620,68	46287,08	48458,44	46717,04	50982,03	50605,74

BORYSZEW

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2013-07-01	2013-10-04	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	0,40	0,55	0,49
WIG w dniu rekomendacji	44747,79	50982,03	50605,74

BUDIMEX

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2013-07-19	2013-11-06	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	94,00	130,00	132,00
WIG w dniu rekomendacji	46221,23	53504,47	50605,74

BZ WBK

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2013-06-05	2013-07-01	2013-08-06	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	291,50	280,00	326,50	380,40
WIG w dniu rekomendacji	47620,68	44747,79	48458,44	50605,74

CAPITAL PARK

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	5,20
WIG w dniu rekomendacji	50605,74

CEZ

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2013-06-12	2013-09-09	2013-10-04	2013-11-06	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	91,98	76,90	78,85	88,20	77,31
WIG w dniu rekomendacji	48324,52	46717,04	50982,03	53504,47	50605,74

CINEMA CITY

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2013-08-12	2013-11-06	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	31,00	32,90	35,00
WIG w dniu rekomendacji	49125,36	53504,47	50605,74

DOM DEVELOPMENT

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2013-05-06	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	32,90	49,40
WIG w dniu rekomendacji	43991,51	50605,74

ECHO

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2013-06-12	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	6,72	6,15
WIG w dniu rekomendacji	48324,52	50605,74

ELEKTROBUDOWA

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2013-07-19	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	137,70	118,10
WIG w dniu rekomendacji	46221,23	50605,74

ENEA

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2013-06-12	2013-12-06	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	14,38	16,00	12,55
WIG w dniu rekomendacji	48324,52	52597,13	50605,74

ERBUD

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2013-06-05	2013-07-19	2013-08-06	2013-09-09	2013-10-04	2013-11-06	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	16,80	20,40	23,20	20,20	24,55	31,43	32,76
WIG w dniu rekomendacji	47620,68	46221,23	48458,44	46717,04	50982,03	53504,47	50605,74

ERSTE BANK

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	28,59
WIG w dniu rekomendacji	50605,74

FAMUR

rekomendacja	Sprzedaj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2013-06-05	2013-06-10	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	5,40	5,45	5,20
WIG w dniu rekomendacji	47620,68	48209,65	50605,74

GETIN NOBLE BANK

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2013-06-05	2013-07-01	2013-10-04	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	1,86	1,86	2,43	2,84
WIG w dniu rekomendacji	47620,68	44747,79	50982,03	50605,74

GTC

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2013-06-12	2013-09-09	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	9,14	6,75	7,51
WIG w dniu rekomendacji	48324,52	46717,04	50605,74

HANDLOWY

rekomendacja	Trzymaj	Sprzedaj	Akumuluj
data wydania	2013-07-01	2013-10-04	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	93,00	111,05	105,00
WIG w dniu rekomendacji	44747,79	50982,03	50605,74

IMPEXMETAL

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	3,40
WIG w dniu rekomendacji	50605,74

ING BSK

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2013-06-05	2013-07-01	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	94,00	94,66	109,10
WIG w dniu rekomendacji	47620,68	44747,79	50605,74

JSW

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2013-05-21	2013-10-16	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	80,75	69,50	50,73
WIG w dniu rekomendacji	46041,35	52590,73	50605,74

KERNEL

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2013-08-27	2013-11-06	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	48,50	43,99	41,40
WIG w dniu rekomendacji	49818,48	53504,47	50605,74

KĘTY

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2013-12-19	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	215,00	208,40
WIG w dniu rekomendacji	50971,57	50605,74

KGHM

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2013-09-18	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	123,80	114,50
WIG w dniu rekomendacji	49434,46	50605,74

KOMERCNI BANKA

rekomendacja	Redukuj
data wydania	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	4520,00
WIG w dniu rekomendacji	50605,74

KOPEX

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2013-06-05	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	10,70	11,09
WIG w dniu rekomendacji	47620,68	50605,74

LW BOGDANKA

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2013-05-21	2013-12-06	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	120,60	133,00	123,65
WIG w dniu rekomendacji	46041,35	52597,13	50605,74

MILLENNIUM

rekomendacja	Redukuj	Sprzedaj	Trzymaj
data wydania	2013-07-01	2013-10-04	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	5,21	7,36	7,55
WIG w dniu rekomendacji	44747,79	50982,03	50605,74

OTP

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	4440,00
WIG w dniu rekomendacji	50605,74

PEKAO

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Sprzedaj	Trzymaj
data wydania	2013-06-05	2013-07-01	2013-11-06	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	167,00	150,00	190,30	178,80
WIG w dniu rekomendacji	47620,68	44747,79	53504,47	50605,74

PGE

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2013-06-12	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	17,80	16,55
WIG w dniu rekomendacji	48324,52	50605,74

PGNiG

rekomendacja	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2013-05-31	2013-09-09	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	6,19	5,72	4,96
WIG w dniu rekomendacji	47476,64	46717,04	50605,74

PKO BP

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2013-06-18	2013-08-06	2013-09-09	2013-10-04	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	36,10	35,60	35,60	35,60	35,60
WIG w dniu rekomendacji	48131,61	48458,44	46717,04	50982,03	50605,74

RBI

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	26,70
WIG w dniu rekomendacji	50605,74

ROBYG

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	2,23
WIG w dniu rekomendacji	50605,74

ROVESE

rekomendacja	Sprzedaj	Sprzedaj
data wydania	2013-08-06	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	2,06	2,05
WIG w dniu rekomendacji	48458,44	50605,74

TARCZYŃSKI

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2013-07-22	2013-11-14	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	11,74	14,80	14,15
WIG w dniu rekomendacji	46399,74	52681,33	50605,74

UNIBEP

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2013-07-19	2013-10-04	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	7,10	8,33	7,90
WIG w dniu rekomendacji	46221,23	50982,03	50605,74

WORK SERVICE

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2013-05-13	2013-06-05	2013-10-09	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	8,29	9,29	11,02	12,45
WIG w dniu rekomendacji	44895,35	47620,68	50137,88	50605,74

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

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

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Opono, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Opono, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Tarczyński, Capital Park. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP S.A.).

Niniejsza Strategia zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez Dom Maklerski mBanku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Strategii zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 18 Strategii. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Strategii, znajduje się na stronie 18 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym - w ocenie Domu Maklerskiego mBanku S.A. - Strategia nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**DCF** - uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wada jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu**Wskaźnikowa** - opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Michał Marczak

członek zarządu
tel. +48 22 697 47 38
michal.marczak@mdm.pl

strategia, telekomunikacja, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszcz

wicedyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.klischcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski

tel. +48 22 697 47 37
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek

tel. +48 22 697 47 40
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel

tel. +48 22 697 49 64
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybala

tel. +48 22 697 47 01
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Dudziński

dyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz

tel. +48 22 697 48 47
matthias.falkiewicz@mdm.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek

tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski

tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec

tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska

tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski

tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera

tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop

tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej

tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak

dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.

ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl