

wtorek, 2 lutego 2016 | opracowanie cykliczne

Rynek akcji w 2016: strategia inwestycyjna

Rynek akcji, makroekonomia

Nasza ubiegłoroczna strategia zakładała optymistyczny scenariusz dla rynku akcji w Polsce. Co poszło nie tak? Do końca kwietnia WIG20 zwyżkował o 13%. W kolejnych miesiącach dalsze spowolnienie w Chinach, umacnianie się USD i spadek cen surowców wpłynęły na dalsze pogarszanie się sytuacji gospodarczej rynków wschodzących, a w efekcie odpływ kapitału portfelowego obniżając wyceny różnych klas aktywów. Lokalnie, nieoczekiwane zwycięstwo w majowych wyborach prezydenckich A. Dudy i wzrost wyników sondażowych PiS uruchomiły licytacje wyborcze kluczowych partii – pośrednio uderzające w sytuację fundamentalną spółek z GPW (słabsze zachowanie GPW vs. MSCI EM od października).

Od wielu lat przygotowując prognozę roczną nie mieliśmy tak niestabilnej sytuacji: 1) geopolitycznej (konflikty na Bliskim Wschodzie, Ukrainie, kryzys migracyjny w Europie, nasilenie trendów separatystycznych w UE); 2) politycznej w kraju (zmiany polityczne/gospodarcze, których zwieńczeniem jest m.in. obniżenie ratingu przez S&P, obawy o dalszą przyszłość OFE) czy 3) ekonomicznej (FED podwyższa stopy procentowe przy słabnącej gospodarce i wysokich oczekiwaniach co do wzrostu EPS, nadal niestabilna sytuacja w Chinach, pomimo teoretycznie nieograniczonych narzędzi stymulacyjnych). Czynniki te powodują skrócenie horyzontu inwestycyjnego i dużą zmienność na rynkach. Naszym zdaniem ten trend utrzyma się w kolejnych miesiącach.

Obok, tradycyjnie co roku wymienianego, ryzyka gospodarki chińskiej niepokoi słabnące tempo wzrostu gospodarki amerykańskiej, ze szczególnym uwzględnieniem przemysłu. ISM Manufacturing znajdujące się kolejny miesiąc poniżej 49 pkt, spadek wartości nowych zamówień i wykorzystania mocy produkcyjnych, szybki wzrost spreadów HY Bonds i rosnące prawdopodobieństwo bankructw w sektorze wydobywczym, przy silnym USD – momentum makro słabnie, a wraz z nim rośnie prawdopodobieństwo dalszego obniżania prognoz wyników spółek. Naszym zdaniem po lutym/marcu – na fali pogarszającej się sytuacji w amerykańskich przedsiębiorstwach (obniżki ratingów/bankructwa) – indeksy ponownie wejdą w falę spadkową z zasięgiem dla S&P500 nawet do 1600 pkt. To sprowokuje FED do reakcji, wstrzymania dalszych podwyżek i uruchomienia kolejnego programu skupu aktywów.

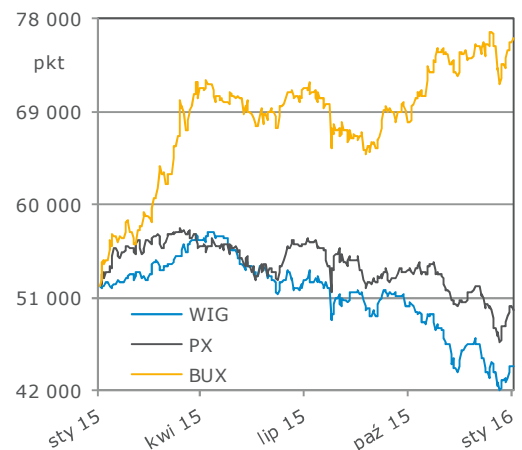
Akcje na GPW w pierwszym półroczu nadal będą znajdować się pod presją sytuacji na rynkach zagranicznych (ryzyka: USA, Chiny) oraz silnego wpływu polityki na wyceny dużych spółek. Naszym zdaniem gros ryzyk lokalnych zostało już przez inwestorów zdyskontowanych, dlatego biorąc pod uwagę dobre perspektywy makro (3,5% wzrost PKB) WIG20 nie powinien już zachowywać się słabiej niż MSCI EM. Przynajmniej w najbliższych kilku miesiącach małe i średnie spółki powinny nadal zachowywać się lepiej niż duże, tym bardziej, że ich wyceny powinny wspierać transakcje przejęć. W kolejnych miesiącach nie oczekujemy istotnej podaży nowych ofert na GPW.

Według prognoz makroekonomistów główną siłą napędową polskiej gospodarki w 2016 roku będzie konsumpcja prywatna, wspierana solidnym rynkiem pracy i polityką fiskalną Rządu oraz sprzedażą na rynki zagraniczne. Najciekawszymi spółkami, które naszym zdaniem dają ekspozycję na taki scenariusz są: 1) eksporterzy: Alumetal, Amica, UNIWHEELS, Ergis; 2) handel: Jeronimo Martins, AmRest; 3) deweloperzy: LC Corp, Robyg, Dom Development (pośrednio Unibep); 4) media: Wirtualna Polska. W perspektywie najbliższych miesięcy – przy nadal dużej niepewności – lepiej od rynku powinny zachowywać się spółki wypłacające wysokie dywidendy: PZU, Asseco Poland, Energa, Elektrotim, Netia, Robyg, Dom Development. W sektorze finansowym w 1H'16 preferujemy banki zagraniczne (Erste, OTP Bank) oraz Kruka.

W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że cena ropy naftowej na koniec roku powróci do poziomu 50 USD, co będzie efektem dopasowania po stronie podaży (bankructwa/redukcja wydobycia). Przy stabilizacji sytuacji gospodarczej Chin to powinno również stymulować napływ kapitału do funduszy surowcowych, a w efekcie wzrost cen metali przemysłowych i szlachetnych.

WIG 44 295
Średnie P/E 2015 13,4
Średnie P/E 2016 11,2
Średni dzienny obrót (3M) 757 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Departament Analiz:

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mdm.pl

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mdm.pl

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	13
3. Statystyki rekomendacji	14
4. Finanse	16
4.1. Alior Bank	16
4.2. BZ WBK	17
4.3. Getin Noble Bank	18
4.4. Handlowy	19
4.5. ING BSK	20
4.6. Millennium	21
4.7. Pekao	22
4.8. PKO BP	23
4.9. Komercni Banka	24
4.10. Erste Bank	25
4.11. RBI	26
4.12. OTP Bank	27
4.13. PZU	28
4.14. Kruk	29
4.15. Prime Car Management	30
4.16. Skarbiec Holding	31
5. Paliwa, chemia	32
5.1. Ciech	32
5.2. Grupa Azoty	33
5.3. Lotos	34
5.4. MOL	35
5.5. PGNiG	36
5.6. PKN Orlen	37
5.7. Polwax	38
5.8. Synthos	39
6. Energetyka	40
6.1. CEZ	40
6.2. Enea	41
6.3. Energa	42
6.4. PGE	43
6.5. Tauron	44
7. Telekomunikacja	45
7.1. Netia	45
7.2. Orange Polska	46
8. Media	47
8.1. Agora	47
8.2. Cyfrowy Polsat	48
8.3. Wirtualna Polska	49
9. IT	50
9.1. Asseco Poland	50
9.2. CD Projekt	51
10. Górnictwo i metale	52
10.1. KGHM	52
10.2. LW Bogdanka	53
11. Przemysł	54
11.1. Elemental	56
11.2. Famur	57
11.3. Kernel	58
11.4. Kęty	59
11.5. Kopex	60
11.6. UNIWHEELS	61
11.7. Vistal	62
12. Budownictwo	63
12.1. Budimex	64
12.2. Elektrobudowa	65
12.3. Erbud	66
12.4. Unibep	67
13. Deweloperzy	68
13.1. Capital Park	69

13.2.	Dom Development.....	70
13.3.	Echo Investment.....	71
13.4.	GTC.....	72
13.5.	Robyg.....	73
14.	Handel	74
14.1.	AmRest.....	74
14.2.	CCC.....	75
14.3.	Eurocash.....	76
14.4.	Jeronimo Martins.....	77
14.5.	LPP.....	78
15.	Inne	79
15.1.	Work Service	79

Rynek akcji

Wielu znanych ekonomistów i strategów twierdzi, że występująca obecnie na rynkach kumulacja czynników geopolitycznych, politycznych i ekonomicznych nie miała precedensu od bardzo dawna. Niespotykane dotychczas w historii działania banków centralnych powodują, że przy próbie prognozowania trendów bazowanie jedynie na wskaźnikach ekonomicznych, wskaźnikach wyceny mijają się z celem. Dla przykładu:

1) Czy wisząca nad gospodarką amerykańską fala bankructw w sektorze wydobywczym i związane z tym konsekwencje dla innych przemysłów oraz banków zostanie zażegnana przez kolejne niestandardowe działania FED?

2) Czy Chiny zdecydują się na dewaluację juana – rozpoczynając kolejną wojnę walutową?

Bez odpowiedzi na te i inne fundamentalnie ważne pytania prognozowanie wydarzeń z wyprzedzeniem kilku miesięcy jest obciążone bardzo dużym ryzykiem błędu, dlatego inwestorzy powinni skoncentrować się na bardziej krótkoterminowym horyzoncie inwestycji.

Geopolityka z coraz większym wpływem na rynki finansowe – nadal wysoka nieprzewidywalność

Kiedy w globalnej gospodarce trwa okres prosperity, polityka – nawet jeśli trwają lokalne konflikty – nie przekłada się istotnie na rynki finansowe. Jednakże od lat 80. napięcie geopolityczne i nowe zarzewia konfliktów nie wpływały tak znacząco na sytuację na rynkach finansowych jak obecnie, tym bardziej że rosnącym wydatkom zbrojeniowym towarzyszy coraz słabszy wzrost gospodarczy przy wysokim poziomie zadłużenia. W tym kontekście formułowane obecnie prognozy makro czy dla rynków, przy niekorzystnym rozwoju wydarzeń politycznych są obciążone dużym ryzykiem, a to dodatkowo wpędza inwestorów w strach przed powtórką roku 2008/9. **Główne obszary ryzyka to:**

1) Napięcie polityczne w regionie Zatoki Perskiej, m.in. pomiędzy regionalnymi mocarstwami (Arabia Saudyjska wspierana przez USA a Iranem będącym w strefie wpływów Rosji i Chin), postępująca radykalizacja strategii Turcji.

2) Rosnące znaczenie ruchów narodowościowych i separacyjnych, tj. narastający podział w Europie, problem migracyjny eskaluje zjawisko, a kolejna fala uchodźców może prowadzić do zamknięcia granic poszczególnych państw czy też wzrostu obciążeń fiskalnych, pod koniec roku możliwe referendum ws. Brexit, kolejna runda rozmów UE-Grecja.

3) Nierozstrzygnięty konflikt na Ukrainie – trwa kruche zawieszenie broni.

4) Rosnące napięcie w obszarze basenu Morza Wschodniocchińskiego – aspiracje mocarstwowe Chin, które borykając się z gospodarką mogą mieć problem zapanowania nad sytuacją wewnętrzną w kraju – kolejne prowokacje w relacjach z USA czy Japonią stwarzają stan zagrożenia zewnętrznego, który pomaga panować nad społeczeństwem (analogicznie do polityki Putina w Rosji).

5) Wpływ spadku cen surowców i umocnienia USD wpędza w recesję gospodarki wschodzące (np. Brazylia, Rosja, Wenezuela) – rośnie ryzyko, że w 2016 r. dojdzie do restrukturyzacji zadłużenia któregoś z nich (zadłużenie sektora niefinansowego w krajach EM bez Chin wzrosło z 73% w 2007 do blisko 86% w 2015 przy jednoczesnym wzroście kosztu obsługi zadłużenia z 6,3% do 8%).

6) Rosnący radykalizm w Afryce (RPA, Kamerun) – kolejne Państwo Islamskie?

Eskalacja wymienionych czynników geopolitycznych będzie negatywnie wpływać na rynki finansowe. Należy jednak pamiętać, że rok 2016 to rok wyborów w USA. Patrząc na sondaże wyborcze można np. zarysować scenariusz w którym zwycięstwo w wyborach odniesie ekscentryczny Donald Trump (rosnące poparcie w sondażach). Analizując jego dotychczasowe wypowiedzi mogłoby to oznaczać szybkie porozumienie się z Putinem – Zachód odpuszcza Ukrainę i uznaje ją za strefę wpływów Rosji (akceptacja aneksji Krymu, Donbas strefą neutralną, wspólne działania w Syrii i regionie), a Rosja przywraca handel z Zachodem (Francja, Niemcy, Włochy tylko czekają na takie rozstrzygnięcie sytuacji). Zażegnanie konfliktu Rosja-NATO osłabia pozycję Chin. Rynki finansowe przyjąłby taki scenariusz jako pozytywny.

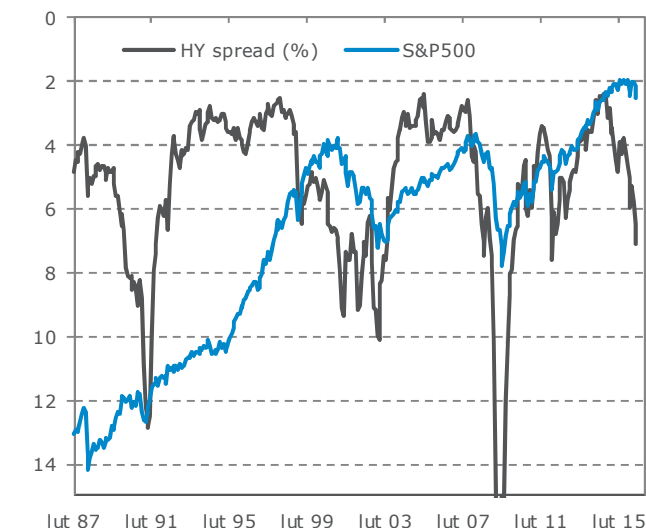
Ryzyka w gospodarce USA

W roku 2015 a szczególnie w pierwszym półroczu gospodarka amerykańska na tle gospodarki światowej pozostawała „oazą spokoju”, co pomimo słabości gospodarek EM utrzymywało globalny sentyment do akcji na neutralnym poziomie. Ostatnie miesiące to jednak wyraźna zmiana oczekiwań (obniżki prognoz wzrostu PKB) i obniżenie poziomu akceptacji ryzyka.

Główne czynniki to:

1) Spadek cen surowców do poziomów znacząco niższych niż zakładane w biznesplanach procesów inwestycyjnych zwiększa **ryzyko fali bankructw w sektorze wydobywczym i energetycznym**, co w konsekwencji przełoży się na inne sektory. Na poniższym wykresie wyraźnie widać, że historycznie znaczący wzrost spreadów obligacji śmieciowych poprzedzał silny ruch spadkowy na indeksie. Wartość obligacji HY wyemitowanych w USA to obecnie ok. 260 mld USD (blisko 2% PKB) w stosunku do 150 mld USD w 2007 roku.

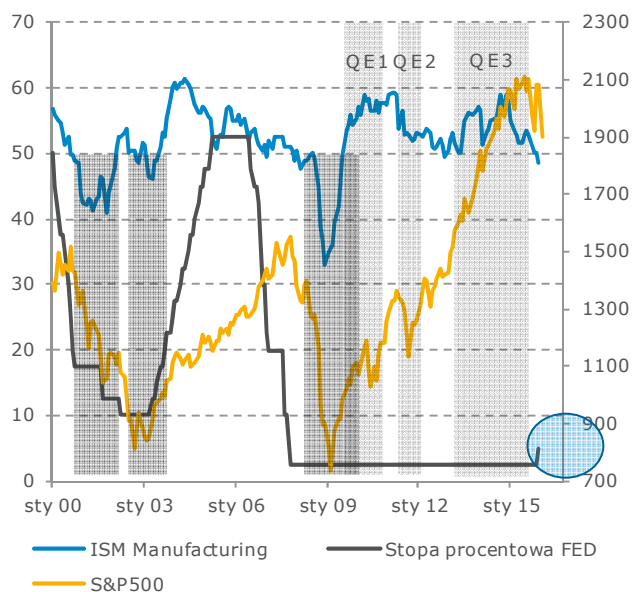
Rentowność HY vs. S&P500



Źródło: Bloomberg

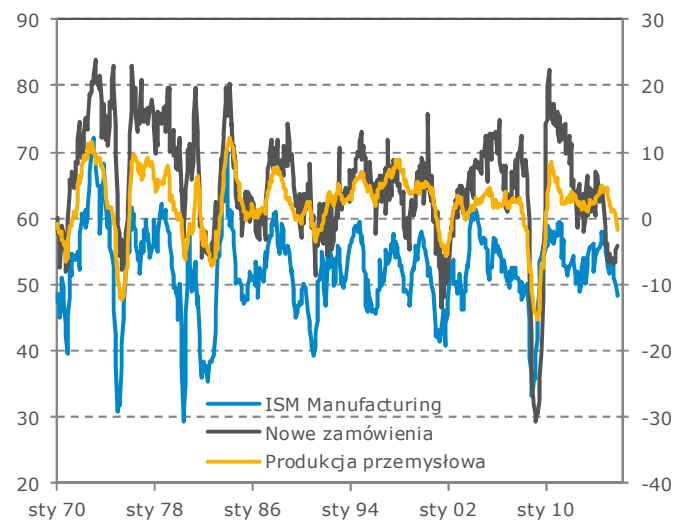
2) Spadek aktywności w przemyśle już widoczny na wskaźnikach wyprzedzających i nowych zamówieniach, gospodarce amerykańskiej przeszkadza również silny USD. Analizując ostatnie dane można postawić tezę, że przemysł amerykański już wszedł w recesję.

S&P500 na tle ISM Manufacturing oraz stop procentowych FED i programów QE



Źródło: Bloomberg

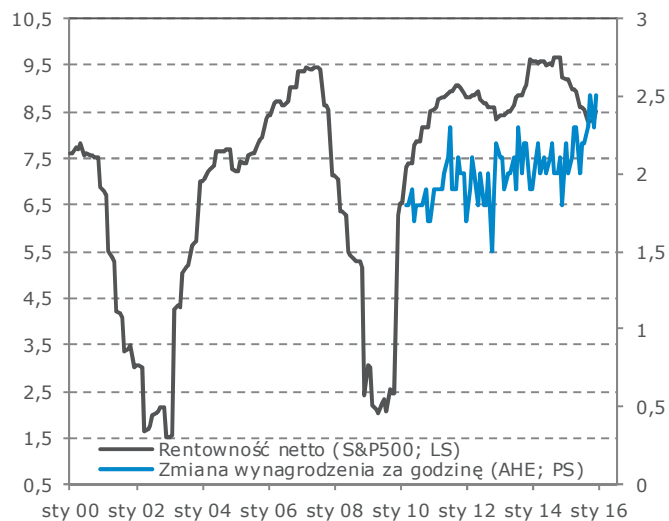
Dynamika produkcji przemysłowej i nowe zamówienia



Źródło: Bloomberg

3) **Rosnące oczekiwania płacowe przy historycznie wysokich marżach przedsiębiorstw...** Dynamika wzrostu wynagrodzeń przyspieszyła, nadal jednak pozostaje poniżej poziomów, które zwiastowały początek recesji w gospodarce. Tym niemniej dalszy wzrost będzie negatywnie wpływał na wyniki spółek, które najprawdopodobniej już osiągnęły szczyt marż w tym cyklu koniunkturalnym.

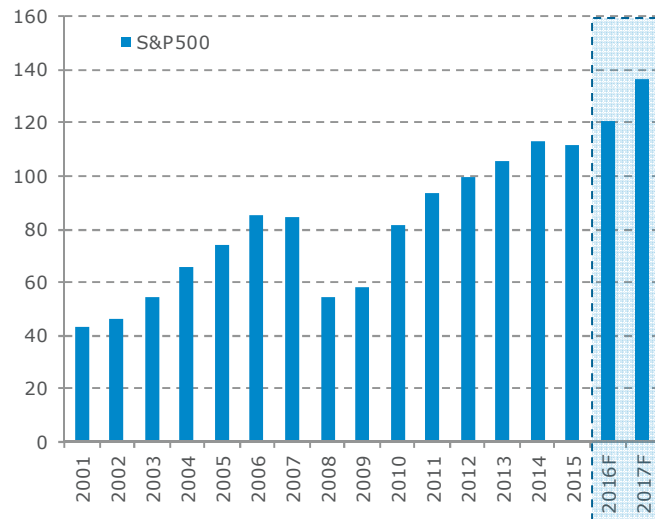
Dynamika wzrostu wynagrodzeń AHE r/r vs. marża wyniku netto dla spółek z S&P500



Źródło: Bloomberg

4) ... przy nadal wysokich oczekiwaniach co do wyników spółek (**momentum obniżania prognoz** nadal przed nami). Konsensus prognoz zysku na akcję dla S&P500 zakłada wzrost z 112 USD w 2015 r. do 121 USD w 2016 r. W świetle rosnącego ryzyka dalszych obniżek prognozy PKB taki wynik wydaje się być zbyt optymistyczny. Czołowe zespoły analityczne zaczynają obniżać prognozy w okolicie 116-119 USD na akcję. Tendencję potwierdzają raporty spółek za 4Q, w których często zamieszczone są ostrzeżenia o pogarszających się perspektywach biznesowych.

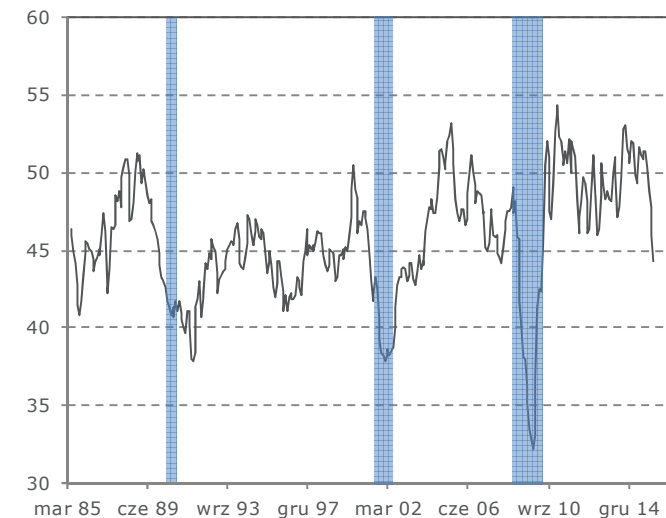
Zysk na akcję dla S&P500



Źródło: Bloomberg

5) **Wzrost zapasów** w relacji do sprzedaży (bez ropy naftowej) do 1,4x (1,35x w 2013 roku) będzie negatywnie wpływał na poziom bieżącej produkcji. Na wysoki poziom zapasów wskazuje również ISM Manufacturing.

ISM Manufacturing Inventories (3M avg)

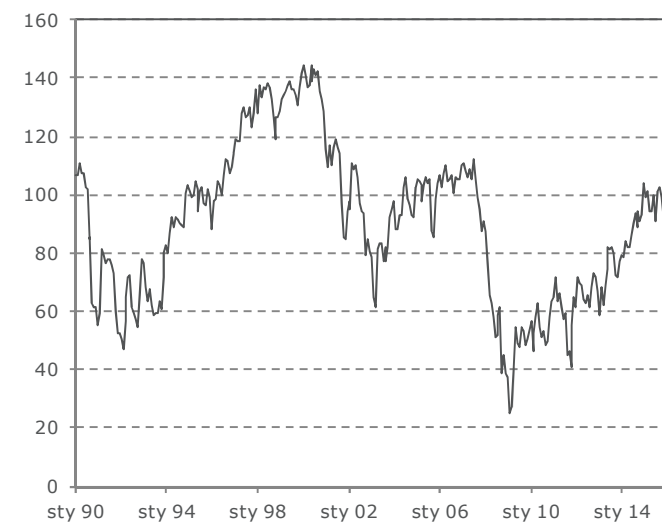


Źródło: Bloomberg

Jakie pozytywy mogą zmienić tak negatywne nastawienie inwestorów? Dlaczego to tylko głębsza korekta, a nie armagedon?

1) 2016 to **rok wyborów prezydenckich** – statystycznie (11 na 13 ostatnich lat wyborczych) były to lata wzrostu S&P500 – w końcowej fazie wyborów kandydaci składają obietnice wyborcze wspierające sentyment konsumentów, który pomimo ostatnich spadków nadal oscyluje na wysokim poziomie.

Conference Board

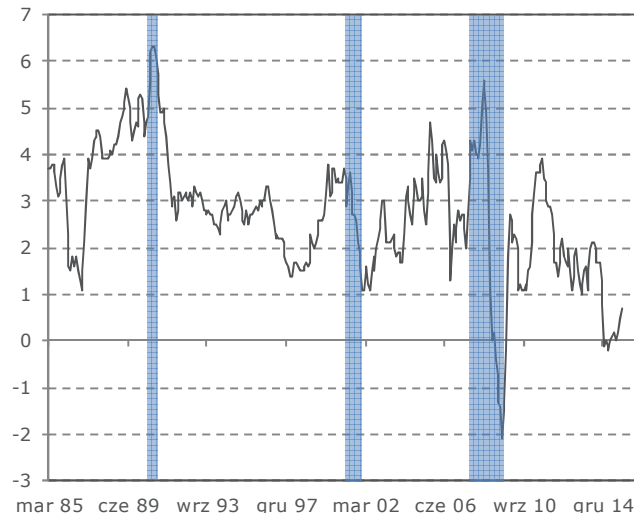


Źródło: Bloomberg

2) FED rozpoczął cykl podwyżek stóp procentowych i trudno zakładać, żeby w perspektywie roku zmienił nastawienie (oczekiwania na kolejną podwyżkę przesuwają się już na połowę roku, a w drugim półroczu są wybory), może jednak powrócić do **skupu aktywów – wspierającego wyceny akcji**. QE4 i obserwowane spowolnienie gospodarki powinno osłabić USD, co byłoby pozytywne dla przemysłu. Uważamy jednak, że dopóki spadki na giełdzie nie przeniosą się na ryzyko większych turbulencji w gospodarce, FED nie podejmie żadnych działań. W krótkim okresie „kontrolowany” spadek indeksów, a więc zmniejszenie presji na powstanie bańki spekulacyjnej po 7 latach wzrostu indeksu jest korzystne z punktu widzenia długoterminowej polityki realizowanej przez FED.

3) Gros recesji w USA i Europie zaczynało się od wzrostu inflacji, a w konsekwencji zacieśniania polityki monetarnej. Obecnie inflacja pozostaje na niskim poziomie, a polityka FED pomimo ostatniej podwyżki pozostanie bardzo ekspansywna.

CPI na tle recesji

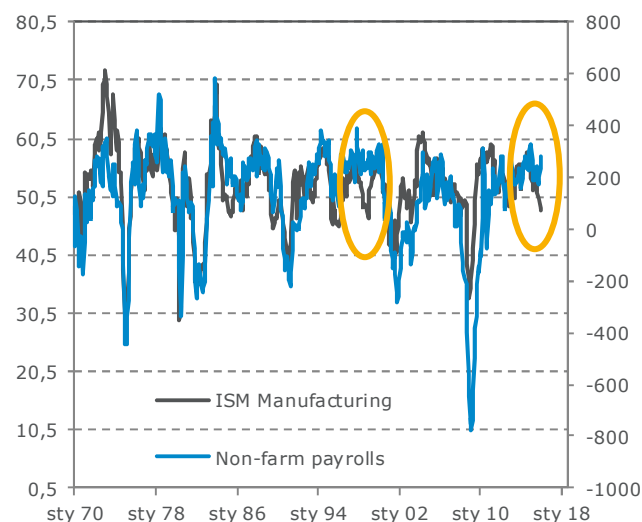


Źródło: Bloomberg

4) **Dobre dane z rynku pracy** – w samym grudniu zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło o 292 tys., a w listopadzie o 252 tys. Duża część wzrostu zatrudnienia pochodzi z budownictwa (+45 tys. w grudniu) oraz administracji wspierającej i usług (+58 tys.). Stopa bezrobocia pozostaje na niskim poziomie 5%, poprawiają się wskaźniki partycypacji.

Tu jednak zwracamy uwagę na fakt, że spadkowi wartości wskaźników wyprzedzających nie towarzyszy spadek zatrudniania, co w ostatnich kilkudziesięciu latach miało miejsce jedynie w połowie lat 90.

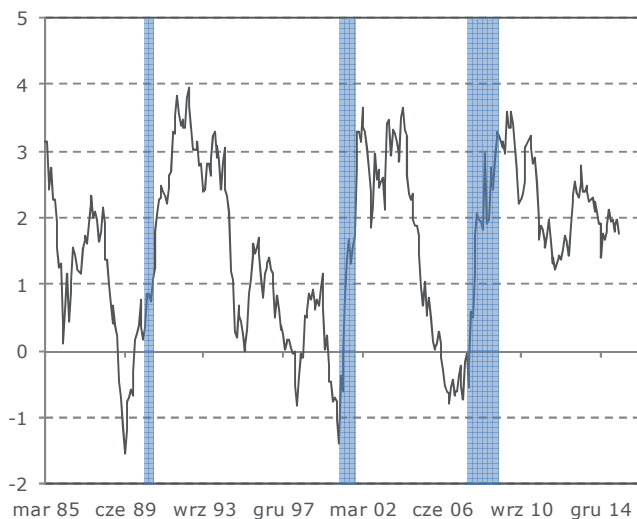
Non-farm payrolls na tle ISM Manufacturing



Źródło: Bloomberg

5) Recesja zaczynała się kiedy **Yield curve** był odwrócony, co obecnie nie ma miejsca i nie oczekujemy, żeby to nastąpiło w perspektywie 2 lat.

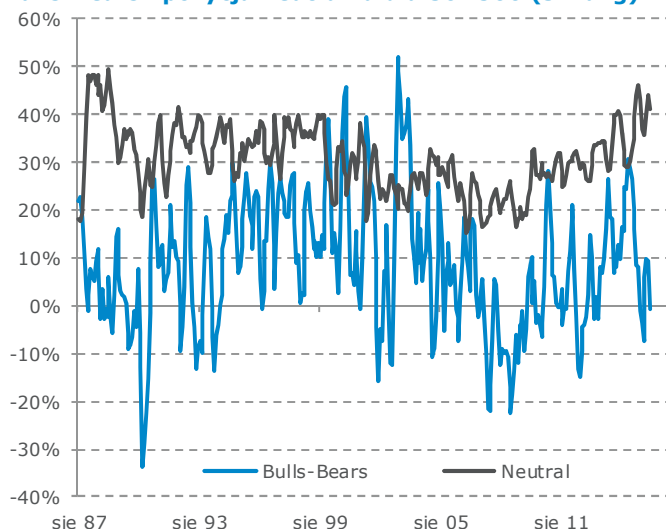
Rentowność obligacji 10Y minus stopa FED Funds



Źródło: Bloomberg

6) Na koniec stycznia sondażowe badanie sentymentu wśród inwestorów wskazywało, że 40% negatywnie ocenia perspektywę rynku akcji, 30% jest optymistami, a 30% nie ma zdania.

Bulls-Bears i pozycja neutralna dla S&P500 (3M avg)



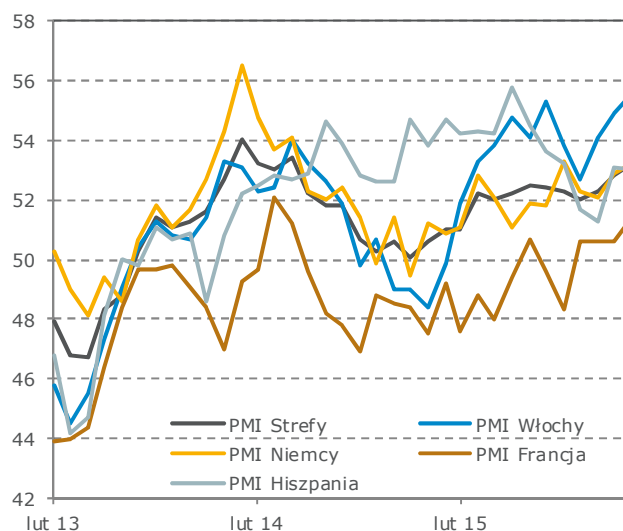
Źródło: Bloomberg

W ostatnich tygodniach przewagę ponownie zdobyli pesymiści, przy czym w tej pozycji (bulls-bears) obserwujemy wysoką zmienność odczytów (zakładamy, że ci inwestorzy zajęli już pozycję w krótkim okresie). Patrząc na średnie 3-miesięczne poziomy wskaźnika wyraźnie widać, że odsetek inwestorów z neutralną pozycją rośnie od 2009 roku. Sugeruje to, że jeżeli rynek określi się co do kierunku to włączenie się „neutralnych” powinno powodować wykreowanie dłuższego trendu.

Pozytywne momentum makro w Europie

Otoczenie zewnętrzne dla polskiej gospodarki jest neutralne. Pomimo, że rynki wschodnie nadal znajdują się w strefie recesyjnej to wzrost gospodarczy w strefie euro wyniesie w br. 1,6-1,7% w stosunku do 0,8% średniej dynamiki w poprzednich 4 latach. Wskaźniki wyprzedzające zarówno dla przemysłu, jak i usług nadal potwierdzają, że gospodarka europejska rośnie.

PMI w przemyśle w strefie euro



Źródło: Bloomberg

Z wyjątkiem Grecji i Portugalii rentowności papierów skarbowych pozostają na stabilnym (niskim) poziomie. W wymienionych krajach w ostatnich dwóch miesiącach ponownie nasiliły się obawy o poziom zadłużenia i dynamikę wzrostu gospodarczego.

Ostatnie deklaracje szefa ECB Mario Draghiego wskazują, że bank centralny nie zawaha się, żeby rozszerzyć program skupu aktywów czy wprowadzić inne formy ekspansji monetarnej. Obecnie rynkom wystarcza sama deklaracja gotowości.

Sytuacja makroekonomiczna w Polsce wspierająca dla rynku akcji

W 2015 roku inwestorzy na GPW koncentrowali swoją uwagę bardziej na czynniku politycznym niż na sytuacji makro czy też na bieżących wynikach spółek. Naszym zdaniem podobnie będzie wyglądało również pierwsze półrocze 2016 roku. Prezes Kaczyński zapowiedział, że proces „porządkowania” państwa powinien zakończyć się do końca czerwca. Do tego czasu utrzyma się wysoka zmienność rynku, który będzie „karmiony” różnymi projektami zarówno w obszarze polityki (relacje z UE, a w tym kontekście ryzyko sankcji ze strony KE z zamrożeniem funduszy strukturalnych oraz ryzyko dalszych obniżek ratingów), makro (podatki, ustawa frankowa, wiek emerytalny, kwota wolna od podatku, przyszłość OFE), jak również mikro (dokończenie zmian w RN i zarządach spółek, określenie strategii spółek – szczególnie w zakresie surowców i energetyki, różne koncepcje łączenia/dzielenia spółek). Jeżeli termin zostanie dotrzymany to w kolejnych miesiącach inwestorzy powrócą do wyceny fundamentów spółek i prognoz makro – a te dla Polski są optymistyczne.

Główne tezy na poziomie makro/polityka na 2016 rok:

1) **Dynamika wzrostu PKB wyniesie 3,5%.** Głównymi motorami wzrostu gospodarki będzie popyt konsumpcyjny (+3,5/4%) – stymulowany dobrą sytuacją na rynku pracy (ponad 3% wzrost wynagrodzeń, 8,7% stopa bezrobocia vs. 9,6% w grudniu 2015) oraz pakietem fiskalnym Rządu (program 500+, płaca minimalna 1850 PLN, minimalna stawka godzinowa w umowach na zlecenie 12 PLN/h, prawdopodobnie zwiększona kwota wolna od podatku) – a także wzrost eksportu, co będzie efektem osłabienia PLN i dalszego ożywienia w strefie euro.

Rząd zapowiada, że program 500+ wejdzie w życie od kwietnia br. Według naszych makroekonomistów gospodarstwa domowe zostaną zasilone kwotą 17,3 mld PLN w 2016 roku i 23 mld PLN w 2017, co stanowi „odczuwalny” komponent popytu indywidualnego.

2) W pierwszej połowie roku duża niepewność związana z ryzykiem politycznym i regulacyjnym, a także wstrzymanie projektów w energetyce będą **ograniczać wzrost inwestycji** prywatnych (poprawa możliwości w 2H'16). Spowolni również dynamika wykorzystania środków UE. Największy spadek będzie obserwowany w inwestycjach samorządów (30 największych miast -25% r/r), co jest efektem zakończenia programów poprzedniej perspektywy UE i okresu wzmocnionych wydatków w roku wyborczym 2014. Tego zmniejszenia nie zrównoważą rosnące wydatki z budżetu centralnego (dobrze wyglądają projekty drogowe, a na kolei dalsze opóźnienia).

3) Polityka fiskalna Rządu zakłada odejście od dotychczasowego celu dla deficytu budżetowego na poziomie 1,2% PKB do 3%. Przy zakładanej przez naszych makroekonomistów ścieżce wzrostu PKB na poziomie 3,5% w roku 2018 relacja długu do PKB ustabilizuje się na poziomie 53%. Jednak scenariusz spadku tempa wzrostu do 2% i utrzymania deficytu budżetowego na niezmiennym poziomie oznacza szybki przyrost poziomu zadłużenia (powyżej 60% w 2020). Przy założeniu zwiększonych wydatków fiskalnych w roku 2016 Rząd nie powinien mieć problemu z finansowaniem budżetu (m.in. podatek bankowy, przesunięte wpływy z aukcji LTE), problem pojawia się jednak w roku 2017 – tym bardziej jeżeli rząd wprowadzi kolejne „reformy” (m.in. obniżenie wieku emerytalnego).

4) W związku z odpływem kapitału i osłabieniem PLN, RPP **nie będzie obniżała stóp procentowych.** W ostatnich miesiącach roku oczekiwane jest przejście z deflacji do inflacji, co będzie efektem m.in. niskiej bazy 4Q'15, wzrostu cen żywności i usług oraz wpływu na ceny oczekiwanego wzrostu cen surowców).

5) Rząd uporządkuje relacje z UE na tyle, że w ramach toczącej się procedury praworządności nie dojdzie do sankcji gospodarczych w postaci zawieszenia wypłaty środków

unijnych. Nie można wykluczyć, że KE nałoży na Polskę restrykcje polityczne, jednak naszym zdaniem nie dotkną one sfery ekonomicznej. Jednocześnie nie można wykluczyć, że przepływ funduszy może z kolei opóźnić się w wyniku zamierzonych działań administracji UE.

6) W związku z dosyć komfortową sytuacją budżetu w naszym bazowym scenariuszu **nie zakładamy dalszego demontażu OFE** – przynajmniej w roku 2016. Argumentem przemawiającym za takim założeniem jest dalsze zaostrzenie konfliktu w KE i agencjami ratingowymi gdyby Rząd przeprowadził zawłaszczenie oszczędności zgromadzonych w OFE. Rząd będzie raczej próbował się „układać”. Tylko w scenariuszu negatywnym dla sytuacji makro (recesja na rynkach bazowych) uważamy, że Rząd (wykorzystując argument w postaci niskiej stopy zwrotu – wcześniej walnie przyczyniając się do tego) nie zawaha się, aby sięgnąć po aktywa OFE. Przypominamy, że od kwietnia do końca lipca Polacy ponownie będą decydować, czy część składki od wynagrodzenia trafi do ZUS czy do OFE. Jeżeli na GPW nie dojdzie do wyraźnego odbicia cen, słabe stopy zwrotu (w relacji do optymistycznych zapisów księgowych w ZUS) mogą skłonić kolejne osoby do przejścia do systemu publicznego. To z jednej strony zmniejsza napływ kapitału poprzez fundusze na giełdę, a z drugiej daje Rządowi argument polityczny do likwidacji systemu w obecnym kształcie. Jeszcze raz podkreślamy, że naszym zdaniem – tylko w sytuacji pogorszenia koniunktury gospodarczej.

7) Poprawie sytuacji na rynku pracy towarzyszy rosnąca powoli, ale systematycznie presja płacowa. Z raportu NBP wynika, że odsetek firm planujących podwyżki jest najwyższy od 2009 roku. Przedsiębiorcy coraz częściej wskazują na problemy ze znalezieniem pracowników. Z ostatnich danych wynika, że w końcu 2015 roku na 1000 bezrobotnych przypadało 80 ofert pracy, a dla porównania jeszcze w połowie 2014 roku było to zaledwie 30. Między rokiem 2013 a 2015 lukę podaży siły roboczej wypełnili cudzoziemcy (głównie Ukraińcy), których liczba zarejestrowanych jako zatrudnieni wzrosła z 200 do 800 tys. Oznacza to, że coraz więcej firm będzie odczuwało negatywny wpływ wzrostu płac na rentowność operacyjną.

Nasilenie procesów M&A

Nadal tani pieniądź oraz spadek cen akcji małych i średnich spółek notowanych na GPW/NewConnect będzie okazją dla inwestorów branżowych i portfelowych (private equity) do przejęć. W 2016 roku oczekujemy zwiększenia liczby ogłaszanych wezwań – zapowiedzią tego trendu był styczeń (Magellan, Duon, Quantum, Epigon). Ze względu na niepewne otoczenie polityczne strategiczni inwestorzy zagraniczni – przynajmniej w pierwszym półroczu – raczej nie będą aktywni na tym polu. Poniżej prezentujemy listę spółek, które naszym zdaniem są potencjalnym celem takich działań.

Potencjalne cele M&A

Spółka	Komentarz
BBi Dev.	Duże dyskonto do NAV (0,35x BV), rozdrobniony akcjonariat, potencjalnie dochodowe projekty, zapotrzebowanie na kapitał.
Berling	Spółka notowana 9,6x P/E'16 i 4,5x EV/EBITDA'16, ponad 30 mln PLN gotówki na koncie (40% bieżącej kapitalizacji).
ES System	18 mln PLN gotówki netto na koncie (15% kapitalizacji).
Kruszwica	Spółka posiada więcej gotówki netto na bilansie niż wynosi kapitalizacja free-float.
LC Corp	Rozważana sprzedaż pakietu kontrolnego przez głównego akcjonariusza.
Netia	Dwóch graczy mobilnych (P4 i CPS) nie posiada nogi stacjonarnej, rosnąca liczba ofert konwergentnych (fixed + mobile) na rynku.
Oponeo	Obecnie platformy internetowe sprzedają opony są wykupywane przez producentów opon po przychodach.
Orzeł Biały	Opcja przeprowadzenia skupu akcji własnych w formie wezwania, spółka jest wyceniana 0,4x wartość księgową.
Polnord	Brak inwestora strategicznego, duże dyskonto do NAV (0,38x BV), potencjalna podaż ze strony PKO BP i BGK.
Pozbud	Dwie części biznesu są nieformalnie na sprzedaż (budowlanka + fabryka okien i drzwi).
Robyg	Brak inwestora strategicznego, aktywne poszukiwania inwestora przez zarząd.
Ronson	Możliwy powrót większościowych akcjonariuszy do idei sprzedaży pakietu kontrolnego.
Sygnity	Istotny spadek kursu (ponad 40% w ciągu ostatniego roku), pomimo że grupa zdobyła wiele kontaktów.
Vantage Dev.	Niska wycena (0,5x BV), dynamiczna poprawa wyników w najbliższych latach.
Wandalex	Spółka wyceniana 4-3x EBITDA, płaci 6-7% Dyield, niezadłużona.

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Oslabienie PLN – kto zyskuje, a kto traci?

1,7% osłabienie PLN w relacji do EUR i 4,3% w stosunku do USD, jakie miało miejsce w ostatnich 6 miesiącach, będzie istotnie wpływało na wyniki spółek notowanych na GPW. Przy nadal obserwowanym ożywieniu gospodarczym w strefie euro w przypadku eksporterów należy oczekiwać wzrostu wolumenów (większa konkurencyjność cenowa) lub wzrostu marży operacyjnej. W przeciwieństwie importerzy – w krótkim okresie nie będą w stanie przełożyć na klienta zwiększonej ceny sprowadzanych towarów, co zmniejszy ich rentowność. Pozostaje jeszcze grupa spółek zadłużonych w walutach obcych.

Ryzyko polityczne oraz przecena walut na rynkach wschodzących to główne powody osłabienia PLN. Pierwszy kwartał raczej nie przyniesie w tym względzie zmiany, jednak prognozy makroekonomistów mBanku zakładają, że w kolejnych miesiącach PLN powróci do trendu aprecjacyjnego. Niedowartościowanie złotówki względem fundamentów szacowane jest przez nich na 20%. Prognoza roczna, którą przyjmujemy również w naszych modelach wycen spółek zakłada, że na koniec 2016 roku PLN umocni się do EUR do poziomu 4,25, a do USD do 3,86.

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl

Wrażliwość spółek na osłabienie złotego względem walut obcych

Wrażliwość na osłabienie PLN względem USD

Pozytywna	bardzo silna	PKN Orlen (dolarowa marża brutto)
	bardzo silna	CD Projekt (Stany Zjednoczone to największy rynek gier wideo)
	bardzo silna	Ursus (85 mln USD kontraktów eksportowych w portfelu zamówień)
	silna	Ciech (70 mln USD operacyjnej ekspozycji netto)
	umiarkowana	Asseco Poland (46% w Formula Systems)
	umiarkowana	Synthos (10-15% sprzedaży denominowane w USD; 5-10% kosztów w PLN)
Negatywna	umiarkowana	Grupa Azoty (10-15% sprzedaży denominowane w USD; 20% koszty stałe w PLN)
	bardzo silna	LPP (spółka rozlicza około 90% COGS w USD)
	bardzo silna	Monnari (spółka rozlicza około 80% COGS w USD)
	silna	PGNiG (zakup gazu częściowo kompensowany przychodami z E&P)
	silna	CCC (około 50% COGS jest rozliczane w USD)
	silna	Ferro (import podzespołów z Chin w USD)
	umiarkowana	Lotos (dług w USD kompensowany ekspozycją w przychodach)
	umiarkowana	Vistula (około 30% COGS jest rozliczane w USD)
	umiarkowana	Bytom (około 20% COGS jest rozliczane w USD)
	umiarkowana	Apator (około 30 mln PLN kosztów w USD)

Wrażliwość na osłabienie PLN względem EUR

Pozytywna	bardzo silna	Ciech (100 mln EUR operacyjnej ekspozycji netto)
	bardzo silna	UNIWEHEELS (osłabienie PLN o 10% = wzrost wyniku o 3 mln EUR)
	bardzo silna	GTC (ok. 470 mln EUR aktywów netto wycenianych w EUR)
	bardzo silna	Echo Investment (ok. 450 mln EUR aktywów netto wycenianych w EUR)
	bardzo silna	Capital Park (ok. 220 mln EUR aktywów netto wycenianych w EUR)
	silna	Alumetal (60% eksportu do UE)
	silna	Forte (80% eksportu do UE)
	silna	Zetkama (60% eksportu do UE)
	silna	Amica (40-50% eksportu do UE)
	silna	Ergis (50% eksportu do UE)
Negatywna	umiarkowana	Asseco Poland (ze względu na spółki zależne w Czechach, Niemczech i w Hiszpanii)
	umiarkowana	Synthos (40% sprzedaży denominowane w EUR; 5-10% kosztów w PLN)
	umiarkowana	Grupa Azoty (30% sprzedaży denominowane w EUR; 20% koszty stałe w PLN)
	silna	PGNiG (zakup gazu częściowo kompensowany przychodami z E&P)
	silna	Jeronimo Martins (67% sprzedaży jest denominowane w PLN)
	silna	Gino Rossi (50% COGS w Gino Rossi i ok. 40% w Simple, większość kosztów czynszów jest rozliczane w EUR)
	umiarkowana	PKN Orlen (dług w EUR kompensowany ekspozycją w przychodach)
	umiarkowana	LPP (większość kosztów czynszów jest rozliczane w EUR)
	umiarkowana	CCC (większość kosztów czynszów jest rozliczane w EUR)
	umiarkowana	Vistula (większość kosztów czynszów jest rozliczane w EUR)
	umiarkowana	Bytom (większość kosztów czynszów jest rozliczane w EUR)
	umiarkowana	Monnari (większość kosztów czynszów jest rozliczane w EUR)
	umiarkowana	Agora (czynsze za kina Helios w EUR)
	umiarkowana	Orange Polska (kupuje sprzęt w EUR)
	umiarkowana	Cyfrowy Polsat (kupuje sprzęt w EUR + zakup kontentu dla telewizji w EUR)

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Sektory w 2016

Finanse

- Wprowadzenie podatku bankowego od skorygowanej sumy aktywów, a także ogłoszenie przez BFG opłat na 2016 rok realizuje większość obaw inwestorów odnośnie środowiska operacyjnego polskiego sektora bankowego w 2016 roku. Niemniej jednak, rynek nadal oczekuje na finalny projekt ustawy CHF. Obecna propozycja restrukturyzacyjna (przedłożona przez kancelarię Prezydenta RP) oczekuje na opinię KNF, w której zawarte mają być szacunkowe koszty ustawy dla sektora. Nasze szacunki wskazują na całkowity koszt na poziomie około 42 mld PLN co byłoby według wypowiedzi Ministra Finansów zbyt dużym obciążeniem dla sektora do poniesienia. Wskazuje to, że ustawa zostanie zmodyfikowana przez PiS poprzez np. wprowadzenie kryterium dochodowego, a co za tym idzie znaczącego ograniczenia jej negatywnych skutków. Podtrzymujemy nasz pogląd, że potencjalna restrukturyzacja będzie miała niski wpływ na sektor bankowy, a może spowodować zniesienie buforów kapitałowych nałożonych na banki przez KNF w 4Q'15. Niemniej jednak szacujemy, że cały proces powinien zająć około 6 miesięcy co sprzyjać będzie negatywnemu sentymentowi do polskiego sektora bankowego. Jednocześnie, w 2016 roku oczekujemy znaczącej poprawy wyników sektora (przed specjalnym podatkiem finansowym) dzięki wzrastającej marży odsetkowej, dobrej jakości aktywom oraz dyscyplinie kosztowej. W drugiej połowie roku lub w przypadku szybszego przedłożenia ustawy CHF rekomendujemy przeważanie PKO BP, Banku Millennium oraz Alior Banku.
- Z polskiego sektora finansowego rekomendujemy także przeważanie PZU oraz Kruka. Uważamy, że sentyment do PZU powinien znacząco się poprawić dzięki materializacji ryzyka politycznego oraz utrzymaniu polityki dywidendowej, zaś dla Kruka – dzięki rosnącemu rynkowi wierzycielności dodatkowo wspartego przez bardziej zintensyfikowaną sprzedaż kredytów po stronie banków (optymalizacja bilansu w odpowiedzi na podatek finansowy).
- Zagraniczny sektor bankowy notuje systematyczną poprawę. Uważamy, że w 2016 roku najatrakcyjniej prezentuje się Erste Bank, który nie posiada bezpośredniej ekspozycji na Rosję, Ukrainę czy Polskę, a jest beneficjentem ożywienia w Rumunii czy na Węgrzech. Z drugiej strony, OTP Bank podtrzymuje oczekiwania odnośnie znaczącego wzrostu rentowności w kolejnych latach, co wskazuje na wysoką dynamikę zysków. Dodatkowo, Węgry liczą na podwyższenie ratingu kraju w 2016 roku, co powinno dodatkowo wspomóc sentyment. Zagrożeniem dla naszych prognoz może być pogorszenie się sytuacji ekonomicznej w Rosji (dla OTP Bank i RBI) czy wybory parlamentarne w Rumunii, które sprzyjać mogą populistycznym obietnicom (Erste, RBI oraz OTP).
- Kluczowe rekomendacje: Erste Bank (kupuj), OTP Bank (akumuluj), PKO BP (kupuj), Bank Millennium (kupuj) oraz Kruk (akumuluj) i PZU (kupuj).

Paliwa

- Oczekujemy odbicia cen ropy, co powinno być efektem dostosowań po stronie podaży, zarówno tych wynikających z nieoptymalności wydobycia (drastyczne cięcia CAPEX na złożach niekonwencjonalnych, redukcje planów inwestycyjnych zagranicznych inwestorów w Iraku), jak i decyzji politycznych (OPEC). Dodatkowym katalizatorem wzrostu notowań w takim scenariuszu będzie rekordowy poziom krótkich spekulacyjnych pozycji na kontraktach. Spodziewamy się, że ze względu na

relacje substytucji ceny gazu w Europie powinny odbić wraz z ropą naftową.

- Rosnące ceny surowca powinny wywierać negatywny wpływ na marże rafineryjne, nie tylko poprzez wzrost kosztu zużyć własnych, ale także poprzez presję na marże produktowe z uwagi na słabnący efekt elastyczności cenowej popytu. Dodatkowo oczekujemy dalszego wzrostu eksportu diesla z Chin, co będzie utrzymywać niskie marże na tym paliwie.
- W przypadku petrochemii negatywna wrażliwość na wzrost cen ropy może być jeszcze większa, gdyż w 2015 r., wykorzystując napiętą sytuację po stronie podaży, producenci w bardzo małym stopniu przenieśli na klientów spadek kosztów wsadu naftowego.
- Kluczowe rekomendacje: MOL (kupuj).

Chemia

- Na rynku sody obserwujemy coraz większą presję ze strony chińskiego eksportu. Na razie w Europie udało się jeszcze wynegocjować symboliczne podwyżki, ale na rynku afrykańskim i azjatyckim ceny spadły. W kolejnych kwartałach te tendencje mogą przybierać na sile z uwagi na perspektywę oddawania nowych mocy w latach 2016-17 (Turcja, Wietnam, Iran).
- W 2016 roku producenci nawozów korzystać będą z istotnie niższych r/r cen gazu ziemnego. O ile w końcu 2015 roku ceny mocznika i amoniaku znajdowały się pod presją, to ceny nawozów saletrzanych nie spadały. W 2016 roku oczekujemy, że większe spadki cen nawozów dotyczyć będą RSM (efekt konkurencji z Rosji) oraz nawozów wieloskładnikowych (efekt spadku koniunktury w Ameryce Łacińskiej). Spółki nawozowe powinny zwiększyć wyniki w 2016 roku.
- Największymi wyzwaniem dla Synthosu na 2016 rok jest spadek koniunktury w Chinach i Ameryce Łacińskiej, które dotychczas notowały dynamiczny wzrost popytu na kauczuki syntetyczne. Ryzyko niesie również osłabienie się walut krajów producentów kauczuku naturalnego, który wpływa na kształtowanie się cen kauczuku syntetycznego. Ponadto w 2016 roku Synthos odcity jest od dostaw surowców strategicznych z Unipetrol (awaria krakera w Litwinowie, przerwa potrawa do lipca 2016 r.). W efekcie zmuszony jest zakupywać wsad po wyższych cenach poza kontraktami długoterminowymi. Czynnikiem pozytywnym jest oczekiwany wysoki wskaźnik wypłaty dywidendy (>6%).

Energetyka

- Ceny energii w regionie w ostatnich miesiącach znajdowały się pod presją spadających cen surowców. Niemiecki benchmark spadł poniżej 24 EUR/MWh nie tylko z uwagi na załamanie cen węgla, ale również poprzez przecenę na rynku CO₂ (tylko 6 EUR/t w związku z rosnącą konkurencją generacji gazowej). Oczekujemy, że te tendencje ulegną odwróceniu wraz z odbiciem na rynku ropy.
- Na polskim rynku mamy do czynienia z większą stabilnością cen, co jest pochodną wprowadzonych mechanizmów mocowych (ORM, rezerwa zimna), spadku rezerwy mocy w systemie ze względu na wyłączenia starych bloków i opóźnienia w kilku inwestycjach oraz łagodniejszych spadków cen w kontraktach węglowych. W tym roku głównym beneficjentem tego otoczenia będzie TPE.
- Inwestorzy w obawie przed zaangażowaniem sektora w proces ratowania górnictwa mocno obniżyli swoje oczekiwania dotyczące dywidend w spółkach kontrolowanych przez MSP. W tym kontekście widzimy

potencjał do pozytywnego zaskoczenia w ENG. Większe ryzyko z tytułu dokapitalizowania państwowych kopalni dostrzegamy w PGE i ENA.

- W tym roku nie spodziewamy się decyzji w sprawie ewentualnych fuzji w sektorze. Dotychczasowe wypowiedzi nowych ministrów odpowiedzialnych za sektor wskazują, że tempa może nabierać dyskusja na temat założeń rynku mocy.
- Kluczowe rekomendacje: Energa (akumuluj), Tauron (kupuj).

Telekomunikacja, Media, IT

- Po zakończeniu aukcji częstotliwości z zakresu 800 MHz i 2 600 MHz, sektor zasili budżet państwa kwotą 9,2 mld PLN, co istotnie zwiększyło poziom zalewarowania głównych telekomów (wskaźnik dług netto/ EBITDA na koniec 2016 r. wyniesie dla Orange Polska 1,9x, dla Cyfrowego Polsatu 2,7x). Powinno to osłabić chęć głównych graczy do agresywnego obniżania cen na rynku B2C. Z drugiej strony, spodziewamy się presji cenowej w segmencie mobile B2B, która oprócz wzmożonej konkurencji wynika z trzech powodów: (1) wyższych cen w stosunku do rynku detalicznego, (2) popularyzacji oferty SIM only, (3) masowego przechodzenia klientów do ofert nielimitowanych. W 2016 r. zaobserwujemy dalszą stagnację w segmencie Internetu stacjonarnego ze względu na spowolnienie wzrostu bazy klientów i delikatną erozję ARPU. Tendencje spadkowe w telefonii stacjonarnej ze względu na istotny odpływ abonentów utrzymują się. Na mniej zurbanizowanych terenach Polski operatorzy sieci komórkowych będą świadczyć usługi internetowe, na które popyt rośnie dynamicznie. Ze względu na infrastrukturę w kraju z usług zintegrowanych korzystają głównie konsumenci z terenów miejskich. Wraz z rozwojem Internetu mobilnego dysproporcje powinny zanikać.
- Zmiana nastawienia regulatora do operatora zasiedziałego (przykładem może być styczniowy projekt zniesienia obowiązku świadczenia usług LLU dla Orange Polska po deregulacji usługi BSA na obszarze wybranych 76 gmin w 2014 r.) to zachęta dla telekomów do inwestycji w infrastrukturę. W ramach usług stacjonarnych przykładem największych inwestycji będzie rozbudowa sieci FTTx w Orange Polska.
- Ożywienie na globalnym rynku reklamy i dynamika PKB dla Polski na poziomie ponad 3,5% w 2016 r. powinny przełożyć się na odbicie w reklamie ogółem R/R na poziomie 3%. W rozbiciu na segmenty wzrostów oczekujemy w Internecie (+7-18%) oraz w reklamie TV (+5% R/R). Gorzej wypadnie reklama w prasie, co wiąże się z dalszymi znacznymi spadkami rozpowszechniania płatnego dzienników ogólnopolskich.
- W grudniu wprowadzono tzw. „małą ustawę medialną”, która m.in. nadaje Ministrowi Skarbu Państwa odpowiedzialność za powoływanie i odwoływanie zarządów oraz rad nadzorczych publicznych mediów. Rząd zamierza wprowadzić kolejne zmiany w poł. 2016 r., które zwiększą charakter misyjny mediów. Pod uwagę brana jest także zmiana modelu finansowania mediów publicznych, która ograniczyłaby ich uzależnienie od reklamy. Proponowane zmiany są pozytywne dla nadawców komercyjnych TV, którzy odczuwają wzrost popytu na czas antenowy, co następnie doprowadzi do wzrostu cen (rynek jest zbilansowany przy wyprzedanym czasie w prime time na głównych kanałach komercyjnych). To z kolei stymulować będzie popyt na inne media, w tym na Internet.
- Oczekujemy stagnacji w segmencie oprogramowania IT w pierwszej połowie 2016 r. Zainteresowaniem cieszyć się będą systemy bilingwowe, systemy CRM, oprogramowanie w formie SaaS, systemy dla transportu i medycyny, jednak jeden z głównych sektorów zamawiających skróci

swoje wydatki na IT ze względu na podatek bankowy. Najistotniejszym negatywnym trendem w kosztach spółek IT będzie wzrost wynagrodzeń, podobnie jak w ostatnich latach.

- W latach 2014-2020 Polska zainwestuje 82,5 mld EUR z unijnej polityki spójności, co przełoży się na kontakty IT zwłaszcza w administracji publicznej (szczególnie w ramach programów „Inteligentny Rozwój”, „Polska Cyfrowa” i „Wiedza, Edukacja, Rozwój” które w sumie dają 15,5 mld EUR). Środki unijne są teraz dzielone, więc w 2016 r. spodziewamy się fali przetargów dotyczących projektów, których wykonanie będzie możliwe realnie dopiero w 2017 r. Na kilka kwartałów przed przetargami wydatki na IT od administracji publicznej uległy zamrożeniu (największymi dostawcami są matka Asseco Poland i Sygnity).
- W takim środowisku nasze kluczowe rekomendacje to: Asseco Poland (kupuj), Wirtualna Polska (kupuj).

Metale i górnictwo

- Agencja Moody's wciągnęła na listę obserwacyjną 175 spółek górniczych i energetycznych, przedstawiając negatywną ocenę przyszłych wyników w sektorze. Efektem działań tej i innych agencji będą obniżki ratingów inwestycyjnych, a w konsekwencji postępowania upadłościowe. To z kolei powinno prowadzić do szybszego niż dotychczas czyszczenia rynku z nadpodaży. Oczekujemy, że w sektorze metali przemysłowych – śladem Glencore czy BHP – kolejne firmy będą informowały o wstrzymaniu wydobycia. Ponadto zakładamy, że ceny ropy w 2H powrócą do poziomu 50 USD, co również uruchomi popyt inwestycyjny na metalach.
- Strukturalna zmiana w produkcji energii w Chinach oraz coraz wyraźniejsze odchodzenie od węgla w USA powodują, że na obecną chwilę nie widać czynników, które na dłuższą pozwołyby na wzrost cen węgla energetycznego. W Polsce możliwy wzrost cen dopiero po zakończeniu restrukturyzacji kopalń, co najprawdopodobniej będzie miało miejsce w br.

Przemysł

- Oczekujemy wzrostowych wolumenów sprzedaży w przemyśle w wyniku spodziewanej pozytywnej dynamiki wzrostu konsumpcji prywatnej (efekt niższych cen paliw, nowych programów prospołecznych) oraz rosnących inwestycji (nowa perspektywa wydatków z UE).
- W większym stopniu niż w 2015 eksporterzy korzystają będą ze słabego PLN do EUR (najwięksi beneficjenci AMC, AML, EGS, FTE, UNW). Po stronie kosztowej na wyniki spółek przemysłowych pozytywny wpływ powinny mieć niższe ceny mediów, a szczególnie gazu ziemnego (taryfa PGNiG -15% r/r) – najwięksi beneficjenci AML, UNW. Pracodawcy odczują prawdopodobnie w większym stopniu presję po stronie płac.
- Oczekujemy, że skumulowana wartość EBITDA obserwowanych przez nas spółek przemysłowych wzrośnie w 2016 r. o 7,4% r/r, po 3,9% r/r spadku w 2015 r. Największego wzrostu wyniku EBITDA oczekiwaliśmy w 2016 roku w AMC, APT, COG, EMT, EGS, FEE, FTE, MCR, RDL, URS i ZKA.
- Analizując bazę wyników 2015 r. oczekujemy zwiększenia dynamiki poprawy wyników w 4Q'15, jednak wyraźne przyspieszenie powinno mieć miejsce dopiero w 2Q'16.
- Po wysypie akwizycji w 2015 roku, liczymy że apetyt spółek przemysłowych na dalsze przejęcia spowolni w 2016 roku. Oczekujemy natomiast większego zainteresowania do wezwań, a obiektem przejęcia mogą naszym zdaniem być takie spółki jak BER, ESS, KSW, OBL, OPO, POZ i WDX.

- Wśród najbardziej preferowanych spółek wymienilibyśmy Amica, Alumetal, Elemental, Kernel i UNIWHEELS. Najmniej preferujemy akcje Alchemii, Boryszewa, Patentus oraz Polskiej Grupy Odlewniczej.
- Kluczowe rekomendacje: Elemental Holding (kupuj), Kernel (akumuluj), UNIWHEELS (kupuj).

Budownictwo

- Po dwóch latach silnego wzrostu wyników spółek budowlanych, w 2016 r. spodziewamy się dużo skromniejszej dynamiki zysku netto. Pozytywnie na tym tle powinien wyróżniać się Unibep (+46%) oraz Budimex (+27%).
- W 2016 r. wydatki PKP PLK na infrastrukturę kolejową mają spaść o około 20% do 7,2 mld PLN i prawdopodobnie odbiją się (dynamicznie) dopiero w 2018 r. Uważamy, że argumenty do dalszego wzrostu kursów spółek z branży pojawiają się w drugiej połowie roku wraz z rozstrzygnięciami w przetargach kolejowych.
- Planowane nakłady GDDKiA na infrastrukturę drogową rosną w 2016 r. o 60% do 19 mld PLN. Budimex okazał się niekwestionowanym liderem tego segmentu rynku. Wzrost przychodów w związku z kontraktami drogowymi nastąpi również w Mirbudzie, Trakcji i Unibepie. Szczyt prac powinien nastąpić w latach 2017-2019. W 2016 r. największe emocje wciąż będą związane z rozstrzygnięciami przetargów.
- Zakładamy stabilizację nakładów na infrastrukturę energetyczną w Polsce na poziomie 17-18 mld PLN. Stabilne powinny być również wyniki monitorowanych firm z branży (Elektrobudowa, Elektrotim). Dynamiczny wzrost przychodów będzie udziałem firm zaangażowanych w budowę dużych bloków energetycznych (Rafako, Polimex, Mostostal Warszawa).
- Czynnikiem silnie wspierającym wyniki sektora są niskie ceny surowców. Rozszerzały one marżę w 2015 r. i będą to czynić również w 2016 r.
- Największy potencjał wzrostu w 2016 r. widzimy w Unibepie, Erbudzie, Elektrobudowie, Herkulesie, Trakcji.

Deweloperzy

- Otoczenie makroekonomiczne będzie sprzyjać utrzymaniu wysokiego popytu na mieszkania w 2016 r. Banki, obciążone dodatkowymi kosztami, mogą w 2016 r. ograniczyć akcję kredytową w niskomarżowych hipotekach, co stanowi największe zagrożenie dla sektora. Uważamy, że po trzech latach silnego wzrostu, sprzedaż mieszkań i ceny powinny ustabilizować się na obecnym poziomie, czego rynek nie zakłada, biorąc pod uwagę wycenę rynkową spółek.

- Po wzroście zysku netto deweloperów mieszkaniowych o 33% w 2015 r., prognozujemy dalszy wzrost o 59% w 2016 r. ($P/E'16=9,3x$) oraz o 15% w 2017 r. ($P/E'17=8,4x$). Sektor mieszkaniowy wciąż jest wyceniony z istotnym dyskontem do NAV ($P/B'15=0,75x$).
- Mimo utrzymującej się silnej konkurencji na rynku nieruchomości komercyjnych, czarne scenariusze dla sektora nie sprawdziły się w 2015 r. Wyceny nieruchomości w CEE są atrakcyjne na tle Europy Zachodniej, co wzmacnia popyt inwestycyjny i pozwala na kompresję stóp kapitalizacji (nie uwzględnioną jeszcze w bilansach spółek). Mimo spadku czynszów, deweloperzy posiadają w portfelu projekty inwestycyjne o potencjalnie atrakcyjnych marżach. W trakcie 2016 r. deweloperzy komercyjni skorzystają na umocnieniu kursu EUR/PLN.
- Największy potencjał wzrostu w 2016 r. widzimy w LC Corp, Dom Development, Robygu, Echo Investment, GTC, BBI Development.

Handel

- Oczekiwana mocna konsumpcja w 2016 r., wspierana przez podniesienie płacy minimalnej oraz wprowadzenie programu 500+, powinna wspierać wyniki sprzedażowe spółek działających w branży spożywczej, odzieżowej i obuwniczej. Naszym zdaniem poprawa warunków makroekonomicznych szczególnie korzystnie wpłynie na wyniki Jeronimo Martins, Eurocash, CCC oraz AmRest.
- Sprzedaż porównywalna spółek działających na rynku spożywczym powinna być wspierana przez poprawiającą się dynamikę cen żywności R/R w 2016 roku.
- Umocnienie się kursu USDPLN R/R, wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej oraz silnia konkurencja na rynku, powinny negatywnie wpływać na marżę brutto na sprzedaży większości spółek działających na rynku odzieżowym i obuwniczym. Naszym zdaniem w znacznie silniejsza presja konkurencyjna powinna utrzymywać się na rynku odzieżowym, gdzie możliwe jest utrzymywanie niskiego poziomu cen przez Inditex.
- Umocnienie się kursu EURPLN (wyższe koszty najmu) oraz presja na wyższe koszty wynagrodzeń powinny wpłynąć na wzrost wskaźnika kosztów SG&A/mkw. R/R spółek działających w sektorach odzieżowym i obuwniczym.
- Kluczowe rekomendacje: CCC (kupuj), Jeronimo Martins (kupuj), AmRest (kupuj).

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2015	2016	2015	2016
Banki										
ALIOR BANK	Kupuj	2016-02-02	60,20	82,96	60,20	+37,8%	13,4	12,6		
BZ WBK	Kupuj	2016-02-02	260,20	305,10	260,20	+17,3%	11,1	11,9		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2016-02-02	0,46	0,96	0,46	+108,7%	8,1	11,7		
HANDLOWY	Akumuluj	2016-02-02	74,46	81,97	74,46	+10,1%	16,2	16,4		
ING BSK	Akumuluj	2016-02-02	111,00	119,38	111,00	+7,5%	13,4	15,1		
MILLENNIUM	Kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	5,20	+34,6%	11,4	11,6		
PEKAO	Redukuj	2016-02-02	139,40	127,42	139,40	-8,6%	16,1	17,8		
PKO BP	Kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	24,84	+27,3%	12,4	10,8		
KOMERCNI BANKA	Trzymaj	2016-02-02	5239	5428 CZK	5239	+3,6%	15,0	16,3		
ERSTE BANK	Kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	26,17	+23,6%	11,2	9,8		
RBI	Kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	11,32	+51,5%	8,6	12,3		
OTP BANK	Akumuluj	2016-02-02	6155	6487 HUF	6155	+5,4%	28,8	9,5		
Ubezpieczyciele										
PZU	Kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	32,33	+31,3%	13,4	10,6		
Usługi finansowe										
KRUK	Akumuluj	2016-02-02	168,70	185,12	168,70	+9,7%	15,1	12,9		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	35,10	+33,2%	10,8	9,7		
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	27,00	+56,3%	12,1	7,1		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzymaj	2016-02-02	80,00	77,20	80,00	-3,5%	14,5	9,6	7,4	6,3
GRUPA AZOTY	Trzymaj	2016-02-02	104,00	100,20	104,00	-3,7%	18,9	13,8	9,4	7,7
LOTOS	Akumuluj	2016-02-02	25,63	29,20	25,63	+13,9%	173,9	7,4	7,1	4,7
MOL	Kupuj	2016-02-02	198,00	236,75	198,00	+19,6%	-	10,0	3,8	3,8
PGNIG	Trzymaj	2016-02-02	5,04	5,30	5,04	+5,2%	11,4	14,2	4,8	5,7
PKN ORLEN	Trzymaj	2016-02-02	61,43	60,40	61,43	-1,7%	9,3	6,9	5,6	4,5
POLWAX	Kupuj	2016-02-02	15,70	24,30	15,70	+54,8%	6,7	6,6	5,8	5,4
SYNTHOS	Trzymaj	2016-02-02	3,96	3,79	3,96	-4,3%	14,6	14,4	9,7	9,7
Energetyka										
CEZ	Kupuj	2016-02-02	65,00	86,30	65,00	+32,8%	8,5	10,3	5,6	5,8
ENEA	Trzymaj	2016-02-02	11,50	12,40	11,50	+7,8%	5,1	8,0	4,9	5,4
ENERGA	Akumuluj	2016-02-02	13,48	15,20	13,48	+12,8%	6,4	8,2	4,4	5,2
PGE	Trzymaj	2016-02-02	13,55	14,60	13,55	+7,7%	-	7,7	3,3	4,4
TAURON	Kupuj	2016-02-02	2,71	3,78	2,71	+39,5%	3,7	5,1	3,5	4,4
Telekomunikacja										
NETIA	Akumuluj	2016-02-02	5,56	6,30	5,56	+13,3%	207,4	-	4,8	4,8
ORANGE POLSKA	Kupuj	2016-02-02	6,43	8,30	6,43	+29,1%	34,2	33,9	3,6	4,4
Media										
AGORA	Kupuj	2016-02-02	11,45	14,10	11,45	+23,1%	40,9	39,5	5,1	5,5
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2016-02-02	21,99	22,10	21,99	+0,5%	11,8	11,5	6,9	6,7
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	2016-01-28	36,37	50,00	38,45	+30,0%	95,0	14,0	14,1	9,8
IT										
ASSECO POLAND	Kupuj	2016-02-02	56,50	65,90	56,50	+16,6%	13,2	12,8	7,0	6,7
CD PROJEKT	Kupuj	2016-02-02	23,09	26,50	23,09	+14,8%	6,3	19,5	4,3	12,3
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	106,75	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	8,64	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
JSW	Zawieszona	2016-02-02	8,97	-	8,97	-	-	-	-	-
KGHM	Trzymaj	2016-02-02	56,26	63,00	56,26	+12,0%	9,9	100,6	3,4	4,6
LW BOGDANKA	Trzymaj	2016-02-02	31,33	33,00	31,33	+5,3%	5,8	7,2	2,5	2,7
Przemysł										
ELEMENTAL	Kupuj	2016-01-08	4,06	4,80	3,88	+23,7%	14,5	12,3	11,8	9,3
FAMUR	Kupuj	2016-02-02	1,75	2,20	1,75	+25,7%	16,3	17,3	4,5	3,7
KERNEL	Akumuluj	2016-01-26	42,80	49,00	44,00	+11,4%	8,1	4,8	3,0	3,6
KĘTY	Trzymaj	2016-02-02	281,75	277,80	281,75	-1,4%	14,0	14,2	9,2	8,5
KOPEX	Trzymaj	2016-02-02	3,53	3,70	3,53	+4,8%	-	-	5,1	5,6
TARCZYŃSKI	Zawieszona	2016-02-02	13,00	-	13,00	-	-	-	-	-
UNIWHEELS	Kupuj	2016-01-12	121,00	142,90	120,70	+18,4%	9,3	8,5	6,6	6,4
VISTAL	Kupuj	2016-02-02	8,00	15,80	8,00	+97,5%	7,2	6,1	7,5	6,7
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2015-11-04	211,00	225,10	196,95	+14,3%	22,2	17,5	10,3	9,4
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2015-12-03	141,00	170,50	114,00	+49,6%	10,1	9,8	6,5	5,6
ERBUD	Kupuj	2016-02-02	25,95	36,00	25,95	+38,7%	9,6	9,3	5,0	4,5
UNIBEP	Kupuj	2016-02-02	9,89	12,10	9,89	+22,3%	15,2	10,4	8,5	6,5
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Akumuluj	2015-10-02	5,88	6,50	5,73	+13,4%	-	43,7	119,1	29,8
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2016-01-28	49,47	60,80	48,98	+24,1%	15,2	11,2	12,6	9,2
ECHO	Akumuluj	2016-02-02	5,77	6,57	5,77	+13,9%	16,2	10,7	19,2	16,1
GTC	Kupuj	2015-11-20	7,08	8,20	6,90	+18,8%	20,7	9,3	16,3	12,6
ROBYG	Kupuj	2016-01-28	2,83	3,40	2,84	+19,7%	9,7	8,9	15,9	8,2
Handel										
AMREST	Kupuj	2016-02-02	188,50	217,00	188,50	+15,1%	27,9	25,9	11,9	9,8
CCC	Kupuj	2016-02-02	124,40	149,00	124,40	+19,8%	26,9	23,2	18,2	14,4
EUROCASH	Redukuj	2016-02-02	53,74	47,30	53,74	-12,0%	35,3	29,1	16,4	13,9
JERONIMO MARTINS	Kupuj	2016-02-02	13,08	15,1 EUR	13,08	+15,4%	24,5	20,5	11,1	9,5
LPP	Redukuj	2016-02-02	5411	4900	5411	-9,4%	25,7	25,4	13,8	13,7
Inne										
WORK SERVICE	Akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	11,96	+14,5%	24,5	17,0	10,8	8,5

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	Kupuj	60,80	2016-01-28
ELEMENTAL	Kupuj	Akumuluj	4,80	2016-01-08
KERNEL	Akumuluj	Redukuj	49,00	2016-01-26
ROBYG	Kupuj	Kupuj	3,40	2016-01-28
UNIWHEELS	Kupuj	Kupuj	142,90	2016-01-12
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	Kupuj	50,00	2016-01-28

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	3	5,1%	0	0,0%
Redukuj	4	6,8%	2	6,7%
Trzymaj	12	20,3%	6	20,0%
Akumuluj	10	16,9%	7	23,3%
Kupuj	30	50,8%	15	50,0%

Zmiany rekomendacji w Strategii

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Poprzednia cena docelowa	Data wydania
AGORA	Kupuj	Kupuj	14,10	15,50	2016-02-02
ALIOR BANK	Kupuj	Kupuj	82,96	83,76	2016-02-02
AMREST	Kupuj	Kupuj	217,00	180,00	2016-02-02
ASSECO POLAND	Kupuj	Kupuj	65,90	68,00	2016-02-02
BZ WBK	Kupuj	Akumuluj	305,10	304,38	2016-02-02
CCC	Kupuj	Kupuj	149,00	159,00	2016-02-02
CD PROJEKT	Kupuj	Kupuj	26,50	30,90	2016-02-02
CEZ	Kupuj	Kupuj	86,30	82,68	2016-02-02
CIECH	Trzymaj	Trzymaj	77,20	81,30	2016-02-02
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	Redukuj	22,10	22,10	2016-02-02
ECHO	Akumuluj	Akumuluj	6,57	8,00	2016-02-02
ENEA	Trzymaj	Kupuj	12,40	18,10	2016-02-02
ENERGA	Akumuluj	Trzymaj	15,20	14,20	2016-02-02
ERBUD	Kupuj	Akumuluj	36,00	34,50	2016-02-02
ERSTE BANK	Kupuj	Akumuluj	32,34 EUR	25,43 EUR	2016-02-02
EUROCASH	Redukuj	Sprzedaj	47,30	40,80	2016-02-02
FAMUR	Kupuj	Kupuj	2,20	3,00	2016-02-02
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	Kupuj	0,96	0,87	2016-02-02
GRUPA AZOTY	Trzymaj	Trzymaj	100,20	91,80	2016-02-02
HANDLOWY	Akumuluj	Akumuluj	81,97	74,08	2016-02-02
ING BSK	Akumuluj	Trzymaj	119,38	113,98	2016-02-02
JERONIMO MARTINS	Kupuj	Sprzedaj	15,10 EUR	10,7 EUR	2016-02-02
JSW	Zawieszona	W trakcie aktualizacji	-	-	2016-02-02
KĘTY	Trzymaj	Trzymaj	277,80	275,60	2016-02-02
KGHM	Trzymaj	W trakcie aktualizacji	63,00	-	2016-02-02
KOMERCNI BANKA	Trzymaj	Redukuj	5 428 CZK	4 549 CZK	2016-02-02
KOPEX	Trzymaj	Trzymaj	3,70	8,10	2016-02-02
KRUK	Akumuluj	Trzymaj	185,12	143,10	2016-02-02
LOTOS	Akumuluj	Kupuj	29,20	35,50	2016-02-02
LPP	Redukuj	Sprzedaj	4 900	6 300	2016-02-02
LW BOGDANKA	Trzymaj	W trakcie aktualizacji	33,00	-	2016-02-02
MILLENNIUM	Kupuj	Kupuj	7,00	7,11	2016-02-02
MOL	Kupuj	Kupuj	236,75	237,50	2016-02-02
NETIA	Akumuluj	Trzymaj	6,30	5,80	2016-02-02
ORANGE POLSKA	Kupuj	Kupuj	8,30	9,00	2016-02-02
OTP BANK	Akumuluj	Akumuluj	6 487 HUF	6 288 HUF	2016-02-02
PEKAO	Redukuj	Redukuj	127,42	126,12	2016-02-02
PGE	Trzymaj	Kupuj	14,60	16,82	2016-02-02
PGNiG	Trzymaj	Trzymaj	5,30	5,49	2016-02-02
PKN ORLEN	Trzymaj	Redukuj	60,40	59,80	2016-02-02
PKO BP	Kupuj	Kupuj	31,62	30,87	2016-02-02
POLWAX	Kupuj	Kupuj	24,30	24,20	2016-02-02
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	Kupuj	46,76	53,60	2016-02-02
PZU	Kupuj	Kupuj	42,44	45,82	2016-02-02
RBI	Kupuj	Kupuj	17,14 EUR	18,27 EUR	2016-02-02
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	Kupuj	42,20	64,30	2016-02-02
SYNTHOS	Trzymaj	Trzymaj	3,79	4,07	2016-02-02
TARCZYŃSKI	Zawieszona	Trzymaj	-	15,00	2016-02-02
TAURON	Kupuj	Kupuj	3,78	3,73	2016-02-02
UNIBEP	Kupuj	Trzymaj	12,10	10,40	2016-02-02
VISTAL	Kupuj	Kupuj	15,80	16,40	2016-02-02
WORK SERVICE	Akumuluj	Akumuluj	13,70	21,90	2016-02-02

Finanse

Alior Bank		Kupuj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		60,20 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		82,96 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	998,6	1 215,8	21,8%	1 504,1	23,7%	1 698,8	12,9%	Liczba akcji (mln)	70,0		
Marża odsetkowa	3,9%	4,4%		4,4%		4,2%		MC (cena bieżąca)	4 212,7		
WNDB	1 562,3	1 892,9	21,2%	2 202,2	16,3%	2 470,1	12,2%	Free float	74,8%		
Wynik operacyjny*	692,7	947,7	36,8%	1 071,2	13,0%	1 366,1	27,5%				
Zysk brutto	287,7	401,1	39,4%	391,7	-2,3%	568,4	45,1%				
Zysk netto	227,9	322,7	41,6%	315,1	-2,4%	334,1	6,0%				
ROE	11,9%	12,4%		9,9%		9,6%		Zmiana ceny: 1m	-9,5%		
P/E	16,8	13,1		13,4		12,6		Zmiana ceny: 6m	-30,4%		
P/BV	1,8	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-28,7%		
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	54,0		
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	98,6		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla Alior Banku, jednocześnie nieznacznie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 82,96 PLN na akcję. Niższa cena docelowa wynika z różnicy pomiędzy projektem ustawy dotyczącej podatku bankowego a jej finalną wersją, która uwzględniła wyłączenie z podstawy opodatkowania papierów skarbowych, ale i również podwyższenie stawki podatku. Pomimo podatku bankowego oczekujemy, że zysk netto Alior Banku nieznacznie wzrośnie w 2016 r., głównie ze względu na wzrost wyniku odsetkowego popartego wzrostem aktywów. Oczekujemy także, iż bank nadal będzie się charakteryzował jednym z najwyższych zwrotów z kapitałów własnych (>9%) oraz wysoką efektywnością kosztową. Uważamy, że rynek już w pełni wycenił podatek bankowy w kursie akcji Alior Banku.

Wzrost zysku netto pomimo podatku możliwy

Uważamy, że obecne oczekiwania rynkowe są na zbyt wysokim poziomie zarówno na 2016 r., jak i na 2017 r. ponieważ nie uwzględniają w pełni podatku bankowego. Dodatkowo, negatywnie na konsensus wpłynąć powinna obniżka stóp procentowych (-25p.b.) w roku obecnym. Zgodnie z zapowiedziami zarządu uważamy, że dzięki dynamicznej akcji kredytowej banku w 2016 r. (+18% R/R) Alior odnotuje wzrost zysku netto (po podatku bankowym) w tym roku o 6,0% R/R.

Podatek bankowy

Szacujemy, że zmiany legislacyjne, które miały na celu wyłączenie papierów skarbowych z podstawy opodatkowania, ale i podwyższenie stawki podatku są w przypadku Aliora

negatywne i zwiększają obciążenie wobec pierwotnego projektu podatku. Podatek bankowy w wysokości 44p.b. od skorygowanej sumy aktywów (skorygowany o fundusze własne) stanowiłby około 27%-29% zysku netto w latach 2016-17. Jednocześnie podatek ten obniżył naszą wycenę o 21,49 PLN na akcję. Nasza wycena po podatku prezentuje 28,5% potencjał wzrostu kursu akcji.

Wrażliwy na obniżki stóp

Według naszych szacunków spadek stóp procentowych o 50p.b. w marcu 2015 r. przełożył się na spadek marży odsetkowej o 31p.b., co oznacza, że Alior Bank był jednym z najbardziej wrażliwych banków na obniżki stóp. Oczekujemy, że w odpowiedzi na oczekiwaną obniżkę stóp procentowych o 25p.b. w 2016 r. marża odsetkowa (do średnich aktywów) Aliora spadnie o 27p.b.

Kapitały na granicy minimów

Wskaźnik wypłacalności Alior Banku na koniec 9M'15 wyniósł 12,71%, zaś Tier-1 wyniósł 10,30%. Uważamy, że kapitały Alior Banku nie pozwalają na wypłatę dywidendy, szczególnie biorąc pod uwagę dynamiczny wzrost akcji kredytowej banku. Jednocześnie wraz z emisją długu podporządkowanego nie oczekujemy, aby Alior miał problem ze spełnieniem narzuconego przez KNF wymogu kapitałowego obowiązującego od 2016 roku (TCR 13,25%).

Dyskonto nieuzasadnione

Alior Bank na wskaźnikach 2016 P/E 12,6x oraz 2017 P/E 10,4x notowany jest z odpowiednio 10% i 21% dyskontem do średniej rynkowej. Uważamy, iż to dyskonto jest nieuzasadnione ze względu na dynamiczny rozwój banku i wysokie ROE.

BZ WBK		Kupuj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		260,20 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		305,10 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	3 276,6	3 996,8	22,0%	4 309,2	7,8%	4 700,0	9,1%	Liczba akcji (mln)		98,9	
Marża odsetkowa	3,9%	3,3%		3,1%		3,3%		MC (cena bieżąca)		25 741,3	
WNDB	6 089,8	6 579,0	8,0%	7 540,1	14,6%	7 396,2	-1,9%	Free float		30,0%	
Wynik operacyjny*	3 227,7	3 475,2	7,7%	3 961,3	14,0%	4 046,7	2,2%				
Zysk brutto	2 514,7	2 640,0	5,0%	3 178,3	20,4%	3 388,8	6,6%				
Zysk netto	1 982,3	1 914,7	-3,4%	2 327,3	21,5%	2 170,7	-6,7%				
ROE	11,9%	12,6%		13,0%		11,2%		Zmiana ceny: 1m		-8,4%	
P/E	12,3	12,7		11,1		11,9		Zmiana ceny: 6m		-13,6%	
P/BV	1,8	1,5		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m		-21,2%	
DPS	7,6	10,7		0,0		22,6		Min (52 tyg.)		232,5	
Dyield (%)	2,9	4,1		0,0		8,7		Max (52 tyg.)		386,0	

*przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj dla BZ WBK jednocześnie podwyższając 9-miesięczną cenę docelową do 305,10 PLN na akcję. Wyższa cena docelowa wynika z różnicy pomiędzy projektem ustawy dotyczącej podatku bankowego, który wyceniliśmy w naszym ostatnim raporcie, a jej finalną wersją, która uwzględniła wyłączenie z podstawy opodatkowania papierów skarbowych. Ponadto, zgodnie z zapowiedziami zarządu obniżyliśmy prognozowane saldo rezerw, dzięki czemu nasze prognozy wzrosły 10-11% na lata 2016-17. Oczekujemy, że zysk netto przed podatkiem w 2016 r. wzrośnie o 12,9%, zaś korygując go o zdarzenia jednorazowe o +20,5% R/R. W naszych prognozach uwzględniliśmy jednorazowy zysk ze sprzedaży BZ WBK AM, ale pominęliśmy ewentualny zysk jednorazowy osiągnięty przy transakcji Visa Europe – Visa International. Bank szacuje, że jednorazowy zysk może wynieść około 281 mln PLN, chociaż część z niego bank może oddać do kontrahentów. Uważamy, że wysokie wskaźniki wypłacalności banku, potencjalnie bardzo wysoka dywidenda oraz relatywnie dobra rentowność kapitałów własnych powinny gwarantować bankowi premię do grupy porównawczej.

Prognozy prawie niezmiennione

Nasze prognozy wskazują na wzrost zysku netto przed podatkiem o 12,9% w 2016 r. oraz o 3,3% w 2017 r. Dynamika zysku netto jest zakłócona przez liczne zdarzenia jednorazowe takie jak sprzedaż udziału w Aviva ubezpieczenia, składki na SK Bank oraz fundusz hipoteczny (2015 r.) czy sprzedaż BZ WBK AM (2016 r.). Nasze prognozy z uwzględnieniem podatku bankowego znajdują się 12% powyżej konsensusu na 2016 rok oraz 1% na 2017.

Niska wrażliwość na podatek

Według naszych szacunków podatek bankowy będzie stanowił 17,4% zysku netto, który prognozujemy na 2016 rok. Nasza cena docelowa została skorygowana o 61,77 PLN na akcję do poziomu 305,10 PLN na akcję, co przekłada się na 26,5% potencjału wzrostu. Jednocześnie, prognozowane przez nas ROE BZ WBK na poziomie 11% w 2016 r. prezentuje się atrakcyjnie w porównaniu do średniej rynkowej na poziomie 8,3%.

Dywidenda

W oczekiwaniu na domiary kapitałowe BZ WBK nie wypłacił dywidendy z zysku za rok 2014 i pozostawił 952,6 mln PLN niepodzielone. Na koniec 9M'15 jednostkowe wskaźniki wypłacalności BZ WBK spełniały wymogi KNF do wypłaty 50% zysku netto w formie dywidendy (Tier 1=13,8%, TCR=14,5%). Zakładając wypłatę 50% zysku netto z 2015 r. oraz niepodzielną część zysku z 2014 r. DPS wyniosłby 22,8 PLN na akcję, co przekłada się na wskaźnik DYield 9,4%.

Ustawa CHF nie zachwieje bankiem

Pomimo znaczącej straty netto, jaką bank może ponieść na skutek wprowadzenia ustawy CHF w 2016 roku (co najmniej 0,6 mld PLN) szacujemy, że nadwyżka kapitałowa ponad minima wyznaczone przez KNF będzie nadal bezpieczna. Dodatkowo, ze względu na poniesienie straty netto bank powinien zakwalifikować się do programu naprawczego KNF, co z kolei powinno go zwolnić z płacenia specjalnego podatku bankowego. W przypadku rozłożenia straty restrukturyzacyjnej na okres pozostały potrzebny do spłaty kredytów bank musiałby odpisywać od wyniku około 0,17 mld PLN rocznie.

Ponadprzeciętne ROE zasługuje na premię

Na wskaźniku 2016 P/E 11,9x BZ WBK notowany jest z 15,3% dyskontem do polskich banków (14,0x). Uważamy, że pewna premia do sektora jest uzasadniona w przypadku BZ WBK ze względu na ponadprzeciętne ROE, wysokie wskaźniki CET1 i TCR oraz atrakcyjną dywidendę.

Getin Noble Bank
Kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 0,46 PLN

Cena docelowa: 0,96 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 297,8	1 430,5	10,2%	1 160,1	-18,9%	1 207,6	4,1%	Liczba akcji (mln)	2 650,1
Marża odsetkowa	4,1%	2,2%		1,7%		1,8%		MC (cena bieżąca)	1 219,1
WNDB	1 886,3	1 956,3	3,7%	1 673,7	-14,4%	1 636,1	-2,2%	Free float	49,8%
Wynik operacyjny*	1 007,4	1 033,3	2,6%	497,3	-51,9%	710,6	42,9%		
Zysk brutto	388,0	314,3	-19,0%	160,3	-49,0%	361,9	125,7%		
Zysk netto	399,7	360,0	-9,9%	149,7	-58,4%	114,4	-23,6%		
ROE	8,8%	7,3%		2,9%		2,1%		Zmiana ceny: 1m	-23,3%
P/E	3,0	3,4		8,1		11,7		Zmiana ceny: 6m	-62,0%
P/BV	0,3	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-77,1%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,4
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	2,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Getin Noble Banku, jednocześnie lekko podwyższając 9-miesięczną cenę docelową do 0,96 PLN na akcję. Wyższa cena docelowa wynika ze zmiany w sposobie naliczania podatku bankowego. Oczekujemy, że wyniki GNB pozostaną pod presją w 2016 roku ze względu na sekurytyzację aktywów w celu poprawy pozycji kapitałowej oraz ograniczoną akcję kredytową. Niemniej jednak pomimo kolejnych cięć stóp procentowych marża odsetkowa w całym 2016 roku powinna wzrosnąć o 11 p.b. dzięki dalszej poprawie kosztów finansowania. Niska rentowność, brak dywidendy, emisja akcji oraz znacząca ekspozycja na kredyty CHF zasługują na najwyższe dyskonto do rynku przy wycenie. Niemniej jednak biorąc pod uwagę poprawiającą się marżę odsetkową, poprawiającą się jakość aktywów oraz wskaźniki wypłacalności, które dalekie są od uznania ich za zagrażające stabilności banku uważamy, że obecna wycena na wskaźniku P/BV na poziomie 0,2x jest zdecydowanie zbyt niska. Jednocześnie, wprowadzenie ustawy restrukturyzacyjnej, w zależności od jej finalnego charakteru oraz możliwości lub braku rozłożenia jej kosztów w czasie, może spowodować bardzo duży niedobór kapitałów podstawowych w banku lub nawet ich nadwyżkę. Ponadto, z powodu księgowania znaczących kosztów związanych z funduszem hipotecznym bank może odnieść stratę netto w jednym z kwartałów, co może przełożyć się na wprowadzenie programu naprawczego przez KNF co z kolei może przełożyć się na zwolnienie banku z płacenia podatku.

Mozolna odbudowa wyników

Nasze prognozy dla GNB odzwierciedlają niższe oczekiwania odnośnie środowiska stóp procentowych w latach 2016-17 (odpowiednio -25p.b. oraz -75p.b. wobec poprzednich prognoz). Dodatkowo oczekujemy, że wprowadzenie podatku bankowego zredukuje ROE z 5,3% do 2,1%. Uważamy, że największy potencjał do poprawy wyników drzemie w kosztach odsetkowych, które generowane są głównie przez depozyty terminowe (84% depozytów ogółem). Obniżenie kosztów finansowania w głównej mierze przyczyni się do wzrostu wyniku odsetkowego o 4% w 2016 i o 15% w 2017 roku. Nasze prognozy zysku netto pozostają 36-9% poniżej konsensusu na lata 2016-17P.

Podatek bankowy od aktywów w cenie

Podatek bankowy na poziomie 44p.b. od skorygowanej sumy aktywów stanowi aż 61% zysku netto za 2016 r. i 47% za 2017 r. i obniża naszą wycenę dla GNB o 0,70 PLN na akcję do poziomu 0,96 PLN / akcję. Niemniej jednak, implikuje to 110% potencjał wzrostu od bieżącej wyceny rynkowej.

Zwolnienie z podatku realne

W ustawie dotyczącej podatku od instytucji finansowych ustawodawca zapisał możliwość zwolnienia podmiotu z płacenia podatku w przypadku objęcia banku przez KNF programem naprawczym. Przedstawiciel KNF w wywiadzie prasowym stwierdził, że banki, które poniosą stratę nawet w jednym kwartale mogą się liczyć z konsekwencją wprowadzenia takiego programu. Uważamy, iż wprowadzenie programu naprawczego w przypadku GNB jest dość prawdopodobne, na skutek kosztów związanych z funduszem hipotecznym czy ewentualną restrukturyzacją kredytów CHF.

Ustawa restrukturyzacyjna może oznaczać poważne problemy kapitałowe lub...

Szacujemy, że wprowadzenie ustawy restrukturyzacyjnej wiązałoby się z odpisem wielkości 2,75 mld PLN (bez kosztów spreadów), który najprawdopodobniej powinien zostać zaksięgowany jednorazowo. Tak duży odpis spowodowałby niedobór kapitału Tier 1 na poziomie około 2 mld PLN. Uważamy, że tak duży odpis zagrażałby stabilności banku, który obecnie posiada około 44 mld PLN depozytów detalicznych.

... ich koniec

Jeżeli koszty ustawy restrukturyzacyjnej mogłyby być rozłożone na czas pozostały do spłaty kredytów w CHF, odpis roczny spowodowałby stratę jedynie w 2016 roku. Jednocześnie KNF powinien zdjąć dodatkowy bufor kapitałowy z GNB a wymagany minimalny poziom wskaźnika CET1 powróciłby do 10,25%. Pozostawiłoby to GNB na koniec 2016 roku z niewielką nadwyżką kapitałową. Jednocześnie, wraz z wprowadzeniem programu naprawczego bank najprawdopodobniej zostałby zwolniony z płacenia podatku bankowego.

Wskaźniki wypłacalności do podwyższenia

Na koniec 9M'15 jednostkowy TCR banku wyniósł 12,9%, a Tier-1 9,8%. KNF do końca 1H'16 zalecił podwyższenie wskaźnika Tier-1 do 11,77% oraz TCR do 15,28%. Aby osiągnąć wymagane przez regulatora kapitały bank przeprowadzi sekurytyzację aktywów, dalszą sprzedaż kredytów niepracujących, sprzedaż swoich udziałów w spółkach czy emisję akcji. Uważamy, że przy zastosowaniu wszystkich ww. środków GNB będzie w stanie podnieść współczynniki wypłacalności do wymaganych poziomów. Jednocześnie uważamy, że emisja akcji będzie trudna do ominięcia szczególnie, że bank poniósł w 4Q'15 dodatkowe koszty na bankructwo SK Banku (-116,9 mln PLN).

Handlowy		Akumuluj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		74,46 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		81,97 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	1 242,2	1 163,9	-6,3%	973,2	-16,4%	977,5	0,4%	Liczba akcji (mln)		130,7	
Marża odsetkowa	2,8%	2,4%		1,9%		1,9%		MC (cena bieżąca)		9 728,9	
WNDB	2 600,5	2 465,4	-5,2%	2 074,8	-15,8%	2 118,4	2,1%	Free float		25,0%	
Wynik operacyjny*	1 183,3	1 149,9	-2,8%	739,4	-35,7%	858,1	16,1%				
Zysk brutto	1 218,1	1 167,7	-4,1%	755,6	-35,3%	846,1	12,0%				
Zysk netto	972,7	947,3	-2,6%	600,7	-36,6%	593,4	-1,2%				
ROE	15,3%	12,9%		8,3%		8,4%		Zmiana ceny: 1m		3,6%	
P/E	10,0	10,3		16,2		16,4		Zmiana ceny: 6m		-19,6%	
P/BV	1,3	1,3		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m		-29,9%	
DPS	5,8	7,2		7,4		4,6		Min (52 tyg.)		61,5	
Dyld (%)	7.8	9.6		10.0		6.2		Max (52 tyg.)		114.0	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Banku Handlowego, jednocześnie podwyższając 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 81,97 PLN na akcję. Uważamy, że Bank Handlowy jest głównym beneficjentem zmian w projekcie podatku bankowego, które zakładały wyłączenie z podstawy opodatkowania papierów skarbowych, co z kolei ma główny wpływ na naszą wyższą wycenę. Po zmianach w legislacji szacujemy, że udział podatku spadnie z prognozowanych przez nas wcześniej 22% zysku netto w kolejnych dwóch latach do 13-14%. Jednocześnie nadal oczekujemy, że bank dokona optymalizacji bilansu zmniejszając wskaźnik kredytów do depozytów poprzez redukcję tych ostatnich. Oczekujemy, że taki ruch pozwoli zmniejszyć z jednej strony sumę bilansową, a z drugiej efekt oczekiwanego przez nas cięcia stóp procentowych. Podtrzymujemy nasz pogląd, że bank powinien być notowany z wyższą niż obecnie premią do spółek porównywalnych ze względu na ponadprzeciętne wskaźniki wypłacalności oraz strukturę bilansu (w tym niski wskaźnik K/D).

Wyniki pod presją

Nasze prognozy zostały podwyższone o 2,6% na 2016 r. oraz o 3,7% na 2017 r., tak aby odzwierciedlić zmiany, które zostały wprowadzone do ustawy o podatku bankowym. Jednocześnie uważamy, że wpływ cięcia stóp procentowych na wynik odsetkowy będzie mitygowany przez redukcję depozytów w 2016 r. Oczekujemy, że zysk netto Banku Handlowego skurczy się o 1,2% w 2016 roku, do czego głównie przyczyni się rosnące saldo rezerw oraz wprowadzenie podatku bankowego. W kolejnych latach bank powinien być beneficjentem stabilizacji oraz rosnących stóp procentowych w Polsce.

Podatek bankowy

Dzięki wysokiemu wskaźnikowi ROA Bank Handlowy jest jednym z najmniej wrażliwych banków na podatek liczony od sumy aktywów. Przy stawce podatku na poziomie 44p.b., od skorygowanej sumy bilansowej, zysk netto na 2016 r. zostałby zredukowany o 13,4%, a nasza wycena o 7,72 PLN na akcję. Uważamy, że podatek został już w pełni odzwierciedlony w wycenie rynkowej.

Powtarzalna dywidenda

Oczekujemy, że Bank Handlowy wypłaci 100% dywidendy zarówno w 2016 r., jak i w 2017 r. Oczekujemy, że dywidenda wypłacana z zysku z 2015 roku będzie pod negatywnym wpływem zdarzeń jednorazowych takich jak kontrybucja na SK Bank, zaś z kolei z 2016 roku takich jak podatek bankowy. Powoduje to, że bank powinien wypłacać powtarzalną stopę dywidendy na poziomie 6% w kolejnych dwóch latach.

Bank na sprzedaż?

Uważamy, że główny akcjonariusz może podjąć decyzję o sprzedaży detalicznej części Banku Handlowego w Polsce. Podobne decyzje Citi Bank podejmował w stosunku do banków, które posiadał np. na Węgrzech (przejęty przez Erste Bank) czy w Czechach (przejęty przez RBI). Decyzja taka może zostać podjęta ponieważ rentowność detalicznego biznesu po wprowadzeniu podatku od aktywów powinna ulec deterioracji.

Premia gwarantowana

Bank Handlowy na wskaźniku 2017 P/E 14,6x notowany jest z 11,4% premią do polskiego sektora wobec 10,0% historycznie. Uważamy, że Bank Handlowy być notowany z jeszcze wyższą premią do sektora bankowego ze względu na najniższy wskaźnik kredytów do depozytów, jeden z najwyższych wskaźników wypłacalności oraz wysoką powtarzalną dywidendę.

ING BSK
A akumuluj

Analitik: Michał Konarski	Cena bieżąca:		111,00 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
	Cena docelowa:		119,38 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	2 042,6	2 330,2	14,1%	2 467,4	5,9%	2 755,9	11,7%	Liczba akcji (mln)	130,1
Marża odsetkowa	2,5%	2,5%		2,3%		2,4%		MC (cena bieżąca)	14 441,1
WNDB	3 290,4	3 532,5	7,4%	3 776,7	6,9%	3 980,9	5,4%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 422,0	1 602,8	12,7%	1 595,5	-0,5%	1 888,5	18,4%		
Zysk brutto	1 192,9	1 347,4	13,0%	1 333,3	-1,0%	1 558,3	16,9%		
Zysk netto	961,5	1 040,7	8,2%	1 079,9	3,8%	953,2	-11,7%		
ROE	11,5%	10,9%		10,1%		8,5%		Zmiana ceny: 1m	-5,2%
P/E	15,0	13,9		13,4		15,1		Zmiana ceny: 6m	-11,6%
P/BV	1,7	1,4		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	-17,3%
DPS	0,0	4,4		4,0		4,2		Min (52 tyg.)	101,6
Dyield (%)	0,0	4,0		3,6		3,7		Max (52 tyg.)	150,0

*przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą neutralną rekomendację dla ING BSK do akumuluj, jednocześnie podwyższając 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 119,38 PLN na akcję. Wyższa cena docelowa wynika z różnicy pomiędzy projektem ustawy dotyczącej podatku bankowego, który wyceniliśmy w naszym ostatnim raporcie a jej finalną wersją, która uwzględniła wyłączenie z podstawy opodatkowania papierów skarbowych. ING BSK prezentuje solidny bilans (niska ekspozycja na CHF, niski poziom kredytów do depozytów) oraz wysoki wskaźnik wypłacalności, co dobrze pozycjonuje bank na wzrost. Ponadto, w 9M'15 bank zaraportował wyniki wyższe od oczekiwań o 12%. Niestety dotychczasowa niska rentowność aktywów powoduje, że proponowany przez PiS podatek bankowy stanowi aż 25% prognozowanego przez nas zysku netto i obniża naszą wycenę o 26,09 PLN na akcję. Niemniej jednak, ze względu na słaby sentyment do akcji polskich banków w ostatnim miesiącu uważamy, że podatek bankowy został już także w pełni uwzględniony w ING BSK.

Konsensus nie uwzględnia podatku

Wraz z lepszymi od oczekiwań wynikami za 9M'15 uważamy, że ING BSK ma nadal dobre perspektywy rozwoju. Oczekujemy, że zysk netto przed podatkiem bankowym wzrośnie w 2016 r. o 16,9%, a w 2017 r. o 12,2%. Niemniej jednak po uwzględnieniu podatku bankowego szacujemy, że zysk netto na 2016 r. skurczy się o 11,7%. Nasze prognozy znajdują się obecnie 4% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na 2016 r. oraz 9% poniżej na 2017 r.

Kara za konserwatywny bilans

Podatek bankowy jest szczególnie dotkliwy dla ING BSK. Niski wskaźnik kredytów do depozytów oraz niski udział kredytów konsumenckich (wysokomarżowych) w portfelu kredytów ogółem (11%) przekłada się na wskaźnik ROA na poziomie 1,0% wobec 1,3% na rynku. Oznacza to wyższą

wrażliwość ING BSK wobec rynku na podatek oparty na bazie aktywów. Prognozujemy, że podatek zaproponowany przez PiS stanowił będzie około 25% zysku netto banku, co obniża naszą wycenę o 26,09 PLN na akcję.

Akcja kredytowa zwolni

Oczekujemy, że dynamika kredytowa spowolni po stronie kredytów hipotecznych, ale utrzyma wysokie tempo w kredytach konsumenckich. Przez kolejne dwa lata oczekujemy, że udział kredytów konsumenckich wzrośnie z 10% do 12%. Jednocześnie oczekujemy, że dynamika wzrostu kredytów ogółem zwolni z 16% w roku bieżącym do 10% w latach 2016-17.

Dywidenda poniżej średniej

ING BSK spełnia wymogi dywidendowe KNF, przez co w naszych prognozach oczekujemy, że bank podtrzyma wypłatę dywidendy na poziomie 50%. Przekłada się to na DPS w latach 2016-17 na poziomie 4,2-3,7 PLN na akcję oraz na wskaźnik DYield na poziomie odpowiednio 3,7% oraz 3,3%.

Restrukturyzacja CHF to nie problem ING

Niewielka ekspozycja ING na kredyty denominowane w CHF nie powinna stanowić istotnego problemu w momencie wprowadzenia w życie ustawy restrukturyzacyjnej w jej obecnym kształcie. Po przeliczeniu ekspozycji banku po kursie sprawiedliwym szacujemy, że odpis na kredyty CHF wyniósłby około 0,25 mld PLN co nie spowodowałoby straty banku w całym roku 2016.

Premia do rynku nadal uzasadniona

ING na wskaźniku 2016 P/E 15,1x notowane jest z 8,2% premią do średniej na poziomie 14,0x. Uważamy, iż premia jest uzasadniona przez wysoki wskaźnik wypłacalności oraz konserwatywny bilans. Niemniej jednak sądzimy, że przyszły wzrost aktywów może zostać ograniczony przez podatek.

Millennium		Kupuj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		5,20 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		7,00 PLN							
(mIn PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)			
Wynik odsetkowy	1 220,1	1 454,1	19,2%	1 368,0	-5,9%	1 480,7	8,2%	Liczba akcji (mIn)		1 213,1	
Marża odsetkowa	2,2%	2,5%		2,2%		2,2%		MC (cena bieżąca)		6 308,2	
WNDB	2 080,1	2 308,4	11,0%	2 246,6	-2,7%	2 370,7	5,5%	Free float		50,0%	
Wynik operacyjny*	916,8	1 104,2	20,4%	952,4	-13,7%	1 186,0	24,5%				
Zysk brutto	680,6	838,5	23,2%	696,8	-16,9%	894,2	28,3%				
Zysk netto	535,8	650,9	21,5%	555,4	-14,7%	544,9	-1,9%				
ROE	10,5%	11,7%		9,2%		8,3%		Zmiana ceny: 1m		-6,5%	
P/E	11,8	9,7		11,4		11,6		Zmiana ceny: 6m		-15,4%	
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m		-27,2%	
DPS	0,0	0,2		0,0		0,0		Min (52 tyg.)		4,6	
Dvield (%)	0.0	4.2		0.0		0.0		Max (52 tyg.)		8.0	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj, ale obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 7,00 PLN na akcję dla Banku Millennium. Nasza wycena została skorygowana o wpływ podatku finansowego, ale także uwzględnia niższe stopy procentowe w 2016 r. Uważamy, że jedynym istotnym zagrożeniem dla banku pozostaje restrukturyzacja kredytów CHF. Jeżeli rząd bezkrytycznie przyjąłby projekt kancelarii Prezydenta RP, to w skrajnym przypadku Bank Millennium mógłby wykazać się niedoborem kapitału do minimalnego poziomu wyznaczonego przez KNF dla CET 1 (10,25%). Niemniej jednak uważamy, że restrukturyzacja zostanie odłożona w czasie, a sam jej skutek powinien być złagodzony dla sektora. Po spadku kursu akcji banku o 27% przez ostatnie 12 miesięcy uważamy, że główne ryzyka są wycenione przez rynek.

Nasze prognozy znajdują się poniżej konsensusu

Nasze prognozy znajdują się 4% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na 2016 rok, ale są 7% powyżej na 2017 rok. Uważamy, że w 2016 roku bank zanotuje dalszą poprawę marży odsetkowej oraz znaczącą poprawę po stronie kosztowej, która będzie wynikała głównie z zaksięgowania przez bank znaczących zdarzeń jednorazowych w roku poprzednim. Uważamy także, że po wprowadzeniu podatku bankowego, Millennium podniesie prowizje i opłaty.

Podatek bankowy

Podatek bankowy w wysokości 44p.b. od skorygowanej sumy aktywów stanowiłby aż 25% zysku netto Banku Millennium na 2016 rok. Wysoka wrażliwość banku spowodowana jest, tak jak w przypadku ING, niską rentownością aktywów. Udział kredytów w bilansie to 71%, zaś 60% kredytów stanowią niskomargżowe hipoteki. Biorąc pod uwagę podatek

bankowy nasza wycena została obniżona o 1,61 PLN na akcję, ale nadal implikuje to potencjał wzrostu na poziomie 34,6%.

Znaczący portfel frankowy

Bank Millennium ma jedną z najwyższych ekspozycji na kredyty denominowane w CHF w polskim sektorze bankowym. Kredyty CHF stanowią 39% wszystkich kredytów brutto. Niemniej jednak jakość portfela hipotecznego Banku Millennium pozostaje ponadprzeciętna ze wskaźnikiem przeterminowanych kredytów na poziomie 2,07% oraz kosztem ryzyka na poziomie 18p.b. (9M'15). Nie oczekujemy, aby portfel kredytów CHF stanowił problem dla banku w kolejnych kwartałach nawet przy założeniu pewnego osłabienia PLN. Niemniej jednak ustawa restrukturyzacyjna w jej obecnym kształcie stanowi pewne zagrożenie dla banku. W najgorszym scenariuszu, Bank Millennium może być zmuszony do przewalutowania kredytów po kursie sprawiedliwym oraz od razu zaksięgowania straty wynikającej z tej operacji. W takim wariantcie zysk netto w 2016 r. zamknąłby się stratą 3 mld PLN, a bank miałby niedobór kapitału w wysokości około 0,4 mld PLN. Jeżeli jednak strata wynikająca z restrukturyzacji zostałaby rozłożona na lata, Millennium nie poniosłoby straty w 2016 roku oraz pozostałoby z bezpieczną nadwyżką kapitałową.

Niska premia uzasadniona

Na wskaźniku 2016 P/E 11,6x oraz 2017 P/E 9,2x bank notowany jest z odpowiednio 17% oraz 30% dyskontem do średniej polskiej. Uważamy, że Bank Millennium zasługuje na lekkie dyskonto do średniej ze względu na znaczącą ekspozycję na kredyty w CHF. Niemniej jednak, że względu na wysokie wskaźniki wypłacalności sądzimy, że obecne dyskonto jest zbyt głębokie. Jednocześnie uważamy, iż obecna cena rynkowa już odzwierciedla negatywny scenariusz dla Banku Millennium (podatek + obniżka stóp).

Pekao
Redukuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 139,40 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa: 127,42 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	4 443,9	4 461,3	0,4%	4 197,9	-5,9%	4 563,0	8,7%	Liczba akcji (mln)	262,5
Marża odsetkowa	2,9%	2,7%		2,4%		2,5%		MC (cena bieżąca)	36 588,3
WNDB	7 475,6	7 284,9	-2,6%	6 978,5	-4,2%	7 248,2	3,9%	Free float	49,9%
Wynik operacyjny*	4 031,9	3 856,1	-4,4%	3 233,8	-16,1%	3 804,6	17,7%		
Zysk brutto	3 432,9	3 359,7	-2,1%	2 811,5	-16,3%	3 205,0	14,0%		
Zysk netto	2 784,8	2 714,7	-2,5%	2 267,9	-16,5%	2 057,5	-9,3%		
ROE	12,0%	11,4%		9,5%		8,8%		Zmiana ceny: 1m	-2,9%
P/E	13,1	13,5		16,1		17,8		Zmiana ceny: 6m	-12,4%
P/BV	1,6	1,5		1,6		1,6		Zmiana ceny: 12m	-23,6%
DPS	8,4	10,0		10,0		8,4		Min (52 tyg.)	126,6
Dyid (%)	6,0	7,1		7,2		6,0		Max (52 tyg.)	196,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj, jednocześnie podwyższając 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 127,42 PLN na akcję. Wyższa cena docelowa wynika z różnicy pomiędzy projektem ustawy dotyczącej podatku bankowego, który wyceniliśmy w naszym ostatnim raporcie a jej finalną wersją, która uwzględniła wyłączenie z podstawy opodatkowania papierów skarbowych. Wyceniamy, że podatek finansowy będzie miał negatywny wpływ na cenę docelową w wysokości 22,43 PLN/akcję. Jednocześnie uważamy, że utylizacja kapitału nadwyżkowego w Banku Pekao może okazać się znacznie trudniejsza niż oczekiwał tego rynek. Wyśrubowane wymogi kapitałowe przedstawione przez KNF do wypłaty 100% zysku netto w formie dywidendy, a także formuła podatku promująca utrzymanie wysokich funduszy własnych może zniechęcić Bank Pekao do przejść w 2016 roku. Oczekujemy, że po 17% spadku zysku netto Banku Pekao w 2015 r. wyniki zanotują dalszy spadek o 9,3% w 2016 r., aby zanotować nieznaczną poprawę na poziomie 2,6% w 2017 r.

Wyniki pod presją

Nasze prognozy na lata 2016-17 odzwierciedlają niższe środowisko stóp procentowych na przyszły rok ale i również spowolnioną akcję kredytową na skutek wprowadzenia podatku bankowego. Dodatkowo, dynamika zysku netto znajdzie się pod presją ze względu na znaczący spadek wyniku handlowego (-22% w 2016 r.). Nasze prognozy znajdują się 5% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na rok 2016 oraz 14% na 2017 r.

Podatek bankowy odbije się także na dywidendzie

Oczekujemy, że podatek bankowy stanowić będzie 21% zysku netto w 2016 r. oraz 23% w 2017 r. Oczekujemy także, że konsekwencją wprowadzenia podatku będzie spadek rentowności kapitałów własnych banku z 9,5% w 2015 r. do 8,8% w 2016 r. i 8,9% w 2017 r. Dodatkowo szacujemy, że na skutek podatku wskaźnik dividend yield Banku Pekao spadnie z 6,0% do 5,5%.

Przejęcie Banku BPH wpłynie na podatek i dywidendę

Według spekulacji prasowych Pekao jest zainteresowany bankiem BPH (bez portfela kredytów CHF). Obecnie zarząd banku twierdzi, że nie jest zainteresowany przejęciem banku z ekspozycją na kredyty w CHF chociaż uważamy, że bank może zmienić zdanie po wprowadzeniu planu restrukturyzacji, dzięki czemu będzie można bardziej precyzyjnie wycenić przejmowane aktywa. Według naszych szacunków, przejęcie Banku BPH oznaczałoby dla Pekao wzrost obciążenia podatkowego o około 12% przy jednoczesnym spadku rentowności kapitałów własnych aż do momentu osiągnięcia oczekiwanych synergii kosztowych (średnio około 3 lata). Oznaczałoby to, że DPS zanotowałby spadek o kolejne 3,5% w okresie przejściowym.

Preferujemy PKO BP

Wskaźnik 2016P P/E 17,8x implikuje 27,0% premię do sektora polskich banków oraz 67% do banku PKO BP. Uważamy, iż pewna premia jest uzasadniona przez wysoki wskaźnik Tier 1 (17,7%), potencjał do wypłaty dywidendy oraz relatywnie bezpieczny bilans (niska ekspozycja na CHF), ale jej obecny poziom jest zbyt wysoki. Niemniej jednak z największych polskich banków preferujemy obecnie PKO BP ze względu na duże dyskonto do średniej.

PKO BP		Kupuj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		24,84 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		31,62 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	6 722,0	7 522,9	11,9%	7 024,7	-6,6%	7 919,9	12,7%	Liczba akcji (mln)	1 250,0		
Marża odsetkowa	3,4%	3,4%		2,8%		3,0%		MC (cena bieżąca)	31 050,0		
WNDB	11 178,1	11 494,8	2,8%	10 909,0	-5,1%	11 842,8	8,6%	Free float	68,6%		
Wynik operacyjny*	6 084,3	5 901,4	-3,0%	4 563,9	-22,7%	6 082,8	33,3%				
Zysk brutto	4 044,5	4 034,6	-0,2%	3 084,7	-23,5%	4 458,9	44,5%				
Zysk netto	3 233,8	3 254,1	0,6%	2 498,0	-23,2%	2 873,2	15,0%				
ROE	13,0%	12,4%		8,7%		9,5%		Zmiana ceny: 1m	-9,1%		
P/E	9,6	9,5		12,4		10,8		Zmiana ceny: 6m	-15,0%		
P/BV	1,2	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-26,2%		
DPS	1,8	0,8		0,0		1,8		Min (52 tyg.)	22,5		
Dyield (%)	7.2	3.0		0.0		7.2		Max (52 tyg.)	37.7		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla banku PKO BP oraz nieznacznie podwyższamy naszą 9M cenę docelową do poziomu 31,62 PLN na akcję. Wyższa cena docelowa wynika z różnicy pomiędzy projektem ustawy dotyczącej podatku bankowego, który wyceniliśmy w naszym ostatnim raporcie a jej finalną wersją, która uwzględniła wyłączenie z podstawy opodatkowania papierów skarbowych. Wpływ podatku bankowego na naszą cenę docelową wyceniamy na poziomie 7,18 PLN na akcję. Jednocześnie uważamy, że fundamenty PKO BP prezentują się atrakcyjnie. Ostatni wzrost marży odsetkowej (+20 p.b. w 3Q'15) oraz znaczące synergije kosztowe, jakie spółka ma osiągnąć w latach 2016-17 w znacznej części zamortyzują efekt podatku bankowego. Pomimo wprowadzenia podatku bankowego oczekujemy, iż zysk netto banku wzrośnie w 2016 r. o 15,0%, a w 2017 r. o 7,5%. Nasze prognozy nie uwzględniają zysku jednorazowego z tytułu transakcji Visa Europe – Visa International, która według doniesień prasowych może przynieść spółce dodatkowe 0,4-1,0 mld PLN. Jednocześnie widzimy poważne zagrożenie dla spółki ze strony projektu ustawy CHF, która może pozbawić bank prawie całego kapitału CET1 ponad minimalny próg wyznaczony przez KNF.

Konsensus uwzględnia już podatek w pełni

Uważamy, że konsensus dla PKO BP uwzględnia w pełni podatek bankowy i prezentuje 1-3% potencjał wzrostu na lata 2016-17. Nasze optymistyczne prognozy na przyszły rok wynikają ze znaczącej poprawy marży odsetkowej w 3Q'15, co kolei przekłada się na wyższą bazę wyników na kolejne kwartały. Dodatkowo zarząd oczekuje dalszej poprawy marży dzięki niższemu kosztom finansowania kredytów w walucie obcej.

Podatek bankowy ciąży na rentowności

Efektywny podatek bankowy liczony jako % aktywów wynosi 28p.b. w 2016 r. oraz 30p.b. w 2017 r. Oczekujemy, że podatek stanowić będzie 23% zysku spółki w kolejnych dwóch latach. Oczekujemy, iż naturalną konsekwencją podatku będzie wolniejszy wzrost sumy bilansowej, który

oceniamy na +2,9% w 2016 r. oraz 2,6% w 2017 r. Ponadto, na skutek nowej daniny ROE PKO BP spadnie z 11-12% w latach 2016-17 do 9-10%. Szacujemy, że wpływ podatku na naszą wycenę to 7,18 PLN na akcję.

Bardzo wysoka dywidenda

Wskaźniki wypłacalności PKO BP, zarówno jednostkowe, jak i skonsolidowane, pozwalają spółce na wypłatę dywidendy. Oczekujemy, że w 2016 r. PKO BP wypłaci 40% zysku netto z roku 2015 r. oraz 1 250 mln PLN niepodzielonego zysku netto z 2014 r. Przekłada się to na współczynnik wypłaty dywidendy na poziomie 89% oraz dividend yield w wysokości 7,2%.

Restrukturyzacja CHF nie wymusi podniesienia kapitału ale ograniczy akcję kredytową

Obecny projekt ustawy dotyczącej restrukturyzacji CHF może być znaczącym obciążeniem dla PKO BP. W przypadku zaksięgowania strat przy jednorazowym przewalutowaniu kredytów szacujemy, że strata netto banku w 2016 wyniosłaby aż 6,2 mld PLN pod warunkiem, że zaksięgowany odpis byłby kosztem uzyskania przychodu. Jednocześnie bank straciłby prawie cały kapitał nadwyżkowy ponad minimalny poziom 10,25% (CET1) ustanowiony przez nadzorcę. Scenariusz ten uważamy za mało prawdopodobny i oczekujemy, że ustawodawca będzie dążył do rozłożenia strat z ewentualnej restrukturyzacji na pozostały czas życia kredytu. W takim przypadku, roczny koszt restrukturyzacji PKO BP wyniosłby 0,39 mld PLN, a bank nadal posiadałby kapitał nadwyżkowy potrzebny do prowadzenia akcji kredytowej.

Zbyt wysokie dyskonto

Na wskaźniku 2016P P/E 10,8x PKO BP notowane jest z dyskontem: 22,8% do polskich banków (14,0x), zaś do Pekao z 39,2% (17,8x). Uważamy, że bank PKO BP powinien być notowany ze znacznie niższym dyskontem do sektora ze względu na relatywnie wysokie ROE (>9% w 2016) oraz dywidendę. Bank może zaksięgować także znaczące zyski jednorazowe w latach 2016-17, co powinno pozytywnie przełożyć się na dywidendę w 2017-18 roku.

Komerčni Banka
Trzymaj

Analitik: Michał Konarski

Cena bieżąca: 5 239 CZK

Cena docelowa: 5 428 CZK

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln CZK)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)	
Wynik odsetkowy	21 207,0	21 423,0	1,0%	20 423,2	-4,7%	20 900,6	2,3%	Liczba akcji (mln)	37,8
Marża odsetkowa	2,6%	2,4%		2,2%		2,2%		MC (cena bieżąca)	197 883,2
WNDB	30 894,0	30 676,0	-0,7%	29 852,6	-2,7%	30 436,0	2,0%	Free float	39,6%
Wynik operacyjny*	17 746,0	17 642,0	-0,6%	16 847,2	-4,5%	16 850,0	0,0%		
Zysk brutto	16 940,0	16 031,0	-5,4%	16 232,2	1,3%	15 393,8	-5,2%		
Zysk netto	12 528,0	12 985,0	3,6%	13 230,3	1,9%	12 177,4	-8,0%		
ROE	13,1%	13,7%		12,9%		11,1%		Zmiana ceny: 1m	5,8%
P/E	15,8	15,2		15,0		16,3		Zmiana ceny: 6m	-5,0%
P/BV	2,1	2,0		1,8		1,8		Zmiana ceny: 12m	4,0%
DPS	230,0	230,0		310,0		310,0		Min (52 tyg.)	4 624,0
Dywid (%)	4,4	4,4		5,9		5,9		Max (52 tyg.)	5 667,0

*przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą rekomendację redukuć do trzymaj dla Komerčni Banka wraz z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 5 428 CZK na akcję. Chociaż przez ostatnie 6 miesięcy kurs akcji spadł (w USD) o 5,8% to Komerčni Banka zachowywał się znacznie lepiej od indeksu WIG Banki (-22,0%) oraz indeksu MSCI EME Financials (-20,9%). Uważamy, iż Komerčni Banka oferuje z jednej strony jedną z najwyższych dywidend w sektorze, ale z drugiej strony będzie musiał się zmagać z wymagającym środowiskiem operacyjnym, które negatywnie będzie oddziaływać również w 2016 roku (np. cięcie opłat interchange czy jednorazowa opłata na fundusz gwarancji depozytów). Ze względu na wyższą dywidendę uważamy, iż historyczne dyskonto, z jakim Komerčni Banka było notowane do banków polskich powinno zniknąć, chociażby z uwagi na znacznie niższe ryzyko operacyjne i polityczne. Niemniej jednak, obecną wycenę rynkową KB postrzegamy jako adekwatną.

Zbyt optymistyczne oczekiwania rynku na 2016 rok

Nasze prognozy znajdują się 8% poniżej konsensusu na 2016 rok ale 4% powyżej na 2017. Uważamy, że rynek jeszcze nie skorygował prognoz o niższą opłatę interchange (około 200 mln CZK) oraz kontrybucję na fundusz depozytowy, która zostanie przesunięta z 2015 roku na 2016. Ze względu na zdarzenia jednorazowe oczekujemy, że zysk netto Komerčni Banka spadnie o 8,0% w 2016, aby następnie wzrosnąć o 18,9% w 2017, głównie dzięki podwyżkom stóp procentowych.

Mglista prognoza zarządu na 2016 rok

Zarząd przedstawił jedynie wstępne oczekiwania odnośnie 2016 roku, zaś bardziej precyzyjnej prognozy oczekujemy po ogłoszeniu wyników za 2015 rok. Zarząd oczekuje, że wynik odsetkowy nie będzie gorszy niż w 2015 roku, chociaż sytuacja może się zmienić w zależności od ruchów na stopach procentowych. W przypadku obniżenia stóp procentowych do ujemnego poziomu 20p.b. wpływ na dochody banku zarząd szacuje na poziomie 0,5-1%. Ponadto, bank oczekuje łącznego wpływu obniżenia opłat interchange na poziomie 300 mln CZK, z czego 100 mln CZK zostało już poniesione w 2015 roku.

Wysoka dywidenda

Z jednym z najwyższych współczynników wypłacalności w regionie Zarząd Komerčni Banka postanowił podtrzymać wypłatę dywidendy na poziomie 70-100%. Oczekujemy, iż

Komerčni Banka będzie mogło wypłacać około 90% zysku netto w najbliższych latach tak, aby wskaźnik wypłacalności nie spadł poniżej wewnętrznego limitu 15-16%. Przekłada się to na wskaźnik dividend yield na poziomie 5,9% w latach 2016-17.

Niski koszt ryzyka

Niski poziom salda rezerw Komerčni Banka zawdzięcza głównie segmentowi korporacyjnemu, gdzie koszt ryzyka (do średnich kredytów brutto) w 9M'15 znajdował się na poziomie -1p.b. wobec 22p.b. w 9M'14. Koszt ryzyka w działalności detalicznej również uległ poprawie w 9M'15 do poziomu 14p.b. z 30p.b. w 9M'14. Oczekujemy, że koszt ryzyka ulegnie stopniowej normalizacji chociaż jego poziom będzie nadal znacznie niższy niż w polskim sektorze bankowym. Oczekujemy, że koszt ryzyka wzrośnie z prognozowanego przez nas poziomu 19p.b. w 2015 roku do 28p.b. w 2016 roku, a następnie do 30p.b. w 2017 roku.

Presja na marżę pozostaje

Marża odsetkowa (do średnich aktywów) Komerčni Banka znajduje się pod presją od 2011 roku i oczekujemy, iż w 2016 roku pozostanie na płaskim poziomie. Presja na marżę wynika z niskiego środowiska stóp procentowych, zmiany kompozycji portfela w kierunku niskomargowych produktów oraz presji cenowej po stronie depozytowej. Oprócz Komerčni Banka, presja na marżę jest również widoczna w wynikach CSOB (-15 p.b. R/R na koniec 9M'15), chociaż marża odsetkowa w CS w analogicznym okresie pozostała płaska. Uważamy, że główny czynnik presji na marżę, czyli niskie środowisko stóp procentowych, utrzyma się aż do 2017 roku, kiedy to zakładamy podwyżkę stóp zaledwie o 50p.b. Niemniej jednak widzimy ryzyko, że stopy procentowe mogą zostać nadal obniżone w 2016 roku, co niemniej jednak powinno mieć mało znaczący wpływ na dochody banku (między -0,5% a -1%). Oczekujemy, iż marża odsetkowa KB w 2015 roku spadnie do poziomu 2,17% (-19p.b. R/R), aby następnie pozostać na praktycznie nie zmienionym poziomie w 2016 roku i następnie wzrosnąć o 13p.b. w 2017 roku.

Nie zasługuje na dyskonto do polskich banków

Obecnie Komerčni Banka notowany jest na wskaźniku 2016 P/E 16,3x z premią do polskich banków (14,0x). Uważamy, że lekka premia KB do polskiego sektora bankowego jest uzasadniona ze względu na stabilne środowisko operacyjne oraz ponadprzeciętny dividend yield (5,9%). Oczekujemy, że Komerčni Banka w 2016 roku postrzegany będzie jako tzw. bezpieczna przystań, zaś ostatnią słabość na kursie wykorzystalibyśmy do kupna walorów.

Erste Bank		Kupuj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		26,17 EUR				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		32,34 EUR							
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)			
Wynik odsetkowy	4 685,0	4 495,2	-4,1%	4 435,7	-1,3%	4 520,4	1,9%	Liczba akcji (mln)	429,8		
Marża odsetkowa	2,4%	2,3%		2,2%		2,2%		MC (cena bieżąca)	11 247,9		
WNDB	6 710,3	6 697,3	-0,2%	6 600,3	-1,4%	6 719,7	1,8%	Free float	69,5%		
Wynik operacyjny*	1 805,6	1 356,0	-24,9%	2 605,7	92,2%	2 863,2	9,9%				
Zysk brutto	31,2	-803,2		1 840,5		2 019,4	9,7%				
Zysk netto	-92,4	-1 442,0	1460,4%	1 001,0		1 150,3	14,9%				
ROE				9,7%		10,2%		Zmiana ceny: 1m	-9,5%		
P/E				11,2		9,8		Zmiana ceny: 6m	-4,1%		
P/BV	1,0	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	28,9%		
DPS	0,4	0,2		0,0		0,6		Min (52 tyg.)	19,4		
Dywid (%)	1.5	0.8		0.0		2.3		Max (52 tyg.)	29.0		

*przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą pozytywną rekomendację akumuluj do kupuj dla Erste Banku jednocześnie podwyższając 9-miesięczną ceną docelową do 32,34 EUR na akcję. Przez ostatnie 12 miesięcy kurs Erste Banku wzrósł o 28,7% (w USD). Inwestorzy docenili poprawę rentowności Erste Banku w Rumunii oraz na rodzimym austriackim rynku, jak i również brak większych „niespodzianek” w wynikach nie licząc przewalutowania kredytów hipotecznych w Chorwacji (-144,9 mln EUR brutto). Ze względu na zaksięgowanie jednorazowych strat w Chorwacji w 2015 roku oczekujemy znaczącego wzrostu zysku netto w 2016 roku na poziomie 14,4%. Nasza prognoza znajduje się w górnym przedziale prognozy zarządu, która zakłada ROTE w 2016 roku na poziomie 10-11%. Niemniej jednak uważamy, że ze względu na zdarzenia jednorazowe, które dotyczyły bank w przeszłości, obecne prognozy zarządu są konserwatywne. Uważamy, że inwestycja w walory Erste Banku w chwili obecnej prezentuje niższe ryzyko, niż w walory polskiego sektora bankowego.

Poprawa wyników w 2016 roku

Oczekujemy, że zysk netto Erste Banku wzrośnie o 14,4%, co przełoży się na wskaźnik ROTE na poziomie 11,0%. Wyłączając negatywny efekt restrukturyzacji kredytów hipotecznych w Chorwacji, wzrost zysku netto w 2016 roku zostałby zawężony do 2,4% R/R. Nasza prognoza jest zgodna z oczekiwaniami zarządu, które wskazują na 2016 ROTE w przedziale 10-11%. Jednocześnie zarząd zastrzega, że zagrożeniem dla prognozy mogą być działania regulatora oraz ryzyka geopolityczne. Finalnie, nasze prognozy są 7% powyżej średnich oczekiwań rynkowych na 2016 rok oraz 5% na 2017 roku.

Czechy nadal generują większość wyniku, ale to Węgry poprawiają rentowność Grupy

Oczekujemy, iż Czechy będą nadal generować większość wyniku netto (45,1%) Grupy w 2016 roku. Uważamy, że oddział Erste w Czechach będzie się zmagać z niskim średniorocznym stóp procentowych w 2016 roku, przez co wzrost wyniku szacujemy jedynie na 1,3% R/R. Wraz z obniżeniem stawki podatku od aktywów oraz przejęciem aktywów CitiBanku oczekujemy, że biznes węgierski po 7 latach strat osiągnie minimalny pozytywny wynik w 2016 roku. Jednocześnie oczekujemy stabilizacji wyników w

Rumunii, poprawy w Austrii oraz powrotu do zysku netto w Chorwacji. Jednocześnie uważamy, że pomimo spekulacji prasowych Erste Bank nie zdecyduje się na dalszą ekspansję geograficzną, a skupi się na poprawie rentowności obecnych segmentów.

Jakość aktywów ulega systematycznej poprawie

Wskaźnik NPL dla Erste Banku spadł przez ostatnie 12 miesięcy z poziomu 8,9% do 7,4% (na koniec 9M'15). Chociaż Erste Bank poprawił jakość aktywów na wszystkich rynkach, to za spadek wskaźnika w głównej mierze odpowiada spadek nieregularnych kredytów w Rumunii (-29,6% R/R), na Węgrzech (-38,3% R/R), w Czechach (-9,0% R/R) oraz w Austrii (-7,3% R/R). Oczekujemy, że wskaźnik NPL zanotuje dalszą poprawę w 2016 r. do poziomu 7,0%, a następnie do 6,7%. Uważamy, iż jakość aktywów w Erste Bank w dalszym ciągu wspierana będzie przez sprzedaż kredytów niepracujących w Rumunii oraz dalszą poprawę na Węgrzech. Spadający wskaźnik NPL pozwoli utrzymać Erste koszt ryzyka na niskim, jak na regionalny bank, poziomie 63p.b. w 2016 roku oraz 62p.b. w 2017 roku.

Kredyty w CHF w większości w Austrii

Na koniec 3Q'15 Erste Bank posiadał ekspozycję na 7,1 mld EUR kredytów denominowanych w CHF. Większość ekspozycji Erste Banku (88%) pochodzi z Austrii w której na chwilę obecną nie widzimy ryzyka przewalutowania. W wyniku przewalutowania kredytów CHF do EUR na Węgrzech Erste Bank poniósł stratę brutto w wysokości 144,9 mln EUR w 3Q'15. Uważamy, że bank zakwestionuje działania legislacyjne rządu chorwackiego, co w przyszłości może skutkować znaczącym jednorazowym zyskiem.

Widzimy potencjał dla wyceny

Erste Bank na wskaźniku 2016 P/E 9,8x notowany jest z odpowiednio 25% dyskontem do banków w regionie CEE (13,0x) oraz z 30% dyskontem do polskich banków. Uważamy, iż Erste Bank powinien być notowany z premią do pozostałych banków regionalnych ze względu na wysoki udział w wycenie krajów notowanych z premią (Czechy i Słowacja) oraz brakiem ekspozycji na Ukrainę i Rosję. Ponadto, pomimo znaczącej ekspozycji na Czechy oraz Słowację Erste Bank nadal jest notowany z 40% dyskontem do Komercni Banka (na wskaźniku P/E).

RBI		Kupuj							
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		11,32 EUR				Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa:		17,14 EUR					
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Wynik odsetkowy	3 728,9	3 788,9	1,6%	3 327,0	-12,2%	3 263,5	-1,9%	Liczba akcji (mln)	292,4
Marża odsetkowa	2,8%	3,0%		2,8%		2,9%		MC (cena bieżąca)	3 308,2
WNDB	5 323,4	4 762,4	-10,5%	4 877,0	2,4%	4 356,6	-10,7%	Free float	21,5%
Wynik operacyjny*	1 983,9	1 738,9	-12,3%	1 962,0	12,8%	1 623,3	-17,3%		
Zysk brutto	834,7	23,0	-97,2%	696,0	2930,2%	621,5	-10,7%		
Zysk netto	357,3	-598,5		383,0		269,8	-29,5%		
ROE	4,8%			4,9%		3,4%		Zmiana ceny: 1m	-16,8%
P/E	6,2			8,6		12,3		Zmiana ceny: 6m	-14,9%
P/BV	0,3	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	2,8%
DPS	1,2	1,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	10,3
Dyld (%)	10,3	9,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	15,7

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Raiffeisen Bank International (RBI) z niższą ceną docelową na poziomie 17,14 EUR na akcję. Kurs akcji RBI przez ostatnie 3 miesiące spadł (w USD) aż o 22,2% i zachowywał się gorzej względem indeksu MSCI EME Financials (-14,8%). Odzwierciedla to negatywny sentyment inwestorów spowodowany głównie ekspozycją na Rosję oraz Ukrainę, których pogarszająca się sytuacja gospodarcza może mieć negatywne przełożenie również na bank. Niemniej jednak, perspektywy dla RBI są znacznie lepsze niż rok temu, sytuacja kapitałowa stabilna, a wyniki kwartalne banku niejednokrotnie pozytywnie zaskoczyły inwestorów w 2015 roku. Z drugiej strony wyniki w 2016 roku znajdują się pod negatywnym wpływem restrukturyzacji, której większość kosztów została przesunięta z 2015 na 2016 rok. Dodatkowo koszty restrukturyzacji mogą wzrosnąć, jeżeli cena za polski oddział RBI znajdzie się znacząco poniżej jego wartości księgowej. Po przejściowym okresie, do którego również zaliczamy 2016 roku oczekujemy, że ROE RBI wzrośnie do 9% w 2017 roku. Jednocześnie zaznaczamy, że w przypadku dalszego pogorszenia się sytuacji gospodarczej w Rosji wyniki banku mogą ulec deterioracji.

Prognozy zbyt wysokie na 2016 rok a zbyt niskie na 2017 rok

Strategia RBI obejmuje zwrot z kapitałów własnych na poziomie 11% w średnim okresie, saldo rezerw na poziomie niższym niż w 2014 roku (1 716 mln EUR) oraz niski zysk netto za 2015 rok. Dodatkowo do 2017 roku RBI chce obniżyć bazę kosztów o 20% w odniesieniu do 2014 roku, tak aby wskaźnik kosztów do dochodów kształtował się na poziomie 50-55%. Nasze założenia są znacznie bardziej konserwatywne od Zarządu i zakładają zwrot z kapitałów własnych na poziomie 2% w 2016 roku oraz 9% w 2017 roku pomimo zakończenia procesu restrukturyzacji. Dodatkowo uważamy, iż istnieje ryzyko dla naszych prognoz wynikające z niestabilnej sytuacji w Rosji oraz na Ukrainie. W 2016 roku oczekujemy presji na wynik podstawowy (-1,4%), w pełni zrównoważony przez niższe koszty operacyjne (-6,4%) oraz saldo rezerw (-23,7%). Niemniej jednak wynik znajdzie się pod negatywnym wpływem kosztów restrukturyzacyjnych, które nie są w pełni odzwierciedlone w konsensusie. Nasze prognozy są 43% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na 2016 rok, ale 4% powyżej na 2017 rok.

Restrukturyzacja Grupy

Plan restrukturyzacji RBI zakłada redukcję aktywów ważonych ryzykiem (RWA) o 16 mld EUR do końca 2017 roku. Do tej pory, RBI sprzedało biznes ZUNO w Czechach (finalizacja oczekiwana w 1Q'16), Słowenii (finalizacja oczekiwana w 1H'16) oraz zredukowało RWA w Azji o 1 mld EUR. Główną częścią planu restrukturyzacji jest sprzedaż polskich operacji. Niemniej jednak, ze względu na zmiany operacyjne w Polsce, sprzedaż Raiffeisen Polbanku nie została jeszcze sfinalizowana. Bank aby wesprzeć proces sprzedaży planuje wydzielić portfel kredytów CHF o wartości 3,0 mld EUR. Sprzedaż polskiego biznesu powinna wspomóc współczynnik wypłacalności o 1,1p.p., co z kolei wystarczyłoby, aby osiągnąć zakładany poziom CET1 12%. Z drugiej strony RBI w 2015 roku przejęło detaliczny biznes CitiBanku w Czechach, co postrzegamy pozytywnie i zapowiedziało możliwe otwarcie oddziału w Iranie, co z kolei uważamy za negatywne posunięcie.

Co może negatywnie zaskoczyć w 2016 roku?

Uważamy, że Polska oraz Rosja mogą negatywnie zaskoczyć akcjonariuszy RBI. W Polsce bank będzie borykał się z podatkiem bankowym, który może kosztować około 40 mln EUR rocznie. Dodatkowo Raiffeisen posiada około 3 mld EUR ekspozycji na kredyty denominowane w CHF. Jeżeli projekt restrukturyzacji kredytów CHF przygotowany przez kancelarię Prezydenta zostałby przyjęty w obecnym kształcie, RBI musiałoby liczyć się z odpisem w wysokości 684 mln EUR. Finalnie, bank może zanotować wyższe odpisy restrukturyzacyjne jeżeli nie uda się sprzedać banku po wartości księgowej (wartość księgowa Raiffeisen Polbanku na koniec 9M'15 wynosiła 1,5 mld EUR).

Rosja nadal jest kluczowym rynkiem dla całej Grupy. Na koniec 9M'16, wynik operacyjny (przed rezerwami) w Rosji stanowił 32% wyniku całej Grupy, zaś zysk netto 53,2% całej grupy. Prognozy makroekonomiczne wskazują, że Rosję w 2016 roku czeka jedynie niewielka recesja (PKB równe -0,5% R/R). Niemniej jednak, jeżeli spowolnienie gospodarcze będzie wyższe niż rynek zakłada, RBI może zanotować wyższe odpisy na kredyty niepracujące.

Atrakcyjna wycena niepozbawiona ryzyka

Na 2017 rok P/E 4,1x RBI notowany jest z 64,7% dyskontem do banków w regionie CEE (11,5x) oraz z 54% dyskontem do Erste Banku (8,8x). Uważamy, iż obecna wycena banku znajduje się znacząco poniżej naszej implikowanej wyceny SOTP. Ponadto uważamy, iż ze względu na najniższy współczynnik wypłacalności pośród banków regionalnych bank zasługuje na dyskonto, aczkolwiek obecny poziom wskaźnika P/BV (skorygowany o wartości niematerialne i prawne) na poziomie 0,4x jest zbyt niski wobec 5-letniej średniej na poziomie 0,6x.

OTP BANK		Akumuluj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		6 155 HUF				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		6 487 HUF							
(mld HUF)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mld HUF)			
Wynik odsetkowy	653,8	635,3	-2,8%	555,9	-12,5%	546,5	-1,7%	Liczba akcji (mln)	267,0		
Marża odsetkowa	6,4%	6,0%		5,2%		5,2%		MC (cena bieżąca)	1 643,6		
WNDB	874,6	828,6	-5,3%	764,5	-7,7%	763,6	-0,1%	Free float	100,0%		
Wynik operacyjny*	457,4	417,1	-8,8%	375,7	-9,9%	372,1	-0,9%				
Zysk brutto	184,9	142,3	-23,0%	147,6	3,7%	222,1	50,5%				
Zysk netto	64,2	-102,0		57,0		173,7	204,9%				
ROE	4,3%			4,5%		12,9%		Zmiana ceny: 1m	2,6%		
P/E	25,6			28,8		9,5		Zmiana ceny: 6m	7,1%		
P/BV	1,1	1,3		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	60,7%		
DPS	121,7	146,9		147,0		163,3		Min (52 tyg.)	3 655,0		
Dyield (%)	2,0	2,4		2,4		2,7		Max (52 tyg.)	6 220,0		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację akumuluj dla OTP Banku oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 6 487 HUF na akcję. Pomimo znaczącego wzrostu kursu przez ostatnie 12 miesięcy (+46,0% w USD wobec +32,5% indeksu BUX oraz -36,6% indeksu MSCI EME Financials), uważamy iż pełen potencjał OTP Banku nadal nie jest odzwierciedlony w wycenie rynkowej. Uważamy, iż obecne dyskonto, z jakim OTP Bank jest notowany do spółek porównywalnych, powinno się dalej zwięzić ze względu na konserwatywny bilans banku (kredyty/depozyty 70%; Tier1 13%), coraz niższy podatek bankowy, brak znaczącej ekspozycji na CHF czy poprawiającą się sytuację gospodarek regionu CEE. Finalnie uważamy, iż średnie oczekiwania rynkowe na lata 2016-17 są obecnie na zbyt niskim poziomie.

Wyższe od oczekiwań wyniki w 2016-17

Nasze prognozy znajdują się 41% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na 2015 rok, ale 7-8% powyżej na lata 2016-17. Niższe od oczekiwań wyniki w 2015 roku wynikają głównie ze zdarzeń jednorazowych, takich jak odpisy w Chorwacji oraz w Rumunii. Obecnie, zarząd oczekuje, iż zysk netto (bez zdarzeń jednorazowych) w 2015 roku znajdzie się lekko powyżej roku 2014 (118 mld HUF). Oczekujemy, że od 2016 roku OTP Bank sukcesywnie będzie obniżał saldo rezerw (-34% w 2016 roku oraz -23% w 2017 roku), co wraz z poprawą dynamiki po stronie kredytów pozwoli na osiągnięcie ROE na poziomie 15,9% w 2017 roku. Jednocześnie zaznaczamy, iż nasza prognoza ROE na 2017 r. znajduje się w ramach prognozy zarządu na poziomie 15-17%.

Podatek bankowy robi różnicę

Wraz z nową ustawą budżetową, parlament węgierski uchwalił obniżkę podatku bankowego. Specjalny podatek bankowy zostanie zredukowany z 53p.b. w 2015 roku do 31p.b. w 2016 roku oraz do 21p.b. w 2017 i 2018 roku. Obecnie szacujemy, że podatek bankowy w 2016 roku wyniesie zaledwie 13,4 mld HUF, co powinno wspomóc wyniki OTP Banku w 2016 o 23 mld HUF R/R.

Rosja i Ukraina nadal pod presją

W 3Q'15 strata OTP Bank w Rosji spadła do 2,2 mld HUF z 11,6 mld HUF w 1Q'15 i 4,2 mld HUF w 2Q'15. Poprawa nastąpiła dzięki spadkowi salda rezerw (-26,8% Q/Q w RUB), a także dzięki spadkowi kosztów operacyjnych (-22,2% Q/Q). Jednocześnie, w 3Q'15 bank zaraportował 17,5 mld HUF straty netto na Ukrainie wobec 0,6 mld HUF zysku w 2Q'15. Kwartałny spadek wyniku spowodowany został przez ponowny wzrost salda rezerw (+56% Q/Q).

Chociaż prognoza zarządu zakładała, iż strata Rosji i Ukrainy w 2015 roku będzie niższa lub równa niż w 2014 roku (-57,7 mld HUF), to oczekujemy jej wzrostu do poziomu 63 mld HUF. Ponadto, zarząd uważa, iż saldo rezerw znacząco spadnie w 2016 roku w obu krajach, a wraz z pozytywnym wzrostem gospodarczym możliwe jest nawet osiągnięcie zysku netto w obu krajach. Oczekujemy, iż OTP Bank osiągnie zysk netto w Rosji już w 2016 roku w wysokości 0,4 mld HUF oraz poprawi go do poziomu 8,8 mld HUF w 2017 roku, zaś na Ukrainie zysk netto pojawi się dopiero w 2017 roku (4,5 mld HUF).

Ponadto, widzimy znaczące zagrożenie płynące z tytułu hipotek w FX na Ukrainie (140 mld HUF hipotek w FX, 84% portfela kredytów hipotecznych na Ukrainie). Do tej pory OTP Bank przewalutował kredyty hipoteczne na Węgrzech, w Rumunii oraz w Chorwacji.

Niższe dyskonto do średniej uzasadnione

OTP Bank notowany jest na wskaźniku 2016 P/E 9,5x z 27% dyskontem do banków w regionie CEE (13,0x) oraz z 32% dyskontem do polskich banków. Dyskonto jest także znaczące w przypadku wskaźnika 2017 P/BV na poziomie 1,1x wobec 1,2x notowanego w sektorze CEE oraz w Polsce. Uważamy, iż dyskonto powinno się zawęzić ze względu na znaczącą redukcję ryzyka politycznego, a także oczekiwania co do znaczącej poprawy wyników. Ponadto, pomimo dużych strat w 2014 roku, OTP Bank nadal prezentuje wysoki współczynnik Tier1 (13%), który będzie wspomagać bank w akwizycjach.

PZU
Kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		32,33 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa:		42,44 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Składka brutto:	16 480,0	16 884,6	2,5%	18 025,1	6,8%	18 569,0	3,0%	Liczba akcji (mln)	863,5
majątkowa	8 739,8	9 110,7	4,2%	10 125,6	11,1%	10 412,1	2,8%	MC (cena bieżąca)	27 917,7
życiowa	7 745,1	7 807,7	0,8%	7 807,7	0,0%	7 948,1	1,8%	Free float	64,8%
Wynik techniczny	19 062,5	19 513,7	2,4%	19 229,1	-1,5%	20 288,1	5,5%		
Zysk brutto	4 119,1	3 693,2	-10,3%	2 589,3	-29,9%	3 239,6	25,1%		
Zysk netto	3 294,9	2 967,6	-9,9%	2 081,2	-29,9%	2 623,5	26,1%		
ROE	24,1%	22,6%		17,2%		22,2%		Zmiana ceny: 1m	-5,0%
P/E	8,5	9,4		13,4		10,6		Zmiana ceny: 6m	-25,1%
P/BV	2,1	2,1		2,5		2,2		Zmiana ceny: 12m	-35,4%
DPS	5,0	3,4		3,0		2,4		Min (52 tyg.)	30,7
Dyld (%)	15,4	10,5		9,3		7,5		Max (52 tyg.)	50,3

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla PZU, jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do 42,44 PLN/akcję. Nasza wycena została głównie skorygowana ze względu na wprowadzenie specjalnego podatku finansowego. Przez ostatnie 12 miesięcy kurs akcji PZU spadł o 35,4% wobec spadku indeksu WIG20 na poziomie 24,1%. Negatywny sentyment odzwierciedla obawy rynku odnośnie presji na przyszłe wyniki PZU (spadek wyniku inwestycyjnego, nowy podatek finansowy), inwestycje w sektor wydobywczy czy ryzyko polityczne (nawis akcji Skarbu Państwa oraz zmiana zarządu po wyborach). Niemniej jednak uważamy, że PZU charakteryzować będzie nadal wysoka dywidenda oraz nadwyżkowy kapitał. Ponadto, dzięki wysokiej rentowności aktywów specjalny podatek finansowy powinien stanowić jedynie około 10% zysku netto w 2016 oraz 2017 roku. Uważamy, że w odróżnieniu od sektora bankowego główne ryzyka dla PZU zmaterializowały się. Ze względu na ponadprzeciętne ROE, dywidendę oraz niską wrażliwość na podatek, PZU przedstawia się nadal jako atrakcyjna alternatywa dla sektora bankowego.

Obniżamy nasze prognozy

Ze względu na słabą koniunkturę na giełdzie oraz słabe wyniki inwestycyjne w 2-3Q'15 obniżamy nasze prognozy dla PZU na lata 2015-16 o odpowiednio 18% oraz 9%. Jednocześnie, pomimo wprowadzenia podatku finansowego oczekujemy, że zysk netto Grupy wzrośnie w 2016 roku o 6,2%. Jednocześnie wskaźnik ROE ubezpieczyciela powinien utrzymać się na wysokim 19,7% poziomie, zaś w 2017 roku wzrosnąć do 21,7%. Oznacza to, że rentowność ubezpieczyciela w porównaniu z sektorem bankowym pozostanie bezkonkurencyjna.

Bezkonkurencyjna dywidenda

Oczekujemy, iż przez kolejną dekadę PZU będzie wypłacać dywidendę na poziomie co najmniej 90% zysku netto, zgodnie z polityką dywidendową zarządu (50-100%). Wraz z wypłatą z kapitałów nadwyżkowych przekłada się to na wskaźnik 2016 DYield 12% (7% w 2015), znacząco powyżej WIG20 (4,75%) oraz europejskich ubezpieczycieli (5,39%). W mniej optymistycznym scenariuszu, w którym zakładamy brak dywidendy nadwyżkowej, akcjonariusze powinni liczyć na wypłatę co najmniej 24 PLN na akcję dzięki dywidendzie zaliczkowej wypłaconej przez PZU Życie (625 mln PLN). Finalnie uważamy, iż kolejne akwizycje w sektorze bankowym nie powinny mieć znaczącego wpływu na politykę dywidendową PZU, zaś wprowadzenie Solvency II (od 2016 r.) powinno zapewnić Grupie znaczący bufor kapitałowy.

Podatek finansowy już w cenie

Szacujemy, iż wpływ podatku finansowego w wysokości 0,44% pochłonięby około 10% prognozowanego przez nas zysku netto PZU na 2016 rok. Jednocześnie, zakładając kontynuację podatku w kolejnych latach, nasza 9MFV została obniżona o 3,84 PLN na akcję do poziomu 42,44 PLN/akcję. Niemniej jednak, oznacza to, że PZU nadal prezentuje znaczący potencjał wzrostu kursu akcji (+31%).

Podatek może pomóc rentowności w segmencie motoryzacyjnym

Rentowność segmentu motoryzacyjnego pozostawała pod presją w ostatnich latach w Polsce. Strata netto (wynik techniczny) sektora za ostatnie 9M'15 wyniosła aż 642 mln PLN. Oznacza to, że przy wyniku PZU w segmencie majątkowym na poziomie 464 mln PLN z 494 mln w całym sektorze, znacząca część sektora generuje straty. Wprowadzenie podatku finansowego powinno skłonić pozostałą część rynku do podniesienia rentowności produktów, na czym naszym zdaniem powinno też skorzystać PZU.

Inwestycja w banki teraz to dobry pomysł

Postrzegamy pozytywnie pomysł na inwestycje PZU w kolejne banki, szczególnie biorąc pod uwagę atrakcyjne wyceny w sektorze. Uważamy, że po przejęciu kolejnego podmiotu Grupa jest w stanie osiągnąć znaczące synergije kosztowe dzięki rozległej sieci dystrybucyjnej Alior Banku. Kluczowe dla nowego zarządu może być utrzymanie na pozycji Prezesa Pana Wojciecha Sobieraja, który dzięki doświadczeniu mógłby sprawnie przeprowadzić ewentualną fuzję. Niemniej jednak uważamy, że PZU z kolejnymi akwizycjami poczeka do wyjaśnienia losu ustawy restrukturyzacyjnej, która może mieć znaczący wpływ na dalszą wycenę sektora.

Premia uzasadniona

Na wskaźniku 2016P P/E 10,6x PZU notowane jest bez premii do spółek porównywalnych (10,6x). Niemniej jednak, na 12M forward P/E PZU notowane jest obecnie z 10% premią do indeksu BBG Europe Insurers, chociaż historycznie premia ta wynosiła aż 29%. Uważamy, iż PZU zasługuje na wyższą premię do średniej niż obecna ze względu na wyjątkową dochodowość (ROE na poziomie 20%) oraz ponadprzeciętną wypłatę dywidendy (DY 7,5% na 2016).

Kruk		A kumuluj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		168,70 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		185,12 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody ogółem	405,6	487,9	20,3%	588,8	20,7%	727,7	23,6%	Liczba akcji (mln)	17,1
Zakupy wierzytelności	355,7	442,4	24,4%	542,0	22,5%	679,2	25,3%	MC (cena bieżąca)	2 886,5
Inkaso	39,9	31,7	-20,5%	29,4	-7,3%	29,9	1,6%	Free float	87,0%
Marża pośrednia	222,9	293,9	31,9%	336,2	14,4%	414,4	23,3%		
Zysk brutto	98,5	152,8	55,2%	192,7	26,1%	248,1	28,7%		
Zysk netto	97,8	151,8	55,3%	191,7	26,3%	223,3	16,5%		
ROE	26,7%	30,3%		28,7%		25,9%		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/E	29,3	19,0		15,1		12,9		Zmiana ceny: 6m	-2,7%
P/BV	6,9	4,9		3,8		3,0		Zmiana ceny: 12m	45,9%
DPS	0,0	0,0		1,5		0,0		Min (52 tyg.)	115,6
Dywid (%)	0,0	0,0		0,9		0,0		Max (52 tyg.)	191,3

Podwyższamy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj dla Kruka jednocześnie podnosząc 9-miesięczną cenę docelową do 185,12 PLN/akcję. Kruk pozostaje liderem na rynku wierzytelności w Polsce i Rumunii, a nabycie portfela wierzytelności od PRESCO oraz pierwsze zakupy na rynku niemieckim i włoskim powinno pozwolić spółce na podtrzymanie pozytywnej dynamiki wyników w latach kolejnych. Oczekujemy, iż dynamika zysku netto Kruka w kolejnych trzech latach znacząco przewyższy dynamikę spółek porównywalnych, jak i polskich banków. Kruk na wskaźnikach P/E'16 12,9x oraz na P/E'17 11,1x notowany jest z 6% premią do międzynarodowej grupy porównawczej, ale z 23% i 29% dyskontem do Intrum Justitia, które uważamy za nieuzasadnione. Nasza 9-miesięczna cena docelowa implikuje 9,7% potencjału wzrostu.

Dynamika zysków do utrzymania

Uważamy, że wysoka dynamika zysków z lat ubiegłych jest do utrzymania, a w kolejnych trzech latach zysk netto Kruka wzrośnie aż o 19,6% (CAGR). Kluczowym czynnikiem dla zachowania dynamiki będzie wzrost sumy bilansowej, dzięki wejściu na nowe rynki oraz przejęciu portfela wierzytelności od PRESCO. Uważamy, że Kruk jak i cały sektor może być pośrednim beneficjentem wprowadzenia podatku finansowego, ponieważ banki bardziej chętnie będą sprzedawać wierzytelności, aby zmniejszać sumę bilansową. Nasze prognozy znajdują się 3% powyżej konsensusu na 2016 oraz 20% na 2017 rok.

Spadające zadłużenie

Wysoki poziom wskaźnika ROE (>20% przez ostatnie 5 lat) oraz brak wypłaty dywidendy pozwolił spółce na systematyczną redukcję wskaźnika długu netto/KW. Oczekujemy, iż ten trend zostanie kontynuowany, zaś sam wskaźnik długu netto/KW obniży się z poziomu 1,6x w 2013 roku do 1,0x w 2016 roku, znacząco poniżej ustanowionych kowenant na poziomie 2,5x. Jednocześnie oczekujemy, iż poziom ROE w kolejnych 2 latach będzie się kształtował w przedziale 24-26%.

Kruk wypłacił dywidendę

Zarząd Kruka wypłacił dywidendę z 2014 roku w wysokości 26 mln PLN, co przekłada się na 17% wskaźnik wypłaty dywidendy oraz 0,9% stopę dywidendy. Uważamy, że dywidenda w kolejnym roku zostanie pominięta, aby wesprzeć ekspansję spółki za granicą oraz zakupy na rynku polskim. Uważamy także, że dywidenda zaproponowana przez zarząd w zeszłym roku odbiega od stopy dywidendy, którą oferuje konkurencja.

Nowe rynki – pierwsze zakupy

Kruk rozpoczął operacje w Niemczech i we Włoszech oraz planuje dalszą ekspansję do Hiszpanii i Portugalii. Nie oczekujemy aby zakup portfeli na ww. rynkach istotnie przyczynił się do wyniku finansowego Kruka w 2016 roku. Wartość nominalna portfela zakupionego w Niemczech to zaledwie 18,4 mln PLN, zaś włoskiego 340 mln PLN (cena równa 19,4 mln PLN, 5,5% wartości nominalnej). Uważamy, że w 2016 wartość nakładów wzrośnie ponad dwukrotnie na nowych rynkach zagranicznych, chociaż ich skala będzie nadal niska w porównaniu do Polski czy Rumunii.

Nakłady Kruka na nowe portfele

W roku 2015 Kruk zainwestował w nowe portfele na wszystkich rynkach łącznie 489,5 mln PLN (-14% R/R). W 2016 r. spodziewamy się znacznego skoku inwestycji do rekordowego poziomu 780 mln PLN głównie ze względu na zakup portfela od Presco za 220 mln PLN, przy wzrastających inwestycjach na pozostałych rynkach. Oczekujemy, iż Kruk zwiększy również nakłady w Polsce w segmentach kredytów konsumenckich i korporacyjnych z szacowanych przez nas 156 mln PLN w 2015 r. do 252 mln PLN w 2016 r. W naszej ocenie w segmencie wierzytelności konsumenckich i korporacyjnych wzrost będzie podyktowany wzrostem podaży ze strony banków, które będą szukały sposobu na zmniejszenie sumy bilansowej w konsekwencji wprowadzenia podatku bankowego. W Rumunii zakładamy lekki wzrost inwestycji z szacowanego poziomu 95 mln PLN do 130 mln PLN przy udziale w rynku na poziomie 40%.

Premia uzasadniona

Kruk na wskaźnikach P/E'16 12,9x oraz P/E'17 11,1x notowany jest z 6% premią do średniej rynkowej na poziomie 11,5x oraz 10,5x, ale z 23% i 29% dyskontem do głównego konkurenta Intrum Justitia. Uważamy, że tak wysokie dyskonto do IJ jest nieuzasadnione ze względu na ponadprzeciętną dynamikę zysków (2013-16 CAGR równy 32%), ponadprzeciętne w sektorze ROE na poziomie 26% oraz spadające zadłużenie.

Prime Car Management

Kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		35,10 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		46,76 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody ogółem	557,0	552,1	-0,9%	540,9	-2,0%	576,3	6,5%	Liczba akcji (mln)		11,9	
Koszty ogółem	-497,9	-476,2	-4,4%	-491,5	3,2%	-521,2	6,0%	MC (cena bieżąca)		418,0	
Należności leasingowe	380,1	453,0	19,2%	575,3	27,0%	627,1	9,0%	Free float		40,0%	
Zysk brutto	59,1	75,8	28,2%	49,4	-34,9%	55,1	11,5%				
Zysk netto	44,0	62,6	42,4%	38,8	-38,1%	43,2	11,5%				
ROE	9,9%	13,0%		8,0%		9,1%		Zmiana ceny: 1m		-6,4%	
P/E	9,5	6,7		10,8		9,7		Zmiana ceny: 6m		-17,9%	
P/BV	0,9	0,8		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m		-30,4%	
DPS	0,4	2,2		5,3		3,3		Min (52 tyg.)		31,0	
Dyield (%)	1,1	6,2		15,0		9,3		Max (52 tyg.)		52,0	

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 46,76 PLN na akcję. Obniżamy nasze oczekiwania co do zysku netto o 7% na 2016 rok oraz o 8% na 2017, co pozycjonuje nasze prognozy o 5% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na 2016 rok i 12% na 2017 rok. Uważamy, iż obniżka konsensusu jest nieunikniona ze względu na gorsze od oczekiwań wyniki za 9M'15 oraz bardziej pesymistyczną prognozę zarządu. Niemniej jednak, na wskaźniku 2016P P/E 9,7x Grupa Masterlease notowana jest z 2,2% dyskontem do grupy porównawczej. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż dyskonto do spółek porównywalnych nie jest zasadne ze względu na ponadprzeciętną dywidendę (dividend yield na poziomie 9%-11%), konserwatywny bilans (D/E na poziomie 1,7x) oraz bardzo silną pozycję na rynku lokalnym (#2)

Najlepsza dywidenda

Grupę Masterlease charakteryzuje konserwatywne podejście do bilansu ze wskaźnikiem ogólnego zadłużenia na poziomie 60% oraz długiem do kapitałów własnych na poziomie 1,7x na koniec 3Q'15 (wobec kowenant na poziomie 3,5x). Oczekujemy, iż Grupa Masterlease będzie utrzymywać 100% współczynnik wypłaty dywidendy co najmniej przez kolejne 10 lat (dividend yield w przedziale 9-11%), co czyni spółkę bezkonkurencyjną wśród spółek finansowych (prognozowane DY WIG Banki na poziomie 4,6%).

Rewizja prognoz nieunikniona

W 9M'15 roku PCM zarobił 30,2 mln PLN, co stanowi 70% rynkowej prognozy rocznej (wg Bloomberg). Obniżamy naszą prognozę na przychody w 2015 roku o 2% jednocześnie tnąc koszty o 1,1%, co w efekcie obniża naszą prognozę na zysk netto o 9% do poziomu 38,8 mln PLN. Nasza prognoza znajduje się 10% poniżej konsensusu na 2015 rok, 5% poniżej na 2016 i 12% poniżej na 2017 rok.

Rekordowy przyrost floty

Na koniec 9M'15 flota samochodów PCM wzrosła o 2 707 pojazdów z czego 309 w leasingu FSL, 1 451 w semi-FSL oraz 947 w leasingu finansowym. Oczekujemy, że wzrost floty w 2016 roku wyniesie 2 017 pojazdów lub 7% R/R. Jednocześnie oczekujemy, że udział najbardziej dochodowego segmentu, jakim jest FSL będzie topniał w strukturze z obecnych 45% do 41% w przeciągu następnych 3 lat.

Plan motywacyjny może pojawić się w 2016 roku

Ostatnia próba uchwalenia programu motywacyjnego podczas NWZA zakończyła się fiaskiem. Program oparty był na wskaźniku ROE, który uważamy że dopingowałby zarząd do wzrostu zysku netto lub utrzymywania wskaźnika wypłaty dywidendy na bardzo wysokim poziomie. Podczas konferencji wynikowej zarząd PCM zdradził, że trwają prace nad nowym programem motywacyjnym, który może być oparty na wzroście EPS.

Odbicie marży coraz bliżej

Presja na marże utrzymuje się od ponad roku i widoczna jest zarówno w leasingu operacyjnym (-551p.b. od 2Q'14; do śr. transportu w najmie) jak i w leasingu finansowym (-248p.b. od 2Q'14; do śr. należności). Winą za tak wysoką presję zarząd PCM obarcza obniżki stóp procentowych oraz silną konkurencję rynkową. Uważamy, że odbudowie marży w leasingu operacyjnym sprzyjać będzie przejęcie Leaseplan (największego gracza na rynku) przez fundusze private equity (finalizacja do końca 2015 r.), które skoncentrują się na ROE biznesu a nie wolumenach, a w leasingu finansowym dostosowanie cen do stawek rynkowych przez Getin Leasing zapowiadane przez Zarząd (koniec benefitu podatkowego w 10.2015 r.). Pozytywnie na wyniki powinna wpłynąć także stabilizacja środowiska stóp procentowych w Polsce. Niemniej jednak, zarząd oczekuje obecnie, że presja na marże może utrzymywać się jeszcze w roku obecnym. Na 3-letnim wskaźniku CAGR (2014-17) oczekujemy, iż przychody z tytułu leasingu wzrosną o 2,1%, zaś przychody odsetkowe o 7,4%, wspierane również przez rosnącą flotę samochodów.

Skarbiec Holding		Kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 27,00 PLN						Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02	
		Cena docelowa: 42,20 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynagrodzenie stałe	68,6	108,2	57,8%	74,7	-31,0%	82,9	11,0%	Liczba akcji (mln)	6,8
Wynagrodzenie zmienne	24,6	24,0	-2,5%	2,0	-91,5%	11,0	440,9%	MC (cena bieżąca)	184,2
Przychody ogółem	101,3	143,8	41,9%	84,5	-41,2%	103,5	22,5%	Free float	25,4%
Koszty ogółem	-65,8	-102,6	56,1%	-65,9	-35,8%	-72,1	9,4%		
Zysk brutto	36,1	40,9	13,1%	18,8	-54,0%	32,1	70,6%		
Zysk netto	28,9	32,3	11,6%	15,2	-52,8%	26,0	70,6%		
ROE	35,4%	33,8%		16,1%		27,2%		Zmiana ceny: 1m	-15,6%
P/E	6,4	5,7		12,1		7,1		Zmiana ceny: 6m	-32,5%
P/BV	2,0	1,9		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	-28,8%
DPS	1,0	2,8		3,1		2,9		Min (52 tyg.)	25,9
Dyld (%)	3,6	10,3		11,6		10,9		Max (52 tyg.)	50,3

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj, ale obniżamy naszą 9-miesięczną ceną docelową do poziomu 42,20 PLN/akcję. Skarbiec Holding (Skarbiec) jest akcjonariuszem wiodącego towarzystwa funduszy inwestycyjnych – Skarbiec TFI. Na koniec 4Q'15 roku wielkość aktywów pod zarządzaniem (AUM) Skarbiec TFI plasowała Grupę na 5. miejscu na rynku TFI. Skarbiec TFI charakteryzuje dobrze zdywersyfikowana struktura detalicznych AUM, szeroka sieć dystrybucyjna oraz wysoka dochodowość wspierana przez opłatę zmienną. Oczekujemy, iż Skarbiec dążyć będzie do zmiany struktury AUM w kierunku produktów wysokomarżowych, co pozytywnie przełoży się na wynik finansowy, szczególnie w środowisku oczekiwanej przez nas presji na marżę. Niemniej jednak, prognozujemy że w obecnym roku wysokomarżowe aktywa skurczą się ze względu na zawirowania na rynkach kapitałowych. Na wskaźniku 2017 P/E 7,1x Skarbiec Holding notowany jest z 41% dyskontem do średniej rynkowej (12,1x) oraz z 35% dyskontem do polskiej średniej. Uważamy, iż pewne dyskonto jest zasadne ze względu na strukturę przychodów w dużej mierze zależnej od success fee, ale obecny poziom dyskonta jest zbyt wysoki.

Rynek z dużym potencjałem

Przez ostatnie 9 lat aktywa pod zarządzaniem w Polsce rosły w średniorocznym tempie 11,0% (CAGR). Pomimo tak dynamicznego przyrostu AUM oczekujemy, iż na rynku TFI nadal jest duży potencjał do dalszego wzrostu. Nasze założenia dotyczące wzrostu rynku opieramy na znacznie niższym poziomie AUM do PKB w Polsce wobec krajów EU-17 (12% wobec 42%), rosnącym udziale TFI oraz inwestycji w rynki kapitałowe w oszczędnościach Polaków, czy chociażby na przekonaniu, że jest to alternatywa dla coraz mniej atrakcyjnych lokat bankowych w środowisku niskich stóp procentowych dodatkowo obłożonych podatkiem od instytucji finansowych. Podsumowując, oczekujemy iż rynek TFI będzie rósł w średniorocznym tempie na poziomie 6,4% przez kolejnych 8 lat.

Struktura aktywów odporna na zawirowania

AUM Skarbiec TFI są dobrze zdywersyfikowane. Przychody z funduszy dedykowanych nie są wrażliwe na wielkość aktywów pod zarządzaniem, zaś aktywa w funduszach detalicznych składają się prawie w równych częściach z aktywów wysokomarżowych (53%) i niskomarżowych (47%). Ponadto, 62% inwestycji Skarbiec TFI lokowanych jest na rynku polskim. Dywersyfikacja typów funduszy, jak i geograficzna zapewnia Skarbcowi wyższą odporność w okresie dekonunktury, a przez co ogranicza negatywny wpływ na wyniki.

Success fee z problemami

Po zaksięgowaniu 24,0 mln PLN opłaty zmiennej w roku obrotowym 2014/15 oczekujemy jej znaczącego spadku w kolejnych latach. Na przestrzeni ostatnich 4 kwartałów opłata zmienna była pobierana głównie na funduszach zagranicznych (7,7 mln PLN z 14,2 mln PLN), a następnie polskich (4,2 mln PLN). Ze względu na brak możliwości pobrania success fee w 3Q'15 efektem słabego zachowania większości klas aktywów przez ostatnie 2 kwartały Skarbiec zaksięgował jedynie 1,9 mln PLN opłaty zmiennej. Uważamy, że ze względu na zawirowania na rynkach kapitałowych Skarbiec Holding nie będzie w stanie pobrać żadnej istotnej opłaty zmiennej również w pozostałej części roku obrotowego. Niższe oczekiwania odnośnie opłaty zmiennej są główną przyczyną niższej prognozy na 2015/16 rok, którą zmniejsziliśmy aż o 50%.

Atrakcyjna dywidenda na tle sektora finansowego

Pomimo znacznie słabszych wyników w 2015/16 roku uważamy, że strumień dywidend nie powinien być w znaczący sposób zakłócony. Dywidenda zostanie wypłacona z roku kalendarzowego Skarbiec TFI, w którym to spółka zanotowała 11,5 mln PLN opłaty zmiennej. Szacujemy, że Skarbiec Holding przeznaczy na dywidendę w 2016 roku około 20 mln PLN co przekłada się na stopę dywidendy na poziomie 12%. Ponadto, spółka może wypłacić dodatkową dywidendę w wysokości 10 mln PLN. Finalnie, ponadprzeciętny zwrot z kapitałów własnych pozwala utrzymać Skarbcowi 100% zysku netto w kolejnych latach.

Paliwa, chemia

Ciech		Trzymaj						
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		80,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		77,20 PLN		2016-02-02		
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	3 501,0	3 243,9	-7,3%	3 248,6	0,1%	3 554,7	9,4%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	356,3	524,8	47,3%	735,4	40,1%	833,7	13,4%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	10,2%	16,2%		22,6%		23,5%		EV (cena bieżąca)
EBIT	139,7	320,3	129,2%	519,5	62,2%	590,1	13,6%	Free float
Zysk netto	49,4	167,1	238,0%	291,4	74,4%	441,2	51,4%	
P/E	85,3	25,2		14,5		9,6		Zmiana ceny: 1m
P/CE	15,8	11,3		8,3		6,2		Zmiana ceny: 6m
P/BV	4,6	4,2		3,3		2,4		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	15,2	10,2		7,4		6,3		Min (52 tyg.)
Dywidenda (%)	0,0	1,4		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Ciech zaskoczył nas w ubiegłym roku bardzo pozytywnie przede wszystkim w obszarze kosztów. Było to efektem nie tylko restrukturyzacji przeprowadzonej po pełnej prywatyzacji, ale przede wszystkim oszczędności na zakupach surowców (pula około 450 mln PLN kosztów). Niższe ceny zakupu węgla (promocja KW), koksu czy gazu pozwoliły na utrzymanie kosztów produkcji w sódzie na niezmiennym poziomie r/r, mimo zwiększenia wolumenów. Te atrakcyjne warunki powinny być utrzymane także w tym roku. Dodatkowo wbrew naszym wcześniejszym założeniom negatywny wpływ nowo uruchamianych mocy na ceny sody pojawi się prawdopodobnie dopiero w roku 2017. Spółce udało się też wynegocjować korzystniejsze warunki przy refinansowaniu długu, a przepływy pieniężne wspiera tarcza podatkowa z SSE. Nie bez znaczenia dla tegorocznych wyników będzie też obserwowane osłabienie złotego. Z tego właśnie względu korygujemy nieco w górę nasze prognozy EBITDA 2016, ale z uwagi na spadek wyceny porównawczej obniżamy wycenę do 77,20 PLN na akcję. Utrzymujemy neutralną rekomendację. Naszym zdaniem w drugiej połowie przyszłego roku sentyment wokół Ciechu może jednak zacząć się pogarszać z uwagi na znacznie mniej korzystną perspektywę wyników w latach 2017-18.

Co dalej z cenami sody?

W 2015 roku Ciech korzystał na 5-10% wzroście cen sody, co było pochodną zacieśnienia bilansu podaży-popytu. Branżowe oczekiwania wzrostów cen na rok 2016 zostały w ostatnich miesiącach obniżone, ale wszystko wskazuje na to, że niewielkie podwyżki są realne. Naszym zdaniem powtórzenie tego scenariusza w roku 2017 nie będzie już możliwe, a presja na ceny spotowe pojawi się już w 2H'16. Będzie ona wynikać z dalszego wzrostu eksportu sody chińskiej (+27% w 9M'15 i kolejne 2,7 mln ton w nowych instalacjach w 2016 roku) oraz uruchamiania opóźnionych inwestycji w Turcji (ETI Soda planuje uruchomienie 0,5 mln ton na istniejącym projekcie Beypazarrii z początkiem 2017 roku, zdobyła także finansowanie na projekt Kazan, czego potwierdzeniem jest umowa z Siemensem na dostawy turbin do elektrociepłowni). Nie bez znaczenia mogą być także mniejsze fabryki planowane do uruchomienia w Wietnamie, Iranie i na Białorusi. Według naszych szacunków w latach 2016-18 pojawią się moce stanowiące 17% aktualnego globalnego popytu, co przy możliwym odbiciu cen surowców może wpłynąć na istotne pogorszenie rentowności segmentu. W naszych prognozach na lata 2017-18 zakładamy spadek

cen o 3-4% rocznie, co jest szacunkiem raczej optymistycznym. Czynnikiem ryzyka jest także pogorszenie koniunktury w sektorze motoryzacyjnym oraz presja na rynku opakowań szklanych w Rosji. Z punktu widzenia Ciechu powyższe czynniki będą miały znaczenie nie tylko w kontekście uzyskiwanej ceny, ale również wolumenów (w tym roku spółka będzie musiała uplasować 140 tys. ton produktu z rozbudowywanych instalacji).

Refinansowanie i tarcza podatkowa

Ciech zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami zdecydował o wcześniejszym wykupie obligacji i zrefinansował dług kredytami bankowymi. Wynegocjowane oprocentowanie okazało się jednak bardziej korzystne niż wcześniej zakładaliśmy (marża 1,5% do stopy referencyjnej uzależniona od wskaźnika zadłużenia). W tym roku spadek kosztów finansowych może sięgnąć 50-60 mln PLN. Dodatkowo wynik netto jest wspierany przez tarczę podatkową generowaną przez inwestycje w SSE. Aktywo podatkowe w bilansie wynosi obecnie 134 mln PLN i powinno się jeszcze zwiększać wraz z zaawansowaniem inwestycji (całkowita dostępna ulga sięga 240 mln PLN).

Koszty surowcowe nadal niskie

Największym źródłem oszczędności w 2015 roku były naszym zdaniem zakupy węgla. Średnia cena miałow energetycznych na polskim rynku spadła o około 10%, ale Ciech wykorzystał okres wyprzedzący zapasów Kompanii Węglowej do tego, aby zabezpieczyć jeszcze tańsze paliwo dla swoich elektrociepłowni (będzie to jeszcze procentować w 1H'16). Szacujemy, że całoroczny wpływ na EBITDA z tego tytułu sięgnął nawet 35-40 mln PLN. Kolejną pozycją, gdzie spółka wygenerowała dodatkowe zyski, były zakupy gazu w niemieckiej spółce sodowej. Spadek benchmarkowych notowań TTF średnio o 6-7% pozwolił na oszczędność rzędu 10-15 mln PLN. W przypadku paliwa piecowego również notowaliśmy trend spadkowy, ale średni koszt był dla Ciechu porównywalny r/r, gdyż spółka z uwagi na konflikt na Ukrainie musiała w tym okresie konwertować zakupy tańszego antracytu na koks. W tym roku Ciech może jeszcze zanotować spadek kosztów gazu o 10-15 mln PLN (jeśli przyjąłbyśmy za punkt odniesienia aktualne ceny z hubów niemieckich to skala tych oszczędności mogłaby być nawet dwa razy większa), ale w przypadku węgla należy naszym zdaniem założyć już nieznaczny wzrost (zakończenie promocyjnej wyprzedaży przez KW, prawdopodobny „regulowany” wzrost cen dla ratowania kopalni). W kolejnych latach zakładamy odbicie na rynkach surowcowych, co przełoży się negatywnie na koszty wytwarzania w Grupie.

Grupa Azoty		Trzymaj						
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		104,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		100,20 PLN		2016-02-02		
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	9 821,0	9 898,5	0,8%	9 931,5	0,3%	9 920,4	-0,1%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	1 246,0	822,4	-34,0%	1 212,5	47,4%	1 487,6	22,7%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	12,7%	8,3%		12,2%		15,0%		EV (cena bieżąca)
EBIT	697,9	302,2	-56,7%	752,6	149,0%	1 001,7	33,1%	Free float
Zysk netto	639,0	231,4	-63,8%	546,8	136,4%	746,1	36,5%	
P/E	16,1	44,6		18,9		13,8		Zmiana ceny: 1m
P/CE	8,7	13,7		10,2		8,4		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,9	1,8		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	9,1	13,9		9,4		7,7		Max (52 tyg.)
Dywidenda (%)	1,7	0,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)

W 2016 roku Grupa Azoty w dalszym ciągu korzystać będzie z niższych zakupowych cen gazu ziemnego, które według naszych szacunków będą o 22% r/r niższe (480 mln PLN oszczędności dla całej Grupy). Dzięki dużej koncentracji spółek azotowych na rynku lokalnym (2 duże podmioty produkcyjne) ceny nawozów sztucznych w Polsce są bardziej stabilne niż na rynkach światowych. Oczekujemy, że mimo spadku cen gazu, ceny nawozów w kraju w 2016 roku pozostaną na nieznacznie niższym r/r poziomie (średnia -2,6% r/r). W rezultacie oczekujemy, że wynik EBITDA w segmencie nawozów wzrośnie w 2016 roku o 24,6%, a całej Grupy o 22,7%. Mimo dobrej struktury bilansu Zarząd Grupy ze względów politycznych (obecność Acron w akcjonariacie) naszym zdaniem nie będzie chętny do wypłaty dywidendy z zysku w 2016 i 2017 roku. Mimo oczekiwanej poprawy wyników w kolejnych latach uważamy, że spadek cen gazu w 2016 roku jest już odzwierciedlony w notowaniach spółki. Podwyższamy naszą cenę docelową dla Grupy Azoty z 91,80 PLN/akcja na 100,20 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Słaba koniunktura w Chinach ryzykiem dla rynku nawozowego

Ryzykiem dla cen nawozów na świecie jest spowolnienie gospodarcze w Chinach, które obecnie konsumują około 30% światowej produkcji nawozów azotowych (głównie mocznika) oraz nieco ponad 20% nawozów wieloskładnikowych. Chiny są największym na świecie producentem amoniaku (około 35% światowej produkcji) i mocznika (około 20% światowej produkcji). Dodatkowo około 12% produkcji mocznika z Chin jest przedmiotem eksportu do innych krajów (największy światowy eksporter). Jak na razie na przełomie 2015/2016 na terenie Polski nie jest obserwowany istotny import amoniaku i mocznika z kierunku azjatyckiego. Większy import ogranicza się do RSM, ale ten do kraju sprowadzany jest z kierunku wschodniego (Rosja).

Wysokie zbiory zwiększają zapotrzebowanie na nawozy

W ostatnich dwóch sezonach globalne zbiory kukurydzy z hektara były o 14% wyższe niż wynosi średnia z lat 2000-2015 (dla pszenicy 11% wyższe, a ryżu 7% wyższe). Intensywne plony przyczyniają się do wyeksploatowania niezbędnych substancji mineralnych z gleby. Aby utrzymać wysoki plon niezbędne jest zwiększenie nawożenia, co sprzyjać będzie konsumpcji nawozów w perspektywie najbliższych lat.

Dynamiczne spadki cen gazu zwiększają wyniki segmentu nawozów

W 2016 roku oczekujemy, że średnia cena zakupu gazu ziemnego wyniesie 851 PLN/1000m³ i będzie o 22% r/r niższa. Średni koszt zakupu gazu od PGNiG (z kosztami transportu) zakładamy na poziomie 771 PLN/1000m³ (-15% r/r), a gazu na rynku niemieckim 180 USD/1000m³ (-31% r/r). W efekcie koszt zakupu gazu dla całej Grupy powinien spaść o 481,7 mln PLN r/r. Zakładamy również, że ceny RSM spadną o 7,6% r/r (-11,0% r/r w EUR), DAP i NPK -2,3% r/r (-6,0% r/r w EUR), saletrzak -1,2% r/r (-7,7% r/r w EUR), siarczan amonu -1,1% r/r (-5,8% r/r w EUR), oraz mocznik -0,8% r/r (-4,5% r/r w EUR). W efekcie wynik EBITDA segmentu nawozów powinien wzrosnąć o 222,8 mln PLN, a całej Grupy o 275,2 mln PLN. Nasze szacunki na 2016 rok są obecnie o 9,9% wyższe niż w ostatnim raporcie (ze I'16), co wynika z niższych założonych cen gazu.

Duże inwestycje, ale również duże oczekiwane efekty

Obecnie Grupa Azoty prowadzi równolegle 68 projektów inwestycyjnych za łączną kwotę 7 mld PLN. Szacujemy, że inwestycje w segmencie energii (za 1,7 mld PLN) po 2019 roku zmniejszą zapotrzebowanie Grupy na certyfikaty CO₂ o 22% (oszczędności ponad 80 mln PLN rocznie). Z kolei budowa instalacji do granulacji mechanicznej nawozów pozwoli na użycie siarczanu amonu (produkt uboczny produkcji kaprolaktamu tańszy o 50-60% od nawozów saletrzanych) w nawozach granulowanych. Naszym zdaniem granulacja od 2018 roku pozwoli na poprawę wyników o 35-52 mln PLN w początkowych dwóch latach działalności.

Lotos		Akumuluj									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		25,63 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		29,20 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	28 559,2	28 501,9	-0,2%	21 444,7	-24,8%	21 009,6	-2,0%	Liczba akcji (mln)		184,9	
EBITDA	809,1	-584,1		1 437,8		2 149,2	49,5%	MC (cena bieżąca)		4 738,3	
marża EBITDA	2,8%	-2,0%		6,7%		10,2%		EV (cena bieżąca)		10 202,6	
EBIT	166,6	-1 393,0		722,8		1 155,4	59,8%	Free float		46,8%	
Zysk netto	39,4	-1 466,3		27,2		639,7	2248,4%				
P/E	84,5			173,9		7,4		Zmiana ceny: 1m		-5,1%	
P/CE	4,9			6,4		2,9		Zmiana ceny: 6m		-18,6%	
P/BV	0,4	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m		5,2%	
EV/EBITDA	11,2			7,1		4,7		Min (52 tyg.)		23,9	
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		33,2	

W ubiegłym roku akcje Lotosu zyskały co prawda na spadkowym rynku 6%, ale wyraźnie odstawały od indeksu sektorowego. Z jednej strony spółka korzystała na rekordowych marżach rafineryjnych, ale obciążeniem było wysokie zadłużenie denominowane w drożącym dolarze i spadająca wartość aktywów wydobywczych, szczególnie że w ostatnich miesiącach przecena na ropie nie skutkowała już dalszym wzrostem rentowności na przerobie. W naszym modelu nadal uwzględniamy co prawda odbicie cen surowca, ale musieliśmy skorygować w dół nasze założenia co do krzywej terminowej. W połączeniu z gorszą niż się spodziewaliśmy sytuacją na globalnym rynku diesla pogarsza to atrakcyjność inwestycyjną Lotosu i dlatego obniżamy zalecenie do akumuluj. Zmniejszamy również naszą cenę docelową do 29,2 PLN/akcję (zmiany założeń makro, wycena porównawcza). Katalizatorem dla kursu może być zasygnalizowana przez rząd idea konsolidacji polskich spółek paliwowych, ale na razie jest jeszcze za wcześnie aby dyskutować potencjalne wezwanie na akcje koncernu np. ze strony PGN czy PKN.

Akwizycja w Norwegii – znaczne wsparcie EBITDA

Lotos pod koniec roku dokonał akwizycji aktywów wydobywczych na Morzu Norweskim od ExxonMobil. Kwota transakcji to 160 mln USD, a zasoby wydobywalne szacowane są na 20,8 mln boe (70% gaz), tak więc implikowany wskaźnik EV/2P nie jest wygórowany i wynosi 7,7 USD/boe. W 2015 roku średnia dzienna produkcja z kupowanych złóż miała sięgnąć 16 mboe/d, a w latach 2016-18 9,5 mboe/d. Deklarowane przez Lotos gotówkowe koszty wydobywania na nabytych aktywach wynoszą 15 USD/boe, co implikowałoby strumień EBITDA za rok 2015 na poziomie 160-170 mln USD. W tym roku przy zakładanym przez nas odbiciu cen ropy, zysk EBITDA mimo spadku wolumenów (w latach 2016-18 zakładamy odpowiednio 12 mboe/d, 9 mboe/d i 7,5 mboe/d) i bardziej konserwatywnych szacunków dotyczących kosztów, powinien sięgnąć 80 mln USD (na poziomie netto wpływ będzie mniejszy z uwagi na księgowanie podatku według nominalnej wysokiej stopy norweskiej). Konsolidacja wysokich zysków EBITDA nie jest jednak kluczowa dla tej transakcji, gdyż NPV przejęcia buduje przede wszystkim perspektywa szybszej utylizacji tarczy podatkowej, która na koniec września sięgała 1,2 mld PLN. Kwota ta różnie była do tej pory uwzględniana przez rynek w wycenie Lotosu. W naszych raportach konserwatywnie rozkładaliśmy okres jej spieniężenia na 10 lat. Tymczasem przeprowadzona transakcja powinna umożliwić odzyskanie całości tej kwoty w ciągu 3 lat (w zależności od cen węglowodorów). Według naszych szacunków to przyspieszenie implikuje ponad 0,24 mld PLN dodatkowej wartości, czyli 1,3 PLN/akcję Lotosu.

Spadek wyników w 2016 tylko nieznaczny

Ubiegłoroczne wyniki były pochodną nadzwyczajnych marż w rafinerii, ale z uwagi na fakt, że Lotos nie korzystał w pełni z rekordowych cracków benzynowych, zakładany spadek benchmarku w 2016 roku nie będzie dla spółki tak dotkliwy jak w przypadku Orlenu. Ubytek EBITDA z tytułu spadku marży modelowej szacujemy na 0,6 mld PLN, co w dużej mierze będzie jednak skompensowane wspomnianą konsolidacją aktywów przejętych w segmencie wydobywczym, zyskiem na transakcjach arbitrażowych na contango na ropie (50 mln PLN) oraz oczekiwanym 15% spadkiem cen gazu (80-90 mln PLN). W efekcie EBITDA LIFO powinna sięgnąć 2,0 mld PLN, co oznacza symboliczny spadek r/r. Raportowane wyniki będą funkcją efektu LIFO, który w naszych założeniach makro powinien być dodatni (+0,1 mld PLN vs. -0,5 mld PLN w 2015 roku). Przypominamy także, iż EBIT 2015 był zaburzony przez zdarzenia jednorazowe na kwotę netto -117 mln PLN (zyski na wycenie zapasów, odpisy aktywów i rezerwy na zaległy podatek).

Mieszany wpływ makro

W naszym scenariuszu makro zakładamy w tym roku odbicie cen ropy do 50 USD (poprzednio 65 USD), co z jednej strony osłabi rentowność w segmencie rafineryjnym Lotosu, ale z drugiej zwiększy zyski w wydobywczym i poprawi NPV realizowanych projektów inwestycyjnych. Każde dodatkowe 10 USD na baryłce oznacza wzrost EBITDA obszaru upstream w 2016 roku o 160 mln PLN (jeśli założymy, że europejskie ceny gazu odzwierciedlą notowania ropy 1:1, to ta wrażliwość rośnie do 320 mln PLN z uwagi na duży udział gazu w produkcji norweskiej), wzrost wartości zapasów obowiązkowych możliwych do zbycia o 0,5 mld PLN oraz wzrost rocznych zysków z instalacji DCU z uwagi na zwiększenie spreadu ON-HSFO o 20 mln PLN (w naszym modelu na rok 2018 zakładamy 75 USD/Bbl za Brent, co odpowiednio oznacza zwiększenie marży w porównaniu do warunków spot o 40-50 mln PLN). Z kolei negatywny wpływ z tytułu wyższych kosztów energetycznych (zużycia własne 5,4% przerobu) to około -150 mln PLN. Obserwując aktualne trendy makro nie można też lekceważyć trudnej sytuacji na globalnym rynku diesla (średnie destylaty to 54% uzysków gdańskiej rafinerii), gdzie presja eksportowa z Chin i malejące dynamiki popytu zredukowały marże na tym produkcie do wieloletniego minimum. Jeśli chodzi o umocnienie dolara to choć negatywnie wpływa ono na wycenę kredytów, to poprzez dolarową marżę brutto (średnio 600 mln USD rocznie) korelacja wyceny Lotosu z USD jest pozytywna.

MOL		Kupuj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		198,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		236,75 PLN					
(mld HUF)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	5 400,4	4 869,4	-9,8%	3 959,8	-18,7%	3 706,0	-6,4%	Liczba akcji (mln)	104,5
EBITDA	521,1	409,0	-21,5%	627,7	53,5%	603,8	-3,8%	MC (cena bieżąca)	20 694,8
marża EBITDA	9,6%	8,4%		15,9%		16,3%		EV (cena bieżąca)	33 400,4
EBIT	-18,6	40,9		29,7	-27,3%	257,1	764,8%	Free float	31,3%
Zysk netto	21,9	4,8	-77,9%	-8,1		146,5			
P/E	66,7	302,0				10,0		Zmiana ceny: 1m	3,4%
P/CE	2,6	3,9		2,5		3,0		Zmiana ceny: 6m	0,0%
P/BV	0,9	0,8		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	27,3%
EV/EBITDA	4,5	6,0		3,8		3,8		Min (52 tyg.)	148,6
Dyid (%)	2,7	3,4		3,4		3,8		Max (52 tyg.)	205,7

Całkowita stopa zwrotu na akcjach MOL-a w ubiegłym roku sięgnęła 27%, co oczywiście było pochodną bardzo dobrych wyników w obszarze rafineryjnym, które z nawiązką pokryły osłabienie rentowności na wydobyciu. Negatywnym katalizatorem w ostatnich miesiącach była informacja o braku istotnych rezerw ropy na koncesji Akri-Bijeel i związany z tym odpis na 440 mln USD, a także obawy o przeszacowanie przejętych niedawno aktywów na Morzu Norweskim (ich wartość to 1 mld USD). Naszym zdaniem te jednorazowe zdarzenia księgowe osłabiające raportowane wyniki 4Q są już jednak od dłuższego czasu antycypowane w obniżonych prognozach konsensusu dla segmentu wydobywczego. Tymczasem nawet przy zrewidowanych przez nas założeniach cen ropy, MOL powinien generować wysokie stabilne przepływy pieniężne (FCF/EV 2016-18=13%), które będą podstawą do wypłaty coraz wyższej dywidendy dla akcjonariuszy. Stabilny profil organicznego FCF na przestrzeni ostatnich lat, mimo dużej zmienności otoczenia makro, powinien naszym zdaniem implikować premię w wycenie spółki na tle grupy porównawczej. W tym kontekście utrzymujemy rekomendację kupuj, korygując cenę docelową do 16 728 HUF/akcję (niższe ceny ropy, aktualizacja wyceny mnożnikowej).

Zmiana założeń dla ropy

Od wydania naszego październikowego raportu ceny ropy spadły o ponad 40%, a notowania gazu na europejskim rynku o 30%. Zaskoczeniem dla nas był brak reakcji OPEC na zniesienie sankcji na Iran (zwiększenie politycznego napięcia wewnątrz kartelu), jak i utrzymujące się wysokie wydobycie w USA mimo drastycznych cięć nakładów inwestycyjnych. Nadal uważamy jednak, że ten rok przyniesie odbicie napędzane dostosowaniami po stronie podaży, choć proces ten będzie zachodził wolniej niż zakładaliśmy (obniżamy szacunek Brent do 50 USD z 65 USD//Bbl). Spodziewamy się, że rosnąca wykładniczo presja na bilansach amerykańskich spółek wydobywczych zaowocuje dalszymi ograniczeniami prac wiertniczych na złożach niekonwencjonalnych, a opóźnienia w płatnościach dla zagranicznych korporacji w końcu znajdą odzwierciedlenie w dynamikach wydobycia w Iraku. Na razie IEA oczekuje, że kraje spoza OPEC zredukują produkcję w tym roku o 0,6 mln baryłek/dzień. Rynek nie dyskontuje natomiast żadnych ruchów po stronie kartelu, co w kontekście dramatycznej sytuacji budżetowej wielu jego członków może okazać się założeniem zbyt pesymistycznym. Przypominamy, że wrażliwość naszej wyceny DCF na zmianę długoterminowych założeń dla ropy o 10 USD/Bbl sięga 1000 -1500 HUF/akcję.

Spadek wyników w 2016

Rok 2015 spółka powinna zamknąć skorygowanym zyskiem CCS EBITDA na poziomie 687 mld HUF. Powtórzenie tego rezultatu w tym roku nie będzie możliwe z uwagi na zakładane przez pogorszenie warunków makro w segmencie rafineryjnym. Wpływ spadku marży modelowej o ponad 2 USD/Bbl szacujemy na około 90 mld HUF, co częściowo powinno być skompensowane programem efektywnościowym (konserwatywnie zakładamy 14 mld HUF z 30 mld HUF zapowiedzianych przez Zarząd, z uwagi na ciągły brak porozumienia z rządem chorwackim w sprawie restrukturyzacji rafinerii INA, która mogłaby naszym zdaniem przynieść nawet 20 mld HUF oszczędności). W petrochemii również spodziewamy się presji na rentowność, ale ubytek EBITDA będzie trochę zneutralizowany przez oddawane do użytku nowe moce w polietylenie i butadienie (ostateczny spadek r/r szacujemy na 40 mld HUF). W segmencie wydobywczym z uwagi na optymistyczne założenia cen ropy oczekujemy poprawy wyników o 14 mld HUF, co będzie związane z wyższymi wolumenami produkcji. Jeśli przyłożylibyśmy do tego segmentu aktualne notowania węglowodorów to konieczna byłaby rewizja prognozy o 30-40 mld HUF, aczkolwiek należy pamiętać że równolegle powinna poprawić się rentowność przerobu.

Potencjał dywidendowy

Na koniec września dług netto MOL-a sięgał 520 mld HUF i stanowił 0,8x krotność rocznego strumienia CCS EBITDA. Tak mocny bilans pozwala na formułowanie oczekiwań wypłaty wysokiej dywidendy, szczególnie mając na uwadze zdolność spółki do generowania stabilnych wysokich wolnych przepływów pieniężnych. Według naszych szacunków średni FCF w latach 2016-18 wyniesie 260 mld HUF, co implikuje FCF/EV yield na poziomie 13%. Zwracamy uwagę, że Zarząd pozostawia sobie znaczny margines elastyczności jeśli chodzi o poziom capex (przykładowo wstępny plan na 2016 zakładający 1,5 mld USD może być w sytuacji kryzysowej zredukowany do 1 mld USD), co pozwala zarządzać poziomem generowanej gotówki w zależności od warunków otoczenia. Oczekujemy, że średnioroczny poziom dywidendy w najbliższych 3 latach sięgnie ponad 5%. Wydaje się jednak, że w przypadku niższej aktywności MOL-a na rynku M&A, wypłata mogłaby być znacznie wyższa.

PGNiG
Trzymaj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		5,04 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		5,30 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	32 044,0	34 304,0	7,1%	36 062,5	5,1%	32 578,7	-9,7%	Liczba akcji (mln)		5 900,0	
EBITDA	5 612,0	6 345,0	13,1%	6 606,3	4,1%	5 732,8	-13,2%	MC (cena bieżąca)		29 736,0	
marża EBITDA	17,5%	18,5%		18,3%		17,6%		EV (cena bieżąca)		31 825,3	
EBIT	3 149,0	3 843,0	22,0%	3 918,4	2,0%	2 978,6	-24,0%	Free float		27,6%	
Zysk netto	1 918,0	2 823,0	47,2%	2 616,0	-7,3%	2 093,9	-20,0%				
P/E	15,5	10,5		11,4		14,2		Zmiana ceny: 1m		-1,9%	
P/CE	6,8	5,6		5,6		6,1		Zmiana ceny: 6m		-19,9%	
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m		15,1%	
EV/EBITDA	6,2	5,1		4,8		5,7		Min (52 tyg.)		4,3	
Dyld (%)	2,6	3,0		4,0		6,6		Max (52 tyg.)		7,0	

W ubiegłym roku przez długi czas utrzymywał się bardzo pozytywny sentyment do akcji PGNiG, co było pochodną zaskakująco dobrych wyników na handlu gazem. Zgodnie z naszymi przewidywaniami, teza o trwałości marż w obrocie okazała się jednak błędna i po wynikach 3Q notowania koncernu załamały się i ostatecznie stopa zwrotu zamknęła się na poziomie +19%. Negatywne tendencje na kursie koncernu w ostatnich miesiącach, obok spadającej rentowności na handlu, odzwierciedlają też obawy inwestorów o wyniki segmentu wydobywczego wobec bardzo niskich cen ropy. Konsensus prognoz rzeczywiście wymaga jeszcze korekty, ale naszym zdaniem wycena spółki zdyskontowała już te ryzyka i możliwe są pozytywne zaskoczenia, nie tylko jeśli chodzi o parametry makro (odbicie cen ropy i gazu), ale także skalę spadku zysków w obrocie (korzystna taryfa, kolejne przesunięcia w zniesieniu regulacji). Dodatkowym atutem PGNiG powinna być wysoka stopa dywidendy (mocny bilans, 72% udział MSP), która może sięgnąć 7%. Z uwagi na ostatnie wzrosty kursu utrzymujemy jednak neutralną rekomendację, korygując nieznacznie cenę docelową do 5,30 PLN/akcję.

Słabsze wyniki 2016 już zdyskontowane

Nasza prognoza EBITDA na rok 2016 sięga 5,7 mld PLN, co oznacza spadek r/r mimo bazy odniesienia zaniżonej przez zdarzenia jednorazowe na kwotę 250 mln PLN (odpisy aktywów, zapasów, koszty PDO). Aktualny konsensus rynkowy dla EBITDA na ten rok to 6,1 mld PLN, ale prognozy analityków są już w trendzie spadkowym (-9% w ciągu kwartału), a rynek zdążył już naszym zdaniem z wyprzedzeniem zdyskontować osłabienie rentowności spółki. To pogorszenie rezultatów to głównie pochodna oczekiwanej przez nas presji na marżę w segmencie obrotu (obniżki taryf, spadek udziału gazu „niemieckiego” w portfelu, program rabatowy niewidoczny w wynikach 1H’15, nie spodziewamy się natomiast istotnej negatywnej kontrybucji ze strony kontraktu katarskiego), zakładanego obniżenia WACC w dystrybucji w 2H’16 (URE zdecydował na razie o przedłużeniu o pół roku dotychczasowych taryf mimo spadku stopy wolnej od ryzyka, co ma prawdopodobnie związek z prowadzonymi pracami nad formułą socjalizacji kosztów terminala LNG w taryfie przesyłowej), spadku wydobycia ropy na polach norweskich oraz spadku cen sprzedaży gazu w segmencie wydobywczym (wolumen norweski i pozataryfowy). Zwracamy uwagę, że w naszych prognozach makro zakładamy odbicie cen ropy z obecnych poziomów do 50 USD/Bb i to założenie jest największym ryzykiem naszych szacunków, gdyż przy obecnych notowaniach surowca EBITDA byłaby niższa o 0,6 mld PLN.

Kolejna faza liberalizacji rynku

Proces liberalizacji polskiego rynku gazu nadal przebiega dość wolno i choć kolejne jego etapy są nieuchronne to wszystko wskazuje na to, że PGNiG nie tylko ma czas aby strukturalnie się na nie przygotować, ale wciąż konsumuje znaczną część spadku kosztów importu w wynikach segmentu obrotu. Oczywiście w segmencie klientów hurtowych ceny są już w dużym stopniu urynkowane poprzez politykę rabatową (oficjalnego zniesienia taryfowania w tej grupie można jednak oczekiwać najwcześniej w drugim półroczu z uwagi na konieczność dostosowań prawnych), ale to zaledwie 40% sprzedawanego wolumenu. Tymczasem PGNiG Obrót Detaliczny na kluczowy sezonowo 1Q’16 otrzymał bardzo korzystną taryfę (obniżka tylko -3,3%, podczas gdy pod koniec roku spółka oferowała klientom promocyjną ofertę z redukcją ceny o 11%), co może skutkować pozytywnym zaskoczeniem na marży handlowej (w 1Q standardowo udział klientów PGNiG OD przekracza 70%), szczególnie że słaby wynik 3Q’15 mógł nieco na wyrost wystraszyć inwestorów.

Znaczny potencjał dywidendowy

Zadłużenie netto na koniec 3Q’15 wynosiło 1,6 mld PLN i stanowiło zaledwie 0,2x krotność rocznego strumienia EBITDA, co dobrze odzwierciedla potencjał spółki do wypłaty dywidend w przyszłości. W najbliższych 3 latach średnioroczny poziom nakładów inwestycyjnych nie powinien przekroczyć 3,6 mld PLN, co przy prognozowanym przez nas wyniku EBITDA powyżej 6 mld PLN implikuje FCF na poziomie 2 mld PLN rocznie (nawet przy podwyższonym poziomie podatku w Norwegii). Wydaje się, że nowy rząd będzie niechętny kolejnym zagraniacznym akwizycjom w segmencie wydobywczym i przy coraz bardziej napiętych bilansach spółek energetycznych to właśnie na PGNiG oprze dywidendowe wpływy do budżetu, szczególnie że udział MSP w akcjonariacie wynosi ponad 72%. W tym kontekście oczekujemy, że spółka podniesie wkrótce poziom wypłaty w polityce dywidendowej z 50% do 70%, co implikować będzie DPS powyżej 30 groszy na akcję. Jedynym zagrożeniem, jakie dostrzegamy dla takiego scenariusza, jest sygnalizowany ostatnio pomysł fuzji w polskim sektorze paliwowym, w którym PGNiG mogłoby odgrywać podmiotową rolę (potencjalne wezwanie na Lotos jako źródło dodatkowych wpływów budżetowych). Ryzyko zaangażowania PGNiG w proces ratowania górnictwa oceniamy jako niewielkie, gdyż ten kierunek jest zupełnie sprzeczny z gazowym profilem koncernu (ciepłownicze bloki węglowe PGNiG Termika mają być docelowo zastąpione turbinami gazowo-parowymi). Jeśli chodzi o potencjalne odpisy aktywów w raporcie rocznym (niskie ceny ropy i gazu) to zapewne MSP będzie chciało je wyliczyć przy kalkulacji podstawy do wypłaty dywidendy.

PKN Orlen		Trzymaj						
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		61,43 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		60,40 PLN		2016-02-02		
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	113 597,0	106 832,0	-6,0%	88 336,0	-17,3%	83 552,1	-5,4%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	2 418,0	-2 720,0		6 235,0		7 559,0	21,2%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	2,1%	-2,5%		7,1%		9,0%		EV (cena bieżąca)
EBIT	307,0	-4 711,0		4 340,0		5 356,1	23,4%	Free float
Zysk netto	176,0	-5 811,0		2 837,0		3 792,5	33,7%	
P/E	149,3			9,3		6,9		Zmiana ceny: 1m
P/CE	11,5			5,6		4,4		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,0	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	14,5			5,6		4,5		Min (52 tyg.)
Dywid (%)	2,4	2,3		2,7		3,8		Max (52 tyg.)

Ubiegłoroczny zwrot z akcji Orlenu przekroczył 40% i plasował się w czołówce nie tylko w ramach WIG20, ale także sektorowej grupy porównawczej. Spółka ma jedną z najlepszych ekspozycji na spadek cen ropy (wysokie na tle branży koszty zużyć własnych), rekordowe cracki benzynowe (38% udział lekkich destylatów w przerobie) czy wysokie marże w petrochemii naftowej (30% EBITDA), a więc na wszystkie kluczowe sektorowe trendy ubiegłego roku. Naszym zdaniem te czynniki wsparcia powoli jednak wygasają lub tracą na sile, co będzie w coraz mniejszym stopniu uzasadniać premię w wycenie Orlenu do lokalnych konkurentów. Największym ryzykiem dla spółki jest wzrost cen ropy, który naszym zdaniem jest coraz bardziej prawdopodobny. Według naszych szacunków każde dodatkowe 10 USD na baryłce w całym okresie prognozy obniża wycenę spółki o około 15-20 PLN/akcję. Odbicie cen surowca może także zaszkodzić stronie popytowej, szczególnie w kontekście wysokiego kursu USD/PLN oraz reaktywować zagrożenie konkurencyjne ze strony rafinerii rosyjskich. W kontekście ostatniej korekty notowań Spółki zamykamy już jednak naszą negatywną rekomendację, nieznacznie korygując cenę docelową do 60,40 PLN/akcję (zmiana założeń makro na 2016 r. i aktualizacja wyceny porównawczej).

Pogorszenie warunków makro

W 2015 roku Orlen korzystał na rekordowych marżach przerobowych zarówno w rafinerii (spadek kosztów zużyć własnych, wysokie cracki benzynowe napędzane rosnącym popytem, słabsza konkurencja rosyjska) jak i petrochemii (szereg awarii zacieśnił bilans popytowo-podażowy i niskie ceny ropy nie zostały przeniesione na klientów). Obecnie dostrzegamy już szereg zagrożeń w tych obszarach, takich jak wygaśnięcie impulsu popytowego z tytułu elastyczności cenowej (ujemne dynamiki konsumpcji paliw w USA), potencjalne dynamiczne odbicie cen ropy (możliwa fala bankructw spółek E&P przy jednoczesnej zmianie polityki OPEC), rosnący eksport diesla z rafinerii chińskich (zniesienie ograniczeń administracyjnych), mniej atrakcyjne spready transatlantyckie na benzynie czy pogarszająca się koniunktura w Chinach (zmniejszenie presji na rynku poliolefin). W naszym modelu zakładamy spadek modelowej marży rafineryjnej z 7,7 USD do 4,5 USD/Bbl (obecnie mimo niskich cen ropy benchmark plasuje się poniżej 5 USD, podczas gdy my oczekujemy powrotu surowca na poziom 50 USD/Bbl).

Rekordowe wyniki 2015 r. nie do powtórzenia

Oczyszczona EBITDA LIFO sięgnęła w ubiegłym roku 10,1 mld PLN, co było pochodną rekordowych marż zarówno w petrochemii jak i rafinerii. Szacujemy, że w tym roku

rezultat ten spadnie do 7,1 mld PLN. W dużym stopniu będzie to pochodną zakładanego przez nas pogorszenia modelowych marż rafineryjnych i petrochemicznych (-2,7 mld PLN), ale także oczekiwanego spadku wolumenów związanego z zaplanowanym do października przestojem zniszczonej instalacji w Unipetrolu (do momentu awarii petchem w Czechach wygenerował w 2015 roku 0,8 mld PLN EBITDA). W scenariuszu presji na rentowność przerobu potencjalnym ryzykiem jest także spadek wykorzystania mocy w rafinerii w Możejkach, która w 2015 roku pracowała na 82%. Tylko w części uda się uzupełnić ubytek marży z tego tytułu poprzez obniżenie kosztów zakupu gazu, wyższy kurs USD/PLN czy zyski arbitrażowe na contango na ropie. Wyniki raportowane będą co prawda nawet nieznacznie lepsze w ujęciu r/r z uwagi na brak ujemnego efektu LIFO i strat na odkupie zapasów, ale nie powinno mieć to dla inwestorów istotnego znaczenia.

Ryzyka polityczne na horyzoncie

PKN Orlen do tej pory, mimo iż jest de facto kontrolowany przez MSP, nie koncentrował na sobie szczególnej uwagi polityków, zarówno jeśli chodzi o nierynkowe projekty inwestycyjne jak i zaangażowanie w projekty konsolidacyjne. Nie oznacza to jednak, że takiego ryzyka nie ma, szczególnie w kontekście dokonanej zmiany prezesa spółki i „prorozwojowej” retoryki ministrów nowego rządu. Inwestorzy niestety muszą liczyć się z tym, że spółka z tak silnym bilansem i dobrymi wynikami może być uwikłana w projekty o charakterze strategicznym dla państwa (np. instalacje petrochemiczne oparte na zgazowaniu węgla), inwestycje zapewniające bezpieczeństwo energetyczne (np. powrót do konceptu rurociągu Sarmatia) lub alianse kapitałowe realizujące politykę MSP (np. powiązanie z Grupą Azoty czy to przez Anwil czy przez wspólne projekty inwestycyjne). Przy niewielkim udziale Skarbu Państwa w akcjonariacie dywidenda może przestać być priorytetem. Naszym zdaniem przełomowym momentem w tym zakresie będzie oczekiwana aktualizacja strategii.

Dywidenda relatywnie mało atrakcyjna

Po rewelacyjnym 2015 roku obserwujemy wyraźny wzrost apetytu inwestorów na wysoką dywidendę. Naszym zdaniem wypłata nie będzie jednak szczególnie atrakcyjna, zarówno z uwagi na wysoką kapitalizację spółki (w efekcie niski yield mimo wzrostu DPS) jak i rozdysponowanie ubiegłorocznych przepływów z operacji na odkup zapasów i akwizycje w segmencie wydobywczym. Bilans nadal pozostawia co prawda miejsce do wysokiego transferu do akcjonariuszy (dług netto/EBITDA na koniec grudnia to zaledwie 1,1x, ale przy takich dużych amplitudach wyników osiąganych przez Orlen w ostatnich latach bazowanie na wskaźnikach odnoszonych do rekordowych zysków może być dość ryzykowne.

Polwax
Kupuj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 15,70 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa: 24,30 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	241,1	258,2	7,1%	280,7	8,7%	282,0	0,5%	Liczba akcji (mln)	10,2
EBITDA	27,5	30,8	11,7%	34,2	11,3%	34,9	1,9%	MC (cena bieżąca)	159,6
marża EBITDA	11,4%	11,9%		12,2%		12,4%		EV (cena bieżąca)	197,2
EBIT	24,9	27,7	11,3%	29,9	8,1%	30,6	2,1%	Free float	51,3%
Zysk netto	20,0	22,4	12,2%	23,8	6,3%	24,5	2,7%		
P/E	7,9	7,1		6,7		6,6		Zmiana ceny: 1m	9,0%
P/CE	6,9	6,2		5,7		5,6		Zmiana ceny: 6m	-10,3%
P/BV	3,0	2,4		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	-9,1%
EV/EBITDA	8,1	6,4		5,8		5,4		Min (52 tyg.)	14,0
Dyid (%)	2,5	6,3		7,8		7,5		Max (52 tyg.)	19,6

Kurs Polwaxu mimo wybitnie defensywnego charakteru spółki nie oparł się ubiegłorocznym spadkom szerokiego rynku i stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidendy wyniosła -8%. Nie bez znaczenia były w tym wypadku nieco rozczarowujące wyniki pierwszego półrocza, ale zwracamy uwagę, że w drugiej części roku Polwax nadrobił z nawiązką utraconą marżę, o czym świadczą opublikowane szacunki za cały rok. Ostatecznie więc EBITDA 2015 okazała się wyższa od naszych pierwotnych prognoz o 5%, co pozwala na również na nieco większy optymizm przy estymowaniu zysków w latach kolejnych. Spółka konsekwentnie i z sukcesami realizuje politykę zwiększania udziału specjalistycznych produktów w przychodach. Oczekujemy także utrzymania atrakcyjnej polityki dywidendowej (Dywid 2016=7,3%), nawet w scenariuszu uruchomienia analizowanego obecnie projektu inwestycyjnego Future. W związku z nieznaczną korektą prognoz oraz aktualizacją wyceny porównawczej korygujemy wycenę do 24,3 PLN/akcję i utrzymujemy rekomendację kupuj.

Rewizja prognoz na rok 2015

Pierwsze półrocze 2015 roku było rozczarowujące jeśli chodzi o poziom rentowności (marża brutto na sprzedaży obniżyła się z 19% do 18,3%), co było pochodną presji cenowej w segmencie znicowym związanej z rosnącą konkurencyjnością ze strony taniejących substytutów (tłuszcz zwierzęcy i olej palmowy). Sytuacja ustabilizowała się już w 3Q, co zaowocowało wzrostem wspomnianej marży do 21,6% (również dzięki utrzymującym się bardzo dobrym wynikom w kategorii parafin przemysłowych). Niemniej jednak po słabszych od oczekiwanych kwartałach jesteśmy zmuszeni nieznacznie skorygować w dół naszą roczną prognozę EBITDA z 32,7 mln PLN na 31,3 mln PLN. Korekty dla lat kolejnych są już nieznaczne i sięgają 2-3%. Warto odnotować, że pozytywnie zaskakuje sprzedaż w wyżej rentownym obszarze specjalistycznych wyrobów parafinowych (dynamika r/r za 9M'2015 sięga +13%).

Perspektywa dla bilansu i dywidendy

Dług netto Polwaxu na koniec września wyniósł 39 mln PLN i był niższy od stanu z września 2014 roku o 12 mln PLN mimo poniesienia znacznie wyższych nakładów inwestycyjnych (11,8 mln PLN vs. 4,1 mln PLN rok wcześniej z uwagi na przejście aktywów od Lotosu i koszty projektu bazowego inwestycji w instalację odolejania rozpuszczalnikowego). Sezonowo w 4Q zadłużenie powinno jeszcze spaść w związku z spływaniem części należności od Jeronimo Martins oraz wykorzystaniem linii faktoringowej, ale będzie to ograniczone przez raportowany zakup surowca na zapas za kwotę 10 mln PLN. Szacujemy, że ostatecznie dług netto wyniesie

37 mln PLN, co będzie implikować wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 1,2x. Potencjalnie jest tutaj jeszcze pole do pozytywnego zaskoczenia jeśli Zarząd zdecyduje się na zwiększenie skali wykorzystania faktoringu (ostatnio podpisany został aneks zwiększający dostępne limity w umowie z Grupą ING o 10 mln PLN). W kolejnych latach sytuacja bilansowa będzie zależała od decyzji w sprawie realizacji projektu Future. Jeśli Zarząd z niego zrezygnuje to w 2016 roku zadłużenie netto w relacji do EBITDA powinno spaść do 0,8x, co powinno być argumentem do podwyższenia wskaźnika wypłaty dywidendy począwszy od roku 2017, kiedy nie będą już obowiązywały obostrzenia związane ze spłacaniem obecnie kredytem inwestycyjnym (ostatnia rata w październiku 2016 roku). Zakładamy, że w takim scenariuszu wskaźnik wypłaty wzrośnie do 75% z obecnych 50% (wówczas średnia dywidenda w najbliższych latach mogłaby wynieść 1,3 PLN/akcję). W scenariuszu realizacji tej inwestycji za około 80 mln PLN i wyznaczeniu górnego progu zadłużenia na 2,0x dług netto/EBITDA (docelowo 68 mln PLN dług netto w roku 2019) łączna pula na dywidendy w latach 2015-19 wyniosłaby 48 mln PLN, czyli około 9,6 mln PLN średniorocznie (0,93 PLN/akcję).

Projekt Future – czas decyzji

Zarząd Polwax kontynuuje prace przygotowawcze związane z projektem Future, który dotyczy budowy instalacji odolejania rozpuszczalnikowego o mocach 30 tys. ton. Wstępne szacunki nakładów inwestycyjnych mówią o kwocie 60-80 mln PLN (realizacja w latach 2016-19), ale szczegółowy biznesplan będzie oparty o projekt bazowy, który przygotowuje obecnie ThyssenKrupp (koszt tego projektu to 1 mln EUR). Jeszcze na przełomie 1Q i 2Q'16 Zarząd chce uzyskać niezbędne zgody korporacyjne potrzebne do realizacji tej inwestycji i zabezpieczyć finansowanie dłużne. W 2016 roku rozpoczęły się prace ziemne, budowa instalacji jest wstępnie zaplanowana na lata 2017-19, a jej uruchomienie na 1Q'19. Realizacja tego projektu pozwoliłaby według spółki na osiągnięcie strategicznego celu 50% udziału specjalistycznych produktów parafinowych w strukturze sprzedaży przy jednoczesnym zwiększeniu przychodów (cel 350 mln PLN) i rentowności (marża EBITDA 15-20%). Na razie nie uwzględniamy tego projektu w naszych prognozach (będzie to możliwe po finalnej akceptacji projektu przez akcjonariuszy), stąd w naszym modelu w roku 2020 udział produktów specjalistycznych w przychodach sięga 26% a rentowność EBITDA 12,1%. Wstępne założenia Zarządu implikowałyby wzrost strumienia EBITDA w roku 2020 do poziomu 52-70 mln PLN (nasza prognoza 33,5 mln PLN). Według wstępnego rachunku NPV tego projektu można w wariancie konserwatywnym (EBITDA 52 mln PLN i CAPEX 80 mln PLN) szacować na 3,5 PLN/akcję. Niemniej jednak na razie jest jeszcze za wcześnie na szczegółową kalkulację.

Synthos		Trzymaj									
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,96 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		3,79 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	5 359,3	4 618,8	-13,8%	4 123,0	-10,7%	4 300,4	4,3%	Liczba akcji (mln)	1 323,3		
EBITDA	605,3	635,8	5,0%	625,2	-1,7%	649,4	3,9%	MC (cena bieżąca)	5 240,1		
marża EBITDA	11,3%	13,8%		15,2%		15,1%		EV (cena bieżąca)	6 063,7		
EBIT	453,0	479,6	5,9%	465,9	-2,9%	478,7	2,8%	Free float	37,5%		
Zysk netto	416,9	356,9	-14,4%	359,4	0,7%	363,4	1,1%				
P/E	12,6	14,7		14,6		14,4		Zmiana ceny: 1m	3,9%		
P/CE	9,2	10,2		10,1		9,8		Zmiana ceny: 6m	-15,9%		
P/BV	2,3	2,4		2,3		2,3		Zmiana ceny: 12m	-6,2%		
EV/EBITDA	9,6	9,4		9,7		9,7		Min (52 tyg.)	3,3		
Dyld (%)	19,2	7,8		6,3		6,3		Max (52 tyg.)	4,9		

Słabe perspektywy gospodarek rozwijających się, w tym Chin oraz Brazylii, negatywnie przekładają się na popyt na kauczuki syntetyczne. Negatywnym czynnikiem jest również deprecjacja walut Indonezji, Malezji i Tajlandii, które dostarczają około 70% światowej produkcji kauczuków naturalnych. Konkurencja cenowa kauczuków naturalnych będzie naszym zdaniem w 2016 roku głównym czynnikiem wpływającym na marżę na produkcji kauczuków syntetycznych. Dodatkowo w Grupie Synthos negatywnie na wyniki wpływa przerwa w dostawach butadienu z rafinerii w Litwinowie (wyższe koszty zakupu surowca z zewnątrz). Ponownie uruchomienie instalacji planowane jest na lipiec 2016 roku (na 60%) i w październiku 2016 roku ma osiągnąć sprawność na poziomie 100%. Według naszych szacunków, mimo zwiększenia mocy produkcyjnych w Grupie Synthos w 2016 roku o 22% (otwarcie instalacji SSBR), spółce nie uda się znacząco poprawić wyników finansowych w kolejnym roku (EBITDA'16 +3,9% r/r). Pomimo trudnego otoczenia wysoki (700 mln PLN) oczekiwany przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 2015 roku (w efekcie spadku cen surowców) oraz sprzedaż akcji ECHO naszym zdaniem powinien pozwolić spółce na wypłatę dywidendy na poziomie 0,25 PLN/akcja (6,3% Dyld'16). Obniżamy naszą wycenę dla akcji Synthos z 4,07 PLN do 3,79 PLN oraz pozostawiamy rekomendację trzymaj.

Presja na ceny kauczuków naturalnych

Niskie ceny kauczuków naturalnych wynikają z dużej deprecjacji walut lokalnych krajów, będących głównymi ich producentami (Indonezja, Malezja i Tajlandia odpowiadają za ponad 70% światowej produkcji). W drugiej połowie 2015 roku tajlandzki baht osłabił się w stosunku do dolara amerykańskiego o prawie 20%, natomiast waluty Indonezji i Malezji o około 10%. Mimo spadku cen kauczuków w USD ceny w lokalnych walutach pozostawały stabilne. Dalsze umocnienie konkurencyjności cenowej kauczuków naturalnych przekładać się będzie na spadek wolumenu sprzedaży syntetycznych (producenti opon zastępują droższe kauczuki, mimo że syntetyczne są stabilniejsze w produkcji opon).

Lider rynku europejskiego integruje się pionowo

Lanxess poinformował o zawarciu porozumienia z Saudi Aramco w celu utworzenia JV w segmencie kauczuku syntetycznego. Saudi Aramco w ramach JV dostarczy do Lanxess potrzebne surowce chemiczne (butadien i styren) oraz surowce energetyczne. W efekcie konkurent, który do tej pory nie posiadał własnej produkcji butadienu, będzie mógł pokryć swoje całe zapotrzebowanie od partnera

strategicznego. Przez następne 2,5 roku Lanxess będzie bazował na dostawach surowców od bieżących dostawców, a później przejdzie na dostawy od inwestora strategicznego. Saudi Aramco za 50% udział w JV zapłacił 1,2 mld EUR (EV/EBITDA'15 8,6x).

Kralupy bez dostaw butadienu z Unipetrolu

W wyniku pożaru w rafinerii w Litwinowie (Unipetrol) w sierpniu 2015 roku dostawy butadienu do instalacji w Kralupach zostały wstrzymane, a spółka zmuszona jest zakupywać surowiec z alternatywnych źródeł (z rynku). Na niekorzyść Grupy Synthos w okresie 3Q'15 relacja cen butadienu do nafty na rynku europejskim znajdowała się na lokalnie wysokim poziomie (nieco ponad 1,8x cena nafty). Potencjalnie przy takim poziomie cen butadienu do nafty Kralupy mogłyby zyskiwać dzięki swojej integracji pionowej. Kraker parowy w rafinerii w Litwinowie ma zostać ponownie uruchomiony w lipcu 2016 roku (na 60%) i w październiku 2016 roku ma osiągnąć sprawność na poziomie 100%. Do tego czasu wyniki instalacji w Kralupach będą pod presją.

Sytuacja na rynku produktów styrenopochodnych

Mimo zawirowań w światowej gospodarce marżę na produkcji produktów styrenopochodnych utrzymywały się na wysokich poziomach (najwyżej od co najmniej dwóch lat). Z jednej strony, to efekt spadku cen EPS, GPPS i HIPS, dzięki czemu ożywił się popyt na produkcji i znacznie większego spadku cen etylobenzenu używanego do produkcji (etylenu i benzenu). Z drugiej strony, częściowo to efekt zmiany technologii produkcji styrenu. Wcześniej styren wytwarzany był jako produkt uboczny, a nowe technologie, mimo że wydajniejsze, nie przyczyniają się do dodatkowego wytworzenia styrenu.

Rozpoczęcie produkcji na instalacji SSBR

W 2H'15 Synthos zakończył inwestycję związaną z budową instalacji produkcji nowoczesnych kauczuków SSBR w Oświęcimiu. Łączny koszt projektu wyniósł około 550 mln PLN, z czego Synthos posiada 147 mln PLN dofinansowania z funduszy UE oraz możliwość skorzystania z ulg podatkowych z tytułu działalności w strefie do końca 2023 roku w wysokości 35% kosztów kwalifikowanych (141 mln PLN). Rozpoczęcie działalności fabryki miało miejsce w 3Q'15. Szacujemy, że pierwsze większe przychody pojawią się w 2016 roku. Szacujemy, że obłożenie mocy produkcyjnych nowej instalacji w 2016 roku wyniesie 50%, a w 2017 roku 70%. Naszym zdaniem w 2016 roku instalacja nie wygeneruje znaczącego dodatkowego wyniku dla Grupy ze względu na konieczność zainteresowania klientów nowymi produktami.

Energetyka

CEZ		Kupuj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		65,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		86,30 PLN							
(mln CZK)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	216 988,0	200 657,0	-7,5%	197 553,2	-1,5%	201 838,2	2,2%	Liczba akcji (mln)	538,0		
EBITDA	73 592,0	64 651,0	-12,1%	64 841,7	0,3%	62 398,8	-3,8%	MC (cena bieżąca)	34 969,3		
marża EBITDA	33,9%	32,2%		32,8%		30,9%		EV (cena bieżąca)	58 885,8		
EBIT	45 690,0	36 946,0	-19,1%	34 055,4	-7,8%	33 092,2	-2,8%	Free float	29,5%		
Zysk netto	35 886,0	22 403,0	-37,6%	25 340,5	13,1%	20 868,3	-17,6%				
P/E	6,0	9,6		8,5		10,3		Zmiana ceny: 1m	-7,5%		
P/CE	3,4	4,3		3,8		4,3		Zmiana ceny: 6m	-29,1%		
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-26,1%		
EV/EBITDA	5,3	5,9		5,6		5,8		Min (52 tyg.)	62,4		
Dyld (%)	10,0	9,9		10,0		10,0		Max (52 tyg.)	96,6		

Spadające ceny energii na rynku niemieckim napędzane obniżającymi się notowaniami węgla były w ubiegłym roku dla CEZ-u dużym obciążeniem (80% generacji na kosztach stałych), co znalazło odzwierciedlenie w kursie akcji (całkowity zwrot – 20%). Naszym zdaniem potencjał do kontynuacji negatywnych tendencji na węglu jest już jednak ograniczony, szczególnie w zakładanym przez nas scenariuszu mocnego odbicia na rynku ropy. Uwzględniając aktualną kontraktację spółki nie widzimy więc materialnego ryzyka dla konsensusowych prognoz EBITDA na lata 2016-17. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na oferowaną przez CEZ wysoką stopę dywidendy (ponad 9% w 2016 roku), która w przeciwieństwie do polskich spółek energetycznych nie jest obciążona ryzykiem politycznym. Historycznie spółka była notowana na Dywid rządu 6%, a tymczasem teraz średni poziom prognozowany przez nas na najbliższe 3 lata jest 25% wyższy (Dywid jest wyższy o 30% na tle grupy porównawczej). W tym kontekście utrzymujemy naszą pozytywną rekomendację, korygując cenę docelową do 86,30 PLN/akcję z uwagi na zmianę wyceny porównawczej.

Perspektywy wyników w 2016 roku

Średnia cena energii zabezpieczona w kontraktach na bieżący rok jest niższa r/r o prawie 5 EUR/MWh, co teoretycznie implikuje ubytek około 8 mld CZK marży w wytwarzaniu. Niemniej jednak będzie to naszym zdaniem zneutralizowane przez wyższe wolumeny (uruchomienie bloków na węgiel brunatny o łącznej mocy 1,4 GW plus brak nieplanowanych przestojów w elektrowniach jądrowych, które obniżyły EBITDA 2015 o około 3 mld CZK), przychody z zielonych certyfikatów w rumuńskich farmach wiatrowych (około 1 mld CZK r/r) oraz lepszy rezultat w dystrybucji (podwyższony regulowany WACC o 1,8 punktu procentowego tylko częściowo skonsumowany przez większą lukę kosztową). W kolejnych latach należy jeszcze oczekiwać presji na marżę w wytwarzaniu z uwagi na wzrost kosztów netto CO₂ oraz spadek średniej ceny sprzedaży (hedging na ten rok to 35 EUR vs. aktualne notowania 25 EUR/MWh), ale jest to już odzwierciedlone w rynkowym konsensusie.

Potencjał dywidendowy

Obecna polityka dywidendowa zakłada wypłatę 60-80% oczyszczonego zysku netto, co mimo prognozowanego spadku wyników implikuje w najbliższych latach średnią stopę dywidendy na poziomie 7,5%. Zadłużenie netto na koniec 2015 roku nie przekroczy 2,5x krotności EBITDA, co w połączeniu z wysokimi dodatnimi przepływami netto (FCF/

EV=6%) stanowi niejako rękojmię maksymalnych transferów do akcjonariuszy. Jedynym zagrożeniem dla tej polityki może być ewentualna akwizycja aktywów konwencjonalnych Vattenfalla w Niemczech (szacowana skala 2 mld EUR). Naszym zdaniem udział CEZ w procesie, podobnie jak w przypadku Slovenske Elektrarne, ma jednak charakter oportunistyczny i wątpimy, aby oferta koncernu była atrakcyjna dla sprzedającego. Wsparciem dla przyszłych FCF może być natomiast ewentualna dezinwestycja aktywów tureckich (wartość księgowa 7 mld CZK). Przypominamy również, że dług netto spółki należy korygować o posiadany pakiet MOL (8,9 mld CZK).

Ceny energii w regionie nadal pod presją

Ze względu na politykę zabezpieczeń wyniki w segmencie generacji w latach 2016-17 są obciążone ograniczonym ryzykiem mimo obserwowanego utrzymującego się negatywnego trendu na cenach energii (na koniec października 2015 spółka miała sprzedane około 85% produkcji na 2016 i 56% na 2017 rok). Niemniej jednak warto zwrócić uwagę, że aktualne notowania na poziomie 25 EUR/MWh znacząco odbiegają od poziomu, jaki będzie realizowany przez koncern w tym roku (około 35 EUR/MWh). Potencjalne ryzyko dla strumienia EBITDA związane z perspektywą wygaśnięcia portfela zawartych wcześniej kontraktów terminowych sięga nawet 15 mld CZK, czyli ponad 20% zysków prognozowanych przez nas na rok bieżący. W naszej opinii ostatnie tąpnięcie na rynku energii to jednak głównie efekt spadku cen surowców energetycznych i wraz z zakładanym przez nas odbiciem notowań ropy, podobne tendencje zostaną odwzorowane na rynku węgla (YTD benchmark roczny w portach ARA spadł o ponad 15%). Podobnie interpretujemy aktualne spadkowe tendencje na rynku CO₂, które są z kolei pochodną załamania cen gazu (w efekcie w szczycie elektrownie gazowe wypierają bloki węglowe i obniżają zapotrzebowanie na uprawnienia). W tym wypadku również oczekujemy odwrócenia negatywnego trendu.

Powrót elektrowni Dukovany do pracy

W końcówce ubiegłego roku awaryjne przestoje remontowe w elektrowni atomowej Dukovany i przeciągająca się procedura przedłużenia licencji budziła duży niepokój inwestorów. Wszystko wskazuje jednak na to, że obawy o poziom wysoko rentownej produkcji z tej jednostki w roku 2016 nie były uzasadnione. Jeden z trzech wyłączonych wówczas bloków już wrócił do pracy, uruchomienie kolejnych zaplanowano na styczeń i luty. Spółka otrzymała też przedłużenie licencji na blok nr 1 o 3 miesiące, a ostateczną zgodę na jego użytkowanie na kolejne 10 lat powinna uzyskać w najbliższych miesiącach po uzupełnieniu brakującej dokumentacji.

Enea		Trzymaj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		11,50 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		12,40 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	9 150,5	9 855,4	7,7%	10 188,2	3,4%	10 670,7	4,7%	Liczba akcji (mln)		441,4	
EBITDA	1 667,6	1 914,9	14,8%	2 074,4	8,3%	2 148,5	3,6%	MC (cena bieżąca)		5 076,6	
marża EBITDA	18,2%	19,4%		20,4%		20,1%		EV (cena bieżąca)		10 124,0	
EBIT	905,9	1 186,5	31,0%	1 262,1	6,4%	992,1	-21,4%	Free float		48,5%	
Zysk netto	722,5	908,3	25,7%	991,6	9,2%	637,5	-35,7%				
P/E	7,0	5,6		5,1		8,0		Zmiana ceny: 1m		1,8%	
P/CE	3,4	3,1		2,8		2,8		Zmiana ceny: 6m		-22,0%	
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m		-31,1%	
EV/EBITDA	2,4	3,2		4,9		5,4		Min (52 tyg.)		9,9	
Dyld (%)	3,1	5,0		4,1		4,9		Max (52 tyg.)		17,1	

Akcje Enei zachowywały się lepiej od indeksu sektorowego, ale i tak całkowita stopa zwrotu przekroczyła -20%. Punktem zwrotnym w postrzeganiu spółki okazało się wezwanie na akcje LWB, które zmieniło profil inwestycyjny koncernu z głównego beneficjenta taniejącego węgla na długą ekspozycję na rynek surowca będącego w stanie istotnej nadpodaży. W niniejszym opracowaniu korygujemy nasze prognozy finansowe dla Enei uwzględniając pełną konsolidację Bogdanki i obniżamy wycenę z 18,10 PLN na 12,40 PLN/akcję (wycena porównawcza, zmiany w modelu dystrybucji, wzrost Beta). W stosunku do bieżącego kursu akcji nasza cena docelowa implikuje potencjał wzrostowy, niemniej jednak obniżamy rekomendację inwestycyjną do neutralnej z uwagi na dużą niepewność w zakresie zaangażowania spółki w polskie górnictwo czy projekt budowy bloku węglowego w Ostrołęce, które to mogą mieć istotny wpływ na poziom naszej wyceny i przewartościowanie polityki dywidendowej koncernu.

Konsolidacja Bogdanki, potencjalne synergije

Wyniki Bogdanki będą w tym roku już w pełni konsolidowane na rachunkach Enei, co powinno wzmocnić EBITDA kwotą około 0,6 mld PLN. Potencjalnie Grupa może wypracować dodatkowe synergije kosztowe i przychodowe, jednak póki co ze względu na zmiany w Zarządzie Enea nie przedstawiła jeszcze szczegółowych planów i założeń w tym zakresie. Zwracamy uwagę, że obecnie około 1,6 mln ton węgla Enea kupuje poza Bogdanką, podczas gdy lubelska kopalnia ma potencjał do szybkiego zwiększenia wydobycia o około 1,5 mln ton. Jeśli Grupa zdecydowałaby się na wykorzystanie tej integracji pionowej oznaczałoby to z jednej strony dodatkową marżę w LWB (nawet ponad 150 mln PLN), a z drugiej oszczędności na kosztach transportu paliwa w Elektrowni Kozienice na około 30 mln PLN. W takim scenariuszu poprawiłaby się również siła przetargowa kopalni w negocjacjach z pozostałymi dużymi kontrahentami jak Elektrownia Połaniec czy Ostrołęka.

Aktualny stan bilansu, potencjał dywidendowy

Na koniec 3Q'15 dług netto Enei przekraczał 1,6 mld PLN, ale według naszych szacunków rok Grupa zamknie z zadłużeniem powyżej 4,1 mld PLN. Będzie to wynikać z kwoty zapłaconej za akcje LWB (1,5 mld PLN), konsolidacji zadłużenia

Bogdanki (0,5 mld PLN) oraz ujemnych przepływów netto w 4Q'15 (kumulacja wydatków inwestycyjnych przekraczających 1 mld PLN). Uwzględniając jeszcze wysoki capex w roku 2016 (w tym 1,2 mld PLN na blok 1000 MW w Kozienicach) wskaźnik długu netto do EBITDA może na koniec grudnia zbliżyć się do poziomu 2,5x. W scenariuszu braku kolejnych dużych inicjatyw inwestycyjnych czy akwizycyjnych spółka byłaby więc w stanie wejść na ścieżkę wzrostu dywidend zaczynając już od wypłaty z zysku 2015 roku, która naszym zdaniem może sięgnąć 56 groszy na akcję (5% yield).

Ryzyko związane z KHW i Ostrołęką

Enea już wielokrotnie pojawiała się w spekulacjach prasowych jako kandydat do przejęcia Katowickiego Holdingu Węglowego. Oficjalnie spółka nie zgłaszała takich aspiracji, ale ten temat był nawet poruszony w jednym z wywiadów nowego ministra skarbu. Oczywiście taki scenariusz należy traktować jako jedno z największych potencjalnych ryzyk ciążyących nad koncernem. Nie znamy szczegółowych danych finansowych KHW, ale według dostępnych źródeł EBITDA 2015 to około 600 mln PLN, a zadłużenie netto około 1,6 mld PLN (spółka przeprowadziła w ostatnich miesiącach kilka dezinwestycji więc ta kwota podana w programie naprawczym może nie być precyzyjna). Podane zyski mogą być zaburzone przez zdarzenia jednorazowe (odszkodowania, katastrofy, rezerwy) tak więc trudno je interpretować. W tym roku KHW powinien z jednej strony korzystać z obniżonych kosztów pracy (redukcja zatrudnienia ma przynieść 240 mln PLN oszczędności), ale problemem może być dalszy niewielki spadek cen węgla. Z punktu widzenia Enei w przypadku akwizycji KHW ważna będzie nie tylko cena zakupu (5x EBITDA oznaczałoby wpływ około 1,4 mld PLN gotówki), ale także przyszłe ujemne wolne przepływy pieniężne w tym podmiocie (inwestycje zapewniające utrzymanie wydobycia) oraz jeszcze mocniejsze wydłużenie pozycji długiej w węglu (obecnie po przejęciu LWB potencjał wydobywczy Enei to 10 mln ton, a KHW to kolejne 10 mln ton, podczas gdy konsumpcja własna nawet po uruchomieniu nowego bloku w Kozienicach sięgnie 8 mln ton). Pomyśl na domknięcie tej długiej pozycji sugerował już poprzedni Zarząd zgłaszając chęć współpracy z Energią przy projekcie Ostrołęki. Taki scenariusz oznaczałby kolejne 3 mld PLN na poziomie nakładów inwestycyjnych i zanegowanie naszego dotychczasowego postrzegania Enei jako źródła wysokich dywidend po roku 2016.

Energa

Akumuluj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		13,48 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		15,20 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	11 429,2	10 590,6	-7,3%	10 629,8	0,4%	10 376,5	-2,4%	Liczba akcji (mln)	414,1		
EBITDA	1 965,5	2 307,0	17,4%	2 200,3	-4,6%	2 026,4	-7,9%	MC (cena bieżąca)	5 581,6		
marża EBITDA	17,2%	21,8%		20,7%		19,5%		EV (cena bieżąca)	9 590,0		
EBIT	1 194,8	1 446,2	21,0%	1 319,2	-8,8%	1 106,8	-16,1%	Free float	50,0%		
Zysk netto	764,0	982,1	28,6%	867,8	-11,6%	678,3	-21,8%				
P/E	7,3	5,7		6,4		8,2		Zmiana ceny: 1m	6,6%		
P/CE	3,6	3,0		3,2		3,5		Zmiana ceny: 6m	-33,8%		
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-37,6%		
EV/EBITDA	4,3	3,8		4,4		5,2		Min (52 tyg.)	11,0		
Dyield (%)	8,9	7,4		10,7		7,2		Max (52 tyg.)	27,0		

Akcje Energi spadły w ubiegłym roku o ponad 40% i zachowały się w tym okresie najslabiej spośród pokrywanych przez nas spółek energetycznych (WIG Energia stracił w tym czasie 30%). Uważamy, że obecny kurs dyskontuje już scenariusz odmrożenia budowy bloku w Ostrołęce (w realnym wariancie JV 50:50) oraz obniżenie rentowności w segmencie dystrybucji. Wydaje się, że spółka ma już także za sobą exodus z akcjonariatu inwestorów zagranicznych, którzy obawiali się zmiany dotychczasowego profilu inwestycyjnego zarówno jeśli chodzi o kwestie dywidendy jak i ekspozycji na „brudne” technologie węglowe. Biorąc pod uwagę aktualny sentyment do spółki widzimy pole do pozytywnego zaskoczenia w zakresie wypłat z zysku dla akcjonariuszy (mniejsze tempo i skala rewizji polityki dywidendowej). Uwzględniając ostatnią, korzystniejszą od pierwotnej propozycji, decyzję URE w sprawie korekty parametrów modelu dystrybucyjnego korygujemy nieznacznie naszą cenę docelową do 15,20 PLN na akcję (aktualizacja wyceny porównawczej) i podnosimy rekomendację z trzymaj do akumuluj.

Słabsze wyniki 2016 już wycenione...

Energa mocno odczuje obniżenie WACC wynikające ze spadku stopy wolnej od ryzyka i zmian modelowych dokonanych przez URE. Skala spadku EBITDA w segmencie dystrybucji może sięgnąć 170 mln PLN (poprzednio szacowaliśmy ją na 200 mln PLN, ale w międzyczasie Regulator zmienił niektóre parametry modelu WACC na korzyść operatorów). Dodatkowym ubytkiem w zyskach będzie brak zielonych certyfikatów dla elektrowni wodnych, ale efekt ten (-80 mln PLN r/r) powinien być częściowo skompensowany przez wyższe wolumeny (normalizacja warunków hydro) oraz brak jednorazowych kosztów, które obciążały zeszłoroczny wynik (40 mln PLN). W przypadku elektrowni systemowych oczekujemy lekkiej poprawy rezultatów w związku z wyższą dyspozycyjnością elektrowni Ostrołęka (efekt tegorocznego przestoju) oraz zwiększenia budżetu i modelu funkcjonowania ORM. Jeśli chodzi o segment obrotu to spółka powinna być beneficjentem zmian w obowiązku sprzedawcy z urzędu (częstsza indeksacja ceny, brak możliwości grania grafiką dostaw), ale naszym zdaniem będzie to zneutralizowane przez skokowy wzrost mocy zainstalowanej w farmach wiatrowych.

... choć ryzyka polityczne wciąż straszą

Nowy Zarząd Spółki w bardziej „przyjaznym” tonie wypowiada się na temat realizacji kluczowych projektów inwestycyjnych, które znajdują się w fazie projektowania (elektrownia wodna na Wiśle) lub zostały zamrożone przez poprzednie władze koncernu (blok 1000 MW w Ostrołęce czy bloki CCGT w Gdańsku i Grudziądzu). W ostatnich wywiadach Prezes Dariusz Kaśków zapowiadał, że przegląd strategii potrwa co najmniej pół roku, ale zasygnalizował że można oczekiwać zmian „proinwestycyjnych”. Niemniej jednak spółka liczy, że podjęcie ostatecznych decyzji będzie zsynchronizowane z przygotowaniem mapy drogowej dla mechanizmów rynku mocy, które zabezpiecząby zwrot z inwestycji w nowe źródła. Przypominamy, że w naszym modelu bierzemy pod uwagę realizację budowy bloku węglowego w Ostrołęce, ale tylko z wagą 50%, gdyż nawet przy całkowitym zawieszeniu wypłaty dywidend Energa nie byłaby w stanie bilansowo udźwignąć tego projektu (wskaźnik dług netto/EBITDA przekroczyłby w szczytowym momencie 4,0x). W prognozach nie uwzględniamy elektrowni gazowych i prognozy na Wiśle.

Co z dywidendą?

Na koniec 3Q'15 wskaźnik dług netto do EBITDA wynosił 1,8x i biorąc pod uwagę fakt, że tegoroczne nakłady inwestycyjne powinny być zbliżone do przepływów z działalności operacyjnej można oczekiwać utrzymania wypłaty dywidendy zgodnej z dotychczasową polityką spółki. Niemniej jednak w naszych prognozach jesteśmy nieco bardziej konserwatywni z uwagi na konieczność gromadzenia kapitałów na wkład własny do projektu budowy bloku w Ostrołęce. Decyzja w sprawie tej inwestycji może jednak zapaść dopiero w drugiej połowie roku i dlatego nie wykluczamy pozytywnego zaskoczenia jeśli chodzi o transfer do akcjonariuszy (nawet 1,2 PLN/akcję zamiast zakładanych przez nas 0,97 PLN/akcję, co implikowałoby yield na poziomie 9%). Wypowiedzi rządowych ministrów dotyczące dywidend w państwowych spółkach energetycznych są co prawda sprzeczne, ale wydaje się że wypłaty mogą być pod większą presją w koncernach zaangażowanych w akwizycję aktywów węglowych (PGE, Enea). W przypadku Energi negatywnym katalizatorem są wspomniane projekty inwestycyjne, ale ich realizacja będzie naszym zdaniem rozłożona w czasie i w dużej części przesunie się poza krótki horyzont inwestycyjny. Większym zagrożeniem byłaby aktywność na rynku fuzji i przejęć, która została wstępnie zasygnalizowana w ostatnich artykułach prasowych dotyczących aktywów kogeneracyjnych EdF.

PGE		Trzymaj						
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		13,55 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		14,60 PLN		2016-02-02		
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	30 145,0	28 137,0	-6,7%	30 031,5	6,7%	29 448,8	-1,9%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	7 829,0	8 120,0	3,7%	8 127,4	0,1%	6 998,3	-13,9%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	26,0%	28,9%		27,1%		23,8%		EV (cena bieżąca)
EBIT	4 847,0	5 096,0	5,1%	-3 616,8		4 238,7		Free float
Zysk netto	3 948,0	3 638,0	-7,9%	-3 022,2		3 281,3		
P/E	6,4	7,0				7,7		Zmiana ceny: 1m
P/CE	3,7	3,8		2,9		4,2		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	2,8	3,0		3,3		4,4		Min (52 tyg.)
Dyld (%)	6,4	8,1		5,8		5,8		Max (52 tyg.)

Kurs PGE uwzględniając dywidendę spadł w ubiegłym roku o prawie 30%, co wpisywało się w negatywny sentyment do całego sektora energetycznego. Głównym hamulcem w przypadku tego koncernu było załamanie na rynku węgla, na które wrażliwość wynika zarówno z integracji pionowej wytwarzania (70% produkcji na kosztach stałych) jak i spekulacji na temat zaangażowania spółki w ratowanie śląskich kopalni. Notowania akcji są tak obciążone tym ryzykiem, że nawet nie zareagowały na pozytywne tendencje na cenach energii widoczne na TGE od października, umożliwiające zabezpieczenie na atrakcyjnych poziomach sprzedaży na rok 2017. W tym roku nie oczekujemy istotnej zmiany podejścia inwestorów do PGE i uważamy, że do czasu wyjaśnienia roli spółki w tworzeniu nowej Kompanii Węglowej (rozstrzygnięcia możliwe jeszcze w 1H'16) ocena jej przyszłych zdolności dywidendowych jest niemożliwa. W tym kontekście mimo potencjału wzrostowego do naszej wyceny (korygujemy cenę docelową do 14,60 PLN/akcję), obniżamy rekomendację do neutralnej. Katalizatorem wzrostu obok wspomnianej kwestii KW mogłoby być odbicie na rynku surowcowym, którego spodziewamy się w drugim półroczu.

Perspektywa spadku wyników w kolejnych latach

Rok 2015 Grupa powinna zamknąć na poziomie 8,1 mld PLN EBITDA, a tak dobry wynik to przede wszystkim wzrost średniej ceny energii sprzedawanej z własnych elektrowni oraz niższych kosztów węgla. W tym roku powtórzenie tego rezultatu nie będzie możliwe. Szacujemy, że z uwagi na spadek ceny energii w portfelu (około 4-5 PLN/MWh r/r), zmniejszony wolumen sprzedaży (wyłączenie z podstawy jednego bloku w Bełchatowie i przesunięcie kilku jednostek ZEDO do rezerwy zimnej) oraz znacznie wyższe koszty zakupu uprawnień emisyjnych (około 350 mln PLN z tytułu wyższej ceny i wzrostu deficytu) EBITDA w obszarze wytwarzania spadnie w 2016 roku o około 0,8 mld PLN (w tym ubytek przychodów z KDT o 100 mln PLN i zawyżona rezerwami baza odniesienia na kolejne 100 mln PLN). Lepszych rezultatów mimo ubytku świadectw pochodzenia w elektrowniach wodnych można oczekiwać w obszarze OZE (EBITDA +60 mln PLN) dzięki oddaniu do użytku nowych farm wiatrowych. W dystrybucji należy zakładać zmniejszenie zwrotu z WRA z uwagi na zmiany w formule regulacyjnej częściowo tylko zneutralizowane oszczędnościami i wzrostem aktywów (EBITDA -160 mln PLN r/r). Ostatecznie, przyjmując też nieco bardziej konserwatywne założenia

marży handlowej, prognozujemy że skonsolidowana EBITDA sięgnie 7,0 mld PLN. W 2017 roku niewiadomą pozostaje cena sprzedaży energii (na razie rynek terminowy wskazuje na poziom porównywalny do 2016), ale należy liczyć się z ubytkiem 0,5 mld PLN przychodów z rekompensat KDT oraz kolejnym zmniejszeniem puli darmowych certyfikatów CO₂.

Zaangażowanie w KW – wielka niewiadoma

PGE od wielu miesięcy wymieniana jest jako główny kandydat do ratowania Kompanii Węglowej zarówno z uwagi na znaczące powiązanie handlowe (70% zużywanego węgla pochodzi z KW, a konsumpcja ulegnie zwiększeniu po uruchomieniu bloków w Opolu) jak i potencjał finansowy (gotówka netto na koniec września 2015 i perspektywa silnego bilansu w kolejnych latach mimo realizowanych inwestycji). Na razie nadal nie wykrystalizowała się rządowa koncepcja formuły restrukturyzacji górnictwa i skali zaangażowania PGE w ten proces. Stąd bardzo trudno jest ocenić ewentualny wpływ inwestycji koncernu w górnictwo, tym bardziej że brakuje także bieżących danych finansowych Kompanii Węglowej. Wiadomo tylko, że w pierwszym kroku nowy podmiot tworzony na bazie KW (robocza nazwa to Polska Grupa Górnicza) musi zostać dokapitalizowany kwotą 1,5-2,0 mld PLN. W ramach podwyższenia kapitału oprócz energetyki mają być zaangażowane kontrolowane przez Skarb Państwa spółki finansowe, tak więc kwota ta będzie rozłożona na kilka podmiotów. Przy bieżących cenach surowców oraz braku politycznego wsparcia dla wyłączania nierentownych kopalni rynek potraktuje kwotę zaangażowania PGE (zakup mniejszościowego pakietu PGG) w całości jako ubytek wartości koncernu (około 70-80 groszy na akcję w zależności od skali finansowania). Inwestorzy mogą też wyceniać konieczność kolejnego ratunkowego podwyższenia kapitału PGG w przyszłości.

Potencjał dywidendowy

Na koniec września 2015 spółka miała jeszcze prawie 0,4 mld PLN gotówki netto, ale po uwzględnieniu zapłaconej w październiku dywidendy i wyższych nakładów inwestycyjnych w 4Q, zadłużenie netto powinno wynieść na koniec grudnia około 1,2 mld PLN. Capex w kolejnych latach będzie głównie zdeterminowany przez rozpoczęte już projekty w Opolu i Turowie i nie powinien być istotnie wyższy niż wykonanie roku 2015 (w ubiegłym roku oddano farmy wiatrowe na 178 MW). Jednocześnie oczekujemy co prawda pogorszenia wyników Grupy, ale naszym zdaniem PGE utrzyma bardzo wysoki potencjał dywidendowy. W scenariuszu bazowym zakładamy wypłatę 40% skorygowanego oczyszczonego zysku netto. W takim wypadku wskaźnik długu netto/EBITDA nie powinien przekroczyć 1,5x w perspektywie roku 2018.

Tauron
Kupuj

Analitik: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 2,71 PLN

Cena docelowa: 3,78 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	19 131,1	18 440,8	-3,6%	19 591,0	6,2%	19 099,2	-2,5%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	3 661,5	3 627,1	-0,9%	3 619,5	-0,2%	3 336,6	-7,8%	MC (cena bieżąca)	4 749,4
marża EBITDA	19,1%	19,7%		18,5%		17,5%		EV (cena bieżąca)	12 625,7
EBIT	1 934,1	1 830,1	-5,4%	1 869,8	2,2%	1 544,3	-17,4%	Free float	54,5%
Zysk netto	1 308,3	1 180,9	-9,7%	1 267,6	7,3%	924,9	-27,0%		
P/E	3,6	4,0		3,7		5,1		Zmiana ceny: 1m	-5,9%
P/CE	1,6	1,6		1,6		1,7		Zmiana ceny: 6m	-28,5%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,2		Zmiana ceny: 12m	-46,3%
EV/EBITDA	2,8	3,1		3,5		4,4		Min (52 tyg.)	2,4
Dywid (%)	7,4	7,0		5,5		5,3		Max (52 tyg.)	5,1

Kurs Tauronu spadł w ubiegłym roku o 40%, co wynikało z osłabienia sentymentu do całego sektora (negatywny wpływ polityki) oraz obaw dotyczących kowenantów kredytowych. Zakup kopalni w Brzeszczach, choć oczywiście niszczy wartość akcjonariuszy, to nie w skali w jakiej zdyskontował to rynek, a jednocześnie ogranicza ryzyko zaangażowania w dużo bardziej toksyczne projekty przejęcia KW czy KHW (problematyczna restrukturyzacja, konieczność budowy nowych elektrowni węglowych). Jeśli chodzi o ryzyko kredytowe to znakomitym argumentem jest tutaj ostatnia emisja 6,3 mld obligacji. Kurs Tauronu tymczasem praktycznie na nią nie zareagował, podobnie zresztą jak na wycofanie przez URE propozycji obniżenia WACC w dystrybucji. Tąpnięcie kursu wywołała natomiast decyzja WZA o braku emisji aportowej od MSP na 370 mln PLN, co naszym zdaniem jest niezrozumiałe, gdyż spółka nie potrzebuje obecnie zastrzyku kapitału. Podtrzymujemy rekomendację kupuj nieznacznie korygując cenę docelową do 3,78 PLN (aktualizacja wyceny porównawczej).

Największy beneficjent ORM i wyższych cen spotowych w 2016

Ostatnie tendencje na TGE (wysokie aktualne ceny na rynku spot i mocne odbicie kontraktów pod koniec ubiegłego roku) wskazują, że wstrzymanie kontraktacji zasygnalizowane przez Tauron w połowie ubiegłego roku (dość nerwowo przyjęte przez rynek) przyniesie spółce znaczne profity zarówno w postaci przychodów z ORM jak i wysokiej premii szczytowej (w efekcie spadek realizowanej ceny sprzedaży w ujęciu r/r powinien być marginalny). Rynek w ogóle nie uwzględnia w prognozach dla segmentu wytwórczego zmiany polityki PSE w zakresie wspierania mocy szczytowych, co prowadzi do nieracjonalnego założenia trwałej straty EBITDA w długim terminie. Tymczasem naszym zdaniem w najbliższym czasie pojawi się dyskusja na temat przyszłości niektórych elektrowni Tauronu (wiek, konkluzje BAT), a wraz z nią albo dodatkowe przychody z rezerwy zimnej, albo decyzja o zamknięciu (brak straty). Dobrą informacją dla akcjonariuszy jest również opóźnienie w projekcie EC Stalowa Wola (oddanie dopiero pod koniec 2017 roku), gdyż oznacza że spółka do tego czasu nie będzie musiała księgować straty na umowie odbioru energii z tego bloku, a partnerzy dostali więcej czasu na negocjacje w sprawie formuły współpracy (kontrakt gazowy). Rynek nie docenia naszym zdaniem również podjętych inicjatyw poprawy rentowności w segmencie wydobywczym, których efekty były już widoczne w 3Q i powinny procentować również w kolejnych okresach.

Konsensus przeszacowuje zadłużenie

Konsensus długu netto na koniec zeszłego roku wynosi ponad 8,4 mld PLN, co plasuje się prawie 0,6 mld PLN powyżej naszej prognozy i 1,3 mld PLN powyżej poziomu z końca 3Q'15. Tak duża rozbieżność na kwartał przed końcem roku wskazuje na wyraźne przeszacowywanie przez rynek skali zadłużenia spółki, co ma swoje implikacje również w prognozach bilansu na lata kolejne. Prowadzi to naszym zdaniem do błędnej oceny ryzyka kredytowego spółki przez rynek akcji. Potwierdzeniem tej tezy jest także uplasowana w ostatnich tygodniach na korzystnych warunkach emisja obligacji na 6,3 mld PLN (tylko nieznaczny wzrost marży w stosunku do dotychczasowych transz), która zabezpiecza środki na inwestycje na najbliższe 1,5-2,0 lata i refinansowanie zadłużenia zapadającego w tym roku. Naszym zdaniem spółka jest w stanie w najbliższych 2 latach utrzymać wypłaty dywidendy, aczkolwiek stopa wypłaty nie będzie naszym zdaniem zbyt atrakcyjna na tle innych spółek z sektora (średnia 4%).

Brzeszcze obniżają wycenę o 1,4 mld PLN?

Od deklaracji o przyspieszeniu akwizycji kopalni Brzeszcze kapitalizacja Tauronu spadła już o 1,4 mld PLN, mimo że w międzyczasie ceny energii wzrosły, a URE wycofał niekorzystną propozycję ws WACC. Spółka musi zainwestować w tej kopalni około 250 mln PLN i oddać 100 mln PLN pomocy publicznej (za kilka lat). Pomysł dla tego zakładu nie wydaje się trudny w realizacji, gdyż polega na podwojeniu wydobycia (powrót do wolumenu sprzed kilku lat przy wykorzystaniu wolnego sprzętu z własnych kopalni), co pozwoli wyjść docelowo na około 40 mln EBITDA (w 2016 roku oczekujemy jeszcze straty -65 mln PLN). Spółka w całości dodatkowo miał węglowy spali w swoich elektrowniach (długoterminowy kontrakt z KW skończył się w 2015 roku), tak więc nie wystawia się na ryzyko rynkowe, co już może być problemem dla potencjalnych inwestorów w KW czy KHW.

Aktualizacja strategii

Nowy Prezes zapowiedział weryfikację planów inwestycyjnych spółki ze szczególnym uwzględnieniem projektu w Łagiszy. Zamrożenie lub rezygnacja z tego projektu jest naszym zdaniem całkiem realna biorąc pod uwagę pro-węglowe nastawienie obecnego rządu. Obniżenie przyszłych nakładów inwestycyjnych o 1,5 mld PLN na pewno zmniejszyłoby obawy inwestorów o poziom kowenantów kredytowych w perspektywie kolejnych lat. Pozytywnie powinny zostać również przyjęte kolejne inicjatywy obniżające bazę kosztową. Oczekujemy, że założenia nowej strategii powinny być opublikowane na przełomie pierwszego i drugiego kwartału.

Telekomunikacja

Netia		Akumuluj						
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		5,56 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		6,30 PLN		2016-02-02		
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	1 876,0	1 674,0	-10,8%	1 573,8	-6,0%	1 546,8	-1,7%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	532,8	738,7	38,7%	463,5	-37,3%	456,9	-1,4%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	28,4%	44,1%		29,5%		29,5%		EV (cena bieżąca)
EBIT	92,8	157,4	69,7%	52,7	-66,5%	55,4	5,1%	Free float
Zysk netto	46,3	174,8	277,7%	9,3	-94,7%	-22,7		
P/E	41,8	11,1		207,4				Zmiana ceny: 1m
P/CE	4,0	2,6		4,6		5,1		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,9	0,9		0,9		1,0		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	4,2	2,9		4,8		4,8		Min (52 tyg.)
Dywid (%)	0,0	7,6		10,8		7,9		Max (52 tyg.)

Wyniki finansowe Netii wygenerowane na działalności organicznej ulegają stopniowej deterioracji: obroty z bezpośrednich usług głosowych spadną w 2015 r. o blisko 20% w wyniku istotnego spadku ARPU na własnej infrastrukturze przy jednoczesnych spadkach użytkowników na infrastrukturze wynajmowanej od Orange Polska. Grupa zmniejszyła nieco spadki wyników finansowych dzięki restrukturyzacji kosztowej. W czerwcu Netia zaskoczyła rynek dużą dywidendą (DivYield wyniósł 9,3%), co wzmocniło sentyment do jej akcji. W lipcu 2015 r. Netia przejęła TK Telekom, co przełoży się na stabilizację linii EBITDA w 2016 r. i mniejsze spadki w 2017 r. dzięki zapowiadanym synergiom kosztowym (głównie na kosztach ogólnego zarządu). Po aktualizacji naszego modelu finansowego, podnosimy prognozę zysku EBITDA'16 z 397 mln PLN do 446 mln PLN. Netia przy obecnej cenie rynkowej generuje FCF Yield 2016 na poziomie 8,6%, co implikuje relatywnie duży potencjał dywidendowy (na 2016 szacujemy 0,44 PLN dywidendy na akcję, co implikuje DYield=7,9%). Zwracamy także uwagę, że Netia jest ciekawym podmiotem w kontekście konsolidacji rynku telekomunikacyjnego w Polsce, na którym działają dwaj gracze tylko mobilnie (P4 i Polkomtel), a oferta usług konwergentnych staje się jedynym sposobem na utrzymanie obrotów na relatywnie stabilnym poziomie. Podwyższamy nasze zalecenie inwestycyjne do akumuluj i cenę docelową do 6,30 PLN.

Przejęcie TK Telekom

W połowie 2015 r. Netia przejęła spółkę TK Telekom od Grupy PKP. Za spółkę TK Telekom Netia zapłaciła 221 mln PLN. Transakcja sfinansowana została z dostępnych linii kredytowych. Przejęcie odbyło się na wskaźniku EV/EBITDA=5,2x (wskaźnik podany w komunikacie prasowym Netii), tj. na nieco wyższym niż dla Netii, bez uwzględniania synergii kosztowych. Spółka nie dostarczyła informacji o poziomie potencjalnych synergii, ani informacji finansowych odnośnie TK Telekom za 2014 r. Podstawowe źródło synergii to naszym zdaniem zmniejszenie kosztów wynagrodzeń: w Netii pracuje 1,6 tys. osób na 1,6 mld PLN przychodów, zaś w TK Telekom na blisko 200 mln PLN przychodów przypada ok. 400 osób. Zwracamy uwagę, że będzie to obciążone dodatkowymi odszkodowaniami oraz odprawami. Kolejnych oszczędności spodziewamy się na

kosztach ogólnego zarządu poza wynagrodzeniami (jak IT, czy utrzymanie biur) oraz na kosztach wynajmu i utrzymania sieci. Jeśli założymy ok. 40 mln PLN synergii to transakcja jest przeprowadzona na wskaźniku EV/EBITDA po synergiiach <4,1x, co jest poziomem atrakcyjnym. Po stronie przychodowej przejęcie TK Telekom to dla Netii (1) dostęp do ważnego i rozwijającego się klienta, czyli grupy PKP, która odpowiada za ok. 40% przychodów Grupy (zakładamy, że spółka zapewniła sobie długoterminową umowę), (2) przyrost sieci o 7,4 tys. km sieci światłowodowej, co dobrze wpisuje się w strategię Netii jako operatora infrastrukturalnego i ważnego dostawcy usług telekomunikacyjnych B2B (Netia w komunikacie prasowym wskazuje, że skala działalności w segmencie klientów biznesowych wzrosła o ponad 28%). Dodatkowo, Netia razem z TK Telekom będzie jednym z najważniejszych dostawców usług dzierżawy łącz dla operatorów sieci mobilnych (zwłaszcza dla Cyfrowego Polsatu i Play), co powinno wpłynąć na złagodzenie negatywnych trendów cenowych na tym subryнку.

UKE chce zdjąć kolejne obowiązki regulacyjne

Urząd Komunikacji Elektronicznej planuje zdjęcie kolejnych obowiązków z Orange Polska, tj. udostępniania sieci w modelu Local Loop Unbundling (LLU) w około 20 gminach w kraju. Projekt ma trafić do konsultacji w poł. lutego. Deregulacja to negatywna wiadomość dla Netii, która ma podłączonych ponad 140 tys. klientów na LLU. Sądymy że dalsze spadki klientów na liniach dzierżawionych w Netii są nieuniknione. Estymujemy, że w 2016 r. liczba podłączonych abonentów na WLR spadnie w „starej Netii” o 67 tys., a na LLU o 10 tys., tj. o 14% i 11%.

Silny bilans i potencjał dywidendowy

Pomimo przejęcia TK Telekom Netia prezentuje dobrą sytuację bilansową. Na koniec 2015 r. zadłużenie netto/EBITDA powinno być na poziomie 0,6x. W 2016 r. Netia powinna wygenerować blisko 394 mln CF z dział. operacyjnej, co po pomniejszeniu o blisko 230 mln PLN CAPEXU przełoży się na FCF równy 167 mln PLN (co implikuje 8,6% FCF Yield). Szacujemy, że spółka wypłaci 0,44 PLN dywidendy na akcję, co implikuje DYield'16 = 7,9%). Przy utrzymaniu dywidendy na stabilnym poziomie R/R, dług netto/EBITDA przekroczy poziom 1,0x w 2020 r. Sądymy więc, że w nadchodzących latach Netia będzie wypłacać istotną dywidendę swoim akcjonariuszom.

Orange Polska

Kupuj

Analityk: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		6,43 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		8,30 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	12 923,0	12 212,0	-5,5%	11 797,3	-3,4%	11 484,5	-2,7%	Liczba akcji (mln)		1 312,0	
EBITDA	3 895,0	4 059,0	4,2%	3 493,0	-13,9%	3 376,4	-3,3%	MC (cena bieżąca)		8 436,2	
marża EBITDA	30,1%	33,2%		29,6%		29,4%		EV (cena bieżąca)		12 434,6	
EBIT	788,0	986,0	25,1%	584,2	-40,8%	664,6	13,8%	Free float		49,3%	
Zysk netto	294,0	535,0	82,0%	246,5	-53,9%	248,6	0,8%				
P/E	28,7	15,8		34,2		33,9		Zmiana ceny: 1m		-2,0%	
P/CE	2,5	2,3		2,7		2,8		Zmiana ceny: 6m		-20,9%	
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m		-27,3%	
EV/EBITDA	3,3	3,1		3,6		4,4		Min (52 tyg.)		6,0	
Dyld (%)	7,8	7,8		7,8		3,9		Max (52 tyg.)		10,5	

Zmiany wprowadzone przez Ministerstwo Administracji i Cyfryzacji, zamieniające efektywnie aukcję w przetarg pomimo licznych protestów jej uczestników, doprowadziły do rozdysponowania częstotliwości za 9,2 mld PLN. Orange Polska jako zwycięzca dwóch z pięciu bloków poniesie łączny CAPEX na pasma równy 3,2 mld PLN (vs. zakładane wcześniej 1,5 mld PLN), co doprowadziło do ścięcia dywidendy o 50% w październiku 2015 r. Obecnie Orange Polska jest notowane na wskaźniku EV/EBITDA'16 na poziomie 4,4x, z 30% dyskontem do grupy porównawczej i z 31% dyskontem do implikowanej wyceny Polkomtela. Ten poziom uznajemy za atrakcyjny biorąc pod uwagę (1) długoterminowy FCF yield na podobnym poziomie ok. 13,2% vs. 12,4% Cyfrowy Polsat i 6,6% telekomu europejskie, ale (2) relatywnie niskie zadłużenie telekomu (po kosztownej aukcji) na poziomie 1,9x vs. 2,1x telekomu europejskie i (3) najszerzy wachlarz usług telekomunikacyjnych dla B2B i B2C, którym Orange będzie się cieszyć w ciągu kilku miesięcy, po zbudowaniu pokrycia Polski siecią LTE800. Zwracamy także uwagę na przewagę konkurencyjną pod względem zasięgu sieci, jaka powstanie gdy Orange Polska w 3Q'16 zakończy pokrycie Polski siecią LTE800 (zależy to od tempa inwestycji Cyfrowego Polsatu w budowę sieci na 1800 MHz). Ponadto, rynek nie uwzględnia w wycenie Orange Polska szybkiej infrastruktury FTTx, dzięki której telekom będzie mógł odbierać rynek operatorom kablowym. Podtrzymujemy pozytywne podejście do Grupy. Obniżamy naszą cenę docelową do 8,30 PLN, w wyniku korekty prognoz wyników finansowych oraz spadku poziomów wycen dla spółek porównywalnych.

Obniżenie dywidendy, ale potencjał nadal ponadprzeciętny

Orange Polska zdecydowało w październiku 2015 r. o obniżeniu poziomu dywidendy o 50% w związku z wysokimi nakładami na częstotliwości 800 MHz. Spółka powinna jednak w kolejnych latach nawet przy spadku EBITDA w 2016 r. R/R obniżyć poziom zadłużenia, tj. do 1,7x w 2018 r., co może przynieść podniesienie dywidendy (decyzja będzie zależeć od nowo przyjętego celu dot. zadłużenia netto/EBITDA, który spółka ma ogłosić w lutym 2016 r.). Z kolei Cyfrowy Polsat informował przy przejściu Polkomtela, że zamierza obniżyć poziom długu netto/EBITDA do <2,5x do 2016 r. i zweryfikować politykę dywidendową. Estymujemy ten wskaźnik na poziomie 2,7x na koniec 2016 roku. Naszym zdaniem spółka zdecyduje o niewypłaceniu dywidendy za 2016 r.

Inwestycje w FTTx...

W 2010 r. Orange Polska kontrolowało 35% rynku broadbandu stacjonarnego, a na zasadzie BSA i LLU w oparciu o infrastrukturę Orange Polska korzystało kolejne 8% klientów. W 2014 r. Orange Polska miało udział 31%, a 6% rynku stanowili korzystający na BSA i LLU. Dzisiaj grupa klientów korzystających z łącza >30 Mbps jest zdominowana przez czterech głównych operatorów kablowych: kontrolują oni 80% subryнку vs. 7% Orange Polska. Przy takich zmianach na rynku inwestycje w sieć są koniecznością. Spodziewamy się, że w pierwszej kolejności Orange zainwestuje na terenach zderegulowanych. Spółka podała informację, że znajduje się tam 3,9 mln gospodarstw domowych (29% wszystkich). Cel na koniec 2015 r. 650 tys. uzbrojonych w łącze światłowodowe gospodarstw domowych został osiągnięty. Na 2016 r. Grupa planuje zbliżyć zasięg sieci do 1 miliona. Zwracamy uwagę, że według statystyk UKE na terenie zderegulowanym występuje 24% populacji kraju oraz ok. 3,0 mln abonentów usług szerokopasmowych (37% całego rynku). W międzyczasie Orange Polska pracuje nad wdrożeniem technologii G.Fast. Przeprowadzono już testy polegające na uruchomieniu w tej technologii wszystkich usług z pakietu FTTH, tj. usług telewizyjnych (HDTV), głosowych (VoIP) oraz Internetu w profilu 300/30 Mb/s. Z szybkimi łączami stacjonarnymi, Orange powiększy bazę abonentów, wykorzysta istotny potencjał do dosprzedaży produktów i w ten sposób ustabilizuje wynik EBITDA od 2017 r.

... i rozwój sieci mobilnych na 800 MHz

Orange Polska wygrało dwa bloki z zakresu 800 MHz za łączną kwotę 3,05 mld PLN oraz trzy bloki z zakresu 2,6 GHz, co łącznie implikuje CAPEX równy 3,15 mld PLN. W styczniu NetNet wycofał wniosek o rezerwację bloku częstotliwości na 800 MHz, co oznacza że blok wygrany przez NetNet będzie prawdopodobnie objęty przez T-Mobile. Przy założeniu, że pokrycie kraju LTE na 800 MHz zajmie 6-9 miesięcy, Orange Polska już od 4Q'16 będzie mieć szersze pokrycie powierzchni Polski siecią internetową niż Cyfrowy Polsat i tym samym pewną przewagę konkurencyjną.

Media

Agora		Kupuj									
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		11,45 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		14,10 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 073,9	1 102,4	2,7%	1 177,4	6,8%	1 185,5	0,7%	Liczba akcji (mln)	50,9		
EBITDA	103,5	77,7	-24,9%	121,8	56,8%	119,0	-2,3%	MC (cena bieżąca)	583,2		
marża EBITDA	9,6%	7,0%		10,3%		10,0%		EV (cena bieżąca)	621,8		
EBIT	7,4	-18,3		21,5		25,5	18,7%	Free float	62,0%		
Zysk netto	0,5	-12,6		14,3		14,8	3,5%				
P/E	1 267,9			40,9		39,5		Zmiana ceny: 1m	-9,1%		
P/CE	6,0	7,0		5,1		5,4		Zmiana ceny: 6m	-0,9%		
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	24,7%		
EV/EBITDA	5,8	7,7		5,1		5,5		Min (52 tyg.)	9,0		
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		4,4		Max (52 tyg.)	13,9		

Agora przeszła w ciągu ostatnich dwóch lat kluczową transformację: w 2013 r. segment Prasa generował blisko 40% wyniku EBITDA, a w 2015 r. zakładamy, że segment będzie generować 16% wyniku. Diametralna zmiana składowych wyniku EBITDA przekłada się na zmianę profilu inwestycyjnego na mniej ryzykowny. Stąd wskaźnik $EV/EBITDA'16=5,5x$ jest naszym zdaniem zbyt niski. Dodatkowo, zwracamy uwagę na pozytywne zmiany, które zachodzą w Grupie: (1) stabilizacja przychodów w segmencie Prasa, (2) odbicie na rynku outdooru i poprawa rentowności w segmencie reklamy zewnętrznej oraz (3) oszczędności w zakresie kosztów back-office. Ponadto sądzimy, że Agora wygeneruje rekordową dynamikę EBITDA w 4Q'15 (zakładamy +63% R/R) ze względu na (1) wysoką sprzedaż biletów do kin dzięki superprodukcjom *Spectre*, *Gwiezdne Wojny: Przebudzenie Mocy*, *Igrzyska Śmierci: Kosogłos cz. 2* oraz drugiej części polskiego superhиту *Listy do M.*, (2) dalsze ożywienie na rynku reklamowym oraz (3) brak odpisów (przed rokiem Agora przeszacowała wartości dwóch magazynów). W tym kontekście podtrzymujemy nasze zalecenie inwestycyjne kupuj, przy obniżeniu ceny docelowej do 14,10 PLN. Obniżenie ceny docelowej wynika głównie ze względu na spadek dla spółek porównywalnych od momentu wydania naszej listopadowej rekomendacji.

Zmiana profilu Agory

W ciągu ostatnich dwóch lat Agora zmieniła diametralnie profil aktywności, czego główną przyczyną były rekordowe wyniki segmentu Film i Książka przy spadkach w segmencie Prasa w związku z topniejącym rozpowszechnianiem płatnym Gazety Wyborczej. W 2013 r. segment Prasa generował blisko 40% wyniku EBITDA, a w 2015 r. zakładamy że segment będzie generować 16%. Utrata pozycji Prasy to jednocześnie miejsce dla trzech segmentów dla których widzimy największe perspektywy, tj. Internet, Film i Książka oraz Reklama Zewnętrzna (tworzą 67% w 4Q'15 LTM vs. 46% dwa lata wcześniej). Do zmian podchodzimy pozytywnie: Agora prezentuje diametralnie inny profil inwestycyjny. Dwa lata temu ponad 40% wyniku spółki było uwarunkowane na bolesną deteriorację prasy pisaną (i co za tym idzie straty na wysokomarżowej reklamie prasowej). Dzisiaj Agora jest zdywersyfikowanym biznesem, gdzie EBITDA w blisko 70% jest generowana przez segmenty zwiększające dynamicznie wyniki i wysoko wycenione na giełdach sektory, a w segmencie Prasa pojawiły się długo oczekiwane oznaki stabilizacji.

Miejsce na MUX 8 w rękach Agory

Agora wygrała miejsce na MUX 8 na program o charakterze uniwersalnym, promujący aktywny rozwój człowieka, zawierający audycje poświęcone zdrowemu stylowi życia, rozwojowi zawodowemu i społecznemu człowieka, a także popularyzującego aktywność fizyczną. Jesteśmy sceptycznie nastawieni do inwestycji w kanały telewizyjne ze względu na dużą konkurencję na subryнку kanałów tematycznych TV i wątpliwe sukcesy Stopklatki. Zbudowanie 1,5% oglądalności, gdzie szacujemy breakeven kanału, będzie wyzwaniem bez dużych inwestycji w kontent i szerokiej akcji marketingowej (Agora zapowiedziała na chwilę obecną inwestycje na poziomie 30 mln PLN; w pierwszej fazie miałyby wynieść 10 mln PLN). Jednak zwracamy uwagę, że do tego samego konkursu zgłosiły się także Telewizja Polsat, Discovery Polska, Scripps Networks Polska (właściciel TVN). Miejsce wygrane przez Agorę świetnie pasuje zwłaszcza do nowego właściciela TVN, który specjalizuje się w kontencie lifestyleowym. Agora ma więc szeroki wachlarz wyboru ewentualnych kooperantów (w mniej prawdopodobnym przypadku może także zdecydować się na sprzedaż miejsca na MUX 8).

Kluczowe zmiany w segmencie Prasa

Jednym z głównym ryzyk w przypadku Agory były do tej pory pogarszające się wyniki segmentu Prasa, co wynikało ze spadków rozpowszechniania oraz deterioracją przychodów reklamowych. Wyniki za 3Q'15 przekonały nas, że Agorze udało się ustabilizować w średnim terminie wyniki segmentu, dzięki podwyższaniu cen Gazety Wyborczej. Jesteśmy pozytywnie zaskoczeni wzrostem ilości reklamy na sztuce sprzedanej Wyborczej. Reklama prasowa jest jednym z najbardziej rentownych produktów Agory i do niedawna spadała w tempie 11% R/R na kwartał (w okresie 1Q'12-4Q'14). Od 2Q'15 ilość reklamy per egzemplarz Wyborczej rośnie w 4% tempie.

Dobre wyniki segmentu Outdoor i poprawa wyników Grupy

Rentowny projekt Premium Citylight w Warszawie oraz korzyści skali w zakresie kosztów utrzymania systemu przekładają się na wyraźną poprawę wyniku segmentu Reklama Zewnętrzna (wzrost EBITDA za 9M'15 R/R o 63%). W 2016 r. zakładamy dalszą poprawę wyników, co implikuje 18% wzrost wyniku EBITDA w całej Grupie (z wyłączeniem segmentu Film i Książka, który w 2016 r. będzie mieć niższe wyniki R/R ze względu na skumulowanie dużych produkcji filmowych w 2015 r.).

Cyfrowy Polsat
Trzymaj

Analityk: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		21,99 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		22,10 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	2 910,8	7 409,9	154,6%	9 755,4	31,7%	9 870,5	1,2%	Liczba akcji (mln)		639,5	
EBITDA	1 046,3	2 738,1	161,7%	3 639,3	32,9%	3 525,5	-3,1%	MC (cena bieżąca)		14 063,5	
marża EBITDA	35,9%	37,0%		37,3%		35,7%		EV (cena bieżąca)		25 020,3	
EBIT	789,9	1 442,3	82,6%	1 972,9	36,8%	1 936,7	-1,8%	Free float		33,5%	
Zysk netto	525,5	292,4	-44,4%	1 187,9	306,3%	1 223,1	3,0%				
P/E	14,6	48,1		11,8		11,5		Zmiana ceny: 1m		5,3%	
P/CE	9,8	8,9		4,9		5,0		Zmiana ceny: 6m		-4,8%	
P/BV	2,6	4,5		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m		-8,6%	
EV/EBITDA	8,8	5,7		6,9		6,7		Min (52 tyg.)		20,3	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		26,1	

Po spadku notowań Cyfrowego Polsatu od momentu wydania naszej listopadowej rekomendacji podwyższamy zalecenie inwestycyjne do trzymaj z ceną docelową na poziomie 22,10 PLN. Nie widzimy potencjału do wzrostu spółki w 2016 r. Cyfrowy Polsat jest notowany na EV/EBITDA'16=6,7x, tj. z 49% premią do Orange Polska, co naszym zdaniem jest nieuzasadnione patrząc na (1) podobny długoterminowy FCF Yield na poziomie ok. 12,4% vs. 13,2% Orange Polska, ale (2) dużo wyższe zadłużenie (dług netto/EBITDA na koniec 2016 = 2,7x vs. 1,9x w przypadku Orange Polska); (3) brak dywidendy i wysokie prawdopodobieństwo negatywnego zaskoczenia terminem wypłaty pierwszej dywidendy, która spodziewana jest w 2017 r.; (4) brak nogi stacjonarnej, co naszym zdaniem będzie przyczyną spadku rentowności sprzedaży usług B2B i odpływu klientów w dużych miastach. Cyfrowy Polsat zaraportował lekki wzrost EBITDA R/R w 3Q'15, poprawy spodziewamy się także w 4Q'15, jednak dynamika powinna wyhamować w 2016 r.: spodziewamy się spadku wyniku EBITDA o ponad 3% R/R. Zwracamy także uwagę, że w nadchodzących miesiącach Cyfrowemu Polsatowi przybędzie konkurencji na rynku internetu mobilnego na terenach niskozurbanizowanych, co może osłabić dynamiki parametrów operacyjnych i stanowi ryzyko dla prognozy wyników w kolejnych latach. Ponadto, połączenie nC+ z jednym z krajowych telekomów stanowiłoby dla Cyfrowego Polsatu relatywnie duże zagrożenie.

Rozbudowa sieci

Pod koniec 2015 r. zarząd Polkomtela poinformował, że potencjalna współpraca z podmiotami, które wylicytowały częstotliwości 800 MHz w aukcji na rezerwację częstotliwości z zakresu 800 MHz, byłaby nieopłacalna i nieracjonalna dla Grupy. Polkomtel zamierza rozbudować sieć 1800 MHz, a w kolejnym kroku refarming częstotliwości 900 MHz. Oba wyjścia mają swoje wady: (1) wykorzystanie 900 MHz wiązałoby się z wyłączeniem usług głosowych 2G, na co będzie za wcześnie w 2019 r.; (2) rozbudowa LTE na 1800 MHz postawi Grupę w mniej konkurencyjnej pozycji vs. inni operatorzy.

Co dalej ze Sferią?

Pomimo że Cyfrowy Polsat zapowiedział, że współpraca ze zwycięzcami kosztowej aukcji LTE byłaby nieopłacalna, ryzyko poniesienia kosztów przedłużenia częstotliwości Sferii nie zostało zmytygowane. Po potencjalnym przejściu Midasa, Cyfrowy będzie kontrolować Sferię (Aero 2, spółka z grupy Midas przejęła pakiet większościowy w Sferii w grudniu) i dopiero pod koniec 2017 r. zadecyduje o potencjalnym przedłużeniu częstotliwości.

Oslabienie się pozycji konkurencyjnej przez brak nogi stacjonarnej

Brak nogi stacjonarnej w przypadku Cyfrowego Polsatu rodzi ryzyko pogorszenia się rentowności sprzedaży usług B2B ze względu na konkurencję ze strony Orange Polska, T-Mobile oraz Netii startującej do przetargów z P4 lub T-Mobile. W części B2C w dużych miastach konkurentem będzie Orange Polska, która będzie oferować najszerzy na rynku wachlarz usług mobilnych i stacjonarnych (częściowo na superszybkim FTTx).

Dywidenda jeszcze nie w 2017 r.

Cyfrowy Polsat informował przy przejęciu Polkomtela, że zamierza obniżyć poziom długu netto/EBITDA do <2,5x do 2016 r. i zweryfikować politykę dywidendową. Na koniec 2016 roku estymujemy ten wskaźnik na poziomie 2,7x. Może on być dodatkowo pogorszony przejęciem Midasa, którego EV wynosi obecnie 1,5 mld PLN (tj. > 0,4 x EBITDA'15 Cyfrowego Polsatu).

Premia vs. Orange Polska

Orange Polska i Cyfrowy Polsat różnią się kompozycją przychodów: 43% obrotów Orange Polska generuje segment stacjonarny, oparty w znacznej części na przestarzałej technologii miedzianej, co było przyczyną dyskonta w wycenie. Z kolei w Cyfrowym Polsacie 33% przychodów generuje „stary Cyfrowy Polsat”, tj. część telewizyjna i dostawca telewizji satelitarnej. Zgadza się, że różnica w dekompozycji przychodów jest podstawą przykładania do Cyfrowego Polsatu premii względem Orange Polska, jednak uważamy, że wielkość premii na EV/EBITDA'16, tj. 49% (w przypadku OPL PW włączamy efekty aukcji do długu netto) jest zbyt duża patrząc na: (1) skalę wzrostu EBITDA, (2) wielkość FCF Yield i DYield oraz (3) wielkość zadłużenia. Przykładamy do podanych wskaźników najwyższą wagę, gdyż bezpośrednio rzutują one na wielkość zwrotu dla akcjonariuszy. Wzrosty zarówno w przypadku Cyfrowego Polsatu, jak i Orange Polska są ograniczone w kolejnych latach, pomimo wejścia na rynek technologii LTE, co może być naszym zdaniem uzasadnieniem dyskonta do telekomów europejskich. Jednak porównując wzrosty Cyfrowego Polsatu i Orange Polska dochodzimy do wniosku, że spółki powinny wykazywać stagnację od 2017 r., co wynika z dużej konkurencji na polskim rynku telekomunikacyjnym, który jest jednym z najbardziej konkurencyjnych rynków na świecie. Cyfrowy Polsat nie wykazuje ponadprzeciętnego wzrostu: dosprzedaż usług odbywa się głównie w ramach własnej bazy kosztem mocno obniżonych cen usług, istotne wzrosty widzimy tylko w ramach nadawania i produkcji telewizyjnej, jednak część ta generuje zaledwie 10% całego obrotu.

Wirtualna Polska

Kupuj

Analitik: Paweł Szpigel	Cena bieżąca:		38,45 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2016-01-28
	Cena docelowa:		50,00 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	38,3	248,3	547,9%	315,0	26,9%	420,9	33,6%	Liczba akcji (mln)	29,8
EBITDA	4,8	51,0	953,8%	95,5	87,1%	129,8	36,0%	MC (cena bieżąca)	1 144,9
marża EBITDA	12,6%	20,5%		30,3%		30,8%		EV (cena bieżąca)	1 346,6
EBIT	1,6	22,7	1299,0%	65,9	190,6%	93,2	41,3%	Free float	33,6%
Zysk netto	1,6	-0,3		12,1		82,0	580,4%		
P/E	179,7			95,0		14,0		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	60,1	40,8		27,5		9,6		Zmiana ceny: 6m	2,3%
P/BV	3,4	2,0		3,0		2,5		Zmiana ceny: 12m	20,2%
EV/EBITDA	59,4	25,5		14,1		9,8		Min (52 tyg.)	32,0
Dyld (%)	0,0	1,2		0,0		5,7		Max (52 tyg.)	41,2

Wirtualna Polska w ciągu 9M'15 zanotowała wzrost skorygowanego zysku EBITDA o ponad 26% R/R, utrzymała dobrą pozycję wśród portali horyzontalnych oraz przeprowadziła, zgodnie z zapowiedziami z IPO, cztery akwizycje spółek internetowych. Rok 2016 r. zapowiada się dobrze dzięki ożywieniu na rynku reklamy internetowej (+7-18% R/R wg domów mediowych). Wzrost rynku będzie stymulowany przez zmiany proponowane przez Rząd. Nadanie misyjnego charakteru publicznym stacjom TV przy ograniczeniu czasu reklamowego przyniesie popyt na reklamę w innych mediach, a dodatkowo wzrost ceny reklamy telewizyjnej powinien zachęcić do zwiększenia alokacji budżetów na rynku online. Spodziewamy się, że WPH wygeneruje organicznie 123 mln PLN zysku EBITDA (+16% R/R). Dodatkowo, dzięki grudniowemu przejściu Enovatis, właściciela portali wakacje.pl i easygo.pl, WPH skonsoliduje dodatkowo ponad 9 mln PLN, co implikuje wielkość EBITDA na poziomie 132 mln PLN i wskaźnik EV/EBITDA'16 na poziomie 9,8x, blisko 24% poniżej średniej niż dla spółek porównywalnych. Podtrzymujemy nasze zalecenie inwestycyjne kupuj z cena docelową 50,00 PLN.

Zapowiedzi z IPO zrealizowane

Wirtualna Polska w kwietniu 2015 r. pozyskała 100 mln PLN z emisji akcji, które zamierzała przeznaczyć na akwizycje spółek internetowych oraz spłatę kredytów. Cele IPO zostały w pełni zrealizowane: (1) Wirtualna Polska przeprowadziła refinansowanie i ograniczyła swój dług o 20 mln PLN, w trakcie roku przeprowadziła przejęcia na kwotę 120 mln PLN. Grupa zaskoczyła nas także wynikami: po IPO spodziewaliśmy się 101 mln PLN skorygowanego zysku EBITDA na 2015 r. i 112 mln PLN rok później. Nasza obecna prognoza to 106 mln PLN na 2015 r. i 123 mln PLN na 2016, co implikuje podwyższenie prognoz o odpowiednio 5 i 11%. Szacujemy, że przejęty w grudniu Enovatis będzie mieć istotny wpływ na skalę wyników WPH w kolejnych latach. Podmiot generuje blisko 9 mln PLN wyniku EBITDA i działa na rynku agencji turystycznych online, którego wzrost estymowany jest na 15-17%. Implikuje to wynik EBITDA w całym 2016 r. na poziomie 132 mln PLN.

Niskie zadłużenie i potencjał dywidendowy

Wirtualna Polska pomimo fali przejęć zanotuje wskaźnik długu netto/EBITDA skorygowanej na poziomie 1,6x na koniec 2015 r. Rok później wskaźnik ten spadnie do poziomu 0,8x. Grupa będzie naszym zdaniem przygotowana do płatności dywidendy w kolejnych latach. W naszym modelu finansowym zakładamy wypłatę 2,19 PLN na akcję w 2017 r., tj. 70% zysku netto grupy, co implikuje w latach 2017-18 DYield na poziomie odpowiednio 6,2% oraz 7,0%. Pomimo relatywnie dużego poziomu wypłaty dywidendy (utrzymujemy go w scenariuszu bazowym na poziomie 70% w kolejnych latach), grupa obniża zadłużenie netto do zera do 2020 r. Zwracamy także uwagę na ponadprzeciętne ROE grupy, tj. >11%.

Wzrost rynku reklamy online w formie

Według domu mediowego SMG rynek reklamy będzie rosł w tempie 3,7-3,9% R/R. Podobne prognozy zakłada Universal McCann (tj. +3,7% R/R) i ZenithOptimedia (tj. +3,2% R/R). Najszybciej rozwijającym się medium będzie Internet. Universal McCann szacuje przyszłoroczny wzrost wydatków na reklamę w sieci na 8,1%, SMG – na nawet ponad 10%, MediaCom – na 7%, a ZOG – na 10,6%. IAB ma trzy scenariusze wzrostu: od 6,9 do 18,7%. Ze względu na wypełnienie powierzchni reklamowej obserwowany będzie wzrost cen. Video i mobile będą najszybciej rosnącymi kanałami reklamy online. W 2016 r. odnotujemy wzrost popytu zwłaszcza na reklamę efektywnościową, która stanowi w przychodach WPH ok. 25%.

Zmiany w mediach korzystne dla polskiego online

W grudniu wprowadzono tzw. „małą ustawę medialną”, która m.in. nadaje Ministrowi Skarbu Państwa odpowiedzialność za powoływanie i odwoływanie zarządów oraz rad nadzorczych publicznych mediów. Dodatkowo znika zapis, że zmiana statutu spółek medialnych wymaga zgody KRRiT oraz znika zapis o kadencyjności zarządów i rad nadzorczych, a z dniem wejścia w życie ustawy wygasły mandaty dotychczasowych członków zarządów i rad nadzorczych "Telewizja Polska Spółka Akcyjna" i "Polskie Radio Spółka Akcyjna". Rząd zamierza wprowadzić kolejne zmiany w poł. 2016 r., które zwiększą charakter misyjny mediów. Pod uwagę brana jest także zmiana modelu finansowania mediów publicznych, która ograniczyłaby ich uzależnienie od reklamy. Proponowane zmiany są pozytywne dla nadawców komercyjnych TV, którzy odczuwają wzrost popytu na czas antenowy, co następnie doprowadzi do wzrostu cen (rynek jest zbilansowany przy wyprzedanym czasie w prime time na głównych kanałach komercyjnych). To z kolei stymulować będzie popyt na inne media, w tym na Internet. WPH będzie beneficjentem tych zmian.

Asseco Poland		Kupuj										
Analityk: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		56,50 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02		
		Cena docelowa:		65,90 PLN								
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	5 898,1	6 231,9	5,7%	7 061,7	13,3%	7 258,8	2,8%	Liczba akcji (mln)		83,0		
EBITDA	875,0	905,1	3,4%	1 033,1	14,1%	1 066,3	3,2%	MC (cena bieżąca)		4 689,5		
marża EBITDA	14,8%	14,5%		14,6%		14,7%		EV (cena bieżąca)		7 273,9		
EBIT	610,5	636,7	4,3%	750,0	17,8%	775,1	3,4%	Free float		68,0%		
Zysk netto	393,9	358,4	-9,0%	356,6	-0,5%	367,6	3,1%					
P/E	11,9	13,1		13,2		12,8		Zmiana ceny: 1m		-0,5%		
P/CE	7,1	7,5		7,3		7,1		Zmiana ceny: 6m		-2,0%		
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m		2,3%		
EV/EBITDA	7,8	8,0		7,0		6,7		Min (52 tyg.)		51,8		
Dyld (%)	4,3	4,6		5,1		5,3		Max (52 tyg.)		61,9		

Ze względu na gorsze perspektywy w segmencie Finansowe i Bankowość w związku z wprowadzonym przez Rząd podatkiem bankowym oraz przedłużające się rozdanie kontaktów z dofinansowaniem unijnym, korygujemy nasze prognozy wyników dla grupy Asseco (zysk netto 2016 = 368 mln PLN vs. 386 mln PLN nasza poprzednia prognoza z listopadowego raportu). Niemniej jednak, Grupa ma ponadprzeciętny potencjał dywidendowy (oferuje DYield = 5,3%), co biorąc pod uwagę niskie ryzyko inwestycyjne (Beta = 0,4x), dobrą sytuację bilansową i dywersyfikację zagraniczną, czyni ją atrakcyjną pod kątem inwestycyjnym. Ponadto, spółki córki z grupy Asseco notują rekordowe wyniki, a w przypadku Formuła Systems dodatkowo pomaga aprecjacja USD vs. PLN R/R. Podtrzymujemy nasze zalecenie inwestycyjne kupuj, z nową ceną docelową na poziomie 65,90 PLN.

Przejęcia nie zmniejszają potencjału dywidendowego

Aktywność Asseco Poland w zakresie działań M&A wzrosła w 2015 r., co przełożyło się na niepokój inwestorów odnośnie dywidendy. W 2015 r. Asseco dokonało przejęć dwóch spółek: Infovide Matrix za kwotę ok. 75 mln PLN oraz portugalskiej spółki Exictos za kwotę ok. 91 mln PLN. W 2015 r. Asseco Poland zbyło też dwa podmioty: niemiecką spółkę Matrix42 za sumę ponad 46,3 mln EUR (tj. 195 mln PLN zakładając EURPLN = 4,20, z czego 91 mln PLN zostanie opłacone w gotówce) oraz polską spółkę specjalizującą się w ubezpieczeniach – Insseco za 34 mln PLN. Do przejęć podchodzimy sceptycznie, choć pozytywny wpływ Exictosa na wyniki rynku zachodnioeuropejskiego jest widoczny w 3Q'15, a przejęty w Rosji R-Style pozytywnie zaskoczył umowami podpisanymi z wielkimi bankami. Niemniej jednak sądzimy, że grupa Asseco jest już bardzo rozległa, co sprawia trudności w jej prowadzeniu w skali międzynarodowej i uzyskiwaniu synergii pomiędzy poszczególnymi spółkami. Naszym zdaniem Asseco powinno nastawić się na upraszczanie Grupy i wykorzystywanie jej potencjału sprzedażowego w miejsce kolejnych przejęć. Niemniej jednak kwota wydana na przejęcia w 2015 r. będzie o ok. 40 mln PLN niższa w porównaniu z wysokością środków otrzymanych jeszcze w 2015 r. jako wynagrodzenie za zbycia, stąd naszym zdaniem przejęcia nie zmniejszają potencjału dywidendowego Asseco.

Stabilizacja w matce przekłada się na duży potencjał dywidendowy

Dywidenda w Asseco Poland wzrastała w ciągu ostatnich 5 lat w średniorocznym 15% tempie. Podstawą dywidendy jest spółka matka, która kontrybuuje do dywidendy ok. 60%, zatem wyniki spółki matki są kluczowe do utrzymania

potencjału dywidendowego. W 2015 r. część dywidendy płacono przez spółkę matkę (całkowita dywidenda – dywidendy otrzymane od spółek zależnych) w stosunku do zysku spółki matki oczyszczonego o dywidendy od spółek zależnych wyniosła 74%. Wskaźnik ten uległ wzrostowi ze względu na pogorszenie się zyskowności spółki matki. Sądzymy jednak, że Asseco Poland może w kolejnych latach wypłacać większą R/R dywidendę i utrzymywać poziom dywidendy płaconej przez spółkę matkę w relacji do zysku spółki matki oczyszczonego o dywidendy ze spółek zależnych na poziomie ok. 80% w okresie do 2020 r., nawet kiedy dywidendy rosłyby w tempie 4%. Zwracamy także uwagę, że w przypadku Asseco Poland istotną część akcjonariatu stanowią fundusze emerytalne stąd sądzimy, że będą one zainteresowane większą R/R dywidendą z Asseco.

Dobre wyniki za 3Q'15 i perspektywy wzrostu w 4Q'15...

Asseco zaraportowało dobre wyniki za 3Q'15. Spółka matka poprawiła rentowność brutto ze sprzedaży do poziomu 31,9% vs. 31,4% w wyniku redukcji zatrudnienia. Rynek wschodnioeuropejski zanotował poprawę wyniku (EBIT = 15,3 mln PLN vs. 7,2 mln PLN) pomimo 30% deprecjacji rubla R/R, co wiąże się z podpisaniem przez rosyjski R-Style SoftLab ważnych kontraktów na rozwiązania e-banking. Pozostałe rynki wykazały istotną poprawę wyników. Okres 4Q'15 zapowiada się dobrze. Estymujemy, że Grupa wygeneruje 2,0 mld PLN przychodów i EBIT na poziomie 215 mln PLN (+31% R/R). Oprócz poprawy wyników spółek z Grupy Asseco Poland, wzmocnionej dodatkowo aprecjacją USD vs. PLN R/R, widoczna będzie poprawa na rynku polskim. Spodziewamy się, że zysk netto spółki matki powinien w 4Q'15 wynieść 59,5 mln PLN vs. 35,7 mln PLN rok wcześniej, dzięki czemu zysk dla akcjonariuszy jednostki dominującej całej Grupy Asseco Poland powinien zanotować 26% dynamikę wzrostu.

...ale obniżenie prognoz na 2016 r.

Obniżamy prognozy wyniku grupy Asseco na 2016 r. ze względu na słabszą perspektywę dla spółki matki. W segmencie Finansowe i Bankowość spółka może odczuć spadek wydatków sektora na IT w związku z wprowadzonym podatkiem bankowym. Z kolei wynik Administracji Publicznej powinien być dotknięty zakończeniem współpracy przy projekcie P1, na którą w grudniu 2015 r. zdecydowało się Ministerstwo Zdrowia. Przetargi dofinansowywane unijnie są dużą szansą dla segmentu, jednak ich istotny wpływ na wyniki nie pojawi się wcześniej niż w 4Q'16. Zwracamy także uwagę na ryzyko utraty kontraktu dla ZUS (nie skorygowaliśmy naszych prognoz o utratę kontraktu, jednak wpływ kontraktu na wyniki segmentu jest duży).

CD Projekt		Kupuj									
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		23,09 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		26,50 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	142,2	96,2	-32,3%	805,4	737,3%	293,5	-63,6%	Liczba akcji (mln)		96,9	
EBITDA	17,5	9,3	-46,9%	438,1	4604,5%	140,3	-68,0%	MC (cena bieżąca)		2 236,3	
marża EBITDA	12,3%	9,7%		54,4%		47,8%		EV (cena bieżąca)		1 899,6	
EBIT	14,4	6,2	-57,3%	432,4	6930,3%	133,7	-69,1%	Free float		47,5%	
Zysk netto	14,5	5,2	-64,1%	357,8	6764,2%	114,6	-68,0%				
P/E	151,0	420,6		6,3		19,5		Zmiana ceny: 1m			
P/CE	124,2	261,8		6,2		18,4		Zmiana ceny: 6m			
P/BV	13,2	13,0		4,3		3,5		Zmiana ceny: 12m			
EV/EBITDA	122,8	231,7		4,3		12,3		Min (52 tyg.)			
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)			

Zdobycie przez Wiedźmina: Dziki Gon (W:DG) pierwszego miejsca w rankingu gier o największej ilości nagród GOTY (*Game of the Year*), potwierdza jakość i innowacyjność najnowszej produkcji polskiego studia. Wydany na początku października 2015 r. dodatek *Wiedźmin: Serca z Kamienia* bardzo pozytywnie został odebrany przez środowisko graczy osiągając ocenę 89/100 (dane: Metacritic). Jednym z najważniejszych wydarzeń w 2016 roku będzie prezentacja strategii spółki na kolejne lata, w której powinien znaleźć się cel finansowy na kolejne lata oraz ramowy plan kolejnych produkcji. Ze względu na niższą jednostkową cenę sprzedaży kopii, rewidujemy nasze założenia zysku netto do 357,8 mln PLN (podtrzymujemy założenie sprzedaży na poziomie 9 mln sztuk). Wyniki spółki w 2016 roku powinny być wspierane przez wydanie drugiego dodatku oraz edycji specjalnej W:DG. Środki pozyskane z W:DG są między innymi inwestowane rozwój studia (docelowo powstaną 4 zespoły deweloperskie), co powinno przełożyć się na tworzenie dodatkowych projektów w kolejnych latach (oprócz zapowiedzianego *Cyberpunk 2077*). Mając na uwadze coraz lepszą reputację studia na świecie oraz atrakcyjne perspektywy rozwoju rekomendujemy kupowanie akcji CD Projekt z ceną docelową 26,50 PLN na akcję.

Rewizja założeń dotyczących wyników w 2015 roku

Rewidujemy nasze założenia dotyczące poziomu przychodów do 805,4 mln PLN (vs. poprzednie szacunki na poziomie 864,8 mln PLN), co wynika z obniżenia szacunków dotyczących jednostkowej ceny gry. Ponadto oczekujemy, że część przychodów wygenerowanych na sprzedaży pakietu dwóch dodatków zostanie rozpoznana w 2016 roku. W efekcie szacujemy, że zysk netto spółki wyniesie 357,8 mln PLN w 2015 roku. Oczekujemy, że kontynuacja sprzedaży podstawowej wersji gry oraz drugiego dodatku *Wiedźmin: Krew i Wino*, oferującego znacznie więcej atrakcji od *Wiedźmin: Serca z Kamienia*, pozwoli spółce wypracować 114,6 mln PLN zysku netto w 2016.

Strategia na kolejne lata zostanie opublikowana w marcu 2016

Zarząd CD Projekt zapowiedział prezentację strategii na kolejne lata przy okazji publikacji wyników za 2015 rok. Oczekujemy, że Zarząd prześle informacje dotyczące planu motywacyjnego dla Grupy na kolejne lata oraz ramowy harmonogram kolejnych produkcji. Kolejnym dużym

zapowiedzianym przez spółkę projektem będzie *Cyberpunk 2077* (szacowana przez nas data premiery to 2018 rok). Oczekujemy, że zwiększenie liczby zespołów deweloperskich docelowo do czterech powinno zaowocować stworzeniem kolejnej produkcji przez premierą C2077, która stanowiłaby dodatkowy argument do wzrostu wyceny.

Oslabienie PLN sprzyja wynikom spółki

Stany Zjednoczone są największym rynkiem gier wideo na świecie i z tego tytułu USA jest najważniejszym kierunkiem sprzedaży dla CD Projekt. Umocnienie USD/PLN o 8,8% R/R do 4,09 PLN na koniec stycznia powinno pozytywnie wpływać na wysokość wyniku spółki denominowanego w PLN w ramach segmentu produkcji gier. W działalności prowadzonej w ramach GOG.com większość przychodów denominowana jest w USD (część w EUR).

Zdobyte nagrody potwierdzają coraz mocniejszą pozycję studia na świecie

Zgodnie z danymi zebranymi przez portal gotypicks.blogspot.com, jakoś gry *Wiedźmin: Dziki Gon* została potwierdzona przez zdobycie przez produkcję 228 tytułów Gry Roku (w tym 155 nagród nadanych przez recenzentów oraz 73 nagrody nadane przez graczy). Drugi w zestawieniu był *Fallout 4* z 50 nagrodami (35 od recenzentów oraz 15 od graczy). Tak wysoki wynik odzwierciedla uznanie dla produkcji studia CD Projekt RED oraz zwiastuje, że kolejne produkcje mogą spotkać się z jeszcze większym zainteresowaniem ze strony mediów branżowych oraz graczy. Oprócz nagród dla najlepszej Gry Roku, spółka zdobyła na The Game Awards nagrodę dla Dewelopera Roku 2015.

GOG.com stabilnym źródłem dochodu

Dalsze powiększanie portfolio gier przez platformę, istotna modernizacja klienta GOG Galaxy oraz wspieranie projektów realizowanych przez studia indie powinny w dalszym ciągu wspierać sprzedaż. GOG.com prowadzi rozmowy z największymi twórcami gier w celu pozyskania ich najnowszych produkcji bez uciążliwych zabezpieczeń DRM, co w przypadku sukcesu stwarzałoby potencjał do kilkukrotnego wzrostu wyników platformy. W naszych prognozach zakładamy organiczny wzrost GOG.com (bez uwzględnienia pozytywnego efektu sprzedaży własnych produkcji CD Projekt RED) w tempie 29,7% CAGR 2015-18P. W 2015 roku oczekujemy, że segment wygeneruje 125,4 mln PLN przychodów oraz 38,9 mln PLN EBIT.

Górnictwo i metale

KGHM		Trzymaj							
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca:		56,26 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		63,00 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	24 110,0	20 492,0	-15,0%	19 080,0	-6,9%	18 138,0	-4,9%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	5 952,0	5 311,0	-10,8%	4 723,7	-11,1%	3 911,4	-17,2%	MC (cena bieżąca)	11 252,0
marża EBITDA	24,7%	25,9%		24,8%		21,6%		EV (cena bieżąca)	16 197,5
EBIT	4 372,0	3 676,0	-15,9%	2 826,7	-23,1%	1 908,3	-32,5%	Free float	68,2%
Zysk netto	3 033,0	2 450,0	-19,2%	1 142,3	-53,4%	111,9	-90,2%		
P/E	3,7	4,6		9,9		100,6		Zmiana ceny: 1m	-11,4%
P/CE	2,4	2,8		3,7		5,3		Zmiana ceny: 6m	-40,8%
P/BV	0,5	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-49,7%
EV/EBITDA	2,2	2,9		3,4		4,6		Min (52 tyg.)	52,3
Dyld (%)	17,4	8,9		8,0		3,6		Max (52 tyg.)	131,0

Wznawiamy rekomendację dla akcji spółki od zalecenia trzymaj, z ceną docelową na poziomie 63 PLN. Uważamy, że w perspektywie najbliższych 11 miesięcy ceny surowców, w tym metali przemysłowych i szlachetnych, zaczną rosnąć (miedź na koniec roku 4 800 USD/t). Zanim jednak to nastąpi w sektorze nastąpi fala obniżek ratingów i bankructw (ograniczających popyt). Będzie to dobry moment do zajęcia pozycji w długim terminie. W przypadku KGHM w najbliższych tygodniach można oczekiwać wykrywania się nowej strategii (bardziej skoncentrowanej na lokalnych inwestycjach), co może oznaczać dodatkowe dyskonto w wycenie z perspektywy inwestorów zagranicznych. Raport roczny z 2015 r. może zaskoczyć wysokimi odpisami.

Ceny miedzi

Ceny miedzi, które w ostatnich miesiącach wykazywały większą korelację z cenami ropy niż jakimikolwiek danymi makro, oscylują na poziomie 4 400 USD/t, tj. najniższym od połowy 2009 roku (analogicznie ceny srebra). Z punktu widzenia wyników KGHM jest jednak zasadnicza różnica, bo w połowie 2009 roku kurs PLN/USD wynosił 2,75, a obecnie jest to 4,1. Oznacza to, że złotówkowe ceny miedzi i srebra są nadal o 50% wyższe niż ponad 6 lat temu. Z punktu widzenia wyceny negatywnie na takie porównanie wpływa jednak dodatkowy podatek od wydobycia miedzi w Polsce oraz pozycje bilansowe (w 2009 r. KGHM posiadał jeszcze pakiet w Polkomtelu oraz blisko 2 mld PLN gotówki, a obecnie ponad 5 mld długu i aktywa przy niskich cenach surowców przynoszące ujemne wyniki). W naszej tegorocznej prognozie zakładamy, że do końca roku ceny metalu wzrosną do 4 800 USD/t, a w kolejnym do 5 200 USD/t (przy umocnieniu PLN w relacji do USD do poziomu 3,9).

Rynek miedzi

Zgodnie z oczekiwaniami roczny bilans miedzi zamknął się nadwyżką podaży, jednakże wszystko wskazuje, że była ona mniejsza niż poziomy prognozowane na początku roku. Pomimo globalnego spowolnienia gospodarczego, ze szczególnym uwzględnieniem Chin, popyt na miedź pozostawał stabilny (ok. 0% r/r), a w ostatnich miesiącach wręcz zaskakiwał pozytywnie (Chiny). Rynekowi pomogły planowane i nieplanowane wyłączenia mocy wytwórczych, ze szczególnym uwzględnieniem kopalni Grasberg, która nadal nie ma pozwolenia na eksport koncentratu. W efekcie podaż surowca wzrosła mniej niż pierwotnie oczekiwano (wg ICSG po 10M +3,5% r/r). Zapasy metalu na giełdach w ujęciu rocznym wzrosły o 114 tys. ton (do 517 tys. na koniec stycznia), tj. o 28% r/r i obecnie stanowią 3,2x tygodnia światowej konsumpcji (historycznie relatywnie niski poziom).

Nowa strategia wkrótce

3 lutego RN, wymieniona po wyborach, zdecyduje o zmianach w zarządzie. Można zakładać, że dojdzie do wymiany wszystkich jego członków poza przedstawicielami związków zawodowych. Przyszła strategia spółki zostanie dopiero określona. Z wypowiedzi przedstawicieli Rządu wynika, że KGHM skoncentruje się na inwestycjach w Polsce. Docelowo przynajmniej część inwestycji zagranicznych najprawdopodobniej zostanie sprzedana, mamy tu na myśli zarówno kopalnie (Ameryka Płn.), jak również jeszcze niezagospodarowane złoża. W percepcji inwestorów zagranicznych będzie to zła informacja. KGHM z graca aspirującego do roli globalnego, ze zdywersyfikowanym portfelem aktywów, ponownie stanie się lokalnym dużym producentem, realizującym polityczne projekty.

Odpisy wartości aktywów, nowy zarząd będzie „czyścić”

Spółka informowała już, że na koniec 2016 roku dokona aktualizacji wartości inwestycji, które wraz ze spadkiem cen metali powinny zostać przecenione w księgach spółki. Z punktu widzenia wyceny spółki oraz *cash flow* nie ma to znaczenia (tym bardziej, że praktycznie wszystkie koncerny wydobywcze informowały już o kilkumiliardowych odpisach), bo inwestorzy już dawno zdyskontowali taki scenariusz (P/BV=0,45x). Wielkość odpisu może jednak wpływać na sentyment inwestorów. Nowy zarząd w spółce może chcieć maksymalnie „wyczyścić” inwestycje zagraniczne wskazując na błędy poprzedniej ekipy (politycznie wpisuje się to w ogólny obraz). Na poziomie jednostkowym wartość bilansowa akcji i udziałów w jednostkach zależnych to kwota 11,7 mld PLN. Biorąc pod uwagę wyniki kopalń dawnej Quadry i słabsze wyniki produkcyjne oraz ekonomiczne (spadek cen molibdeny) odpis na poziomie 50% tej kwoty nie jest niemożliwy.

Zmniejszenie podatku od wydobycia

Elementem nowej strategii spółki będą zapewne inwestycje w kraju zarówno w obszarze górniczym, jak również energetyce. Jeżeli opierałyby się one na przesłankach ekonomicznych to oczywiście z założenia nie mogą być uznane za złe. Jest jednak duże prawdopodobieństwo, że motywem przewodnim będzie realizowanie celów polityczno-społecznych, których realizacja może odbywać się kosztem akcjonariuszy mniejszościowych. Źródłem ich finansowania mogą być wspomniane dezinwestycje oraz zmniejszenie obciążeń z tytułu podatku od wydobycia (naszym zdaniem z 70% prawdopodobieństwem). W tym ostatnim przypadku inwestorzy nie mają co liczyć na zwiększenie dywidendy, tym niemniej z punktu widzenia wyceny jest to lepsze rozwiązanie niż odprowadzanie środków do budżetu. Na chwilę obecną trudno zakładać tu jednak jakiegokolwiek wartości.

LW Bogdanka		Trzymaj							
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca:		31,33 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02	
		Cena docelowa:		33,00 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 899,8	2 013,6	6,0%	1 860,8	-7,6%	1 893,3	1,7%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	754,9	750,0	-0,7%	632,9	-15,6%	588,2	-7,1%	MC (cena bieżąca)	1 065,2
marża EBITDA	39,7%	37,2%		34,0%		31,1%		EV (cena bieżąca)	1 605,5
EBIT	424,8	362,3	-14,7%	245,3	-32,3%	194,8	-20,6%	Free float	100,0%
Zysk netto	329,7	272,4	-17,4%	184,7	-32,2%	147,2	-20,3%		
P/E	3,2	3,9		5,8		7,2		Zmiana ceny: 1m	-5,7%
P/CE	1,6	1,6		1,9		2,0		Zmiana ceny: 6m	-40,1%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-67,6%
EV/EBITDA	2,0	2,3		2,5		2,7		Min (52 tyg.)	30,4
Dyid (%)	18,5	18,5		11,2		0,0		Max (52 tyg.)	99,7

Sytuacja w kopalniach śląskich nadal nie wyjaśniła się, chociaż ostatnie działania Rządu wskazują, że może dojść do eskalacji konfliktu ze związkami zawodowymi. Naszym zdaniem PiS ma polityczny czas na przeprowadzenie reformy (zamknięcie nierentownych kopalń, dopasowanie systemu płac do rynkowych realiów), co finalnie byłoby dobre dla Bogdanki. Ceny węgla na rynkach światowych pozostają na bardzo niskich poziomach i nic nie wskazuje, żeby w najbliższych miesiącach miały wspierać kurs akcji spółki (nawet jeśli cena ropy wzrośnie, na rynku węgla utrzymuje się duża nadpodaż wynikająca ze zmian strukturalnych w Chinach). Na rynku lokalnym, jeżeli Rząd faktycznie zamierza zrestrukturyzować górnictwo to uważamy, że nie jest rozsądnym podnoszenie dziś cen surowca w sposób administracyjny (poprzez kontrolowane zakłady energetyczne). Pomimo okresu zimowego w ostatnich tygodniach zapasy węgla pozostają na niezmiennym poziomie, co również nie pomaga kopalniom. Wznawiamy wydawanie rekomendacji dla akcji spółki od zalecenia trzymaj z ceną docelową w perspektywie 9 miesięcy na poziomie 33 PLN.

Polskie górnictwo jednak do głębszej restrukturyzacji

Najnowsza koncepcja dotycząca restrukturyzacji polskiego górnictwa zakłada utworzenie Polskiej Grupy Górniczej, do której zostanie wniesionych 11 kopalń z KW. W ramach realizacji projektu pod koniec stycznia zarząd KW zerwał porozumienie ze związkami zawodowymi z lipca 2015 (gwarancja, że w nowej spółce do czasu zawarcia nowego zbiorowego układu pracy będą miały zastosowanie

porozumienia zbiorowe). Wygląda na to, że zarząd przy poparciu politycznym zamierza doprowadzić do zamknięcia czterech najbardziej nierentownych kopalń i uelastycznienia (dopasowania do realiów) wynagrodzeń. Z pewnością wywoła to falę protestów, ale mając w perspektywie kolejne 3,5 roku rządów PiS obecnie nie musi się tym przejmować. Optymalizacja poziomu wydobycia, tj. dokapitalizowanie najlepszych kopalń i zamknięcie trwale nierentownych jest uzasadnione ekonomicznie i powinno prowadzić do zbilansowania rynku węgla w Polsce.

Ceny węgla na rynkach światowych, redukcja wydobycia, ale również popytu

Ceny węgla energetycznego w ślad za ceną ropy w kolejnych tygodniach ustanawiały wieloletnie minima. Cena surowca w portach ARA wynosi obecnie 45,8 USD/t, a w australijskim porcie Newcastle jest to 48,8 USD/t. Chiny (75% zużycia węgla na świecie) ograniczają udział węgla w wytwarzaniu energii (64%), co związane jest z silnym zanieczyszczeniem środowiska w dużych miastach, powodujący wręcz ich paraliż (Pekin w grudniu 2015). Z drugiej strony, rząd zamierza zamykać kopalnie i ograniczyć wydobycie surowca o ok. 60 mln ton tylko w br., jak również zawiesić na kolejne trzy lata wydawanie nowych koncesji wydobywczych. Podobne działania prowadzi ostatnio administracja B. Obamy, który za cel stawia zmniejszenie produkcji energii z węgla – ograniczają dostęp do nowych złóż w USA, przy czym górnictwo samo z siebie nie jest w stanie finansować nowych inwestycji (nawet duzi producenci jak Alpha Resources mają prowadzone postępowania upadłościowe). Bez wyraźnego ożywienia światowej koniunktury, które prowadziłoby do niedoboru energetycznego (konieczne włączenie jakichkolwiek mocy wydobywczych), trudno znaleźć argumenty za wzrostem cen w perspektywie dwóch lat.

Przemysł

Oczekujemy, że łączne **skumulowane przychody** ze sprzedaży 48 obserwowanych przez nas spółek przemysłowych **wzrosną w 2016 r. o 3,5% r/r (+3,3% r/r w 2015, +1,4% r/r 2014)**. Oczekujemy wzrostowych wolumenów sprzedaży w rezultacie spodziewanej pozytywnej dynamiki **wzrostu konsumpcji prywatnej** (efekt niższych cen paliw, nowych programów prospołecznych) oraz **rosnących inwestycji** (nowa perspektywa wydatków z UE). W 2016 r. **eksporterzy do UE** w jeszcze większym stopniu powinni korzystać ze słabego kursu PLN/EUR (najwięksi beneficjenci **AMC, AML, EGS, FTE, UNW, ZKA**). Nadal niesprzyjające warunki powinni odnotowywać **eksporterzy na Wschód** (Rosja i Ukraina), co dodatkowo potęgowane jest przez słaby kurs RUB i UAH (największą ekspozycję bez pośrednią mają **AMC, CNG, MCR, RLP, RPC, SEL**).

Po stronie kosztowej na wyniki spółek przemysłowych pozytywny wpływ powinny mieć **niższe ceny mediów**, a szczególnie **gazu ziemnego** (taryfa PGNiG -15% r/r) – **najwięksi beneficjenci: ATT, AML, UNW**. Według naszych obliczeń **ceny energii** powinny być o 1-2% r/r niższe. Część z producentów będzie korzystać ze zwrotu części akcyzy zapłaconej przez zakłady energochłonne od wykorzystywanej przez nie energii elektrycznej (**pozytywne dla AML, COG**). W 2016 roku naszym zdaniem zakładom przemysłowym będzie coraz trudniej utrzymywać koszty pracy na stabilnym poziomie. Według nas zapoczątkowany w 2H'15 trend wzmocni się w 2016 roku, co powodować będzie **presję płacową po stronie pracowników** (scenariusz bazowy pensje +4-5% r/r). Podobnie jak w 2015 roku w środowisku deflacyjnym producentom **trudno będzie podwyższać ceny produktów końcowych** (skumulowana marża EBITDA spółek przemysłowych 10,1% w 2016 r. vs. 9,7% w 2015).

Niska wartość PLN do USD nadal naszym zdaniem będzie szkodziła importerom. **Drogiego dolara negatywnie** odczuwają **APT** (import podzespołów za około 30 mln PLN w USD) oraz **FRO** (import półproduktów z Chin). **Drogi dolar** to z kolei **dobra informacja dla URS**, który eksportuje ciągniki do krajów afrykańskich w USD.

Oczekujemy, że **skumulowana wartość EBITDA** obserwowanych przez nas spółek przemysłowych **wzrośnie w 2016 r. o 7,4% r/r (-3,9% r/r w 2015 r.)**; spadek to głównie efekt pogorszenia wyników w ALC, APT, BRS, COG, DUD, FMF, KPX, KSW, RDL, ZMT). **Największego wzrostu wyniku EBITDA** w 2016 roku oczekivalibyśmy w **AMC** (efekt przejęcia), **APT** (efekt przejęcia i niższej starty w Rector), **COG** (wzrost spreadów złom/stal, zwrot akcyzy za energię), **EMT** (efekt przejęcia), **EGS** (mniejsze zmiany cen surowców), **FEE** (wysoki backlog), **FTE** (wzrost na rynkach eksportowych, nowe inwestycje), **MCR** (efekt przejęcia), **RDL** (efekty restrukturyzacji), **URS** (wysoki backlog) i **ZKA** (efekt przejęcia). **Skumulowana wartość wyniku netto wzrośnie w 2016 r. o 13,4% r/r po 10,4% r/r spadku w 2015 r.** Oczekujemy, że marża skumulowanego wyniku netto w 2016 r. wzrośnie do 4,4% vs. 4,0% w 2015 r. i 4,6% w 2014 r.

Patrząc na dynamikę poprawy wyników w poszczególnych kwartałach oczekujemy, że **po słabym 3Q'15** (41% spółek poprawiło wyniki r/r; 49% pogorszyło wyniki r/r) **4Q'15 powinien pokazać lepszą tendencję poprawy wyników** (47% spółek poprawi wyniki r/r; 33% pogorszy wyniki r/r). Naszym zdaniem **tempo poprawy wyników powinno przyspieszyć w 2Q'16** (61% spółek poprawi wyniki r/r; 8% pogorszy wyniki r/r). Biorąc pod uwagę **tempo poprawy wyników w okresie 4Q'15-2Q'16 najlepiej** (poprawa wyników w okresie) pod tym względem wypadają **AML, EMT, FEE, FTE, KTY, OPN, POZ, ZKA**, a **najgorzej** (pogorszenie wyników) **DUD, FSG, KSW, KPX, PAT**.

Według naszych prognoz obserwowane przez nas spółki przemysłowe zakończą **2016 rok z zadłużeniem netto do EBITDA na poziomie 1,49x** (wartość skumulowanego długu netto do EBITDA) **wobec 1,66x na koniec 2015 r.** Po wysypie akwizycji w 2015 r. sądzimy, że apetyt spółek może się zmniejszyć w 2016 r. Wśród wytypowanych w ubiegłym roku spółek z najwyższym prawdopodobieństwem dokonania przejęcia wszystkie zrealizowały plany akwizycyjne. **Obiektem przejęcia** mogą naszym zdaniem być takie spółki jak **BRG, ESS, KSW, OBL, OPN, POZ i WDX**.

Prognozujemy, że **skumulowana wartość dywidend** śledzonych przez nas spółek przemysłowych w 2016 roku (wypłata w 2016 roku) **wzrośnie o 5,2% r/r, po 36,7% r/r spadku w 2015 roku** (spadek w 2015 roku wynikał z braku jednorazowych dywidend, jakie miały miejsce w 2014: Famur 404,5 mln PLN, Ferro 21,2 mln PLN, Mercor 145,0 mln PLN). Zakładając bieżące wyceny, **skumulowany DYield'16 wyniesie 5,2% (mediana 2,8%) wobec 5,0% w 2015 roku** (mediana 1,8%). **Największej wypłaty dywidendy** oczekujemy w **MCR 10,2%, FRO 9,7%, ACG 8,2%, HDR 7,2%, ESS 7,1%, RLP 6,5%, SNS 6,3%, LEN 6,2%, EGS 5,7%, BRG 5,4%, KSW 5,4%, UNW 5,2% oraz FSG 5,1%.**

Indeks cenowy śledzonych przez nas spółek przemysłowych spadł od początku 2015 roku o 13%, podczas gdy w tym samym czasie indeks MSCI Industrials dla Europy wzrósł o 0,7%, a dla świata spadł o 11,9%. Spółki przemysłowe radziły sobie w tym czasie znacznie lepiej niż indeks największych spółek (WIG20 -22%) oraz indeks szerokiego rynku (WIG -14%).

Analizowane przez nas spółki przemysłowe są obecnie wyceniane z **24-32% dyskontem na wskaźniku P/E'16 (10,2x) oraz EV/EBITDA'16 (6,6x)** do spółek z indeksu MSCI Industrials dla świata i Europy.

Wśród **najbardziej preferowanych** spółek wymienilibyśmy **Alumetal** (utrzymujące się dobre otoczenie w sektorze Automotive, wzrost wolumenów z nowego zakładu na Węgrzech w 2H'16, dynamiczna poprawa wyników r/r w 4Q'15 oraz 1Q'16, spółka korzystająca na spadku cen energii i gazu +2-3 mln PLN w 2016 r., eksporter netto korzystający na osłabieniu PLN do EUR), **Amica** (konsolidacja przejętej spółki w Wielkiej Brytanii, niska wycena na tle sektora, eksporter netto korzystający na osłabieniu PLN do EUR, dynamiczny wzrost wolumenów w Europie Zachodniej), **Elemental** (konsolidacja spółek z sektora, oczekiwana konsolidacja przejętych podmiotów w 2016 r., zakończenie inwestycji w linie samplingowe w 2H'16, dynamiczna poprawa wyników r/r w 4Q'15 oraz 1Q'16), **Kernal** (dynamiczny wzrost wyniku netto w 2016 roku, spółka korzystająca na osłabieniu UAH/USD, ograniczenie długu netto zapowiada wysoką dywidendę lub powrót na ścieżkę wzrostu przez przejęcia) i **UNIWHEELS** (dynamiczna poprawa wyników r/r w 4Q'15 oraz 1Q'16, spółka korzystająca na spadku cen gazu +1,5 mln EUR w 2016 r., niska wycena na tle spółek porównywalnych, największy beneficjent osłabienia PLN do EUR – 10% spadku wartości PLN wpływa pozytywnie na wynik o 3 mln EUR).

Najmniej preferujemy akcje spółek: **Alchemia** (wysoka wycena, słabe wyniki finansowe, konkurencja tanich rur z Rosji i Białorusi, spadek popytu na produkty z uwagi na osłabienie koniunktury na rynku wydobycia ropy i gazu), **Boryszew** (spółka wyraźnie droższa od europejskich poddostawców Automotive, brak efektów w restrukturyzacji niemieckich aktywów, wyprzedaż spółek z grupy), **Patentus** (spółka zadłużona z dużym udziałem sprzedaży do kopalni na Górnym Śląsku) oraz **Polska Grupa Odlewnicza** (droga spółka na tle branży).

Prognozy i proponowane pozycjonowanie mniejszych spółek przemysłowych w ramach portfela

Spółka	Portfel	Cena	P/E			EV/EBITDA			DY			P/(BV-goodwill)			Dług netto'15/ EBITDA'15
			'14	'15	'16	'14	'15	'16	'14	'15	'16	'14	'15	'16	
AC Auto Gaz	Równoważ	30,50	11,2	10,4	10,4	7,4	6,9	6,8	7,5%	7,5%	8,2%	2,9	2,7	2,6	-0,3
Alchemia	Niedoważaj	5,04	65,7	-	-	18,1	41,2	33,4	0,0%	0,0%	0,0%	1,6	1,7	1,7	1,8
Alumetal	Przeważaj	49,90	12,9	9,7	9,2	10,3	8,0	7,5	2,8%	3,9%	5,2%	2,3	2,0	1,8	1,0
Amica	Przeważaj	166,50	16,5	14,0	10,9	8,1	8,7	7,5	2,1%	1,8%	2,1%	2,9	2,9	1,9	1,2
Apator	Równoważ	27,04	11,3	14,7	11,9	8,1	9,5	7,4	4,1%	3,5%	2,7%	3,2	2,9	2,6	1,0
Berling	Przeważaj	4,60	11,6	9,2	9,6	5,7	4,6	4,5	6,6%	4,4%	5,4%	1,0	1,0	0,9	-2,9
Boryszew	Niedoważaj	4,24	9,3	25,1	18,1	7,7	9,8	8,9	0,0%	2,4%	1,4%	1,2	1,3	1,2	3,6
BSC Drukarnia	Równoważ	33,60	15,3	10,7	12,1	8,9	7,0	6,6	1,5%	1,8%	3,3%	1,7	1,5	1,4	-0,6
Ceramika NG	Równoważ	1,19	24,9	594,7	98,8	6,4	6,6	5,7	6,7%	8,4%	4,2%	0,3	0,3	0,3	2,8
Cognor	Równoważ	0,65	7,6	-	49,7	5,1	8,6	5,3	0,0%	0,0%	0,0%	0,3	0,3	0,3	7,9
Duda	Równoważ	5,25	6,5	17,8	12,4	5,4	7,5	7,0	0,0%	0,0%	0,0%	0,5	0,5	0,5	3,9
Elemental Holding	Przeważaj	3,88	19,7	14,5	12,3	15,6	11,8	9,3	0,0%	0,0%	0,0%	3,9	3,4	2,6	1,1
Ergis Eurofilms	Przeważaj	3,94	8,3	-	6,6	5,4	5,3	4,8	2,5%	3,8%	5,7%	1,0	0,9	0,8	2,5
ES System	Równoważ	2,80	19,3	12,3	13,7	6,4	5,3	5,2	1,8%	12,5%	7,1%	0,8	0,8	0,8	-0,9
Famur	Przeważaj	1,75	8,4	16,3	17,3	3,2	4,5	3,7	48,0%	0,0%	0,0%	1,4	1,3	1,2	0,3
Fasing	Równoważ	16,85	6,3	4,3	3,7	2,8	2,9	2,7	4,2%	4,7%	5,1%	0,4	0,4	0,4	1,2
Feerum	Równoważ	17,48	24,0	13,9	9,2	15,3	9,1	5,5	0,0%	1,2%	1,8%	1,7	1,6	1,4	1,1
Ferro	Równoważ	9,45	8,3	8,3	7,6	7,6	7,9	7,3	10,6%	10,6%	9,7%	2,5	2,4	2,2	2,5
Forte	Równoważ	48,90	15,5	14,0	13,7	10,9	10,7	9,7	3,1%	4,1%	1,8%	2,8	2,5	2,2	0,7
Grajewo	Przeważaj	23,50	14,6	42,7	15,6	5,3	5,4	4,9	0,0%	0,0%	4,5%	1,3	1,0	1,0	2,6
Hydrotor	Równoważ	36,00	12,0	10,4	10,2	6,2	5,5	4,8	5,6%	5,6%	7,2%	1,1	1,0	1,0	0,0
Impexmetal	Równoważ	2,04	3,6	5,2	5,1	5,0	5,7	5,1	0,0%	0,0%	0,0%	0,4	0,4	0,3	2,4
Izostal	Równoważ	4,40	29,3	20,7	10,9	18,0	13,2	7,8	2,7%	1,6%	2,4%	0,9	0,9	0,8	3,0
Kernel	Przeważaj	44,00	-	8,2	4,9	7,0	3,1	3,7	0,0%	2,3%	2,3%	1,0	1,2	1,0	0,8
Kety	Równoważ	281,75	15,6	14,0	14,2	9,1	9,2	8,5	3,5%	5,1%	4,6%	2,2	2,1	2,0	0,9
Koelner	Równoważ	7,50	17,5	12,4	12,2	9,4	7,1	6,6	4,4%	4,4%	4,8%	0,7	0,7	0,7	3,4
Kopex	Równoważ	3,53	2,6	-	-	2,2	5,1	5,6	0,0%	0,0%	0,0%	0,2	0,2	0,2	3,2
Kruszwica	Równoważ	48,99	9,4	11,1	11,6	5,3	6,0	5,9	4,8%	5,4%	5,4%	1,6	1,5	1,4	-1,0
Lena Lighting	Przeważaj	3,90	9,7	9,6	8,5	6,7	6,4	6,1	7,7%	7,7%	6,2%	1,1	1,0	1,0	0,2
Libet	Równoważ	1,68	9,5	11,8	11,9	4,6	4,7	4,5	2,9%	0,0%	2,5%	0,4	0,4	0,4	2,6
Mercor	Równoważ	7,50	16,5	12,9	8,2	9,0	8,3	7,1	123,5%	13,6%	10,2%	1,2	1,5	1,7	3,0
Oponeo	Równoważ	25,77	89,1	42,5	35,1	31,3	23,2	20,8	0,3%	0,2%	0,7%	6,0	5,3	4,8	-2,1
Orzeł Biały	Równoważ	5,75	225,3	27,9	23,1	16,2	7,3	7,4	0,0%	0,0%	0,0%	0,4	0,4	0,4	1,1
Patentus	Niedoważaj	0,59	7,9	-	-	4,6	6,5	8,8	0,0%	0,0%	0,0%	0,2	0,2	0,2	4,8
PG Odlew	Niedoważaj	5,80	31,5	17,7	25,4	17,0	14,5	13,1	0,0%	0,0%	1,4%	2,8	2,3	2,0	1,3
Pozbud	Przeważaj	4,39	8,9	8,1	6,8	6,8	5,7	5,5	3,0%	0,0%	4,3%	0,7	0,7	0,6	1,0
Radpol	Równoważ	6,54	17,6	42,2	25,3	9,2	12,5	10,8	4,3%	4,3%	1,9%	1,9	1,9	1,9	3,8
Relpol	Przeważaj	7,25	13,6	9,2	9,0	5,8	4,9	4,9	3,4%	5,2%	6,5%	1,0	0,9	0,9	0,2
Seco Warwick	Równoważ	15,00	-	9,0	7,6	9,4	4,1	4,4	0,0%	0,0%	4,4%	0,9	0,8	0,8	0,4
Selena FM	Równoważ	12,99	14,2	10,8	9,1	4,6	5,4	5,4	2,2%	2,2%	2,8%	0,7	0,7	0,7	1,7
Synthos	Równoważ	3,96	14,7	14,6	14,4	9,4	9,7	9,7	7,8%	6,3%	6,3%	2,4	2,3	2,3	1,3
Tarczyński	Równoważ	13,00	12,6	8,4	8,4	6,9	5,7	5,4	0,0%	0,0%	4,8%	1,2	1,0	1,0	2,9
Uniwheels	Przeważaj	120,70	13,0	9,4	8,9	8,2	6,6	6,7	0,0%	2,9%	5,2%	3,5	1,8	1,6	0,6
Ursus	Przeważaj	2,24	6,7	21,4	6,9	6,8	8,6	5,5	0,0%	0,0%	0,0%	1,2	0,9	0,8	3,0
Vistal Gdynia	Przeważaj	8,00	9,3	7,2	6,1	6,6	7,5	6,7	0,0%	3,8%	3,5%	0,6	0,6	0,5	4,9
Zamet Industry	Równoważ	1,78	6,6	8,5	8,9	4,8	5,7	5,8	0,0%	0,0%	0,0%	1,4	1,2	1,1	0,7
Zetkama	Równoważ	86,85	14,4	12,9	11,7	9,8	8,3	7,9	0,0%	0,0%	1,9%	2,3	1,9	2,2	0,0
ZM Kania	Równoważ	1,90	7,5	6,8	7,1	7,2	6,1	6,8	0,0%	0,0%	0,0%	1,4	1,2	1,0	2,7
ZM Ropczyce	Równoważ	20,40	9,3	6,5	7,6	6,3	5,7	5,6	3,2%	3,2%	4,6%	0,4	0,4	0,4	2,6

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Elemental
Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek	Cena bieżąca:		3,88 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2016-01-08
	Cena docelowa:		4,80 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	859,6	772,3	-10,1%	906,1	17,3%	1 151,1	27,0%	Liczba akcji (mln)	170,5
EBITDA	28,6	41,2	43,9%	61,6	49,4%	86,3	40,0%	MC (cena bieżąca)	661,4
marża EBITDA	3,3%	5,3%		6,8%		7,5%		EV (cena bieżąca)	729,5
EBIT	25,7	34,9	35,6%	50,9	45,7%	70,9	39,3%	Free float	37,5%
Zysk netto	24,4	31,1	27,4%	45,5	46,2%	53,8	18,3%		
P/E	24,6	19,7		14,5		12,3		Zmiana ceny: 1m	-9,8%
P/CE	22,0	16,4		11,8		9,5		Zmiana ceny: 6m	-7,2%
P/BV	2,3	2,2		2,1		1,8		Zmiana ceny: 12m	13,5%
EV/EBITDA	22,8	15,6		11,8		9,3		Min (52 tyg.)	3,4
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	4,7

Naszym zdaniem Elemental kolejny rok z rzędu będzie pozytywnie wyróżniał się na tle sektora pod względem dynamiki wzrostu rezultatów. W efekcie przejęcia Gorenje Surovina oraz PGM Group EBITDA Grupy Elemental w 2016 roku wzrośnie o 40% r/r, a wynik netto o 18% r/r. Dzięki zwiększeniu wolumenu obrotu surowcami wtórnymi spółka ma możliwość wydłużenia łańcucha wartości dodanej. Na koniec 2016 roku gotowe powinny być linie samplingowe do przetwarzania płytek nadrukowanych (PCB) oraz katalizatorów samochodowych (CAC). W efekcie skróci się termin egzekucji należności od klientów oraz zwiększy marża na dotychczasowym strumieniu odpadów. W końcu 2016 zarząd spółki może podjąć decyzję o inwestycji w piece plazmowe, które umożliwiłyby uzyskanie konkretnej masy pierwiastków z odpadów. Taka inwestycja byłaby pierwsza w Europie Środkowo-Wschodniej i realizowana byłaby we współudziale docelowych klientów Elemental Holding. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową na poziomie 4,80 PLN oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Inwestycje w linie samplingowe gotowe pod koniec roku

Elemental rozpoczął budowę instalacji (linie samplingowe) do badania zawartości metali kolorowych i szlachetnych w odpadach. W przypadku linii do układów scalonych (PCB) instalacja na 18-20 tys. ton to koszt około 5 mln EUR, natomiast CAC (katalizatory) na 3 tys. ton, to koszt około 1 mln EUR dla 5 instalacji. Okres zwrotu inwestycji przy pełnym ich wykorzystaniu może wynieść 1 rok. Linia do PCB powinna być oddana do końca 2016 roku, a SAC planowana jest na 1Q'16. Elemental w celu finansowania tych instalacji będzie się starał o pozyskanie środków z funduszu UE. Linie samplingowe ponadto pozwoliłyby na skrócenie terminu regulacji należności przez klientów azjatyckich (do tej pory klienci płacili po rozpoznaniu zawartości frakcji, co wydłużało terminy płatności; obecnie po certyfikacji płatność odbywałaby się w momencie wysyłki towaru).

Możliwe ogłoszenie inwestycji w piece plazmowe w końcu 2016 roku

Konsekwencją realizowanych inwestycji w linie samplingowe jest budowa pieca plazmowego dla CAC i PCB. W przypadku CAC wartość nakładów to około 5 mln EUR, co daje przy obciążeniu pełnych mocy około 1,35 mln EUR więcej EBITDA. Piec plazmowy do CAC pozwoli na oddzielenie wybranej grupy metali bez konieczności transportu całych katalizatorów do klientów końcowych. Piec do pyrolizy PCB może kosztować nawet 14 mln EUR i generuje około 5 mln EUR EBITDA dla Grupy przy pełnym obciążeniu. Payback period pierwszej instalacji przy pełnym wykorzystaniu to około 3,7 lat, a drugiej 2,8 lat. Ze względu na znacząco wyższe wydatki inwestycyjne związane z budową pieców Elemental chciałby pozyskać partnera zewnętrznego do współfinansowania. Ustawienie takich pieców w regionie Europy Środkowo-Wschodniej zamknęłoby prawdopodobnie drzwi do kolejnych takich inwestycji ze względu na ograniczony zasób odpadu.

Niższe oczekiwane zyski akcjonariuszy mniejszościowych

W porozumieniu z audytorem Elemental Holding w 2015 roku zawiązał rezerwę na zobowiązania z tytułu opcji przyszłego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych EMP Recycling oraz Evciler. W obu podmiotach Elemental posiada 51% udziałów, a pozostali akcjonariusze mają opcję wykupu pozostałych udziałów w 2019 i 2020 roku. Rezerwa na poczet opcji jest na bieżąco aktualizowana po stronie bilansowej, a po stronie rachunku zysków i strat Elemental konsoliduje 100% wyników podmiotów EMP Recycling oraz Evciler. W efekcie zysk akcjonariuszy mniejszościowych tych podmiotów nie będzie księgowany w skonsolidowanych wynikach Grupy. Zmiana sposobu konsolidacji obydwu podmiotów zależnych wpływa pozytywnie na nasze szacunki wyniku netto w 2015 i 2016 roku o odpowiednio 7,8 mln PLN oraz 6,1 mln PLN.

Po przejęciu lider branży katalizatorów w Polsce

W 4Q'15 Elemental Holding poinformował o nabyciu 51% akcji w PGM Group, spółki będącej wiodącym podmiotem w branży recyklingu zużytych katalizatorów samochodowych w Polsce. Wolumen obrotu nabywanego podmiotu w 2015 roku wyniesie około 250 ton katalizatorów. W prognozach szacujemy, że Elemental Holding nabył 51% akcji PGM Group na wskaźniku 8,0 EV/EBITDA'15. Po konsolidacji Elemental Holding będzie liderem zbiórki katalizatorów w Polsce, a wolumen obrotu Grupy w tym asortymencie sięgnie 1,0 tys. ton rocznie.

Famur		Kupuj									
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		1,75 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		2,20 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 176,4	708,8	-39,8%	775,0	9,3%	753,0	-2,8%	Liczba akcji (mln)	481,5		
EBITDA	384,7	275,9	-28,3%	197,9	-28,3%	203,9	3,0%	MC (cena bieżąca)	842,6		
marża EBITDA	32,7%	38,9%		25,5%		27,1%		EV (cena bieżąca)	900,1		
EBIT	224,6	121,9	-45,7%	48,4	-60,3%	61,2	26,4%	Free float	13,6%		
Zysk netto	207,6	100,3	-51,7%	51,8	-48,4%	48,6	-6,1%				
P/E	4,1	8,4		16,3		17,3		Zmiana ceny: 1m	7,4%		
P/CE	2,3	3,3		4,2		4,4		Zmiana ceny: 6m	6,7%		
P/BV	0,7	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-47,0%		
EV/EBITDA	1,8	3,2		4,5		3,7		Min (52 tyg.)	1,4		
Dyld (%)	0,0	48,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	3,4		

W 9M'15 sprzedaż węgla kamiennego na Górnym Śląsku wyniosła 52,0 mln ton (+5,7% r/r) i była o 2,9% wyższa niż jego wydobycie. Wyższa sprzedaż wpłynęła na redukcję zapasów zgromadzonych na przykopalnianych zwałowiskach (5,8 mln ton -32% r/r – najniżej od VI'12), ale przełożyła się również na spadek cen (-5,9% w 9M'15) i powiększenie straty netto sektora (1,7 mld PLN vs. -0,5 mld PLN rok wcześniej). W efekcie wartość inwestycji spadła do 1,1 mld PLN (-38% r/r), czyli do poziomów kwartalnie najniższych od 2009 i 2010 roku. Famur według naszych szacunków na początku 2016 roku będzie posiadał niskie zadłużenie netto (54 mln PLN; 0,3xEBITDA'15) oraz portfel zamówień na rynki zagraniczne na poziomie 110-120 mln PLN (+12-23% r/r). Niskie zadłużenie oraz konkurencyjne koszty wytworzenia czynią naszym zdaniem Famur znacznie bezpieczniejszą inwestycją niż Kopex. Według nas Famur może być ciekawą inwestycją dla inwestorów o długim horyzoncie inwestycyjnym. Obniżamy naszą cenę docelową dla Famur z 3,00 PLN do 2,20 PLN oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Umowy eksportowe szansą na wyższą rentowność

Grupa Famur w 2H'15 podpisała umowę z kontrahentem rosyjskim OAO Kopalni Kyrgajaska w Rosji na dostawę kompleksu ścianowego za łącznie 18,7 mln EUR (79,9 mln PLN). Dostawa sprzętu ma nastąpić w I półroczu 2016 roku. Dodatkowo Famur poinformował o podjęciu negocjacji z kontrahentem mongolskim Shivee-Ovoo JSC na temat potencjalnej dostawy maszyn i urządzeń do kopalni odkrywkowej o szacowanej wartości 20,0 mln EUR. Przy obecnej niesprzyjającej koniunkturze na lokalnym rynku wydobycia węgla umowy krajowe są dla producentów z zaplecza górniczego podpisywane na granicy rentowności. Wyższą rentowność dają jedynie umowy eksportowe.

Duży program emisji obligacji, jak na razie brak celów

Famur w 4Q'15 poinformował o uruchomieniu programu emisji obligacji do łącznej kwoty 500 mln PLN. Pierwsza transza obligacji ma wynosić 108 mln PLN i zostanie spłacona w 4 lata. Cel emisji nie został określony.

Ekspozycja na KW i KHW

W końcówce 2015 roku szacujemy, że ekspozycja należności Famuru od KHW opiewała na kwotę 20-40 mln PLN, a od Kompanii Węglowej na około 20-30 mln PLN. W przypadku konieczności odpisania ww. należności, spółka w 2016 roku zanotowałaby stratę na poziomie netto.

Koniunktura na węgiel na Górnym Śląsku

W 2014 roku wydobycie węgla kamiennego w Polsce wyniosło 70,5 mln ton (-5,8% r/r) i było o około 10% wyższe niż w tym samym czasie wynosiła jego sprzedaż. W przypadku węgla energetycznego wydobycie wyniosło 58,2 mln ton i było o około 12% wyższe niż w tym samym czasie sięgnęła sprzedaż. W 1-9Q'15 wydobycie węgla dalej spadało (-3,0% r/r), ale jego sprzedaż wzrosła o 5,7% r/r – niestety głównie w rezultacie wyprzedaży zapasów po niskich cenach z Kompanii Węglowej. Wydobycie węgla energetycznego w 1-9Q'15 było o 5,6% r/r niższe, a sprzedaż wzrosła o 4,6% r/r. W efekcie nadwyżka sprzedaży nad wydobyciem w 1-9Q'15 wyniosła 1,5 mln ton (3,7% węgla wydobywanego w tym okresie).

Na koniec IX'15 zapasy węgla kamiennego w kopalniach wyniosły 5,8 mln ton i były o 32% r/r niższe (najniżej od czerwca 2012 roku). Spadek zapasów węgla na przykopalnianych zwałowiskach, to efekt wyprzedaży zapasów z Kompanii Węglowej oraz prawdopodobnie większych zakupów ze strony energetyki, która pomaga kopalniom w czasie dekonunktury. Średnia cena sprzedaży węgla kamiennego w Polsce w 9M'15 była średnio o 5,9% r/r niższa, a cena węgla energetycznego była średnio o 7,2% r/r niższa. Jednocześnie, co jest bardzo negatywne, średnia cena sprzedaży węgla kamiennego była o 22,0% niższa niż średni koszt jego wydobycia (ponownie efekt sprzedaży dumpingowej zapasów przez Kompanie Węglową).

Sprzedaż węgla po cenach niższych niż koszty jego wydobycia spowodowała, że wynik netto sektora w 9M'15 spadł do -1,7 mld PLN z -0,5 mld PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. W 2015 roku po wyraźnym wzroście w trzech ostatnich latach różnicy między zobowiązaniami i należnościami kopalni wartość ustabilizowała się na poziomie 11,5 mld PLN. Cały czas wartość ta była na historycznie rekordowym poziomie. Słaba kondycja finansowa kopalni zmusiła je do dalszych cięć wydatków na inwestycje górnicze (inwestycje ogółem w 9M'15 spadły do 1,1 mld PLN o 38% r/r, a nakłady na maszyny i urządzenia spadły do 0,4 mld PLN o 33% r/r). W 9M'15 wyraźnie spadły nakłady na wyrobiska górnicze, które dotychczas były bardziej odporne na załamania koniunktury (517,6 mln PLN -39,7% r/r).

W 2016 roku polski sektor górniczy będzie się musiał zmierzyć z utrzymującą się presją na cenę węgla na rynku krajowym. Z jednej strony wpływ na to mają spadające ceny ropy naftowej i utrzymujące się na rynkach światowych niskie ceny węgla. Naszym zdaniem inwestycje kopalni krajowych pozostaną na niskich poziomach, o ile lokalny Rząd nie podejmie się prac nad programem w celu dofinansowania krajowego sektora górniczego.

Kernel		Akumuluj								
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		44,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-01-26
		Cena docelowa:		49,00 PLN						
(mln USD)	2012/13	2013/14	zmiana	2014/15	zmiana	15/16P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	2 796,8	2 393,3	-14,4%	2 329,5	-2,7%	2 293,1	-1,6%	Liczba akcji (mln)	79,7	
EBITDA	290,7	223,0	-23,3%	396,6	77,8%	320,0	-19,3%	MC (cena bieżąca)	3 506,1	
marża EBITDA	10,4%	9,3%		17,0%		14,0%		EV (cena bieżąca)	3 843,4	
EBIT	200,9	128,7	-35,9%	328,3	155,0%	253,2	-22,9%	Free float	59,8%	
Zysk netto	111,3	-98,3		106,9		179,6	67,9%			
P/E	7,8			8,1		4,8		Zmiana ceny: 1m	-8,5%	
P/CE	4,3			5,0		3,5		Zmiana ceny: 6m	0,5%	
P/BV	0,7	0,8		1,0		0,8		Zmiana ceny: 12m	46,7%	
EV/EBITDA	3,6	4,6		2,4		2,9		Min (52 tyg.)	29,4	
Dyld (%)	0,0	0,0		2,3		2,3		Max (52 tyg.)	55,2	

Mimo 19% r/r spadku wyniku EBITDA w roku 2014/15 oczekujemy, że w efekcie zmniejszenia zadłużenia Grupy (-180 mln USD vs. nasze prognozy) i spadku amortyzacji wynik netto spółki wzrośnie o 68% r/r. Kernel według naszych prognoz na koniec 2015/16 roku będzie posiadał zadłużenie poniżej 1,0x EBITDA, co naszym zdaniem pozwoli na zwiększenie wielkości wypłacanej dywidendy lub potencjalną akwizycję (wzrost wyników w przyszłości). W roku 2015/2016 Kernel korzystać będzie z wyższych wolumenów tłoczenia słonecznika (+3,1% r/r), własnej produkcji zbóż (+4,3% r/r) oraz z przywrócenia zwrotu VAT dla eksporterów zbóż (pozytywny wpływ na marżę handlowe w IIH'16). Negatywnie wpłynąć będzie większa konkurencja o ziarno słonecznika i spadek r/r marży na tłoczeniu oleju. Pozostawiamy naszą wycenę dla Grupy Kernel bez zmian (49,00 PLN) oraz rekomendację akumuluj.

Przywrócenie zwrotu VAT dla eksporterów

W końcu grudnia 2015 roku Parlament Ukrainy przegłosował projekt budżetu na 2016 rok uwzględniający zwrot nadpłaconego podatku VAT zarówno dla eksporterów, jak i producentów zbóż. Wcześniejszy reżim prawny zakładał zwrot nadpłaconego podatku VAT jedynie dla producentów zbóż. Przywrócenie zwrotu nadpłaconego podatku VAT dla handlarzy zbożem spowoduje zwiększenie marży realizowanej na obrocie płodami rolnymi w IH'16.

Zbiory zbóż w 2014/2015 roku niższe r/r, niższy eksport, ale wyższa produkcja słonecznika

W sezonie 2014/2015 zbiory zbóż na Ukrainie wyniosły 59,7 mln ton i były o 6,5% r/r niższe. Szacowany eksport w sezonie 2015/2016 wyniesie około 33,2 mln ton (-5,5% r/r). Zbiory słonecznika na Ukrainie w 2015 roku wyniosły 11,0 mln ton i były o 8,5% r/r wyższe. Mimo niesprzyjających warunków pogodowych w Europie w sierpniu 2015 roku (wysokie temperatury) średni uzysk słonecznika z hektara wyniósł 2,22 t/ha vs. 1,93 t/ha rok wcześniej. Jednocześnie zbiory słonecznika z hektara mimo bardzo suchych warunków pogodowych w sezonie 2014/2015 były najwyższe od początku 2000 roku. W sezonie 2015/2016 oczekujemy, że zasiew słonecznika wzrośnie do 5,2 mln ha (+4% r/r), co wynika z oczekiwanego mniejszego zasiewu upraw ozimych (warunki podczas prac polowych na jesieni na Ukrainie były trudne) i prawdopodobnego ponownego wysiania roślin jarych na wiosnę 2016 roku. W efekcie szacujemy, że zbiory słonecznika w sezonie 2015/2016 wyniosą 11,2 mln ton i będą o 1,5% r/r wyższe.

Dwucyfrowy Dyld w przyszłości lub przejęcie

Według naszych prognoz w 2015/16 roku wskaźnik FCF/EBITDA wyniesie 0,4x, by wzrosnąć w dwóch kolejnych latach do 0,6x. Wysoka zdolność Grupy do generowania

gotówki przy niskim zadłużeniu (0,9x EBITDA) naszym zdaniem pozwoli na wypłatę dywidendy w przyszłości o dwucyfrowej stopie zwrotu. W drugim scenariuszu Grupa mogłaby się zdecydować w 2016 roku na przejęcie, co zwiększyłoby oczekiwanie inwestorów na powrót do dynamicznego wzrostu wyników w przyszłości (wzrostowy profil spółki).

Oslabienie UAH obniża amortyzację, zwiększa wynik netto

Spadek inwestycji oraz wyraźna deprecjacja UAH do USD spowodowała spadek amortyzacji Grupy Kernel w sezonie 2014/2015 do 68 mln USD (o 28% r/r). Oslabienie waluty lokalnej spowodowało spadek wartości aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych w USD o 20% r/r. Szacujemy, że w roku 2015/2016 wartość amortyzacji Grupy Kernel spadnie o kolejne 2% r/r, co również będzie miało pozytywny wpływ na wielkość generowanego wyniku netto.

Odwroćenie negatywnych tendencji na wynikach

Na bazie przedstawionych przez Kernel wolumenów sprzedaży szacujemy, że przychody w 2Q'16 (4Q'15) wyniosą 639,9 mln USD (-1,9% r/r), EBITDA 112,0 mln USD (-21,4% r/r), a wynik netto 74,4 mln USD (+35,7% r/r). O ile w IH'16 (2H'15) spadek EBITDA sięgnął 25% r/r, to w 3Q'16 (1Q'16) szacujemy spadek na poziomie 18% r/r, a w 4Q'16 (2Q'16) wzrost +20% r/r. Oczekujemy również, że w 3Q'16 (1Q'16) wszystkie segmenty operacyjne Kernel zaprezentują wzrost wolumenów sprzedaży w ujęciu r/r.

Trudna sytuacja Ukrainy, ale jest światełko nadziei

W 2015 roku PKB Ukrainy prawdopodobnie spadnie około 10% r/r, jednak na przełomie 1Q'16 oraz 2Q'16 baza porównawcza znacząco się obniżyła. W 2H'15 dynamika spadku produkcji przemysłowej obniżyła się do -5% r/r, a sprzedaży detalicznej -15% r/r. Obie wartości są daleko powyżej skrajnych danych z przełomu 1Q'15 i 2Q'15 (odpowiednio -20% r/r oraz -30% r/r). Inflacja z kolei na koniec 2015 roku spadnie prawdopodobnie do około 15%, z 61% zanotowanych w VI. Koniec 2016 roku ze względu na niską bazę może przynieść pozytywne zaskoczenie w publikowanych danych odnośnie PKB (dynamika spadku powinna zmierzać do 0). Dobrą informacją dla Ukrainy jest wyraźny spadek deficytu po stronie bilansu płatniczego (w 2015 roku około 1 mld USD – najniższy deficyt od około dekady; duży wpływ osłabienia lokalnej waluty). W 2016 roku prawdopodobnie deficyt wzrośnie (efekt dalszego spadku eksportu do Rosji) do około 2-3 mld USD (3-4% PKB). Rezerwy walutowe na koniec 2015 roku wyniosą nieco ponad 13 mld USD, by spaść do około 10-11 mld USD na koniec 2016 roku.

Kęty		Trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		281,75 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02	
		Cena docelowa:		277,80 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 593,8	1 819,6	14,2%	1 969,7	8,3%	2 048,2	4,0%	Liczba akcji (mln)	9,4
EBITDA	225,9	309,3	36,9%	320,0	3,5%	346,7	8,3%	MC (cena bieżąca)	2 660,3
marża EBITDA	14,2%	17,0%		16,2%		16,9%		EV (cena bieżąca)	2 940,4
EBIT	144,9	224,6	55,0%	228,8	1,9%	244,1	6,7%	Free float	82,0%
Zysk netto	153,5	169,0	10,1%	190,2	12,5%	186,8	-1,8%		
P/E	17,0	15,6		14,0		14,2		Zmiana ceny: 1m	-10,0%
P/CE	11,2	10,4		9,5		9,2		Zmiana ceny: 6m	-7,3%
P/BV	2,3	2,2		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m	1,0%
EV/EBITDA	12,5	9,1		9,2		8,5		Min (52 tyg.)	265,0
Dyld (%)	2,1	3,5		5,1		4,6		Max (52 tyg.)	330,0

Grupa Kęty w 2016 roku w dalszym ciągu odczuwać będzie wyraźny wzrost mocy produkcyjnych w zakresie profili aluminiowych na rynku lokalnym. Według naszych szacunków w samym 2015 roku na rynku polskim pojawiło się około 27 tys. ton nowych mocy (około 40% potencjału produkcyjnego Grupy Kęty). Nowa podaż powodować będzie, że rentowność EBITDA segmentu wyrobów wyciskanych znajdzie się w najbliższych latach poniżej swojej pięcioletniej historycznej średniej. Pozytywnie w 2016 roku na poziomie EBITDA zaskoczy według nas segment systemów aluminiowych, który korzystać będzie z niższych cen aluminium, stanowiących około 30% kosztów segmentu (w 4Q'15 cena aluminium + premia w PLN była o 17% niższa niż w 9M'15). Największym ryzykiem na 2016 rok dla notowań spółki są potencjalne zmiany w OFE. Na koniec 2015 roku 70,6% akcji Grupy Kęty było w posiadaniu OFE i była to druga na giełdzie spółka o tak dużym zaangażowaniu tego typu inwestorów. Podwyższamy naszą cenę docelową dla Grupy Kęty z 275,60 PLN do 277,80 PLN oraz pozostawiamy rekomendację trzymaj.

Wyraźny wzrost mocy produkcyjnych w zakresie profili w 2015 roku

Szacujemy, że moce produkcyjne w zakresie produkcji profili aluminiowych w 2015 roku wzrosły o około 27 tys. ton (Aliplast Extrusion 12 tys. ton; Extral Aluminium 8-8,5 tys. ton, Albatros Aluminium 6-7 tys. ton). Nowe moce produkcyjne (około 40% potencjału produkcyjnego Grupy Kęty) powstały na terenie Specjalnych Stref Ekonomicznych co powoduje, że będą bardzo konkurencyjne do już

działających zakładów. Oczekujemy, że ze względu na nową podaż Grupie Kęty mimo spadku cen aluminium i premii wlewkowej nie uda się znacząco poprawić rentowności EBITDA segmentu wyrobów wyciskanych w 2016 roku. Oczekujemy, że w najbliższych latach marża EBITDA segmentu utrzymywać się będzie poniżej swojej pięcioletniej średniej (12,5%).

Program inwestycyjny może mieć wpływ na dywidendę

W opublikowanej przez Grupę Kęty strategii na lata 2015-2020 Zarząd zakładał, że zadłużenie Grupy Kapitałowej wzrośnie do poziomu 570 mln PLN w roku 2017 (ok. 470 mln PLN netto) i 370 mln PLN w roku 2020 (ok. 130 mln PLN netto). Kulminacja wydatków inwestycyjnych przed 2017 roku może mieć wpływ na politykę dywidendową w tym okresie. Aktualny (ze strategii) wskaźnik wypłaty dywidendy został określony na 60% skonsolidowanego zysku netto, z czego w 2015 roku wypłacono dywidendę na poziomie 80% wyniku netto za 2014 rok. W naszych prognozach zakładamy wskaźnik wypłaty dywidendy za 2015 rok na poziomie 65%.

Duża koncentracja OFE w akcjonariacie

Na koniec 2015 roku udział OFE w akcjonariacie Grupy Kęty wyniósł 70,6% i był nieznacznie niższy niż na koniec 2014 roku (71,1%). Grupa Kęty była jednocześnie drugą pod względem zaangażowania OFE spółką na warszawskiej giełdzie. Wszelkie zapowiedzi zmian w funkcjonowaniu systemu emerytalnego mogą negatywnie przekładać się na sentyment wokół spółek o dużym zaangażowaniu OFE w akcjonariacie. Inwestorzy prawdopodobnie będą z ryzykiem patrzeć na przyszłość spółki pod pośrednim zarządzaniem Skarbu Państwa oraz potencjalny nawis podaży akcji.

Kopex
Trzymaj

Analitik: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 3,53 PLN

Cena docelowa: 3,70 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 395,1	1 433,9	2,8%	1 093,7	-23,7%	953,2	-12,8%	Liczba akcji (mln)	74,3
EBITDA	241,4	287,4	19,1%	140,6	-51,1%	130,1	-7,5%	MC (cena bieżąca)	262,4
marża EBITDA	17,3%	20,0%		12,9%		13,6%		EV (cena bieżąca)	717,8
EBIT	91,2	135,6	48,6%	4,8	-96,5%	10,0	110,9%	Free float	25,9%
Zysk netto	67,6	101,3	49,9%	-4,3		-11,9			
P/E	3,9	2,6						Zmiana ceny: 1m	-5,9%
P/CE	1,2	1,0		2,0		2,4		Zmiana ceny: 6m	-51,0%
P/BV	0,1	0,1		0,1		0,1		Zmiana ceny: 12m	-67,4%
EV/EBITDA	2,7	2,2		5,1		5,6		Min (52 tyg.)	3,1
Dywidenda (%)	1,7	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	11,8

W 9M'15 sprzedaż węgla kamiennego na Górnym Śląsku wyniosła 52,0 mln ton (+5,7% r/r) i była o 2,9% wyższa niż jego wydobycie. Wyższa sprzedaż wpłynęła na redukcję zapasów zgromadzonych na przykopalnianych zwałowiskach (5,8 mln ton -32% r/r – najniżej od VI'12), ale przełożyła się również na spadek cen (-5,9% w 9M'15) i powiększenie straty netto sektora (1,7 mld PLN vs. -0,5 mld PLN rok wcześniej). Na koniec 3Q'15 backlog Grupy Kopex wyniósł 1,0 mld PLN i był o 29% r/r niższy (najniżej od początku 2011 roku). Szacujemy, że zadłużenie netto Grupy na koniec 2015 roku sięgnie 450 mln PLN (3,5x EBITDA) i ze względu na słabe rezultaty będzie utrzymywać się na poziomie ponad 3,0x EBITDA przez następne dwa lata. Oczekujemy, że w 2016 roku Kopex pogłębi stratę na poziomie netto, a wynik EBITDA spadnie o 7,5% r/r. Wśród największych ryzyk dla Kopex na 2016 rok widzimy możliwe rozpoczęcie kosztownego (1,5 mld PLN) projektu budowy kopalni oraz możliwą podaż akcji ze strony TDJ (akcjonariusz Famur posiadający 7,4 mln akcji). Obniżamy naszą cenę docelową z 8,10 PLN do 3,70 PLN oraz pozostawiamy rekomendację trzymaj.

Backlog znacząco niższy z kwartału na kwartał

Na koniec 3Q'15 backlog Grupy Kopex wyniósł 1,0 mld PLN i był o 29% r/r niższy (najniżej od początku 2011 roku). Największe spadki wartości portfela zamówień miały miejsce w segmentach górnictwa podziemnego (-44% r/r; 0,2 mld PLN – najniżej od kiedy spółka prezentuje dane), urządzeń elektrycznych i elektronicznych (-23% r/r) oraz usług górniczych (-16% r/r; 0,7 mld PLN – najniżej od początku 2013 roku). W każdym kwartale 2015 roku portfel zamówień Kopex notował spadek wartości w ujęciu r/r.

Możliwa podaż od akcjonariusza Famur

Po informacji Famur o rezygnacji z kupna akcji Kopex zwiększyło się ryzyko podaży akcji od głównego akcjonariusza Famur (TDJ). Potencjalna wielkość podaży jest na poziomie 7,4 mln akcji Kopex (23 mln PLN).

Ekspozycja na KW i KHW

Według naszych szacunków wielkość należności od KHW wyniosła około 20 mln PLN, a od Kompani Węglowej około 50 mln PLN. Gdyby Rząd zdecydował się na scenariusz upadłości Kompanii Węglowej (naszym, zdaniem scenariusz mało prawdopodobny w roku wyborczym), to potencjalny odpis mógłby sięgnąć nawet 90% wyniku netto. W przypadku konieczności odpisania ww. należności, wówczas nasz Spółka w 2016 roku zanotowałaby stratę na poziomie netto.

Koniunktura na węgiel na Górnym Śląsku

W 2014 roku wydobycie węgla kamiennego w Polsce wyniosło 70,5 mln ton (-5,8% r/r) i było o około 10% wyższe niż w tym samym czasie wyniosła jego sprzedaż. W przypadku węgla energetycznego wydobycie wyniosło 58,2 mln ton i było o około 12% wyższe niż w tym samym czasie sięgnęła sprzedaż. W 1-9Q'15 wydobycie węgla dalej spadało (-3,0% r/r), ale jego sprzedaż wzrosła o 5,7% r/r – niestety głównie w rezultacie wyprzedaży zapasów po niskich cenach z Kompanii Węglowej. Wydobycie węgla energetycznego w 1-9Q'15 było o 5,6% r/r niższe, a sprzedaż wzrosła o 4,6% r/r. W efekcie nadwyżka sprzedaży nad wydobyciem w 1-9Q'15 wyniosła 1,5 mln ton (3,7% węgla wydobywanego w tym okresie).

Na koniec IX'15 zapasy węgla kamiennego w kopalniach wyniosły 5,8 mln ton i były o 32% r/r niższe (najniżej od czerwca 2012 roku). Spadek zapasów węgla na przykopalnianych zwałowiskach, to efekt wyprzedaży zapasów z Kompanii Węglowej oraz prawdopodobnie większych zakupów ze strony energetyki, która pomaga kopalniom w czasie dekonunktury. Średnia cena sprzedaży węgla kamiennego w Polsce w 9M'15 była średnio o 5,9% r/r niższa, a cena węgla energetycznego była średnio o 7,2% r/r niższa. Jednocześnie, co jest bardzo negatywne, średnia cena sprzedaży węgla kamiennego była o 22,0% niższa niż średni koszt jego wydobycia (ponownie efekt sprzedaży dumpingowej zapasów przez Kompanie Węglową).

Sprzedaż węgla po cenach wyższych niż koszty jego wydobycia spowodowała, że wynik netto sektora w 9M'15 spadł do -1,7 mld PLN z -0,5 mld PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. W 2015 roku po wyraźnym wzroście w trzech ostatnich latach różnicy między zobowiązaniami i należnościami kopalni wartość ustabilizowała się na poziomie 11,5 mld PLN. Cały czas wartość ta była na historycznie rekordowym poziomie. Słaba kondycja finansowa kopalni zmusiła je do dalszych cięć wydatków na inwestycje górnicze (inwestycje ogółem w 9M'15 spadły do 1,1 mld PLN o 38% r/r, a nakłady na maszyny i urządzenia spadły do 0,4 mld PLN o 33% r/r). W 9M'15 wyraźnie spadły nakłady na wyrobiska górnicze, które dotychczas były bardziej odporne na załamania koniunktury (517,6 mln PLN -39,7% r/r).

W 2016 roku polski sektor górniczy będzie się musiał zmierzyć z utrzymującą się presją na cenę węgla na rynku krajowym. Z jednej strony wpływ na to mają spadające ceny ropy naftowej i utrzymujące się na rynkach światowych niskie ceny węgla. Naszym zdaniem inwestycje kopalni krajowych pozostaną na niskich poziomach, o ile lokalny Rząd nie podejmie się prac nad programem w celu dofinansowania krajowego sektora górniczego.

UNIWHEELS		Kupuj									
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		120,70 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-01-12	
		Cena docelowa:		142,90 PLN							
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	337,2	362,6	7,5%	434,3	19,8%	460,1	5,9%	Liczba akcji (mln)	12,5		
EBITDA	38,3	46,3	20,9%	57,3	23,8%	60,8	6,2%	MC (cena bieżąca)	1 506,3		
marża EBITDA	11,3%	12,8%		13,2%		13,2%		EV (cena bieżąca)	1 655,4		
EBIT	23,6	32,1	36,0%	42,5	32,5%	42,1	-1,0%	Free float	38,7%		
Zysk netto	13,2	22,2	67,5%	37,0	66,7%	40,4	9,1%				
P/E	20,7	12,4		9,3		8,5		Zmiana ceny: 1m	-4,1%		
P/CE	9,8	7,5		6,6		5,8		Zmiana ceny: 6m	2,2%		
P/BV	3,2	3,3		1,8		1,5		Zmiana ceny: 12m	15,0%		
EV/EBITDA	9,2	7,9		6,6		6,4		Min (52 tyg.)	105,0		
Dyld (%)	2,6	0,0		2,9		5,4		Max (52 tyg.)	129,0		

Nowe moce, dzięki uruchomieniu trzeciego zakładu w Stalowej Woli zwiększą potencjał produkcji Grupy UNIWEELS o 24%, co naszym zdaniem pozwoli na wzrost sprzedaży w 2016 roku o +7,6% r/r. Spółce sprzyjać będą niższe średnie ceny aluminium (o 3% r/r) oraz niższe ceny gazu ziemnego (o 15% r/r). Dodatkowo oczekujemy oszczędności po stronie kosztów zarządu (w IH'15 koszty związane z IPO obniżyły wynik o 2,4 mln EUR) oraz kosztów obsługi zadłużenia (o 3,8 mln EUR w efekcie spadku kosztu kredytu konsorcjalnego o 45p.b. oraz konwersji pożyczki od akcjonariusza na kapitał własny). Według naszych prognoz w 2016 roku wynik EBITDA Grupy wzrośnie o 6,2% r/r (do 60,8 mln EUR), a wynik netto o 9,1% r/r (do 40,4 mln EUR). Dodatkowym atutem wynikającym z posiadania akcji UNIWEELS jest aktualna rekomendacja Zarządu odnośnie dywidendy na poziomie 50% wyniku netto za 2015 rok. To przy bieżącej cenie dawałoby Dyld'16 na poziomie 5%. Pozostawiamy naszą cenę docelową dla akcji Grupy UNIWEELS na poziomie 142,90 PLN oraz pozostawiamy rekomendację kupuj.

Wysoka sprzedaż samochodów w 2015 roku, w 2016 szansa na jednocyfrowy wzrost r/r

Sprzedaż samochodów osobowych w Europie w 2015 roku sięgnęła 13,0 mln sztuk i była o 9,2% r/r wyższa. Wśród głównych klientów UNIWEELS największy wzrost sprzedaży zaliczyły takie koncerny jak Jaguar Land Rover (+25,2% r/r), Daimler (+17,7% r/r), BMW (+12,3% r/r), Volvo (+11,7% r/r), Ford (+8,6% r/r), PSA (+6,0% r/r) oraz VW (+6,2% r/r). Najdynamiczniej sprzedaż rosła w państwach południa Europy, jak Hiszpania (+20,9% r/r) czy Włochy (+15,8% r/r). Największe rynki sprzedażowe odnotowały jednocyfrowy wzrost sprzedaży samochodów osobowych – Francja (+6,8% r/r), Wielka Brytania (6,3% r/r) i Niemcy (+5,6% r/r). Naszym zdaniem środowisko niskich stóp procentowych i możliwe dalsze stymulowanie europejskiej gospodarki przełoży się na wzrost wolumenów sprzedaży samochodów osobowych również w 2016 roku. Naszym zdaniem możliwy do utrzymania jest jednocyfrowy wzrost sprzedaży w 2016 roku, po niemal dwucyfrowej dynamice w 2015 roku.

Spadająca ekspozycja na VW

W 1-3Q'15 zmniejszyła się wyraźnie koncentracja sprzedaży do VW (łącznie z Audi 36% vs. 40% w 2014 roku), natomiast wzrosła sprzedaż do koncernów Jaguar, Mercedes Daimler i BMW (najdynamiczniej rosnące sprzedażowo marki w I-XI'15 na rynku europejskim). W 1-3Q'15 wielkość sprzedaży UNIWEELS do Grupy VW przy uwzględnieniu segmentu Aftermarket wynosi 30,1%. Naszym zdaniem w 2016 roku w dalszym ciągu będziemy obserwować dywersyfikację Grupy UNIWEELS względem odbiorców, co prowadzić będzie do spadku udziału koncernu VW w przychodach spółki.

Zmniejszenie wagi auta motorem aluminium w samochodach

Naszym zdaniem afera wokół emisyjności silników samochodów produkowanych przez koncern VW zwiększy wysiłki branży samochodowej na polepszenie efektywności spalania silników w nowych samochodach. Najprawdopodobniej trend dalszego zmniejszania wagi samochodu zostanie wzmocniony, co przełoży się na większe użycie aluminium i materiałów lekkich w samochodach. Korzystać będą na tym również producenci felg aluminiowych, którzy już w 2015 roku pracowali na bliskich całkowitego wykorzystania mocach produkcyjnych. Producentom felg sprzyja również obserwowany średni wzrost rozmiaru koła (więcej samochodów SUV, elektrycznych, lepszy wygląd auta), co przekłada się na zmniejszenie dostępnych mocy produkcyjnych (większe koła wymagają więcej obróbki, co ogranicza możliwy wolumen sprzedaży). Dodatkowo nowe trendy wymuszają użycie nowoczesnych technik produkcji, co zwiększa możliwość podniesienia marży na nowym asortymencie (lightforming, więcej kolorów, diamentowe cięcie itp).

Wysoka dywidenda z zysku za 2015 rok

Po 3Q'15 Zarząd UNIWEELS zakładając harmonogram inwestycji w nowy zakład w Stalowej Woli oraz oczekiwane przepływy gotówki z działalności operacyjnej zapowiedział rekomendację Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy dywidendy z zysku za 2015 rok na poziomie 50% skonsolidowanego wyniku netto spółki. To przy naszych założeniach wyniku netto za 2015 rok dawałoby wielkość dywidendy na akcję w 2016 roku na poziomie 1,49 EUR oraz Dyld na poziomie 5%. Naszym zdaniem mimo wypłaty takiej dywidendy wskaźnik długu netto do EBITDA w 2016 i 2017 roku nie przekroczy poziomu 1,0x.

Vistal		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		8,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02	
		Cena docelowa:		15,80 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	283,4	322,4	13,8%	395,2	22,6%	456,8	15,6%	Liczba akcji (mln)	14,2
EBITDA	34,2	44,7	30,4%	44,7	0,1%	49,8	11,5%	MC (cena bieżąca)	113,7
marża EBITDA	12,1%	13,9%		11,3%		10,9%		EV (cena bieżąca)	334,7
EBIT	23,5	27,1	15,3%	29,6	9,1%	34,2	15,6%	Free float	29,6%
Zysk netto	20,4	12,3	-39,7%	15,9	29,1%	18,7	17,9%		
P/E	5,6	9,3		7,2		6,1		Zmiana ceny: 1m	-17,2%
P/CE	3,7	3,8		3,7		3,3		Zmiana ceny: 6m	-38,5%
P/BV	0,8	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-21,2%
EV/EBITDA	6,8	6,6		7,5		6,7		Min (52 tyg.)	8,0
Dyld (%)	0,0	0,0		3,8		3,5		Max (52 tyg.)	13,9

Według naszych prognoz Grupa Vistal w 2016 rok wejdzie z portfelem zamówień na poziomie 290 mln PLN (+17,9% r/r), w skład którego wchodzi duża umowa na rynek Offshore za 75,5 mln PLN oraz 71,6 mln PLN na budowę fragmentu drogi S7 (z Budimex). Według naszych prognoz wysoki podpisany portfel umożliwi wypracowanie obrotów na poziomie 456,8 mln PLN (+15,6% r/r), EBITDA 49,8 mln PLN (+11,5% r/r) oraz wyniku netto 18,7 mln PLN (+17,9% r/r). Mimo niskich cen ropy oraz dekonunktury na rynku inwestycji w wydobywanie ropy i gazu portfel zamówień Vistal w segmencie Offshore na koniec 2015 roku wyniesie 84 mln PLN i będzie o 62% r/r wyższy. Spółka w 2016 roku powinna korzystać z podpisywanych nowych umów związanych z realizacją nowej perspektywy wydatków z UE (zamówienia drogowe i kolejowe). Obniżamy naszą cenę docelową dla spółki Vistal z 16,40 PLN do 15,80 PLN oraz podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Duża umowa Offshore w portfelu mimo słabego otoczenia w wydobywaniu ropy

Pomimo spadków cen ropy oraz ograniczeń w wydatkach koncernów naftowych na nowe inwestycje Vistal Gdynia w 2015 roku zawarł umowę z norweską firmą Aibel na wykonanie elementów platformy wiertniczej zlokalizowanej na polu Johan Sverdrup za łączną kwotę 75,5 mln PLN. Prace przygotowawcze kontraktu rozpoczęły się w 4Q'15, a realizacja potrwa do końca 3Q'16. Dodatkowo Vistal Gdynia poinformował w 4Q'15 o podpisaniu ramowej umowy z tym samym kontrahentem na wytwarzanie konstrukcji stalowych dla branży Offshore do końca września 2018 roku. Druga część umowy szacowana jest na 15 mln PLN netto. Według naszych szacunków portfel zamówień Vistal w segmencie Offshore na koniec 2015 roku wyniesie 84 mln PLN i będzie o 62% r/r wyższy. Mimo dekonunktury na rynku ropy wysoki portfel zamówień pozwoli Vistal na wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych w 2016 roku.

Wysoki portfel zamówień w infrastrukturze

W segmencie infrastruktury Vistal w 2015 roku podpisał dwie duże umowy. Pierwsza, krajowa dotyczy wykonania nośnego obiektu w ramach budowy drogi ekspresowej S7 na odcinku Miłomłyn – Olsztynek oraz budowy obwodnicy Ostródy za łączną kwotę 71,6 mln PLN brutto. Zlecającym podmiotem jest Budimex S.A. Druga umowa została podpisana z HOCHTIEF na wykonanie i montaż konstrukcji stalowej obiektów mostowych w Sztokholmie. Wartość umowy opiewa na 25,6 mln PLN. Łącznie portfel zamówień Vistal Gdynia w segmencie infrastruktury według naszych szacunków na koniec 2015 roku wynosi 144,7 mln PLN i jest na porównywalnym r/r poziomie (-1,9% r/r).

Rosnące znaczenie segmentu budownictwo

Według naszych szacunków portfel zamówień Vistal w segmencie budownictwa wyniósł na koniec 2015 roku 48,2 mln PLN i jest o 50,6% r/r wyższy. Wartość podpisanego Backlogu w segmencie budownictwa odpowiada już za ponad 15% wartości całego portfela zamówień (rosnące znaczenie segmentu). W skład zamówień segmentu wchodzi między innymi umowy na eksport modułów stalowych do budowy hoteli na rynkach zagranicznych (np. Londyn).

Wartość rozpoczynanych prac mostowych w 2016 roku +61,2% r/r

Według naszych szacunków wartość rozpoczynanych w 2016 roku prac związanych ze wznoszeniem mostów wyniesie 1 149,2 mln PLN i będzie o 61,2% r/r wyższa. Największe projekty rozpoczynane w 2016 roku to Aleja Wielkiej Wyspy we Wrocławiu (350 mln PLN), DW985 most na Wiślocie (140 mln PLN), Obwodnica Miękinia (100 mln PLN), wiadukt Biskupia Górka (80 mln PLN), trasa mostowa wschodnia w Toruniu (70 mln PLN), wiadukt nad ul. Towarową w Warszawie (70 mln PLN).

Budownictwo

Prognozy i proponowane pozycjonowanie mniejszych spółek budowlanych w ramach portfela

Spółka	Portfel	Cena (PLN)	MCap	Dług netto	EV	Przychody		Zysk netto		EBITDA		P/E		EV/EBITDA	
						2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Elektrotim	Przeważaj	16,97	169	-25	145	326	316	17	17	24	24	9,7	9,9	5,8	5,6
Herkules	Przeważaj	4,02	175	94	268	160	179	19	20	49	49	9,2	8,9	5,5	5,4
Ulma	Niedoważaj	74,00	389	-26	363	185	210	4	15	60	70	106,5	26,7	5,7	5,2
Torpol	Równoważ	10,50	241	0	241	1 182	770	37	19	61	42	6,4	12,9	3,9	5,5
Trakcja	Równoważ	12,80	658	38	696	1 452	1 452	52	51	93	94	12,7	13,0	7,8	7,6
ZUE	Równoważ	10,00	230	5	236	525	567	12	13	24	25	19,3	17,2	8,4	8,0

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Spółki

Elektrotim

Elektrotim jest jedną z trzech monitorowanych spółek, które zarówno w 2014 r., jak i w 2015 r. zachowywały się lepiej niż indeks WIG-Budownictwo (pozostałe to Herkules i Budimex) i zarazem jedną, która na przestrzeni ostatnich dwóch lat wzrosła ponad 100%. Na przestrzeni 2015 r. spółka dowiodła, że skokowy wzrost portfela zamówień nie był zjawiskiem tymczasowym. Na koniec 2015 r. nastąpił sezonowy spadek wartości portfela, lecz powinien być wciąż on wystarczająco wysoki (ok. 220-250 mln PLN) by założyć utrzymanie tegorocznych przychodów spółki na poziomie ok. 300 mln PLN oraz zysk netto w okolicach 17 mln PLN. Największymi zaletami Elektrotimu są: (1) atrakcyjne wskaźniki wyceny (EV/EBITDA'16=5,6x, P/E'16=9,9x), (2) gotówka netto w wysokości około 15-20% kapitalizacji spółki, (3) wysoka i stabilna dywidenda (DPS'16=1,00 PLN, DYield'16=5,9%). Podtrzymujemy „PRZEWAŻENIE” akcji Elektrotimu.

Herkules

Na początku 2015 r. mało kto spodziewał się, że Herkules jest w stanie trzeci rok z rzędu podwoić zysk netto. Po wynikach za 9M'15 taki scenariusz wydaje się bardzo prawdopodobny. Sądymy, że 2016 r. powinien przynieść kolejny rekordowy wynik pomimo mniejszej liczby zamówień z energetyki wiatrowej. Spadek zysku w Viatronie powinien być skompensowany pierwszymi zyskami z wynajmu dźwigów Budopolu, który ostatecznie został przejęty przez spółkę na przełomie 2015 i 2016 r. Zdecydowane umocnienie się Herkulesa na pozycji lidera wynajmu żurawi wieżowych w Polsce (po akwizycji spółka posiada prawie 300 żurawi), powinno pozwolić na podniesienie marż. W 2016 r. więcej do wyniku powinien dołożyć segment produkcji elementów żelbetonowych, który już w trakcie 2015 r. istotnie zwiększył obroty i marżę. Spółka walczy o wieloletni kontrakt na kolei o wartości ok. 500 mln PLN. Odraczanym latami czynnikiem ryzyka pozostaje przewartościowana działka w Krynicy. Spółka pracuje nad projektem, który pozwoliłby na wyjście z tej inwestycji bez strat. Potencjalny zysk może natomiast przynieść sprzedaż nieruchomości po przejęciu Budopolu. Podnosimy nasze prognozy na 2016 r. o 10% na EBITDA do 49 mln PLN oraz o 23% na zysku netto do 20 mln PLN. Herkules, notowany na EV/EBITDA'16=5,4x oraz P/E'16=8,9x, pozostaje jedną z najtańszych spółek w sektorze budowlanym. Podtrzymujemy „PRZEWAŻENIE” akcji Herkulesa.

Ulma

Nadpodaż szalunków na rynku oraz wojna cenowa były przyczyną słabych wyników Ulmy w 2015 r. Wyniki spółki w Polsce ulegną stopniowej poprawie w 2016 r. w związku z ożywieniem na rynku infrastruktury drogowej. Nie zakładalibyśmy jednak osiągnięcia przez Ulmę wyników atrakcyjnych dla akcjonariuszy i wspierających obecny poziom kursu akcji. W 2016 r. trudno będzie podtrzymać zyski z działalności w Kazachstanie, które ratowały wyniki

spółki w 2015 r. W minionych kwartałach poprawa wyników wynikała w dużej mierze z działań restrukturyzacyjnych i oszczędnościowych. Możliwości dalszej poprawy w tym zakresie są bardzo ograniczone. Podtrzymujemy „NIEDOWAŻENIE” akcji Ulmy.

Torpol

Torpol jest spośród monitorowanych przez nas spółek najbardziej uzależniony od PKP PLK. Kluczowe kontrakty – Łódź Fabryczna oraz Rail Baltica – kończą się odpowiednio w sierpniu i listopadzie br. Poza powyższymi zleceniami w portfelu zamówień spółki znajdują się pojedyncze niewielkie kontrakty, które w większości zostaną rozliczone w pierwszej połowie roku. Zakładając brak nieoczekiwanych zdarzeń, posiadany portfel powinien zapewnić spółce bardzo dobre wyniki aż do 3Q'16. Dobre wyniki, silny cash flow oraz wysoki DYield'16=7,6% będzie stabilizował kurs Torpolu. Jeśli worek z nowymi kontraktami nie rozwiąże się do końca pierwszego półrocza, nasza prognoza wyników 2016 r. będzie istotnie zagrożona. W prognozie nie uwzględniamy potencjalnego aneksu na kontrakcie Łódź Fabryczna, który może zwiększyć wynik spółki o około 20 mln PLN. Podtrzymujemy „RÓWNOWAŻENIE” akcji Torpolu.

Trakcja

Portfel zamówień grupy na bieżący rok (ok. 1,2 mld PLN) w około 80% wypełnia nasze prognozy przychodów 2016 r. Ponadto, spółka posiada w backlogu około 450 mln PLN na 2017 rok. Istotne znacznie dla skonsolidowanych wyników Trakcji ma litewska spółka z Grupy, która generuje około 1/3 przychodów grupy przy wysokich marżach. Uważamy, że przychody z Litwy oraz z pozyskanych kontraktów drogowych pozwolą Trakcji przynajmniej utrzymać poziom wyników z 2015 r. nawet w przypadku opóźnień w przetargach od PKP PLK. Jest to jednak założone w konsensusie prognoz, który wzrósł na przestrzeni ostatnich 2,5 miesiąca o ok. 70% na 2016 r. i o około 50% na 2017 r. Obecnie konsensus ZN'16 jest zbliżony do naszych prognoz, a konsensus na ZN'17 o ponad 10% wyższy. Uważamy, że na tak wczesnym etapie rozstrzygnięć w przetargach kolejowych (pierwszych otworzyć oferty w kontraktach z nowej perspektywy spodziewamy się w marcu) prognozowanie na 2017 r. jest obarczone dużym ryzykiem. W długim okresie spodziewamy się utrzymania dominującej pozycji Trakcji na rynku budownictwa kolejowego. W perspektywie 1-2 kwartałów rozstrzygnięcia w przetargach mogą wciąż być rzadkim zjawiskiem. Podtrzymujemy „RÓWNOWAŻENIE” akcji Trakcji.

ZUE

Sądząc po dobrym zachowaniu kursu ZUE na początku roku, rynek może liczyć na bardzo dobre wyniki spółki w 4Q'15. Sądymy, że wyniki powinny być dobre, a sam cash flow bardzo dobry. Portfel zamówień spółki po 3Q'15 (ok. 700 mln PLN w tym kontrakt dla PSE za ponad 400 mln PLN) nie daje jednak poczucia komfortu na 2016 r. Zalecamy „RÓWNOWAŻENIE” akcji ZUE.

Budimex
Akumuluj

Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		196,95 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-11-04	
		Cena docelowa:		225,10 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	4 749,5	4 949,9	4,2%	5 085,1	2,7%	5 934,9	16,7%	Liczba akcji (mln)		25,5	
EBITDA	362,2	270,3	-25,4%	298,4	10,4%	370,9	24,3%	MC (cena bieżąca)		5 028,2	
marża EBITDA	7,6%	5,5%		5,9%		6,2%		EV (cena bieżąca)		3 064,6	
EBIT	333,3	247,3	-25,8%	277,1	12,0%	349,9	26,3%	Free float		30,9%	
Zysk netto	300,5	192,0	-36,1%	226,7	18,1%	288,0	27,0%				
P/E	16,7	26,2		22,2		17,5		Zmiana ceny: 1m		1,5%	
P/CE	15,3	23,4		20,3		16,3		Zmiana ceny: 6m		6,1%	
P/BV	8,0	9,7		8,5		7,7		Zmiana ceny: 12m		25,4%	
EV/EBITDA	9,5	12,1		10,3		9,4		Min (52 tyg.)		155,5	
Dyid (%)	2,2	6,0		3,1		4,5		Max (52 tyg.)		218,0	

Budimex potwierdza dominującą rolę w budownictwie drogowym, rośnie w budownictwie kubaturowym oraz szykuje się do mocniejszego wejścia na rynek budownictwa energetycznego oraz kolejowego. Szacujemy, że w minionym roku wartość zawartych kontraktów przekroczyła w Budimeksie 7,0 mld PLN, co jest najlepszym wynikiem w historii spółki (drugim z rzędu, po rekordowym 2014 r., w którym pozyskano kontrakty za 6,3 mld PLN). Szacujemy, że Budimex wszedł w 2016 r. z portfelem zamówień w wysokości wyraźnie przekraczającej 8,5 mld PLN, osiągając rekordowy backlog w historii. Szacujemy, że GDDKiA rozstrzygnęła przetargi na 40% budżetu na lata 2014-2020, a PKP PLK są na samym początku tego procesu. W 2016 r. Budimex będzie kontynuował rozbudowę portfela zamówień. W związku ze sprzyjającymi warunkami pogodowymi w ostatnich miesiącach 2015 r., spodziewamy się bardzo dobrych wyników Budimeksu za 4Q'15. Podnosimy naszą prognozę zysku netto Budimeksu w 2015 r. o 6% do 227 mln PLN. Jednocześnie obniżamy naszą prognozę zysku netto w 2016 r. o 5% do 288 mln PLN (efekt przesunięcia części robót na 2015 i 2017 r.). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj i cenę docelową na poziomie 225,10 PLN.

Program Budowy Dróg Krajowych na razie bez korekt

Rozszerzony w połowie 2015 r. Program Budowy Dróg Krajowych na lata 2014-2020 (PBDK) ma wartość 107 mld PLN netto i zakłada realizację 4 783 km nowych dróg. Do listopada ur. GDDKiA rozstrzygnęła przetargi o wartości 36 mld PLN (34% budżetu) na 1 186 km dróg (25% planowanych inwestycji). Nowy rząd zwraca uwagę, że środki przeznaczone na realizację rozszerzonego PBDK są niewystarczające. Jak dotąd ze strony rządu nie padły konkretne deklaracje, odnośnie ewentualnego zwiększenia budżetu programu, choć pierwsze komentarze o konieczności takich działań już się pojawiły. Wypowiedzi ministrów nowego rządu sugerują raczej chęć poszukiwania dodatkowych źródeł finansowania inwestycji niż ograniczenia zakresu inwestycji do możliwości budżetu. Ze względu na ograniczone możliwości budżetu państwa, nie zakładalibyśmy, że ewentualne zmiany w PBDK będą dotyczyły zwiększenia budżetu.

Kolejny rok wysokiej skuteczności Budimeksu

Szacujemy, że w latach 2014-2015 Budimex złożył najkorzystniejsze oferty w 26 przetargach drogowych o łącznej wartości ponad 8,5 mld PLN (4,2 mld PLN w 2014 r. oraz 4,3 mld PLN w 2015 r.). Oznacza to około 25% udział w

rynku i pozycję lidera na rynku infrastruktury drogowej. Szacujemy, że pozyskane dotychczas kontrakty z GDDKiA prawie w całości wypełniają nasze prognozy przychodów z działalności drogowej w latach 2016-2017 r. oraz w około 50% na 2018 r.

W największych kontraktach ceny bliskie budżetu inwestora

W 2015 r. można było dostrzec ostrożne podejście Budimeksu przy składaniu ofert na niektóre znaczące przetargi drogowe (np. Południowa Obwodnica Warszawy). Nie przeszkodziło to spółce w zdobyciu kilku większych zleceń. Cztery największe zlecenia Budimeksu (S7 Koszwały-Elbląg, Obwodnica Ostródy, Obwodnica Olsztyna, S3 Nowa Sól-Legnica), stanowiące łącznie ponad 40% wartości kontraktów zdobytych w latach 2014-2015 od GDDKiA, zostały pozyskane przy umiarkowanej konkurencji (średnio 6,5 oferty) oraz przy cenie o średnio 4% niższej niż budżet inwestora. W kontraktach na S3 i S7 oferta Budimeksu była zaledwie o 1-2% niższa od drugiej oferty. W przypadku obwodnicy Ostródy i obwodnicy Olsztyna Budimex wygrał z odpowiednio trzeciego i czwartego miejsca po wykluczeniu ofert konkurencji.

Kolej i energetyka - rynki strategiczne

Budimex zamierza znacznie zwiększyć zaangażowanie w budownictwo kolejowe i przemysłowe (w tym energetyka). Szacujemy, że przychody Budimeksu z powyższych gałęzi budownictwa wyniosą w 2016 r. łącznie ok. 500-550 mln PLN. Spodziewamy się wzrostu skali przychodów z obu branż do około 1,5 mld PLN w perspektywie najbliższych pięciu lat.

Czołowy deweloper w Polsce

Budimex Nieruchomości zakończył 2015 r. na IV miejscu w sprzedaży mieszkań wśród deweloperów z GPW. W minionym roku spółka zwiększyła wolumen sprzedaży o 14% do 1 918 szt. Deweloperskie ramie Budimeksu to: 4,2 tys. mieszkań w budowie (na 30.09.2015), grunty na kolejne 6,3 tys. lokali i najsilniejsza w branży pozycja gotówkowa. Szacujemy, że zysk operacyjny segmentu podwoi się w ciągu 2 lat. W 2015 r. spółka rozliczyła w wyniku 900 mieszkań. Prognozujemy, że w 2016 r. liczba ta wzrośnie do ok. 1 200 szt., a w 2017 r. do około 2 300 szt.

Prognozy vs. konsensus

Uważamy, że konsensus prognoz na Budimex jest za niski i będzie się podnosił. Nasze prognozy są o 8-9% wyższe od konsensusu na lata 2015-2016 oraz o ok. 20% wyższe od konsensusu na 2017 r.

Elektrobudowa		Kupuj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		114,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-12-03	
		Cena docelowa:		170,50 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	905,6	1 108,3	22,4%	1 194,1	7,7%	1 052,3	-11,9%	Liczba akcji (mln)	4,7		
EBITDA	38,8	49,3	27,0%	85,6	73,6%	86,4	1,0%	MC (cena bieżąca)	541,2		
marża EBITDA	4,3%	4,4%		7,2%		8,2%		EV (cena bieżąca)	554,9		
EBIT	24,7	35,7	44,7%	71,3	99,5%	72,8	2,1%	Free float	43,5%		
Zysk netto	17,2	27,3	58,7%	53,8	96,8%	55,1	2,5%				
P/E	31,4	19,8		10,1		9,8		Zmiana ceny: 1m	-12,3%		
P/CE	17,3	13,2		7,9		7,9		Zmiana ceny: 6m	-16,2%		
P/BV	1,7	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	31,7%		
EV/EBITDA	12,1	11,8		6,5		5,6		Min (52 tyg.)	83,0		
Dyield (%)	1,8	1,8		0,0		6,0		Max (52 tyg.)	158,5		

Mniej więcej od wyników za 3Q'15 (16.11.2015) kurs akcji Elektrobudowy znajduje się w silnej korekcie. Za słabością kursu spółki może się kryć kilka przyczyn. Po pierwsze, niemal 30% korektę, poprzedził ponad 110% wzrost kursu trwający od początku 2015 r. Pomimo korekty w ostatnich miesiącach, na przestrzeni całego 2015 r. Elektrobudowa okazała się jedną z najbardziej dochodowych inwestycji na GPW (+76%). Po drugie, generalnie dobrym wynikiem za 3Q'15 towarzyszył słabszy cash flow z działalności operacyjnej, na co rynek jest w szczególności wyczulony w przypadku Elektrobudowy. Po trzecie, portfel zamówień spółki spadł na koniec 3Q'15 o 15% r/r, a sam trzeci kwartał był relatywnie słaby pod względem nowych zamówień, co mogło wzbudzić obawy o wyniki spółki w 2016 r. Po czwarte, sentyment do spółki ucierpiał w wyniku informacji na temat kar umownych w kwocie 12 mln PLN na jednym z kontraktów dla PSE oraz plotek, na temat odejścia Prezesa Faltynowicza (plotek, które okazały się faktem). Rynek całkowicie zignorował informację na temat podniesienia prognozy zarządu na 2015 r. (59,6 mln PLN, +17% względem konsensusu). Nie widać również reakcji na szybko opublikowaną prognozę nowego zarządu na 2016 r. (50,9 mln PLN). Jest ona wprawdzie o 8% niższa od naszych prognoz i konsensusu, lecz w obliczu kryzysu zaufania do spółki, powinna według nas działać pozytywnie na sentyment. Podtrzymujemy nasze prognozy, cenę docelową oraz rekomendację kupuj dla akcji Elektrobudowy.

Zmiana na stanowisku prezesa zarządu

Wieloletni prezes Elektrobudowy Jacek Faltynowicz zrezygnował ze stanowiska. Rada nadzorcza powołała na jego miejsce z dniem 1 stycznia Janusza Juszczyka, dotychczasowego wiceprezesa spółki. Rada nadzorcza powołała też Piotra Janczyka na stanowisko członka zarządu. Uważamy, że zmiana w zarządzie nie powinna wiązać się w z rewolucyjnymi zmianami w strategii spółki, którą obecny prezes miał okazję współtworzyć. Prezes Juszczyk pracuje w Elektrobudowie od 1985 r., a od 2011 r. był członkiem zarządu odpowiedzialnym za segment Rynek Wytwarzania Energii.

Publikacja prognozy zarządu na 2016 r.

Elektrobudowa prognozuje, że w 2016 roku wypracuje na poziomie całej grupy kapitałowej 1,122 mld PLN przychodów oraz 50,9 mln PLN zysku netto. Zarząd prognozuje ponadto wartość nowych zamówień w 2016 r. na poziomie 773,5 mln PLN. Prognoza zarządu na 2016 r. została opublikowana zaskakująco wcześnie, co sugerowałoby że

nowy Prezes nie widzi aż tak wielu ryzyk dla prowadzenia działalności spółki jak to miało miejsce w minionym roku. Przypominamy, że I prognoza na 2015 r. została opublikowana 25 lutego i zakładała 45 mln PLN skonsolidowanego zysku netto, następnie została podniesiona 16 listopada do 59,5 mln PLN i w takiej kwocie obowiązuje do dziś. Prognoza na 2016 r. jest o 6% niższa od prognozy na 2015 r. na poziomie skonsolidowanych przychodów oraz o 15% niższa na poziomie zysku netto. Jest zarazem o 8% niższa od naszej prognozy skonsolidowanego zysku netto na 2016 r. Szybka publikacja prognozy, w niespełna miesiąc po zmianie na stanowisku prezesa, może w naszej ocenie poprawić postrzeganie spółki, sugerując, że nowy CEO jest dobrze zorientowany w sytuacji spółki (w co nie wątpiliśmy) oraz że spółka nie kryje „trupów w szafie”, co mogło być przedmiotem obaw inwestorów po zmianie prezesa. Biorąc pod uwagę specyfikę działalności prowadzonej przez Elektrobudowę, uważamy, że różnica między naszą prognozą a prognozą zarządu nie jest znacząca. Sądzymy, że nasze szacunki mają spore szanse na realizację, zakładając, że spółka utrzyma skuteczność w pozyskiwaniu nowych zleceń. Prognoza zarządu, dotycząca nowych zamówień na 2016 r. jest zaskakująco niska. Zamówienia na poziomie 773 mln PLN oznaczałyby najgorszy rok pod tym względem od 5 lat. Sądzymy, że rynek budownictwa energetycznego oferuje więcej możliwości niż wynika to z oczekiwań zarządu odnośnie zamówień, tym bardziej że nowy rząd stawia sobie za cel utrzymanie wysokiego poziomu inwestycji w energetyce.

Wysokie kwoty należne – problem jednego kontraktu

Kwoty należne od odbiorców z tytułu kontraktów długoterminowych wyniosły na koniec września 2015 r. 238 mln PLN (140 mln PLN netto, -43% r/r), z czego 133 mln PLN dotyczy Stacji Byczyna, gdzie pierwszej faktury spodziewamy się w 2Q'16. Mimo zamrożenia znacznych środków pieniężnych w powyższym kontrakcie, spółka miała na koniec czerwca 21 mln PLN gotówki netto. Odzyskanie środków zamrożonych w kontrakcie Stacja Byczyna powinno zdecydowanie poprawić sentyment do spółki. Na tę informację przyjdzie nam zapewne jeszcze poczekać kilka miesięcy.

Powrót dywidendy

Uważamy, że Elektrobudowę stać na wypłatę znaczącej dywidendy w 2016 r. na poziomie 60% zysku netto za 2015 r., co oznacza DPS równy 6,80 PLN (DYield = 6,0%). FCFPS w kolejnych latach szacujemy na 12-13 PLN, co przy braku zadłużenia stanowi solidną bazę do wzrostu dywidendy.

Erbud
Kupuj

Analitik: Piotr Zybala

Cena bieżąca: 25,95 PLN

Cena docelowa: 36,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 225,1	1 693,8	38,3%	1 755,5	3,6%	1 620,5	-7,7%	Liczba akcji (mln)	12,8
EBITDA	40,1	52,7	31,3%	66,1	25,5%	66,3	0,4%	MC (cena bieżąca)	331,2
marża EBITDA	3,3%	3,1%		3,8%		4,1%		EV (cena bieżąca)	330,1
EBIT	32,4	43,8	35,0%	56,2	28,4%	55,3	-1,7%	Free float	
Zysk netto	17,5	27,2	55,5%	34,4	26,7%	35,6	3,4%		
P/E	18,9	12,2		9,6		9,3		Zmiana ceny: 1m	-6,2%
P/CE	13,1	9,2		7,5		7,1		Zmiana ceny: 6m	-18,7%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-6,3%
EV/EBITDA	7,6	4,8		5,0		4,5		Min (52 tyg.)	22,2
Dyld (%)	0,0	2,8		2,0		4,2		Max (52 tyg.)	34,8

Na fali ogólnej wyprzedaży na rynku w ostatnich miesiącach 2015 r., kurs Erbudu spadł ponad 20% do poziomu z przełomu 2014 i 2015 r. Impulsem do wyprzedaży akcji (oprócz ogólnej dekonunktury na rynku) mógł być rozczarowujący portfel zamówień Erbudu, który na koniec września wyniósł 1,23 mld PLN (-20% r/r). Rynek natomiast całkowicie zignorował fakt 17% wzrostu przychodów spółki, 56% wzrostu EBITDA oraz 74% wzrostu zysku netto w okresie 9M'15. Uważamy, że spadek przychodów spółki w 2016 r. będzie niższy niż wskazywały na to obecny portfel zamówień. Spodziewamy się dalszego wzrostu rentowności w związku z (1) poprawą efektywności segmentu budownictwa energetycznego oraz (2) brakiem w wynikach zdarzeń jednorazowych, które w 2015 r. per saldo obniżyły wyniki spółki. Podnosimy naszą prognozę zysku netto spółki o 23% w 2015 r. oraz o 10% w 2016 r. Rekomendujemy kupno akcji Erbudu, wyznaczając cenę docelową na poziomie 36,00 PLN (poprzednia 34,50 PLN).

Negatywny wpływ zdarzeń jednorazowych

Od czterech kwartałów Erbud regularnie rozpoznaje w wynikach zysk z wyceny do wartości godziwej projektu Deptak. W okresie 9M'15 zysk z tego tytułu wyniósł 6,2 mln PLN. W 3Q'15 spółka zawiązała rezerwy na jednym z kontraktów na kwotę około 6 mln PLN. Ponadto, w związku ze zmianą siedziby oraz obchodzonym jubileuszem 25-lecia istnienia spółki koszty zarządu były w 2015 r. zawyżone względem naturalnego poziomu. W minionym roku Erbud ponosił koszty restrukturyzacji szybko rosnącego segmentu budownictwa energetycznego. Trudno precyzyjnie określić ostateczny wpływ zdarzeń o jednorazowym charakterze, które wpłynęły na wyniki Erbudu. Szacujemy, że była to kwota w okolicach -5 mln PLN. W 2016 r. widzimy szansę na rozwiązanie przynajmniej części rezerwy zawiązanej w 2015 r. w kwocie 6,2 mln PLN. Spółka może również otrzymać kolejne kilka milionów złotych płatności z projektu Deptak w przypadku udanej komercjalizacji obiektu. W prognozach 2016 r. nie zakładamy żadnych zdarzeń o charakterze jednorazowym.

Uchwalenie polityki w zakresie dywidend

Pod koniec stycznia spółka ogłosiła przyjęcie polityki w zakresie dywidendy. Zarząd Erbudu będzie rekomendował wypłatę dywidendy na poziomie od 30 do 50 proc. wyniku netto uzyskanego w poprzednim roku obrotowym. W przypadku wyjątkowo dobrej oceny sytuacji finansowej, zarząd może zarekomendować wypłatę wyższej dywidendy. Uważamy, że przyjęcie spójnej i przewidywalnej polityki dywidendowej w długim terminie korzystnie wpłynie na kurs spółki. Przy naszych prognozach na 2015 r. i uchwalonej polityce, stopa dywidendy zawiera się w przedziale 3,1-5,2%.

Oczekiwany wzrost wyników w energetyce

W 2015 r. Erbud kontynuował akwizycje w segmencie budownictwa energetycznego. Segment ten osiągnął w Erbudzie znaczącą skalę i powinien dynamicznie rosnąć również w 2016 r. Mimo, że portfel zamówień segmentu utrzymuje się od dłuższego czasu na stabilnym poziomie ok. 150 mln PLN, przychody segmentu wzrosły w okresie 9M'15 o 120% r/r. Wzrost ten odbywa się jak na razie kosztem niższej rentowności. Zakładamy, że w przyszłości ulegnie ona poprawie wraz z zakończeniem procesu konsolidacji i restrukturyzacji segmentu.

Istotny wzrost rentowności

W okresie 9M'15 doszło do zdecydowanej poprawy marż we wszystkich segmentach oprócz energetycznego. Szacujemy, że w 2015 r. marża zysku na sprzedaży wzrosła do 3,7% z 2,2% w 2014 r. Powyższy wzrost rentowności stanowił największe zaskoczenie względem naszych prognoz sprzed roku. Marże z 2015 r. wyraźnie przekraczają średni poziom z minionych lat. W prognozach na 2016 r. zakładamy utrzymanie nieco niższego poziomu rentowności (3,4%). Wsparciem dla marż w 2016 r. wciąż będą niskie ceny surowców na światowych giełdach.

Niski konsensus prognoz

Niski konsensus zysku netto na 2015 r. (27,9 mln PLN) wskazuje, że analitycy jeszcze nie zaktualizowali prognoz na Erbud po wynikach za 3Q'15. Uważamy, że konsensus prognoz na 2016 r. również powinien stopniowo się podnosić. Nasza prognoza ZN'16 (35,6 mln PLN) jest o 22% wyższa, a prognoza EBITDA'16 (66,3 mln PLN) o 15% wyższa od konsensusu.

Unibep		Kupuj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		9,89 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02	
		Cena docelowa:		12,10 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	920,5	1 079,7	17,3%	1 210,3	12,1%	1 398,3	15,5%	Liczba akcji (mln)	35,1
EBITDA	34,0	32,1	-5,7%	36,1	12,6%	51,6	42,7%	MC (cena bieżąca)	346,8
marża EBITDA	3,7%	3,0%		3,0%		3,7%		EV (cena bieżąca)	306,4
EBIT	28,1	25,1	-10,5%	28,5	13,5%	43,6	52,7%	Free float	27,8%
Zysk netto	13,6	19,8	45,1%	22,9	15,5%	33,3	45,8%		
P/E	25,0	17,5		15,2		10,4		Zmiana ceny: 1m	-8,4%
P/CE	17,4	13,0		11,4		8,4		Zmiana ceny: 6m	-20,2%
P/BV	1,9	1,7		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	14,9%
EV/EBITDA	9,5	9,0		8,5		6,5		Min (52 tyg.)	8,6
Dyld (%)	1,2	1,2		1,5		2,0		Max (52 tyg.)	13,5

Mimo strat z rynku niemieckiego, wyniki osiągnięte przez Unibep w 2015 r. nie powinny istotnie odbiegać od naszych prognoz sprzed roku, gdyż lepszy od oczekiwań okazał się segment kubaturowy w Polsce oraz, przede wszystkim, segment domów modułowych na rynek norweski. Perspektywy 2016 r. wyglądają optymistycznie. Spółka zbudowała najwyższy w historii portfel zamówień w kwocie ok. 1,5 mld PLN (1,1 mld PLN na 2016 r.), który w ponad 80% wypełnia naszą prognozę przychodów na bieżący rok. W portfelu brak jest kontraktów z rynku niemieckiego i rosyjskiego, które z powodzeniem zostały zastąpione zleceniami z Polski i z dobrze znanego spółce rynku białoruskiego. Szybko rosnącym obszarem działalności Unibepu jest wysokomarżowa sprzedaż mieszkań. Rozpoczynane w tym roku projekty deweloperskie pozwolą na dalszy skokowy wzrost wyników spółki w 2017 r., czego jeszcze nie dyskontuje konsensus rynkowy. Podnosimy naszą prognozę zysku netto o 7% na 2016 r. oraz 28% na 2017 r. Rekomendujemy kupno akcji Unibepu, wyznaczając cenę docelową na poziomie 12,10 PLN (poprzednia: 10,40 PLN).

Segment kubaturowy

Portfel zamówień na 2016 r. w segmencie kubaturowym wynosi około 650 mln PLN (sprzedaż zewnętrzna) na rynku polskim i około 180 mln PLN za granicą (głównie Białoruś). Wypełnia on w ponad 85% naszą prognozę tegorocznych przychodów segmentu, wynoszącą 960 mln PLN, +14% r/r (bez prac na rzecz Unidevelopment). Unibep utrzymuje bardzo silną pozycję na warszawskim rynku budownictwa mieszkaniowego. W 2H'15 spośród 8 znaczących kontraktów w segmencie kubaturowym w Polsce, 5 dotyczyło projektów mieszkaniowych. Spółka pozyskuje wiele kontraktów od deweloperów, z którymi już w minionych latach zbudowała dobre relacje biznesowe. Spodziewamy się, że w 2016 r. aktywność deweloperów na warszawskim rynku mieszkaniowym utrzyma się przynajmniej na tym samym poziomie, co w ubiegłym roku, co będzie sprzyjać utrzymaniu wysokiego portfela zamówień. Na 2016 r. przypada główna część prac budowlanych przy realizacji Galerii Północnej dla GTC. Jest to obecnie największy realizowany przez spółkę kontrakt (ok. 360 mln PLN). W 2016 r. rozpocznie się realizacja dwóch białoruskich kontraktów: centrum handlowe w Grodnie na ok. 260 mln PLN oraz centrum tenisowe w Mińsku na ok. 120 mln PLN. Są to jedno z większych kontraktów spółki. Realizacja inwestycji w obu przypadkach jest uzależniona od pozyskania finansowania przez zamawiających, co stanowi pewien czynnik ryzyka dla naszych prognoz.

Segment drogowy

W 2016 r. nastąpi skokowy wzrost przychodów segmentu (prognoza: 180 mln PLN, +47% r/r). W minionym roku Unibep zawarł z Astaldi umowę podwykonawstwa na S8 na 69 mln PLN oraz w konsorcjum z Porr złożył najtańszą ofertę w przetargu na inny odcinek S8 (udział Unibepu szacujemy na ok. 100 mln PLN). Unibep kupił ponadto za 7,8 mln PLN spółkę Budrex-Kobi, zajmującą się budową mostów, przepustów i urządzeń bezpieczeństwa ruchu drogowego, co zwiększa potencjał przychodów segmentu o kilkadziesiąt milionów złotych.

Segment modułów

Produkcja i montaż domów modułowych na rynek norweski bardzo silnie wsparła zyski Unibepu w 2015 r. Przełamanie w wynikach miało miejsce już 2014 r., kiedy marża brutto ze sprzedaży segmentu wzrosła do ponad 8% z wcześniejszego poziomu około 2%. Po 9M'15 marża segmentu wyniosła 6,9%. Po skorygowaniu o zyski z instrumentów zabezpieczających walutę, marżę szacujemy na około 12%. Unibep zbudował silną pozycję na rynku norweskim. W 2016 r. szacujemy wzrost przychodów segmentu o 16% do 160 mln PLN przy marży brutto ze sprzedaży 8%. Zarząd planuje rozbudowę zakładu produkującego moduły, by zwiększyć potencjał przychodowy segmentu do około 200 mln PLN rok.

Segment deweloperski

W prognozach z początku 2015 r. liczyliśmy, że sprzedaż mieszkań będzie głównym motorem wzrostu wyników Unibepu w 2016 r. Obecnie widać, że inne segmenty działalności spółki przejęły tę rolę, a działalność deweloperska boryka się z opóźnieniami w rozpoczynaniu projektów. Spodziewamy się, że 2016 r. przyniesie tylko umiarkowany wzrost wyników segmentu deweloperskiego, a na wyższe dynamiki możemy liczyć dopiero w 2017 r. W grudniu 2015 r. Unibep sfinalizował ważny zakup działki przy ul. Bitwy Warszawskiej za 22 mln PLN, na której ma powstać inwestycja na około 350 mieszkań. Podobną skalę ma projekt przy al. Prymasa Tysiąclecia, którego budowa również powinna zakończyć się do końca 2017 r.

Niski konsensus na 2017 r.

Unibep posiada obecnie portfel zamówień o wartości ok. 430 mln PLN na 2017 r., nie licząc przychodów z działalności deweloperskiej, które mogą wynieść 150-200 mln PLN. Uważamy, że spółkę stać na przekroczenie 40 mln PLN zysku netto w 2017 r., podczas gdy konsensus prognoz wynosi 32 mln PLN. Nasze prognozy zysku netto są wyższe od konsensusu o 7% na 2016 r. i 28% na 2017 r.

Deweloperzy

Prognozy i proponowane pozycjonowanie mniejszych spółek deweloperskich w ramach portfela

Spółka	Portfel	Cena (PLN)	MCap	Dług netto	EV	Przychody		Zysk netto		Kapitał własny		P/E		P/BV	
						2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
BBI Dev.	Przeważają	0,81	85	152	237	4	77	-5	7	240	247	-	11,5	0,35	0,34
JWC	Przeważają	4,06	361	383	744	200	463	-1	68	625	693	-	5,3	0,58	0,52
LC Corp	Przeważają	1,73	774	705	1 479	437	471	89	100	1 344	1 444	8,7	7,7	0,58	0,52
P.A. Nova	Przeważają	19,99	200	339	539	129	166	25	35	313	337	7,9	5,8	0,64	0,59
Polnord	Równoważ	12,37	404	397	801	253	229	-5	14	1 062	1 076	-	29,6	0,38	0,38
Ronson	Równoważ	1,32	360	191	550	274	375	18	40	457	483	19,8	9,0	0,79	0,74

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Spółki

BBI Development

Zdecydowanie najniższa wycena na P/BV (0,35x) wśród monitorowanych deweloperów wskazuje, że mamy do czynienia ze spółką oferującą potencjalnie bardzo wysoki zysk za cenę równie wysokiego ryzyka. W ciągu ostatnich kilku miesięcy pojawiło się kilka argumentów istotnie zmniejszających to ryzyko: (1) umowy z wykonawcami części centralnej Konesera i Złotej 44, (2) sprzedaż części gruntu w Koneserze, (3) wniesienie wkładów do Roma Tower. Podtrzymujemy „PRZEWAŻENIE” akcji BBI Development.

JWC

Po pięciu latach fatalnych wyników finansowych i walki z nadmiernym zadłużeniem, JWC wkracza w okres wysokich zysków i zrównoważonej struktury kapitału. Statystyki sprzedaży mieszkań za 2015 r. wskazują, że projekt Bliska Wola powinien być dla spółki wielkim sukcesem. JWC dopiero rozpoczyna przekazania w tym projekcie, którego potencjał wynosi ponad 3 tys. lokali, a oczekiwane marże przekraczają 30%. W 2015 r. spółka wprowadziła do oferty ponad 900 lokali z tej inwestycji. Szacujemy, że niewiele mniej musiało w ubiegłym roku znaleźć nabywcę. Nastąpiło również przełamanie w uruchamianiu innych projektów spółki. Nie licząc inwestycji na Woli, w 2015 r. JWC wprowadziło do oferty ok. 700 lokali z innych projektów (o połowę więcej niż przez 3 wcześniejsze lata). Projekt na Woli pozwala spółce nie martwić się o wyniki przynajmniej do końca 2018 r. Jest to wystarczająco długi okres, by zarząd JWC zadbał o ofertę na kolejne lata. Zalecamy „PRZEWAŻENIE” akcji JWC.

LC Corp

W 2015 r. kurs akcji LC Corp negatywnie odstawał od zachowania innych spółek z branży (-5% vs. WIG-DEV +13%), co trudno uzasadnić względami fundamentalnymi. Deweloper ma za sobą niezwykle udany rok, w którym: (1) zwiększył sprzedaż mieszkań o 70% do ponad 2000 lokali, (2) zwiększył wyniki segmentu mieszkaniowego szacunkowo o 41% oraz segmentu wynajmu o 7%. Prognozujemy, że oczyszczony o rewaluację wynik finansowy za 2015 r. będzie najlepszy w historii (89 mln PLN), lecz wciąż zdecydowanie niższy od potencjału spółki odzwierciedlonego w bieżącej sprzedaży mieszkań. Potencjał ten ujrzymy w wynikach 2017 r., w którym prognozujemy osiągnięcie 155 mln PLN oczyszczonego zysku netto (P/E: 5,0x). Organizacyjnie i finansowo LC Corp jest dobrze przygotowany do dalszego wzrostu po 2017 r. To jednak nie kwestie fundamentalne, lecz obawy o działania głównego akcjonariusza decydowały o zachowaniu kursu akcji dewelopera w 2015 r. Jeśli te obawy osłabną w 2016 r. (czego nie jesteśmy w stanie przewidzieć) oczekivalibyśmy znacznej aprecjacji kursu akcji LC Corp. Podtrzymujemy „PRZEWAŻENIE” akcji LC Corp.

P.A. Nova

W 2015 r. kurs akcji P.A. Novej wzrósł najsilniej spośród deweloperów komercyjnych. Po styczniowej realizacji zysków spółka dysponuje argumentami by powrócić do trendu

wzrostowego. Prognozowany wzrost zysku netto o 36% w 2016 r., DYield'16=5,0% i wycena na poziomie P/E'16=5,8x, P/BV'16=0,59x czynią spółkę jednym z atrakcyjniejszych pomysłów inwestycyjnych na 2016 r. Zalecamy „PRZEWAŻENIE” akcji P.A. Novej.

Polnord

Kurs akcji Polnordu wzrósł w 2015 r. o 132%, osiągając najwyższą dynamikę wśród deweloperów notowanych na GPW. Rynek słusznie przestał obawiać się o sytuację finansową dewelopera, która na przestrzeni ostatnich trzech lat uległa znacznej poprawie. Restrukturyzacja długu i redukcja kosztów administracyjnych pozwoliła zmniejszyć koszty stałe o ponad 50% i sprawiła, że Polnord zaczął generować gotówkę z podstawowej działalności. Spektakularny wzrost kursu akcji Polnordu nie byłby jednak możliwy bez efektu niskiej bazy. Przy obecnej kapitalizacji (ok. 400 mln PLN) trudno już mówić o skandalicznie niskim kursie i uzasadnić jego dalszy wzrost bez istotnej poprawy strony przychodowej dewelopera. W 2015 r. w Polnordzie nie nastąpiły żadne przełomowe wydarzenia w kwestii sprzedaży nieoperacyjnych aktywów oraz roszczeń w stosunku do m. st. Warszawy i MPWiK. Ponadto, część planowanych projektów deweloperskich rozpocznie się później niż planowano, a bank ziemi nie został istotnie wzmocniony. Przed nowym Zarządem stoi trudne zadanie istotnego zwiększenia rentowności. Sądzymy jednak, że w pierwszej kolejności nowe kierownictwo będzie dążyło do urealnienia wycen bilansowych nieruchomości, co może wiązać się z istotną ujemną rewaluacją aktywów. Podtrzymujemy „RÓWNOWAŻENIE” akcji Polnordu w portfelu inwestycyjnym.

Ronson

Z punktu widzenia akcjonariuszy Ronsona miniony rok nie należał do najbardziej udanych. Kurs dewelopera spadł w 2015 r. o 8%, co jest najgorszym wynikiem wśród analizowanych przez nas deweloperów mieszkaniowych. Do inwestowania w akcje Ronsona nie zachęcała zapowiedź sprzedaży pakietu kontrolnego (80% akcji) przez głównych akcjonariuszy. W listopadzie ubiegłego roku U.Dori oraz GCH zrezygnowali ze sprzedaży akcji, a spółka wypłaciła dywidendę zapowiadając możliwość jej zwiększenia w przyszłości, co w naszej ocenie tworzy znacznie lepszy klimat wokół spółki. Wizerunek Ronsona powinien się również poprawić za sprawą rekordowych wyników finansowych w 2016 r. (40 mln PLN, P/E=9,0x). Mimo szerokiego banku ziemi szacujemy, że spółka nie utrzyma już tak wysokiego zysku w 2017 r. (33 mln PLN, P/E=10,5x). Podsumowując, Ronson jest tani na wskaźnikach, lecz nie aż tak tani jak LC Corp czy JWC. Jest również spółką dywidendową, ale oferuje o połowę niższy DYield niż Dom Development czy Robyg. Jeśli dolożyć do tego bardzo niski free float (12%) i płynność obrotu oraz w przyszłości ryzyko powrotu głównych akcjonariuszy do pomysłu sprzedaży akcji, dostrzegamy ciekawsze pomysły inwestycyjne niż Ronson. Podtrzymujemy „RÓWNOWAŻENIE” akcji Ronsona w portfelu inwestycyjnym.

Capital Park		Akumuluj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		5,73 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2015-10-02	
		Cena docelowa:		6,50 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	38,7	54,8	41,6%	75,4	37,5%	124,5	65,1%	Liczba akcji (mln)	105,3
EBITDA	43,4	-34,8		13,8		60,2	336,4%	MC (cena bieżąca)	603,6
marża EBITDA	112,0%	-63,4%		18,3%		48,4%		EV (cena bieżąca)	1 644,7
EBIT	43,0	-35,2		13,4		59,8	346,5%	Free float	
Zysk netto	25,6	-61,5		-32,1	-47,8%	14,1			
P/E	23,5					43,7		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/CE	23,2					42,5		Zmiana ceny: 6m	12,4%
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	43,3%
EV/EBITDA	26,3			119,1		29,8		Min (52 tyg.)	3,6
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	6,1

Kurs akcji Capital Park wzrósł w 2015 r. o 45%, co czyni spółkę jedną z lepszych inwestycji ubiegłego roku w branży deweloperskiej. Obecnie Capital Park jest wyceniany na ok. 0,7xNAV, co jest według nas poziomem bliskim wartości fundamentalnej akcji, biorąc pod uwagę spodziewane niskie ROE w najbliższych latach. Wciąż czekamy na dwa zdarzenia, mające kluczowe znaczenie dla rozwoju spółki: (1) rozpoczęcie budowy inwestycji Art Norblin, (2) sprzedaż kompleksu biurowego Eurocentrum. Mimo konkurencyjnego rynku biurowego w Warszawie, uważamy, że spółka powinna się uporać z powyższymi zadaniami w trakcie 2016 r., na co rynek powinien zareagować pozytywnie. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Capital Park oraz cenę docelową na poziomie 6,50 PLN.

Podniesienie prognozy na 2015 r.

Kurs EUR/PLN wyniósł 4,26, co jest poziomem wyższym od założonego przez nas w ostatnim raporcie. Wyższy kurs pozytywnie wpływa na nasze założenia, odnośnie rewaluacji nieruchomości komercyjnych spółki. Podnosimy prognozę zysku netto na 2015 r. z -47 mln PLN do -32 mln PLN.

Sprzedaż Eurocentrum w 2016 r.

Zakładalibyśmy, że sprzedaż kompleksu biurowego Eurocentrum (84,6 tys. m² GLA) nastąpi w drugiej połowie 2016 r., w związku z wciąż trwającą komercjalizacją obiektu. Obecnie budynek Alfa jest wynajęty w 83%, Beta-Gamma w 77%, a Delta, którego budowa właśnie się kończy, 26%. Na koniec września 2015 r. NAV kompleksu wyniósł 345 mln PLN (3,27 PLN/akcję), co stanowi równowartość 57% kapitalizacji spółki. W naszej ocenie wartości bilansowe budynków wchodzących w skład kompleksu nie odbiegają od realiów rynkowych. Starszy budynek Alfa jest wyceniony na ok. 1 650 EUR/m², natomiast ukończona w 2014 r. faza Beta-Gamma około 2 300 EUR/m².

Royal Wilanów potencjalnie na sprzedaż

Priorytetem spółki jest sprzedaż kompleksu Eurocentrum, lecz spółka myśli również o znalezieniu nabywcy na oddany do użytku w 3Q'15 Royal Wilanów (36,7 tys. m² GLA), w którym wynajęcie powierzchni przekroczyło poziom 70%. Na koniec września 2015 r. NAV obiektu wyniósł 147 mln PLN (1,39 PLN/akcję), co stanowi równowartość 24% kapitalizacji spółki.

Sprzedaż aktywów a dywidenda

Sprzedaż Eurocentrum wygenerowałaby w naszej ocenie więcej gotówki niż spółka jest w stanie w krótkim terminie efektywnie wydać na nowe przedsięwzięcia inwestycyjne, stąd uważamy, że wypłata dywidendy jest bardzo realnym scenariuszem, a przeznaczona kwota nie będzie miała symbolicznego charakteru. Liczymy na minimum 1,00 PLN/akcję, choć w zasięgu spółki jest dywidenda przekraczająca poziom 2,00 PLN/akcję. Z uwagi na zakumulowane straty z lat ubiegłych, Capital Park może w bieżącym roku nie osiągnąć jeszcze zdolności dywidendowej. W takim scenariuszu spodziewalibyśmy się przeprowadzenia przez zarząd buybacku jako alternatywy dla dywidendy.

Art Norblin

Rozpoczęcie budowy Art Norblin (64 tys. m²) opóźnia się na 2016 r. Obecnie trwa przetarg na generalnego wykonawcę inwestycji. W ciągu miesiąca spółka powinna mieć decyzję kredytową banku finansującego. Sądzymy, że start inwestycji nastąpi po pozyskaniu pierwszego najemcy biurowego. Komercjalizacja części handlowej nie powinna stanowić problemu. Przypominamy, że około 40% powierzchni obiektu stanowi handel i usługi, co stanowi przewagę inwestycji nad konkurencyjnymi obiektami.

Rynek biurowy w Warszawie

Rynek biurowy w Warszawie jest trudny dla wynajmującego, lecz daleki od czarnych scenariuszy sprzed 1-2 lat. Pozytywnym zaskoczeniem okazał się silny wzrost popytu na powierzchnię. Według CBRE absorpcja w 2015 r. była niemal 40% wyższa niż w 2014 r. i osiągnęła 298,7 tys. m². Choć aktywność deweloperów pozostaje wysoka, nowa podaż powierzchni biurowej okazała się wyraźnie niższa niż oczekiwania firm doradczych sprzed roku (zjawisko to powtarza się już kolejny rok z rzędu). Ostatecznie oddano do użytku 277,6 tys. m² biur vs. oczekiwania: ok. 350 tys. m², co wpłynęło na spadek wskaźnika powierzchni niewynajętej do 12,3% na koniec 2015 r. vs. 13,3% na koniec 2014 r. W 2016 r. nowa podaż powinna przekroczyć 300 tys. m². (plany deweloperów zakładają nawet 400 tys. m², lecz nie sądzimy, by zostały zrealizowane w całości). Zakładając utrzymanie korzystnych prognoz makroekonomicznych dla Polski, nie zakładalibyśmy istotnego spadku popytu, niemniej najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się wzrost pustostanów i utrzymanie presji na czynsze przez cały 2016 r. Pamiętajmy przy tym, że obecna wysoka aktywność deweloperów nie jest przypadkiem. Dobre projekty deweloperskie na rynku biurowym nawet w obliczu silnej konkurencji oferują dziś godziwe stopy zwrotu. W 2016 r. istotną rolę w ograniczaniu nadpodaży na rynku biurowym mogą odegrać banki, o ile ograniczą podaż kredytów dla deweloperów.

Dom Development Kupuj

Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca:		48,98 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2016-01-28
	Cena docelowa:		60,80 PLN						
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	676,4	784,3	16,0%	886,4	13,0%	1 025,2	15,7%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	76,5	72,3	-5,5%	105,8	46,4%	139,6	32,0%	MC (cena bieżąca)	1 213,3
marża EBITDA	11,3%	9,2%		11,9%		13,6%		EV (cena bieżąca)	1 337,9
EBIT	73,3	69,0	-5,9%	101,6	47,3%	135,5	33,3%	Free float	26,6%
Zysk netto	54,4	55,7	2,3%	79,9	43,5%	108,3	35,6%		
P/E	22,3	21,8		15,2		11,2		Zmiana ceny: 1m	-10,9%
P/CE	21,1	20,6		14,4		10,8		Zmiana ceny: 6m	-6,2%
P/BV	1,4	1,4		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	1,6%
EV/EBITDA	17,4	17,4		12,6		9,2		Min (52 tyg.)	44,5
Dyield (%)	7,5	4,5		4,6		6,6		Max (52 tyg.)	55,0

Dom Development już od wielu lat rozwija się w sposób przewidywalny i zrównoważony, a wyniki najbliższych lat dowiodą, że również w sposób bardzo dynamiczny. Zarząd bardzo dobrze wykorzystał dobrą koniunkturę na rynku mieszkaniowym i pogodził ze sobą elementy, które wydają się trudne do pogodzenia: (1) silny wzrost, (2) wysoka dywidenda, (3) niskie zadłużenie. W latach 2016-2017 prognozujemy średnioroczny wzrost zysku netto w tempie 23%, średnioroczny wzrost dywidendy w tempie 39% przy jednoczesnym utrzymaniu najniższego wskaźnika zadłużenia wśród deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW (dług netto/kapitał własny ~ 0-20%). Uważamy, że wysoka, rosnąca i powtarzalna dywidenda w środowisku niskich stóp procentowych będzie źródłem wzrostu atrakcyjności akcji Dom Development. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Za niski konsensus na lata 2016-2017

Nasze prognozy zysku netto na lata 2016-2017 są o 20-25% wyższe od rynkowego konsensusu oraz o średnio 5% wyższe od najwyższej prognozy na rynku. Nie uważamy jednocześnie, by nasze prognozy były oparte na agresywnych założeniach. Do przekroczenia poziomu 120 mln PLN zysku netto w 2017 r. spółce wystarczy utrzymanie wolumenów sprzedaży i cen z 2015 r. oraz brak opóźnień we wprowadzaniu planowanych inwestycji.

Zakupy gruntów

Nasz optymizm w kwestii wzrostu wyników Dom Development ma silne uzasadnienie w zakupach gruntów dokonanych przez spółkę w 2015 r. W okresie 9M'15 spółka nabyła 7 działek na ponad 2 600 lokali, a w całym 2015 r. zapowiadała akwizycje 9 działek na 3 600 lokali. Poczynione w 2015 r. zakupy gruntów są wystarczające, by w bieżącym roku spółka mogła wprowadzić do budowy ok. 2,6 tys. lokali. Powyższa liczba opiera się w całości na gruntach, które spółka nabyła do końca 2015 r. W praktyce potencjał do uruchamiania nowych projektów w 2016 r. może okazać się wyższy niż wynika z naszych prognoz. W 2015 r. Dom Development wprowadził do budowy aż 755 lokali na gruntach zakupionych w tym samym roku.

Więcej przekazania mieszkań oznacza wyższy zysk

Nasze założenia odnośnie liczby zakończonych budów oraz liczby sprzedanych lokali implikują istotny wzrost liczby mieszkań rozliczonych w wyniku w latach 2016-2017 do około 2,4 tys. rocznie (vs. 2,06 tys. w 2015 r.). Wartość przeciętnego mieszkania szacujemy na około 430 tys. PLN. Szacujemy ponadto wzrost marży deweloperskiej z 22% w 2015 r. do 23% w 2016 r. i 24% w 2017 r.

Wyraźny wzrost efektywności

1/3 mieszkań wprowadzonych do budowy w 2015 r. jest realizowana na działkach zakupionych w ubiegłym roku. Przeciętna wielkość działki kupionej w 2015 r. to około 400 mieszkań. Dom Development inwestuje dużo, ale też szybciej buduje. Obecnie spółka utrzymuje zapasy gruntów na poziomie około 2,5-letniej sprzedaży vs. 4,5-5-letniej sprzedaży w latach 2010-2012. W ten sposób Dom Development osiągnie w 2017 r. ponad 13% ROE przy wykorzystaniu minimalnej dźwigni finansowej. Silna pozycja gotówkowa spółki pomimo sowitych dywidend i licznych akwizycji gruntów nie jest przypadkiem i w naszej ocenie nie jest zjawiskiem tymczasowym.

Wysoka dywidenda jeszcze wzrośnie

Zakładając że w 2016 r. czeka nas stabilizacja na rynku mieszkaniowym, DPS w Dom Development powinien wzrosnąć z tegorocznego 3,2 PLN do ok. 4,9 PLN w 2018 r. (DYield = 10%). Biorąc pod uwagę 1-2-letnie przesunięcie szczytu wyników względem szczytu sprzedaży oraz zakładając stabilizację cen i wolumenów sprzedaży mieszkań w 2016 r. szacujemy, że DPS'19 może przekroczyć 5,00 PLN.

Obecna polityka dywidendowa nie jest zjawiskiem tymczasowym

Założony poziom dywidendy jest uzależniony od utrzymania wskaźnika wypłaty dywidendy na poziomie 100%. Silne osłabienie koniunktury może skłonić Zarząd do zmiany polityki dywidendowej. Wiele jednak przemawia za utrzymaniem dotychczasowej polityki w dłuższym okresie. Po pierwsze, spodziewamy się że najbliższe cykliczne spowolnienie na rynku mieszkaniowym w Polsce będzie miało nieporównywalnie łagodniejszą formę niż załamanie rynku z lat 2008-09, po którym EPS Dom Development spadł do poziomu 1,65 PLN w cyklicznym dołku wynikowym z 2010 r. Po drugie, komfortowa sytuacja płynnościowa (niskie zalewarowanie, długie terminy zapadalności niskooprocentowanego długu) pozwoli spółce utrzymać wysoki wskaźnik wypłaty dywidendy. Po trzecie, uważamy że polski rynek ma potencjał do dalszej konsolidacji, a Dom Development będzie odgrywał istotną rolę w tym procesie.

Echo Investment		Akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		5,77 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02	
		Cena docelowa:		6,57 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	517,4	577,4	11,6%	565,5	-2,1%	778,7	37,7%	Liczba akcji (mln)	412,7
EBITDA	514,7	667,2	29,6%	285,4	-57,2%	366,3	28,3%	MC (cena bieżąca)	2 381,2
marża EBITDA	99,5%	115,6%		50,5%		47,0%		EV (cena bieżąca)	5 489,2
EBIT	510,5	662,2	29,7%	280,0	-57,7%	360,9	28,9%	Free float	36,8%
Zysk netto	331,1	405,1	22,3%	147,4	-63,6%	222,8	51,1%		
P/E	7,2	5,9		16,2		10,7		Zmiana ceny: 1m	4,3%
P/CE	7,1	5,8		15,6		10,4		Zmiana ceny: 6m	9,3%
P/BV	0,9	0,8		0,7		0,8		Zmiana ceny: 12m	7,6%
EV/EBITDA	8,8	7,5		19,2		16,1		Min (52 tyg.)	6,2
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		24,8		Max (52 tyg.)	7,3

Dzisiaj jest pierwszy dzień notowań akcji Echo Investment bez dywidendy w związku z tym korygujemy naszą cenę docelową o 1,43 PLN do poziomu 6,57 PLN. Po skorygowaniu kapitałów i kapitalizacji Echo o kwotę dywidendy, spółka jest wyceniana na $P/B'15=0,88x$ oraz na $P/E'16=10,7x$. Nie korygujemy naszej prognozy zysku netto na 2016 r. (223 mln PLN). Sądzymy, że wypłata tak wysokiej dywidendy nie wpłynie na plany inwestycyjne spółki i jej potencjał do generowania zysku. Szacowany przez nas wskaźnik LTV'15 w wysokości 48% rośnie po skorygowaniu o dywidendę do wysokiego poziomu 57%. Nie zakładalibyśmy jednak, że utrzyma się na powyższym poziomie w długim terminie. Na koniec września 2015 r. spółka dysponowała znaczącym portfelem nieruchomości pracujących o powierzchni najmu 446 tys. m² oraz projektami w budowie o planowanej powierzchni 138 tys. m². Uważamy, że prawdopodobna jest sprzedaż części nieruchomości z powyższego portfela i powrót do umiarkowanych poziomów zadłużenia. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Portfel nieruchomości pracujących

Na koniec września 2015 r. Echo posiadało w portfelu ukończonych nieruchomości 20 nieruchomości o łącznej powierzchni 446 tys., wycenie bilansowej 1,05 mld EUR (4,46 mld PLN) oraz potencjalnym NOI 83,5 mln PLN (zakładając pełne wynajęcie). Oznacza to, że portfel nieruchomości spółki jest wyceniony przy średniej stopie kapitalizacji wynoszącej 7,9%. Powyższa stopa kapitalizacji może wydawać się konserwatywna, tym bardziej, że na rynku widoczne jest zjawisko kompresji yieldów. Zwracamy jednak uwagę, że około 15% powierzchni zostało oddanej w ciągu ostatniego roku. Nie wszystkie budynki są optymalnie wynajęte, stąd faktycznie osiągane przychody z najmu istotnie odbiegają od potencjalnego NOI. Implikowane NOI, liczone na podstawie faktycznie osiągniętych przychodów w 3Q'15 wyniosło 6,8%. Przychody z najmu powierzchni biurowej wymagają szczególnej obserwacji. W kolejnych kwartałach powinniśmy obserwować systematyczny wzrost wyników tego segmentu w związku ze wzrostem poziomu wynajęcia oraz oddaniem do użytku kolejnych biurów.

Nieruchomości w budowie

Nieruchomości będące w budowie na koniec września 2015 r. miały docelową powierzchnię najmu 138 tys. m² i potencjalne NOI 28,7 mln EUR. Skala prowadzonych przez spółkę inwestycji jest bardzo duża. Ubiegłoroczny CAPEX prawdopodobnie przekroczył 500 mln PLN i był jednym z najwyższych w historii spółki. Wszystkie realizowane nieruchomości mają być oddane do użytku najpóźniej w bieżącym roku. Uważamy, że nieruchomości te posiadają znaczący potencjał do wzrostu wartości w wyniku wyceny do wartości godziwej. Na koniec września 2015 r. żadna z budowanych nieruchomości nie była przeszacowana. Ich wartość bilansowa równała się poniesionym nakładom. Echo nie przepłacało za grunty, na których są realizowane powyższe obiekty. Ostrożnie licząc, ich wartość rynkową po wybudowaniu możemy oszacować na ok. 400 mln EUR, a marżę do rozpoznania na około 50 mln EUR (zakładając 20% rentowności oraz uwzględniając to, że ok. 3/4 zysku z projektu Q22 finalnie trafi do Michała Sołowowa).

Działalność mieszkaniowa

Po bardzo dobrym 2014 r. pod względem wyników segmentu mieszkaniowego, 2015 r. prawdopodobnie był pod tym względem wyraźnie słabszy (prognoza: 145 mln PLN przychodów, 26 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży). W 2016 r. wynik segmentu powinien być znacznie lepszy. W 1H'16 deweloper kończy budowę trzech dużych projektów w wartości ponad 220 mln PLN i dobrych lub bardzo dobrych marżach. Szacujemy, że zysk segmentu przekroczy w bieżącym roku 50 mln PLN, a w 2017 r. ma szansę przekroczyć 100 mln PLN, co jednak jest uzależnione od sprawności przy wprowadzaniu mieszkań do oferty w 1H'16.

Korekta prognoz na 2015 r.

Aktualizujemy naszą prognozę wyników spółki na 2015 r. podnosząc oczekiwany zysk netto o 9% do 147 mln PLN. Ostateczny wynik minionego roku powinien być wyższy od naszych oczekiwań sprzed roku jednak jego struktura jest gorsza. Dodatni wpływ na prognozę miała stabilizacja kursu EUR/PLN (pierwotnie zakładaliśmy osłabienie w 2015 r.). W związku z wyższymi kosztami (częściowo o jednorazowym charakterze) oraz wolniejszym tempem wynajęcia niektórych biurów, oczyszczony o rewaluację zysk operacyjny powinien być o 22% niższy od naszych pierwotnych szacunków.

GTC
Kupuj

Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		6,90 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-11-20	
		Cena docelowa:		8,20 PLN							
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	122,9	124,3	1,2%	116,0	-6,7%	121,4	4,7%	Liczba akcji (mln)		460,2	
EBITDA	-121,1	-123,8	2,3%	77,3		116,6	50,8%	MC (cena bieżąca)		3 175,5	
marża EBITDA	-98,6%	-99,6%		66,7%		96,0%		EV (cena bieżąca)		5 544,0	
EBIT	-121,6	-124,3	2,3%	76,9		116,1	51,0%	Free float		58,8%	
Zysk netto	-146,8	-183,8	25,2%	34,9		77,6	122,6%				
P/E				20,7		9,3		Zmiana ceny: 1m		-3,5%	
P/CE				20,4		9,2		Zmiana ceny: 6m		19,0%	
P/BV	0,8	1,1		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m		49,4%	
EV/EBITDA				16,3		12,6		Min (52 tyg.)		4,5	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		7,5	

W 2015 r. GTC z sukcesem zakończył restrukturyzację zadłużenia, przeprowadził emisję akcji, z której pozyskał 138 mln EUR na inwestycje oraz rozpoczął budowę Galerii Północnej - jednego z dwóch strategicznych dla spółki projektów. Uważamy, że lata 2016-2018 będą dla spółki okresem silnego wzrostu portfela nieruchomości pracujących, który dzięki prowadzonym inwestycjom i akwizycjom wzrośnie o 50% z obecnych 537 tys. m² do ponad 800 tys. m² powierzchni najmu. Szacujemy wzrost NAV w powyższym okresie w tempie CAGR równym 19% oraz wzrost FFO Yield z obecnych 4,5% do 10,2% w 2019 r. Motorem wzrostu wyników będą dwa warszawskie projekty spółki, które powinny przynieść wyższe zyski niż pierwotnie szacowaliśmy. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Program inwestycyjny

Obecnie spółka realizuje prace budowlane przy trzech projektach na ponad 90 tys. m² powierzchni najmu (Galeria Północna, University Business Park B, FortyOne II). W 2016 r. powinna rozpocząć się budowa kolejnych trzech obiektów na łącznie 120 tys. m² (Galeria Wilanów, Renaissance, Ada Mall). W ostatnich tygodniach 2015 r. GTC dokonał akwizycji trzech projektów biurowych w Poznaniu i w Budapeszcie o wartości 84 mln EUR i łącznej powierzchni 46 tys. m². Powyższe inwestycje są uwzględnione w naszych prognozach finansowych i wycenie. Nie ujmujemy w nich natomiast kolejnych potencjalnych akwizycji, które mają szansę wydarzyć się w trakcie 2016 r. Przeprowadzona emisja akcji, w naszej ocenie, pozwala na kolejne przejęcia pracujących aktywów i silniejszy wzrost FFOPS, bez ryzyka przekroczenia bezpiecznych poziomów zadłużenia. Przy przyjętych założeniach LTV dewelopera nie powinno przekroczyć 48%.

Parametry wyceny warszawskich galerii

Warszawskie Galerie wyceniliśmy przy czynszach na poziomie 24-25 EUR oraz stopie kapitalizacji 5,5%. Ostatnie transakcje na rynku galerii handlowych w Polsce pokazały, że powyższe stopy kapitalizacji są możliwe do osiągnięcia również poza rynkiem warszawskim. W kwestii przyjętych czynszów, najlepsze warszawskie galerie osiągają istotnie wyższe stawki. Nasze założenia są spójne z oczekiwaniami spółki.

Podwojenie FFO w ciągu 4 lat

Silny wzrost FFO z -9 mln EUR w 2011 r. do oczekiwanych +35 mln PLN w 2015 r. był pozytywnym skutkiem restrukturyzacji zadłużenia w GTC. Na przestrzeni ostatnich trzech lat kwota zapłaconych odsetek od kredytów i obligacji spadła o ok. 60% do poziomu 25 mln EUR. FFOYield'15 szacujemy na 4,6%. Mediana FFO Yield dla spółek z zagranicznej grupy porównawczej wynosi 5,2% w 2015 r., 5,8% w 2016 r. oraz 6,1% w 2017 r. Szacujemy, że w oparciu o założony program inwestycyjny GTC zwiększy w ciągu 4 lat FFO do 82 mln EUR (FFO Yield = 10,8%).

Rewaluacja inwestycji w budowie

W latach 2016-2018 prognozujemy rozpoznanie ponad 360 mln EUR z tytułu rewaluacji nieruchomości. Około 90% tej kwoty to zysk z wyceny warszawskich inwestycji dewelopera. Oczekiwana rewaluacja stanowi około 50% bieżącej kapitalizacji spółki.

Szanse i czynniki ryzyka

Największym czynnikiem ryzyka dla naszych prognoz pozostaje kwestia pozwolenia na budowę Galerii Wilanów. Założony przez nas termin rozpoczęcia prac budowlanych to 4Q'16. Obecnie nie mamy podstaw by zakładać, że inwestycja mogłaby zostać wstrzymana, lecz w takim scenariuszu nasza wycena akcji GTC spada o 1,0 PLN/akcję. Szansą dla prognoz w przyszłości jest kompresja stóp kapitalizacji nieruchomości w Europie Środkowo-Wschodniej. GTC wycenia swój portfel nieruchomości pracujących o wartości 1 008 mln EUR przy yieldzie 8,6%, co stwarza według nas potencjał do wzrostu wycen aktywów. Spadek stopy kapitalizacji o 0,1p.p. oznacza wzrost wartości obecnego portfela o około 12 mln EUR.

Bank ziemi

Nie licząc realizowanych obecnie i zapowiadanych na 2016 r. projektów deweloperskich, spółka dysponuje bankiem ziemi pod projekty komercyjne o powierzchni ok. 700 tys. m², w Polsce i stolicach regionu (Budapeszt, Bukareszt, Belgrad, Zagrzeb). Po kilkuletnim okresie odpisów wartości aktywów w bilansie GTC, obecne wyceny tych gruntów nie odbiegają od poziomów rynkowych. Klimat inwestycyjny w stolicach CEE i SEE ulega poprawie, co powinno zaowocować nowymi inwestycjami realizowanymi na banku ziemi dewelopera.

Robyg		Kupuj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		2,84 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-01-28	
		Cena docelowa:		3,40 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	485,9	409,3	-15,8%	468,8	14,5%	541,9	15,6%	Liczba akcji (mln)	263,1
EBITDA	57,8	61,8	6,9%	59,9	-3,1%	108,8	81,6%	MC (cena bieżąca)	747,2
marża EBITDA	11,9%	15,1%		12,8%		20,1%		EV (cena bieżąca)	952,5
EBIT	56,7	60,5	6,6%	58,1	-3,8%	106,6	83,4%	Free float	16,5%
Zysk netto	26,1	42,3	62,1%	77,0	82,0%	84,0	9,1%		
P/E	28,4	17,6		9,7		8,9		Zmiana ceny: 1m	2,2%
P/CE	27,2	17,0		9,5		8,7		Zmiana ceny: 6m	21,9%
P/BV	1,8	1,7		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	27,9%
EV/EBITDA	16,4	15,9		15,9		8,2		Min (52 tyg.)	2,2
Dyield (%)	2,8	2,8		3,9		7,7		Max (52 tyg.)	2,9

Miniony rok Robyg zakończył kolejnym rekordem sprzedaży mieszkań (2 333 szt., +10% r/r), do czego przyczyniły się przede wszystkim gdańskie projekty dewelopera. Robyg jest liderem trójmiejskiego rynku z około 15-20% udziałem oraz posiada silną pozycję w Warszawie z udziałem przekraczającym 5%. W najbliższych latach Robyg będzie zbierał owoce dynamicznie rosnącej sprzedaży z minionych lat. Szacujemy, że liczba mieszkań rozliczonych w wyniku finansowym przekroczy 2,7 tys. szt. zarówno w 2016 r., jak i w 2017 r., a wynik finansowy będzie oscylował w okolicach 80 mln PLN. Powyższe prognozy nie stanowią górnej granicy możliwości spółki. Opublikowane w styczniu prognozy zarządu odnośnie liczby przekazania EBIT w 2016 r. sugerują, że w zasięgu spółki jest zysk netto przekraczający 90 mln PLN. Robyg oferuje akcjonariuszom atrakcyjne wyniki i wysoki DYield w wysokości około 8%. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Prognoza zarządu

13 stycznia Robyg opublikował prognozę zarządu dotyczącą liczby mieszkań planowanych do rozliczenia w wynikach 2016 r. (2,8 tys. szt.) oraz EBIT'16 (115 mln PLN). Nasza prognoza EBIT'16 jest o 7% niższa od prognozy zarządu. Uważamy że prognoza zarządu zostawia niewielki margines na ewentualne opóźnienia w realizacji projektów lub spowolnienie tempa sprzedaży mieszkań.

Zakupy gruntów

W 2015 r. Robyg był bardzo aktywny na rynku nowych gruntów. Spółka uzupełniała bank ziemi w lokalizacjach, w których jest już dobrze znana (Bemowo, Wilanów) oraz weszła w nowe lokalizacje (Ursus i Praga w Warszawie oraz kilka mniejszych projektów w Gdańsku). Wartość nowych gruntów, na które Robyg zawarł w 2015 r. umowy (przedwstępne lub ostateczne) przekroczyła kwotę 230 mln PLN, a ich potencjał szacujemy na ok. 5 300 lokali (ok. 4 100, gdyby proporcjonalnie uwzględnić projekty realizowane w JV). Przy zakupach Robyga widoczny był wzrost cen gruntów w lokalizacjach, gdzie Robyg był już wcześniej obecny. Działki na Bemowie i Wilanowie były kupowane po cenie 100-600 PLN/PUM wyższej niż wcześniejsze zakupy w tych lokalizacjach z lat 2012-2014. Dotychczasowa rentowność Robyga na projektach w tych dzielnicach wynosiła 34-35% i pozostaje atrakcyjna nawet przy założeniu wyższych cen gruntów. Niektóre nowe grunty (również w Gdańsku) pozwolą na przekroczenie poziomu 30% marży brutto ze sprzedaży. Uważamy że Robyg dysponuje wystarczającym bankiem ziemi, by zwiększyć sprzedaż w 2016 r.

Wejście w okres wysokich wyników

W wynikach 2015 r. Robyg rozliczył około 2,05 tys. mieszkań. Wśród przekazanych lokali znajdowało się wciąż sporo mieszkań o niższych marżach, szczególnie w starszych projektach, realizowanych samodzielnie (w projektach realizowanych w JV marże są na ogół bardzo dobre). Wyniki 2015 r. są istotnie zanieczyszczone jednorazowymi zyskami w pozycji podatek dochodowy związanymi z dokonanymi aportami należności, znaków towarowych oraz gruntów i w konsekwencji zawiązaniem aktywów z tytułu podatku odroczonego. Łączna wartość powyższych zdarzeń jednorazowych wyniosła +43 mln PLN. Oczyszczony wynik finansowy za 2015 r. szacujemy na 35 mln PLN. Kwota ta może i nie imponuje (przy tej samej liczbie przekazania Dom Development wypracował w minionym roku ok. 80 mln PLN zysku netto), lecz jest tylko przygrzywką przed znacznie lepszymi wynikami finansowymi w latach 2016-2017, opartymi na lepszych marżach i większej liczbie przekazania.

Podwojenie dywidendy w 2016 r.

Polityka dywidendowa Robyga zakłada przeznaczenie 75-80% skonsolidowanego zysku netto za 2015 r. oraz 65-80% skonsolidowanego zysku netto za lata 2016-2017 na dywidendę. Przy naszych prognozach przekłada się to na widełki 0,20-0,26 PLN (DYield=7,1-9,2%). Spodziewamy się, że wysoka dywidenda będzie stałym elementem polityki spółki. Obecne wskaźniki zadłużenia są o połowę niższe niż jeszcze trzy lata temu. Wskaźnik dług netto/kapitał własny spadł do ok. 40% i w naszej ocenie ma dalszą przestrzeń do spadku.

Ambitny konsensus na 2017 r.

Analitycy mają wysokie oczekiwania odnośnie wyników Robyga w 2017 r. (konsensus 101 mln PLN, max. 117 mln PLN). Uważamy, że prognozy te są mocno optymistyczne (choć nie pozbawione teoretycznych podstaw). Nasza prognoza, zakładająca 79 mln PLN zysku netto wymaga od spółki rozpoczęcia budowy ponad 2 100 lokali, których budowa zakończy się w 2017 r. Dla porównania, w całym 2015 r. Robyg rozpoczął budowę 2 360 lokali. Albo my nie doceniamy marż na nowych projektach Robyga i sprawności organizacyjnej spółki, albo rynek nie docenia faktu, że niemal połowa projektów planowanych do oddania w 2017 r. jest realizowana w formule JV.

Handel

AmRest		Kupuj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		188,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		217,00 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 700,9	2 952,7	9,3%	3 338,8	13,1%	3 788,5	13,5%	Liczba akcji (mln)	21,2
EBITDA	207,2	316,0	52,5%	424,7	34,4%	508,8	19,8%	MC (cena bieżąca)	3 998,8
marża EBITDA	7,7%	10,7%		12,7%		13,4%		EV (cena bieżąca)	5 033,3
EBIT	17,4	109,9	531,0%	203,6	85,2%	242,7	19,2%	Free float	33,3%
Zysk netto	9,9	51,7	419,5%	143,3	177,4%	154,4	7,7%		
P/E	408,3	77,4		27,9		25,9		Zmiana ceny: 1m	0,2%
P/CE	20,3	15,5		11,0		9,5		Zmiana ceny: 6m	9,0%
P/BV	4,1	4,4		3,8		3,4		Zmiana ceny: 12m	68,4%
EV/EBITDA	23,8	15,6		11,9		9,8		Min (52 tyg.)	110,6
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	199,4

Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do spółki wskazując na dalszą poprawę zarówno sprzedaży porównywalnej restauracji jak i wzrost marży EBITDA w 2016 roku. Oczekujemy, że rok 2016 będzie rekordowy pod względem otwarć restauracji (szacujemy wzrost o +113 restauracji netto lub 12,5% R/R w 2016). Po 9M'15 spółka poprawiła rentowność EBITDA o 1,4p.p. R/R do 13,3%, co pośrednio było efektem optymalizacji kosztów dostaw, efektywności sprzedaży restauracji, restrukturyzacji nierentownych placówek, oraz osiągnięcia rentowności na poziomie EBITDA przez dywizję Nowe Rynki. Utrzymanie powyższych trendów połączone z dalszą konsolidacją kawiarni Starbucks działających na rynku rumuńskim i bułgarskim, powinny przełożyć się na wzrost marży EBITDA o 0,6p.p. R/R do 13,4% w 2016 roku. Zakładana poprawa sprzedaży/restaurację o 0,7% R/R, powinna przyczynić się do wzrostu przychodów o 13,5% R/R do 3 788,5 mln PLN w 2016 roku. Oczekujemy wzrostu zysku netto do 143,3 mln PLN w 2015 roku (vs. 51,7 mln PLN w 2014 roku) oraz 154,4 mln PLN w 2016 roku. Spółka jest obecnie wyceniana na 27,9x PE'15 (z 11% dyskontem do grupy porównywalnej). Biorąc pod uwagę dobre perspektywy dla spółki w 2016 roku rekomendujemy kupowanie waleń AmRest z ceną docelową 217 PLN/akcję.

Wysoki wzrost przychodów w 2015 roku, oczekiwane przyspieszenie w 2016 roku

Zgodnie ze wstępnie zaraportowanymi przychodami spółka wypracowała 3 338,8 mln PLN sprzedaży w 2015 roku (+13,1% R/R), przy wzroście sieci restauracji do 903 placówek w 2015 roku (+12,9% R/R). Implikuje to wzrost sprzedaży/restaurację o 1,8% R/R w 2015 roku, co było efektem lepszego zarządzania ofertą restauracji, rozwijania usługi dostaw przy restauracjach oraz sprzyjających warunków makroekonomicznych. Utrzymanie zaobserwowanych trendów, wspierana przez zwiększenie siły nabywczej konsumenta powinno przełożyć się na kontynuowanie zaobserwowanych trendów w 2016 roku. Jednocześnie szacujemy, że spółka otworzy 113 restauracji netto w 2016 roku (+12,5% R/R), gdzie największy wzrost powinien zostać odnotowany w regionie CEE (+63 placówki) oraz Hiszpanii (+24 placówki). Utrzymanie pozytywnej sprzedaży porównywalnej na większości rynków połączone z intensywnym wzrostem sieci restauracji, powinny pozwolić spółce poprawić przychody o 13,5 % R/R do 3 788,5 mln PLN w 2016.

Wzrost rentowności EBITDA o 0,6p.p. R/R do 13,4% w 2016 roku

W 9M'15 spółka wypracowała 321,1 mln PLN EBITDA (+25,7% R/R). W tym okresie marża EBITDA wyniosła 13,3% i wzrosła o 1,4p.p. R/R, co było m.in., efektem optymalizacji kosztów dostawy produktów (coraz mocniejsza konsolidacja łańcucha dostaw w regionie CEE), zwiększenia sprzedaży porównywalnej w restauracjach (rozwodnienie kosztów SG&A), restrukturyzacji części placówek, wypracowania dodatniego wyniku EBITDA w dywizji Nowe Rynki oraz konsolidacja wysokomarżowych kawiarni Starbucks zlokalizowanych w Rumunii i Bułgarii od 2Q'15. Dalsza poprawa rentowności w dywizji Nowe Rynki oraz Inne CEE powinna przełożyć się na wzrost marży EBITDA o 0,7p.p. R/R do 13,4% w 2016 roku. Biorąc pod uwagę oczekiwany wzrost rentowności EBITDA powinna wynieść 508,8 mln PLN w 2016 roku, co stanowi wzrost o 19,8% R/R. Szacujemy, że EBITDA będzie rosła w tempie 15,3% 2016-18P CAGR.

Potencjał do poprawy zysku netto w 2016 roku

Poprawa efektywności sprzedaży/restaurację oraz coraz lepsza rentowność biznesu skutecznie zmniejsza udział amortyzacji w wyniku EBITDA. Ponadto znaczne ograniczenie odpisów na aktualizację aktywów (spółka zakończyła restrukturyzację portfela nierentownych restauracji La Tagliatella w dywizji Nowe Rynki), połączone z coraz mniejszymi kosztami finansowania, powinny pozytywnie wpływać na generowany zysk netto. Szacujemy, że w 2015 roku spółka wypracuje 143,3 mln PLN zysku netto (+177,4% R/R). Prognozujemy dalszą poprawę o 7,7 % R/R do 154,4 mln PLN w 2016. Uwzględniając nasze szacunki wyników, spółka jest wyceniana na 27,9x P/E'15 oraz 25,9x P/E'16.

Dalsze umacnianie pozycji spółki w regionie CEE

AmRest niemal we wszystkich dywizjach odnotował dodatnią sprzedaż porównywalną restauracji w 2015 roku (jedynym rynkiem z ujemnymi lfl w PLN jest Rosja). Bardzo dobre wyniki sprzyjają realizacji założeń strategii AmRest 2.0., w której spółka szacuje potencjał regionu CEE na 1 000 restauracji (na koniec spółka posiadała 537 restauracji w CEE). W przyszłych okresach spółka będzie koncentrowała się na umacnianiu pozycji marki KFC w regionie (Polska, Czechy, Węgry oraz Hiszpania), rozwijaniem sieci Starbucks (otwieranie kawiarni w Polsce, Czechach, Rumunii i Słowacji) oraz rozwijaniem sieci Pizza Hut (Polska oraz Węgry; otwieranie zarówno klasycznych restauracji, jak i mniejszych formatów PH Express oraz PH Dostawa o wysokim ROIC). Naszym zdaniem strategia rozwoju restauracji oparta na markach o silnej pozycji rynkowej (KFC, Pizza Hut, Starbucks) oraz nabyte doświadczenie w zakresie doboru lokalizacji istotnie zmniejsza ryzyko odpisów na aktualizację aktywów w przyszłości.

CCC		Kupuj									
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		124,40 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		149,00 PLN							
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 643,1	2 009,1	22,3%	2 302,2	14,6%	3 212,5	39,5%	Liczba akcji (mln)	38,4		
EBITDA	203,4	295,9	45,5%	290,0	-2,0%	397,9	37,2%	MC (cena bieżąca)	4 777,0		
marża EBITDA	12,4%	14,7%		12,6%		12,4%		EV (cena bieżąca)	5 273,2		
EBIT	167,5	243,2	45,2%	232,6	-4,4%	315,5	35,6%	Free float	57,8%		
Zysk netto	125,2	214,0	70,9%	177,5	-17,0%	206,1	16,1%				
P/E	38,1	22,3		26,9		23,2		Zmiana ceny: 1m	-10,2%		
P/CE	29,6	17,9		20,3		16,6		Zmiana ceny: 6m	-35,5%		
P/BV	8,1	5,0		4,9		3,8		Zmiana ceny: 12m	-18,4%		
EV/EBITDA	24,4	17,5		18,2		14,4		Min (52 tyg.)	109,0		
Dyld (%)	1,3	1,3		2,4		1,2		Max (52 tyg.)	198,9		

Podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki wskazując na dobre perspektywy do poprawy sprzedaży porównywalnej biznesu w 2016 roku. Wzrost siły nabywczej konsumentów, poszerzenie oferty produktów, zwiększone nakłady marketingowe oraz niska baza z 2015 roku powinny wpłynąć na poprawę sprzedaży/mkw. o 5% R/R (vs. zakładany spadek o 8,3% R/R w 2015). Uważamy, że spółka ma duży potencjał do poprawy efektywności sprzedaży w Polsce, na Węgrzech, w Czechach oraz w Rumunii, co wraz z ekspansją sieci sprzedażowej umocni pozycję rynkową CCC w regionie. Ponadto ekspozycja na dynamicznie rosnący rynek e-commerce oraz potencjalne synergii z tytułu przejęcia Eobuwie.pl powinny pozytywnie wpłynąć na wyniki spółki w 2016 roku. Oczekujemy również presji na osiąganą marżę brutto na sprzedaży (spadek o 0,6p.p. R/R do 51,3%) ze względu na umocnienie USD (50% COGS jest denominowane w USD) oraz konsolidację E-obuwie (spółka osiąga niższą marżę brutto na sprzedaży od CCC). Ponadto powinna pojawić się presja na koszty SG&A ze strony umocnienia EUR (wyższe koszty czynszów). Uwzględniając powyższe czynniki oczekujemy wzrostu przychodów o 39,5% R/R do 3 212,5 mln PLN (29,8% organicznego wzrostu CCC). Rekomendujemy kupno walorów CCC z ceną docelową 149 PLN/akcję.

Wzrost siły nabywczej w Polsce pozytywnie przełoży się na sprzedaż porównywalną

Podwyższenie płacy minimalnej, wprowadzenie minimalnej płacy godzinowej brutto na poziomie 12 PLN oraz rozpoczęcie programu 500+ pozytywnie przełoży się na konsumpcję na rynku polskim. CCC ma bardzo dobrą ekspozycję na polski rynek z siecią 405 sklepów (salony własne oraz agencyjne), liczbie większej niż ilość miast powyżej 10 tys. mieszkańców w Polsce. Poszerzenie oferty w sklepach CCC, rozbudowanie programu lojalnościowego oraz większa siła nabywcza powinno przełożyć się na wzrost sprzedaży/mkw. o 1,8% w 2016 roku (vs. spadek sprzedaży/mkw. o 5% w 2015).

Zakup Eobuwie.pl dodaje do wyceny 14 PLN na akcję

Szacujemy, że CCC zapłaci za 74,99% udziałów w kapitale akcyjnym Eobuwie.pl 206,5 mln PLN w 2016 roku (przy założeniu 23,5 mln PLN EBITDA'15). Szacujemy, że platforma internetowa będzie poprawiała sprzedaż w tempie 39,8% CAGR 2016-18P do 410 mln PLN w 2018 roku (9,1% udziału w sprzedaży Grupy CCC). Jednocześnie oczekujemy

stopniowej erozji marży EBITDA z 15,7% w 2015 roku do 12,7% w 2017 roku, w wyniku wyższych kosztów wynikających z ekspansji zagranicznej biznesu. Przejęcie dojrzałego biznesu działającego w segmencie e-commerce daje spółce ekspozycję na dynamicznie rosnący kanał sprzedaży. Jednocześnie połączenie Eobuwie.pl z Grupą Kapitałową CCC, daje platformie mocniejszą siłę przetargową w rozmowach z dostawcami oraz może wpłynąć na zmniejszenie kosztów operacyjnych biznesu (otrzymanie podobnych warunków umów do CCC np. w zakresie logistyki czy obsługi płatności). Czynniki te mogą w przyszłości pozytywnie wpłynąć na rentowność platformy.

Dążenie do poprawy efektywności sprzedaży/mkw. w krajach CEE

Pomimo coraz lepszych wyników osiąganych na rynku czeskim, słowackim, węgierskim i rumuńskim, efektywność sprzedaży/mkw. jest poniżej analogicznego wskaźnika liczonego dla Polski. Poszerzenie oferty produktowej oraz zintensyfikowanie działań promocyjnych powinno pozytywnie wpłynąć na wyniki sklepów w tych krajach. Według naszych wyliczeń w 9M'15 sprzedaż/mkw. w Czechach, na Węgrzech oraz w Rumunii wynosiły odpowiednio 76%/59%/82% sprzedaży/mkw. zrealizowanej w Polsce.

Umocnienie USDPLN oraz wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej negatywnie wpłynie na rentowność w 2016 roku

CCC rozlicza około 50% kosztu zakupu towarów w USD. Umocnienie kursu USDPLN negatywnie będzie wpływać na osiąganą marżę brutto na sprzedaży. Podobny efekt powinno mieć wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej. Stawka, którą zostaną opodatkowane przychody CCC to 0,7% (w 2015 roku spółka nie posiadała miesiąca, w którym sprzedaż w Polsce była powyżej 300 mln PLN netto). Oczekujemy, że nowy podatek negatywnie wpłynie na rentowność osiąganą na sprzedaży kolekcji wiosna-lato'16. Negatywny efekt powinien zostać ograniczony wraz z wejściem do sprzedaży kolekcji jesień-zima'16, której ceny powinny być odpowiednio dostosowane do warunków rynkowych. Pomimo zakładanej poprawy sprzedaży porównywalnej oraz normalnej sprzedaży kolekcji jesień-zima'16 (brak niesprzyjających warunków pogodowych) oczekujemy spadku marży brutto na sprzedaży o 0,6p.p. R/R do 51,3% w 2016 roku. Pomimo spadku rentowności, oczekujemy, że pozytywna dynamika wyników będzie zachowana dzięki wzrostowi efektywności sprzedaży CCC oraz konsolidacji Eobuwie.pl, co powinno przełożyć się na zwiększenie EBIT o 35,6% R/R do 315,5 mln PLN w 2016 roku oraz oczyszczonego zysku netto do 206,1 mln PLN w 2016 roku (+16,1% R/R).

Eurocash

Redukuj

Analitik: Piotr Bogusz

Cena bieżąca: 53,74 PLN

Cena docelowa: 47,30 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	16 537,5	16 963,8	2,6%	20 909,4	23,3%	22 096,4	5,7%	Liczba akcji (mln)	138,7
EBITDA	402,1	412,5	2,6%	471,8	14,4%	538,4	14,1%	MC (cena bieżąca)	7 451,5
marża EBITDA	2,4%	2,4%		2,3%		2,4%		EV (cena bieżąca)	7 749,0
EBIT	285,7	287,2	0,5%	322,6	12,3%	386,0	19,7%	Free float	46,3%
Zysk netto	221,0	180,5	-18,3%	211,3	17,0%	255,9	21,1%		
P/E	33,9	41,3		35,3		29,1		Zmiana ceny: 1m	10,8%
P/CE	22,2	24,4		20,7		18,2		Zmiana ceny: 6m	23,8%
P/BV	8,5	7,5		6,8		6,0		Zmiana ceny: 12m	45,8%
EV/EBITDA	20,1	20,2		16,4		13,9		Min (52 tyg.)	31,2
Dywidenda (%)	1,7	1,5		1,5		1,4		Max (52 tyg.)	55,5

W 9M'15 Eurocash wygenerował 831 mln PLN gotówki z działalności operacyjnej oraz zmniejszył wskaźnik DN/EBITDA z 2,1x na koniec 2014 roku do 0,6x na koniec 3Q'15. Istotne umocnienie bilansu stwarza potencjał do dokonania przez Eurocash kolejnych przejęć w 2016 roku (na koniec 2015 roku Grupa ogłosiła przejęcie spółki Polska Dystrybucja Alkoholi). Ze względu na fakt, że Eurocash ma silną pozycję rynkową w podstawowych segmentach działalności, sądzimy, że trudno będzie spółce przejąć duży podmiot mający podobny profil biznesowy. Naszym zdaniem bardziej realnym scenariuszem będzie przejęcie kilku mniejszych podmiotów, co powinno mieć umiarkowany wpływ na wycenę spółki (ryzyko dłuższej integracji, mniejszy wpływ na wyniki spółki). Ponadto w naszych szacunkach bierzemy pod uwagę pozytywny wpływ dodatniej dynamiki cen żywności na sprzedaż porównywalną spółki oraz coraz większą siłę nabywczą konsumentów w 2016 roku. Oczekujemy wzrostu EBITDA o 14,1% R/R do 538,4 mln PLN w 2016 roku (z szacowanych 471,8 mln PLN w 2015 roku). Pomimo uwzględnienia sprzyjających warunków rynkowych, uważamy wartość spółki za zbyt wysoką i zalecamy redukowanie akcji z ceną docelową 47,30 PLN na akcję.

Możliwe kolejne akwizycje

Zgodnie z zapowiedziami zarządu Eurocash, spółka znacząco oparła cykl rotacji zapasów w dniach, co w dużej mierze przyczyniło się do wygenerowania 831 mln PLN gotówki z działalności operacyjnej w 9M'15 (vs. 194,9 mln PLN w 9M'14). Poprawa rotacji zapasów wynikała przede wszystkim ze zmiany warunków umów z dostawcami i powinna mieć stały charakter. W efekcie przeprowadzonych działań, cykl rotacji zapasów w dniach zmniejszył się o 6,8 dnia R/R do 18,4 dni na koniec 3Q'15. Wskaźnik DN/EBITDA obniżył się z 1,9x na koniec 3Q'14 do 0,6x na koniec 3Q'15. Mocny bilans spółki może zwiastować zwiększoną aktywność na rynku fuzji i przejęć. Zakładając wzrost zadłużenia spółki do 3x DN/EBITDA, potencjalne środki na przejęcie wyniosłyby 1,5 mld PLN. Przyjmując scenariusz, w którym Eurocash przejmuje podmiot: i) generujący 100 mln EBITDA w 2016; ii) po EV/EBITDA 8x; iii) o średniorocznym wzroście EBITDA w okresie prognozy o 2%; iv) o marży EBITDA 2,5% oraz marży EBIT 1,8%; v) z cyklem konwersji gotówki w dniach na poziomie Eurocash, to 9-miesięczna wycena spółki z naszego modelu DCF wyniosłaby 57,2 PLN/akcję. Ryzykiem do wyceny w przedstawionym scenariuszu może być trudność znalezienia odpowiedniego podmiotu, zbyt wysoka cena przejęcia oraz problemy z integracją nowego biznesu. W naszym bazowym scenariuszu nie uwzględniamy dokonania przejęcia przez Eurocash (oprócz przejętej pod koniec 2015 roku spółki Polska Dystrybucja Alkoholi).

Powracająca pozytywna dynamika cen żywności oraz wzrost w 2016

Według odczytów GUS, ceny żywności i napojów bezalkoholowych odnotowały wzrost R/R w XI'15 (+0,4%) oraz w XI'14 (+0,1%) oraz delikatny spadek w XII'15 (-0,1%). Oczekujemy, że zaobserwowany trend wzrostowy w cenach żywności będzie kontynuowany w 2016 roku, co powinno pozytywnie przełożyć się na wartość zrealizowanej sprzedaży przez Eurocash. Podwyższenie płacy minimalnej, minimalnego wynagrodzenia godzinowego oraz program 500+ powinny wpłynąć na zwiększenie dochodu dyspozycyjnego konsumentów. Oczekujemy, że wpłynie to pozytywnie na realizowaną sprzedaż detaliczną, co w efekcie przełoży się na większe zamówienia towarów od Eurocash. Szacujemy, że sprzedaż/hurtownię C&C wzrośnie o 2% R/R, sprzedaż do sklepów ABC o 2,5%, a sprzedaż do sieci Delikatesy Centrum o 3% R/R. Jednocześnie szacujemy, że sprzedaż realizowana w ramach Tradis powiększy się o 10% R/R. Prognozujemy, że spółka odnotuje wzrost przychodów o 5,7% R/R do 22,1 mld PLN.

Wzrost rentowności na poziomie EBIT

Oczekujemy wzrostu rentowności na poziomie EBIT o 0,21p.p. R/R do 1,75% w 2016 roku wynikającą z: i) poprawiającej się efektywności segmentu Tradis oraz ii) rozwodnienia kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu wynikającego ze zwiększenia wartości sprzedaży. W efekcie szacujemy zwiększenie EBIT o 19,7% R/R do 386 mln PLN. Według naszych prognoz EBITDA powinna poprawić się o 14,1% R/R do 538,4 mln PLN w 2016 roku. Oczekujemy, że średnioroczny wzrost EBITDA w latach 2016-18P wyniesie 11,2%.

Podatek od sprzedaży detalicznej potencjalnym zagrożeniem dla działalności franczyzowej

Zgodnie ze wstępnym projektem resortu finansów, nowy podatek obejmie również franczyzodawców. Danina ma być płacona przez właściciela marki handlowej. Eurocash jest właścicielem systemu franczyzowego Delikatesy Centrum (1042 sklepy na koniec 3Q'15) oraz miękkiej franczyzy ABC (7416 sklepów na koniec 3Q'15). Eurocash sprzedaje towary do sieci franczyzowych za pośrednictwem kanału hurtowego. W przypadku miękkiej franczyzy prowadzonej przez Eurocash, franczyzobiorca płaci symboliczną opłatę marketingową, która najczęściej jest zwracana w udzielonych rabatach. Uważamy, że ryzyko opodatkowania franczyzodawców nową daniną jest niskie (propozycja spotkała się z ostrą krytyką stowarzyszeń działających w branży spożywczej).

Jeronimo Martins		Kupuj									
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		13,08 EUR				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		15,10 EUR							
(mln EUR)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)			
Przychody	11 829,3	12 680,0	7,2%	13 728,0	8,3%	14 624,9	6,5%	Liczba akcji (mln)		629,3	
EBITDA	777,0	732,0	-5,8%	789,5	7,9%	881,2	11,6%	MC (cena bieżąca)		8 231,2	
marża EBITDA	6,6%	5,8%		5,8%		6,0%		EV (cena bieżąca)		8 796,5	
EBIT	525,0	448,5	-14,6%	483,6	7,8%	574,1	18,7%	Free float		32,3%	
Zysk netto	382,3	301,4	-21,2%	336,6	11,7%	401,5	19,3%				
P/E	21,5	27,3		24,5		20,5		Zmiana ceny: 1m		12,4%	
P/CE	13,0	14,1		12,8		11,6		Zmiana ceny: 6m		2,5%	
P/BV	6,0	5,9		6,1		4,6		Zmiana ceny: 12m		35,1%	
EV/EBITDA	11,4	12,0		11,1		9,5		Min (52 tyg.)		40,9	
Dyield (%)	2,6	2,5		4,7		0,0		Max (52 tyg.)		57,6	

Kontynuacja wzrostu cen żywności R/R oraz oczekiwane zwiększone wydatki konsumpcyjne w Polsce powinny pozytywnie wpłynąć na sprzedaż porównywalną realizowaną przez sklepy Biedronka w 2016. W naszych prognozach przyjmujemy, że spółka poprawi sprzedaż/sklep Biedronka o 4,6% R/R w PLN (vs. poprawa o 2,5% w 2015 roku). Pomimo obniżenia tempa ekspansji sieci Biedronka do 100 placówek rocznie, pozytywna sprzedaż porównywalna oraz podwyższenie marży brutto na sprzedaży, powinno przełożyć się na 7,9% R/R wzrostu EBITDA w 2015 do 789,5 mln EUR (vs. 15,7% CAGR 2011-14, czego główną składową jest wzrost o EBITDA 43,8% R/R w 2011 roku). Oczekujemy, że poprawa efektywności sprzedaży placówek (rozwodnienie kosztów SG&A) oraz wzrost rentowności sprzedaży przyczyni się do zwiększenia marży EBITDA o 0,28p.p. R/R do 6,03% w 2016 roku. Ponadto zmniejszenie tempa ekspansji sieci Biedronka oraz optymalizacja nakładów inwestycyjnych, powinny przełożyć się na zmniejszenie capex do 353,2 mln EUR w 2015 (vs. 486 mln EUR w 2014 roku). Oczekujemy, że zmniejszenie nakładów inwestycyjnych przy utrzymaniu wysokiej relacji wskaźnika CFO/EBITDA przyczyni się do poprawy FCF yield do 4,84% z (2,65% w 2014 roku). Mając na uwadze sprzyjające warunki makroekonomiczne oraz poprawę FCF, rekomendujemy kupowanie akcji z ceną docelową 15,10 EUR/akcję.

Kontynuacja poprawy sprzedaży porównywalnej w 2016 roku

W 2015 roku sieć Biedronka wypracowała 3,2% wzrost sprzedaży porównywalnej, co przy środowisku deflacyjnym oznacza silną poprawę wolumenowej sprzedaży towarów przez sieć. Jest to pośredni efekt rozszerzenia oferty sklepów z 1000 SKU do 1300 SKU. Jednocześnie spółka dostosowywała ofertę sprzedażową sklepów znajdujących się w większych miastach. Modernizacji uległ również wygląd sklepu (nowe działy) oraz wprowadzone zostały dodatkowe usługi (maszyny do wyciskania soku, automaty do kawy). Kontynuacja prac nad dostosowaniem oferty oraz aktywne zarządzanie promocjami, powinno pozwolić spółce kontynuować poprawę sprzedaży w sieci Biedronka. Ponadto sieć sklepów ma odpowiednią ekspozycję na polskiego konsumenta, posiadając 2 667 dyskontów na koniec 2015 roku. Pozytywna dynamika w cenach żywności w 2016 roku oraz wzrost konsumpcji w Polsce powinny przełożyć się na poprawę sprzedaży/sklep o 4,6% R/R w PLN w 2016 roku (vs. 2,5% R/R w 2015 roku) oraz 3,5% R/R w EUR (vs. +2,1% R/R w 2015 roku). Oczekujemy, że sprzedaż sieci Biedronka wzrośnie o 7,9% R/R do 9,9 mln EUR w 2016, a sprzedaż Grupy JMT wzrośnie o 6,5% R/R do 14,6 mld EUR.

Wzrost rentowności EBITDA

Kontynuacja poprawy efektywności sprzedaży oraz wyższa marża brutto na sprzedaży (wprowadzenie do oferty wysokomarżowych towarów), powinny wspierać rentowność spółki w 2016 roku. Część z dodatkowo wypracowanej marży zostanie zainwestowana w ceny produktów, w celu utrzymania pozytywnej sprzedaży porównywalnej. Jednocześnie oczekujemy rozwodnienia kosztów SG&A, których narzut powinien się zmniejszyć z 17,81% w 2015 roku do 17,56% w 2016 roku. Szacujemy, że marża EBITDA powinna się poprawić o 0,28p.p. R/R do 6,03% w 2016 roku.

Wysoki FCF yield

Podjęcie decyzji o spowolnieniu z rozwojem sieci Biedronka w Polsce do 100 placówek brutto w latach 2015-17 wpłynęło na obniżenie nakładów inwestycyjnych spółki. Zmniejszony capex oraz utrzymanie wysokiego wskaźnika CFO/EBITDA (szacujemy 92% w 2015 roku) powinno przełożyć się na poprawę poziomu wolnych przepływów gotówkowych. Szacujemy, że FCF yield wyniósł 4,84% w 2015 roku vs. 2,65% w 2014 roku. Spółka sukcesywnie zmniejsza zadłużenie (DN/EBITDA zmniejszył się z 0,6x na koniec 3Q'14 do 0,3x na koniec 3Q'15). Wolne przepływy gotówkowe mogą zostać przeznaczone na dywidendę, integrację pionową biznesu lub przyspieszenie rozwoju sieci Ara w Kolumbii.

Potencjał do rozwoju nowych biznesów

Jeronimo Martins jest w procesie restrukturyzacji sieci drogerii Hebe w Polsce. Oczekujemy, że biznes osiągnie rentowność w 2017 roku. Do tego czasu zarząd JMT nie będzie podejmował decyzji o przyspieszeniu rozwoju sieci. W Kolumbii spółka posiada dwa centra logistyczne oraz sieć 142 sklepów Ara (stan na koniec 2015 roku). Planowana jest ekspansja o minimum 50 placówek rocznie. Rynek kolumbijski stwarza duży potencjał do rozwoju sieci sprzedaży w średnim terminie. Oczekujemy, że sieć Ara stanie się rentowna w 2019 roku.

Podatek nie powinien być zagrożeniem dla rentowności spółki

Sieć Biedronka jest największym podmiotem na polskim rynku spożywczym, który będzie podlegał opodatkowaniu. Według naszych wyliczeń hipotetyczna wartość podatku do zapłacenia przez JMT powinien wynieść 466 mln PLN w 2016 roku (przy założeniu rozkładu sprzedaży 70%/30% na dni tygodnia/weekend), co stanowi 28% prognozowanego przez nas zysku netto Grupy JMT. Naszym zdaniem ze względu na relatywnie niski poziom cenowy koszyka dóbr oferowanych przez sieć Biedronka oraz silną pozycję na rynku, JMT będzie miało możliwość przetransferowania nowej daniny w ceny towarów lub na dostawców.

LPP		Redukuj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		5 411 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02	
		Cena docelowa:		4 900 PLN					
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 116,3	4 769,3	15,9%	5 134,3	7,7%	5 964,0	16,2%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	764,1	802,8	5,1%	756,3	-5,8%	757,1	0,1%	MC (cena bieżąca)	9 793,4
marża EBITDA	18,6%	16,8%		14,7%		12,7%		EV (cena bieżąca)	10 447,6
EBIT	615,9	609,1	-1,1%	538,6	-11,6%	505,0	-6,2%	Free float	57,7%
Zysk netto	430,9	479,5	11,3%	381,2	-20,5%	385,7	1,2%		
P/E	22,7	20,4		25,7		25,4		Zmiana ceny: 1m	-2,6%
P/CE	16,9	14,5		16,4		15,4		Zmiana ceny: 6m	-29,7%
P/BV	6,5	6,0		5,0		4,4		Zmiana ceny: 12m	-27,1%
EV/EBITDA	13,1	12,7		13,8		13,7		Min (52 tyg.)	5 190,0
Dyld (%)	1,6	1,8		0,6		1,0		Max (52 tyg.)	8 099,0

Trudne otoczenie rynkowe, w którym konkurencja wywiera presję na ceny towarów, a coraz wyższe koszty zakupu towarów rozliczane są w USD, odbije się na wynikach spółki w 2016 roku. Ponadto aprecjacja EUR oraz rosnące koszty wynagrodzeń powinny wpłynąć na wzrost kosztów SG&A/mkw. o 2,5% R/R w 2016 r. Z drugiej strony, spółka koncentruje się na poprawie oferty, czego efekt powinien stawać się coraz bardziej widoczny w kolejnych kolekcjach LPP. Uwzględniając negatywny wpływ rynku rosyjskiego na sprzedaż Grupy LPP (zakładamy spadek sprzedaży/mkw. o 6% R/R na rynku rosyjskim), oczekujemy że w 2016 r. przychody spółki poprawią się o 16,2% R/R do 5 964 mln PLN. Oczekujemy, że powierzchnia sprzedażowa wzrośnie o 14,7% do 967,7 tys. mkw., co jest najniższym tempem odnotowanym od 2011 roku. Mając na względzie zmniejszenie dynamiki ekspansji oraz relatywnie słabą ekspozycję spółki na rynek e-commerce uważamy, że część premii w wycenie nie jest uzasadniona. Szacujemy, że zysk netto w roku 2016 wyniesie 385,7 mln PLN (+1,2% R/R), co daje wycenę na poziomie 25,4x P/E'16. Biorąc pod uwagę kolejny trudny rok dla LPP rekomendujemy redukcję akcji z ceną docelową 4 900 PLN

Rentowność biznesu nadal pod presją

Kontynuacja wzrostu kursu USD/PLN będzie w dalszym ciągu wywierała presję na koszty zakupu towarów przez LPP (spółka rozlicza około 90% COGS w USD). Jednocześnie negatywnie na rentowność sprzedaży kolekcji wiosna-lato'16 wpłynie podatek od sprzedaży detalicznej. Dostosowywanie cen kolekcji jesień-zima'16 (ze względu na umocnienie USD oraz dodatkowe obciążenie podatkiem) może być utrudnione ze względu na wzmożoną konkurencję na rynku (w 2015 roku agresywną politykę cenową prowadziła Inditex). Ponadto, presję na ceny towarów wywiera coraz szybciej rozwijający się kanał e-commerce, gdzie sklepy internetowe oferują w atrakcyjnych cenach towary zachodnich marek. Z drugiej strony, zabiegi mające na celu poprawę kolejnych kolekcji oferowanych przez LPP powinny przełożyć się na wyższą sprzedaż towarów w pierwszej cenie. Ponadto oczekujemy, że w 2Q'16 spółka nie będzie przeprowadzała tak intensywnych wyprzedaży, jak to miało miejsce w 2Q'15. Biorąc pod uwagę powyższe efekty, szacujemy, że marża brutto na sprzedaży obniży się o 1,7p.p R/R do 51,7% w 2016 r. (pomimo szacowanego spadku marży brutto na sprzedaży o 5,2p.p. R/R w 2015 r.).

Dodatnia sprzedaż porównywalna w Polsce

Planowana poprawa kolekcji polegająca na zwiększeniu kontroli LPP nad procesem produkcji oraz poprawa konsumpcji na rynku polskim (wzrost płacy minimalnej, program 500+) powinny wpłynąć na poprawę sprzedaży/mkw. o 1,2% w 2016 r. w Polsce vs. szacowane -5,6% w 2015 r. (oraz -5,7% w 2014 r.). Jednocześnie oczekujemy, że pozytywny wpływ poprawy kolejnych kolekcji na sprzedaż może pojawić się z opóźnieniem. Zakładana poprawa sprzedaży/mkw. na większości rynków powinna przewyższyć negatywny wpływ z oczekiwanego spadku efektywności sprzedaży/mkw. na rynku rosyjskim i ukraińskim. W efekcie oczekujemy wzrostu sprzedaży/mkw. o 0,4% R/R w 2016 roku. Szacujemy, że przychody ze sprzedaży LPP wzrosną o 16,2% R/R do 5 964 mln PLN.

Wzrost powierzchni o 14,7% R/R w 2016 r.

Średnioroczny wzrost powierzchni LPP w latach 2012-15 wyniósł 25,1% (w 2015 r. dynamika ekspansji sieci wyniosła 16,7% R/R). Biorąc pod uwagę wysokie nasycenie rynku polskiego sklepami LPP, spowolnienie rozwoju w Rosji oraz stabilną ekspansję sklepów na rynku niemieckim oczekujemy wzrostu sieci sprzedażowej o 124,3 tys. mkw. w 2016 r. (+14,7% R/R). Zgodnie z zapowiedziami zarządu spółki priorytetem jest skoncentrowanie się na poprawie sprzedaży porównywalnej na podstawowych rynkach. Naszym zdaniem spowolnienie tempa rozwoju (vs. historyczne dane) nie uzasadnia części premii w wycenie spółki.

Koszty SG&A pod presją wynagrodzeń oraz EUR/PLN

Według naszych szacunków SG&A/mkw. w 2015 roku zmniejszyły się 15,7% R/R, co było efektem niższych kosztów na rynku rosyjskim (dewaluacja RUB), skutecznych negocjacji umów najmu (uzależnienie płatności za czynsz od generowanego obrotu), mniejszych kosztów wynagrodzeń (niska sprzedaż przełożyła się na zmniejszenie premii sprzedaży). Umocnienie się kursu EUR/PLN (około 80% umów czynszowych rozliczana jest w EUR), coraz większa presja na wynagrodzenia oraz zakładana poprawa sprzedaży porównywalnej powinny wpłynąć na podwyższenie się kosztów SG&A/mkw. o 2,5% w 2016 roku.

Niska ekspozycja na e-commerce

Sprzedaż internetowa w 9M'15 wyniosła 49,3 mln PLN, co stanowiło 1,4% udziału w całkowitej sprzedaży Grupy. LPP obecnie posiada jedynie sklepy internetowe marki Reserved w Polsce, na Słowacji i Rumunii. W 2016 roku planowane jest otwarcie sklepów internetowych dwóch kolejnych marek w Czechach, na Słowacji, na Węgrzech i w Rumunii. Niska ekspozycja spółki na dynamicznie rozwijający się kanał e-commerce osłabia pozycję konkurencyjną LPP na rynku.

Inne

Work Service		Akumuluj										
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		11,96 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02		
		Cena docelowa:		13,70 PLN								
(mln PLN)	2013	2014	zmiana	2015P	zmiana	2016P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	918,4	1 739,8	89,4%	2 115,5	21,6%	2 381,6	12,6%	Liczba akcji (mln)		67,4		
EBITDA	8,7	98,7	1031,4%	103,2	4,6%	120,5	16,7%	MC (cena bieżąca)		805,6		
marża EBITDA	0,9%	5,7%		4,9%		5,1%		EV (cena bieżąca)		1 110,4		
EBIT	3,9	89,1	2181,6%	91,8	2,9%	106,6	16,2%	Free float		30,6%		
Zysk netto	26,5	52,4	98,1%	46,9	-10,6%	65,8	40,4%					
P/E	27,8	15,4		17,2		12,2		Zmiana ceny: 1m		-17,3%		
P/CE	23,5	13,0		13,8		10,1		Zmiana ceny: 6m		-33,6%		
P/BV	3,1	2,1		2,2		1,8		Zmiana ceny: 12m		-38,8%		
EV/EBITDA	94,3	9,6		10,8		8,5		Min (52 tyg.)		11,6		
Dyld (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		22,0		

Silny popyt na usługi pracy tymczasowej i outsourcingu na rynkach z relatywnie niską penetracją oraz realizacja czterech istotnych przejęć pozwoliły powiększyć skalę obrotów Work Service 2,3x w ciągu ostatnich dwóch lat. W 2015 r. wyniki grupy uległy pogorszeniu, głównie ze względu na spadek rentowności pracy tymczasowej, która odpowiada za ponad 70% sprzedaży, co przy wzroście kosztów SG&A o blisko 34% R/R przełożyło się na stagnację na linii EBIT. Powodem spadku rentowności pracy tymczasowej Work Service były głównie problemy na rynku niemieckim. Joint venture Work Service z Fiege Logistik Stiftung, konsolidowane przez Work Service, otrzymuje blisko połowę zamówień od grupy Fiege, dużego operatora logistycznego. Spadek zamówień dla Fiege przełożył się na spadek popytu na pracowników tymczasowych od joint venture, gdzie część pracowników była z góry zakontraktowana na cały rok. W 2016 r. celem Work Service jest przeniesienie pracowników do innych podmiotów na rynku niemieckim, jednak mniejsza dynamika rynku będzie rzutować na wyniki całej Grupy, która nie zamierza na chwilę obecną dostosowywać kosztów SG&A do nowych realiów. Obniżamy nasze prognozy zysku EBIT na 2015 r. do 92 mln PLN z poziomu 125 mln PLN. Work Service jest notowany na EV/EBITDA'16 na poziomie 8,5x z 2% dyskontem do spółek porównywalnych, jednak wykaże wyższy wzrost zysku EBIT w 2016 r. (szacujemy +16% R/R vs. średnia dla spółek porównywalnych +10% R/R). Naszym zdaniem premia do zachodnich przedstawicieli sektora byłaby uzasadniona: penetracja pracą tymczasową jest niższa w krajach CEE niż na rynkach rozwiniętych, a Work Service ma pozycję lidera w tym regionie. Obniżamy cenę docelową dla Work Service do 13,70 PLN, podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Spadek rentowności brutto na sprzedaży przy istotnym wzroście kosztów SG&A

Work Service zanotował spadek rentowności wyniku brutto na sprzedaży w 3Q'15 LTM do 11,1% z poziomu 12,2% rok wcześniej. Spadek był spowodowany częściowo przejęciami spółek wyspecjalizowanych w pracy tymczasowej (praca tymczasowa ma kilkukrotnie niższą marżę od outsourcingu). Jednak dodatkowo niższa rentowność to pochodna problemów na rynku niemieckim i osłabienia rosyjskiego rubla vs. PLN (Work Service nie stosuje polityki hedgingowej na ruchy RUB). Work Service zdecydował się na rynku niemieckim na budowę joint venture z Fiege Logistik Stiftung, spółką córką Fiege (dużego wiodącego operatora logistycznego na niemieckim rynku ze 140-letnią tradycją, prekursora zintegrowanych rozwiązań dla logistyki kontraktowej). Połowa zamówień dla powołanego joint venture miałyby być kierowana z matki Fiege. W trakcie 2015 r. istotny spadek zamówień na usługi Fiege przełożył się na spadek popytu na pracowników tymczasowych od joint venture, gdzie część pracowników była z góry zakontraktowana na cały rok. W 2016 r. celem Work Service jest przeniesienie pracowników do innych podmiotów na rynku niemieckim. Z kolei koszty sprzedaży w 2015 r. wzrosły o 24% R/R, a ogólnego zarządu o 39% R/R w wyniku istotnej rozbudowy struktury organizacyjnej, sił sprzedażowych oraz jednorazowych kosztów działalności akwizycyjnej. Spodziewamy się dalszego wzrostu kosztów SG&A w 2016 r. o 9%, przy stabilnej marży brutto ze sprzedaży.

Powrót do wzrostów w 2016 r.

Nasza prognoza EBIT na 2016 r. wynosi 107 mln PLN, co implikuje 16% wzrost zysku w 2016 r. przy założeniach: (1) poprawy sprzedaży na rynku niemieckim o 5% R/R, (2) braku istotnych zmian w zakresie regulacji dotyczących rynku pracy w Polsce. W długim terminie Grupa powinna zwiększać skalę działalności, dzięki niższymi wskaźnikom penetracji pracą tymczasową w krajach CEE vs. kraje rozwinięte (penetracja w Polsce wynosi 1,0% vs. 1,6% średnia europejska). Spodziewamy się, że Work Service będzie poprawiać rentowność dzięki szybkiemu wzrostowi outsourcingu, którego rentowność wynosi ok. 30% (vs. 5% praca tymczasowa). Sprzedaż outsourcingu w 3Q'15 wzrosła o 39%, co dobrze rokuje na przyszłość.

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

Agora

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-11-13	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	12,19	11,45
WIG w dniu rekomendacji	49358,20	44294,89

Alior Bank

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	87,50	65,18	60,20
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89

AmRest

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-07-10	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	148,00	188,50
WIG w dniu rekomendacji	51658,71	44294,89

Asseco Poland

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-11-16	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	55,00	56,50
WIG w dniu rekomendacji	48697,10	44294,89

BZ WBK

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	311,50	285,25	260,20
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89

CCC

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-12-15	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	132,00	124,40
WIG w dniu rekomendacji	43887,16	44294,89

CD Projekt

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-09-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	25,55	23,09
WIG w dniu rekomendacji	50977,06	44294,89

CEZ

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-07-03	2015-07-30	2015-12-14	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	86,00	88,40	69,00	65,00
WIG w dniu rekomendacji	53074,71	52288,10	44220,32	44294,89

Ciech

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2015-11-24	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	86,36	80,00
WIG w dniu rekomendacji	48597,23	44294,89

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2015-12-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	24,20	21,99
WIG w dniu rekomendacji	47002,61	44294,89

Echo

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2015-06-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	7,17	5,77
WIG w dniu rekomendacji	55045,40	44294,89

Enea

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2015-07-30	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	13,94	11,50
WIG w dniu rekomendacji	52288,10	44294,89

Energa

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2015-07-30	2015-11-25	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	19,70	13,50	13,48
WIG w dniu rekomendacji	52288,10	47908,15	44294,89

Erbud

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2015-07-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	32,00	25,95
WIG w dniu rekomendacji	53074,71	44294,89

Erste Bank

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	26,17
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Eurocash

rekomendacja	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2015-11-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	49,75	53,74
WIG w dniu rekomendacji	50367,53	44294,89

Famur

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-06-03	2015-09-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	2,96	1,69	1,75
WIG w dniu rekomendacji	55045,40	50135,97	44294,89

Getin Noble Bank

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	0,88	0,58	0,46
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89

Grupa Azoty

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2016-01-05	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	96,30	104,00
WIG w dniu rekomendacji	45356,65	44294,89

Handlowy

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2015-07-03	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	92,97	85,50	70,00	74,46
WIG w dniu rekomendacji	53074,71	51519,45	46247,43	44294,89

ING BSK

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	123,20	120,25	111,00
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89

Jeronimo Martins

rekomendacja	Sprzedaj	Kupuj
data wydania	2015-05-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	13,10	13,08
WIG w dniu rekomendacji	56442,25	44294,89

JSW

rekomendacja	w trakcie aktualizacji	Zawieszona
data wydania	2015-12-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	12,53	8,97
WIG w dniu rekomendacji	47002,61	44294,89

Kęty

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2015-11-02	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	278,00	281,75
WIG w dniu rekomendacji	50271,65	44294,89

KGHM

rekomendacja	w trakcie aktualizacji	Trzymaj
data wydania	2015-12-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	68,15	56,26
WIG w dniu rekomendacji	47002,61	44294,89

Komercni Banka

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5239,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Kopex

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2015-06-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	8,08	3,53
WIG w dniu rekomendacji	55045,40	44294,89

Kruk

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2015-05-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	154,00	168,70
WIG w dniu rekomendacji	56442,25	44294,89

Lotos

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2015-09-03	2015-10-09	2015-11-19	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	29,18	30,66	28,00	25,63
WIG w dniu rekomendacji	50135,97	51222,77	49345,31	44294,89

LPP

rekomendacja	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2015-10-09	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	7634,10	5410,50
WIG w dniu rekomendacji	51222,77	44294,89

LW Bogdanka

rekomendacja	w trakcie aktualizacji	Trzymaj
data wydania	2015-06-12	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	66,00	31,33
WIG w dniu rekomendacji	54357,69	44294,89

Millennium

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	6,23	5,64	5,20
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89

MOL

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-10-09	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	178,00	198,00
WIG w dniu rekomendacji	51222,77	44294,89

Netia

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,56
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Orange Polska

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-08-06	2015-12-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	8,12	6,50	6,43
WIG w dniu rekomendacji	53694,88	47002,61	44294,89

OTP BANK

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2015-08-21	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5635,00	6155,00
WIG w dniu rekomendacji	52508,32	44294,89

Pekao

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Redukuj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	164,40	147,50	139,40
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89

PGE

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2015-07-30	2015-09-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	17,61	15,08	13,55
WIG w dniu rekomendacji	52288,10	50135,97	44294,89

PGNiG

rekomendacja	Sprzedaj	Sprzedaj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2015-05-06	2015-10-09	2015-12-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	6,49	6,94	5,24	5,04
WIG w dniu rekomendacji	56442,25	51222,77	47002,61	44294,89

PKN Orlen

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2015-10-09	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	64,50	61,43
WIG w dniu rekomendacji	51222,77	44294,89

PKO BP

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-05-06	2015-07-03	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	36,47	30,25	30,06	27,44	24,84
WIG w dniu rekomendacji	56442,25	53074,71	51519,45	46247,43	44294,89

Polwax

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	15,70
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Prime Car Management

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-09-02	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	43,01	35,10
WIG w dniu rekomendacji	50292,20	44294,89

PZU

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-07-22	2015-09-03	2015-11-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	433,90	425,00	376,50	32,33
WIG w dniu rekomendacji	52839,41	50135,97	50367,53	44294,89

RBI

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	11,32
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Skarbiec Holding

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-05-14	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	47,83	27,00
WIG w dniu rekomendacji	57246,74	44294,89

Synthos

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2015-05-05	2015-11-10	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	4,76	3,91	3,96
WIG w dniu rekomendacji	56699,49	49428,71	44294,89

Tarczyński

rekomendacja	Zawieszona
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	13,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Tauron

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2015-07-30	2015-12-14	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	3,63	2,63	2,71
WIG w dniu rekomendacji	52288,10	44220,32	44294,89

Unibep

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	9,89
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Vistal

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	8,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Work Service

rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	11,96
WIG w dniu rekomendacji	44294,89

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku
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. Wyeliminowanie 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, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

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

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, Pfeleiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Syginity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, Indata Software, Uniwheels. 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 abonamentową z Orange Polska S.A.

Zestawienie rekomendacji wydanych w ostatnim miesiącu znajduje się na stronie 14 Strategii. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Strategii znajduje się na stronie 15 niniejszego opracowania.

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 lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Michał Marczak

członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:**Kamil Kliszczy**

dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszczy@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski

tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek

tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel

tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała

tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybała@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz

tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:**Piotr Gawron**

dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lemicka@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.

Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-082 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:**Mariusz Adamski**

tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mdm.pl

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

Jędrzej Łukomski

tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski

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