środa, 6 kwietnia 2016 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: kwiecień 2016

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Oczekujemy, że na rynkach będzie utrzymywała się wysoka zmienność (lepsze wyniki za 1Q, ale wzrost ryzyka politycznego), z większym prawdopodobieństwem spadku cen w krótkim okresie.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że uwaga w kwietniu będzie głównie skupiona na transakcji Aliora oraz Banku BPH. Ponadto oczekujemy, że pojawią się dalsze spekulacje odnośnie restrukturyzacji zadłużenia CHF, szczególnie biorąc pod uwagę coraz liczniejsze głosy podważające wyliczenia KNF. Oczekujemy, że w kwietniu kurs akcji banków zagranicznych powinien zachować się lepiej niż banków w Polsce.

Paliwa

Kluczowy dla pozycjonowania w ramach sektora będzie szczyt OPEC 17 kwietnia, który wyznaczy kierunek dla ropy. My w dalszym ciągu zakładamy, że tendencja wzrostowa na surowcu będzie kontynuowana i dlatego preferujemy spółki eksponowane na segment wydobywczy. Po ostatnich wzrostach obniżamy jednak rekomendację dla MOL-a z kupuj na akumuluj.

Energetyka

Nowe pomysły na uzdrowienie systemu ETS w Europie mogą wspierać notowania uprawnień i czystych producentów, co będzie premiować CEZ względem polskich konkurentów. Faworytem na lokalnym podwórku pozostaje Tauron, który może być największym beneficjentem rynku mocy.

Telekomunikacja, Media, IT

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Orange Polska i Netii oraz negatywne do Cyfrowego Polsatu. W sektorze IT dobrze prezentuje się Asseco Business Solutions z 10% wyższym R/R backlogiem i DYield=5,4%. Ze spółek mediowych naszym faworytem jest Wirtualna Polska, która liczy na rekordowy rok 2016.

Górnictwo i metale

Oczekiwane przez nas umocnienie USD i słabe globalne makro negatywnie wpłyną na ceny surowców w krótkim okresie.

Przemysł

W 4Q'15 drugi kwartał z rzędu proporcja spółek przemysłowych raportujących gorsze r/r rezultaty była wyższa niż spółek je poprawiających. Warto zauważyć jednak, że tendencja uległa poprawie w porównaniu do 3Q'15. Dalsze osłabienie PLN do EUR w 1Q'16 oraz utrzymująca się dobra koniunktura na rynkach eksportowych naszym zdaniem będą zwiększać szansę na poprawę wyników w kolejnym kwartałach.

Budownictwo

Spodziewamy się mniejszej liczby przetargów infrastrukturalnych. Większa aktywność publicznych zamawiających powinna powrócić w 2H'16. Sektor jest wyceniony na P/E'16=12,5x oraz EV/EBITDA'16=5,9x. Z największym dyskontem notowane są Herkules, Elbudowa oraz Elektrotim.

Deweloperzy

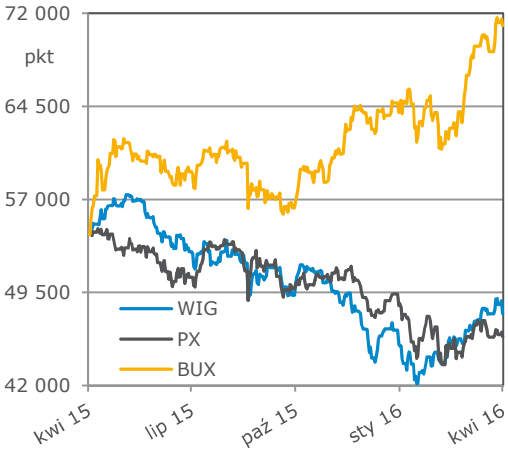
Po osiągnięciu przez Echo oraz Capital Park naszych cen docelowych, obniżamy rekomendacje powyższych spółek do neutralnych. Wysokie wolumeny sprzedaży mieszkań za 1Q'16 wspierają nasze pozytywne rekomendacje na Dom i Robyg.

Handel

Efekt Świąt Wielkanocnych negatywnie wpłynął na wyniki sprzedażowe m.in. CCC, Gino Rossi oraz Bytom w marcu, co z kolei powinno zostać odwrócone w wynikach kwietniowych. Spodziewamy się dobrych wstępnych wyników sprzedażowych AmRest w 1Q'16, co powinno wspierać cenę waloru.

WIG	47 790
Średnie P/E 2016	12,9
Średnie P/E 2017	11,2
Średni dzienny obrót (3M)	724 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
AMREST	Akumuluj	▼
BZ WBK	Trzymaj	▼
CAPITAL PARK	Trzymaj	▼
CD PROJEKT	Trzymaj	▼
ECHO	Trzymaj	▼
FAMUR	Trzymaj	▼
HANDLOWY	Redukuj	▼
MOL	Akumuluj	▼
OTP BANK	Trzymaj	▼

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl

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

Dom Maklerski

Spis treści

1. Rynek akcji 4
2. Makroekonomia 8
3. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku 10
4. Statystyki rekomendacji 11
5. Banki 12
5.1. Alior Bank 12
5.2. BZ WBK 12
5.3. Getin Noble Bank 13
5.4. Handlowy 13
5.5. ING BSK 14
5.6. Millennium 14
5.7. Pekao 15
5.8. PKO BP 15
5.9. Komercni Banka 16
5.10. Erste Bank 16
5.11. RBI 17
5.12. OTP Bank 17
6. Ubezpieczyciele 18
6.1. PZU 18
7. Usługi finansowe 19
7.1. Kruk 19
7.2. Prime Car Management 19
7.3. Skarbiec Holding 20
8. Paliwa, chemia 21
8.1. Ciech 21
8.2. Grupa Azoty 21
8.3. Lotos 22
8.4. MOL 22
8.5. PGNiG 23
8.6. PKN Orlen 23
8.7. Polwax 24
8.8. Synthos 24
9. Energetyka 25
9.1. CEZ 25
9.2. Enea 25
9.3. Energa 26
9.4. PGE 26
9.5. Tauron 27
10. Telekomunikacja 28
10.1. Netia 28
10.2. Orange Polska 28
11. Media 29
11.1. Agora 29
11.2. Cyfrowy Polsat 29
11.3. Wirtualna Polska 30
12. IT 31
12.1. Asseco Poland 31
12.2. CD Projekt 31
13. Górnictwo i metale 32
13.1. KGHM 32
13.2. LW Bogdanka 32
14. Przemysł 33
14.1. Elemental 36
14.2. Famur 36
14.3. Kernel 37
14.4. Kęty 37
14.5. UNIWHEELS 38
14.6. Vistal 38
15. Budownictwo 39
15.1. Budimex 39
15.2. Elektrobudowa 39
15.3. Erbud 40
15.4. Unibep 40

16. Deweloperzy 41
16.1. Capital Park 41
16.2. Dom Development 41
16.3. Echo Investment 42
16.4. GTC 42
16.5. Robyg 43
17. Handel 44
17.1. AmRest 44
17.2. CCC 44
17.3. Eurocash 45
17.4. Jeronimo Martins 45
17.5. LPP 46
18. Inne 47
18.1. Work Service 47

Rynek akcji

W ostatnich tygodniach rynki akcji kontynuowały wzrosty odreagowując spadki z początku roku, dyskontując lepsze niż oczekiwano dane makro w USA i Chinach - co oddala ryzyko globalnej recesji (również ryzyko dewaluacji juana) oraz zmianę nastawienia FED na bardziej gołębie. Duże znaczenie dla sentymentu miał również wzrost cen ropy naftowej, gdzie inwestorzy oczekują na co najmniej zamrożenie przez OPEC poziomu wydobycia (lub obniżenie, finalna decyzja 17 kwietnia). Pozytywnie na ceny ropy wpływało również osłabienie USD, będące efektem działań FED, ale również zapowiedzi Prezesa ECB o prawdopodobnym końcu obniżek stóp w Strefie. Naszym zdaniem, w kolejnych tygodniach rośnie prawdopodobieństwo odwrócenia trendu na USD, co będzie efektem: poprawy danych w USA, rosnących oczekiwań na podwyżkę stóp procentowych w czerwcu ze strony FED oraz czerwcowe referendum ws. Brexitu. Konferencja krajów OPEC nie zaskoczy pozytywnie inwestorów, co przy umacniającym się USD powinno prowadzić do spadku cen surowców. Wsparciem dla rynku akcji powinien być sezon wyników za 1Q, gdzie spółki amerykańskie powinny raportować lepsze wyniki niż obniżony po 4Q2015 konsensus rynkowy. Oczekujemy, że na rynkach będzie utrzymywała się wysoka zmienność, z większym prawdopodobieństwem spadku cen w krótkim okresie.

Nieco lepsze dane makro na świecie i podtrzymana/zwiększona „kroplówka" z banków centralnych

Nieco lepsze dane makro przede wszystkim z USA i Chin pozytywnie wpływały na sentyment inwestorów zmniejszając ryzyko globalnej recesji, co jeszcze w styczniu było dyskontowane przez inwestorów. Pozytywne zaskoczenia dotyczyły szczególnie wskaźników wyprzedzających. W USA zarówno ISM przemysłowy jak również usługowy przebiły obniżane wcześniej oczekiwania analityków. Również powiązany z koniunkturą na giełdzie Conference Board zanotował wzrost do 96,2 pkt. (94 pkt. poprzednio). Pozytywne momentum makro może mieć znaczenie w kontekście zbliżającego się okresu publikacji wyników za 1Q, gdzie oczekiwania rynkowe zostały obniżone licznymi ostrzeżeniami na 2016 rok po publikacji wyników za 4Q2015. Optymizm wsparł również FED z wyraźną zmianą nastawienia na bardziej gołębie (m.in. mniejsza liczba podwyżek stóp, zapewnienie, że bank centralny może użyć dodatkowych narzędzi, jak skup aktywów, jeżeli będzie taka potrzeba). W Chinach również widać stabilizację danych makro – PMI w przemyśle ponownie zbliżył się do 50 pkt. (49,7 pkt.), co przynajmniej na razie zmniejsza oczekiwania na dewaluację juana i wspiera ceny surowców – szczególnie metali przemysłowych. Największym negatywnym zaskoczeniem były dane w Japonii (produkcja przemysłowa, wskaźniki wyprzedzające). W Europie pomimo, że opublikowano nieco lepsze PMI to momentum na tle innych gospodarek prezentuje się relatywnie słabo. Potwierdzeniem tego jest zwiększenie przez ECB na marcowym posiedzeniu skali stymulacji (obniżone stopy: depozytowa -0,40%, operacji refinansujących 0%, pożyczkowa 0,25%, zwiększenie skupu aktywów do 80 mld EUR w tym obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym, nowe TLTRO). Pomimo, że skala działań ECB była znacząco większa niż oczekiwali inwestorzy to informacja o tym, że dalsze obniżki nie będą konieczne schłodziło nastroje inwestorów i umocniło Euro (a to problem dla gospodarki Strefy). W Polsce, m.in. dzięki nowym zamówieniom zarówno w kraju jak i na rynkach zagranicznych, PMI w przemyśle wzrósł do 53,8 pkt. Jest to szczególnie pozytywne biorąc pod uwagę nadal słabsze odczyty w gospodarce niemieckiej (PMI, ZEW). Pomimo niższych niż oczekiwano odczytów inflacyjnych nasi makroekonomiści nie oczekują zmiany nastawienia RPP.

Ceny surowców a EM

Wzrost cen ropy naftowej i metali przemysłowych w ostatnich dwóch miesiącach ma raczej charakter spekulacji (oczekiwanie na ograniczenie podaży i osłabienie USD), wiąże się bardziej z zamykaniem krótkiej pozycji przez inwestorów finansowych niż ze wzrostem popytu na rynku fizycznym (efekt słabego wzrostu gospodarczego). Słabość USD będąca efektem złagodzenia nastawienia FED może nie trwać długo, szczególnie w kontekście czerwcowego referendum ws. Brexitu. Lepsze dane z USA (w tym dane dotyczące inflacji), a wraz z nimi rosnące oczekiwania na kolejną podwyżkę stóp procentowych w czerwcu powinny umacniać USD, a tym samym ograniczać dalszy wzrost cen surowców. Duży wpływ na cenę ropy będzie miał szczyt OPEC, który powinien zakończyć się 17 kwietnia. Naszym zdaniem zamrożenie wydobycia jest już przez rynki wycenione, a w obecnej sytuacji politycznej ograniczenie produkcji mało realne - bardziej skłanialibyśmy się do tezy, że przy obecnym poziomie cenowym bliżej rynkom do rozczarowania niż pozytywnych zaskoczeń (to zakład mocno spekulacyjny). Jeżeli na rynek ropy powrócą spadki spółki górnicze ponownie znajdą się pod silną presją podaży i rosnącą presją ze strony banków po stronie kredytowej. Na sentyment w sektorze naftowym może oddziaływać sukces, jaki osiągnął producent samochód elektrycznych Tesla. W ciągu zaledwie trzech dni sprzedaży spółka poinformowała, że ma 300 tys. rezerwacji na model 3. Dotychczas producent sprzedał 110 tys. modelu S. Ceny nowego modelu zaczynają się już od 35 tys. USD, co może zapowiadać prawdziwą rewolucję na rynku samochodowym (lub, że nastąpi ona szybciej niż dotychczas oczekiwano). To oczywiście horyzont długoterminowy, ale „tradycyjne" koncerny motoryzacyjne mogą być przymuszone do przyspieszenia prac nad technologią.
Akcje na rynkach wschodzących dyskontowały wzrost cen surowców i osłabienie USD, jednak korekta na cenach ropy rozpoczęta w połowie marca nie przełożyła się na adekwatną korektę na MSCI EM. W perspektywie miesiąca uważamy, że ryzyko spadku cen akcji z EM jest większe niż powrót cen ropy powyżej 40 USD.

Wzrost ryzyka politycznego w najbliższych miesiącach - Brexit, wybory w USA

Rynki finansowe w coraz większym stopniu będą reagowały na informacje dotyczące dwóch zbliżających się wydarzeń, które w istotny sposób mogą zmienić obecną rzeczywistość. 23 czerwca odbędzie się referendum ws. wyjścia WB z UE. Jeszcze w połowie 2014 sondaże wskazywały, że opuszczenie Unii przez WB jest mało prawdopodobne. Dziś, w dużej mierze ze względu na kryzys migracyjny w Europie oraz niekończący się bałagan decyzyjny w Unii, sondażowe badania opinii znacząco się zawęziły. Niektóre z nich wskazują nawet, że większość Brytyjczyków jest za opuszczeniem wspólnoty (ostatnie zamachy terrorystyczne tylko wspierają te nastroje). Różnice oscylują na granicy błędu statystycznego, dlatego aż do czerwca będzie utrzymywać się duża niepewność, a tu ryzyko jest asymetryczne – pozostanie w Strefie to zachowanie status-quo (zapewne pozytywna reakcja, ale o charakterze krótkoterminowym), wyjście oznacza scenariusz jakiego nie zakładają nawet najgorsze prognozy makro.
Drugim wydarzeniem są wybory prezydenckie w USA, które odbędą się 8 listopada. Statystycznie rok wyborczy zwykle był udany dla rynku akcji. Wszystko wskazuje jednak na to, że tegoroczne wybory to będzie wyrównane starcie kandydatów z których jeden jest „silnie toksyczny" dla

inwestorów. W powszechnej opinii ekonomistów ewentualna wygrana D. Trumpa i realizacja chociaż części głoszonych postulatów doprowadzi do kryzysu budżetowego USA i eskalacji napięć międzynarodowych (wojny celne). Trump wygrał większość prawyborów Partii Republikańskiej, ale jeszcze nie ma formalnej nominacji prezydenckiej partii. Ta zostanie przyznana w trakcie lipcowej konwencji partii. Ze względu jednak na kontrowersyjne poglądy Trumpa i rosnącą opozycję w partii nominacja może zostać przyznana innemu kandydatowi. Im bliżej do wyborów i partyjnej konwencji tym obawy o realizację takiego scenariusza mogą negatywnie wpływać na rynek.

Lokalnie polityka: TK i Moody's

Zamieszanie powstałe wokół zmian w Trybunale Konstytucyjnym w coraz mniejszym stopniu wpływa na rynki finansowe. Śledząc ostatnie wypowiedzi polityków z USA jak również z Unii Europejskiej – zajętych głównie lokalnymi problemami - można odnieść wrażenie, że formalnie nie zostaną wyciągnięte w stosunku do Polski istotne konsekwencje (w ostatnich tygodniach umacniało to PLN). Otwartą kwestią pozostaje zachowanie agencji ratingowych, w tym Moody's który zapowiadał weryfikacje oceny w maju.

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

Sektory w kwietniu

Finanse

- Marzec nie przyniósł rozstrzygnięcia ustawy CHF w Polsce i uważamy, że temat będzie kontynuowany przez kolejne miesiące. Negatywnie na sentyment do polskich banków mogą oddziaływać coraz częściej pojawiające się komentarze polityków rządzącej partii o nieprawidłowej, zawyżonej kalkulacji skutków ustawy zaproponowanej przez Prezydenta RP. Niemniej jednak uważamy, że ustawa w obecnym kształcie ma bardzo niskie szanse na poparcie rządu.
- Oczekujemy, że prognozy na 1Q'16 dla polskiego sektora potwierdzą pozytywny trend w marży odsetkowej oraz zrewidują w dół oczekiwania odnośnie podatku bankowego.
- Uważamy, że w kwietniu kurs akcji banków zagranicznych a w szczególności Erste Banku (kupuj) oraz RBI (kupuj) powinny zachowywać się lepiej niż banki w Polsce. Powodem ku temu jest relatywnie niska wycena austriackich banków (P/BV <1x wobec 1,3 w Polsce) oraz oczekiwane przez nas zamrożenie produkcji ropy przez OPEC oraz Rosję.
- Zwracamy także uwagę na wysoką wycenę Banku Pekao (sprzedaj). Notowany na 2017P P/E 20,0x Pekao handlowany jest z 35% premią do średniej polskiej oraz 60% premią do średniej CEE. Uważamy, że tak wysoka premia jest nieuzasadniona przez niską ekspozycję banku na kredyty CHF ani przez wskaźnik DY na poziomie 5%.
- Kluczowe rekomendacje: Erste Bank (kupuj), PZU (kupuj), Pekao (sprzedaj).

Paliwa

- Na 17 kwietnia zaplanowano szczyt OPEC i Rosji w sprawie ewentualnego zamrożenia bądź obniżenia produkcji. Dotychczasowe miękkie zapowiedzi w tej sprawie miały dość mocny wpływ na rynek i dlatego uważamy że członkowie kartelu będą chcieli podtrzymać na rynku przekonanie, że OPEC przywróci kontrolę nad cenami. Niemniej jednak ostatnie wypowiedzi Arabii Saudyjskiej wprowadzają pewien niepokój. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy dalsze wzrosty notowań ropy.
- Marże rafineryjne na koniec marca wzrosły w okolice 6-7 USD/Bbl, głównie za sprawą marży na benzynie. Naszym zdaniem nie jest to zjawisko trwałe i wraz ze zwiększeniem wykorzystania mocy w instalacjach rafineryjnych i normalizacją popytu w USA wrócą niekorzystne tendencje na zapasach tego paliwa. Dane marcowe z Chin powinny potwierdzić ponowny wzrost eksportu paliw z tego kierunku.
- Po ostatnich wzrostach obniżamy rekomendację dla MOL do akumuluj, ale nadal pozostaje to naszym zdaniem najciekawsza spółka z sektora. Pozostajemy negatywni w przypadku PKN Orlen.
- Kluczowe rekomendacje: MOL (akumuluj), PKN Orlen (redukuj).

Chemia

- Presja eksportowa na ceny sody w lutym zelżała z uwagi na zalanie jednej z dużych eksportowych fabryk chińskich w wyniku pęknięcia tamy. Pojawiły się jednak zapowiedzi, że produkcja ma zostać wznowiona w ciągu miesiąca, a pełne zdolności zostaną przywrócone do końca roku. Podtrzymujemy opinię, że w kolejnych miesiącach otoczenie cenowe dla Ciechu będzie coraz mniej wspierające.
- Mimo odbicia cen na rynku ropy ceny gazu w Niemczech utrzymują się na lokalnie niskich poziomach (pozytywnie dla europejskich producentów nawozów). Po stronie cen nawozów w ostatnich tygodniach obserwowana jest stabilizacja (po wcześniejszych spadkach). Takie otoczenie przy mniej wrażliwych na światowe trendy cenach nawozów w kraju powinno sprzyjać wynikom osiąganym przez Grupę Azoty w 1Q'16.
- Utrzymujące się niesprzyjające otoczenie dla producentów kauczuku w 2016 roku połączone z odcięciem dostaw od butadienu do fabryki w Kralupach przekładać się będzie na ujemną dynamikę wyników Synthos w 1-3Q'16. Naszym zdaniem przy braku dywidendy z zysku za 2015 rok premia w wycenie Synthos do spółek porównywalnych będzie się zmniejszać.
- Kluczowe rekomendacje: Synthos (redukuj).

Energetyka

- Ceny energii w Niemczech zaczęły ostatnio nieco rosnąć w reakcji na odbicie na rynku CO_2, związane z propozycją Francji w zakresie uzdrowienia systemu ETS (m.in. wprowadzenie korytarza cenowego dla uprawnień). Realizacja takiego scenariusza (ostatnio rynek CO_2 wydawał się już „pogrzebany") premiowałaby czystych producentów, takich jak CEZ.
- W Polsce nadal tematem numer jeden będzie polityka i szczegóły ratowania spółek węglowych oraz dostosowanie do tego strategii poszczególnych koncernów. Obecnie największą niewiadomą pozostaje formuła wniesienia akcji LWB przez Eneę do KHW. W najbliższych tygodniach może pojawiać się też więcej informacji na temat ewentualnego procesu sprzedaży aktywów EdF (wartość transakcji może sięgać 4,5-5 mld PLN). Wydaje się, że obecnie wolny od ryzyk politycznych pozostaje Tauron, który może najbardziej skorzystać na przygotowywanym rynku mocy.
- Kluczowe rekomendacje: CEZ (kupuj), Tauron (kupuj).

Telekomunikacja, Media, IT

- Spółki z sektora telekomunikacyjnego podały informacje o znacznych inwestycjach w infrastrukturę. Największe poniesie Orange Polska, które chce dotrzeć do 3,5 mln gospodarstw domowych zasięgiem sieci FTTH w 2018 r., co pozwoli jej na osiągnięcie lidera pod względem infrastruktury na rynku, z najszerszą ofertą dla B2B i B2C. Netia ogłosiła cel 2,55 mln gospodarstw domowych w zasięgu sieci NGA do końca 2020 r. Z kolei Cyfrowy Polsat przeznaczy 1 mld PLN na rozbudowę sieci 1800 MHz, jednak zapowiada, że jego CAPEX nie przekroczy 10% przychodów.
- W zakresie dywidendy, Orange Polska potwierdziło płatność 0,25 PLN na akcję, Netia obniżyła poziom wypłaty do 0,20 PLN (ale ogłosiła program skupu akcji i część rynku może spodziewać się przegłosowania dywidendy jaką zaproponował Zarząd patrząc na WZA dywidendowe w 2015), Cyfrowy Polsat jedynie zapowiedział pierwszą dywidendę z zysku za 2016 r. (polityka ma być ogłoszona do końca roku). DYield Orange Polska jest na poziomie 3,9% vs. 4,0% w Netii.
- W nadchodzących miesiącach operatorzy P4, Orange Polska i T-Mobile zbudują istotną część pokrycia ludności zasięgiem LTE na 800 MHz. Tym samym 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.
- W takim otoczeniu pod względem atrakcyjności inwestycyjnej preferujemy Orange Polska.

- Ożywienie na globalnym oraz polskim rynku reklamy ma wpływ na wyniki spółek mediowych, których kursy powinny w marcu 2016 wykazać wzrosty. Pozytywnie podchodzimy do Wirtualnej Polski.
- W sektorze IT dobrze prezentuje się Asseco Business Solutions z 10% wyższym R/R backlogiem i DYield na poziomie 5,4%.
- Po istotnym wzroście kursu CD Projekt i osiągnięciu naszej ceny docelowej zmieniamy rekomendację z kupuj do trzymaj.

Metale i górnictwo

- Wzrost cen metali przemysłowych w ostatnich dwóch miesiącach jest raczej związany z zamykaniem krótkiej pozycji przez inwestorów finansowych niż wzrostem popytu na rynku fizycznym. Spółki górnicze znajdują się nadal pod silną presją na restrukturyzację (m.in. wyprzedaż aktywów) i rosnącym naciskiem ze strony banków po stronie kredytowej.
- Wysoka zmienność cen ropy naftowej, nadpodaż oraz sezonowy spadek popytu na półkuli Pn w najbliższych tygodniach powinny oznaczać nadal niskie ceny węgla w Europie. W Polsce ceny są wspierane interwencyjnym skupem przez rządową agencję.

Przemysł

- W 4Q'15 drugi kwartał z rzędu proporcja spółek przemysłowych raportujących gorsze r/r rezultaty była wyższa niż spółek je poprawiających. Warto zauważyć jednak, że tendencja uległa poprawie, jeśli proporcje odniesiemy do 3Q'15. Dalsze osłabienie PLN do EUR w 1Q'16 oraz utrzymująca się dobra koniunktura na rynkach eksportowych naszym zdaniem budują nadzieję, że w kolejnym kwartale proporcja spółek poprawiających rezultaty będzie rosła.
- Naszym zdaniem w 4Q'15 warte wyróżnienia wyniki zanotowały Alumetal, Amica, Forte, Grajewo, Grupa Kęty, Kernel, Relpol, Uniwheels oraz Ursus. Najsłabiej prezentowały się naszym zdaniem rezultaty spółek Alchemia, Boryszew, Libet oraz Kopex.
- Na spadek wyników finansowych wpływ miały niskie odczyty wskaźnika PMI dla polskiego przemysłu, spadające obroty w Rosji i konkurencja niskoprzetworzonych wyrobów ze wschodu. Największymi beneficjentami natomiast byli eksporterzy do UE, którzy korzystają z osłabienia PLN do EUR.
- Wśród naszych faworytów pozostają Amica, Alumetal, Elemental Holding, Grajewo oraz Uniwheels. Unikalibyśmy akcji Alchemii, Boryszewa, Orła Białego, Patentusa oraz Synthosa.
- Nadal uważamy, że na problemach finansowych Grupy Kopex najbardziej skorzystać może Famur, który ma stabilną sytuację płynnościową i niskie zadłużenie. W związku z wyraźnym wzrostem notowań Famur w marcu zamykamy naszą pozytywną rekomendację.
- Grupa Vistal w 2016 rok weszła z portfelem zamówień na poziomie 374,3 mln PLN (+52,2% r/r oraz +38,0% q/q). Wysoki backlog gwarantować będzie dobre wyniki finansowe generowane w 1-3Q'16.
- Kluczowe rekomendacje: Elemental (kupuj), UNIWHEELS (kupuj), Vistal (kupuj).

Budownictwo

- Nie liczylibyśmy na szybkie odblokowanie przetargów na kolei, których rozstrzygnięcia powinny przesunąć się na drugą połowę roku. Oczekujemy, że GDDKiA również zwiększy aktywność dopiero w miesiącach letnich. Spowolnienie tempa przetargów nie powinno mieć większego znaczenia dla Budimeksu oraz Trakcji, których portfele zamówień na bieżący rok są wysokie.
- Największym zaskoczeniem w wynikach sektora za 4Q'15 były wysokie dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Po części miały one jednorazowy charakter (spółki kolejowe), niemniej dobrze wróżą rentowności branży w 2016 r.
- Spośród rekomendowanych przez nas spółek największy potencjał wzrostu kursu szacujemy w Elektrobudowie. Spadek kursu o 15% YTD ma związek z problemami spółki na kontraktach dla PSE. Odzyskanie gotówki zamrożonej w tych kontraktach powinno odbudować zaufanie do spółki. Jest to jednak zadanie nie na najbliższy miesiąc, lecz na rok.
- Kluczowe rekomendacje: Elektrobudowa (kupuj), Erbud (kupuj), Unibep (kupuj).

Deweloperzy

- Pierwsze dane sprzedażowe za 1Q'16 (9 spółek) pokazują 25% wzrost sprzedaży mieszkań w ujęciu r/r oraz 6% wzrost q/q. Wynik ten przekracza nasze oczekiwania. Przypominamy, że jeszcze na początku roku obawy o spowolnienie na rynku mieszkaniowym były znaczące w związku z (1) wprowadzeniem wyższego wkładu własnego w kredytach hipotecznych, (2) nałożonym podatkiem na sektor bankowy. Jak dotąd ryzyka te nie materializują się.
- Dom i Robyg zwiększyły sprzedaż mieszkań w 1Q'16 o ponad 30% r/r, wypełniając naszą całoroczną prognozę sprzedaży w odpowiednio 26% i 30%. Stanowi to wysoką zaliczkę na kolejne kwartały, gdyż pierwszy kwartał roku jest sezonowo najsłabszy.
- W związku ze wzrostem kursów Echo Investment (+19% YTD) oraz Capital Park (+13% YTD) oraz osiągnięciem naszych cen docelowych, obniżamy rekomendacje powyższych spółek z akumuluj do trzymaj. Spośród rekomendowanych przez nas deweloperów komercyjnych GTC jest notowany na najwyższym wskaźniku P/B=1,2x (vs. 0,9x w Echo vs. 0,7x w Capital Park). Obecny model biznesowy GTC jest jednak zdecydowanie najbezpieczniejszy, podobnie jak potencjał wzrostu NAV w kolejnych latach.
- Kluczowe rekomendacje: Dom Development (kupuj), Robyg (kupuj), GTC (kupuj).

Handel

- Według najnowszych doniesień prasowych do połowy kwietnia powinny pojawić się dwie propozycje podatku od sprzedaży detalicznej (jedna przedstawiona przez Ministerstwo Finansów, a druga jako projekt poselski). Pojawienie się szczegółów projektu może negatywnie wpłynąć na sentyment w sektorze.
- Wysoki kurs USDPLN pod koniec 2015 roku, po którym dokonywane były zakupy kolekcji wiosna-lato, negatywnie wpływa na marzę brutto na sprzedaży osiąganą przez większość spółek z sektora odzieżowo-obuwniczego. Dodatkowym wyzwaniem dla sektora w 2016 roku jest wzrost kosztów wynagrodzeń oraz aprecjacja EUR, które negatywnie wpłyną na koszty SG&A.
- Oczekujemy kontynuacji pozytywnych trendów w AmRest, które powinny znaleźć odzwierciedlenie w wynikach sprzedażowych za 1Q'16 (powinny zostać opublikowane w połowie kwietnia). Pozytywnie oceniamy plany ekspansji restauracji przyjęte przez spółkę, które zakładają wzrost sieci o 140 placówek brutto w 2016 roku.
- Poprawa siły nabywczej polskiego konsumenta oraz pozytywna dynamika w cenach żywności powinny wspierać wyniki Jeronimo Martins oraz Eurocash.
- Obniżamy rekomendację dla AmRest z kupuj do akumuluj ze względu na istotny wzrost kursu akcji w marcu.
- Kluczowe rekomendacje: AmRest, Jeronimo Martins

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym w ujęciu rocznym o 6,7% r/r po wzroście o 1,4% zanotowanym w styczniu. Wynik za luty okazał się nieco lepszy od konsensusu rynkowego. Na wyższy niż poprzednio odczyt złożyła się przede wszystkim większa liczba dni roboczych (+1 r/r wobec -1 miesiąc wcześniej). Po odsezonowaniu produkcja przemysłowa wzrosła o 3,0% wobec 3,3% r/r w styczniu. Oceniamy, że po korekcie o czynniki jednorazowe utrzymało się dotychczasowe momentum produkcji przemysłowej (około 0,2% m/m). Wzrost zanotowano w 29 z 34 sekcji. Dominowały sekcje eksportowe (meble, pojazdy samochodowe). Spadki to przede wszystkim produkcja energii elektrycznej (konsekwencja ciepłej zimy). W kolejnych miesiącach powinniśmy widzieć wzrosty napędzane popytem na polski eksport (i słabym złotym wspierającym opłacalność tego eksportu). Otoczenie europejskie jest dla polskiego przemysłu raczej neutralne. Produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu rocznym o 10,5% (po wyłączeniu czynników sezonowych produkcja spadła o 0,8% m/m) i jest to wynik zdecydowanie gorszy od oczekiwań rynku i naszej prognozy (ok. -6%). Stało się tak pomimo korzystnej różnicy dni roboczych i sprzyjającej aury (jeden z najcieplejszych i najsuchszych lutych w ostatnich dekadach). Litania wskaźników ukazujących słabość budownictwa nie ma końca: czwarty z rzędu kwartał spadków produkcji budowlanej, spadek produkcji o ok. 10% w ujęciu rocznym, najniższy poziom produkcji od lutego 2013 r. Na temat przyczyn tak kiepskich wyników produkcji budowlano-montażowej wypowiadaliśmy się wielokrotnie (cięcia wydatków samorządowych i kolejowych, spowolnienie w budownictwie komercyjnych) i odnotujemy tylko, że napływające przez ostatni miesiąc informacje tylko pogorszyły perspektywy sektora – dziura w inwestycjach kolejowych jest bowiem większa niż pierwotnie szacowaliśmy. W konsekwencji, wkład budownictwa do wzrostu w tym roku nieznacznie przekroczy zero.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła o 3,9% w cenach bieżących i o 6,3% w cenach stałych. Wzrost był wyższy od konsensusu rynkowego, lecz niższy od naszych szacunków. Rozbieżności pomiędzy rzeczywistością a naszą prognozą pojawiają się w wielu kategoriach. Tym niemniej, nie są one jednokierunkowe i nie uważamy, że z optymizmem definitywnie przesadziliśmy. Jasne punkty na sprzedaży to przede wszystkim sprzedaż dóbr trwałych (samochody, RTV, AGD – tu widzimy umacnianie poprzednich trendów) oraz żywność; tę ostatnią kategorię należy jednak analizować ostrożnie przez zawirowania, które wprowadził GUS mieszając sprzedaż żywności ze sprzedażą niewyspecjalizowaną w ostatnich 4 miesiącach. Niespodzianki in minus to sprzedaż paliw (raczej efekt cenowy niż popytowy, dynamika w cenach stałych pozostała bez zmian) oraz kategoria prasa i książki; nie są to kategorie decydujące o trendzie – ten zaś jest rosnący. Choć przez wspominane roszady w kategoriach żywności i sprzedaży niewyspecjalizowanej popsuły nasze ulubione statystyki ,,po wyłączeniach'', wyglądają one doprawdy świetnie. Nadal w zakresie sprzedaży pozostajemy optymistami: rynek pracy (zatrudnienie, w przyszłości płace) oraz 500 plus to argumenty więcej niż wystarczające, aby obstawiać zbliżenie się dynamiki sprzedaży do 10% w tym roku i konsumpcji indywidualnej (rachunki narodowe) do 4%. Wzrost w I kw. może być nieco niższy niż 3,9% w IV kw. (głównie za sprawą fatalnych wyników budownictwa). Nie będzie on jeszcze pod wpływem istotnej stymulacji fiskalnej, którą szacujemy nawet na 1% PKB. Fakt utrzymania relatywnie wysokiego wzrostu PKB w Polsce powinien, po pierwsze, łagodzić obawy o ryzyko kredytowe. Po drugie, będzie wspierał złotego. Niezaprzeczalnie sytuacja globalna utrwala środowisko niskich (a nawet ujemnych) stóp procentowych, co będzie mieć istotne znaczenie dla relatywnej atrakcyjności polskich aktywów. W takim otoczeniu powinny radzić sobie dobrze polskie długie obligacje (kompresja premii za ryzyko i niskie globalnie stopy).

Inflacja

Po rewizji wag inflacja w styczniu wyniosła -0,9% r/r, zaś w lutym -0,8% r/r. Nasze przewidywania odnośnie rewizji okazały się słuszne w zakresie kierunku, niemniej skala dostosowania była wyższa od naszych przewidywań. W zakresie poszczególnych kategorii widzimy przede wszystkim wyższą dynamikę cen żywności (1,0% w styczniu, 0,3% w lutym), co generalnie potwierdza odczyty z regionu i nasze przypuszczenia. Naszym zdaniem może to powoli stawać się normą. Znaczący spadek cen paliw (łącznie o prawie 10%) dobiegł w marcu końca. Dwukrotne wzrosty w kategorii rekreacja i kultura (po 0,5%) nie są raczej początkiem nowego trendu, lecz rozłożeniem wzrostów cen ze stycznia na dwa miesiące (poprzedni rok średnio również charakteryzował się średnią dynamiką w okresie styczeń-luty na poziomie 0,5%). Trend inflacji bazowej jest wciąż płaski i nie ma powodów, aby przypuszczać, że oderwała się ona w styczniu i lutym od zera. Przy stabilizacji cen paliw i nieco wyższej niż w ubiegłym roku realizacji cen żywności inflacja w marcu może wylądować na poziomie -0,8%. Rewizja wag (żywność, paliwa, hotele i restauracje w dół; w górę: odzież i obuwie, rekreacja i kultura, pozostałe dobra i usługi, zdrowie; pozostałe praktycznie bez zmian) przesuwa całą naszą prognozowaną ścieżkę inflacji równolegle w dół: deflacja powinna skończyć się wraz z początkiem roku szkolnego, inflacja średnioroczna będzie nieznacznie różnić się od zera (in plus), a rok skończymy w okolicy 1,5% na dynamice rocznej. Czynnikiem regulującym nachylenie ścieżki inflacyjnej będą ceny ropy naftowej; nie widzimy jednak na obecnym etapie znaczącego impulsu pro-inflacyjnego z ich strony. Okres deflacji trwa, a rozpędzenie procesów inflacyjnych jest znikome.

Rachunek obrotów bieżących

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wyniosła w styczniu 764 mln EUR (poprzednio deficyt w wysokości 410 mln EUR). Po raz pierwszy w historii rachunek bieżący zamknął się nadwyżką na bazie 12-miesięcznej sumy. Wynik jest bezspornie dobry, jeśli chodzi o to historyczne osiągnięcie. Mogło być jednak lepiej. Nasza prognoza sugerowała saldo powyżej 1 mld EUR i pomyliliśmy się wyłącznie w przypadku rachunku handlowego, który okazał się znacząco niższy od naszych przewidywań. I choć na polu rachunku handlowego też nie ma na co narzekać, zachowanie eksportu i importu w styczniu było złamaniem wzorca sezonowego. Zarówno w przypadku importu, jak i eksportu wynik jest dużym zaskoczeniem zarówno dla modeli opartych stricte na własnościach szeregów czasowych, modeli zbudowanych w oparciu o dane wysokiej częstotliwości oraz hybryd. Ex post, w danych GUS widzimy spadek eksportu głównie do krajów UE. Jeśli przyczyną zaburzenia jest dodatkowo bardziej zimowa aura w styczniu, w lutym powinno dojść do odwrócenia tego efektu. Tym niemniej, trudno taką skalę niespodzianki wytłumaczyć. Abstrahując od precyzji szacunków, trend na rachunku obrotów bieżących nie odbiega od naszych przewidywań. Mniej więcej stabilny wzrost w strefie euro przy dużej konkurencyjności polskiego eksportu (poziomy kursu walutowego 4,30-4,50, a tam ostatnio kurs się znajdował, to silny impuls konkurencyjny) implikuje utrzymanie dotychczasowych dynamik eksportu w okolicach 6-10% (styczeń traktujemy jak anomalię). Import

jest na razie ograniczony i można sądzić, że plany przekształcenia polskiej gospodarki w strukturę bardziej samowystarczalną i ukierunkowaną na eksport (Plan Morawieckiego) implikują mniejszą importochłonność eksportu. Efektu programu 500+ nie da się jednak wyłączyć z kalkulacji. Naszym zdaniem najbliższe miesiące powinny prowadzić do przesunięcia dynamik importu w górę, wraz z równoległym przesunięciem ścieżki konsumpcji. Import (liczymy go przecież nominalnie) z pewnością podbiją wyższe ceny ropy naftowej. Wszystkie wymienione czynniki nie muszą jednak oznaczać wejścia gospodarki w większe deficyty bieżące. Program 500+ to około 5mld EUR wydatków. Zakładając pewne pozytywne efekty mnożnikowe w całej gospodarce oraz zapewne niedominujący odsetek wydatków na dobra importowane, może się okazać że rozsmarowanie programu na cały rok poskutkuje stosunkowo niewielkim obniżeniem salda handlowego. Dodatkowo ceny ropy naftowej nie mają szybkich perspektyw powrotu do 60, nie mówiąc już o 100 dolarach za baryłkę. Reasumując, w okresie przejściowym możliwy jest powrót deficytów, jednak perspektywy wskazują nadal na całkiem duże zewnętrzne zbilansowanie gospodarki.

Departament Analiz Ekonomicznych mBanku
(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek)
research@mBank.pl

Dom Maklerski

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2016	P/E 2017	EV/EBITDA 2016	EV/EBITDA 2017
Banki										
ALIOR BANK	Kupuj	2016-02-02	60,20	82,96	71,40	+16,2%	15,0	12,3		
BZ WBK	Trzymaj	2016-04-06	295,55	305,10	295,55	+3,2%	13,5	13,3		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2016-02-02	0,46	0,96	0,57	+68,4%	14,5	7,9		
HANDLOWY	Redukuj	2016-04-06	85,85	81,97	85,85	-4,5%	18,9	16,9		
ING BSK	Trzymaj	2016-03-04	121,45	119,38	119,50	-0,1%	16,3	14,8		
MILLENNIUM	Kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	5,79	+20,9%	12,9	10,2		
PEKAO	Sprzedaj	2016-03-04	156,70	127,42	158,00	-19,4%	20,2	19,6		
PKO BP	Kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	26,45	+19,5%	11,5	10,7		
KOMERCNI BANKA	Akumuluj	2016-03-04	4942	5428 CZK	5170	+5,0%	16,0	13,5		
ERSTE BANK	Kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	24,58	+31,6%	9,2	8,2		
RBI	Kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	12,76	+34,3%	13,8	4,6		
OTP BANK	Trzymaj	2016-04-06	6900	6487 HUF	6900	-6,0%	10,6	8,6		
Ubezpieczyciele										
PZU	Kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	34,98	+21,3%	12,9	10,7		
Usługi finansowe										
KRUK	Trzymaj	2016-03-04	187,50	185,12	178,00	+4,0%	13,6	11,7		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	36,95	+26,5%	10,2	10,3		
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	34,75	+21,4%	9,1	8,0		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzymaj	2016-02-02	80,00	77,20	65,00	+18,8%	7,8	9,3	5,4	5,6
GRUPA AZOTY	Trzymaj	2016-02-02	104,00	100,20	92,20	+8,7%	12,3	11,3	6,9	6,2
LOTOS	Akumuluj	2016-02-02	25,63	29,20	27,01	+8,1%	7,8	8,3	4,8	5,1
MOL	Akumuluj	2016-04-06	220,50	236,75	220,50	+7,4%	11,5	9,4	4,2	3,6
PGNiG	Trzymaj	2016-02-02	5,04	5,30	5,05	+5,0%	14,2	12,1	5,8	5,4
PKN ORLEN	Redukuj	2016-03-04	64,73	60,40	72,26	-16,4%	8,1	9,4	5,2	5,8
POLWAX	Kupuj	2016-02-02	15,70	24,30	18,17	+33,7%	7,6	7,6	6,1	5,8
SYNTHOS	Redukuj	2016-03-15	3,66	3,39	3,88	-12,6%	17,0	13,7	10,1	8,8
Energetyka										
CEZ	Kupuj	2016-02-02	65,00	86,30	64,00	+34,8%	10,5	11,8	5,9	6,0
ENEA	Trzymaj	2016-02-02	11,50	12,40	11,55	+7,4%	8,0	7,6	5,4	5,3
ENERGA	Zawieszona	2016-03-16	13,30	-	12,83	-	-	-	-	-
PGE	Trzymaj	2016-02-02	13,55	14,60	13,39	+9,0%	7,6	9,5	4,4	5,3
TAURON	Kupuj	2016-02-02	2,71	3,78	2,99	+26,4%	5,7	6,3	4,5	4,9
Telekomunikacja										
NETIA	Akumuluj	2016-02-02	5,56	6,30	4,95	+27,3%	-	-	4,4	4,6
ORANGE POLSKA	Kupuj	2016-02-02	6,43	8,30	6,37	+30,3%	33,6	28,6	4,4	4,5
Media										
AGORA	Kupuj	2016-02-02	11,45	14,10	12,66	+11,4%	43,7	23,4	6,0	5,5
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2016-02-02	21,99	22,10	23,05	-4,1%	12,2	11,8	6,9	6,6
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	2016-01-28	36,37	50,00	41,25	+21,2%	15,0	13,2	10,5	9,3
IT										
ASSECO POLAND	Kupuj	2016-02-02	56,50	65,90	59,16	+11,4%	13,4	12,9	6,9	6,6
CD PROJEKT	Trzymaj	2016-04-06	25,85	26,50	25,85	+2,5%	21,8	34,0	14,2	22,4
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	133,00	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	8,38	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
KGHM	Trzymaj	2016-02-02	56,26	63,00	70,16	-10,2%	264,5	28,3	4,9	4,5
LW BOGDANKA	Trzymaj	2016-02-02	31,33	33,00	37,30	-11,5%	8,5	9,9	2,9	2,9
Przemysł										
ELEMENTAL	Kupuj	2016-01-08	4,06	4,80	3,69	+30,1%	11,7	9,8	9,4	6,9
FAMUR	Trzymaj	2016-04-06	2,57	2,20	2,57	-14,4%	25,5	14,7	5,7	4,8
KERNEL	Trzymaj	2016-03-07	54,90	55,00	54,56	+0,8%	5,4	5,5	4,2	4,0
KĘTY	Trzymaj	2016-02-02	281,75	277,80	306,70	-9,4%	15,5	14,1	9,1	8,4
UNIWHEELS	Kupuj	2016-01-12	121,00	142,90	144,00	-0,8%	10,4	9,6	7,7	7,2
VISTAL	Kupuj	2016-02-02	8,00	15,80	10,19	+55,1%	7,7	6,7	7,3	7,0
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2015-11-04	211,00	225,10	191,00	+17,9%	16,9	13,5	9,0	7,3
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2015-12-03	141,00	170,50	110,00	+55,0%	9,5	9,2	5,4	5,0
ERBUD	Kupuj	2016-02-03	25,95	36,00	29,50	+22,0%	10,6	9,6	5,2	4,8
UNIBEP	Kupuj	2016-02-03	9,89	12,10	10,70	+13,1%	11,3	9,0	7,0	5,8
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Trzymaj	2016-04-06	6,55	6,50	6,55	-0,8%	50,0	16,4	31,2	20,3
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2016-01-28	49,47	60,80	50,11	+21,3%	11,5	10,3	9,4	8,3
ECHO	Trzymaj	2016-04-06	6,52	6,57	6,52	+0,8%	12,1	11,2	17,0	14,1
GTC	Kupuj	2015-11-20	7,08	8,20	7,10	+15,5%	9,9	4,4	12,9	7,1
ROBYG	Kupuj	2016-01-28	2,83	3,40	2,98	+14,1%	9,3	9,9	8,6	9,3
Handel										
AMREST	Akumuluj	2016-04-06	208,50	217,00	208,50	+4,1%	28,7	23,0	10,7	9,1
CCC	Trzymaj	2016-03-04	147,30	149,00	150,00	-0,7%	22,0	16,3	16,9	12,9
EUROCASH	Redukuj	2016-02-02	53,74	47,30	53,95	-12,3%	29,2	23,9	14,0	12,0
JERONIMO MARTINS	Kupuj	2016-02-02	13,08	15,1 EUR	14,47	+4,4%	22,7	19,8	10,5	9,3
LPP	Redukuj	2016-02-02	5411	4900	5432	-9,8%	25,5	19,1	13,8	11,1
Inne										
WORK SERVICE	Akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	11,84	+15,7%	16,8	13,9	9,1	7,9

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
KERNEL	Trzymaj	Akumuluj	55,00	2016-03-07
ENERGA	Zawieszona	Kupuj	-	2016-03-16
SYNTHOS	Redukuj	Trzymaj	3,39	2016-03-15

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AMREST	Akumuluj	Kupuj	217,00	2016-04-06
BZ WBK	Trzymaj	Akumuluj	305,10	2016-04-06
CAPITAL PARK	Trzymaj	Akumuluj	6,50	2016-04-06
CD PROJEKT	Trzymaj	Kupuj	26,50	2016-04-06
ECHO	Trzymaj	Akumuluj	6,57	2016-04-06
FAMUR	Trzymaj	Kupuj	2,20	2016-04-06
HANDLOWY	Redukuj	Trzymaj	81,97	2016-04-06
MOL	Akumuluj	Kupuj	236,75	2016-04-06
OTP BANK	Trzymaj	Akumuluj	6487 HUF	2016-04-06

Famur i Kopex poinformowały o zawarciu porozumienia między TDJ (główny akcjonariusz Famur – 71,3%) a Krzysztofem Jędrzejewskim (główny akcjonariusz Kopex – 58,6%) odnośnie nabycia przez TDJ większościowego pakietu akcji Kopex. Ze względu na wciąż niestabilną sytuację płynnościową Grupy Kopex (ograniczenie limitów linii kredytowych przez banki), brak pewności odnośnie przeprowadzenia potencjalnego wezwania na pozostałe akcje Kopex oraz konieczność spełnienia warunków transakcji (w tym przede wszystkim zgody urzędu antymonopolowego) uważamy, że inwestowanie w akcje Kopex ma charakter wyłącznie spekulacyjny. W związku dużym ryzykiem inwestycyjnym zaprzestajemy wydawania rekomendacji dla akcji Grupy Kopex.

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych Z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	1	1,7%	1	3,1%
Redukuj	5	8,6%	2	6,3%
Trzymaj	19	32,8%	11	34,4%
Akumuluj	7	12,1%	2	6,3%
Kupuj	26	44,8%	16	50,0%

Banki

Alior Bank

Kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 71,40 PLN
Cena docelowa: 82,96 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 215,8	1 501,1	23,5%	1 698,8	13,2%	2 015,4	18,6%
Marża odsetkowa	4,4%	4,3%		4,0%		4,2%	
WNDB	1 892,9	2 196,2	16,0%	2 470,1	12,5%	2 840,8	15,0%
Wynik operacyjny*	947,7	1 058,1	11,6%	1 366,1	29,1%	1 687,2	23,5%
Zysk brutto	401,1	386,0	-3,8%	568,4	47,2%	704,8	24,0%
Zysk netto	322,7	309,6	-4,1%	334,1	7,9%	406,4	21,6%
ROE	12,4%	9,5%		9,3%		10,3%	
P/E	15,5	16,1		15,0		12,3	
P/BV	1,7	1,4		1,4		1,2	
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	70,0
MC (cena bieżąca)	4 996,5
Free float	74,8%
Zmiana ceny: 1m	15,4%
Zmiana ceny: 6m	-11,2%
Zmiana ceny: 12m	-16,0%
Min (52 tyg.)	54,0
Max (52 tyg.)	98,6

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla Alior Banku. Kurs akcji od początku roku wzrósł o 7,4%, głównie dzięki pozytywnej reakcji rynku na wiadomość o przejęciu znaczącej części Banku BPH. Uważamy, że transakcja powinna mieć pozytywny efekt na naszą wycenę oraz EPS Aliora w długim terminie. Według naszych szacunków P/E transakcji wyniosło 4x, zaś tangible P/BV 0,9x. Niemniej jednak w krótkim okresie wyniki finansowe znajdą się pod presją ze względu na bardzo wysokie koszty integracji szacowane na poziomie 0,65 mld PLN – 0,95 mld PLN i znacznie niższe synergie kosztowe (0,30 mld PLN - 0,46 mld PLN). Zarząd banku przewiduje, że 80% kosztów integracji zostanie poniesionych w 2017 roku przy około 50% uzyskanych synergiach kosztowych. Uważamy, że nawet wliczając pozytywny efekt poprawy rentowności po stronie przejmowanego banku BPH efekt netto na wyniki Aliora w 2017 roku będzie negatywny, co nie oznacza, że Alior poniesie stratę netto. Ponadto oczekujemy, że podwyższenie kapitału będzie na wyższym poziomie niż wynegocjowana cena za przejmowane aktywa (1,225 mld PLN), tak aby uwzględnić cenę jaką Alior będzie musiał na wstępie zapłacić za 66% udział w banku BPH (około 1,65 mld PLN). Finalnie, ze względu na niskie współczynniki wypłacalności uważamy, że Alior Bank nadal powinien być notowany z dyskontem do średniej polskiego sektora.

BZ WBK

Trzymaj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 295,55 PLN
Cena docelowa: 305,10 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-06

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Wynik odsetkowy	3 996,8	4 309,2	7,8%	4 700,0	9,1%	5 011,8	6,6%
Marża odsetkowa	3,3%	3,1%		3,3%		3,4%	
WNDB	6 579,0	7 540,1	14,6%	7 396,2	-1,9%	7 669,1	3,7%
Wynik operacyjny*	3 475,2	3 961,3	14,0%	4 046,7	2,2%	4 251,5	5,1%
Zysk brutto	2 640,0	3 178,3	20,4%	3 388,8	6,6%	3 504,8	3,4%
Zysk netto	1 914,7	2 327,3	21,5%	2 170,7	-6,7%	2 205,3	1,6%
ROE	12,6%	13,0%		11,2%		10,9%	
P/E	14,4	12,6		13,5		13,3	
P/BV	1,7	1,5		1,5		1,4	
DPS	10,7	0,0		22,6		11,6	
Dyield (%)	3,6	0,0		7,7		3,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	98,9
MC (cena bieżąca)	29 238,5
Free float	30,0%
Zmiana ceny: 1m	1,9%
Zmiana ceny: 6m	-5,1%
Zmiana ceny: 12m	-13,3%
Min (52 tyg.)	232,5
Max (52 tyg.)	386,0

*przed kosztami rezerw

Po wzroście kursu o 11,8% w marcu obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj dla BZ WBK jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 305,10 PLN na akcję. W marcu zarząd BZ WBK zaproponował dywidendę w wysokości 13 PLN na akcję. Uważamy, że propozycja ta jest rozczarowująca biorąc pod uwagę potencjał banku do wypłaty 23 PLN na akcję. Zaproponowana dywidenda w sumie przekłada się na wskaźnik wypłaty na poziomie 55%, co z kolei jest jedynie lekko powyżej polityki dywidendowej BZ WBK (50% wypłaty) i w praktyce implikuje zatrzymanie prawie całego zysku netto z 2014 roku. W 2016 roku szacujemy, że zysk netto BZ WBK skurczy się o 6,7% R/R chociaż przed podatkiem bankowym wzrośnie aż o 12,9%. 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 obecna wycena banku jest już adekwatna i nie widzimy dalszego potencjału do wzrostu.

Getin Noble Bank

Kupuj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:	0,57 PLN	Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
	Cena docelowa:	0,96 PLN		

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 430,5	1 195,7	-16,4%	1 207,6	1,0%	1 384,7	14,7%	Liczba akcji (mln)	2 916,8
Marża odsetkowa	2,2%	1,7%		1,8%		2,1%		MC (cena bieżąca)	1 662,6
WNDB	1 956,3	1 662,0	-15,0%	1 636,1	-1,6%	1 856,5	13,5%	Free float	49,8%
Wynik operacyjny*	1 033,3	469,0	-54,6%	710,6	51,5%	938,0	32,0%		
Zysk brutto	314,3	73,0	-76,8%	361,9	396,0%	491,7	35,9%		
Zysk netto	360,0	44,2	-87,7%	114,4	158,9%	209,3	83,1%		
ROE	7,3%	0,9%		2,1%		3,5%		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/E	4,2	34,2		14,5		7,9		Zmiana ceny: 6m	-38,0%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-63,5%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,4
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	1,9

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Getin Noble Banku. Oczekujemy, że wyniki GNB pozostaną pod presją w 2016 roku na restrukturyzację grupy. W nowej strategii bank zakłada osiągnięcie ROE brutto powyżej 10% w 2018 roku. Zarząd oczekuje, że suma bilansowa na przestrzeni kolejnych trzech lat skurczy się o parę miliardów PLN, zaś depozyty detaliczne wzrosną o 1 mld PLN. Bank uważa, że podniesienie kapitału nie będzie potrzebne, aby spełnić wymogi kapitałowe łącznie z nałożonymi przez KNF buforami do czerwca 2016 roku. Uważamy, że cel zarządu na ROE >10% w 2018 nie uzasadnia wzrostu naszej wyceny, która zakłada fair P/BV na poziomie 0,5x. Korekta prognozowanego ROE brutto o podatek dochodowy oraz podatek bankowy wskazuje na ROE netto nadal poniżej CoE (8,5%). Niemniej jednak uważamy, że obecna wycena na poziomie P/BV 0,3x jest zbyt niska szczególnie biorąc pod uwagę wskaźniki wypłacalności banku oraz poprawiającą się w szybkim tempie marżę odsetkową (+21p.b. Q/Q w 4Q'15). Ponadto, rentowność w krótkim okresie może być wsparta przez akceptację przez KNF wniosku o wprowadzenie programu naprawczego.

Handlowy

Redukuj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:	85,85 PLN	Data ostatniej aktualizacji:	2016-04-06
	Cena docelowa:	81,97 PLN		

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 163,9	976,6	-16,1%	977,5	0,1%	1 076,9	10,2%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	2,4%	2,0%		1,9%		2,0%		MC (cena bieżąca)	11 217,1
WNDB	2 465,4	2 051,8	-16,8%	2 118,4	3,2%	2 234,2	5,5%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 149,9	773,5	-32,7%	858,1	10,9%	976,0	13,7%		
Zysk brutto	1 167,7	790,8	-32,3%	846,1	7,0%	953,6	12,7%		
Zysk netto	947,3	626,4	-33,9%	593,4	-5,3%	665,4	12,1%		
ROE	12,9%	8,8%		8,5%		9,4%		Zmiana ceny: 1m	1,9%
P/E	11,8	17,9		18,9		16,9		Zmiana ceny: 6m	5,2%
P/BV	1,5	1,6		1,6		1,6		Zmiana ceny: 12m	-20,9%
DPS	7,2	7,4		4,6		4,5		Min (52 tyg.)	61,5
Dyield (%)	8,3	8,7		5,4		5,3		Max (52 tyg.)	114,0

*przed kosztami rezerw

Po wzroście kursu akcji o 12,8% w marcu obniżamy naszą rekomendację trzymaj do redukuj dla Banku Handlowego, jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 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. 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 premią do spółek porównywalnych ze względu na ponadprzeciętne wskaźniki wypłacalności, dywidendę (DY=5,25%) oraz strukturę bilansu (w tym niski wskaźnik K/D), ale jej obecny poziom jest już za wysoki.

ING BSK

Trzymaj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 119,50 PLN
Cena docelowa: 119,38 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-03-04

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Wynik odsetkowy	2 330,2	2 467,1	5,9%	2 755,9	11,7%	3 096,3	12,4%
Marża odsetkowa	2,5%	2,4%		2,4%		2,5%	
WNDB	3 532,5	3 778,1	7,0%	3 980,9	5,4%	4 359,4	9,5%
Wynik operacyjny*	1 602,8	1 622,4	1,2%	1 888,5	16,4%	2 189,7	16,0%
Zysk brutto	1 347,4	1 390,3	3,2%	1 558,3	12,1%	1 747,9	12,2%
Zysk netto	1 040,7	1 127,0	8,3%	953,2	-15,4%	1 047,8	9,9%
ROE	10,9%	10,7%		8,7%		8,9%	
P/E	14,9	13,8		16,3		14,8	
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,3	
DPS	4,4	4,0		4,2		3,7	
Dyield (%)	3,7	3,3		3,5		3,1	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	130,1
MC (cena bieżąca)	15 547,0
Free float	25,0%
Zmiana ceny: 1m	-2,0%
Zmiana ceny: 6m	-2,8%
Zmiana ceny: 12m	-12,5%
Min (52 tyg.)	101,6
Max (52 tyg.)	150,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla ING BSK oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 119,38 PLN na akcję. 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 2015 roku bank zaraportował wyniki wyższe od oczekiwań o 12%. Niestety dotychczasowa niska rentowność aktywów powoduje, że wprowadzony przez PiS podatek bankowy stanowi aż 25% prognozowanego przez nas zysku netto i obniża naszą wycenę o 26,09 PLN na akcję. Jednocześnie uważamy, że wprowadzenie podatku bankowego znacząco spowolni wzrost sumy bilansowej, która przez ostatnie 4 lata rosła w średniorocznym tempie 12% (CAGR). Uważamy, że premia, z jaką bank ING BSK jest obecnie notowany do spółek porównywalnych jest już adekwatna i nie widzimy dalszego potencjału wzrostu dla kursu akcji.

Millennium

Kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 5,79 PLN
Cena docelowa: 7,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 454,1	1 365,2	-6,1%	1 480,7	8,5%	1 675,6	13,2%
Marża odsetkowa	2,5%	2,2%		2,2%		2,4%	
WNDB	2 308,4	2 239,2	-3,0%	2 370,7	5,9%	2 590,2	9,3%
Wynik operacyjny*	1 104,2	930,1	-15,8%	1 186,0	27,5%	1 387,7	17,0%
Zysk brutto	838,5	687,5	-18,0%	894,2	30,1%	1 087,4	21,6%
Zysk netto	650,9	546,5	-16,0%	544,9	-0,3%	685,3	25,8%
ROE	11,7%	9,0%		8,2%		9,6%	
P/E	10,8	12,9		12,9		10,2	
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9	
DPS	0,2	0,0		0,0		0,2	
Dyield (%)	3,8	0,0		0,0		3,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 213,1
MC (cena bieżąca)	7 023,9
Free float	50,0%
Zmiana ceny: 1m	-1,0%
Zmiana ceny: 6m	-8,1%
Zmiana ceny: 12m	-13,3%
Min (52 tyg.)	4,6
Max (52 tyg.)	8,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj oraz naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 7,00 PLN na akcję dla Banku Millennium. W przeciągu ostatnich 12 miesięcy kurs akcji Banku Millennium przecenił się o 17,3%, co przede wszystkim obrazuje obawy inwestorów o wprowadzenie ustawy restrukturyzującej zadłużenie w CHF. Niemniej jednak, jeżeli rząd bezkrytycznie przyjąłby projekt kancelarii Prezydenta RP, to w skrajnym przypadku Bank Millennium mógłby wykazać się znaczącym niedoborem kapitału do minimalnego poziomu wyznaczonego przez KNF dla CET 1 (10,25%). Niemniej jednak uważamy, że restrukturyzacja zostanie odłożona w czasie ze względu na jej koszty budżetowe, a sam jej skutek powinien być znacznie złagodzony dla sektora. Uważamy, że pomimo wzrostu kursu akcji od początku roku Bank Millennium nadal oferuje jeden z najlepszych potencjałów wzrostu pośród spółek porównywalnych. Obecnie bank notowany jest z dyskontem do własnej wartości księgowej pomimo wyższej od średniej rentowności kapitałów własnych i jednego z najwyższych w regionie wskaźników wypłacalności.

Pekao

Sprzedaj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 158,00 PLN
Cena docelowa: 127,42 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-03-04

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Wynik odsetkowy	4 461,3	4 166,6	-6,6%	4 563,0	9,5%	4 804,5	5,3%
Marża odsetkowa	2,7%	2,5%		2,6%		2,5%	
WNDB	7 284,9	6 993,5	-4,0%	7 248,2	3,6%	7 564,2	4,4%
Wynik operacyjny*	3 856,1	3 235,5	-16,1%	3 804,6	17,6%	4 034,9	6,1%
Zysk brutto	3 359,7	2 831,1	-15,7%	3 205,0	13,2%	3 364,9	5,0%
Zysk netto	2 714,7	2 292,5	-15,6%	2 057,5	-10,2%	2 111,2	2,6%
ROE	11,4%	9,7%		8,8%		8,9%	
P/E	15,3	18,1		20,2		19,6	
P/BV	1,7	1,8		1,8		1,7	
DPS	10,0	10,0		8,4		7,6	
Dyield (%)	6,3	6,3		5,3		4,8	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	262,5
MC (cena bieżąca)	41 470,3
Free float	49,9%
Zmiana ceny: 1m	1,5%
Zmiana ceny: 6m	3,0%
Zmiana ceny: 12m	-14,7%
Min (52 tyg.)	126,6
Max (52 tyg.)	196,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację sprzedaj dla Banku Pekao, jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 127,42 PLN na akcję. Uważamy, że utylizacja kapitału nadwyżkowego w Banku Pekao na ewentualne przejęcie może mieć krótkoterminowe negatywne konsekwencje dla banku w postaci: a) wyższego podatku bankowego (niższy kapitał Tier1, który jest odejmowany z bazy podatku); b) niższego ROA (przejmowane aktywa nierentowne do momentu osiągnięcia pełnych synergii kosztowych czyli ~3 lata); c) spadku kapitałów Tier 1, a w konsekwencji obniżenia dywidendy nawet o 50% (minimalny TCR dla Pekao do wypłaty 100% zysku netto równy 16,85% wobec 17,7% zaraportowanego na koniec 2015 roku). Ponadto, oczekujemy, że po 16% 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. Finalnie uważamy że 29% i 34% premia, z jaką Bank Pekao jest notowany do polskiego sektora na lata 2016-17 jest zbyt wysoka szczególnie biorąc pod uwagę, że historycznie na wskaźniku 12M FWD P/E Bank Pekao notowany był jedynie z 13% premią do WIG Banków.

PKO BP

Kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 26,45 PLN
Cena docelowa: 31,62 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Wynik odsetkowy	7 522,9	7 028,6	-6,6%	7 919,9	12,7%	8 386,0	5,9%
Marża odsetkowa	3,4%	2,7%		3,0%		3,1%	
WNDB	11 494,8	10 961,9	-4,6%	11 842,8	8,0%	12 326,5	4,1%
Wynik operacyjny*	5 901,4	4 628,6	-21,6%	6 082,8	31,4%	6 517,4	7,1%
Zysk brutto	4 034,6	3 190,8	-20,9%	4 458,9	39,7%	4 829,1	8,3%
Zysk netto	3 254,1	2 609,6	-19,8%	2 873,2	10,1%	3 090,0	7,5%
ROE	12,4%	9,0%		9,4%		9,7%	
P/E	10,2	12,7		11,5		10,7	
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0	
DPS	0,8	0,0		1,8		0,9	
Dyield (%)	2,8	0,0		6,7		3,5	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 250,0
MC (cena bieżąca)	33 062,5
Free float	68,6%
Zmiana ceny: 1m	2,6%
Zmiana ceny: 6m	-12,0%
Zmiana ceny: 12m	-22,6%
Min (52 tyg.)	22,5
Max (52 tyg.)	37,7

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla banku PKO BP oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 31,62 PLN na akcję. Uważamy, że fundamenty PKO BP prezentują się atrakcyjnie. Ostatni wzrost marży odsetkowej (+15p.b. w 2H'15 vs 1H'15) oraz znaczące synergie 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 spółki może przynieść PKO dodatkowe 0,4-0,8 mld PLN. Jednocześnie widzimy poważne zagrożenie dla banku ze strony projektu ustawy CHF, która może pozbawić bank prawie całego kapitału CET1 ponad minimalny próg wyznaczony przez KNF. Niemniej jednak na chwilę obecną oceniamy szanse wejścia w życie ustawy restrukturyzacyjnej za niskie.

Komercni Banka

Akumuluj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:	5 170 CZK	Data ostatniej aktualizacji:	2016-03-04
	Cena docelowa:	5 428 CZK		

(mln CZK)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)	
Wynik odsetkowy	21 423,0	20 456,0	-4,5%	20 900,6	2,2%	23 417,9	12,0%	Liczba akcji (mln)	37,8
Marża odsetkowa	2,4%	2,3%		2,2%		2,3%		MC (cena bieżąca)	195 277,0
WNDB	30 676,0	30 131,0	-1,8%	30 436,0	1,0%	33 268,7	9,3%	Free float	39,6%
Wynik operacyjny*	17 642,0	16 692,0	-5,4%	16 850,0	0,9%	19 905,7	18,1%		
Zysk brutto	16 031,0	15 770,0	-1,6%	15 393,8	-2,4%	18 212,3	18,3%		
Zysk netto	12 985,0	12 759,0	-1,7%	12 177,4	-4,6%	14 478,2	18,9%		
ROE	13,7%	12,8%		11,4%		12,9%		Zmiana ceny: 1m	4,6%
P/E	15,0	15,3		16,0		13,5		Zmiana ceny: 6m	-3,0%
P/BV	2,0	1,9		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	-6,6%
DPS	230,0	310,0		310,0		310,0		Min (52 tyg.)	4 624,0
Dyield (%)	4,4	6,0		6,0		6,0		Max (52 tyg.)	5 624,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Komercni Banka oraz 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 5 428 CZK na akcję. Przez ostatni miesiąc kurs akcji wzrósł (w USD) o 18,5%. Uważamy, iż Komercni 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, prawdopodobne ujemne środowisko stóp procentowych czy jednorazowa opłata na fundusz gwarancji depozytów). Ze względu na wyższą dywidendę uważamy, iż historyczne dyskonto, z jakim Komercni Banka było notowane do banków polskich powinno zniknąć, chociażby z uwagi na znacznie niższe ryzyko polityczne. Uważamy, że walory KB nadal stwarzają okazję inwestycyjną i interesującą alternatywę dla Banku Pekao, który tak jak KB oferuje wysokie współczynniki wypłacalności oraz dywidendę, ale przy znacznie wyższej wycenie.

Erste Bank

Kupuj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:	24,58 EUR	Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
	Cena docelowa:	32,34 EUR		

(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Wynik odsetkowy	4 495,2	4 444,7	-1,1%	4 520,4	1,7%	4 664,1	3,2%	Liczba akcji (mln)	429,8
Marża odsetkowa	2,3%	2,2%		2,2%		2,1%		MC (cena bieżąca)	10 562,3
WNDB	6 697,3	6 584,0	-1,7%	6 719,7	2,1%	6 927,8	3,1%	Free float	69,5%
Wynik operacyjny*	1 356,0	2 368,2	74,6%	2 863,2	20,9%	3 087,7	7,8%		
Zysk brutto	-803,2	1 639,1		2 019,4	23,2%	2 216,4	9,8%		
Zysk netto	-1 442,0	968,2		1 150,3	18,8%	1 281,3	11,4%		
ROE		9,3%		10,1%		10,5%		Zmiana ceny: 1m	3,8%
P/E		10,9		9,2		8,2		Zmiana ceny: 6m	-5,4%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	2,8%
DPS	0,2	0,0		0,6		0,7		Min (52 tyg.)	22,8
Dyield (%)	0,8	0,0		2,5		2,9		Max (52 tyg.)	29,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla Erste Banku jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 32,34 EUR na akcję. Przez ostatnie 12 miesięcy (do lutego) kurs Erste Banku spadł o 0,8% (w USD) wobec spadku indeksu MSCI EM Financials o 27,1%. 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) oraz odpisu w Rumunii w 4Q'15. Ze względu na zaksięgowanie jednorazowych strat w Chorwacji w 2015 roku oraz osiągniecia BEP na Węgrzech w 2016 roku, oczekujemy znaczącego wzrostu zysku netto w 2016 roku w grupie Erste 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 dotykały bank w przeszłości, obecne prognozy zarządu są dość konserwatywne szczególnie biorąc pod uwagę jednorazowy zysk z transakcji Visa. Uważamy, że inwestycja w walory Erste Banku w chwili obecnej prezentuje znacznie niższe ryzyko, niż w walory polskiego sektora bankowego.

RBI

Kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 12,76 EUR
Cena docelowa: 17,14 EUR

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Wynik odsetkowy	3 788,9	3 327,0	-12,2%	3 263,5	-1,9%	3 264,7	0,0%	Liczba akcji (mln)	292,4
Marża odsetkowa	3,0%	2,8%		2,9%		3,0%		MC (cena bieżąca)	3 730,7
WNDB	4 762,4	4 877,0	2,4%	4 356,6	-10,7%	4 720,2	8,3%	Free float	21,5%
Wynik operacyjny*	1 738,9	1 962,0	12,8%	1 623,3	-17,3%	2 200,2	35,5%		
Zysk brutto	23,0	696,0	2930,2%	621,5	-10,7%	1 236,5	99,0%		
Zysk netto	-598,5	383,0		269,8	-29,5%	812,5	201,1%		
ROE		4,9%		3,3%		9,5%		Zmiana ceny: 1m	-0,7%
P/E		9,7		13,8		4,6		Zmiana ceny: 6m	-2,7%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-7,1%
DPS	1,0	0,0		0,0		0,4		Min (52 tyg.)	10,2
Dyield (%)	8,0	0,0		0,0		2,9		Max (52 tyg.)	15,7

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Raiffeisen Bank International (RBI) z ceną docelową na poziomie 17,14 EUR na akcję. Kurs akcji RBI przez ostatnie 3 miesiące wzrósł (w USD) o 2,1%, ale zachowywał się gorzej względem indeksu MSCI EME Financials (+11,7%). Odzwierciedla to negatywny sentyment inwestorów spowodowany głównie ekspozycją na Rosję oraz Ukrainę. Niemniej jednak, spodziewane przez nas zamrożenie produkcji ropy przez OPEC i Rosję powinno mieć pozytywny wpływ na gospodarkę Rosji, a przez co poprawić sentyment do walorów RBI. Ponadto, 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 znajdą 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 rok oczekujemy, że ROE RBI wzrośnie do 9% w 2017 roku.

OTP BANK

Trzymaj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 6 900 HUF
Cena docelowa: 6 487 HUF

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-06

(mld HUF)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mld HUF)	
Wynik odsetkowy	635,3	555,9	-12,5%	553,0	-0,5%	558,2	1,0%	Liczba akcji (mln)	267,0
Marża odsetkowa	6,0%	5,1%		5,2%		5,2%		MC (cena bieżąca)	1 842,5
WNDB	828,6	759,0	-8,4%	763,6	0,6%	781,7	2,4%	Free float	100,0%
Wynik operacyjny*	417,1	366,7	-12,1%	372,1	1,5%	388,1	4,3%		
Zysk brutto	142,3	146,0	2,5%	222,1	52,2%	271,8	22,4%		
Zysk netto	-102,0	63,6		173,7	173,2%	213,0	22,6%		
ROE		5,1%		13,2%		14,5%		Zmiana ceny: 1m	8,5%
P/E		29,0		10,6		8,6		Zmiana ceny: 6m	29,0%
P/BV	1,5	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	29,0%
DPS	146,9	147,0		163,3		197,8		Min (52 tyg.)	5 201,0
Dyield (%)	2,1	2,1		2,4		2,9		Max (52 tyg.)	6 946,0

*przed kosztami rezerw

Po wzroście na poziomie 20% (w USD) w przeciągu ostatniego miesiąca obniżamy naszą pozytywną rekomendację akumuluj do trzymaj dla OTP Banku. Perspektywy dla OTP Banku są coraz lepsze na rok obecny biorąc pod uwagę poprawę sytuacji ekonomicznej W Rosji czy wzrost gospodarczy na Węgrzech oraz redukcję podatku bankowego. Ponadto bank obecnie charakteryzuje się konserwatywnym bilansem (kredyty/depozyty 70%; Tier1 13%) oraz brakiem znaczącej ekspozycji na CHF. Uważamy, że sentyment do akcji OTP Banku może być nadal wsparty przez przywrócenie ratingu inwestycyjnego Węgrom, co dopiero ma nastąpić w połowie roku. Niemniej jednak uważamy, że OTP Bank jest adekwatnie wyceniony, a potencjał wzrostu jest znacznie bardziej atrakcyjny w austriackich bankach (Erste oraz RBI).

Ubezpieczyciele

PZU	Kupuj								
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		34,98 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa:		42,44 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Składka brutto:	16 884,6	18 359,0	8,7%	18 569,0	1,1%	19 172,7	3,3%	Liczba akcji (mln)	863,5
majątkowa	9 110,7	10 713,3	17,6%	10 412,1	-2,8%	10 753,5	3,3%	MC (cena bieżąca)	30 206,0
życiowa	7 807,7	7 922,9	1,5%	7 922,9	0,0%	8 200,7	3,5%	Free float	64,8%
Wynik techniczny	19 513,7	19 366,9	-0,8%	20 288,1	4,8%	21 440,3	5,7%		
Zysk brutto	3 693,2	2 943,7	-20,3%	3 239,6	10,1%	3 867,0	19,4%		
Zysk netto	2 967,6	2 342,2	-21,1%	2 350,6	0,4%	2 823,0	20,1%		
ROE	22,6%	18,0%		18,4%		21,7%		Zmiana ceny: 1m	1,7%
P/E	10,2	12,9		12,9		10,7		Zmiana ceny: 6m	-10,8%
P/BV	2,3	2,3		2,4		2,3		Zmiana ceny: 12m	-29,5%
DPS	3,4	2,4		2,7		3,3		Min (52 tyg.)	30,7
Dyield (%)	9,8	6,9		7,8		9,3		Max (52 tyg.)	50,2

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla PZU oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 42,44 PLN/akcję. Nasza wycena uwzględnia wprowadzenie specjalnego podatku finansowego. Przez ostatnie 12 miesięcy do marca kurs akcji PZU spadł o 30,2% wobec spadku indeksu WIG20 na poziomie 22,9%. 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). 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. Ponadto, emisja akcji w Alior Banku uwzględniająca prawa poboru powinna pozwolić utrzymać PZU znaczące kapitały nadwyżkowe, a co za tym idzie zdolność do wypłaty dywidendy. Ze względu na ponadprzeciętne ROE, dywidendę oraz niską wrażliwość na podatek, PZU przedstawia się nadal jako atrakcyjna alternatywa dla sektora bankowego.

Usługi finansowe

Kruk — Trzymaj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 178,00 PLN
Cena docelowa: 185,12 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-03-04

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody ogółem	487,9	611,2	25,3%	727,7	19,1%	873,4	20,0%
Zakupy wierzytelności	442,4	563,6	27,4%	679,2	20,5%	822,4	21,1%
Inkaso	31,7	29,8	-6,0%	29,9	0,2%	30,4	1,7%
Marża pośrednia	293,9	357,9	21,8%	414,4	15,8%	498,7	20,4%
Zysk brutto	152,8	209,8	37,3%	248,1	18,2%	305,4	23,1%
Zysk netto	151,8	204,3	34,6%	223,3	9,3%	259,6	16,3%
ROE	30,3%	29,8%		25,4%		23,5%	
P/E	20,1	14,9		13,6		11,7	
P/BV	5,2	3,9		3,1		2,5	
DPS	0,0	1,5		0,0		0,0	
Dyield (%)	0,0	0,8		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	17,1
MC (cena bieżąca)	3 045,6
Free float	87,0%
Zmiana ceny: 1m	-5,7%
Zmiana ceny: 6m	2,3%
Zmiana ceny: 12m	28,0%
Min (52 tyg.)	137,9
Max (52 tyg.)	194,9

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Kruka jednocześnie pozostawiając 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 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 powinny 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. Niemniej jednak, Kruk na wskaźnikach P/E'16 13,6x oraz na P/E'17 11,7x notowany jest już z 13%-7% premią do międzynarodowej grupy porównawczej, która oferuje wyższy wskaźnik DY. Jednocześnie widzimy realne zagrożenie dla wyników Kruka wynikające z planowanego przez rząd uszczelnienia systemu podatkowego.

Prime Car Management — Kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 36,95 PLN
Cena docelowa: 46,76 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody ogółem	552,1	522,5	-5,3%	576,3	10,3%	587,8	2,0%
Koszty ogółem	-476,2	-473,6	-0,6%	-521,2	10,1%	-533,4	2,3%
Należności leasingowe	453,0	623,7	37,7%	627,1	0,5%	677,2	8,0%
Zysk brutto	75,8	49,0	-35,4%	55,1	12,4%	54,4	-1,2%
Zysk netto	62,6	38,7	-38,3%	43,2	11,8%	42,7	-1,2%
ROE	13,0%	7,9%		9,1%		8,9%	
P/E	7,0	11,4		10,2		10,3	
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9	
DPS	2,2	5,3		3,3		3,6	
Dyield (%)	5,9	14,2		8,8		9,8	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	11,9
MC (cena bieżąca)	440,0
Free float	40,0%
Zmiana ceny: 1m	4,1%
Zmiana ceny: 6m	-13,6%
Zmiana ceny: 12m	-28,8%
Min (52 tyg.)	31,0
Max (52 tyg.)	52,0

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) oraz 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 46,76 PLN na akcję. Uważamy, że rynek jest zbyt sceptyczny na 2016 rok (nasze prognozy znajdują się 8% powyżej konsensusu), ale z drugiej strony zakłada zbyt stromą poprawę wyników w 2017 roku (nasze prognozy znajdują się 4% poniżej średnich oczekiwań rynkowych). Niemniej jednak, na wskaźniku 2016P P/E 10,2x Grupa Masterlease notowana jest z 1% 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).

Skarbiec Holding

Kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 34,75 PLN
Cena docelowa: 42,20 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Wynagrodzenie stałe	108,2	74,7	-31,0%	82,9	11,0%	90,7	9,4%
Wynagrodzenie zmienne	24,0	2,0	-91,5%	11,0	440,9%	11,9	7,8%
Przychody ogółem	143,8	84,5	-41,2%	103,5	22,5%	112,7	8,9%
Koszty ogółem	-102,6	-65,9	-35,8%	-72,1	9,4%	-77,0	6,7%
Zysk brutto	40,9	18,8	-54,0%	32,1	70,6%	36,7	14,3%
Zysk netto	32,3	15,2	-52,8%	26,0	70,6%	29,7	14,3%
ROE	33,8%	16,1%		27,2%		28,7%	
P/E	7,3	15,6		9,1		8,0	
P/BV	2,4	2,6		2,4		2,2	
DPS	2,8	3,1		2,9		3,0	
Dyield (%)	8,0	9,0		8,4		8,7	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	6,8
MC (cena bieżąca)	237,1
Free float	25,4%
Zmiana ceny: 1m	8,7%
Zmiana ceny: 6m	3,7%
Zmiana ceny: 12m	-20,7%
Min (52 tyg.)	25,0
Max (52 tyg.)	50,3

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj oraz naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 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 8,0x Skarbiec Holding notowany jest ze znaczącym dyskontem do rynkowej oraz 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.

Paliwa, chemia

Ciech

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 65,00 PLN
Cena docelowa: 77,20 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	3 243,9	3 273,0	0,9%	3 554,7	8,6%	3 419,9	-3,8%
EBITDA	524,8	707,5	34,8%	833,7	17,8%	757,0	-9,2%
marża EBITDA	16,2%	21,6%		23,5%		22,1%	
EBIT	320,3	489,8	52,9%	590,1	20,5%	491,7	-16,7%
Zysk netto	167,1	343,0	105,2%	441,2	28,6%	368,8	-16,4%
P/E	20,5	10,0		7,8		9,3	
P/CE	9,2	6,1		5,0		5,4	
P/BV	3,4	2,7		2,0		1,7	
EV/EBITDA	8,7	6,7		5,4		5,6	
Dyield (%)	1,7	0,0		0,0		3,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	52,7
MC (cena bieżąca)	3 425,5
EV (cena bieżąca)	4 475,0
Free float	48,8%
Zmiana ceny: 1m	-11,0%
Zmiana ceny: 6m	-10,3%
Zmiana ceny: 12m	15,1%
Min (52 tyg.)	54,5
Max (52 tyg.)	87,5

Sentyment na Ciechu nadal nie ulega poprawie i stopa zwrotu YTD wynosi -19%. Wyniki za 4Q na pewno nie stanowią argumentu za odbiciem notowań, nie tylko ze względu na negatywne odchylenie od prognoz na poziomie EBITDA, ale przede wszystkim z uwagi na przedstawione przez Zarząd perspektywy na cały 2016 rok. Dotychczas spółka zapowiadała, że na całym portfelu sodowym należy oczekiwać nieznacznych podwyżek, a rynek zakładał że będzie to wzmocnione efektem słabszej złotówki. Tymczasem na konferencji Zarząd zasygnalizował, że na rynku europejskim udało się „tylko" utrzymać wysokie ceny z roku 2015, a w Afryce i Indiach odczuwalna jest presja chińskiej konkurencji i konieczne były rewizje cenników. W naszej opinii rodzi to realne ryzyko dla naszych tegorocznych prognoz oraz dla rynkowego konsensusu, który zakłada wzrost EBITDA o prawie 150 mln PLN r/r. Wiele będzie zależało od sukcesów w segmencie środków ochrony roślin, ale wydaje się że taka poprawa rezultatów jest celem zbyt ambitnym nawet przy uwzględnieniu wyższych wolumenów w sodzie i spadku kosztów surowców. Przypominamy, że w drugim półroczu presja na ceny sody może być większa z uwagi na planowane uruchomienie nowych mocy w Turcji na początku 2017 roku. W naszych prognozach na rok 2017 po uwzględnieniu umocnienia złotego zakładamy spadek cen na portfelu o 7%. Dodatkowym negatywnym zaskoczeniem konferencji wynikowej była deklaracja o wysokich nakładach inwestycyjnych, które w tym roku mają przekroczyć 0,6 mld PLN, podczas gdy w modelu uwzględnialiśmy tylko 0,5 mld PLN. Utrzymujemy neutralną rekomendację i uważamy, że ostatnie spadki nie stanowią okazji do kupna.

Grupa Azoty

Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 92,20 PLN
Cena docelowa: 100,20 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	9 898,5	10 024,4	1,3%	9 920,4	-1,0%	10 282,6	3,7%
EBITDA	822,4	1 314,8	59,9%	1 487,6	13,1%	1 599,8	7,5%
marża EBITDA	8,3%	13,1%		15,0%		15,6%	
EBIT	302,2	830,0	174,6%	1 001,7	20,7%	1 097,3	9,5%
Zysk netto	231,4	604,4	161,3%	746,1	23,4%	810,5	8,6%
P/E	39,5	15,1		12,3		11,3	
P/CE	12,2	8,4		7,4		7,0	
P/BV	1,6	1,5		1,3		1,2	
EV/EBITDA	12,5	7,8		6,9		6,2	
Dyield (%)	0,5	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	99,2
MC (cena bieżąca)	9 145,8
EV (cena bieżąca)	10 306,2
Free float	22,7%
Zmiana ceny: 1m	-1,4%
Zmiana ceny: 6m	1,1%
Zmiana ceny: 12m	15,3%
Max (52 tyg.)	74,0
Min (52 tyg.)	111,5

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 2016 roku całej Grupy wzrośnie do 1,5 mld PLN, a wynik netto do 0,75 mld PLN. 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. Wyniki 4Q'15 były wyraźnie lepsze od naszych prognoz oraz konsensusu. Pozytywnie zaskoczyły wysokie rentowności segmentu nawozów, natomiast negatywnie oczekiwana przez Zarząd wielkość wydatków inwestycyjnych (1,7-2,0 mld PLN). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy Azoty.

Lotos

Akumuluj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 27,01 PLN
Cena docelowa: 29,20 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	28 501,9	22 709,4	-20,3%	21 009,6	-7,5%	25 058,7	19,3%	Liczba akcji (mln)	184,9
EBITDA	-584,1	1 138,0		2 149,2	88,9%	2 072,4	-3,6%	MC (cena bieżąca)	4 993,4
marża EBITDA	-2,0%	5,0%		10,2%		8,3%		EV (cena bieżąca)	10 341,2
EBIT	-1 393,0	423,4		1 155,4	172,9%	1 119,0	-3,1%	Free float	46,8%
Zysk netto	-1 466,3	-263,3	-82,0%	639,7		600,6	-6,1%		
P/E				7,8		8,3		Zmiana ceny: 1m	0,7%
P/CE		11,1		3,1		3,2		Zmiana ceny: 6m	-8,9%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-10,0%
EV/EBITDA		9,4		4,8		5,1		Min (52 tyg.)	24,1
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	33,2

W marcu kurs Lotosu zareagował pozytywnie na wzrosty cen ropy i poprawę marż rafineryjnych, choć rafineria w Gdańsku ma relatywnie słabszą od konkurencji ekspozycję na wysokie cracki benzynowe i bardziej odczuwa rekordowo niską rentowność na dieslu. Naszym zdaniem koncern w naszym scenariuszu kontynuacji wzrostów na rynku surowca stanowi ciekawszą opcję inwestycyjną niż Orlen, gdyż z jednej strony oczywiście straci na kosztach zużyć własnych, ale jednocześnie poprawi w takich okolicznościach rentowność na wydobyciu oraz zwrot z projektu EFRA (spread pomiędzy cenami diesla i HSFO). Relatywnie więcej w wycenie Lotosu ważą także zapasy obowiązkowe, które będą w tym i przyszłym roku wykupione przez Agencję Rezerw Materiałowych. Przypominamy, że w tym roku koncern będzie też konsolidował przejęte aktywa wydobywcze Sleipner, które złagodzą spadek EBITDA wynikający z niższych marż modelowych. Ryzykiem są pojawiające się obecnie spekulacje o możliwości zmian w Zarządzie, zarówno z uwagi na fakt, iż wśród kandydatów wymienia się czynnych polityków jak i niepewność, co do ewentualnych kierunków strategicznych pod nowym kierownictwem. Jeśli natomiast nowy rząd chciałby realizować strategię konsolidacji w sektorze np. poprzez zakup akcji Lotosu przez PGNiG czy PKN to mogłoby to z kolei wspierać kurs spółki. Podtrzymujemy jednak rekomendację akumuluj.

MOL

Akumuluj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 220,50 PLN
Cena docelowa: 236,75 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-06

(mld HUF)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 869,4	4 102,6	-15,7%	3 706,0	-9,7%	4 526,0	22,1%	Liczba akcji (mln)	104,5
EBITDA	409,0	647,5	58,3%	603,8	-6,7%	662,8	9,8%	MC (cena bieżąca)	23 046,5
marża EBITDA	8,4%	15,8%		16,3%		14,6%		EV (cena bieżąca)	34 467,3
EBIT	40,9	-216,0		257,1		309,9	20,6%	Free float	31,3%
Zysk netto	4,8	-256,6		146,5		179,4	22,4%		
P/E	350,0			11,5		9,4		Zmiana ceny: 1m	3,3%
P/CE	4,5	2,8		3,4		3,2		Zmiana ceny: 6m	27,5%
P/BV	1,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	21,8%
EV/EBITDA	6,5	4,0		4,2		3,6		Min (52 tyg.)	161,0
Dyield (%)	2,9	3,0		3,3		3,5		Max (52 tyg.)	226,4

Kurs MOL-a napędzany wysokim marżami rafineryjnymi oraz wzrostem cen ropy naftowej wzrósł w marcu o prawie 20% (teoretycznie kurs mógł jeszcze zyskiwać na zamykaniu krótkich pozycji przez posiadaczy papierów wyemitowanych przez Magnolię, aczkolwiek trudno oszacować skalę tego zjawiska). Z tego względu obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj. W najbliższym czasie pozytywnym katalizatorem może być jeszcze ewentualna decyzja WZA o umorzeniu części akcji własnych. Przypominamy, że CEZ zaproponował umorzenie 2%, ale teoretycznie spółka po wykupie Magnolii bezpośrednio dysponuje 7,2% swoich akcji. Podtrzymujemy opinię, że w ramach regionalnego sektora paliwowego MOL oferuje najbezpieczniejszy profil przepływów pieniężnych i powinien obronną ręką wyjść z zakładanego przez nas scenariusza kontynuacji odbicia notowań ropy i kompresji marż rafineryjnych. Przy naszych założeniach makro MOL powinien generować wysokie stabilne przepływy pieniężne (FCF/EV 2016-18=13%). Tymczasem spółka wciąż jest notowania z dyskontem do grupy porównawczej, nawet po ostatnich wzrostach. Ważnym aspektem przy porównaniu z PKN Orlen jest znacznie mniejszy komponent ryzyka politycznego. Wskaźnik długu netto do EBITDA po wspomnianym odkupie akcji od Magnolii wynosi 1,0x EBITDA, co pozwala na formułowanie oczekiwań wypłaty atrakcyjnej dywidendy również w kolejnych latach.

PGNiG

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 5,05 PLN
Cena docelowa: 5,30 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	34 304,0	36 464,0	6,3%	32 578,7	-10,7%	32 787,2	0,6%
EBITDA	6 345,0	6 080,0	-4,2%	5 732,8	-5,7%	6 173,6	7,7%
marża EBITDA	18,5%	16,7%		17,6%		18,8%	
EBIT	3 843,0	3 290,0	-14,4%	2 978,6	-9,5%	3 370,8	13,2%
Zysk netto	2 823,0	2 134,0	-24,4%	2 093,9	-1,9%	2 472,2	18,1%
P/E	10,6	14,0		14,2		12,1	
P/CE	5,6	6,1		6,1		5,6	
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9	
EV/EBITDA	5,2	4,9		5,8		5,4	
Dyield (%)	3,0	4,0		6,6		6,1	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	5 900,0
MC (cena bieżąca)	29 795,0
EV (cena bieżąca)	32 996,4
Free float	27,6%
Zmiana ceny: 1m	6,3%
Zmiana ceny: 6m	-26,8%
Zmiana ceny: 12m	-10,0%
Min (52 tyg.)	4,5
Max (52 tyg.)	7,0

W marcu notowania PGNiG wzrosły, ale nie odbiegały istotnie od szerokiego rynku, choć naszym zdaniem w tym czasie pojawiło się kilka istotnych cenotwórczych komunikatów. Po pierwsze URE zatwierdził nowe taryfy na 2Q, które są w naszej opinii korzystne dla koncernu, szczególnie jeśli chodzi o cennik detaliczny (obniżony o 5,4% vs szacowany przez nas spadek kosztów importu o 10%). Ponadto EON poinformował o ugodzie z Gazpromem w zakresie kontraktu długoterminowego, co automatycznie podgrzało nadzieje na podobne zakończenie sporu arbitrażowego PGNiG z rosyjskim dostawcą (jeśli założylibyśmy indeksowanie cen tylko do giełdy i rezygnację z komponentu ropopochodnego to kompensata wsteczna mogłaby sięgnąć 0,7 mld PLN, a dodatkowa poprawa marży w tym roku dodałaby do wyniku 150-200 mln PLN). Rynek na razie dość ostrożnie podchodzi do dyskontowania pozytywnych informacji, gdyż obawia się ich zneutralizowania przez ryzyka polityczne. O ile „skromne" wsparcie KW (deklaracja do 0,4 mld PLN) czy niewielka akwizycja elektrociepłowni od JSW (również szacujemy ją na małe kilkaset mln PLN) nie infekują bilansu spółki, to mogą pojawić się inne bardziej obciążające projekty, które uniemożliwią wypłatę atrakcyjnej dywidendy (pomysł konsolidacji spółek paliwowych, instalacje chemiczne oparte na gazie). Na razie jednak trudno w tej kwestii o konkrety (nie pojawiły się one również w opublikowanej ostatnio aktualizacji strategii). Jeśli chodzi o perspektywę wyników to konsensus EBITDA obniżył się w ostatnich tygodniach w okolice naszej prognozy i na razie ze względu na oczekiwane dobre wyniki obrotu nie widzimy potencjału do dalszej mocnej rewizji mimo niskich cen ropy. W najbliższym czasie głównym katalizatorem kursu może być więc propozycja dywidendy (nasza prognoza 0,33 PLN/ akcję czyli dyield powyżej 6%). Przy obecnym kursie utrzymujemy neutralną rekomendację.

PKN Orlen

Redukuj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 72,26 PLN
Cena docelowa: 60,40 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-03-04

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	106 832,0	88 336,0	-17,3%	83 552,1	-5,4%	103 841,4	24,3%
EBITDA	-2 720,0	6 235,0		7 559,0	21,2%	7 010,8	-7,3%
marża EBITDA	-2,5%	7,1%		9,0%		6,8%	
EBIT	-4 711,0	4 340,0		5 356,1	23,4%	4 655,8	-13,1%
Zysk netto	-5 811,0	2 837,0		3 792,5	33,7%	3 280,1	-13,5%
P/E		10,9		8,1		9,4	
P/CE		6,5		5,2		5,5	
P/BV	1,6	1,4		1,2		1,1	
EV/EBITDA		6,4		5,2		5,8	
Dyield (%)	2,0	2,3		3,2		4,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	427,7
MC (cena bieżąca)	30 906,3
EV (cena bieżąca)	38 985,4
Free float	72,5%
Zmiana ceny: 1m	12,2%
Zmiana ceny: 6m	6,8%
Zmiana ceny: 12m	18,0%
Min (52 tyg.)	57,6
Max (52 tyg.)	85,3

W ostatnich tygodniach marża rafineryjna wzrosła do ponad 5 USD/Bbl, co mocno wspierało notowania rafinerii, szczególnie że inwestorzy obawiają się rozczarowania na najbliższym szczycie OPEC, co do ewentualnego zamrożenia/cięcia produkcji. Naszym zdaniem po powrocie amerykańskich rafinerii po przestojach i normalizacji dynamiki popytu, w kolejnych tygodniach będziemy obserwować przyrost zapasów benzyny i pogorszenie rentowności na tym produkcie, który jest głównym motorem wzrostu marży modelowej. Nadal dużym czynnikiem ryzyka, który tylko chwilowo zmniejszył swój negatywny wpływ na początku roku, jest wysoki eksport z rafinerii chińskich, które dotychczas pracowały na znacznie niższym obciążeniu niż wynosi średnia globalna. Jesteśmy też sceptyczni jeśli chodzi o segment petrochemiczny, gdzie rekordowe marże to w dużym stopniu efekt braku przeniesienia niskich cen wsadu na klientów, a napięty bilans popytu i podaży mogą w najbliższym czasie nieco rozluźnić nowe moce wytwórcze uruchamiane w Ameryce Południowej i na Bliskim Wschodzie. Niemniej jednak wyniki PKN w pierwszym kwartale zapowiadają się jeszcze bardzo dobrze. Oczekujemy, że oczyszczony strumień EBITDA będzie porównywalny r/r (1,8-1,9 mld PLN) dzięki lepszym wolumenom w rafinerii i dobrym marżom w petrochemii. Na razie jednak jest naszym zdaniem za wcześnie, aby rewidować nasze roczne prognozy (7,1 mld PLN bez potencjalnych odszkodowań za pożar w Unipetrolu vs 10,1 mld PLN w 2015 roku). Przypominamy, że w przypadku realizacji naszego negatywnego scenariusza dla sektora przerobu ropy wyniki ucierpią nie tylko na poziomie marż, ale również wolumenów (Możejki, Unipetrol), a średnia EBITDA LIFO koncernu w latach 2008-14 to zaledwie 4 mld PLN. Nadal niewycenione pozostaje również ryzyko polityczne (zmiana strategii, nowe inwestycje). W tym kontekście utrzymujemy negatywną rekomendację.

Polwax

Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 18,17 PLN
Cena docelowa: 24,30 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	258,2	280,7	8,7%	282,0	0,5%	285,9	1,4%
EBITDA	30,8	34,2	11,3%	34,9	1,9%	35,2	0,9%
marża EBITDA	11,9%	12,2%		12,4%		12,3%	
EBIT	27,7	29,9	8,1%	30,6	2,1%	30,8	0,8%
Zysk netto	22,4	23,8	6,3%	24,5	2,7%	24,7	0,7%
P/E	8,2	7,8		7,6		7,6	
P/CE	7,2	6,6		6,5		6,4	
P/BV	2,8	2,4		2,1		1,8	
EV/EBITDA	7,2	6,3		6,1		5,8	
Dyield (%)	5,5	6,7		5,8		6,5	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	10,3
MC (cena bieżąca)	187,2
EV (cena bieżąca)	214,0
Free float	51,3%
Zmiana ceny: 1m	7,5%
Zmiana ceny: 6m	13,7%
Zmiana ceny: 12m	-6,3%
Min (52 tyg.)	14,0
Max (52 tyg.)	19,4

Kurs Polwaxu od początku roku wzrósł już o 25%, co jest przede wszystkim pochodną bardzo dobrych wyników 4Q'15, które potwierdziły, że lepszy 3Q był początkiem dłuższej tendencji poprawy sytuacji na podstawowym rynku parafin zniczowych. W końcówce roku pierwszy raz od 4 kwartałów wzrosła średnia jednostkowa cena w tej kategorii, przy jednoczesnym wzroście wolumenów (kontynuację tych tendencji w tym roku potwierdził Zarząd na spotkaniach po wynikach). Pozytywnym czynnikiem jest w tym wypadku niewątpliwie trend wzrostowy na rynku surowcowym, w tym drożejący olej palmowy (+26% YTD), który jest jednym ze standardowych substytutów dla parafiny w zniczach. Zarząd zauważa również zmniejszenie presji konkurencyjnej na lokalnym rynku. Spółka utrzymuje dynamikę wzrostu sprzedaży produktów dedykowanych do przemysłu (w całym roku +17%), co w średnim terminie stanowi wzrostowy komponent w profilu inwestycyjnym Polwaxu. Spółka w 2015 roku potwierdziła zdolność do generowania znacznych przepływów pieniężnych (prawie 32 mln PLN z działalności operacyjnej, co stanowi 93% EBITDA), które mimo zwiększonych nakładów inwestycyjnych (prawie 10 mln PLN) i wypłaconej wyższej dywidendy pozwoliły na obniżenie długu netto do 0,9x EBITDA. W tym roku standardowy capex ma wynieść około 3,5 mln PLN, aczkolwiek powinniśmy wkrótce poznać szczegóły związane z projektem Future (wstępne parametry finansowe opublikowane w ubiegłym roku były bardzo obiecujące). Podtrzymujemy jednak opinię, że nawet w scenariuszu realizacji tego przedsięwzięcia, Polwax powinien być w stanie wypłacać satysfakcjonującą dywidendę (0,93 PLN/akcję średnio w 2016-19). Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Synthos

Redukuj

Analityk: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 3,88 PLN
Cena docelowa: 3,39 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-03-15

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	4 618,8	4 058,0	-12,1%	4 199,0	3,5%	4 600,3	9,6%
EBITDA	635,8	617,0	-3,0%	591,0	-4,2%	669,6	13,3%
marża EBITDA	13,8%	15,2%		14,1%		14,6%	
EBIT	479,6	450,0	-6,2%	405,1	-10,0%	496,8	22,6%
Zysk netto	356,9	426,0	19,4%	302,3	-29,0%	376,0	24,4%
P/E	14,4	12,1		17,0		13,7	
P/CE	10,0	8,7		10,5		9,4	
P/BV	2,3	2,2		2,0		1,8	
EV/EBITDA	9,2	9,4		10,1		8,8	
Dyield (%)	8,0	6,4		0,0		3,5	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 323,3
MC (cena bieżąca)	5 134,2
EV (cena bieżąca)	5 955,3
Free float	37,5%
Zmiana ceny: 1m	-3,0%
Zmiana ceny: 6m	0,8%
Zmiana ceny: 12m	-14,9%
Min (52 tyg.)	3,3
Max (52 tyg.)	4,9

Brak wypłaty dywidendy naszym zdaniem powoduje, że inwestorzy większą uwagę zwrócą na fundamenty spółki. Otoczenie dla producentów kauczuków syntetycznych pozostaje trudne, a dodatkowo Synthos do połowy 3Q'16 będzie odczuwał ograniczenie dostaw surowców strategicznych z rafinerii w Litwinowie (Unipetrol). Obecnie według naszych prognoz Grupa Synthos notowana jest z dwucyfrową premią na wskaźnikach EV/EBITDA'16-18. Według nas brak wypłaty dywidendy przez Synthos przy spadku skonsolidowanego wyniku netto Grupy w 1-3Q'16 o około 35-45% powodować będzie zmniejszenie dotychczasowej premii do spółek porównywalnych. Gdyby wziąć pod uwagę jedynie wycenę porównawczą to wartość Grupy Synthos na jedną akcję wyniosłaby jedynie 2,6 PLN. Wyniki 4Q'15 były zbliżone do naszych oczekiwań, negatywnie zaskoczyła rekomendacja Zarządu o niewypłaceniu dywidendy z zysku za 2015 rok. Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj dla Grupy Synthos.

Energetyka

CEZ

Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 64,00 PLN
Cena docelowa: 86,30 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln CZK)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	200 657,0	200 415,6	-0,1%	201 838,2	0,7%	207 658,7	2,9%
EBITDA	64 651,0	65 065,0	0,6%	62 398,8	-4,1%	60 093,2	-3,7%
marża EBITDA	32,2%	32,5%		30,9%		28,9%	
EBIT	36 946,0	28 961,0	-21,6%	33 092,2	14,3%	29 971,7	-9,4%
Zysk netto	22 403,0	20 739,0	-7,4%	20 868,3	0,6%	18 419,8	-11,7%
P/E	9,7	10,5		10,5		11,8	
P/CE	4,4	3,8		4,3		4,5	
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8	
EV/EBITDA	6,0	5,6		5,9		6,0	
Dyield (%)	9,8	9,9		9,9		7,7	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	538,0
MC (cena bieżąca)	34 431,3
EV (cena bieżąca)	57 731,1
Free float	29,5%
Zmiana ceny: 1m	4,2%
Zmiana ceny: 6m	-15,7%
Zmiana ceny: 12m	-31,2%
Min (52 tyg.)	58,2
Max (52 tyg.)	96,6

W marcu notowania CEZ wzrosły o prawie 10%, co było prawdopodobnie pochodną odbicia na rynku surowcowym (głównie węgla), mimo że na razie nie wpłynęło ono istotnie na ceny energii. Dodatkowo wsparciem była informacja o niezłożeniu oferty wiążącej na zakup niemieckich aktywów Vattenfalla (spekulowano że może to kosztować 1,5-2,0 mld EUR), a dobrego sentymentu nie zdołała trwale popsuć nawet rozczarowująca prognoza Zarządu na ten rok (-5% na EBITDA i -17% na zysku netto). Jeśli wzrosty cen surowców będą kontynuowane (nasz bazowy scenariusz) to CEZ powinien na tym korzystać., szczególnie jeśli pozytywne tendencje przeniosą się na rynek gazu. Uważamy bowiem, że obecnie niskie notowania CO_2, to konsekwencja przeceny błękitnego paliwa. Najbliższe 2 lata spółka ma już w dużym stopniu zabezpieczone pod względem ceny sprzedaży energii, ale biorąc pod uwagę aktualne ceny kontraktowe spadek wyników może w roku 2018 sięgnąć nawet 20 mld CZK. Właśnie dlatego dzisiaj rynek z dużym sceptycyzmem podchodzi do prognoz przyszłych dywidend, mimo że tegoroczna wypłata może implikować dyield rzędu 10%. W naszym scenariuszu spółka będzie w stanie wypłacać w kolejnych latach 25-30 CZK/akcję. Liczymy też na pozytywne zaskoczenia w tegorocznych wynikach (Zarząd konserwatywnie podszedł do szacunków po ubiegłorocznych problemach z wolumenami). Dodatkowym pozytywnym katalizatorem dla koncernu mogłaby być zapowiedziana ostatnio przez Francję reforma systemu ETS (wprowadzenie korytarza wahań dla uprawnień). W tym kontekście utrzymujemy rekomendację kupuj.

Enea

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 11,55 PLN
Cena docelowa: 12,40 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	9 855,4	9 848,4	-0,1%	10 670,7	8,3%	11 334,8	6,2%
EBITDA	1 914,9	2 129,9	11,2%	2 148,5	0,9%	2 322,0	8,1%
marża EBITDA	19,4%	21,6%		20,1%		20,5%	
EBIT	1 186,5	-162,1		992,1		1 094,0	10,3%
Zysk netto	908,3	-434,9		637,5		672,4	5,5%
P/E	5,6			8,0		7,6	
P/CE	3,1	2,7		2,8		2,7	
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4	
EV/EBITDA	3,2	4,7		5,4		5,3	
Dyield (%)	4,9	4,1		4,9		6,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	441,4
MC (cena bieżąca)	5 098,7
EV (cena bieżąca)	11 536,8
Free float	48,5%
Zmiana ceny: 1m	1,0%
Zmiana ceny: 6m	-10,6%
Zmiana ceny: 12m	-28,4%
Min (52 tyg.)	9,9
Max (52 tyg.)	17,1

W marcu notowania Enei wzrosły nieznacznie, co jest pewnym zaskoczeniem biorąc pod uwagę polityczne spekulacje o możliwym wniesieniu akcji Bogdanki do nowego podmiotu górniczego na bazie KHW. Aktualna wartość rynkowa pakietu LWB należącego do Enei to 0,9 mld PLN. Przypominamy, że KHW miało wypracować w ubiegłym roku 600 mln PLN EBITDA, a dług netto tego koncernu sięgał na koniec 2014 około 1 mld PLN. Teoretycznie więc wycena kapitałów własnych KHW przy EV/EBITDA 5,0x wynosiłaby 1,5-2,0 mld PLN (nie znamy jakości EBITDA z ubiegłego roku) i cały pakiet LWB dawałby Enei 50% w połączonym podmiocie. Oczywiście na ten moment nie znamy żadnych szczegółów tej dość karkołomnej struktury transakcji (minister zapewniał prezentując tę koncepcję, że LWB zachowa niezależność), ale wydaje się prawdopodobne że z punktu widzenia akcjonariuszy Enei wartość tak umiejscowionego pakietu LWB mocno spadnie. Problemem Enei w takim scenariuszu jest też większa długa ekspozycja na węgiel i konieczność szukania popytu na to paliwo, chociażby poprzez inwestycje w nowe bloki węglowe (Ostrołęka) czy akwizycje istniejących elektrowni. W tym kontekście spółka może za chwilę rozpocząć kolejny intensywny okres inwestycyjny, a wydawało się że po zakończeniu budowy bloku w Kozienicach nastąpi okres zwrotu i dywidend dla akcjonariuszy. Kluczowa będzie planowana na najbliższe miesiące aktualizacja strategii Grupy, aczkolwiek nie zakładamy aby pojawiły się tam duże pozytywne zaskoczenia, np. jeśli chodzi o politykę dywidendową. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Energa

Zawieszona

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 12,83 PLN
Cena docelowa: -

Data ostatniej aktualizacji: 2016-03-16

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	10 590,6	10 803,9	2,0%	10 376,5	-4,0%	10 650,6	2,6%
EBITDA	2 307,0	2 196,0	-4,8%	2 026,4	-7,7%	2 207,5	8,9%
marża EBITDA	21,8%	20,3%		19,5%		20,7%	
EBIT	1 446,2	1 279,8	-11,5%	1 106,8	-13,5%	1 226,3	10,8%
Zysk netto	982,1	831,2	-15,4%	678,3	-18,4%	726,6	7,1%
P/E	5,4	6,4		7,8		7,3	
P/CE	2,9	3,0		3,3		3,1	
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6	
EV/EBITDA	3,6	4,2		5,1		5,1	
Dyield (%)	7,8	11,2		7,6		5,4	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	414,1
MC (cena bieżąca)	5 312,5
EV (cena bieżąca)	10 253,2
Free float	50,0%
Zmiana ceny: 1m	-3,2%
Zmiana ceny: 6m	-24,2%
Zmiana ceny: 12m	-48,9%
Min (52 tyg.)	11,0
Max (52 tyg.)	27,0

Wydarzeniem marca dla akcjonariuszy Energi, niestety bardzo negatywnym, była deklaracja o skali zaangażowania spółki w ratowanie Kompanii Węglowej. Okazało się, że Zarząd zadeklarował gotowość dokapitalizowania holdingu kwotą 0,6 mld PLN, co jest kwotą większą od tej zaproponowanej chociażby przez PGE, mimo że Energa kupuje ze śląska śladowe ilości węgla (0,3 mln ton z 1,2 mln ton rocznego zapotrzebowania), a nowy blok w Ostrołęce również miał bazować na paliwie z zagłębia lubelskiego. Ruch ten jest nie tylko niezrozumiały ze względów strategicznych i rodzi ryzyko kolejnych decyzji mało atrakcyjnych z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych (zaangażowanie w nowe bloki węglowe, akwizycje, zmiana profilu dostaw węgla), ale pogarsza również bieżącą sytuację bilansową Grupy (wypływ 600 mln PLN powoduje wzrost wskaźnika długu netto/EBITDA z 1,8x do 2,0x), a co za tym idzie infekuje jej profil dywidendowy. Z tych względów zdecydowaliśmy się wycofać z naszego pozytywnego zalecenia inwestycyjnego dla Energi, zawieszając rekomendację do czasu pełnego wyjaśnienia kluczowych kwestii i publikacji nowej strategii dla Grupy.

PGE

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 13,39 PLN
Cena docelowa: 14,60 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	28 137,0	28 542,0	1,4%	29 448,8	3,2%	29 458,0	0,0%
EBITDA	8 120,0	8 228,0	1,3%	6 998,3	-14,9%	6 378,4	-8,9%
marża EBITDA	28,9%	28,8%		23,8%		21,7%	
EBIT	5 096,0	-3 589,0		4 238,7		3 545,4	-16,4%
Zysk netto	3 638,0	-3 032,0		3 281,3		2 633,3	-19,7%
P/E	6,9			7,6		9,5	
P/CE	3,8	2,8		4,1		4,6	
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6	
EV/EBITDA	2,9	3,4		4,4		5,3	
Dyield (%)	8,2	5,8		5,9		5,2	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 869,8
MC (cena bieżąca)	25 036,4
EV (cena bieżąca)	30 486,8
Free float	38,1%
Zmiana ceny: 1m	3,8%
Zmiana ceny: 6m	1,1%
Zmiana ceny: 12m	-35,3%
Min (52 tyg.)	11,8
Max (52 tyg.)	21,4

W przeciwieństwie do akcjonariuszy Energi, właściciele PGE mogli być zadowoleni z ogłoszonej skali zaangażowania koncernu w ratowanie KW. Tylko 500 mln PLN i brak roli dominującej w tym procesie mocno ogranicza ryzyko, jakie do tej pory infekowało kurs PGE (konsolidacji KW i niekończącego się wspierania kapitałem nierentownych kopalni). Niemniej jednak trudno nam uwierzyć, że „mniejsze" zaangażowanie PGE w kopalnie może być automatycznie rozumiane jako szansa na wyższe dywidendy. Obawiamy się, że znaczny potencjał finansowy koncernu może być wykorzystany na wspierania inwestycji w kolejne bloki węglowe lub „repolonizację" istniejących aktywów (wystawione już na sprzedaż aktywa EDF czy w przyszłości Engie). W tym kontekście zalecamy umiarkowany optymizm w tym zakresie. Na razie za mało wiadomo też o zapowiadanym mechanizmie rynku mocy. Założenia powinny być znane jeszcze w tym półroczu, ale jest ryzyko, że większymi beneficjentami będą operatorzy elektrowni o niskim poziomie utylizacji (Tauron), gdyż jednocześnie z wprowadzeniem dwutowarowego rynku powinna spadać cena energii (w przeciwieństwie do operacyjnej rezerwy mocy profity nie rozłożą się równomiernie). Jeśli chodzi z kolei o zakładany przez nas scenariusz odbicia na rynku surowcowym, to lepszą ekspozycję w tej chwili stanowi CEZ, gdyż ceny energii w Polsce nie odzwierciedlały w ostatnich miesiącach mocnego spadku cen węgla w ARA (efekt quasi regulacji lokalnego rynku). Utrzymujemy neutralną rekomendację inwestycyjną.

Tauron

Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 2,99 PLN

Cena docelowa: 3,78 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	18 440,8	18 375,2	-0,4%	19 099,2	3,9%	19 373,9	1,4%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	3 627,1	3 528,9	-2,7%	3 336,6	-5,4%	3 463,5	3,8%	MC (cena bieżąca)	5 240,1
marża EBITDA	19,7%	19,2%		17,5%		17,9%		EV (cena bieżąca)	15 033,4
EBIT	1 830,1	-1 901,1		1 544,3		1 579,6	2,3%	Free float	54,5%
Zysk netto	1 180,9	-1 807,3		924,9		837,2	-9,5%		
P/E	4,4			5,7		6,3		Zmiana ceny: 1m	13,3%
P/CE	1,8	1,4		1,9		1,9		Zmiana ceny: 6m	-6,3%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-36,7%
EV/EBITDA	3,3	3,7		4,5		4,9		Min (52 tyg.)	2,4
Dyield (%)	6,4	5,0		4,8		2,6		Max (52 tyg.)	4,9

Kurs Tauronu po dobrych wynikach za 4Q zdołał odbić się od historycznego minimum i zachowywał się w marcu wyraźnie lepiej od pozostałych spółek z sektora. Spółka nie tylko zaraportowała lepsze wyniki na poziomie oczyszczonego strumienia EBITDA, ale ponownie zaskoczyła pozytywnie jeśli chodzi o poziom FCF i stan zadłużenia netto (na koniec grudnia wynosiło 7,77 mld PLN, podczas gdy konsensus zakładał ponad 8 mld PLN). Zarząd zaproponował także dywidendę w wysokości 0,1 PLN/akcję, co raczej nie było oczekiwane przez rynek. Wypłata, mimo że nominalnie to tylko 175 mln PLN, implikuje dyield 3%, co tylko odzwierciedla skalę niedowartościowania spółki (kwota wypłaty jest praktycznie neutralna dla bilansu). Dodatkowo koncern poinformował, że porozumiał się z 40% właścicieli obligacji notowanych na Catalyst, co do podwyższenia kowenantu do 3,5x (ze względu na instytucję większości blokującej efektywnie podnosi to kowenant na całej transzy kosztem 0,2%). W tym kontekście pojawiające się co jakiś czas tezy o technicznej upadłości stają się bezpodstawne nie tylko z uwagi na lepszy od oczekiwanego stan bilansu, ale również ze względu na przesłanki formalne. Jeśli chodzi o bieżące wyniki to naszym zdaniem Tauron będzie w tym roku największym beneficjentem zwiększenia budżetu ORM. Pozytywnym katalizatorem może być także coraz bardziej konkretna dyskusja o wprowadzeniu mechanizmów mocowych wspierających generację konwencjonalną, szczególnie te bloki o niskim wskaźniku wykorzystania mocy. Dzisiaj rynek wycenia Tauron z dyskontem do ich WRA, co oznacza że przykłada ujemną wartość do pozostałych segmentów generujących 1,2 mld PLN EBITDA. Szansą na poprawę sentymentu jest także zapowiedziana aktualizacja strategii, która może przynieść zamrożenie projektu w Łagiszy. W tym kontekście podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Telekomunikacja

Netia — Akumuluj

Analityk: Paweł Szpigiel

Cena bieżąca: 4,95 PLN
Cena docelowa: 6,30 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	1 674,0	1 572,2	-6,1%	1 546,8	-1,6%	1 489,2	-3,7%
EBITDA	0,0	449,0		456,9	1,8%	441,1	-3,5%
marża EBITDA	0,0%	28,6%		29,5%		29,6%	
EBIT	0,0	27,9		55,4	98,3%	48,4	-12,5%
Zysk netto	0,0	2,2		-22,7		-40,6	79,1%
P/E		778,9					
P/CE		4,1		4,5		4,9	
P/BV	0,8	0,8		0,9		1,0	
EV/EBITDA		4,4		4,4		4,6	
Dyield (%)	8,5	12,1		4,0		4,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	348,2
MC (cena bieżąca)	1 723,8
EV (cena bieżąca)	1 991,8
Free float	35,9%
Zmiana ceny: 1m	8,1%
Zmiana ceny: 6m	-13,8%
Zmiana ceny: 12m	-15,4%
Min (52 tyg.)	4,3
Max (52 tyg.)	6,6

Netia ogłosiła w bieżącym tygodniu inwestycje w modernizację sieci i uchylenie polityki dywidendowej. Netia musi bronić pozycji rynkowej przed Orange Polska, który chce do 2018 r. dotrzeć z FTTH do 3,5 mln domów, dlatego też inwestycje w sieć nie powinny być dla rynku zaskoczeniem. Jednak spółka w raporcie za 2015 rok wskazała, że uważa poziom zadłużenia netto (który wyniósł na koniec roku około 250 mln PLN, co stanowi 0,60x skorygowanego zysku EBITDA'15) za komfortowy. Tym bardziej zaskakująca jest decyzja o obcięciu poziomu dywidendy o ponad połowę ze względu na wielkość inwestycji na poziomie 0,9x skorygowana EBITDA'15 i jest przewidziana na dłuższy okres. Netia jest notowana na wskaźniku EV/EBITDA'16 = ok. 4,4x, czyli na takim samym poziomie jak Orange Polska, a przy dywidendzie na poziomie 0,20 PLN wskaźnik DivYield'16 wynosi 4,0% vs. 3,9% Orange Polska. Zwracamy uwagę, że Netia osiąga stabilne wyniki w segmencie B2B i może być celem akwizycyjnym. Ponadto, część rynku może spodziewać się przegłosowania na WZA wyższego poziomu dywidendy (podobnie jak było to w 2015 r. z dywidendą za 2014 r.), co może wspierać kurs Netii w najbliższych tygodniach. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Orange Polska — Kupuj

Analityk: Paweł Szpigiel

Cena bieżąca: 6,37 PLN
Cena docelowa: 8,30 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	12 212,0	11 840,0	-3,0%	11 484,5	-3,0%	11 274,5	-1,8%
EBITDA	4 059,0	3 443,0	-15,2%	3 376,4	-1,9%	3 277,1	-2,9%
marża EBITDA	33,2%	29,1%		29,4%		29,1%	
EBIT	986,0	572,0	-42,0%	664,6	16,2%	718,0	8,0%
Zysk netto	535,0	254,0	-52,5%	248,6	-2,1%	292,5	17,7%
P/E	15,6	32,9		33,6		28,6	
P/CE	2,3	2,7		2,8		2,9	
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7	
EV/EBITDA	3,1	3,6		4,4		4,5	
Dyield (%)	7,8	7,8		3,9		3,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 312,0
MC (cena bieżąca)	8 357,4
EV (cena bieżąca)	14 913,1
Free float	49,3%
Zmiana ceny: 1m	4,1%
Zmiana ceny: 6m	-14,4%
Zmiana ceny: 12m	-36,2%
Min (52 tyg.)	6,0
Max (52 tyg.)	10,5

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Orange Polska. Telekom ogłosił ostatnio plan działań na lata 2016-2018. OPL zakłada powrót do wzrostu przychodów i zysku EBITDA w 2018 r. Nakłady inwestycyjne Grupy na projekt budowy sieci światłowodów do klienta (FTTH) w latach 2016-2018 mają wynieść około 2,2 mld PLN. W tym czasie spółka chce zwiększyć pokrycie do 3,5 mln gospodarstw domowych. Operator zakłada dalszy rozwój zasięgu LTE w oparciu o nowo zakupione częstotliwości oraz zapewnienie wyższej jakości łączności LTE. Zasięg sieci LTE do 2017 roku ma przekroczyć 99% populacji kraju. Orange Polska chce ponadto do 2018 roku zwiększyć udział w rynku stacjonarnego Internetu i telefonii komórkowej. Baza klientów konwergentnych ma wynieść > 1 milion do 2018 r. Udział w całej bazie klientów gospodarstw domowych, które korzystają z trzech lub więcej usług operatora, ma wzrosnąć do około 45%. Pozytywnie oceniamy plan działania telekoma do 2018r.: po inwestycjach w światłowody, Orange stanie się liderem pod względem infrastruktury na rynku, z najszerszą ofertą dla B2C i B2C. Dodatkowo Orange Polska podwyższyła cel na swoje średnioterminowe zadłużenie do 2,2x, co daje nam komfort w zakładaniu stabilnej dywidendy R/R w 2016 r. Porównując Orange Polska do Netii, której zarząd zaproponował 0,2 PLN na akcję (DivYield = 4,0%) i Cyfrowego Polsatu, który nie wypłaci za 2015 r. dywidendy, DivYield Orange Polska równy 3,9% prezentuje się dobrze.

Media

Agora

Kupuj

Analityk: Paweł Szpigiel

Cena bieżąca: 12,66 PLN
Cena docelowa: 14,10 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 102,4	1 189,3	7,9%	1 185,5	-0,3%	1 229,5	3,7%	Liczba akcji (mln)	50,9
EBITDA	77,7	120,7	55,4%	119,0	-1,4%	128,2	7,7%	MC (cena bieżąca)	644,9
marża EBITDA	7,0%	10,2%		10,0%		10,4%		EV (cena bieżąca)	713,3
EBIT	-18,3	18,7		25,5	36,3%	36,8	44,3%	Free float	62,0%
Zysk netto	-12,6	12,7		14,8	16,2%	27,6	86,7%		
P/E		50,7		43,7		23,4		Zmiana ceny: 1m	9,7%
P/CE	7,7	5,6		6,0		5,4		Zmiana ceny: 6m	7,3%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	21,7%
EV/EBITDA	8,5	5,7		6,0		5,5		Min (52 tyg.)	10,3
Dyield (%)	0,0	0,0		3,9		5,9		Max (52 tyg.)	13,9

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Agory. Zwracamy uwagę, że w ciągu ostatnich dwóch lat kluczową transformację: w 2013 r. segment Prasa generował blisko 40% wyniku EBITDA, a w 2015 r. segment wygenerował 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, podkreślamy 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. Zwracamy także uwagę, że Agora zaraportowała dobre wyniki za 4Q'15, a outlook na 2016 r. wygląda pozytywnie, głównie ze względu na odbicie na rynku reklamowym.

Cyfrowy Polsat

Trzymaj

Analityk: Paweł Szpigiel

Cena bieżąca: 23,05 PLN
Cena docelowa: 22,10 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	7 409,9	9 823,0	32,6%	9 870,5	0,5%	9 961,0	0,9%	Liczba akcji (mln)	639,5
EBITDA	2 738,1	3 685,1	34,6%	3 528,9	-4,2%	3 475,6	-1,5%	MC (cena bieżąca)	14 741,5
marża EBITDA	37,0%	37,5%		35,8%		34,9%		EV (cena bieżąca)	24 199,1
EBIT	1 442,3	1 985,8	37,7%	1 913,4	-3,6%	1 939,4	1,4%	Free float	33,5%
Zysk netto	292,4	1 163,4	297,9%	1 203,7	3,5%	1 251,2	4,0%		
P/E	50,4	12,7		12,2		11,8		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	9,3	5,1		5,2		5,3		Zmiana ceny: 6m	-6,0%
P/BV	4,7	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-7,8%
EV/EBITDA	5,9	7,0		6,9		6,6		Min (52 tyg.)	20,3
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	26,1

Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Cyfrowego Polsatu. Grupa jest notowana z dużą premią do Orange Polska, co naszym zdaniem jest nieuzasadnione patrząc na (1) podobny długoterminowy FCF Yield, ale (2) dużo wyższe zadłużenie (dług netto/EBITDA na koniec 2015 roku pro forma po połączeniu z Midasem = 3,4x. Dodatkowo brak nogi stacjonarnej będzie przyczyną spadku rentowności sprzedaży usług B2B i odpływu klientów w dużych miastach. 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. Zarząd co prawda zapowiada dywidendę za 2016 r., ale jej wysokość będzie naszym zdaniem zależna od rozwoju sytuacji rynkowej w drugiej części roku. Za 2015 r. Cyfrowy Polsat nie wypłaci dywidendy i tym samym wypada gorzej niż inne telekomy z GPW (DivYield Orange Polska = 3,9%, Netii = 4,0%)

Wirtualna Polska

Kupuj

Analityk: Paweł Szpigiel	Cena bieżąca:	41,25 PLN	Data ostatniej aktualizacji:	2016-01-28
	Cena docelowa:	50,00 PLN		

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	248,3	315,0	26,9%	420,9	33,6%	472,2	12,2%	Liczba akcji (mln)	29,8
EBITDA	51,0	95,5	87,1%	129,8	36,0%	144,2	11,1%	MC (cena bieżąca)	1 228,2
marża EBITDA	20,5%	30,3%		30,8%		30,5%		EV (cena bieżąca)	1 361,2
EBIT	22,7	65,9	190,6%	93,2	41,3%	102,8	10,4%	Free float	33,6%
Zysk netto	-0,3	12,1		82,0	580,4%	93,3	13,8%		
P/E		101,9		15,0		13,2		Zmiana ceny: 1m	4,3%
P/CE	43,8	29,5		10,4		9,1		Zmiana ceny: 6m	3,8%
P/BV	2,2	3,3		2,7		2,5		Zmiana ceny: 12m	28,9%
EV/EBITDA	27,1	15,0		10,5		9,3		Min (52 tyg.)	32,0
Dyield (%)	1,2	0,0		0,0		5,3		Max (52 tyg.)	41,5

Wirtualna Polska zaraportowała nieco powyżej naszych oczekiwań za 4Q'15. Na konferencji wynikowej Zarząd przedstawił wizję dobrego roku. WPH spodziewa się wzrostów przychodów w 2016 r. przede wszystkim z działalności e-commerce (w chwili obecnej przychody z reklama vs. e-commerce to 50:50, w przeciągu 2 lat proporcja powinna być na 35:65) oraz skupienia się na 4 głównych kanałach tematycznych: usługi finansowe, moda, dom i podróże. W 2016 r. można spodziewać się spadku rentowności ze względu na szybki rozwój w mniej marżowym e-commerce. W 2016 roku przewidywany jest dalszy lecz niewielki wzrost kosztów z wynagrodzeń. Spółka zamierza w br. zrealizować kolejne akwizycje, przede wszystkim w segmencie e-commerce. Wirtualna Polska może zacząć płacić dywidendę w przyszłym roku. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

IT

Asseco Poland — Kupuj

Analityk: Paweł Szpigiel

Cena bieżąca: 59,16 PLN
Cena docelowa: 65,90 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	6 231,9	7 061,7	13,3%	7 258,8	2,8%	7 534,2	3,8%
EBITDA	905,1	1 033,1	14,1%	1 066,3	3,2%	1 100,0	3,2%
marża EBITDA	14,5%	14,6%		14,7%		14,6%	
EBIT	636,7	750,0	17,8%	775,1	3,4%	801,0	3,3%
Zysk netto	358,4	356,6	-0,5%	367,6	3,1%	380,1	3,4%
P/E	13,7	13,8		13,4		12,9	
P/CE	7,8	7,7		7,5		7,2	
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6	
EV/EBITDA	8,2	7,3		6,9		6,6	
Dyield (%)	4,4	4,9		5,1		5,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	83,0
MC (cena bieżąca)	4 910,3
EV (cena bieżąca)	7 356,1
Free float	68,0%
Zmiana ceny: 1m	4,2%
Zmiana ceny: 6m	7,3%
Zmiana ceny: 12m	-0,4%
Min (52 tyg.)	52,0
Max (52 tyg.)	61,9

Asseco Poland ma ponadprzeciętny potencjał dywidendowy (oferuje DYield = 5,0%), 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 Formula Systems dodatkowo pomaga aprecjacja USD vs. PLN R/R. Wyniki za 4Q'15 po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe były zgodne z naszymi oczekiwaniami, z tym że kluczowa matka Asseco Poland wykazała nieco gorszy performance niż oczekiwaliśmy, co zostało nadrobione głównie przez rynek izraelski. Z drugiej strony zarówno spółka matka, jak i Grupa zaraportowała wysoki cash flow. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

CD Projekt — Trzymaj

Analityk: Piotr Bogusz

Cena bieżąca: 25,85 PLN
Cena docelowa: 26,50 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-06

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	96,2	798,0	729,6%	293,5	-63,2%	257,5	-12,3%
EBITDA	12,2	429,3	3427,3%	140,3	-67,3%	88,4	-37,0%
marża EBITDA	12,7%	53,8%		47,8%		34,3%	
EBIT	9,0	424,2	4608,0%	133,7	-68,5%	82,8	-38,0%
Zysk netto	5,2	342,4	6470,0%	114,6	-66,5%	73,6	-35,8%
P/E	470,9	7,3		21,8		34,0	
P/CE	293,1	7,2		20,6		31,6	
P/BV	14,6	4,9		3,9		3,5	
EV/EBITDA	198,8	4,9		14,2		22,4	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	96,9
MC (cena bieżąca)	2 503,6
EV (cena bieżąca)	1 996,0
Free float	47,5%
Zmiana ceny: 1m	
Zmiana ceny: 6m	
Zmiana ceny: 12m	
Min (52 tyg.)	
Max (52 tyg.)	

Spółka wypracowała 172,1 mln PLN przychodów ze sprzedaży w 4Q'15 oraz 65,8 mln PLN zysku netto. W całym 2015 roku sprzedaż wyniosła 798 mln PLN, a zysk netto 342,4 mln PLN. Sprzedaż wszystkich części z serii gier Wiedźmin wyniosła ponad 20 mln sztuk, z czego za prawie połowę odpowiadała sprzedaż gry Wiedźmin 3: Dziki Gon (W3: DG). W 4Q'15 spółka rozpoznała około 25 mln PLN kosztów produkcji W3: DG oraz łącznie 101,3 mln PLN w 2-4Q'15. Do rozliczenia pozostało około 1,5 mln PLN kosztów produkcji projektu. Podczas konferencji wynikowej, podano założenia planu motywacyjnego dla zarządu na lata 2016-21, według których zysk netto spółki powinien wynieść: 618,4 mln PLN w latach 2016-19, 855,5 mln PLN w latach 2016-20 oraz 1 092,6 mln PLN w latach 2016-21. Jednocześnie spółka zapowiedziała premierę kolejnego projektu w 2H'16 (więcej informacji CDR ma podać po premierze drugiego dodatku do W3: DG). Premiera drugiego dodatku do W3: DG ma mieć miejsce pod koniec 1H'16. W niedalekiej przyszłości spółka rozpocznie kampanię marketingową nowego dodatku, co naszym zdaniem powinno pozytywnie przełożyć się na zachowanie kursu akcji CDR. Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście po walorów spółki.

Górnictwo i metale

KGHM

Trzymaj

Analityk: Michał Marczak

Cena bieżąca: 70,16 PLN
Cena docelowa: 63,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	20 492,0	20 008,0	-2,4%	18 138,0	-9,3%	18 599,3	2,5%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	5 311,0	-2 873,0		3 808,3		4 303,3	13,0%	MC (cena bieżąca)	14 032,0
marża EBITDA	25,9%	-14,4%		21,0%		23,1%		EV (cena bieżąca)	18 603,1
EBIT	3 676,0	-4 816,0		1 762,1		2 098,2	19,1%	Free float	68,2%
Zysk netto	2 450,0	-5 009,0		53,1		495,2	833,5%		
P/E	5,7			264,5		28,3		Zmiana ceny: 1m	-7,9%
P/CE	3,4			6,7		5,2		Zmiana ceny: 6m	-19,5%
P/BV	0,6	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-41,1%
EV/EBITDA	3,5			4,9		4,5		Min (52 tyg.)	52,3
Dyield (%)	7,1	6,4		2,9		2,9		Max (52 tyg.)	131,0

Czy odreagowanie rynku surowców po styczniowych minimach dobiega końca? Od połowy stycznia do połowy marca niekomercyjna pozycja netto na COMEX zmniejszyła się z -43 tys. kontraktów do +1 tys., a cena surowca wzrosła do 5 090 USD/t. Wzrost cen zmniejszył ryzyko fali bankructw w sektorze, jednak od połowy marca w ślad za ropą naftową cena miedzi na LME spadła o 6%. Dane dotyczące zapasów miedzi na giełdach (spadek w ciągu dwóch tygodni o 45,9 tys. ton) wskazują na ożywienie popytu na rynku azjatyckim (do połowy marca tam przyrastały zapasy). Z punktu widzenia KGHM przy umocnieniu PLN ceny miedzi są zaledwie o 1% wyższe niż w połowie stycznia, kiedy ustanowiły 7 letnie minimum. Ponadto należy pamiętać, że w 2016 roku w związku z przestojem remontowanej Huty Głogów (4 miesiące, zmiana technologii piecowej) wolumen produkcji miedzi elektrolitycznej będzie niższy r/r o 9%, a srebra o 21%, jednocześnie nastąpi wzrost całkowitego kosztu jednostkowego produkcji ze wsadów własnych o 15% r/r (spółka sprzeda wyprodukowany koncentrat, który nie przetworzy huta w produkt o wyższej wartości dodanej). W 4Q2015 pomijając odpisy wyniki polskiej części biznesu KGHM są zgodne z oczekiwaniami, nadal rozczarowuje Sierra Gorda. Informacje pojawiające się w mediach wskazują, że w kwietniu MF może zmniejszyć obciążenia podatkowe spółki z tytułu wydobycia miedzi. Tym niemniej uważamy, że będzie to „transakcja wiązana", tj. zmniejszenie podatku będzie wiązało się z inwestycjami w aktywa postrzegane jako ryzykowne. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

LW Bogdanka

Trzymaj

Analityk: Michał Marczak

Cena bieżąca: 37,30 PLN
Cena docelowa: 33,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 013,6	1 860,8	-7,6%	1 893,3	1,7%	1 985,3	4,9%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	750,0	632,9	-15,6%	588,0	-7,1%	565,9	-3,8%	MC (cena bieżąca)	1 268,2
marża EBITDA	37,2%	34,0%		31,1%		28,5%		EV (cena bieżąca)	1 695,4
EBIT	362,3	245,3	-32,3%	194,6	-20,6%	168,0	-13,7%	Free float	100,0%
Zysk netto	272,4	184,7	-32,2%	149,0	-19,3%	128,5	-13,8%		
P/E	4,7	6,9		8,5		9,9		Zmiana ceny: 1m	-4,9%
P/CE	1,9	2,2		2,3		2,4		Zmiana ceny: 6m	-36,8%
P/BV	0,5	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-56,6%
EV/EBITDA	2,5	2,7		2,9		2,9		Min (52 tyg.)	30,4
Dyield (%)	15,6	9,4		9,4		9,4		Max (52 tyg.)	88,4

Wyniki spółki za 4Q2015 były lepsze niż oczekiwania rynkowe i nasze. Nadal utrzymuje się jednak duża niepewność związana z cenami węgla na rynkach światowych w dłuższym okresie, a przede wszystkim, jaka będzie rola LBW w planach rządu i głównego akcjonariusza. Od dawna Enea informowała, że jest zainteresowana inwestycją w KHW, a niedawne informacje przekazane przez przedstawiciela rządu o wniesieniu aportem akcji spółki do KHW tylko potwierdzają te obawy. Tradycyjnie, jak to miało miejsce w ostatnich miesiącach z informacjami płynącymi z rządu (dot. KGHM, energetyki, banków) trudno jest wyrokować, czy taki scenariusz zostanie zrealizowany. Jeżeli tak, to Bogdanka ostatecznie przestaje być spółką przewidywalną i inwestycyjną. Można zakładać, że FCF Bogdanki będzie wspierał inwestycje i „restrukturyzację" KHW, co niekoniecznie może mieć uzasadnienie ekonomiczne. Najwyraźniej decyzje w tej kwestii zapadają na poziomie rządowym - zarząd Enea a tym bardziej LWB może nie mieć na to wpływu. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową na poziomie 33 PLN.

Przemysł

Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce

(%)	II'15	III'15	IV'15	V'15	VI'15	VII'15	VIII'15	IX'15	X'15	XI'15	XII'15	I'16	II'16
Dynamika R/R	+4,9%	+8,8%	+2,3%	+2,8%	+7,6%	+3,8%	+5,3%	+3,1%	+2,4%	+7,8%	+6,7%	+1,4%	+6,7%

Źródło: GUS

W kwietniu wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu w głównych gospodarkach UE ustabilizowały się, przełamując spadkowy trend, jaki obserwujemy od kilku miesięcy. W Niemczech PMI dla przemysłu wyniósł 50,7 pkt. (50,5 pkt. w marcu), Francji 49,6 pkt. (cały czas balansuje na poziomie 50 pkt.), UK 51,0 pkt. (50,8 pkt w marcu), Włoch 53,5 pkt. (52,5 pkt. w marcu). Utrzymujące się słabe nastroje w sektorze przemysłu w UE związane są z obawami o dalszy wzrost gospodarczy w krajach rozwijających się, w szczególności w Chinach i Brazylii. Dodatkowo umocnienie EUR do USD generuje ryzyko spadku konkurencyjności gospodarek europejskich w średnim terminie. W przypadku Polski wskaźnik wyprzedzający dla przemysłu drugi miesiąc z rzędu wzrósł do 53,8 pkt. z 52,8 pkt. w marcu i 50,9 pkt. w lutym. Przyczyną lepszych odczytów był głównie silny komponent eksportowy, korzystający ze słabej PLN do EUR. Naszym zdaniem spółki – eksporterzy do UE będą głównymi kandydatami do wzrostu wyników finansowych.

Wyniki 4Q'15
W 4Q'15 na 49 obserwowanych przez nas spółek przemysłowych 45% zaraportowało wyniki finansowe, które były lepsze niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Była to również wartość wyższa niż miało to miejsce w 3Q'15 (jak na razie 3Q'15 był jednym z najgorszych kwartałów biorąc pod uwagę udział spółek poprawiających wyniki r/r - 41%) oraz zbliżona do tej z 3Q'14 (45%), 4Q'14 (45%), 1Q'15 (45%) oraz 2Q'15 (43%). W 4Q'15 porównywalnie do 3Q'15 spadła również proporcja spółek przemysłowych, które zaprezentowały wyniki niższe r/r. W sumie w 4Q'15 47% spółek zaprezentowało wyniki gorsze r/r wobec 49% zanotowanych w 3Q'15. Proporcja spółek raportujących gorsze r/r rezultaty drugi kwartał z rzędu była wyższa w 4Q'15 niż spółek poprawiających r/r wyniki.

Na spadek wyników finansowych wpływ miał spadek wskaźnika wyprzedzającego dla polskiego przemysłu (PMI w okresie 4Q'15 utrzymywał się na poziomie nieznacznie przekraczającym graniczną wartość 50 pkt.). Dodatkowo niekorzystne trendy makroekonomiczne miały miejsce w krajach rozwijających się, co obniżało oczekiwania na globalny wzrost gospodarczy. W okresie 4Q'15 cały czas negatywnie wpływało dalsze osłabienie się rosyjskiego rubla, co pomniejszało wielkość generowanych wyników na rynku wschodnim oraz zwiększało konkurencję prostych wyrobów importowanych ze wschodu (wyroby stalowe, płyty drewnopochodne).

W całym 2015 roku w wynikach spółek widoczny był spadek przychodów z kierunków wschodnich (Rosja + Ukraina), co z jednej strony wynika ze spadku wolumenu sprzedaży, z drugiej zaś z drastycznego osłabienia się lokalnych walut (przez co wypracowane rezultaty na tych rynkach ważą mniej w ekwiwalencie PLN). Wzrost konkurencji importowanych produktów ze wschodu widoczny był w wynikach Alchemii, Pfleiderer Grajewo. Z kolei brak możliwości eksportu w tym kierunku spowodował drastyczny spadek marży w PKM Duda (wzrost presji ze strony mięsa importowanego).

Kolejnym czynnikiem negatywnie wpływającym na wyniki 2015 roku był silny USD, na czym tracili Apator (import za około 30 mln PLN rocznie), Ferro (import półproduktów z Chin), Boryszew (spółka w 2014 roku zdecydowała się na zamianę poddostawców na tureckich, od których towar kupowany jest za USD). Z drugiej strony silny dolar pomagał eksporterom podpisującym umowy eksportowe w tej walucie (Kernel, Ursus).

Pozytywnym czynnikiem dla producentów, było osłabiające się PLN do EUR, na czym korzystali najwięksi eksporterzy do UE (Amica, Alumetal, Impexmetal, Grupa Kęty, Forte, Relpol, Uniwheels).

Spadające ceny ropy naftowej negatywnie przełożyły się na wyniki Zamet Industry (spadek popytu na inwestycje w podwodne wydobycie ropy i gazu), Radpol (nagły spadek cen produktów petrochemicznych wywołał jeszcze szybszy spadek cen produktów) oraz Ergis Eurofilms (spadek cen produktów petrochemicznych zwiększył apetyt klientów na obniżki cen, co negatywnie przełożyło się na wielkość realizowanej marży).

Wiele spółek przemysłowych, przy okazji wyników 4Q'15 zdecydowało się na znaczące odpisy po stronie aktywów (przykład Libet, Kopex, SecoWarwick).

Bardzo dobre wyniki w 4Q'15 zanotowali eksporterzy (Amica, Alumetal, Impexmetal, Grupa Kęty, Kernel, Relpol Uniwheels oraz Ursus) oraz spółki z branży drzewnej (Pflaiderer Grajewo, Forte). Poza tym dobre wyniki zaprezentowały AC Auto Gaz (wzrost marży mimo spadku sprzedaży), BSC Drukarnia (dobry popyt na produkty), Oponeo (bardzo dobra sprzedaż i wyniki 4Q'15), Selena (poprawa wyników mimo spadku sprzedaży na rynkach wschodnich), Tarczyński (utrzymujące się niskie ceny mięsa pomagają rentowności wędliniarzy) oraz Zetkama (wyższa od oczekiwań prognoza wyników na 2016 rok).

Wśród negatywnych zaskoczeń w 4Q'15 wymienilibyśmy Alchemię (duża konkurencja cenowa rur stalowych bez szwu z Rosji i Białorusi, Dług netto/EBITDA'15 10,5x!), Apator (ujemny wpływ różnic kursowych na wyniki, utrzymujące się słabe rezultaty spółki zależnej Rector), Boryszew (strata segmentu Automotive mimo dobrego otoczenia w sektorze), Fasing (wysokie koszty sprzedaży zaksięgowane w 3Q'15), Feerum (słabe wyniki 4Q'15 z uwagi na niski portfel zamówień związany z przesunięciem terminów przyznawania dotacji rolniczych), Kopex (słabe wyniki, odpisy goodwill, złamanie kowenantów bankowych), Libet (słabe wyniki 4Q'15, odpisy na należnościach oraz umiarkowanie pesymistyczny outlook na 2016 rok), Pozbud (nieoczekiwanie niska sprzedaż i wyniki 4Q'15), SecoWarwick (odpisy na aktywach w spółkach zależnych, rezerwy na poczet przekroczonych budżetów w kontraktach), Synthos (brak wypłaty dywidendy z zysku za 2015 rok), Vistal Gdynia (wyższe koszty sprzedaży 4Q'15, ale z kolei wyraźny 50% r/r wzrost portfela zamówień) oraz Zamet Industry (spadek wartości portfela zamówień i wyników segmentów zaopatrujących branżę wydobycia ropy i gazu).

Znacznie lepiej względem 3Q'15 w ostatnim kwartale 2015 roku wypadły wyniki spółek przemysłowych jeśli zestawimy je z naszymi oczekiwaniami. Wprawdzie większość spółek zaprezentowała wyniki gorsze od naszych oczekiwań (43% w 4Q'15), ale proporcja ta była niższa niż zanotowana w 3Q'15 (54%). Odsetek spółek prezentujących wyniki lepsze od naszych oczekiwań wyniósł w 4Q'15 37% i był zbliżony do zanotowanego w 2Q'15 (38%) i wyższy niż w 3Q'15 (33%).

Wycena spółek przemysłowych
Indeks cenowy śledzonych przez nas spółek przemysłowych spadł od początku roku o 1,0%, podczas gdy w tym samym czasie indeks MSCI Industrials dla Europy spadł o 3,9%, a dla świata spadł o 0,1%. Indeks cenowy śledzonych przez nas spółek przemysłowych był gorszy od stopy zwrotu indeksów WIG20 (+4,0%) oraz WIG (+2,9%) - efekt istotnych spadków WIG20 w 2015 roku, podczas gdy spółki przemysłowe w tym czasie zachowywały się defensywnie.

Obecnie śledzone przez nas spółki przemysłowe notowane są ze wskaźnikami (mediana) P/E'16 11,4x oraz EV/EBITDA'16 7,2x). Poziomy te implikują 18-30% dyskonto do wskaźników indeksów MSCI Industrials dla Europy i dla świata.

Wśród naszych faworytów pozostają Amica (oczekiwany wzrost wyników w 2016 roku w efekcie przejęcia dystrybutora CDA, rosnąca ekspozycja na rynek UE, spółka korzystająca z osłabienia PLN do EUR), Alumetal (spółka jest beneficjentem dobrej sprzedaży nowych samochodów w UE; Dyield około 5%), Berling (spółka na koniec 2015 roku miała gotówkę netto odpowiadającą za około 50% kapitalizacji; Dyileld około 50%), Elemental Holding (skuteczny rozwój przez akwizycje), Ergis (nisko wyceniana spółka z potencjałem wzrostu w przyszłości), Grajewo (4,7x EBITDA'16, wysoka zdolność do generowania gotówki, Dyield'16 3-4%), Lena Lighting (Dyield'15 około 8%, spółka korzystająca z pozytywnych trendów w branży budownictwa kubaturowego), Pozbud (produkcja z nowej inwestycji, możliwy dynamiczny wzrost wyników w 2016 roku), Relpol (tania, niezadłużona spółka, po dobrym 2015 roku oczekiwana poprawa rezultatów w 2016 roku), Vistal Gdynia (kontrakty z nowej perspektywy UE; wysoki portfel zamówień), Uniwheels (dobre wyniki 2015 roku, dobre perspektywy na 2016 rok, Dyield'16 około 5%), Ursus (wysoki portfel zamówień, duża oczekiwana poprawa wyników w 2016 roku).

Unikalibyśmy akcji Alchemii (brak odbicia w sprzedaży, przestarzały park maszynowy, spadki cen ropy biją w sprzedaż, Dług netto/EBITDA'15 10,5x), Boryszewa (spółka z dużymi premiami do zagranicznych konkurentów, słabe wyniki 2015 roku mimo odbicia w Automotive), Orzeł Biały (słaby outlook na IH'16), Polskiej Grupy Odlewniczej (spółka droga), Patentusa (spółka z dużą ekspozycją na polskie kopalnie bez eksportu), Synthos (słabe momentum wyników w 1-3Q'16; brak dywidendy, premia do spółek porównywalnych).

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	39,50	14,5	12,9	12,9	9,7	8,4	8,3	5,8%	5,8%	6,3%	3,8	3,5	3,3	-0,4
Alchemia	Niedoważaj	4,97	64,8	-	-	17,8	131,4	34,3	0,0%	0,0%	0,0%	1,5	1,7	1,6	10,5
Alumetal	Przeważaj	52,25	13,5	10,2	9,7	10,7	7,9	7,7	2,7%	3,7%	4,9%	2,4	2,1	1,9	0,4
Amica	Przeważaj	174,00	17,3	14,2	11,2	8,5	8,3	7,6	2,0%	1,7%	2,1%	2,9	2,9	2,0	0,9
Apator	Równoważ	27,50	11,5	16,0	12,3	8,2	10,1	7,8	4,0%	3,5%	2,5%	2,6	2,3	2,0	1,4
Berling	Przeważaj	4,55	11,5	10,7	10,1	5,6	4,7	4,6	6,7%	4,4%	4,7%	0,9	0,9	0,8	-3,7
Boryszew	Niedoważaj	4,85	10,6	29,1	11,8	8,1	10,3	8,4	0,0%	0,0%	2,1%	1,4	1,4	1,2	3,6
BSC Drukarnia	Równoważ	34,99	16,0	11,2	12,5	9,3	7,7	7,2	1,4%	1,7%	1,8%	1,8	1,6	1,4	0,0
Ceramika NG	Równoważ	1,42	29,7	189,2	194,8	7,1	6,4	5,8	5,6%	7,0%	3,5%	0,3	0,3	0,3	1,8
Cognor	Równoważ	1,21	14,1	-	728,3	5,5	10,1	6,0	0,0%	0,0%	0,0%	0,4	0,5	0,5	8,5
Duda	Równoważ	5,33	6,5	9,9	10,1	5,5	6,0	6,6	0,0%	0,0%	0,0%	0,4	0,4	0,4	2,9
Elemental Holding	Przeważaj	3,69	18,8	13,8	11,7	14,9	11,3	8,9	0,0%	0,0%	0,0%	2,1	2,0	1,7	1,1
Ergis Eurofilms	Przeważaj	4,53	9,6	27,5	7,4	5,8	5,6	4,9	2,2%	3,3%	4,9%	0,8	0,9	0,8	2,3
ES System	Równoważ	3,10	21,3	15,7	15,8	7,2	6,0	6,0	1,6%	11,3%	6,5%	0,9	0,9	0,9	-1,1
Famur	Przeważaj	2,57	12,3	23,9	25,5	4,6	6,5	5,7	32,7%	0,0%	0,0%	1,5	1,4	1,4	0,3
Fasing	Równoważ	15,35	5,8	6,0	6,0	2,7	3,1	3,3	4,6%	5,2%	3,7%	0,4	0,4	0,4	1,4
Feerum	Równoważ	15,00	20,6	16,1	13,7	13,3	10,2	7,3	0,0%	0,0%	2,2%	1,5	1,4	1,3	1,5
Ferro	Równoważ	10,77	9,5	10,2	9,1	8,4	8,8	8,1	9,3%	9,3%	7,8%	1,2	1,2	1,1	2,3
Forte	Równoważ	58,00	18,3	16,3	15,5	12,9	12,4	10,7	2,6%	3,4%	3,1%	3,3	2,9	3,2	0,7
Grajewo	Przeważaj	27,49	17,1	17,0	18,2	5,7	5,9	4,7	0,0%	0,0%	3,8%	1,5	1,8	1,8	2,0
Hydrotor	Równoważ	36,42	12,2	11,1	11,1	6,3	5,7	5,1	5,5%	5,5%	6,8%	1,1	1,0	1,0	0,0
Impexmetal	Równoważ	2,38	4,3	3,4	6,6	5,4	5,0	6,6	0,0%	0,0%	0,0%	0,6	0,6	0,6	1,6
Izostal	Równoważ	4,17	27,7	55,6	15,1	17,2	20,1	9,3	2,9%	1,7%	0,0%	0,8	0,8	0,8	4,2
Kernel	Równoważ	54,56	-	10,8	6,5	8,2	3,8	4,6	0,0%	1,7%	1,7%	1,1	1,3	1,1	0,8
Kety	Równoważ	306,70	17,0	15,2	15,5	9,8	9,9	9,1	3,3%	4,7%	4,3%	2,4	2,3	2,2	0,9
Koelner	Równoważ	8,34	19,4	13,0	12,9	9,9	7,7	7,1	4,0%	4,0%	4,6%	0,7	0,7	0,7	3,5
Kopex	-	3,65	2,7	-	-	2,2	5,2	-	0,0%	0,0%	-	0,1	0,1	-	6,8
Kruszwica	Równoważ	56,50	10,8	13,6	12,9	6,2	7,1	7,2	4,1%	4,7%	4,4%	1,6	1,6	1,5	-1,6
Lena Lighting	Przeważaj	4,69	11,6	12,9	10,9	8,0	7,7	7,4	6,4%	6,4%	8,5%	1,3	1,3	1,2	-0,3
Libet	Równoważ	1,66	9,4	318,0	16,9	4,6	5,8	5,1	3,0%	0,0%	3,6%	0,4	0,4	0,4	3,4
Mercor	Równoważ	9,44	20,7	16,9	10,1	10,6	9,3	7,4	98,1%	10,8%	8,1%	1,1	1,2	1,4	2,8
Oponeo	Równoważ	35,79	123,7	46,9	35,6	44,3	29,4	23,9	0,2%	0,1%	0,6%	6,8	6,2	5,4	-2,5
Orzeł Biały	Niedoważaj	6,60	258,6	8,3	26,9	18,0	4,7	8,1	0,0%	0,0%	0,0%	0,5	0,4	0,4	0,4
Patentus	Niedoważaj	0,74	9,9	-	-	5,0	7,5	7,2	0,0%	0,0%	0,0%	0,2	0,2	0,2	5,2
PG Odlew	Niedoważaj	5,85	31,8	14,8	26,4	17,1	12,6	13,5	0,0%	0,0%	1,7%	2,7	2,3	2,0	1,3
Pozbud	Przeważaj	3,87	7,8	10,3	7,4	6,1	6,4	5,6	3,4%	0,0%	3,4%	0,6	0,6	0,6	0,9
Radpol	Równoważ	6,35	17,1	68,3	22,6	9,1	13,0	10,3	4,4%	4,4%	0,0%	1,6	1,7	1,6	3,1
Relpol	Przeważaj	8,70	16,3	10,9	10,0	6,9	5,4	5,3	2,9%	4,4%	5,5%	1,2	1,2	1,1	0,1
Seco Warwick	Równoważ	18,54	-	-	10,9	11,6	31,2	6,1	0,0%	0,0%	1,1%	0,7	0,9	0,8	2,9
Selena FM	Równoważ	16,01	17,6	13,6	11,4	5,4	6,5	6,6	1,7%	1,7%	2,2%	0,9	0,9	0,9	2,1
Synthos	Niedoważaj	3,88	14,4	14,3	14,1	9,2	9,5	9,5	8,0%	6,4%	6,4%	2,3	2,3	2,2	1,3
Tarczyński	Równoważ	14,00	17,1	13,6	7,9	7,8	7,2	5,6	0,8%	0,0%	0,0%	1,4	1,2	1,1	3,4
Uniwheels	Przeważaj	144,00	15,5	11,2	10,6	9,4	7,8	7,8	0,0%	2,4%	4,4%	4,1	2,2	1,9	0,6
Ursus	Przeważaj	2,67	8,0	18,7	7,0	7,5	12,2	6,1	0,0%	0,0%	0,0%	1,4	1,2	1,1	5,9
Vistal Gdynia	Przeważaj	10,19	11,8	9,1	7,7	7,3	8,2	7,3	0,0%	2,9%	2,7%	0,8	0,7	0,7	4,9
Zamet Industry	Równoważ	1,60	5,9	11,0	11,5	4,4	7,0	6,9	0,0%	0,0%	0,0%	1,1	1,0	1,0	1,4
Zetkama	Równoważ	104,00	17,2	15,3	12,7	11,7	10,6	7,6	0,0%	0,0%	1,3%	2,7	1,4	1,7	0,9
ZM Kania	Równoważ	2,22	8,7	6,7	7,0	7,9	6,9	7,7	0,0%	0,0%	0,0%	1,6	1,3	1,1	3,0
ZM Ropczyce	Równoważ	21,58	9,8	7,6	8,8	6,5	6,0	5,9	3,0%	3,0%	4,2%	0,5	0,5	0,4	2,7

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Elemental

Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 3,69 PLN
Cena docelowa: 4,80 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-01-08

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	772,3	926,2	19,9%	1 151,1	24,3%	1 250,4	8,6%
EBITDA	41,2	60,8	47,5%	81,6	34,1%	103,2	26,5%
marża EBITDA	5,3%	6,6%		7,1%		8,3%	
EBIT	34,9	52,7	50,9%	70,9	34,5%	88,4	24,7%
Zysk netto	31,1	45,5	46,3%	53,8	18,2%	64,4	19,6%
P/E	18,8	13,8		11,7		9,8	
P/CE	15,6	11,7		9,7		7,9	
P/BV	2,1	2,0		1,7		1,5	
EV/EBITDA	14,9	11,5		9,4		6,9	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	170,5
MC (cena bieżąca)	629,0
EV (cena bieżąca)	769,3
Free float	37,5%
Zmiana ceny: 1m	-0,5%
Zmiana ceny: 6m	-16,9%
Zmiana ceny: 12m	-9,3%
Min (52 tyg.)	3,5
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. Wyniki 4Q'15 zgodnie z oczekiwaniami były wyraźnie wyższe r/r. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową na poziomie 4,80 PLN oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Famur

Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 2,57 PLN
Cena docelowa: 2,20 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-06

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	708,8	801,0	13,0%	753,0	-6,0%	841,0	11,7%
EBITDA	275,9	183,0	-33,7%	203,9	11,4%	223,0	9,4%
marża EBITDA	38,9%	22,9%		27,1%		26,5%	
EBIT	121,9	42,1	-65,5%	61,2	45,2%	101,4	65,7%
Zysk netto	100,3	51,2	-48,9%	48,6	-5,1%	84,0	72,9%
P/E	12,3	24,2		25,5		14,7	
P/CE	4,9	6,4		6,5		6,0	
P/BV	1,5	1,4		1,4		1,3	
EV/EBITDA	4,6	7,1		5,7		4,8	
Dyield (%)	32,7	0,0		0,0		1,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	481,5
MC (cena bieżąca)	1 237,5
EV (cena bieżąca)	1 156,9
Free float	13,6%
Zmiana ceny: 1m	59,6%
Zmiana ceny: 6m	35,3%
Zmiana ceny: 12m	-13,8%
Min (52 tyg.)	1,4
Max (52 tyg.)	3,4

Famur i Kopex poinformowały o zawarciu porozumienia między TDJ (główny akcjonariusz Famur – 71,3%) a Krzysztofem Jędrzejewskim (główny akcjonariusz Kopex – 58,6%) odnośnie nabycia przez TDJ większościowego pakietu akcji Kopex. Warunkami dojścia do transakcji są przeprowadzenie restrukturyzacji zadłużenia Grupy Kopex, satysfakcjonujące wyniki przeprowadzonego due dilligence oraz zgoda urzędu antymonopolowego na koncentrację. Zawarta umowa dotyczy jedynie pakietu posiadanego przez Pana Jędrzejewskiego i jeśli TDJ nie przekroczyłby 66% udziału akcji Kopex to nie będzie zmuszony do przeprowadzenia wezwania na pozostałe akcje spółki. Docelowo, naszym zdaniem, najprawdopodobniej większościowy pakiet akcji Kopex trafi do Grupy Famur lub Famur będzie nabywał wybrane aktywa Grupy Kopex (scenariusz niekorzystny dla akcjonariuszy mniejszościowych Kopex). Połączenie operacyjne dominujących na rynku krajowym obu podmiotów naszym zdaniem zmniejszy poziom konkurencji w przetargach, wpłynie na oszczędności kosztowe w ramach prowadzonej równolegle działalności operacyjnej oraz zwiększy siłę zakupową połączonych podmiotów. Ze względu na wciąż niestabilną sytuację płynnościową Grupy Kopex (ograniczenie limitów linii kredytowych przez banki), brak pewności odnośnie przeprowadzenia potencjalnego wezwania na pozostałe akcje Kopex i konieczność spełnienia warunków transakcji (w tym przede wszystkim zgody urzędu antymonopolowego) uważamy, że lepszą ekspozycję na potencjalne synergie płynące z operacyjnego połączenia podmiotów dają akcje Famur. Według nas Famur pozostaje największym beneficjentem kłopotów finansowych, w jakich znajduje się obecnie Kopex. W związku z dynamicznym wzrostem cen akcji w marcu obniżamy rekomendację dla Grupy Famur do trzymaj z kupuj.

Kernel

Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:	54,56 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2016-03-07
		Cena docelowa:	55,00 PLN						
(mln USD)	**2013/14**	**2014/15**	**zmiana**	**2015/16P**	**zmiana**	**2016/17P**	**zmiana**	**Podstawowe dane (mln PLN)**	
Przychody	2 393,3	2 329,5	-2,7%	2 291,1	-1,6%	2 513,6	9,7%	Liczba akcji (mln)	79,7
EBITDA	223,0	396,6	77,8%	354,7	-10,6%	347,5	-2,0%	MC (cena bieżąca)	4 347,5
marża EBITDA	9,3%	17,0%		15,5%		13,8%		EV (cena bieżąca)	4 668,5
EBIT	128,7	328,3	155,0%	291,8	-11,1%	277,9	-4,8%	Free float	59,8%
Zysk netto	-98,3	106,9		215,1	101,2%	210,3	-2,2%		
P/E		10,8		5,4		5,5		Zmiana ceny: 1m	3,5%
P/CE		6,6		4,2		4,1		Zmiana ceny: 6m	17,5%
P/BV	1,1	1,3		1,1		0,9		Zmiana ceny: 12m	43,4%
EV/EBITDA	6,0	3,2		3,5		3,5		Min (52 tyg.)	34,9
Dyield (%)	0,0	1,7		1,7		3,7		Max (52 tyg.)	57,5

W 4Q'15 Kernel wyraźnie zwiększył sprzedaż zbóż własnej produkcji, co przy pozytywnym wpływie dewaluacji UAH do USD przełożyło się na rekordowe wyniki segmentu produkcji rolnej. W efekcie wynik EBITDA okazał się o 30% wyższy od naszych oczekiwań, a wynik netto o 57% wyższy. Spółka poinformowała również o zamiarze przejęcia konkurencyjnej tłoczni o mocach 560 tys. ton słonecznika rocznie (potencjał spółki wzrośnie o 19%) za kwotę 95,8 mln USD. Naszym zdaniem w kwietniu przy okazji publikacji danych wolumenowych za 1Q'16 Kernel zaraportuje wzrost wolumenu sprzedaży we wszystkich liniach biznesowych. Wśród negatywnych czynników mających wpływ na tegoroczne wyniki należy wymienić spadek marży na produkcji oleju słonecznikowego w efekcie otwarcia nowych mocy produkcyjnych w zakresie przetwarzania słonecznika (Bunge 0,6 mln ton, Alseeds 0,8 mln ton). Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Kęty

Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:	306,70 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa:	277,80 PLN						
(mln PLN)	**2014**	**2015**	**zmiana**	**2016P**	**zmiana**	**2017P**	**zmiana**	**Podstawowe dane (mln PLN)**	
Przychody	1 819,6	2 027,1	11,4%	2 048,2	1,0%	2 219,7	8,4%	Liczba akcji (mln)	9,4
EBITDA	309,3	336,2	8,7%	346,7	3,1%	374,3	7,9%	MC (cena bieżąca)	2 895,9
marża EBITDA	17,0%	16,6%		16,9%		16,9%		EV (cena bieżąca)	3 169,4
EBIT	224,6	244,4	8,8%	244,1	-0,1%	266,8	9,3%	Free float	82,0%
Zysk netto	169,0	209,8	24,1%	186,8	-11,0%	204,9	9,7%		
P/E	17,0	13,8		15,5		14,1		Zmiana ceny: 1m	7,2%
P/CE	11,3	9,6		10,0		9,3		Zmiana ceny: 6m	3,8%
P/BV	2,4	2,3		2,2		2,1		Zmiana ceny: 12m	0,6%
EV/EBITDA	9,8	9,4		9,1		8,4		Min (52 tyg.)	265,0
Dyield (%)	3,3	4,7		4,3		4,5		Max (52 tyg.)	330,0

Według szacunkowych danych Grupy Kęty przychody ze sprzedaży w 1Q'16 wyniosą 505 mln PLN. Zdaniem Zarządu Grupy Kęty na początku 2016 roku na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych utrzymywała się dobra koniunktura. Według wstępnych szacunków Zarządu skonsolidowane przychody ze sprzedaży wzrosły o około 8% r/r (505 mln PLN), a wynik EBITDA o 20% r/r (88 mln PLN). Naszym zdaniem pozytywny wpływ na wyniki segmentu systemów aluminiowych w 1H'16 ma spadek cen aluminium (w 1Q'16 zmiana ceny aluminium w PLN powiększonej o premię producencką -17% r/r), które odpowiadają za około 30% łącznych kosztów wytworzenia segmentu. Według wstępnych szacunków wynik netto 1Q'16 będzie o 40% r/r wyższy (50 mln PLN). Wysoka dynamika na poziomie netto wynika z niskiej bazy 1Q'15, gdy spółka zaksięgowała około 11 mln PLN odpisów związanych z aktywami zlokalizowanymi na Ukrainie. Oczekujemy, że podobnie jak w 1Q'16 tak i w 2Q'16 niskie ceny aluminium będą miały pozytywny wpływ na kształtowanie się wyników finansowych zarówno na poziomie EBITDA jak i wyniku netto. 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. Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla Grupy Kęty.

UNIWHEELS

Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 144,00 PLN
Cena docelowa: 142,90 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-01-12

(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	362,6	436,5	20,4%	460,1	5,4%	492,7	7,1%
EBITDA	46,3	58,7	26,9%	60,8	3,7%	65,9	8,3%
marża EBITDA	12,8%	13,4%		13,2%		13,4%	
EBIT	32,1	43,9	37,0%	42,1	-4,2%	45,4	8,0%
Zysk netto	22,2	40,7	83,3%	40,4	-0,8%	43,7	8,2%
P/E	15,2	10,3		10,4		9,6	
P/CE	9,3	7,6		7,1		6,6	
P/BV	4,0	2,2		1,8		1,7	
EV/EBITDA	9,2	7,8		7,7		7,2	
Dyield (%)	0,0	2,4		4,9		5,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	12,5
MC (cena bieżąca)	1 797,1
EV (cena bieżąca)	2 006,9
Free float	38,7%
Zmiana ceny: 1m	8,3%
Zmiana ceny: 6m	22,0%
Zmiana ceny: 12m	37,1%
Min (52 tyg.)	105,0
Max (52 tyg.)	146,6

Wyniki 4Q'15 były wyższe od naszych oczekiwań oraz konsensusu na każdym poziomie rezultatów. Zarząd oczekuje jednocyfrowej dynamiki wzrostu przychodów oraz wyniku EBITDA w 2016 roku oraz poinformował o chęci rekomendowania wypłaty dywidendy na poziomie 1,65 EUR/akcja. Spółka przekazała również, że w związku z wysokim portfelem zamówień przyśpieszona zostanie realizacja drugiego etapu inwestycji w Stalowej Woli. Pierwszy etap zostanie uruchomiony w lipcu 2016 roku, a drugi na początku 2017 roku. W całym 2016 roku UNIWHEELS 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). W świetle zrealizowanych w 2015 roku wyników nasza prognoza na 2016 roku jest zbyt konserwatywna. W związku z tym wkrótce przestawimy aktualizację naszych szacunków. Pozostawiamy naszą rekomendację kupuj dla akcji UNIWHEELS.

Vistal

Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 10,19 PLN
Cena docelowa: 15,80 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	322,4	410,3	27,3%	456,8	11,3%	467,1	2,2%
EBITDA	44,7	42,1	-5,8%	49,8	18,5%	49,9	0,2%
marża EBITDA	13,9%	10,3%		10,9%		10,7%	
EBIT	27,1	28,0	3,2%	34,2	22,2%	34,6	1,1%
Zysk netto	12,3	14,2	15,8%	18,7	31,3%	21,7	16,2%
P/E	11,8	10,2		7,7		6,7	
P/CE	4,9	5,1		4,2		3,9	
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6	
EV/EBITDA	7,3	8,7		7,3		7,0	
Dyield (%)	0,0	2,9		3,9		5,2	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	14,2
MC (cena bieżąca)	144,8
EV (cena bieżąca)	366,2
Free float	29,6%
Zmiana ceny: 1m	13,5%
Zmiana ceny: 6m	-8,0%
Zmiana ceny: 12m	-8,8%
Min (52 tyg.)	7,9
Max (52 tyg.)	13,9

Grupa Vistal w 2016 rok weszła z portfelem zamówień na poziomie 374,3 mln PLN (+52,2% r/r oraz +38,0% q/q). Największy wzrost portfela zanotowały segmenty infrastruktury krajowej (+149,1% r/r), Marine&Offshore (+139,2% r/r) oraz budownictwa kubaturowego (+75,6% r/r). Głównymi składowymi bieżącego portfela jest 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 (+11,3% r/r), EBITDA 49,8 mln PLN (+18,5% r/r) oraz wyniku netto 18,7 mln PLN (+31,3% r/r). Spółka w 2016 roku powinna korzystać z podpisywanych nowych umów związanych z realizacją nowej perspektywy wydatków z UE (zamówienia drogowe i kolejowe). Wyniki 4Q'15 były niższe niż zakładaliśmy w prognozach. Pozytywnie zaskoczyła rekomendacja dywidendy na poziomie 0,40 PLN/akcja. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji spółki Vistal.

Budownictwo

Budimex

Akumuluj

Analityk: Piotr Zybała

Cena bieżąca: 191,00 PLN
Cena docelowa: 225,10 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-11-04

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 949,9	5 134,0	3,7%	5 934,9	15,6%	7 196,4	21,3%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	270,3	314,5	16,3%	370,9	17,9%	463,7	25,0%	MC (cena bieżąca)	4 876,2
marża EBITDA	5,5%	6,1%		6,2%		6,4%		EV (cena bieżąca)	3 321,3
EBIT	247,3	292,2	18,1%	349,9	19,7%	443,0	26,6%	Free float	30,9%
Zysk netto	192,0	235,8	22,8%	288,0	22,1%	361,3	25,4%		
P/E	25,4	20,7		16,9		13,5		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/CE	22,7	18,9		15,8		12,8		Zmiana ceny: 6m	-9,0%
P/BV	9,4	8,1		7,5		6,7		Zmiana ceny: 12m	15,8%
EV/EBITDA	11,5	8,0		9,0		7,3		Min (52 tyg.)	160,1
Dyield (%)	6,2	3,2		4,3		5,9		Max (52 tyg.)	218,0

Marzec w Budimeksie nie przyniósł informacji, które miałyby cenotwórcze znaczenie. Warto jednak odnotować podpisanie umowy z GDDKiA o wartości 742 mln PLN na budowę obwodnicy Olsztyna. Jest to jeden z 3 największych kontraktów drogowych pozyskanych przez Budimex w nowej perspektywie budżetowej. W grudniu ubiegłego roku nastąpił wybór oferty Budimeksu z czwartej pozycji cenowej w związku z wykluczeniem pozostałych oferentów. Oferta cenowa spółki jest o zaledwie 4% niższa od budżetu zamawiającego. Sądzimy, że w najbliższym czasie liczba nowych kontraktów w segmencie infrastruktury może być niższa. Większość kontraktów drogowych, w których Budimex złożył ofertę z najniższą ceną została już podpisana. Większej liczby otwarć ofert od GDDKiA oraz PPK PLK spodziewamy się w 3Q'16. Same prognozy wyników na lata 2016-2017 nie wydają się nam zagrożone. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Elektrobudowa

Kupuj

Analityk: Piotr Zybała

Cena bieżąca: 110,00 PLN
Cena docelowa: 170,50 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-12-03

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 108,3	1 242,8	12,1%	1 052,3	-15,3%	1 043,7	-0,8%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	49,3	77,7	57,6%	86,4	11,2%	87,9	1,8%	MC (cena bieżąca)	522,2
marża EBITDA	4,4%	6,3%		8,2%		8,4%		EV (cena bieżąca)	468,1
EBIT	35,7	63,1	76,7%	72,8	15,3%	73,9	1,5%	Free float	43,5%
Zysk netto	27,3	50,2	83,7%	55,1	9,8%	56,8	3,0%		
P/E	19,1	10,4		9,5		9,2		Zmiana ceny: 1m	-8,4%
P/CE	12,8	8,1		7,6		7,4		Zmiana ceny: 6m	-27,6%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	0,0%
EV/EBITDA	11,4	5,9		5,4		5,0		Min (52 tyg.)	109,6
Dyield (%)	1,8	0,0		3,6		6,3		Max (52 tyg.)	158,5

Kurs akcji Elektrobudowy spadł od poprzedniego przeglądu miesięcznego o 8%, co jest jednym z najgorszych wyników w sektorze. Uważamy, że rynek nie powinien czuć się nadmiernie rozczarowany wynikami spółki za 4Q'15. Słabszy wynik finansowy został już zakomunikowany przez zarząd na przełomie lutego i marca. Wyraźnie dodatni cash flow w 4Q'15 można natomiast rozpatrywać w kategoriach pozytywnych zaskoczeń. Uważamy że obecna struktura portfela zamówień Elektrobudowy pozwala zrealizować (a nawet przekroczyć) naszą prognozę wyników na 2016 r. o ile spółka uniknie dalszych nieoczekiwanych kosztów związanych z kontraktami dla PSE. Nasze prognozy implikują P/E'16=9,5x oraz EV/EBITDA=5,4x, co stanowi atrakcyjny poziom. W strategii, którą nowy zarząd zapewne opublikuje w miesiącach letnich, liczymy na więcej szczegółów odnośnie eksportu produktów spółki. Ten obszar działalności może stać się źródłem istotnego wzrostu wyników w przyszłości, w stopniu, który nie jest uwzględniony w naszych prognozach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Erbud

Kupuj

Analityk: Piotr Zybała	Cena bieżąca:	29,50 PLN	Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-03
	Cena docelowa:	36,00 PLN		

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 693,8	1 763,3	4,1%	1 620,5	-8,1%	1 761,2	8,7%	Liczba akcji (mln)	12,8
EBITDA	52,7	62,1	17,9%	66,3	6,8%	71,2	7,3%	MC (cena bieżąca)	376,5
marża EBITDA	3,1%	3,5%		4,1%		4,0%		EV (cena bieżąca)	343,4
EBIT	43,8	51,5	17,6%	55,3	7,3%	59,9	8,3%	Free float	
Zysk netto	27,2	27,8	2,4%	35,6	28,0%	39,2	10,0%		
P/E	13,9	13,5		10,6		9,6		Zmiana ceny: 1m	8,5%
P/CE	10,4	9,8		8,1		7,5		Zmiana ceny: 6m	-11,9%
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-12,2%
EV/EBITDA	5,7	5,0		5,2		4,8		Min (52 tyg.)	22,2
Dyield (%)	2,5	1,7		4,1		4,7		Max (52 tyg.)	34,8

Erbud zaprezentował jedne z najbardziej rozczarowujących wyników finansowych za 4Q'15 w sektorze budowlanym. Nie wpłynęło to negatywnie na kurs akcji, który wspiął się do najwyższego poziomu w bieżącym roku (+7% YTD). Uważamy że brak reakcji rynku na słabe wyniki 4Q'15 jest uzasadniony. Kiepski P&L w dużym stopniu broni znacznie lepszy cash flow (w tym spadek salda wyceny kontraktów długoterminowych). Podtrzymujemy naszą prognozę na 2016 r. implikującą P/E=10,9x oraz EV/EBITDA=5,2x. Zwracamy również uwagę na wyższą od naszych oczekiwań z lutego dywidendę w wysokości 1,20 PLN/akcję (DYield=4,1%) i znaczną liczbę nowych kontraktów, pozyskanych w minionym miesiącu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Unibep

Kupuj

Analityk: Piotr Zybała	Cena bieżąca:	10,70 PLN	Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-03
	Cena docelowa:	12,10 PLN		

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 079,7	1 242,7	15,1%	1 398,3	12,5%	1 496,9	7,1%	Liczba akcji (mln)	35,1
EBITDA	32,1	31,4	-2,1%	51,6	64,2%	60,7	17,7%	MC (cena bieżąca)	375,3
marża EBITDA	3,0%	2,5%		3,7%		4,1%		EV (cena bieżąca)	361,3
EBIT	25,1	23,5	-6,5%	43,6	85,4%	52,6	20,7%	Free float	27,8%
Zysk netto	19,8	23,6	19,3%	33,3	41,3%	41,5	24,4%		
P/E	19,0	15,9		11,3		9,0		Zmiana ceny: 1m	2,0%
P/CE	14,0	11,9		9,1		7,6		Zmiana ceny: 6m	-7,0%
P/BV	1,9	1,7		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	3,4%
EV/EBITDA	9,9	10,4		7,0		5,8		Min (52 tyg.)	9,4
Dyield (%)	1,1	1,4		1,6		2,8		Max (52 tyg.)	13,5

Wyniki Unibepu za 4Q'15 nie wniosły wiele do obrazu spółki. Spółka na tle branży dysponuje wyjątkowo mocnym portfelem zamówień na bieżący rok, posiadając ponadto kilka znaczących kontraktów na 2017 r. Silna pozycja spółki na rynku stołecznego budownictwa mieszkaniowego jest przy obecnej koniunkturze jej dużym atutem. Unibep zarabia nie tylko na zleceniach generalnego wykonawstwa, lecz również na wzroście skali działalności dewelopera, znajdującego się w Grupie. W samym marcu spółka podpisała kontrakty zewnętrzne w segmencie mieszkaniowym o wartości ok. 200 mln PLN oraz rozpoczęła budowę II etapu inwestycji mieszkaniowej w dzielnicy Ursus (realizowanej z partnerem JV). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Deweloperzy

Capital Park — Trzymaj

Analityk: Piotr Zybała

Cena bieżąca: 6,55 PLN
Cena docelowa: 6,50 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-06

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	54,8	72,4	32,0%	124,5	71,9%	138,1	11,0%
EBITDA	-34,8	95,7		60,2	-37,1%	104,8	74,0%
marża EBITDA	-63,4%	132,2%		48,4%		75,9%	
EBIT	-35,2	95,3		59,8	-37,2%	104,4	74,5%
Zysk netto	-61,5	44,0		14,1	-68,0%	43,1	206,6%
P/E		15,7		50,0		16,4	
P/CE		15,5		48,6		16,2	
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,7	
EV/EBITDA		17,9		31,2		20,3	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	107,4
MC (cena bieżąca)	703,3
EV (cena bieżąca)	1 881,9
Free float	
Zmiana ceny: 1m	9,2%
Zmiana ceny: 6m	11,6%
Zmiana ceny: 12m	42,4%
Min (52 tyg.)	4,5
Max (52 tyg.)	6,6

Po zaskakująco wysokiej dodatniej rewaluacji portfela nieruchomości Capital Park w sprawozdaniu za 2015 r., NAV spółki wzrósł do 960 mln PLN, co przekłada się na P/B=0,70x. Wyższa wycena bilansowa aktywów spółki znajduje uzasadnienie w niedawnej transakcji sprzedaży po atrakcyjnej cenie portfela nieruchomości Echo Investment. Jest również uzasadniona wzrostem wynajmu kluczowych nieruchomości spółki w trakcie 2015 r. (Royal Wilanów: +23%, EC I: +14%, EC II: +24%, EC Alfa: +9%). Z drugiej strony, dokonana rewaluacja ogranicza potencjał do wzrostu NAV w kolejnych latach, który i tak nie należał do najwyższych. W przyszłości katalizatorem do dalszego wzrostu kursu spółki może być (1) sprzedaż dużych nieruchomości z portfela (Eurocentrum i Royal Wilanów) po cenie zbliżonej do wartości księgowej oraz (2) rozpoczęcie realizacji inwestycji Art Norblin. Nie spodziewamy się jednak, by powyższe zdarzenia nastąpiły w najbliższych miesiącach. Ponadto, wpływ tych zdarzeń na poziom kapitałów własnych powinien być ograniczony. W naszej ocenie spodziewane niskie ROE w Capital Park usprawiedliwia dyskonto do NAV, które obserwujemy obecnie. Po osiągnięciu przez kurs akcji naszej ceny docelowej, obniżamy rekomendację dla akcji Capital Park z akumuluj do trzymaj.

Dom Development — Kupuj

Analityk: Piotr Zybała

Cena bieżąca: 50,11 PLN
Cena docelowa: 60,80 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-01-28

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	784,3	904,2	15,3%	1 025,2	13,4%	1 039,5	1,4%
EBITDA	72,3	106,9	47,9%	139,6	30,6%	154,3	10,5%
marża EBITDA	9,2%	11,8%		13,6%		14,8%	
EBIT	69,0	102,5	48,5%	135,5	32,2%	150,2	10,8%
Zysk netto	55,7	80,7	45,0%	108,3	34,2%	120,6	11,4%
P/E	22,3	15,4		11,5		10,3	
P/CE	21,1	14,6		11,0		9,9	
P/BV	1,4	1,4		1,4		1,3	
EV/EBITDA	17,7	13,0		9,4		8,3	
Dyield (%)	4,4	4,5		6,5		8,7	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	24,8
MC (cena bieżąca)	1 241,3
EV (cena bieżąca)	1 314,7
Free float	26,6%
Zmiana ceny: 1m	0,2%
Zmiana ceny: 6m	4,4%
Zmiana ceny: 12m	6,6%
Min (52 tyg.)	45,3
Max (52 tyg.)	55,0

Najważniejsze kwestie, o których spółka poinformowała w ostatnim miesiącu dotyczą (1) sprzedaży w 1Q'16 615 lokali, (2) rozliczenia w wyniku 1Q'16 256 lokali oraz (3) podpisania z Unibepem umów o wartości 170 mln PLN na budowę kolejnych etapów w inwestycjach Saska oraz Żoliborz Artystyczny. Sprzedaż mieszkań w 1Q okazała się wyższa o 32% r/r oraz niższa o 9% q/q. Była ona zarazem wyższa od naszych oczekiwań. Po pierwszych trzech miesiącach 2016 r. Dom Development zrealizował 26% naszej całorocznej prognozy sprzedaży, co biorąc pod uwagę silną sezonowość sprzedaży (od trzech lat pierwszy kwartał roku jest najsłabszym w Dom Development) stanowi świetną zaliczkę przed kolejnymi kwartałami w roku. 256 mieszkań (+35% r/r) rozliczonych w wyniku 1Q'16 oznacza, że spółka wykaże wzrost wyniku r/r. Wstępnie szacujemy, że zysk netto dewelopera za 1Q'16 znajdzie się w przedziale 0-10 mln PLN (bez znaczenia z punktu widzenia naszych całorocznych prognoz). Podpisanie umów z Unibepem na budowę ponad 760 lokali w dwóch wysokomarżowych inwestycjach spółki może pozytywnie wpłynąć na nasze prognozy. W styczniowych prognozach na 2017 r. prognozowaliśmy zakończenie budowy zaledwie 263 lokali z powyższych inwestycji. Podsumowując, miniony miesiąc oceniamy jednoznacznie pozytywnie z punktu widzenia naszej wyceny Dom Development. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Echo Investment — Trzymaj

Analityk: Piotr Zybała		Cena bieżąca:	6,52 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2016-04-06
		Cena docelowa:	6,57 PLN						
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	577,4	586,1	1,5%	778,7	32,9%	845,5	8,6%	Liczba akcji (mln)	412,7
EBITDA	667,2	915,6	37,2%	366,3	-60,0%	475,9	29,9%	MC (cena bieżąca)	2 690,7
marża EBITDA	115,6%	156,2%		47,0%		56,3%		EV (cena bieżąca)	6 218,0
EBIT	662,2	911,1	37,6%	360,9	-60,4%	470,5	30,4%	Free float	36,8%
Zysk netto	405,1	514,1	26,9%	222,8	-56,7%	240,0	7,7%		
P/E	6,6	5,2		12,1		11,2		Zmiana ceny: 1m	2,5%
P/CE	6,6	5,2		11,8		11,0		Zmiana ceny: 6m	-3,4%
P/BV	0,9	0,7		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-1,4%
EV/EBITDA	8,0	6,5		17,0		14,1		Min (52 tyg.)	5,2
Dyield (%)	0,0	0,0		21,9		0,0		Max (52 tyg.)	7,3

Spektakularne wyniki Echo Investment za 4Q'15 stanowiły ostateczne podsumowanie transakcji sprzedaży portfela nieruchomości komercyjnych, dokonanej na przełomie lutego i marca. 2015 rok był kolejnym z rzędu, w którym spółka pozytywnie zaskoczyła wynikami. Kosztem tego zaskoczenia była jednak kompletna zmiana struktury aktywów dewelopera - generalnie zmiana w stronę bardziej ryzykownego modelu biznesowego, w większym stopniu opartego na działalności deweloperskiej, a w mniejszym na stabilnych przychodach z wynajmu powierzchni komercyjnej. Zmiana ta wymaga znaczącego dostosowania po stronie kosztowej (obniżenie kosztów administracyjnych oraz redukcja zadłużenia obligacyjnego). Obecnie Echo notowane jest na wskaźniku P/B=0,88x (skorygowanym o odciętą dywidendę). Kurs akcji Echo osiągnął naszą cenę docelową, w związku z czym obniżamy naszą rekomendację dla akcji Echo Investment z akumuluj do trzymaj. W najbliższym czasie zaktualizujemy nasze prognozy, uwzględniając nową strukturę aktywów spółki.

GTC — Kupuj

Analityk: Piotr Zybała		Cena bieżąca:	7,10 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2015-11-20
		Cena docelowa:	8,20 PLN						
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	124,3	117,4	-5,5%	121,4	3,4%	136,5	12,5%	Liczba akcji (mln)	460,2
EBITDA	-123,8	92,2		116,6	26,5%	230,2	97,4%	MC (cena bieżąca)	3 267,5
marża EBITDA	-99,6%	78,5%		96,0%		168,6%		EV (cena bieżąca)	6 431,8
EBIT	-124,3	91,7		116,1	26,6%	229,7	97,8%	Free float	58,8%
Zysk netto	-183,8	45,2		77,6	71,8%	173,2	123,1%		
P/E		16,9		9,9		4,4		Zmiana ceny: 1m	2,9%
P/CE		16,8		9,8		4,4		Zmiana ceny: 6m	10,1%
P/BV	1,2	1,2		1,1		0,9		Zmiana ceny: 12m	28,6%
EV/EBITDA		14,0		12,9		7,1		Min (52 tyg.)	5,5
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,5

Wyniki GTC za 4Q'15 były wyższe od naszych prognoz. Dotyczy to zarówno gotówkowej części wyników (wyższe FFO) jak również rewaluacji. Jeśli spółka pozyska pozwolenie na budowę Galerii Wilanów, nie widzimy istotnych ryzyk dla realizacji naszych prognoz dynamicznego wzrostu NAV w latach 2016-2018 (wzrost w tempie 15-20% rocznie). Przypominamy, że szacowana przez nas na lata 2016-2018 rewaluacja z tytułu budowy obu galerii handlowych wynosi około 330 mln EUR, co stanowi ponad 40% kapitalizacji spółki. Wyniki finansowe z kilku ostatnich kwartałów dowodzą, że restrukturyzacja spółki została zakończona (co nie znaczy, że przestrzeń do dalszej redukcji kosztów została wyczerpana). Kolejne kwartały powinny przynieść stopniowy wzrost wyników dewelopera w związku z realizacją programu inwestycji na gruntach własnych oraz akwizycji. W tej chwili nasze prognozy nie zakładają rewaluacji portfela nieruchomości pracujących (cały zysk z rewaluacji pochodzi z programu inwestycyjnego). Wycena portfela GTC przy średnim yieldzie 8,6% może w przyszłości dać przestrzeń do dodatniej rewaluacji. Nie sądzimy jednak, by spółka zdecydowała się na taki krok przez końcem 2016 r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Robyg

Kupuj

Analityk: Piotr Zybała

Cena bieżąca: 2,98 PLN
Cena docelowa: 3,40 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-01-28

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	409,3	480,4	17,4%	541,9	12,8%	488,1	-9,9%	Liczba akcji (mln)	263,1
EBITDA	61,8	60,8	-1,7%	108,8	79,1%	96,9	-10,9%	MC (cena bieżąca)	784,0
marża EBITDA	15,1%	12,6%		20,1%		19,9%		EV (cena bieżąca)	931,8
EBIT	60,5	59,0	-2,4%	106,6	80,7%	94,7	-11,1%	Free float	16,5%
Zysk netto	42,3	79,7	88,4%	84,0	5,4%	78,8	-6,2%		
P/E	18,5	9,8		9,3		9,9		Zmiana ceny: 1m	2,8%
P/CE	17,9	9,6		9,1		9,7		Zmiana ceny: 6m	21,1%
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	33,0%
EV/EBITDA	16,5	17,6		8,6		9,3		Min (52 tyg.)	2,2
Dyield (%)	2,7	3,7		6,7		7,4		Max (52 tyg.)	3,1

W 1Q'16 Robyg osiągnął najlepszy wynik sprzedaży mieszkań w swojej historii (727 szt, +36% r/r, +29%), realizując po pierwszych 3 miesiącach 2016 r. 30% naszej całorocznej prognozy sprzedaży mieszkań. Spółka zrealizowała jednocześnie 28% całorocznej prognozy zarządu, wynoszącej 2600 lokali. Opublikowane w połowie marca wyniki 4Q'15 były bez zastrzeżeń. Jedynym negatywnym zaskoczeniem względem naszych prognoz jest poziom zaproponowanej dywidendy w wysokości 0,20 PLN, względem prognozowanych 0,22 PLN/akcję. Oferowany DYield wciąż jest atrakcyjny, a dywidenda ma potencjał do wzrostu w przyszłości. Nasze prognozy sprzedaży i wyników spółki na lata 2016-2017 są bardziej konserwatywne niż plany Zarządu Robyga. Wyniki 4Q'15 oraz komentarz Zarządu wskazują, że na niektórych projektach osiągnięte przez spółkę marże mogą być wyższe niż nasze założenia ze styczniowego raportu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Handel

AmRest

Akumuluj

Analityk: Piotr Bogusz

Cena bieżąca: 208,50 PLN
Cena docelowa: 217,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-06

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	2 952,7	3 338,7	13,1%	3 788,5	13,5%	4 270,6	12,7%
EBITDA	316,0	419,6	32,8%	508,8	21,2%	586,9	15,4%
marża EBITDA	10,7%	12,6%		13,4%		13,7%	
EBIT	109,9	195,7	78,1%	242,7	24,0%	290,5	19,7%
Zysk netto	51,7	160,0	209,7%	154,4	-3,5%	192,4	24,6%
P/E	85,6	27,6		28,7		23,0	
P/CE	17,2	11,5		10,5		9,0	
P/BV	4,9	4,3		3,7		3,3	
EV/EBITDA	16,9	12,6		10,7		9,1	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,7	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	21,2
MC (cena bieżąca)	4 423,1
EV (cena bieżąca)	5 432,2
Free float	33,3%
Zmiana ceny: 1m	11,6%
Zmiana ceny: 6m	22,7%
Zmiana ceny: 12m	69,5%
Min (52 tyg.)	123,0
Max (52 tyg.)	209,0

Wyniki za 2015 rok potwierdzają mocny trend w wynikach spółki. W połowie kwietnia powinny zostać opublikowane wstępne szacunki sprzedaży wygenerowanej w 1Q'16. Oczekujemy, że spółka będzie kontynuowała poprawę rezultatów, na co wpływ powinny mieć dobre wyniki w Polsce, Hiszpanii, segmentach Inne CEE oraz Nowe Rynki. Jednocześnie oczekujemy dalszej poprawy rentowności biznesu na poziomie EBITDA, czego katalizatorem będzie dalsza konsolidacja kawiarni działających w Rumunii i Bułgarii, utrzymanie wysokiej marżowości restauracji działających na rynku czeskim, kontynuacja poprawy wyniku generowanego przez segment Nowe Rynki oraz dalszy rozwój franczyzy na rynku hiszpańskim. Pozytywnie oceniamy plany zarządu zakładające otwarcie minimum 140 restauracji brutto w 2016 roku, co przy założeniu 10 zamknięć restauracji powinno przełożyć się na 14,5% R/R wzrostu sieci sprzedażowej (stanowi to potencjał do podwyższenia naszych założeń na poziomie 113 restauracji netto). Ponadto zarząd AmRest chce pozostać aktywny na polu akwizycyjnym, co oceniamy pozytywnie biorąc pod uwagę udane przejęcie kawiarni Starbucks zrealizowane w 2015 roku. Biorąc powyższe pod uwagę podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do AmRest.

CCC

Trzymaj

Analityk: Piotr Bogusz

Cena bieżąca: 150,00 PLN
Cena docelowa: 149,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-03-04

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	2 009,1	2 307,7	14,9%	3 212,5	39,2%	3 881,9	20,8%
EBITDA	295,9	307,6	3,9%	397,9	29,4%	521,3	31,0%
marża EBITDA	14,7%	13,3%		12,4%		13,4%	
EBIT	243,2	248,5	2,2%	315,5	26,9%	428,7	35,9%
Zysk netto	420,4	261,5	-37,8%	261,7	0,1%	352,8	34,8%
P/E	13,7	22,0		22,0		16,3	
P/CE	12,2	18,0		16,7		12,9	
P/BV	6,0	5,1		4,5		3,7	
EV/EBITDA	20,9	19,9		16,9		12,9	
Dyield (%)	1,1	2,0		1,0		1,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	38,4
MC (cena bieżąca)	5 760,0
EV (cena bieżąca)	6 705,6
Free float	57,8%
Zmiana ceny: 1m	2,4%
Zmiana ceny: 6m	-4,5%
Zmiana ceny: 12m	-14,5%
Min (52 tyg.)	109,0
Max (52 tyg.)	198,9

Spółka zaraportowała słabą dynamikę sprzedaży w marcu, która wzrosła o 2% R/R. Część biznesu odpowiadająca za salony własne odnotowała spadek sprzedaży o 8,5% R/R do 177 mln PLN. Na niską sprzedaż w marcu wpłynęły dwa czynniki: i) niesprzyjające warunki pogodowe oraz ii) negatywny efekt Świąt Wielkanocnych (były w kwietniu w 2015 roku). W kwietniu efekt świąt oraz częściowe przesunięcie popytu z marca powinny wspierać sprzedaż. Niemniej jednak niska dynamika sprzedaży w marcu oraz intensywne wyprzedaże przeprowadzane w styczniu-lutym, negatywnie wpłyną na rentowność sprzedaży oraz wyniki spółki w 1Q'16. Zwracamy uwagę, że istotnym czynnikiem dla wyceny spółki są wyniki sprzedażowe spółki generowane na rynku niemieckim i austriackim. Według komentarza zarządu sprzedaż/mkw. na obu rynkach zmniejszyła się w dwucyfrowym tempie w marcu. Brak poprawy wyników osiąganych na tych rynkach może ciążyć na kursie akcji CCC. Z drugiej strony spółka powinna korzystać na lepszej kondycji polskiego konsumenta (wejście w życie programu 500 plus, rosnąca dynamika płac) oraz konsolidacji EObuwie.pl. Uważamy, że obecna wycena spółki odzwierciedla jej wartość fundamentalną i zalecamy trzymanie akcji CCC.

Eurocash

Redukuj

Analityk: Piotr Bogusz	Cena bieżąca:	53,95 PLN	Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
	Cena docelowa:	47,30 PLN		

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	16 963,8	20 318,2	19,8%	22 096,4	8,8%	23 675,5	7,1%	Liczba akcji (mln)	138,7
EBITDA	412,5	475,6	15,3%	538,4	13,2%	608,8	13,1%	MC (cena bieżąca)	7 480,6
marża EBITDA	2,4%	2,3%		2,4%		2,6%		EV (cena bieżąca)	7 535,2
EBIT	287,2	325,1	13,2%	386,0	18,7%	451,5	17,0%	Free float	46,3%
Zysk netto	180,5	212,4	17,6%	255,9	20,5%	313,2	22,4%		
P/E	41,4	35,2		29,2		23,9		Zmiana ceny: 1m	2,1%
P/CE	24,5	20,6		18,3		15,9		Zmiana ceny: 6m	16,4%
P/BV	7,5	6,8		6,0		5,2		Zmiana ceny: 12m	55,0%
EV/EBITDA	20,3	16,2		14,0		12,0		Min (52 tyg.)	34,5
Dyield (%)	1,5	1,5		1,4		1,7		Max (52 tyg.)	58,3

W marcu Eurocash poinformowało o podpisaniu umowy nabycia 100% udziałów w EKO Holding, potwierdzając swoją aktywność na rynku akwizycyjnym. Sieć sklepów zarządzana przez EKO Holding przeszła głęboką restrukturyzację w ostatnich latach i zamknęła rok 2015 ze stratą (generując około 1 mld PLN przychodów). Oczekujemy, że przy wykorzystaniu zaplecza biznesowego Eurocash, przejmowana sieć sklepów jest w stanie wygenerować pozytywną EBITDA w 2017 roku. Niemniej jednak naszym zdaniem Eurocash powinien ogłosić kolejne akwizycje w najbliższym czasie, aby uzasadnić obecną wycenę giełdową spółki. Jednocześnie problemem dla Eurocash w 2015 roku była znacznie mniejsza od zakładanej ilość otwarć w ramach sieci sklepów Delikatesy Centrum (otwarto 73 vs. 120-140 placówek zakładanych przez zarząd). Powodem niższych otwarć po części było niższe zainteresowanie ze strony potencjalnych franczyzobiorców wynikające z trudnej sytuacji na rynku (środowisko deflacyjne). Ponadto negatywnie należy ocenić spadek sprzedaży porównywalnej w segmencie Cash&Carry o 3,53% w 4Q'15, co wynikało po części z efektu kanibalizacji. Biorąc pod uwagę powyższe, uważamy, że obecna wycena Eurocash na 14,0x EV/EBITDA'16 oraz 23,9x P/E'16 nie jest uzasadniona i zalecamy redukowanie walorów spółki.

Jeronimo Martins

Kupuj

Analityk: Piotr Bogusz	Cena bieżąca:	14,47 EUR	Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
	Cena docelowa:	15,10 EUR		

(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Przychody	12 680,0	13 728,0	8,3%	14 624,9	6,5%	15 823,5	8,2%	Liczba akcji (mln)	629,3
EBITDA	732,0	784,2	7,1%	881,2	12,4%	954,7	8,3%	MC (cena bieżąca)	9 105,9
marża EBITDA	5,8%	5,7%		6,0%		6,0%		EV (cena bieżąca)	9 218,7
EBIT	448,5	485,0	8,1%	574,1	18,4%	641,7	11,8%	Free float	32,3%
Zysk netto	301,4	333,0	10,5%	401,5	20,6%	460,0	14,6%		
P/E	30,2	27,3		22,7		19,8		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/CE	15,6	14,4		12,9		11,8		Zmiana ceny: 6m	14,5%
P/BV	6,5	6,7		5,1		4,4		Zmiana ceny: 12m	28,0%
EV/EBITDA	13,2	12,3		10,5		9,3		Min (52 tyg.)	45,7
Dyield (%)	2,3	4,3		0,0		2,2		Max (52 tyg.)	61,7

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. Spółka opublikowała bardzo dobre wyniki za 4Q'15, poprawiając sprzedaż porównywalną we wszystkich liniach biznesowych. Odpowiednie dostosowanie oferty produktowej, modernizacja sklepów oraz dyscyplina kosztowa pozwoliły spółce utrzymać 5,8% marży EBITDA (płasko R/R). Biorąc pod uwagę pojawienie się inflacji w cenach żywności pod koniec 2015 roku oraz szansę na kontynuowanie tego trendu w 2016 roku (efekt niskiej bazy), dalsze działania mające na celu stymulowanie sprzedaży oraz sprzyjające warunki makroekonomiczne, spółka powinna być w stanie dalej poprawiać sprzedaż porównywalną w sieci Biedronka. Wartościowy wzrost sprzedaży powinien przełożyć się na rozwodnienie kosztów SG&A, co wspierałoby osiąganą przez sieć marżę EBITDA. W marcu spółka opublikowała plany strategiczne dotyczące rozwoju sieci sklepów Ara w Kolumbii. Głównym założeniem jest otwarcie 1000 sklepów do końca 2020 roku oraz obecność w 5 regionach Kolumbii (obecnie JMT jest obecne w 2 regionach i posiadała 142 sklepy na koniec 2015 roku). Aby osiągnąć cel dla tego rynku, JMT powinno średniorocznie otwierać 172 rocznie w latach 2016-2020. Decyzja o przyśpieszeniu rozwoju świadczy, że spółka jest zadowolona z dotychczasowych wyników rozwoju sieci Ara. Biorąc powyższe pod uwagę zalecamy kupowanie akcji spółki.

LPP	Redukuj								
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		5 432 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa:		4 900 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 769,3	5 130,3	7,6%	5 964,0	16,2%	6 908,7	15,8%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	802,8	726,8	-9,5%	757,1	4,2%	932,6	23,2%	MC (cena bieżąca)	9 832,1
marża EBITDA	16,8%	14,2%		12,7%		13,5%		EV (cena bieżąca)	10 442,6
EBIT	609,1	503,2	-17,4%	505,0	0,4%	663,3	31,4%	Free float	57,7%
Zysk netto	479,5	352,0	-26,6%	385,7	9,5%	513,5	33,2%		
P/E	20,5	27,9		25,5		19,1		Zmiana ceny: 1m	2,9%
P/CE	14,6	17,1		15,4		12,6		Zmiana ceny: 6m	-27,2%
P/BV	6,0	5,2		4,4		3,8		Zmiana ceny: 12m	-22,7%
EV/EBITDA	12,7	14,4		13,8		11,1		Min (52 tyg.)	5 011,0
Dyield (%)	1,7	0,6		1,0		1,8		Max (52 tyg.)	8 099,0

Dynamika sprzedaży wyniosła 10,1% R/R w III'16 i była zarówno poniżej tempa wzrostu powierzchni sprzedażowej (+14% R/R) oraz tempa poprawy sprzedaży w styczniu i lutym, które wyniosły odpowiednio 22,3% oraz 20%. Wyniki sprzedażowe w marcu po części odzwierciedlają zainteresowanie klientów nową kolekcją. Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że marża brutto na sprzedaży spółki obniżyła się o 5p.p. R/R do 52% w III'16, pomimo efektu niskiej bazy (w III'15 rentowność sprzedaży obniżyła się o 6p.p. R/R do 57%). Do spadku MBNS przyczyniły się przede wszystkim dwa elementy: zakup kolekcji wiosna-lato po wysokim kursie USDPLN (aprecjacja USDPLN pod koniec 2015 roku) oraz presja ze strony konkurencji (utrzymywanie niskiego poziomu cen, presja na przeprowadzanie międzysezonowych wyprzedaży). Jednocześnie uważamy, że efekt niskiej bazy oraz presja ze strony kosztów wynagrodzeń wpłyną na wzrost wartości wskaźnika SG&A/mkw. w 2016 roku. Jednym z celów zarządu na 2016 rok jest poprawa kolekcji oferowanych przez poszczególne marki, zaczynając od kolekcji wiosna-lato'16. Szersze ujęcie na ten aspekt dadzą wyniki sprzedażowe w kwietniu'16, które będą dodatkowo wspierane przez efekt niskiej bazy (w IV'15 sprzedaż spółki wzrosła o 1,3% R/R, a marża brutto na sprzedaży obniżyła się o 6p.p. R/R do 56%). Ewentualny brak istotnej poprawy wyników w kolejnych miesiącach może stanowić zagrożenie dla naszych tegorocznych prognoz. Podtrzymujemy negatywne podejście do akcji LPP.

Inne

Work Service — Akumuluj

Analityk: Paweł Szpigiel

Cena bieżąca: 11,84 PLN
Cena docelowa: 13,70 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	1 739,8	2 115,5	21,6%	2 381,6	12,6%	2 628,4	10,4%
EBITDA	89,1	103,2	15,8%	120,5	16,7%	135,4	12,4%
marża EBITDA	5,1%	4,9%		5,1%		5,2%	
EBIT	89,1	91,8	2,9%	106,6	16,2%	118,9	11,6%
Zysk netto	36,2	32,8	-9,4%	47,4	44,4%	57,4	21,0%
P/E	22,0	24,3		16,8		13,9	
P/CE	22,0	18,0		13,0		10,8	
P/BV	2,1	2,2		1,8		1,5	
EV/EBITDA	10,6	10,7		9,1		7,9	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	67,4
MC (cena bieżąca)	797,5
EV (cena bieżąca)	1 093,1
Free float	30,6%
Zmiana ceny: 1m	7,6%
Zmiana ceny: 6m	-26,9%
Zmiana ceny: 12m	-40,8%
Min (52 tyg.)	11,0
Max (52 tyg.)	20,5

Work Service zaraportował słabe wyniki za 4Q'15 (wynik EBIT zgodny z naszymi oczekiwaniami tylko przez rozpoznanie 7 mln PLN przychodów netto na pozostałej działalności operacyjnej). W 4Q'15 widać niepokojące trendy: (1) znaczne pogorszenie się rentowności głównego produktu, (2) wzrost kosztów SG&A oraz (3) niski cash flow z działalności operacyjnej. Z drugiej strony Zarząd na spotkaniach po wynikach zapowiedział restrukturyzację rynku niemieckiego, a w 4Q'15 widoczne wzrosty obrotów na outsourcingu przy rosnącej rentowności produktu są imponujące. Podtrzymujemy pozytywne podejście licząc na poprawę sytuacji na rynku niemieckim (tj. głównie z powodu przeniesienia pracowników obsługujących Fiege do innych klientów).

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

AmRest

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2015-07-10	2016-02-02	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	148,00	188,50	208,50
WIG w dniu rekomendacji	51658,71	44294,89	47790,29

BZ WBK

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	311,50	285,25	260,20	297,50	295,55
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89	46448,27	47790,29

Capital Park

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2015-07-20	2015-10-02	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	4,89	5,88	6,55
WIG w dniu rekomendacji	53428,96	49593,95	47790,29

CD Projekt

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2015-09-04	2016-02-02	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	25,55	23,09	25,85
WIG w dniu rekomendacji	50977,06	44294,89	47790,29

Echo

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2016-02-02	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	5,77	6,52
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	47790,29

Famur

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2015-09-03	2016-02-02	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	1,69	1,75	2,57
WIG w dniu rekomendacji	50135,97	44294,89	47790,29

Handlowy

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	85,50	70,00	74,46	84,41	85,85
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89	46448,27	47790,29

MOL

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2015-10-09	2016-02-02	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	178,00	198,00	220,50
WIG w dniu rekomendacji	51222,77	44294,89	47790,29

OTP Bank

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2015-08-21	2016-02-02	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	5635,00	6155,00	6900,00
WIG w dniu rekomendacji	52508,32	44294,89	47790,29

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 stanowić 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, Energoaparatura, 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, PBKM, Pekao, Pemug, Pfleiderer 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, Sygnity, 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, PBKM, 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.

Niniejszy Przegląd miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez Dom Maklerski mBanku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 10 Przeglądu miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Przeglądzie miesięcznym znajduje się na stronie 11niniejszego opracowania.

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

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w 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 Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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.zybala@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.lempicka@mdm.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 Rożmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Kamil Szymański
dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mdm.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor 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