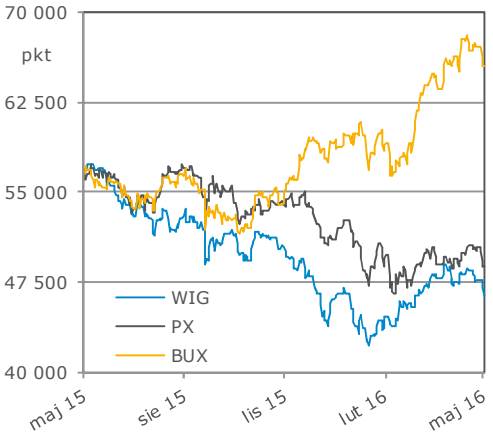
piątek, 6 maja 2016 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: maj 2016

Rynek akcji, makroekonomia

WIG 46 430
Średnie P/E 2016 12,5
Średnie P/E 2017 11,4
Średni dzienny obrót (3M) ..... 685 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Rynek akcji

Rozkład ryzyko-zysk przy obecnych poziomach cenowych dla głównych światowych indeksów jest niekorzystny, dlatego zalecamy niedoważanie ryzykownych aktywów.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że uwaga rynku w maju skupiona będzie na rezultacie prac Kancelarii Prezydenta odnośnie kredytów denominowanych w CHF. Prace nad ustawą wywierać będą negatywny wpływ na sentyment polskiego sektora bankowego. Jednocześnie, kurs akcji banków zagranicznych powinien zachować się relatywnie lepiej niż sektora w Polsce szczególnie biorąc pod uwagę dobre wyniki za 1Q'16.

Paliwa

Wzrostowa tendencja na ropie powinna się utrzymywać (spadająca produkcja w USA, spekulacje o przyszłym porozumieniu OPEC) i dlatego w ramach sektora preferujemy PGNiG (podnosimy rekomendację do kupuj). Utrzymujemy negatywne nastawienie do PKN z uwagi na spodziewaną presję na marże rafineryjne (zwiększona podaż paliw) i petrochemiczne.

Energetyka

Ceny energii na rynku niemieckim nadal rosną napędzane surowcami i CO_2, co stanowi bardzo dobrą informację dla CEZ (podtrzymujemy rekomendację kupuj). Po ostatnich spadkach i materializacji negatywnych czynników atrakcyjne są także akcje PGE.

Telekomunikacja, Media, IT

W polskiej telekomunikacji preferujemy Orange Polska oraz Netię. Wśród spółek IT podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Asseco Business Solutions, które ogłosiło dobre wyniki za 1Q'16, posiada o 10% wyższy R/R backlog oraz atrakcyjną stopę DYield na poziomie 5,0%. Ożywienie na globalnym i polskim rynku reklamy oraz strukturalne przesunięcie budżetów reklamowych do Internetu powinno wspierać kurs Wirtualnej Polski.

Metale i górnictwo

Ceny metali przemysłowych wraz ze spadkiem indeksów giełdowych i umocnieniem USD wejdą w korektę.

Przemysł

W 1Q'16 według naszych szacunków na 49 obserwowanych spółek przemysłowych 39% poprawi zeszłoroczne rezultaty, a 27% je pogorszy. Oczekujemy, że r/r wyraźną poprawę rezultatów zanotują Alumetal, Amica, Impexmetal, Forte, Pfleiderer Grajewo, Ursus oraz Zetkama. Spadkowej dynamiki wyników oczekujemy w spółkach: Alchemia, Famur, Fasing, Feerum, Kruszwica oraz PKM Duda.

Budownictwo

Po lekkiej korekcie w kwietniu sektor jest notowany na EV/EBITDA=5,8x i P/E'16=11,6x. Relatywnie tanie na wskaźnikach są akcje Herkulesa i Elektrobudowy. Spowolnienie w przetargach infrastrukturalnych może jednak osłabić sentyment do sektora w miesiącach wiosenno-letnich.

Deweloperzy

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do sektora. Wzrost indeksu WIG-Deweloperzy w marcu i kwietniu ma uzasadnienie w koniunkturze i w naszej ocenie nie wyczerpuje potencjału branży.

Handel

W większości spółek z sektora odzieżowego i obuwniczego nastąpiła poprawa miesięcznych wyników sprzedażowych w kwietniu, jednak niska sprzedaż w marcu przełoży się na słabe wyniki spółek w 1Q'16. Sprzyjające trendy rynkowe zostały potwierdzone dobrymi wynikami JMT i powinny wspierać wyniki Eurocash.

Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
AGORA	Akumuluj	▼
AMREST	Trzymaj	▼
ASSECO POLAND	Akumuluj	▼
BZ WBK	Akumuluj	▲
CCC	Redukuj	▼
CD PROJEKT	Akumuluj	▲
HANDLOWY	Trzymaj	▲
KOMERCNI BANKA	Kupuj	▲
PGE	Akumuluj	▲
PGNiG	Kupuj	▲

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. Metale i górnictwo 32
13.1. KGHM 32
13.2. LW Bogdanka 32
14. Przemysł 33
14.1. Elemental 34
14.2. Famur 34
14.3. Kernel 35
14.4. Kęty 35
14.5. UNIWHEELS 36
14.6. Vistal 36
15. Budownictwo 37
15.1. Budimex 37
15.2. Elektrobudowa 37
15.3. Erbud 38
15.4. Unibep 38

16. Deweloperzy 39
16.1. Capital Park 39
16.2. Dom Development 39
16.3. Echo Investment 40
16.4. GTC 40
16.5. Robyg 41
17. Handel 42
17.1. AmRest 42
17.2. CCC 42
17.3. Eurocash 43
17.4. Jeronimo Martins 43
17.5. LPP 44
18. Inne 45
18.1. Work Service 45

Rynek akcji

W ostatnich tygodniach na wyceny aktywów – w tym akcji – nadal decydujący wpływ miały działania banków centralnych (powodujące dużą zmienność głównych par walutowych) oraz rosnące przekonanie inwestorów, że słaby 1Q zarówno na poziomie danych makro, jak również wyników spółek był najgorszym kwartałem w roku. Osłabienie USD wywołane odsunięciem w czasie oczekiwań na kolejną podwyżkę stóp procentowych przez FED, wspierało ceny surowców i wyceny akcji na rynkach wschodzących, ale również obniżało rentowności *high yield*, których wzrost jeszcze trzy miesiące temu był jednym z głównych czynników ryzyka dla pozytywnego scenariusza makro w USA. Z drugiej strony słabnący USD odzwierciedla wolniejszy wzrost gospodarki USA w pierwszych miesiącach roku (wyraźny spadek inwestycji) oraz poprzez umocnienie euro i jena wywołuje obawy o koniunkturę w Europie (PMI w Wielkiej Brytanii i Francji ponownie poniżej 50 pkt) i Japonii.

Dane EPFR wskazują na 12. tydzień z rzędu odpływu kapitału z europejskiego rynku akcji, ze szczególnym negatywnym wpływem na sektor finansowy. Na uwagę zasługuje to, że w ostatnich dniach nie występuje korelacja wzrostu cen ropy i akcji (dotychczas oznaczało to spadek ryzyka w sektorze wydobywczym), co świadczy o narastających obawach o fundamenty wzrostu gospodarczego (negatywny wpływ ropy na konsumpcję). Dobrze obrazuje to m.in. „rozejście" się ropy i miedzi (indykator koniunktury gospodarczej) oraz wzrost cen metali szlachetnych (*safe haven*). Przy recesyjnym poziomie inwestycji w USA, wzrost opiera się na konsumpcji prywatnej, którą z kolei wspiera silny rynek pracy. Z drugiej strony, rosną oczekiwania inflacyjne, a obecny wzrost cen ropy tylko będzie je nasilał. Mając w perspektywie stagflację FED znajdzie się w trudnej sytuacji. Jeżeli niska aktywność gospodarcza zacznie negatywnie wpływać na dane z rynku pracy, a w konsekwencji słabsze dane o sprzedaży detalicznej z kwietnia potwierdzą się w maju, inwestorzy będą obniżali prognozy wzrostu na 2. i 3. kwartał. Oznacza to ucieczkę kapitału od ryzykownych aktywów i powrót do USD.

Do czynników ekonomicznych dochodzą nadal aktualne ryzyka polityczne (Brexit, wybory prezydenckie w USA). Nadal uważamy, że rozkład ryzyko-zysk przy obecnych poziomach cenowych jest niekorzystny, dlatego zalecamy niedoważanie ryzykownych aktywów. Według Bloomberga bieżące P/E dla S&P500 to 19,0x, a prognozowane na koniec 2016 r. to 17,5x – przy czym momentum EPS nadal się obniża. Evercore ISI szacuje, że osiągnięcie konsensusu prognozy EPS możliwe jest jedynie przy założeniu, że w kolejnych kwartałach marże osiągną historyczne maksima – co obecnie wydaje się nierealne (od dwóch kwartałów marża obniża się).

Przy braku wyraźnego trendu na rynkach bazowych i nadal dużej niepewności co do kluczowych dla wyceny spółek decyzjach politycznych (ustawa „frankowa", finansowanie górnictwa, OFE) polska giełda jest coraz bardziej marginalizowana. W kwietniu obroty na głównym rynku obniżyły się o 21% r/r, a za pierwsze cztery miesiące roku o 16% r/r. Naszym zdaniem ze względu na utrzymujące się ryzyka polityczne i coraz wyraźniejsze ekonomiczne GPW nadal będzie dryfować w trendzie spadkowym. Skupy akcji własnych wspierają segment małych i średnich spółek.

USA: Słaby wzrost gospodarczy, coraz bardziej zależny od prywatnej konsumpcji przy rosnących oczekiwaniach inflacyjnych

Dane z amerykańskiej gospodarki wskazują na relatywnie słaby wzrost gospodarczy (PKB w 1Q'16: +2,0% r/r; +0,5% q/q), który w coraz większej mierze opiera się na prywatnej konsumpcji (+1,3% q/q), wspieranej dobrą sytuacją na rynku pracy oraz wysokimi wycenami akcji (korelacja S&P500 z Conference Board; ten element wspierała dotychczasowa polityka FED). Pytaniem pozostaje jednak to, jak długo utrzyma się dobra koniunktura na rynku pracy przy nadal słabej aktywności gospodarczej. Pytanie to jest zasadne szczególnie w kontekście słabszych danych o sprzedaży detalicznej w kwietniu oraz pogarszającym się sentymencie konsumentów (m.in. negatywny wpływ wzrostu cen ropy). Dane dotyczące poziomu wydatków inwestycyjnych osiągają poziomy recesyjne, wykorzystanie mocy produkcyjnych spadło poniżej 75%, a wskaźnik koniunktury w małych i średnich firmach (NFIB) jest najniższy od połowy 2013 r. Firmy nadal wolą przeprowadzać skupy akcji i M&A niż inwestować. Potwierdzają to również ankiety o planowanych (w perspektywie 3-6 miesięcy) inwestycjach oraz przygotowywanym podwyższeniu kapitału.

Przy słabym i skoncentrowanym na jednym elemencie wzroście gospodarczym rosną oczekiwania inflacyjne. Cenowy komponent ISM osiągnął najwyższy poziom od sierpnia 2014 roku (59 pkt). Dodatkowo, wzrost cen ropy w ostatnich tygodniach będzie wspierał te oczekiwania (rysuje się scenariusz stagflacji), stawiając FED w trudnej sytuacji.

Oprócz nienajlepszej sytuacji gospodarczej czynnikiem ryzyka pozostaje polityka. Donald Trump wygrał kolejne prawybory i pozostaje jedynym kandydatem republikanów do nominacji prezydenckiej. Konsensus rynkowy zakłada, że w ostatecznym starciu w listopadowych wyborach republikanin Donald Trump przegra z kandydatem demokratów (najprawdopodobniej Hillary Clinton) jednak w kolejnych tygodniach zmienność rynków z tego tytułu będzie rosnąć (w lipcu zostaną przyznane nominacje partii).

Chiny – powrót problemów?

Na przełomie marca i kwietnia dane makro z gospodarki chińskiej zaczęły się poprawiać, co pozwoliło na postawienie przez dużą część analityków tezy, że najgorsze momentum już za nami – tym bardziej, że wraz z osłabieniem USD w sposób kontrolowany osłabił się również juan. Lepsze dane wspierały również odbicie cen metali przemysłowych i stali (również węgla koksowego). Zaskoczeniem dla inwestorów były więc słabsze odczyty PMI za kwiecień – zarówno w przemyśle (spadek z 49,7 do 49,4 pkt), jak również w usługach (51,8 vs. 52,2 pkt wcześniej). Działania chińskiego banku centralnego pozwalają na nieznaczną poprawę koniunktury gospodarczej (utrzymanie wzrostu PKB na poziomie 6,7% r/r w 1Q), ale efektem ubocznym jest wyraźny (spekulacyjny) wzrost cen nieruchomości – z czym jeszcze nie tak dawno chińskie władze próbowały się uporać. Ten ostatni czynnik może mieć wpływ na politykę banku centralnego. Rosnąca liczba bankructw chińskich przedsiębiorstw może wskazywać, że rząd powoli wycofuje się z dotychczasowej polityki obrony koniunktury za wszelką cenę.

GPW: spadek aktywności inwestorów i brak rozstrzygnięć

Brak trendu na głównych światowych indeksach oraz nadal nierozstrzygnięta kwestia dotycząca wpływu ustawy frankowej na wyceny banków powodują, że aktywność inwestorów zarówno krajowych, jak i zagranicznych na GPW systematycznie spada. W kwietniu obroty na głównym rynku obniżyły się o 21% r/r, a za pierwsze cztery miesiące roku spadają o 16% r/r. Przy tak niskiej płynności przewidywalność rynku jest niska, przy czym relacja ryzyk i szans naszym zdaniem nadal jest negatywna.

Szansy: 1) napływ kapitału do funduszy EM; 2) poziom wycen; 3) wsparcie rynku (małe i średnie spółki) przez skupy akcji własnych; 4) negatywne nastawienie do akcji – większość inwestorów przygotowała portfele na spadki.

Ryzyka: 1) do czerwca powinna pojawić się prezydencka propozycja ustawy frankowej, która ma być traktowana również jako projekt rządowy; 2) spadek PMI w przemyśle (51,0 vs. 53,8) i umocnienie euro (wpływ na koniunkturę na rynkach eksportowych, głównie w Niemczech), mogą zapowiadać pogorszenie koniunktury w 2Q tym bardziej, że bieżące dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej również zaskakują negatywnie; 3) ryzyko obniżenia ratingu przez Moody's w maju (wydaje się, że już wycenione na PLN); 4) przy słabszym scenariuszu makro na 2017 r. ryzyko zwiększenia deficytu budżetowego, a w efekcie dalszego demontażu OFE; 5) zwiększenie udziału Chin w koszyku MSCI kosztem innych rynków wschodzących (lipiec); 6) wyjście Wielkiej Brytanii z UE może (ale nie musi, przynajmniej nie w pierwszych latach) ograniczyć wielkość środków z budżetu UE dla Polski, Wielka Brytania jest drugim po Niemczech największym rynkiem eksportowym dla polskich przedsiębiorstw.

Biorąc pod uwagę wymienione czynniki nadal uważamy, że małe i średnie spółki powinny zachowywać się lepiej niż WIG20.

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

Sektory w maju

Finanse

- Nowa propozycja ustawy CHF jest oczekiwana na przełomie maja oraz czerwca. Uważamy, że nasilające się spekulacje oraz komentarze polityków będą w maju negatywnie oddziaływać na sentyment do polskich banków. Ustawa w obecnym kształcie ma bardzo niskie szanse na poparcie Rządu, zaś zmiany które pozwoliłyby na wsparcie banku centralnego dla komercyjnych banków powinny zająć Rządowi jeszcze dodatkowy kwartał lub dwa. Jednocześnie widzimy poważne ryzyko, że wprowadzenie do polskich banków hybrydowego kapitału jako CET1 może nie spotkać się z akceptacją ECB co może być kolejną przeszkodą do przewalutowania kredytów.
- Oczekujemy, że w 1Q'16 polski sektor bankowy pokaże stabilizację wyniku odsetkowego, presję na wynik prowizyjny oraz niskie saldo rezerw wsparte przez sprzedaż kredytów niepracujących.
- Uważamy, że w maju kursy akcji banków zagranicznych, a w szczególności Erste Banku (kupuj) oraz RBI (kupuj), powinny zachowywać się znacznie lepiej niż banków w Polsce. Powodem ku temu jest relatywnie niska wycena austriackich banków (P/BV <0,8x wobec 1,3 w Polsce).
- Zwracamy także uwagę na nadal wysoką wycenę Banku Pekao (sprzedaj). Notowany na 2017P P/E 18,4x Pekao handlowany jest z 29% premią do średniej polskiej oraz 44% premią do średniej CEE. Uważamy, że tak wysoka premia jest nieuzasadniona ani przez niską ekspozycję banku na kredyty CHF, ani przez wskaźnik Dividend Yield.
- Kluczowe rekomendacje: Erste Bank (kupuj), PZU (kupuj), Pekao (sprzedaj).

Paliwa

- Szczyt OPEC nie przyniósł porozumienia w sprawie zamrożenia produkcji, ale jednocześnie nie wykluczył go w przyszłości, szczególnie że Iran zapowiedział już zainteresowanie tą ideą po dojściu do dawnego poziomu wydobycia. Dodatkowym wsparciem dla cen ropy jest coraz dynamiczniejszy spadek produkcji w USA, którego źródłem jest proces starzenia się portfela odwiertów przy długotrwałym braku inwestycji.
- Marże rafineryjne na razie utrzymują się w okolicach 5 USD/Bbl, ale podtrzymujemy nasze stanowisko, że wraz z sezonowym wzrostem wykorzystania mocy w rafineriach zapasy produktów, szczególnie benzyny, będą rosły i wywierały presję na rentowność przerobu. Problemem są też rekordowo wysokie wolumeny eksportu z Chin. Niepokoić może też korekta dyferencjału Ural/Brent.
- Po ostatnim spadku kursu podnosimy rekomendację dla PGNiG do kupuj (oczekiwane dobre wyniki 1Q i odbicie cen gazu). Podtrzymujemy negatywne nastawienie do PKN Orlen.
- Kluczowe rekomendacje: PKN (redukuj), PGNiG (kupuj).

Chemia

- Wyniki kwartalne zaprezentowane przez Solvay mogą stanowić sygnał ostrzegawczy dla rynku sody na kolejne okresy. Ciechowi nie pomaga też obserwowane odbicie na rynku surowców. W tym kontekście ostatnie spadki nie stanowią okazji do kupna.
- 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. Negatywnie na sentyment do spółek nawozowych przekładają się słabe wolumeny sprzedaży za 1Q'16 prezentowane przez czołowych światowych producentów.
- 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 9M'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 napędzane odbiciem surowców (zarówno węgla, jak i gazu) oraz uprawnień emisyjnych (certyfikat powyżej 6 EUR/t dzięki zapowiedziom reform ETS i wprowadzenia korytarza cenowego) oscylują już wokół 25 EUR/MWh.
- W Polsce po utworzeniu Polskiej Grupy Górniczej oczekujemy kilku spokojniejszych miesięcy, wolnych od toksycznych projektów inwestycyjnych. Wydarzeniem może być ogłoszenie zapowiadanej koncepcji rynku mocy, która poprawiałaby długoterminowe perspektywy spółek inwestujących w bloki węglowe.
- Atrakcyjny bilans ryzyk i szans oferuje naszym zdaniem Tauron (możliwe pozytywne zaskoczenia w strategii). Podnosimy też rekomendację dla PGE, gdzie negatywne czynniki zostały już zdyskontowane i dostrzegamy szanse na wysoką dywidendę.
- Kluczowe rekomendacje: CEZ (kupuj), PGE (akumuluj), 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 – patrząc na WZA dywidendowe w 2015 r. – może spodziewać się przegłosowania dywidendy, jaką zaproponował Zarząd), 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 maju 2016 wykazać wzrosty. Pozytywnie podchodzimy do Wirtualnej Polski.

- W sektorze IT dobrze prezentuje się Asseco Business Solutions, które ogłosiło dobre wyniki za 1Q'16, posiada 10% wyższy R/R backlog oraz atrakcyjną stopę DYield na poziomie 5,0%.
- Dla CDR oprócz publikacji wyników za 1Q'16, najważniejszym wydarzeniem w maju będzie rozpoczęcie kampanii promującej drugi dodatek do gry *Wiedźmin 3: Dziki Gon*. Ze względu na spadek kursu CDR podnosimy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj.

Metale i górnictwo

- Relatywna słabość miedzi na tle innych surowców wynika z obaw o kondycję gospodarki chińskiej (ponownie słabe PMI) i spowolnienie wzrostu w pozostałych największych gospodarkach (USA, UE, Japonia). Ceny wyrażone w PLN pozostają na niskim poziomie 1Q'16. Metale szlachetne jako *safe haven* powinny kontynuować trend wzrostowy, amortyzując część strat wynikających z niskich cen metali przemysłowych.
- Wzrost cen ropy nie przekłada się na ceny węgla energetycznego w Europie. Dodatkowo przed nami okres sezonowo zmniejszonego popytu z energetyki. Z punktu widzenia krajowych producentów kluczowe pozostaje to, jak w wyniku decyzji politycznych „ułoży się" struktura wydobycia i jak zmiany te zostaną sfinansowane.

Przemysł

- W 1Q'16 według naszych szacunków na 49 obserwowanych spółek przemysłowych 39% poprawi zeszłoroczne rezultaty, a 27% je pogorszy. Oczekujemy również, że 35% spółek przedstawi rezultaty porównywalne r/r (stosunkowo wysoka proporcja wynikająca z bazy 1Q'15).
- Oczekujemy, że największe szanse na poprawę rezultatów mają eksporterzy do EU, którzy korzystali ze słabego PLN do EUR. Dobrych wyników oczekujemy w sektorze Automotive, producentów dóbr konsumpcyjnych i mebli. W wynikach za 1Q'16 widoczne powinny być oszczędności z tytułu niższych cen energii i gazu ziemnego. Umiarkowanie wzrastać powinny koszty pracy. Eksporterzy korzystają ze słabego PLN do EUR.
- Oczekujemy, że wyraźną poprawę r/r rezultatów zanotują Alumetal, Amica, Impexmetal, Forte, Pfleiderer Grajewo, Ursus oraz Zetkama. Spadkowej dynamiki wyników oczekujemy w spółkach: Alchemia, Famur, Fasing, Feerum, Kruszwica, PKM Duda. Szanse na podniesienie całorocznych prognoz po wynikach za 1Q'16 widzielibyśmy w Grupie Kęty, Impexmetalu oraz Forte.
- Wysoki poziom portfela zamówień na koniec 1Q'16 zaprezentować powinien Vistal.
- Wśród naszych faworytów pozostają Amica, Alumetal, Elemental Holding, Grajewo oraz UNIWHEELS. Unikalibyśmy akcji Alchemii, Boryszewa, Orła Białego oraz Patentus.
- Kluczowe rekomendacje: Elemental (kupuj), UNIWHEELS (akumuluj), Vistal (kupuj).

Budownictwo

- Wciąż brak sygnałów o odblokowaniu procesu przetargowego na kolei i w drogach. Budimex nie będzie miał z tym problemu, gdyż portfel drogowy na lata 2016-2017 wypełnia nasze prognozy w 100%. Dużo większe wyzwanie stoi przed Trakcją, Torpolem i ZUE. Z powyższej trójki preferujemy Trakcję.
- W naszej ocenie bardzo słabe wyniki ZUE za 1Q'16 nie zapowiadają katastrofy w wynikach Trakcji i Torpolu, niemniej spodziewamy się nieco słabszych wyników 1Q w stosunku do 1Q'15.
- Obserwowane w ostatnich tygodniach odbicie cen surowców nie jest jeszcze ryzykiem dla marż spółek budowlanych, które są w stanie zabezpieczyć ceny materiałów w większym stopniu niż miało to miejsce w przeszłości. Spadek dynamiki produkcji budowlano-montażowej w infrastrukturze powinien z kolei zmniejszyć presję na wzrost płac.
- Sektor jest wyceniany na medianie P/E'16=11,6x oraz EV/EBITDA'16=5,8x. Najtańsze na wskaźnikach bieżącego roku są Herkules oraz Elektrobudowa
- Kluczowe rekomendacje: Budimex (akumuluj), Elektrobudowa (kupuj), Unibep (kupuj).

Deweloperzy

- Dane REAS potwierdziły na całym rynku trendy obserwowane w spółkach giełdowych. W 1Q'16 oferta pozostała stabilna, a efektywność sprzedaży wzrosła.
- W 1Q deweloperzy odnotują wysoką dynamikę wyników finansowych. Powyższy trend powinien być widoczny przez cały 2016 r., również wśród deweloperów komercyjnych.
- Obecne środowisko makro (stabilny wzrost gospodarczy + poprawa na rynku pracy + niskie stopy procentowe) jest idealne z punktu widzenia deweloperów. Uważamy, że wzrost kursów większości spółek w trakcie 2015 r. oraz na początku 2016 r. nie wyeksploatował jeszcze potencjału branży. Relatywnie najtaniej wyglądają Atal, Lokum, LC Corp, JWC i Vantage (patrz komentarz z 11 kwietnia).
- Kluczowe rekomendacje: Dom Development (kupuj), GTC (kupuj), Robyg (kupuj).

Handel

- Nadal nie jest znana ostateczna propozycja dotycząca podatku handlowego. Według doniesień prasowych aktualizacja projektu podatku powinna pojawić się w maju. Ujawnienie najnowszej wersji daniny 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 marżę 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.
- Poza wyżej wymienionymi czynnikami, na wyniki CCC oraz LPP w 1Q'16 negatywnie będzie wpływała niska sprzedaż zrealizowana w III'16 (miesiąc, w którym spółki z sektora odzieżowego i obuwniczego generują większość wyniku 1Q). Obniżamy rekomendację dla CCC z trzymaj do redukuj ze względu na istotny wzrost kursu akcji w kwietniu.
- Bardzo dobre wyniki za 1Q'16 podał AmRest. Wzrost efektywności sprzedaży był między innymi napędzany przez poprawiającą się sytuację konsumenta w regionie CEE. Ponadto spółka ogłosiła zamiar nabycia 100% kawiarni zarządzanych przez Starbucks w Niemczech. Po wzroście wartości spółki obniżamy rekomendację dla AmRest z akumuluj do trzymaj.
- Pozytywne trendy na rynku wspierane przez efekt Świąt Wielkanocnych oraz dodatkowy dzień w lutym wsparły wyniki Jeronimo Martins w 1Q'16. Te same czynniki powinny pozytywnie oddziaływać na wyniki Eurocash. Uważamy jednak, że potencjał do poprawy wyników jest już zdyskontowany w przypadku obu spółek.

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła zaledwie o 0,5% r/r po 6,7% wzroście w lutym. W marcu liczba dni roboczych była równa tej sprzed roku (wobec +1 w poprzednim miesiącu). Po odsezonowaniu roczna dynamika produkcji przemysłowej spadła do 0,8% r/r z 3,0% zanotowanych w poprzednim miesiącu. Po danych o produkcji przemysłowej momentum tego agregatu spadło poniżej zera. Wzrost zanotowano w 23 z 34 sekcji. Największe wzrosty dotyczyły sekcji eksportowych (meble, produkcja sprzętu transportowego). Spadki objęły górnictwo, wytwarzanie energii i produkcję maszyn i urządzeń. W marcu in minus zaskoczyły też dane z sektora budowlanego – produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu rocznym o 15,8% (po wyłączeniu czynników sezonowych spadek wyniósł 3 % m/m), bijąc na głowę nawet najbardziej pesymistyczne oczekiwania. Tym samym, okres od stycznia do marca okazał się być jednym z najgorszych kwartałów w ostatnich latach. Abstrahując od samych danych marcowych, przyczyny słabości sektora budowlanego wyłuszczyliśmy już nie raz - zakończenie perspektywy budżetowej UE i przerwa w inwestycjach publicznych (skoncentrowana w inwestycjach samorządów i w inwestycjach kolejowych) sprawiają, że niedostatek popytu w tym obszarze gospodarki jest znaczący i nie jest w stanie go zrównoważyć ani budownictwo mieszkaniowe (gdzie najprawdopodobniej minęliśmy cykliczne maksima liczby rozpoczętych budów i wydanych pozwoleń na budowę), ani inwestycje drogowe. W konsekwencji, w całym 2016 produkcja budowlano-montażowa spadnie.

Sprzedaż detaliczna

Przy tak dobrym rynku pracy, deflacji, efekcie świąt i zbliżającym się 500+ wynik sprzedaży jest bardzo słaby. Tylko 0,8% w ujęciu rocznym wynika przede wszystkim z niskiej realizacji cen żywności, odzieży oraz sprzętów RTV i mebli. Niższa realizacja kategorii ,,pozostałe'' także dołożyła swoje, lecz mieści się to w normalnym obszarze zmienności tego wskaźnika. Pozostałe kategorie, źródła zaskoczeń, tego kryterium nie spełniają. Kilkunastopunktowe rozbieżności względem wzorców sezonowych są co najmniej zastanawiające. Wspólnie słaby wynik sprzedaży i produkcji sugeruje, że mógł zadziałać jakiś czynnik trzeci, którego nie jesteśmy w stanie zidentyfikować. Bicie na alarm jest w przypadku sprzedaży przedwczesne, choć baza statystyczna z ubiegłego roku (Wielkanoc) będzie powodować, że kwiecień także będzie wyglądał słabo, nawet jeśli część kategorii z marca odrobi straty.

Inflacja

Zgodnie z szacunkiem flash GUSu, inflacja w kwietniu spadła z -0,9% do -1,1% r/r, zgodnie z naszą prognozą i nieznacznie poniżej konsensusu wynoszącego -1% (szósta z rzędu negatywna niespodzianka!). Jak zwykle na tym etapie, nie jesteśmy w stanie wypowiedzieć się na temat natury tego spadku w inny sposób niż na podstawie własnych założeń co do zachowania poszczególnych kategorii. W naszej ocenie o spadku inflacji zadecydowało przede wszystkim zachowanie cen żywności, które najprawdopodobniej spadły w ujęciu miesięcznym. Ceny hurtowe i wygasająca reakcja importowanej części koszyka żywnościowego na deprecjację kursu walutowego sugerują, że wiosna 2016 może wyglądać bardzo podobnie do wiosny 2014 (tj. wiązać się z silnym spadkiem cen żywności). Nieznaczne wzrosty cen paliw (2,9% w kwietniu wobec 1,1% rok wcześniej) nie zdołały zrównoważyć tego efektu. Z kolei inflacja bazowa najpewniej utrzymała się na poziomie -0,2% r/r i to jest najlepsza miara absolutnego braku presji inflacyjnej w Polsce.

Budżet

W pierwszych trzech miesiącach budżet państwa zanotował deficyt wynoszący 9,6 mld PLN, a więc 17,5% planu na ten rok. Jest to wartość leżąca poniżej typowego dla marca poziomu wykonania budżetu (ok. 40%), ale zasadniczo zgodna z harmonogramem. Należy przy tym zauważyć, że przyrost deficytu w samym tylko marcu był nieznacznie większy od notowanego w poprzednich latach (6,5 mld PLN wobec 3,5-5,5 mld PLN), wskutek czego zakończył się okres szybkiej konsolidacji po stronie budżetu centralnego. Nagromadzenie jednorazowych wpłat (LTE i zysk NBP) i całkowicie nowych wydatków (program 500+) będzie w kolejnych miesiącach zaburzać trajektorię deficytu względem dotychczasowych wzorców sezonowych. Przyczyną tego stanu rzeczy jest stagnacja w dochodach podatkowych – część wydatkowa budżetu jest niezbyt interesująca w ostatnim miesiącu przez rozpoczęciem wypłat z programu 500+. W marcu dochody podatkowe wzrosły o 1,3% r/r, na co złożyły się spadek wpływów z VAT w ujęciu rocznym (o 4,4%), jedynie częściowo zrównoważony wyższymi dochodami z akcyzy (o 5,4% r/r), spadek dochodów z CIT (o 8,3% r/r) i silny wzrost wpływów z podatku PIT (o 13,4%). Ostatnie dwie kategorie uznajemy za zaburzone przez efekty bazy statystycznej z poprzedniego roku – wyłączenie ich wpływu sprowadza dynamiki podatków dochodowych do wartości zgodnych z tendencjami z ostatnich miesięcy. Nowością w dochodach podatkowych budżetu państwa jest pierwsza wpłata podatku bankowego, wynosząca 364,2 mln zł (6,6% celu na cały rok) – jest to wartość nieznacznie niższa od implikowanej przez jednostajny miesięczny rozkład wpływów z tego podatku, ale trudno na podstawie jednego miesiąca oceniać perspektywy realizacji założonych na ten rok dochodów. Należy za to zauważyć, że bez tej wpłaty dynamika dochodów podatkowych w marcu byłaby ujemna. Dochody podatkowe widziane w szerszej perspektywie wykazują objawy stagnacji – obserwowane na przełomie roku odbicie, którego główną siłą napędową były (jak wynika z towarzyszącego danym komentarza MF) dochody z VAT związane ze skumulowanymi pod koniec roku wydatkami beneficjentów zakończonej perspektywy finansowej UE, wyczerpały się. Co oczywiste, działania na rzecz podniesienia ściągalności podatków będą zwiększać wpływy stosunkowo powoli, ale monitoring bieżących wpływów podatkowych wskazuje jak na razie na brak istotnej poprawy w dochodach podatkowych budżetu państwa. Jak wskazywaliśmy wielokrotnie, dla tegorocznego budżetu nie stanowi to problemu ze względu na duże dochody jednorazowe, natomiast wykonalność budżetu na 2017 pozostaje pod znakiem zapytania, na co jasno wskazuje również najnowsza Aktualizacja Programu Konwergencji. Nie uważamy przy tym, aby prawdopodobieństwo istotnego przekroczenia progu 3% deficytu SFP było wysokie – lepsze od oczekiwań wykonanie deficytu SFP za 2015 daje istotnie (o ok. 0,4 p.proc.) wyższy punkt startowy dla całej ścieżki konsolidacji.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w marcu o 2,7% r/r (konsensus i nasza prognoza 2,5%...). W ujęciu miesięcznym przybyło 16 tys. miejsc pracy, co jest wynikiem najlepszym od 2007 roku, jednak ówczesna statystyka była przygotowywana na podstawie innej klasyfikacji PKD, więc bezpośrednio porównywalna nie jest. Rynek pracy solidnie przyspieszył na przełomie roku, a kompozycja tego przyspieszenia wcale nie wygląda na jednorazową (duże wzrosty w przemyśle, handlu, transporcie) – jeśli oczywiście powieli się schemat z poprzedniego miesiąca, ale raczej nie mamy w tym względzie większych wątpliwości. Od początku roku (nie licząc skoku w styczniu) zatrudnienie znalazło 24 tysiące osób (dla porównania, w poprzednim roku 3 tysiące,

w 2014 roku 9 tysięcy… Ewidentnie tempo wzrostu zatrudnienia wrzuciło wyższy bieg, zgodny zresztą z trendem pokazywanym od dłuższego czasu przez ankiety NBP dot. zatrudnienia. Spodziewaliśmy się uspokojenia w marcu, wskazując na możliwe przeniesienie nowego zaciągu kadrowego na luty – nic z tego jednak nie wystąpiło. Perspektywy dla rynku pracy znacząco się poprawiły. Oprócz lepszej koniunktury (wyższy popyt na pracę) w grę może wchodzić także zmiana struktury zatrudnienia, w której umowy „śmieciowe" będą zastępowane przez standardowe umowy o pracę. Biorąc pod uwagę, że liczba pracowników objętych umowami „śmieciowymi" dochodzi według różnych szacunków do 1,5 miliona (z tego pewnie mniej niż trzecia część to umowy podpisywane z przedsiębiorstwami dużymi), możliwe jest podpompowanie statystyk zatrudnienia liczbą bliską 200-300 tys osób i efekt ten będzie zapewne rozsmarowany na najbliższe kwartały z uwagi na proces stopniowego wymierania umów śmieciowych. Jest to zapewne liczba mocno zawyżona, jednak polska gospodarka znajduje się obecnie w okresie, kiedy wyniki zatrudnienia z sektora przedsiębiorstw zaczynają w końcu konwergować z tymi obrazowanymi stopą bezrobocia. Wskazywaliśmy, że taka sytuacja może się pojawić, już w ubiegłorocznych analizach.

W marcu dynamika wynagrodzeń spadła w ujęciu rocznym z 3,9 do 3,3%, nieznacznie poniżej konsensusu i naszej prognozy (odpowiednio, 3,3 i 3,7% r/r). Jak zwykle, z definitywną oceną przyczyn zaskoczenia będziemy musieli poczekać na publikację Biuletynu Statystycznego. Tym niemniej, za to spowolnienie w największym stopniu odpowiada efekt kalendarzowy (różnica dni roboczych to tym razem 0 r/r wobec +1 r/r w poprzednim miesiącu), który – biorąc pod uwagę strukturę zatrudnienia – relatywnie najsilniej oddziałuje na przetwórstwo przemysłowe i budownictwo. Właśnie w tym pierwszym upatrujemy główniej przyczyny zaskoczenia. Jednocześnie, nie uważamy, aby miało ono trwały charakter – jest to raczej wypadek przy pracy niż zapowiedź głębszego spowolnienia. Wszystkie elementy składające się na wzrost wynagrodzeń są bowiem na swoich miejscach: rynek pracy się zacieśnia i (już wkrótce) rekordowo niskiemu bezrobociu będzie towarzyszyć coraz większe niedopasowanie podaży pracy do wysokiego popytu na nią; podaż pracy będzie spadać z powodów demograficznych; udane uruchomienie programu 500+ przyczyni się najprawdopodobniej do ograniczenia podaży pracy na jej krańcach – głównie w najniższych decylach rozkładu wynagrodzeń. W konsekwencji, spodziewamy się przyspieszenia dynamiki płac do ok. 5% (lub więcej) na koniec tego roku. W powiązaniu z przyspieszeniem po stronie zatrudnienia i wciąż niską inflacją fundusz wynagrodzeń spowolnił jedynie nieznacznie – w ujęciu nominalnym i realnym, odpowiednio, z 6,5 do 6,1% r/r i z 7,3 do 7,0% r/r. Począwszy od kwietnia, wraz z wypłatami z programu 500+ dochód rozporządzalny gospodarstw domowych przyspieszy, a wraz z nim – konsumpcja prywatna.

Rachunek bieżący

Rachunek bieżący zamknął się w lutym deficytem w wysokości 383 mln EUR. To wartość niższa od konsensusu rynkowego (500 mln EUR) i bliższa naszym szacunkom (niecałe 200 mln EUR nadwyżki). Podstawową przyczyną wejścia rachunku bieżącego w deficyt jest ujemne saldo rozliczeń z UE, tylko stabilne, dodatnie saldo usług (przesunięcia sezonowe, trend jest zdecydowanie pozytywny i ma uzasadnienie ekonomiczne związane z transformacją funkcjonalną gospodarki) oraz niższa od naszych oczekiwań nadwyżka na rachunku handlowym (wyższa realizacja importu). Tradycyjnie najciekawszy już element publikacji to bilans handlowy. Wielkość nadwyżki w lutym stopniała do 341 mln EUR z 548 mln EUR poprzednio. Tak, jak się spodziewaliśmy, styczniową słabość nadrobił zarówno eksport, jak i import, przy czym skala odbicia była nieco wyższa w przypadku importu. Odmiennie niż w poprzednim miesiącu, wartości eksportu i importu w zasadzie mieszczą się w granicach błędów modeli, a więc rozbieżności traktujemy bez nadmiernej podejrzliwości, jako wyraz naturalnej zmienności obu serii (nasz szacunek eksportu był bardzo trafny, importu nie doszacowaliśmy). Mimo, że nieco niższy, rachunek handlowy i cały rachunek bieżący plasuje się i tak daleko w prawostronnej części rozkładu historycznych realizacji. Mniej więcej stabilny wzrost w strefie euro przy dużej konkurencyjności polskiego eksportu (poziomy kursu walutowego w okolicach 4,30 to silny impuls konkurencyjny) implikuje utrzymanie dotychczasowych dynamik eksportu w okolicach 6-10%. 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 też wyższe ceny ropy naftowej. Wszystkie wymienione czynniki nie muszą jednak oznaczać wejścia gospodarki w większe deficyty bieżące. Program 500+ to około 5 mld 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		EV/EBITDA	
							2016	2017	2016	2017
Banki										
ALIOR BANK	Kupuj	2016-04-15	70,40	94,25	68,00	+38,6%	18,0	155,6		
BZ WBK	Akumuluj	2016-05-06	257,05	305,10	257,05	+18,7%	11,7	11,5		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2016-02-02	0,46	0,96	0,48	+100,0%	12,2	6,7		
HANDLOWY	Trzymaj	2016-05-06	72,69	81,97	72,69	+12,8%	16,0	14,3		
ING BSK	Trzymaj	2016-03-04	121,45	119,38	121,95	-2,1%	16,6	15,1		
MILLENNIUM	Kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	4,71	+48,6%	10,5	8,3		
PEKAO	Sprzedaj	2016-03-04	156,70	127,42	147,90	-13,8%	18,9	18,4		
PKO BP	Kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	23,96	+32,0%	10,4	9,7		
KOMERCNI BANKA	Kupuj	2016-05-06	4624	5428 CZK	4624	+17,4%	14,3	12,1		
ERSTE BANK	Kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	23,55	+37,3%	8,8	7,9		
RBI	Kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	13,28	+29,1%	14,4	4,8		
OTP BANK	Trzymaj	2016-04-06	6900	6487 HUF	6940	-6,5%	10,7	8,7		
Ubezpieczyciele										
PZU	Kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	34,09	+24,5%	12,5	10,4		
Usługi finansowe										
KRUK	Trzymaj	2016-03-04	187,50	185,12	188,15	-1,6%	14,4	12,4		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	38,88	+20,3%	10,7	10,8		
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	30,90	+36,6%	8,1	7,1		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzymaj	2016-02-02	80,00	77,20	66,80	+15,6%	8,0	9,5	5,5	5,7
GRUPA AZOTY	Trzymaj	2016-02-02	104,00	100,20	83,79	+19,6%	11,1	10,3	6,4	5,7
LOTOS	Trzymaj	2016-04-19	28,09	26,50	29,31	-9,6%	9,8	9,0	5,6	5,6
MOL	Trzymaj	2016-04-19	225,50	238,00	236,75	+0,5%	15,1	10,8	4,8	4,1
PGNiG	Kupuj	2016-05-06	4,92	5,73	4,92	+16,5%	15,8	13,5	5,7	5,4
PKN ORLEN	Redukuj	2016-04-19	71,18	61,00	66,85	-8,8%	7,5	8,7	4,8	5,4
POLWAX	Kupuj	2016-02-02	15,70	23,24	16,58	+40,2%	7,0	6,9	5,7	5,3
SYNTHOS	Redukuj	2016-03-15	3,66	3,39	3,94	-14,0%	17,2	13,9	10,2	8,9
Energetyka										
CEZ	Kupuj	2016-02-02	65,00	86,30	73,36	+17,6%	11,6	13,1	6,2	6,4
ENEA	Trzymaj	2016-02-02	11,50	12,40	11,47	+8,1%	7,9	7,5	5,4	5,3
ENERGA	Zawieszona	2016-03-16	13,30	-	11,44	-	7,0	6,5	4,8	4,9
PGE	Akumuluj	2016-05-06	12,95	14,60	12,95	+12,7%	7,4	9,2	4,2	5,2
TAURON	Kupuj	2016-02-02	2,71	3,78	2,88	+31,3%	5,5	6,0	4,4	4,8
Telekomunikacja										
NETIA	Akumuluj	2016-02-02	5,56	6,30	4,92	+28,0%	-	-	4,3	4,5
ORANGE POLSKA	Kupuj	2016-02-02	6,43	8,30	5,92	+40,2%	31,2	26,6	4,2	4,4
Media										
AGORA	Akumuluj	2016-05-06	12,94	14,10	12,94	+9,0%	44,6	23,9	6,1	5,6
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2016-02-02	21,99	22,10	23,23	-4,9%	12,3	11,9	6,9	6,6
WIRTUALNA POLSKA	Kupuj	2016-01-28	36,37	50,00	45,05	+11,0%	16,4	14,4	11,4	10,1
IT										
ASSECO POLAND	Akumuluj	2016-05-06	57,69	65,90	57,69	+14,2%	13,0	12,6	6,8	6,5
CD PROJEKT	Akumuluj	2016-05-06	24,59	26,50	24,59	+7,8%	20,8	32,3	13,4	21,0
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	139,00	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	7,47	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
KGHM	Trzymaj	2016-02-02	56,26	63,00	67,70	-6,9%	255,2	27,3	4,8	4,4
LW BOGDANKA	Trzymaj	2016-02-02	31,33	33,00	45,01	-26,7%	8,8	8,6	3,0	2,9
Przemysł										
ELEMENTAL	Kupuj	2016-01-08	4,06	4,80	3,70	+29,7%	11,7	9,8	9,5	6,9
FAMUR	Trzymaj	2016-04-06	2,57	2,20	2,59	-15,1%	25,7	14,8	5,7	4,9
KERNEL	Trzymaj	2016-03-07	54,90	55,00	50,85	+8,2%	4,9	5,0	3,9	3,7
KĘTY	Trzymaj	2016-02-02	281,75	277,80	329,90	-15,8%	16,7	15,2	9,8	9,0
UNIWHEELS	Akumuluj	2016-04-13	147,95	161,30	146,10	+10,4%	8,9	8,9	7,0	6,4
VISTAL	Kupuj	2016-02-02	8,00	15,80	10,06	+57,1%	7,6	6,6	7,3	7,0
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2015-11-04	211,00	225,10	185,00	+21,7%	16,4	13,1	8,5	7,0
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2015-12-03	141,00	170,50	115,30	+47,9%	9,9	9,6	5,7	5,2
ERBUD	Kupuj	2016-02-03	25,95	36,00	28,85	+24,8%	10,3	9,4	5,1	4,7
UNIBEP	Kupuj	2016-02-03	9,89	12,10	10,35	+16,9%	10,9	8,8	6,8	5,6
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Trzymaj	2016-04-06	6,55	6,50	6,24	+4,2%	47,6	15,6	30,7	20,0
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2016-01-28	49,47	60,80	54,50	+11,6%	12,5	11,2	10,2	9,0
ECHO	Trzymaj	2016-04-06	6,52	6,57	7,04	-6,7%	13,0	12,1	17,6	14,5
GTC	Kupuj	2015-11-20	7,08	8,20	6,93	+18,3%	9,3	4,2	12,6	6,9
ROBYG	Kupuj	2016-01-28	2,83	3,40	3,11	+9,3%	9,7	10,4	8,9	9,6
Handel										
AMREST	Trzymaj	2016-05-06	220,00	217,00	220,00	-1,4%	30,2	24,3	11,2	9,5
CCC	Redukuj	2016-05-06	169,00	149,00	169,00	-11,8%	24,8	18,4	18,7	14,3
EUROCASH	Sprzedaj	2016-04-18	55,77	42,70	53,10	-19,6%	28,9	25,0	14,9	12,8
JERONIMO MARTINS	Trzymaj	2016-04-18	14,76	14,9 EUR	14,23	+4,7%	23,3	19,7	10,5	9,1
LPP	Redukuj	2016-02-02	5411	4900	5400	-9,3%	25,3	19,0	13,7	11,0
Inne										
WORK SERVICE	Akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	11,04	+24,1%	15,7	13,0	8,6	7,5

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ALIOR BANK	Kupuj	Kupuj	94,25	2016-04-15
EUROCASH	Sprzedaj	Redukuj	42,70	2016-04-18
JERONIMO MARTINS	Trzymaj	Kupuj	14,90	2016-04-18
LOTOS	Trzymaj	Akumuluj	26,50	2016-04-19
MOL	Trzymaj	Akumuluj	238,00	2016-04-19
PGNiG	Akumuluj	Trzymaj	5,73	2016-04-19
PKN ORLEN	Redukuj	Redukuj	61,00	2016-04-19
UNIWHEELS	Akumuluj	Kupuj	161,30	2016-04-13

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	Akumuluj	Kupuj	14,10	2016-05-06
AMREST	Trzymaj	Akumuluj	217,00	2016-05-06
ASSECO POLAND	Akumuluj	Kupuj	65,90	2016-05-06
BZ WBK	Akumuluj	Trzymaj	305,10	2016-05-06
CCC	Redukuj	Trzymaj	149,00	2016-05-06
CD PROJEKT	Akumuluj	Trzymaj	26,50	2016-05-06
HANDLOWY	Trzymaj	Redukuj	81,97	2016-05-06
KOMERCNI BANKA	Kupuj	Akumuluj	5428 CZK	2016-05-06
PGE	Akumuluj	Trzymaj	14,60	2016-05-06
PGNiG	Kupuj	Akumuluj	5,73	2016-05-06

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych Z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	2	3,4%	1	3,1%
Redukuj	4	6,9%	1	3,1%
Trzymaj	19	32,8%	9	28,1%
Akumuluj	9	15,5%	6	18,8%
Kupuj	24	41,4%	15	46,9%

Banki

Alior Bank

Kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 68,00 PLN
Cena docelowa: 94,25 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-15

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Wynik odsetkowy	1 229,6	1 501,1	22,1%	1 729,6	15,2%	2 664,0	54,0%
Marża odsetkowa	4,4%	4,3%		4,0%		4,8%	
WNDB	1 892,9	2 196,2	16,0%	2 447,5	11,4%	3 781,8	54,5%
Wynik operacyjny*	947,7	1 058,1	11,6%	1 329,1	25,6%	1 281,9	-3,6%
Zysk brutto	401,1	386,0	-3,8%	561,7	45,5%	313,9	-44,1%
Zysk netto	322,7	309,6	-4,1%	334,1	7,9%	45,5	-86,4%
ROE	12,4%	9,5%		7,0%		0,7%	
P/E	14,7	16,0		21,2		155,6	
P/BV	1,6	1,4		1,2		1,1	
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)	104,1
MC (cena bieżąca)	7 081,3
Free float	74,8%
Zmiana ceny: 1m	-2,3%
Zmiana ceny: 6m	-10,1%
Zmiana ceny: 12m	-25,2%
Min (52 tyg.)	54,0
Max (52 tyg.)	98,6

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku oraz cenę docelową na poziomie 94,25 PLN na akcję. Akwizycja Banku BPH pociągnie za sobą podniesienie kapitału, którego maksymalny pułap został ustalony na poziome 2,2 mld PLN. Uważamy, iż ze względu na model transakcji Alior zwróci się do akcjonariuszy o podniesienie kapitału w maksymalnej kwocie. Jednocześnie przejęcie powinno mieć znaczący negatywny wpływ na EPS jedynie w 2017 roku, kiedy to koszty integracji znacznie przewyższą oczekiwane synergie kosztowe. Jednocześnie uważamy, że transakcja może jeszcze pozytywnie zaskoczyć niższymi kosztami integracji, tak jak to miało miejsce w przypadku innych fuzji na polskim rynku (BZ WBK i Kredyt Bank czy PKO BP i Nordea Bank), zaś niski wynik w 2017 roku może zostać wsparty przez rozpoznanie tzw. badwillu (około 0,1 mld PLN). Po finalizacji przejęcia Alior Bank powinien być notowany z lekkim dyskontem do sektora bankowego (5-letnia średnia na 12M forward P/E 13,5x), co uzasadniamy najniższymi wskaźnikami wypłacalności pośród analizowanych przez nas banków. Reasumując uważamy, że inwestorzy powinni wziąć udział w podniesieniu kapitału nawet bez dyskonta do obecnej ceny rynkowej.

BZ WBK

Akumuluj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 257,05 PLN
Cena docelowa: 305,10 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-06

(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	12,6	10,9		11,7		11,5	
P/BV	1,5	1,3		1,3		1,2	
DPS	10,7	0,0		22,6		11,6	
Dyield (%)	4,2	0,0		8,8		4,5	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	98,9
MC (cena bieżąca)	25 429,7
Free float	30,0%
Zmiana ceny: 1m	-13,7%
Zmiana ceny: 6m	-12,4%
Zmiana ceny: 12m	-31,8%
Min (52 tyg.)	232,5
Max (52 tyg.)	382,0

*przed kosztami rezerw

Po spadku kursu o 13,5% w kwietniu podwyższamy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj dla BZ WBK jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 305,10 PLN na akcję. Bank zaraportował znacznie lepszy od oczekiwań wynik za 1Q'16 wsparty przez zdarzenia jednorazowe, takie jak sprzedaż NPL czy dywidenda od Aviva. Wyniki za 1Q'16 stanowią 28% prognozy rocznej i uważamy, że przy włączeniu do prognoz rynkowych zysków z Aviva BZ WBK powinien bez problemu pobić obecny konsensus rynkowy. 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%. Chociaż walory BZ WBK prezentują obecnie znaczący potencjał wzrostu to oczekujemy, że sentyment w krótkim okresie pozostanie negatywny ze względu na znaczącą ekspozycję banku na kredyty denominowane w FX (14,6 mld PLN).

Getin Noble Bank

Kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 0,48 PLN
Cena docelowa: 0,96 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(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)	1 400,1
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	-12,7%
P/E	3,5	28,8		12,2		6,7		Zmiana ceny: 6m	-37,7%
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-73,9%
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

Oczekujemy, że wyniki GNB pozostaną pod presją w 2016 roku ze względu na restrukturyzację grupy oraz oczekujący na akceptację program naprawczy. 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 brutto >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 0,2x 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).

Handlowy

Trzymaj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 72,69 PLN
Cena docelowa: 81,97 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-06

(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)	9 497,6
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	-10,3%
P/E	10,0	15,2		16,0		14,3		Zmiana ceny: 6m	-7,0%
P/BV	1,3	1,4		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-35,0%
DPS	7,2	7,4		4,6		4,5		Min (52 tyg.)	61,5
Dyield (%)	9,8	10,2		6,3		6,2		Max (52 tyg.)	113,0

*przed kosztami rezerw

Po spadku kursu akcji o 18,2% w kwietniu podwyższamy naszą rekomendację redukuj do trzymaj dla Banku Handlowego, jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 81,97 PLN na akcję. Znacząca przecena nastąpiła po komunikacie banku odnośnie niższego wyniku handlowego w 1Q'16. Szacujemy, że wyniki za 1Q'16 stanowić będą jedynie 19% całorocznej prognozy rynkowej, która obecnie znajduje się na poziomie 595 mln PLN (źródło: Bloomberg). 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 (DYield=6,3%) oraz strukturę bilansu (w tym niski wskaźnik K/D).

ING BSK

Trzymaj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 121,95 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	15,2	14,1		16,6		15,1	
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,3	
DPS	4,4	4,0		4,2		3,7	
Dyield (%)	3,6	3,3		3,4		3,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	130,1
MC (cena bieżąca)	15 865,7
Free float	25,0%
Zmiana ceny: 1m	7,9%
Zmiana ceny: 6m	-1,3%
Zmiana ceny: 12m	-17,0%
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 średnio rocznym 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: 4,71 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	8,8	10,5		10,5		8,3	
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8	
DPS	0,2	0,0		0,0		0,2	
Dyield (%)	4,7	0,0		0,0		4,8	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 213,1
MC (cena bieżąca)	5 713,8
Free float	50,0%
Zmiana ceny: 1m	-15,9%
Zmiana ceny: 6m	-20,0%
Zmiana ceny: 12m	-40,8%
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 40,8%, 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 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: 147,90 PLN
Cena docelowa: 127,42 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-03-04

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	4 461,3	4 166,6	-6,6%	4 563,0	9,5%	4 804,5	5,3%	Liczba akcji (mln)	262,5
Marża odsetkowa	2,7%	2,5%		2,6%		2,5%		MC (cena bieżąca)	38 819,3
WNDB	7 284,9	6 993,5	-4,0%	7 248,2	3,6%	7 564,2	4,4%	Free float	49,9%
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%		Zmiana ceny: 1m	-4,3%
P/E	14,3	16,9		18,9		18,4		Zmiana ceny: 6m	1,6%
P/BV	1,6	1,7		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	-23,4%
DPS	10,0	10,0		8,4		7,6		Min (52 tyg.)	126,6
Dyield (%)	6,7	6,8		5,7		5,1		Max (52 tyg.)	194,2

*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) niższe 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 10,2% w 2016 r., aby zanotować nieznaczną poprawę na poziomie 2,6% w 2017 r. Uważamy że 29% premia, z jaką Bank Pekao jest notowany do polskiego sektora w 2016 roku jest zbyt wysoka szczególnie biorąc pod uwagę, że historycznie na wskaźniku 12M FWD P/E Bank Pekao notowany był jedynie z 13% premią do indeksu WIG Banki.

PKO BP

Kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 23,96 PLN
Cena docelowa: 31,62 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	7 522,9	7 028,6	-6,6%	7 919,9	12,7%	8 386,0	5,9%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	3,4%	2,7%		3,0%		3,1%		MC (cena bieżąca)	29 950,0
WNDB	11 494,8	10 961,9	-4,6%	11 842,8	8,0%	12 326,5	4,1%	Free float	68,6%
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%		Zmiana ceny: 1m	-9,1%
P/E	9,2	11,5		10,4		9,7		Zmiana ceny: 6m	-15,5%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-35,7%
DPS	0,8	0,0		1,8		0,9		Min (52 tyg.)	22,5
Dyield (%)	3,1	0,0		7,4		3,8		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 10,1%, 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 całego kapitału CET1 ponad minimalny próg wyznaczony przez KNF. Niemniej jednak szanse wejścia w życie ustawy restrukturyzacyjnej na chwilę obecną oceniamy na niskie.

Komercni Banka

Kupuj

Analityk: Michał Konarski

Cena bieżąca: 4 624 CZK
Cena docelowa: 5 428 CZK

Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-06

(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)	174 653,9
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	-7,6%
P/E	13,5	13,7		14,3		12,1		Zmiana ceny: 6m	-9,0%
P/BV	1,8	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-12,1%
DPS	230,0	310,0		310,0		310,0		Min (52 tyg.)	4 624,0
Dyield (%)	5,0	6,7		6,7		6,7		Max (52 tyg.)	5 624,0

*przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj dla Komercni Banka. Przez ostatni miesiąc kurs akcji spadł (w USD) o 7,0%. 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). W 1Q'16 Komercni Banka wypracowało zysk netto w wysokości 2 894 mln CZK co stanowi 22% średniej prognozy rynkowej. Niemniej jednak 1Q'16 powinien być najgorszym kwartałem w roku pod względem wysokości zysku netto, a w 3Q'16 wyniki dodatkowo wsparte będą przez 0,8 mld CZK związanych z transakcją Visa. 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 stwarzają okazję inwestycyjną i interesującą alternatywę dla całego polskiego sektora bankowego, a w szczególności 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: 23,55 EUR
Cena docelowa: 32,34 EUR

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(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)	10 121,8
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	-5,2%
P/E		10,5		8,8		7,9		Zmiana ceny: 6m	-16,8%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-10,8%
DPS	0,2	0,0		0,6		0,7		Min (52 tyg.)	22,8
Dyield (%)	0,8	0,0		2,6		3,0		Max (52 tyg.)	29,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla Erste Banku jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 32,34 EUR na akcję. Od początku roku do końca kwietnia kurs Erste Banku spadł o 8,9% (w USD) wobec wzrostu indeksu MSCI EM Financials o 14,0%. Uważamy, że przecena taka jest nieuzasadniona ze względu na coraz lepsze wyniki banku oraz dużą szansę na pobicie prognozy zarządu na cały 2016 rok. 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 18,8%. 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 czy w RBI i OTP.

RBI

Kupuj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:	13,28 EUR	Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
	Cena docelowa:	17,14 EUR		

(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)	3 882,7
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	5,3%
P/E		10,1		14,4		4,8		Zmiana ceny: 6m	-9,7%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-13,2%
DPS	1,0	0,0		0,0		0,4		Min (52 tyg.)	10,2
Dyield (%)	7,7	0,0		0,0		2,8		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 od początku roku (do końca kwietnia i w USD) wzrósł o 7,5%, ale zachowywał się gorzej względem indeksu MSCI EME Financials (+14,0%). Odzwierciedla to poprawę sentymentu inwestorów spowodowany rosnącą ceną ropy, a co za tym idzie lepszymi perspektywami dla Rosji. 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 9,5% w 2017 roku.

OTP BANK

Trzymaj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:	6 940 HUF	Data ostatniej aktualizacji:	2016-04-06
	Cena docelowa:	6 487 HUF		

(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)	1 853,2
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	0,7%
P/E		29,1		10,7		8,7		Zmiana ceny: 6m	22,7%
P/BV	1,5	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	15,7%
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.)	7 380,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację 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 obciążeń podatkowych. 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:	34,09 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)	29 437,5
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	-2,9%
P/E	9,9	12,6		12,5		10,4		Zmiana ceny: 6m	-9,8%
P/BV	2,2	2,3		2,3		2,2		Zmiana ceny: 12m	-27,6%
DPS	3,4	2,4		2,7		3,3		Min (52 tyg.)	30,7
Dyield (%)	10,1	7,1		8,0		9,6		Max (52 tyg.)	48,2

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 27,6% 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: 188,15 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	21,2	15,8		14,4		12,4	
P/BV	5,5	4,1		3,3		2,6	
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)	3 219,2
Free float	87,0%
Zmiana ceny: 1m	8,2%
Zmiana ceny: 6m	2,4%
Zmiana ceny: 12m	18,3%
Min (52 tyg.)	149,4
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 14,4x oraz na P/E'17 12,4x notowany jest już z 18%-11% 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: 38,88 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	7,4	12,0		10,7		10,8	
P/BV	0,9	1,0		1,0		1,0	
DPS	2,2	5,3		3,3		3,6	
Dyield (%)	5,6	13,5		8,4		9,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	11,9
MC (cena bieżąca)	463,0
Free float	40,0%
Zmiana ceny: 1m	8,0%
Zmiana ceny: 6m	-3,5%
Zmiana ceny: 12m	-19,3%
Min (52 tyg.)	31,0
Max (52 tyg.)	49,0

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, gdzie nasze prognozy znajdują się 6% powyżej konsensusu oraz 2017 roku (nasze prognozy znajdują się 2% powyżej średnich oczekiwań rynkowych). Na wskaźniku 2016P P/E 10,7x Grupa Masterlease notowana jest z 5% premią do grupy porównawczej. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż premia do spółek porównywalnych powinna być wyższa ze względu na ponadprzeciętną dywidendę (dividend yield 3x wyższy niż średnia dla rynku), konserwatywny bilans (D/E na poziomie 1,7x) oraz bardzo silną pozycję na rynku lokalnym (#2).

Skarbiec Holding

Kupuj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca:	30,90 PLN	Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
	Cena docelowa:	42,20 PLN		

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynagrodzenie stałe	108,2	74,7	-31,0%	82,9	11,0%	90,7	9,4%	Liczba akcji (mln)	6,8
Wynagrodzenie zmienne	24,0	2,0	-91,5%	11,0	440,9%	11,9	7,8%	MC (cena bieżąca)	210,8
Przychody ogółem	143,8	84,5	-41,2%	103,5	22,5%	112,7	8,9%	Free float	25,4%
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%		Zmiana ceny: 1m	-11,6%
P/E	6,5	13,8		8,1		7,1		Zmiana ceny: 6m	-3,1%
P/BV	2,2	2,3		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	-34,3%
DPS	2,8	3,1		2,9		3,0		Min (52 tyg.)	25,0
Dyield (%)	9,0	10,1		9,5		9,8		Max (52 tyg.)	48,8

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj oraz naszą 9-miesięczną ceną 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 2016 P/E 8,1x 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: 66,80 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	21,1	10,3		8,0		9,5	
P/CE	9,5	6,3		5,1		5,6	
P/BV	3,5	2,7		2,0		1,8	
EV/EBITDA	8,9	6,8		5,5		5,7	
Dyield (%)	1,7	0,0		0,0		3,8	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	52,7
MC (cena bieżąca)	3 520,4
EV (cena bieżąca)	4 569,9
Free float	48,8%
Zmiana ceny: 1m	1,8%
Zmiana ceny: 6m	-15,2%
Zmiana ceny: 12m	15,4%
Min (52 tyg.)	54,5
Max (52 tyg.)	87,5

Nie oczekujemy, aby wyniki za 1Q przyniosły zmianę sentymentu na akcjach Ciechu, mimo oczekiwanego wzrostu zysków r/r. Wykonanie naszej rocznej prognozy, która jest niższa od rynkowego konsensusu, sięgnie około 25%, co biorąc pod uwagę sezonowość i obserwowane zmiany na rynku surowcowym (odbicie gazu w Niemczech, wzrosty cen węgla i koksu) wskazuje na ryzyko obniżki szacunków. Trudno będzie wygenerować pozytywne zaskoczenia w kolejnych okresach również z uwagi na możliwe pogorszenie koniunktury na rynku sody związane z powrotem wyższych wolumenów eksportu z Chin oraz zbliżającym się uruchomieniem mocy w Turcji. Rynkowym sygnałem ostrzegawczym może być fakt, że Solvay zaraportował w 1Q'16 spadek przychodów sodowych o 2,5% (koncern tłumaczy to „wolnym startem" sprzedaży na początku roku). Przypominamy, że na sukces Ciechu w ostatnim roku (obok restrukturyzacji kosztowej i wolumenów) złożyły się właśnie czynniki zewnętrzne (spadek kosztów surowcowych przy jednoczesnych podwyżkach cen produktu), które teraz mogą zacząć infekować rentowność spółki. Taki scenariusz (plus umocnienie złotego) jest wpisany w nasze prognozy na kolejny rok, gdzie zakładamy spadek średniej ceny sody o 7% i obniżenie EBITDA o 76 mln PLN. Potencjalnego ryzyka upatrujemy również w obszarze środków ochrony roślin, który w konsensusie ma „wbudowaną" istotną poprawę rezultatów. Ta teza może nie znaleźć wsparcia w raporcie za 1Q (efekt przesunięcia sprzedaży na 4Q'15). W połączeniu z zapowiedzianymi wysokimi nakładami inwestycyjnymi wszystkie te elementy powinny zniechęcać do kupowania akcji Ciechu mimo ostatnich spadków. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Grupa Azoty

Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 83,79 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	35,9	13,8		11,1		10,3	
P/CE	11,1	7,6		6,7		6,3	
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1	
EV/EBITDA	11,5	7,2		6,4		5,7	
Dyield (%)	0,5	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	99,2
MC (cena bieżąca)	8 311,6
EV (cena bieżąca)	9 472,0
Free float	22,7%
Zmiana ceny: 1m	-10,9%
Zmiana ceny: 6m	-10,9%
Zmiana ceny: 12m	1,0%
Max (52 tyg.)	74,0
Min (52 tyg.)	111,5

Wyraźnie niższe r/r spadki cen gazu ziemnego na początku roku połączone z mniej dynamicznie zniżkującymi cenami nawozów na rynku krajowym naszym zdaniem pozytywnie przełożą się na wyniki 1Q'16. Oczekujemy, że EBITDA w 1Q'16 wzrośnie o 15% r/r, a wynik netto o 13% r/r. W krótkim okresie negatywnie na sentyment do spółek nawozowych wpływa spadek wolumenu sprzedaży, jaki globalni gracze zanotowali w 1Q'16 (Acron, Mosaic, Uralkali, Yara). Ryzykiem dla wyników Grupy Azoty w 2H'16 są odbijające ceny ropy i w następstwie możliwy wzrost cen gazu ziemnego. W 1Q'16 pozytywnie na notowania spółki zaskoczyła propozycja wypłaty 0,84 PLN dywidendy na akcję. Oczekujemy udanych wyników za 1Q'16, które spółka przedstawi 11 maja. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy Azoty.

Lotos

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 29,31 PLN
Cena docelowa: 26,50 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-19

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	28 501,9	22 709,4	-20,3%	19 875,1	-12,5%	26 296,4	32,3%	Liczba akcji (mln)	184,9
EBITDA	-584,1	1 138,0		2 004,0	76,1%	2 086,5	4,1%	MC (cena bieżąca)	5 418,6
marża EBITDA	-2,0%	5,0%		10,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)	11 209,2
EBIT	-1 393,0	423,4		1 037,4	145,0%	1 158,7	11,7%	Free float	46,8%
Zysk netto	-1 466,3	-263,3	-82,0%	553,2		603,1	9,0%		
P/E				9,8		9,0		Zmiana ceny: 1m	7,4%
P/CE		12,0		3,6		3,5		Zmiana ceny: 6m	5,2%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-3,7%
EV/EBITDA		9,8		5,6		5,6		Min (52 tyg.)	24,1
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	33,2

Kurs Lotosu pozytywnie zareagował na dobre wyniki za 1Q'16, a dodatkowo spółce sprzyjała kontynuacja wzrostów cen ropy i długo oczekiwane odbicie na europejskim rynku gazu (rentowność wydobycia norweskiego, gdzie tylko 30% stanowią węglowodory ciekłe). W naszym ostatnim raporcie zdecydowaliśmy jednak o zamknięciu pozytywnej rekomendacji zwracając uwagę na większe od oczekiwanego osłabienie marż na dieslu i szybkie zdyskontowanie przez rynek lepszych perspektyw w obszarze E&P. Ostrożnie podchodzimy również do raportu za 1Q'16, gdzie mimo pogorszenia modelowych marż rafineryjnych (szacujemy około 200 mln PLN ubytku marży dla Lotosu) spółka poprawiła wynik EBITDA na przerobie o około 50 mln PLN. Oczekiwaliśmy pozytywnego odchylenia od benchmarku, ale tylko o około 100 mln PLN (około 60 mln PLN oszczędności na zakupach gazu, mniejszy udział eksportu, dobre marże dystrybucyjne). Pozostałe 100-150 mln PLN jest trudne do zweryfikowania (wątpliwości generuje też płaski r/r poziom przepływów z operacji) i może po części wynikać z gorszych od benchmarku wyników 1Q'15 (efekt bazy), a po części z częstego w Lotosie efektu celnego kursu walutowego (raportowane operacyjne różnice kursowe wyniosły tylko 2 mln PLN przy umocnieniu złotego na przestrzeni kwartału o 23 grosze). Zwracamy uwagę, że w kolejnych kwartałach efekt bazy nie powinien już występować (w 2Q-4Q'15 osiągane rezultaty dobrze odzwierciedlały zmianę modelowej marży). W tym kontekście ekstrapolowanie 1Q'16 na przyszłość jest obciążone dużym błędem. Czynnikiem który może jednak wspierać notowania Lotosu, choć trudno go uwzględnić w modelu wyceny, jest naszym zdaniem rosnące prawdopodobieństwo powrotu idei konsolidacji sektora paliwowego (teoretyczna sprzedaż Petrobalticu do PGNiG czy wezwanie ze strony PKN).

MOL

Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 236,75 PLN
Cena docelowa: 238,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-19

(mld HUF)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 866,6	4 102,6	-15,7%	3 436,5	-16,2%	4 589,4	33,5%	Liczba akcji (mln)	104,5
EBITDA	408,4	647,5	58,6%	577,3	-10,8%	652,3	13,0%	MC (cena bieżąca)	24 744,9
marża EBITDA	8,4%	15,8%		16,8%		14,2%		EV (cena bieżąca)	39 107,0
EBIT	40,1	-216,0		227,6		298,0	30,9%	Free float	31,3%
Zysk netto	4,1	-256,6		116,2		163,0	40,4%		
P/E	430,7			15,1		10,8		Zmiana ceny: 1m	7,1%
P/CE	4,7	2,9		3,8		3,4		Zmiana ceny: 6m	30,3%
P/BV	1,0	1,2		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	15,9%
EV/EBITDA	6,7	4,0		4,8		4,1		Min (52 tyg.)	161,0
Dyield (%)	3,5	2,9		3,1		3,4		Max (52 tyg.)	236,8

Rosnące ceny ropy naftowej sprzyjały w ostatnich miesiącach notowaniom MOL-a, dzięki czemu zachowywał się zdecydowanie lepiej od szerokiej grupy porównawczej. W najnowszym raporcie analitycznym zamknęliśmy już jednak naszą pozytywną rekomendację, gdyż uważamy że konsensus zdyskontował już przyszły wzrost rentowności segmentu wydobywczego, a mnożnik EV/EBITDA, uwzględniając profil ryzyka biznesowego spółki, ma już niewielkie pole do konwergencji. Zwracamy uwagę, że w naszym scenariuszu pogorszenia marż rafineryjnych węgierski koncern jest również wystawiony na duże ryzyko osłabienia wyników w tym obszarze działalności (w 2016 roku to 70% strumienia CCS EBITDA), co niekoniecznie musi być w pełni skompensowane przez obszar E&P. Buforem bezpieczeństwa jest tutaj co prawda program oszczędności (na ten rok zaplanowano 120 mln USD) i uruchomienie nowych mocy w petrochemii, ale te elementy są już uwzględniane w rynkowych prognozach (brak tej kontrybucji byłby negatywnym zaskoczeniem). Nadal uważamy, że MOL prezentuje się pod względem inwestycyjnym korzystniej niż polskie rafinerie ze względu na mocniejszy bilans (1,0x EBITDA) i stabilne wysokie wolne przepływy gotówkowe (FCF/EV 2016-18=8%), ale w ujęciu bezwzględnym potencjał wzrostowy jest już ograniczony. Nie spodziewamy się również szybkich rozstrzygnięć w sprawie INA, gdyż mimo zmian politycznych w Chorwacji, tamtejszy rząd będzie chciał poczekać na decyzję sądu arbitrażowego. Bez poparcia lokalnych władz będzie ciężko poprawić rentowność segmentu rafineryjnego INA, który może w przypadku pogorszenia marż modelowych być widocznym obciążeniem dla wyników Grupy.

PGNiG

Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 4,92 PLN
Cena docelowa: 5,73 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-06

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	34 304,0	36 464,0	6,3%	33 427,3	-8,3%	33 653,5	0,7%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	6 345,0	6 080,0	-4,2%	5 367,8	-11,7%	5 772,2	7,5%	MC (cena bieżąca)	29 028,0
marża EBITDA	18,5%	16,7%		16,1%		17,2%		EV (cena bieżąca)	30 426,5
EBIT	3 843,0	3 290,0	-14,4%	2 738,2	-16,8%	3 200,5	16,9%	Free float	27,6%
Zysk netto	2 823,0	2 134,0	-24,4%	1 839,4	-13,8%	2 158,2	17,3%		
P/E	10,3	13,6		15,8		13,5		Zmiana ceny: 1m	-1,4%
P/CE	5,5	5,9		6,5		6,1		Zmiana ceny: 6m	-21,5%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-24,7%
EV/EBITDA	5,0	4,8		5,7		5,4		Min (52 tyg.)	4,5
Dyield (%)	3,0	4,1		6,8		5,1		Max (52 tyg.)	7,0

W kwietniowym raporcie podnieśliśmy naszą rekomendację dla PGNiG z trzymaj do akumuluj, a po ostatnich spadkach podwyższamy zalecenie do kupuj. Głównym argumentem, który stoi za zmianą podejścia inwestycyjnego do spółki są oczekiwane przez nas lepsze wyniki finansowe w segmencie obrotu (korzystne taryfy detaliczne na 1H'16 i zbyt mocno obniżone oczekiwania po słabym 4Q'15). Przypominamy, że w prognozach nie uwzględniamy potencjalnych efektów arbitrażu z Gazpromem (kompensata rzędu 0,8 mld PLN i neutralizacja długoterminowego ryzyka portfela), który może się zakończyć dopiero w 1H'17. Dodatkowym wsparciem są też wzrosty cen węglowodorów, szczególnie gazu, którego wcześniejsza przecena generowała niepokój o wyniki segmentu wydobycia w kolejnych latach po pełnej liberalizacji rynku. Jeśli chodzi o notowania ropy to przypominamy, że modelowo każde 10 USD/ Bbl zmienia wynik obszaru E&P o 300 mln PLN w skali roku. Dodatkowym wsparciem dla kursu może być dywidenda (zakładamy 0,33 PLN/akcję), aczkolwiek ostatnie wypowiedzi Zarządu wskazują na konserwatywne podejście. Zwracamy jednak uwagę, że biorąc pod uwagę udział MSP i siłę bilansu PGNiG, spółka jest jednym z głównych kandydatów do zasilenia budżetu państwa. Oczywiście rodzi to także ryzyko innych form wsparcia rządowych pomysłów gospodarczych, choć dotychczasowe inicjatywy (0,5 mld PLN na KW i 0,2 mld PLN na ciepłownie od JSW) miały ograniczony wpływ na bilans koncernu. Projekty, które są dziś „na stole" również nie powinny być zbyt destrukcyjne (Baltic Pipe, ewentualny zakup Petrobalticu). Przy takich założeniach widzimy też miejsce na ekspansję mnożników wyceny (atrakcyjny profil biznesowy łączący upstream i działalność utility).

PKN Orlen

Redukuj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 66,85 PLN
Cena docelowa: 61,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-19

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	106 832,0	88 336,0	-17,3%	76 481,2	-13,4%	103 744,3	35,6%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	-2 720,0	6 235,0		7 558,0	21,2%	7 008,6	-7,3%	MC (cena bieżąca)	28 592,4
marża EBITDA	-2,5%	7,1%		9,9%		6,8%		EV (cena bieżąca)	36 379,5
EBIT	-4 711,0	4 340,0		5 355,1	23,4%	4 653,6	-13,1%	Free float	72,5%
Zysk netto	-5 811,0	2 837,0		3 796,4	33,8%	3 287,9	-13,4%		
P/E		10,1		7,5		8,7		Zmiana ceny: 1m	-5,4%
P/CE		6,0		4,8		5,1		Zmiana ceny: 6m	4,5%
P/BV	1,5	1,3		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	0,7%
EV/EBITDA		6,0		4,8		5,4		Min (52 tyg.)	57,6
Dyield (%)	2,2	2,5		3,0		4,4		Max (52 tyg.)	85,3

Spółka zaraportowała dobre wyniki za 1Q'16, ale naszym zdaniem jest jeszcze za wcześnie na weryfikację rocznych prognoz w górę (bez uwzględniania potencjalnego odszkodowania). Oczekujemy bowiem pogorszenia warunków makro w sezonie transportowym w rafinerii (rosnący eksport z Chin, coraz wyższe zapasy produktów w miarę zwiększania stopnia wykorzystania mocy przerobowych, kontynuacja wzrostowego trendu na ropie) oraz presji na wysokie marże w petrochemii (nowe moce PE i drożejący wsad). Dźwignia operacyjna jest w tej chwili największym ryzykiem, szczególnie że spadek rentowności może iść w parze z presją na wolumen przerobu w Możejkach. Problemem dla Spółki może być też umacniająca się złotówka oraz drożejąca ropa, która będzie infekować kapitał obrotowy (odmrożenie gotówki w 1Q to głównie efekt przesunięcia części płatności za ropę na kwiecień). Nadal też identyfikujemy istotne ryzyko polityczne związane z dokonaną zmianą Zarządu i zbliżającą się aktualizacją strategii. Przy tak silnym bilansie i historycznie rekordowych wynikach może pojawić się pokusa rewizji prognoz EBITDA, co „wygospodarowałoby" znaczne środki na nowe projekty o charakterze strategicznym z punktu widzenia państwa, np. w zakresie bezpieczeństwa energetycznego. Może mieć to tym większe znaczenie, że już w tym roku capex będzie wyraźnie wyższy (+1,8 mld PLN bez przejęć). Biorąc pod uwagę udział MSP w akcjonariacie dywidenda może przestać być priorytetem. Uwzględniając te wszystkie aspekty, podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację.

Polwax

Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 16,58 PLN
Cena docelowa: 23,24 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	7,5	7,1		7,0		6,9	
P/CE	6,6	6,0		5,9		5,9	
P/BV	2,6	2,2		1,9		1,7	
EV/EBITDA	6,7	5,8		5,7		5,3	
Dyield (%)	6,0	7,4		6,4		7,2	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	10,3
MC (cena bieżąca)	170,8
EV (cena bieżąca)	197,6
Free float	51,3%
Zmiana ceny: 1m	-9,4%
Zmiana ceny: 6m	7,7%
Zmiana ceny: 12m	-12,6%
Min (52 tyg.)	14,0
Max (52 tyg.)	19,0

Kurs Polwaxu po „odklejeniu" się praw do dywidendy zachowuje się słabiej, co można tłumaczyć niepewnością inwestorów dotyczącą oczekiwanego ogłoszenia przez Zarząd szczegółów projektu Future. Naszym zdaniem wstępne parametry finansowe podawane w ubiegłym roku mogą być trudne do utrzymania, ale przypominamy że nawet w ówczesnym wariancie konserwatywnym (docelowa EBITDA 52 mln PLN i capex 80 mln PLN) implikowały one około 3,5 PLN/akcję dodatkowej wartości. Rynek dotychczas nie dyskontował jednak w ogóle tego przedsięwzięcia, tak więc jeśli zaktualizowane wskaźniki będą mniej optymistyczne to nie powinno to naszym zdaniem infekować kursu. Oczywiście pod warunkiem jeśli spółka zgodnie z wcześniejszymi deklaracjami utrzyma politykę wypłaty dywidendy. Poziom dyield będzie zapewne okresowo niższy niż w ostatnich latach, ale według naszych szacunków przy bezpiecznych poziomach zadłużenia średnia dywidenda w latach 2016-19 powinna oscylować wokół 0,9 PLN/akcję. Wyniki za 1Q'16 powinny być neutralne dla notowań. Spodziewamy się zbliżonych rezultatów r/r oraz wykonania rocznej prognozy EBITDA na poziomie 17% (rok temu wskaźnik wykonania roku był podobny). Marże na podstawowej działalności powinny być wspierane przez tendencje na rynku surowcowym, zarówno jeśli chodzi o gacz parafinowy (sygnalizowana przez Zarząd po 4Q'15 ograniczona dostępność surowca) jak i substytuty dla parafin, takie jak olej palmowy (26% YTD). Wzrosty cen surowców będą też widoczne w zwiększonych zakupach klientów, chcących się zatowarować jeszcze po niższych cenach. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Synthos

Redukuj

Analityk: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 3,94 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	14,6	12,2		17,2		13,9	
P/CE	10,2	8,8		10,7		9,5	
P/BV	2,3	2,3		2,0		1,9	
EV/EBITDA	9,3	9,5		10,2		8,9	
Dyield (%)	7,9	6,3		0,0		3,5	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 323,3
MC (cena bieżąca)	5 213,6
EV (cena bieżąca)	6 034,7
Free float	37,5%
Zmiana ceny: 1m	2,1%
Zmiana ceny: 6m	1,3%
Zmiana ceny: 12m	-18,1%
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. Oczekujemy, że przy wynikach za 1Q'16 Synthos zanotuje istotny spadek r/r wyniku netto (publikacja 12.05). Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj dla Grupy Synthos.

Energetyka

CEZ — Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 73,36 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	10,8	11,7		11,6		13,1	
P/CE	4,8	4,3		4,8		5,0	
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9	
EV/EBITDA	6,4	6,0		6,2		6,4	
Dyield (%)	8,8	8,9		8,9		6,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	538,0
MC (cena bieżąca)	39 466,9
EV (cena bieżąca)	63 534,5
Free float	29,5%
Zmiana ceny: 1m	15,2%
Zmiana ceny: 6m	-4,2%
Zmiana ceny: 12m	-21,5%
Min (52 tyg.)	58,2
Max (52 tyg.)	96,6

Po dobrym marcu (+10%) w kwietniu kurs CEZ kontynuował wzrosty (+13%), co było głównie pochodną bardzo korzystnych tendencji na europejskim rynku energii (każde 10 EUR/MWh to w przypadku CEZ zmiana EBITDA o około 15 mld CZK). Kontrakt na energię w Niemczech sięgnął 26 EUR/MWh, dzięki drożejącemu CO_2 oraz wyższym cenom węgla i gazu. W ostatnich dniach surowce oddały część tych wzrostów (uprawnienia potaniały o 1 EUR/t, węgiel o 4%) i w efekcie kontrakt na prąd oscyluje wokół 24 EUR/MWh. Niemniej jednak te zdarzenia potwierdziły naszą tezę, że załamanie cen energii z początku roku miało głównie charakter „surowcowy" i CEZ jest pozytywnie eksponowany na zakładany przez nas scenariusz kontynuacji wzrostów cen ropy. Dodatkowym pozytywnym katalizatorem dla spółki była propozycja 40 CZK dywidendy (zgodna z naszą prognozą, ale wyższa od oficjalnego konsensusu rynkowego) implikująca ponad 9% dyield. W kolejnych latach z uwagi na spadek wyników należy oczywiście oczekiwać mniejszej wypłaty (rzędu 25-30 CZK/akcję), ale naszym zdaniem rynek pod tym względem jest zbyt konserwatywny (jeśli uwzględnia niskie ceny energii to powinien też skorygować wartość aktywów i amortyzacji, co poprawi przyszły zysk netto). Ten sceptycyzm powinien się zmniejszać wraz z dalszymi wzrostami na rynku surowcowym. Liczymy też na pozytywne zaskoczenia w tegorocznych wynikach (Zarząd konserwatywnie podszedł do szacunków po ubiegłorocznych problemach z wolumenami). W tym kontekście utrzymujemy rekomendację kupuj.

Enea — Trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 11,47 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			7,9		7,5	
P/CE	3,1	2,7		2,8		2,7	
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4	
EV/EBITDA	3,2	4,6		5,4		5,3	
Dyield (%)	5,0	4,1		4,9		6,3	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	441,4
MC (cena bieżąca)	5 063,3
EV (cena bieżąca)	11 501,5
Free float	48,5%
Zmiana ceny: 1m	0,1%
Zmiana ceny: 6m	-8,5%
Zmiana ceny: 12m	-31,0%
Min (52 tyg.)	9,9
Max (52 tyg.)	17,1

W kwietniu sentyment do akcji Enei nie uległ znaczącej zmianie i notowania utrzymywały się na niskich poziomach. W najbliższym czasie może brakować naszym zdaniem pozytywnych czynników, które mogłyby tę sytuację zmienić. Spółka podała już wstępne wyniki finansowe za 1Q'16 (bliskie naszym oczekiwaniom), tak więc raport kwartalny również nie przyniesie żadnego przełomu (wykonanie rocznej prognozy EBITDA 30%). Kluczową kwestią nadal pozostaje strategia dalszego rozwoju Grupy w zakresie zaangażowania w restrukturyzację KHW (wcześniejsze sugestie o możliwym wniesieniu aportem akcji LWB) czy budowę (przejęcie) nowych bloków węglowych (projekt Ostrołęka, Elektrownia Połaniec), które mogłyby zagospodarować nadwyżkę węgla, jaką koncern obecnie dysponuje. Wydaje się, że rozstrzygnięcia w tym zakresie pojawią się dopiero za kilka miesięcy, niemniej jednak założenie, że Enea po zakończeniu inwestycji w nowy blok w Kozienicach skieruje swój potencjał na wypłatę wyższej dywidendy jest ultra optymistyczne. Naszym zdaniem nawet jeśli ostatecznie to Węglokoks zajmie się wsparciem KHW to przepływy pieniężne Enei zostaną wykorzystane na inne rządowe projekty strategiczne (np. repolonizację aktywów energetycznych). W tym kontekście jedynym pozytywnym katalizatorem dla spółki mogą być warunki makro, a konkretnie dalszy wzrost cen węgla na światowych rynkach (na razie ceny ARA dopiero zbliżają się do cen z polskiego rynku podawanych przez ARP), który poprawiłby perspektywy dla zintegrowanej produkcji energii. Tymczasem utrzymujemy neutralną rekomendację i wskazujemy, że na wskaźniku EV/EBITDA'16 Enea jest wyceniana 20% powyżej PGE czy TPE.

Energa

Zawieszona

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 11,44 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	4,8	5,7		7,0		6,5	
P/CE	2,6	2,7		3,0		2,8	
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5	
EV/EBITDA	3,4	3,9		4,8		4,9	
Dyield (%)	8,7	12,6		8,5		6,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	414,1
MC (cena bieżąca)	4 736,9
EV (cena bieżąca)	9 677,7
Free float	50,0%
Zmiana ceny: 1m	-7,9%
Zmiana ceny: 6m	-25,3%
Zmiana ceny: 12m	-51,2%
Min (52 tyg.)	11,0
Max (52 tyg.)	23,9

Uwikłanie Energi w ratowanie Kompanii Węglowej nadal kładzie się cieniem na notowaniach tej spółki (w kwietniu -10%) i nie pomogło nawet obniżenie skali zaangażowanej kwoty o 100 mln PLN w stosunku do pierwotnych deklaracji (dodatkowym obciążeniem była też informacja o odpisach aktywów OZE). Trudno będzie teraz przywrócić wiarę inwestorów w przyszłe racjonalne zachowania spółki w zakresie decyzji inwestycyjnych, co jest tym ważniejsze, że w kolejce na odmrożenie czekają projekt w Ostrołęce i nowa elektrownia wodna na Wiśle. Obecnie Energa jest wyceniana na poziomie 4,8x EV/EBITDA'16, co nie prezentuje się zbyt atrakcyjnie na tle PGE czy Tauronu (4,3x), do których profilu inwestycyjnego coraz bardziej zmierza (perspektywa ujemnych FCF i zejście dywidendy na dalszy plan). Zwracamy uwagę, że dług netto w relacji do EBITDA po uwzględnieniu płatności dla Polskiej Grupy Górniczej wynosiłby obecnie około 2,2x. Jeśli uwzględnimy, że w tym roku spółka wypłaci jeszcze dywidendę zgodnie ze swoją polityką z prospektu emisyjnego, to ten wskaźnik może wzrosnąć do 2,7x. W połączeniu z rozpoczęciem nowego planu inwestycyjnego oznaczałoby to całkowitą zmianę postrzegania Energi na GPW. W związku z tym do czasu publikacji strategii przez Zarząd utrzymujemy zawieszenie naszej rekomendacji. Prognozy wyników pozostają aktualne.

PGE

Akumuluj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 12,95 PLN
Cena docelowa: 14,60 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-06

(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	6,7			7,4		9,2	
P/CE	3,6	2,8		4,0		4,4	
P/BV	0,5	0,6		0,6		0,6	
EV/EBITDA	2,8	3,3		4,2		5,2	
Dyield (%)	8,5	6,0		6,1		5,4	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 869,8
MC (cena bieżąca)	24 213,7
EV (cena bieżąca)	29 664,1
Free float	38,1%
Zmiana ceny: 1m	-1,8%
Zmiana ceny: 6m	-8,2%
Zmiana ceny: 12m	-35,9%
Min (52 tyg.)	11,8
Max (52 tyg.)	20,6

W kwietniu akcje PGE potaniały o kolejne 7%, czego katalizatorem mogły być podane wstępne wyniki za 1Q'16, które potwierdziły sygnalizowaną przez nas wcześniej konieczność rewizji oczyszczonej rocznej prognozy EBITDA w związku z niższym poziomem realizowanej ceny w generacji (wykonanie po kwartale tylko 23% vs 27% rok wcześniej). Z kolei podpisana umowa objęcia udziałów w nowej Kompanii Węglowej przynajmniej na kilka miesięcy powinna zapewnić „spokój" w zakresie kolejnych toksycznych inwestycji (ewentualne przejęcia aktywów od EdF czy reaktywowanie zamrożonych inwestycji węglowych w bloki w Rybniku czy Elektrowni Czeczot to raczej perspektywa drugiej połowy roku lub roku 2017). Wcześniej rynek może być pozytywnie zaskoczony dywidendą, gdyż konsensus rynkowy w tym zakresie to tylko 0,72 PLN/akcję, podczas gdy nowy Zarząd potwierdził ostatnio dotychczasową politykę wypłaty implikującą transfer około 0,9-1,15 PLN/akcję (yield 7%-9%). Oczywiście wypłata w przyszłym roku z uwagi na spadek zysków będzie już niższa (maksymalnie 0,8 PLN/akcję), ale nadal powinna być atrakcyjna na tle rynkowej mediany. Dodatkowym wsparciem dla kursu może być zapowiadane już wielokrotnie ogłoszenie założeń rynku mocy, jaki miałby być wprowadzony w Polsce oraz ewentualne dalsze wzrosty cen węgla na globalnym rynku, które w końcu mogłyby się też przełożyć na podwyżki na krajowym rynku. W związku z tym po ostatnich spadkach kursu podnosimy naszą rekomendację dla PGE z trzymaj do akumuluj.

Tauron

Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 2,88 PLN

Cena docelowa: 3,78 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	18 440,8	18 375,2	-0,4%	19 099,2	3,9%	19 373,9	1,4%
EBITDA	3 627,1	3 528,9	-2,7%	3 336,6	-5,4%	3 463,5	3,8%
marża EBITDA	19,7%	19,2%		17,5%		17,9%	
EBIT	1 830,1	-1 901,1		1 544,3		1 579,6	2,3%
Zysk netto	1 180,9	-1 807,3		924,9		837,2	-9,5%
P/E	4,3			5,5		6,0	
P/CE	1,7	1,4		1,9		1,9	
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,2	
EV/EBITDA	3,2	3,6		4,4		4,8	
Dyield (%)	6,6	5,2		5,0		2,7	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 752,5
MC (cena bieżąca)	5 047,3
EV (cena bieżąca)	14 840,6
Free float	54,5%
Zmiana ceny: 1m	-3,0%
Zmiana ceny: 6m	-9,1%
Zmiana ceny: 12m	-41,0%
Min (52 tyg.)	2,4
Max (52 tyg.)	4,9

Po marcowym wzroście kurs Tauronu ustabilizował się w kwietniu w okolicach 2,9 PLN i na razie inwestorzy wyczekują na aktualizację strategii spółki. Może to być przełomowe wydarzenie, gdyż ostatnie wywiady Prezesa Remigiusza Nowakowskiego nie przyniosły ostatecznych odpowiedzi na kluczowe pytania, a momentami wprawiały w konsternację (np. doprecyzowywane później komentarze dotyczące dywidendy czy podwyższenia kapitału). Po uporządkowaniu kwestii kowenantów (porozumienie z blokującą mniejszością na obligacjach notowanych na Catalyst) to właśnie plany inwestycyjne są języczkiem u wagi i jeśli spółka zdecyduje się na zamrożenie projektu w Łagiszy oraz oficjalnie rozpocznie „poszukiwania" wspólników do Jaworzna to może to znacząco poprawić sentyment do jej akcji. Dodatkowym wsparciem powinno być także ewentualne ogłoszenie koncepcji rynku mocy, który ma być wzorowany na modelu brytyjskim (relatywnie najwięcej zyskiwałyby moce o aktualnym niskim poziomie wykorzystania). Potencjalnym negatywnym katalizatorem pozostaje natomiast projekt w Stalowej Woli, który może rozwinąć się dwukierunkowo, albo konsolidacją wehikułu SPV przez wspólników (500-600 mln PLN dodatkowego długu na bilansie Tauronu), albo przejęciem całej inwestycji przez PGNiG (pozytywna opcja dla TPE). Naszym zdaniem bilans szans i ryzyk jest jednak korzystny dla akcjonariuszy koncernu i dlatego podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Telekomunikacja

Netia

Akumuluj

Analityk: Paweł Szpigiel

Cena bieżąca: 4,92 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		774,2					
P/CE		4,0		4,5		4,9	
P/BV	0,8	0,8		0,9		1,0	
EV/EBITDA		4,4		4,3		4,5	
Dyield (%)	8,5	12,2		4,1		4,1	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	348,2
MC (cena bieżąca)	1 713,3
EV (cena bieżąca)	1 981,4
Free float	35,9%
Zmiana ceny: 1m	0,4%
Zmiana ceny: 6m	-10,7%
Zmiana ceny: 12m	-16,0%
Min (52 tyg.)	4,3
Max (52 tyg.)	6,6

Netia ogłosiła w marcu 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. Stąd, 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. Ponadto, zwracamy uwagę, że Netia osiąga stabilne wyniki w segmencie B2B i może być celem akwizycyjnym, a wyniki za 1Q'16 powinny być neutralnie odebrane przez inwestorów (EBITDA 6% niższa R/R). Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Orange Polska

Kupuj

Analityk: Paweł Szpigiel

Cena bieżąca: 5,92 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	14,5	30,6		31,2		26,6	
P/CE	2,2	2,5		2,6		2,7	
P/BV	0,6	0,6		0,7		0,7	
EV/EBITDA	3,0	3,4		4,2		4,4	
Dyield (%)	8,4	8,4		4,2		4,2	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	1 312,0
MC (cena bieżąca)	7 767,0
EV (cena bieżąca)	14 322,7
Free float	49,3%
Zmiana ceny: 1m	-6,0%
Zmiana ceny: 6m	-16,1%
Zmiana ceny: 12m	-41,0%
Min (52 tyg.)	5,9
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 B2B 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 = 4,1%) i Cyfrowego Polsatu, który nie wypłaci za 2015 r. dywidendy, DivYield Orange Polska równy 4,2% prezentuje się dobrze.

Media

Agora — Akumuluj

Analityk: Paweł Szpigiel

Cena bieżąca: 12,94 PLN
Cena docelowa: 14,10 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-06

(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)	659,1
marża EBITDA	7,0%	10,2%		10,0%		10,4%		EV (cena bieżąca)	727,6
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		51,9		44,6		23,9		Zmiana ceny: 1m	2,5%
P/CE	7,9	5,7		6,1		5,5		Zmiana ceny: 6m	9,1%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	15,4%
EV/EBITDA	8,7	5,8		6,1		5,6		Min (52 tyg.)	10,8
Dyield (%)	0,0	0,0		3,9		5,8		Max (52 tyg.)	13,9

Po wzrostach notowań grupy medialnej potencjał wzrostowy do naszej ceny docelowej wynosi 9%, w wyniku czego obniżamy zalecenie inwestycyjne do akumuluj z kupuj. Jednak podtrzymujemy pozytywne podejście do Agory. Zwracamy uwagę, na kluczową transformacjęw ciągu ostatnich dwóch lat: 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=6,1x 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: 23,23 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)	14 856,6
marża EBITDA	37,0%	37,5%		35,8%		34,9%		EV (cena bieżąca)	24 314,2
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	50,8	12,8		12,3		11,9		Zmiana ceny: 1m	-1,5%
P/CE	9,4	5,2		5,3		5,3		Zmiana ceny: 6m	-8,9%
P/BV	4,8	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-9,8%
EV/EBITDA	6,0	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 = 4,2%, Netii = 4,1%).

Wirtualna Polska — Kupuj

Analityk: Paweł Szpigiel	Cena bieżąca: 45,05 PLN Cena docelowa: 50,00 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-01-28
(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)	1 341,4
marża EBITDA	20,5%	30,3%		30,8%		30,5%		EV (cena bieżąca)	1 474,3
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		111,3		16,4		14,4		Zmiana ceny: 1m	9,3%
P/CE	47,8	32,3		11,3		10,0		Zmiana ceny: 6m	9,9%
P/BV	2,4	3,6		2,9		2,8		Zmiana ceny: 12m	28,7%
EV/EBITDA	29,3	16,2		11,4		10,1		Min (52 tyg.)	33,7
Dyield (%)	1,1	0,0		0,0		4,9		Max (52 tyg.)	46,0

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Wirtualnej Polski, jednak ze względu na wzrost kursu obniżamy nasze zlecenie do akumuluj z kupuj. Na konferencji po wynikach za 4Q'15 Zarząd przedstawił wizję dobrego roku. WPH spodziewa się wzrostów przychodów w 2016 r. przede wszystkim z działalności e-commerce (w chwili obecnej przychody z reklamy 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. W 1Q'16 organiczny wzrost obrotów szacujemy na 14%, co oznacza wyhamowanie trendów z ostatnich dwóch kwartałów. Księgowa EBITDA będzie jednak ponad 40% wyższa ze względu na konsolidację wyników Enovatisa, przejętego pod koniec 2015 r.

IT

Asseco Poland

Akumuluj

Analityk: Paweł Szpigiel

Cena bieżąca: 57,69 PLN
Cena docelowa: 65,90 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-06

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	6 231,9	7 061,7	13,3%	7 258,8	2,8%	7 534,2	3,8%	Liczba akcji (mln)	83,0
EBITDA	905,1	1 033,1	14,1%	1 066,3	3,2%	1 100,0	3,2%	MC (cena bieżąca)	4 788,3
marża EBITDA	14,5%	14,6%		14,7%		14,6%		EV (cena bieżąca)	7 234,1
EBIT	636,7	750,0	17,8%	775,1	3,4%	801,0	3,3%	Free float	68,0%
Zysk netto	358,4	356,6	-0,5%	367,6	3,1%	380,1	3,4%		
P/E	13,4	13,4		13,0		12,6		Zmiana ceny: 1m	-4,6%
P/CE	7,6	7,5		7,3		7,1		Zmiana ceny: 6m	2,5%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-3,1%
EV/EBITDA	8,1	7,1		6,8		6,5		Min (52 tyg.)	52,0
Dyield (%)	4,5	5,0		5,2		5,4		Max (52 tyg.)	62,0

Asseco Poland ma ponadprzeciętny potencjał dywidendowy (oferuje DYield = 5,2%), 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. Jednak wyniki za 1Q'16 mogą być negatywnie odebrane przez inwestorów. Spodziewamy się, że rynek polski zaraportuje 15% niższy R/R EBIT, głównie przez słabość spółki matki (prognozujemy wynik EBIT na poziomie 38,4 mln PLN, tj. 24% niższy R/R), która wynika z niskiej rentowności segmentu Finanse i Bankowość po renegocjacji kontaktu z PKO BP i braku nowych, dużych zamówień. Ze względu na słabe wyniki, których się spodziewamy oraz wzrost notowań Asseco Poland od początku roku obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj.

CD Projekt

Akumuluj

Analityk: Piotr Bogusz

Cena bieżąca: 24,59 PLN
Cena docelowa: 26,50 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-06

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	96,2	798,0	729,6%	293,5	-63,2%	257,5	-12,3%	Liczba akcji (mln)	96,9
EBITDA	12,2	429,3	3427,3%	140,3	-67,3%	88,4	-37,0%	MC (cena bieżąca)	2 381,5
marża EBITDA	12,7%	53,8%		47,8%		34,3%		EV (cena bieżąca)	1 873,9
EBIT	9,0	424,2	4608,0%	133,7	-68,5%	82,8	-38,0%	Free float	47,5%
Zysk netto	5,2	342,4	6470,0%	114,6	-66,5%	73,6	-35,8%		
P/E	448,0	7,0		20,8		32,3		Zmiana ceny: 1m	
P/CE	278,8	6,9		19,6		30,1		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	13,9	4,6		3,7		3,3		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	189,0	4,6		13,4		21,0		Min (52 tyg.)	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	

Najważniejszymi wydarzeniami w maju będą publikacja wyników kwartalnych oraz rozpoczęcie kampanii promującej drugi dodatek do gry Wiedźmin 3: Dziki Gon (W3). Rezultaty osiągane przez spółki zajmujące się produkcją gier w 1Q są mało istotne ze względu na sezonowość (najważniejszy sprzedażowo jest 4Q). Zdarzeniem nadzwyczajnym, które zasili wynik sprzedażowy w 1Q'16 będzie zwrot rezerwy zawiązanej przez jednego z większych dystrybutorów W3 w 2Q'15 (kwartał premiery gry). Szacujemy, że całkowity zwrot z zawiązanych rezerw wyniesie 20 mln PLN. Pozytywnie na generowany wynik powinno wpłynąć rozpoznanie całości kosztów W3 1Q'16 (po 4Q'15 pozostało około 1,5 mln PLN nierozpoznanych kosztów produkcji gry). Oczekujemy, ze CDR w 1Q'16 zaraportuje 78,1 mln PLN sprzedaży, 36,4 mln PLN EBIT oraz 29 mln PLN zysku netto. Ponadto naszym zdaniem kurs akcji powinien być wspierany przez rozpoczęcie kampanii promującej drugi dodatek do W3, którego premiera jest zaplanowana na 2Q'16. Uważamy, że obecna wycena rynkowa nie dyskontuje w pełni powyższych czynników i podwyższamy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj.

Metale i górnictwo

KGHM — Trzymaj

Analityk: Michał Marczak

Cena bieżąca: 67,70 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)	13 540,0
marża EBITDA	25,9%	-14,4%		21,0%		23,1%		EV (cena bieżąca)	18 111,1
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	5,5			255,2		27,3		Zmiana ceny: 1m	-2,9%
P/CE	3,3			6,5		5,0		Zmiana ceny: 6m	-24,4%
P/BV	0,5	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-47,0%
EV/EBITDA	3,4			4,8		4,4		Min (52 tyg.)	52,3
Dyield (%)	7,4	6,6		3,0		3,0		Max (52 tyg.)	131,0

Pomimo osłabienia USD w stosunku do koszyka walut, wspierających danych o zapasach metalu na giełdach (-56,2 tys. ton w kwietniu) i pozytywnego sentymentu inwestorów spekulacyjnych do rynku surowców (napływy kapitału do funduszy Commodities), cena miedzi zachowuje się relatywnie słabo. Metale przemysłowe w większym stopniu reagują na słabsze dane w Chinach (PMI) niż na czynniki typowo spekulacyjne. Po uwzględnieniu umocnienia PLN w relacji do USD, cena złotówkowa w kwietniu wynosiła 18 472 USD/t w stosunku do 18 453 USD/t w 1Q'16 (-14,6% r/r). Naszym zdaniem ceny metali przemysłowych wraz ze spadkiem indeksów giełdowych i umocnieniem USD wejdą w korektę. Czynnikiem pozytywnie wpływającym na wyniki jest wzrost cen srebra i złota. Każdy 1 USD wzrostu ceny srebra za uncję zwiększa roczny zysk netto spółki o ok. 100 mln PLN. Zakładając ucieczkę od ryzyka w skali globalnej metale szlachetne utrzymają trend wzrostowy. Z danych SNL Metals & Mining wynika, że pomimo kryzysu w sektorze wydobywczym, w 1Q'16 firmy ogłosiły plany inwestycyjne o wartości 50 mld USD (z czego zdecydowana większość w obszarze wydobycia miedzi i złota w Ameryce Łacińskiej, w tym duży projekt Codelco za 7,5 mld USD). Nie sprawdziły się zapowiedzi prasowe o ograniczeniu podatku od wydobycia – kolejne doniesienia na ten temat nie wpływają już na rynek. Biorąc pod uwagę wymienione czynniki podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

LW Bogdanka — Trzymaj

Analityk: Michał Marczak

Cena bieżąca: 45,01 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	1 885,4	-6,4%	1 966,4	4,3%	1 946,9	-1,0%	Liczba akcji (mln)	34,0
EBITDA	750,0	58,8	-92,2%	631,5	974,9%	625,7	-0,9%	MC (cena bieżąca)	1 530,3
marża EBITDA	37,2%	3,1%		32,1%		32,1%		EV (cena bieżąca)	1 891,3
EBIT	362,3	-326,2		238,1		227,7	-4,4%	Free float	100,0%
Zysk netto	272,4	-279,7		174,4		178,4	2,3%		
P/E	5,6			8,8		8,6		Zmiana ceny: 1m	21,3%
P/CE	2,3	14,5		2,7		2,7		Zmiana ceny: 6m	0,0%
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-47,7%
EV/EBITDA	2,9	34,0		3,0		2,9		Min (52 tyg.)	30,4
Dyield (%)	12,9	7,8		7,8		7,8		Max (52 tyg.)	87,0

Przy przychodach na poziomie 420,6 mln PLN, EBITDA spółki za 1Q wyniosła 173,3 mln PLN, a zysk netto 54,4 mln PLN. Z wyjątkiem niskich przychodów wyniki są nieznacznie lepsze niż nasze i rynkowe oczekiwania. Otwartą kwestią pozostaje jednak ustalanie cen sprzedaży po wygaśnięciu jeszcze obowiązującego kontraktu z Kozienicami. Wzrost cen ropy tylko w niewielkim stopniu przekłada się na ceny węgla w Europie. Surowiec w portach ARA kosztuje 45 USD/t, co po uwzględnieniu kosztów transportu i kaloryczności węgla oznacza cenę na poziomie ok. 9,5 PLN/GJ. Według Tobiszewskiego na polskim rynku węgla będą funkcjonowały dwa podmioty objęte wspólną polityką sprzedażową: PGG i KHW. Nadal istnieje ryzyko, że LWB będzie zaangażowane w restrukturyzację KHW. Pomimo interwencyjnego skupu węgla przez rządową agencję i końca sezonu zakupowego zapasy na zwałach kopalnianych przekraczają 6 mln ton. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową na poziomie 33 PLN.

Przemysł

Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce

(%)	III'15	IV'15	V'15	VI'15	VII'15	VIII'15	IX'15	X'15	XI'15	XII'15	I'16	II'16	III'16
Dynamika R/R	+8,8%	+2,3%	+2,8%	+7,6%	+3,8%	+5,3%	+3,1%	+2,4%	+7,8%	+6,7%	+1,4%	+6,7%	+0,5%

Źródło: GUS

W maju wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu w głównych gospodarkach UE były zbliżone do odczytów z poprzedniego miesiąca. Dla strefy euro PMI dla przemysłu wyniósł 51,7 pkt i był nieznacznie wyższy niż miesiąc wcześniej (51,6 pkt). W Niemczech indeks osiągnął wartość 51,8 pkt (50,7 pkt w kwietniu), Francja 48,0 pkt (49,6 pkt w kwietniu), Włochy 53,9 pkt (53,5 pkt w kwietniu). W przypadku Polski wskaźnik wyprzedzający dla przemysłu po dwumiesięcznym wzroście niespodziewanie spadł do 51,0 pkt z 53,8 pkt w kwietniu. Spadkom głównego indeksu w Polsce towarzyszyły niższe wskazania w ocenach produkcji (z 56,9 do 51,8 pkt), nowych zamówień (z 54,3 do 50,5 pkt) i zatrudnienia (z 55,2 do 52,2 pkt). W przypadku nowych zamówień jest to najniższy odczyt od września 2014 roku, a wynik mimo wszystko ratowały zamówienia eksportowe (efekt słabego PLN). Wśród pozytywnych stron słabego odczytu PMI dla Polski należałoby wymienić pierwszy od dłuższego czasu (i jedynie drugi w ostatnich czterech latach) wzrost cen wyrobów gotowych (szanse na poprawę marży w sektorze przemysłowym).

Prognozy na 1Q'16
W 1Q'16 według naszych szacunków na 49 obserwowanych spółek przemysłowych 39% poprawi zeszłoroczne rezultaty, a 27% je pogorszy. Oczekujemy również, że 35% spółek przedstawi rezultaty porównywalne r/r (stosunkowo wysoka proporcja wynikająca z bazy 1Q'15).

Oczekujemy, że największe szanse na poprawę rezultatów mają eksporterzy do EU, którzy korzystali ze słabego PLN do EUR. Dobrych wyników oczekujemy w sektorze Automotive, producentów dóbr konsumpcyjnych i mebli. W wynikach za 1Q'16 widoczne powinny być oszczędności z tytułu niższych cen energii i gazu ziemnego. Umiarkowanie wzrastać powinny koszty pracy. Eksporterzy korzystają ze słabego PLN do EUR.

Oczekujemy, że wyraźną poprawę r/r rezultatów zanotują Alumetal, Amica, Impexmetal, Forte, Pfleiderer Grajewo, Ursus oraz Zetkama. Spadkowej dynamiki wyników oczekujemy w Alchemii, Famur, Fasing, Feerum, Kruszwicy, PKM Duda. Szanse na podniesienie całorocznych prognoz po wynikach za 1Q'16 widzielibyśmy w Grupie Kęty, Impexmetalu oraz Forte.

Wysoki poziom portfela zamówień na koniec 1Q'16 zaprezentować powinien Vistal Gdynia.

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; DYield około 5%), Elemental Holding (skuteczny rozwój przez akwizycje), Ergis (nisko wyceniana spółka z potencjałem wzrostu w przyszłości), Grajewo (5,0x EBITDA'16, wysoka zdolność do generowania gotówki, DYield'16 3-4%), Lena Lighting (DYield'15 8-9%, 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 spółek Alchemia (brak odbicia w sprzedaży, przestarzały park maszynowy, spadki cen ropy biją w sprzedaż, dług netto/EBITDA'15 10,5x), Boryszew (spółka z dużymi premiami do zagranicznych konkurentów, słabe wyniki 2015 roku mimo odbicia w Automotive), Orzeł Biały (słaby outlook na 1H'16), Polska Grupa Odlewnicza (spółka droga), Patentus (spółka z dużą ekspozycją na polskie kopalnie bez eksportu), Synthos (słabe momentum wyników w 9M'16, brak dywidendy, premia do spółek porównywalnych).

Elemental

Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 3,70 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	11,8		9,8		8,0	
P/BV	2,1	2,0		1,7		1,5	
EV/EBITDA	14,9	11,5		9,5		6,9	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	170,5
MC (cena bieżąca)	630,7
EV (cena bieżąca)	771,0
Free float	37,5%
Zmiana ceny: 1m	0,5%
Zmiana ceny: 6m	-15,7%
Zmiana ceny: 12m	-6,8%
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. Oczekujemy rosnących r/r wyników finansowych Grupy w 1Q'16 (publikacja 13.05). W krótkim okresie negatywnie na notowania może wpływać wydłużenie procesu akwizycji Gorenje Surovina. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Famur

Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek

Cena bieżąca: 2,59 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	12,4	24,4		25,7		14,8	
P/CE	4,9	6,5		6,5		6,1	
P/BV	1,5	1,4		1,4		1,3	
EV/EBITDA	4,6	7,1		5,7		4,9	
Dyield (%)	32,4	0,0		0,0		1,6	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	481,5
MC (cena bieżąca)	1 247,1
EV (cena bieżąca)	1 166,5
Free float	13,6%
Zmiana ceny: 1m	7,9%
Zmiana ceny: 6m	44,7%
Zmiana ceny: 12m	-16,5%
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 Krzysztofa Jędrzejewskiego i w przypadku 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 oraz konieczność spełnienia warunków transakcji uważamy, że lepszą ekspozycję na potencjalne synergie płynące z operacyjnego połączenia podmiotów dają akcje Famur. Oczekujemy spadających r/r wyników finansowych Grupy Famur w 1Q'16 (wyniki 16.05). Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Famur.

Kernel

Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:	50,85 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)	4 051,9
marża EBITDA	9,3%	17,0%		15,5%		13,8%		EV (cena bieżąca)	4 373,0
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		9,8		4,9		5,0		Zmiana ceny: 1m	-3,4%
P/CE		6,0		3,8		3,7		Zmiana ceny: 6m	-4,6%
P/BV	1,0	1,2		1,0		0,8		Zmiana ceny: 12m	43,8%
EV/EBITDA	5,5	2,9		3,2		3,2		Min (52 tyg.)	35,2
Dyield (%)	0,0	1,9		1,9		4,1		Max (52 tyg.)	57,5

Mimo wysokiej dynamiki wzrostu wolumenu sprzedaży w 1Q'16 (3Q'16) naszym zdaniem Kernel zanotuje dwucyfrowy spadek wyniku EBITDA oraz wyraźny wzrost wyniku netto (wyniki 30.05). W ostatnim czasie negatywnie na sentyment wokół spółki przełożyła się informacja o sprzedaży aktywów produkcji oleju słonecznikowego w Rosji (wyraźnie poniżej wartości odtworzeniowej). Wśród negatywnych czynników mających wpływ na tegoroczne wyniki należy wymienić również 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). Spadki przy okazji wyników za 1Q'16 wykorzystywalibyśmy jako okazję do zakupu akcji Grupy Kernel (szczególnie poniżej 50 PLN/ akcja). Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Kęty

Trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:	329,90 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)	3 114,9
marża EBITDA	17,0%	16,6%		16,9%		16,9%		EV (cena bieżąca)	3 388,4
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	18,3	14,8		16,7		15,2		Zmiana ceny: 1m	8,4%
P/CE	12,2	10,3		10,8		10,0		Zmiana ceny: 6m	20,0%
P/BV	2,6	2,5		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	1,8%
EV/EBITDA	10,6	10,1		9,8		9,0		Min (52 tyg.)	265,0
Dyield (%)	3,0	4,4		4,0		4,2		Max (52 tyg.)	350,0

W 1Q'16 Grupa Kęty zaraportowała wynik EBITDA jak i netto lekko powyżej wcześniejszych szacunków Zarządu (odpowiednio +3,9% oraz +8,2%). Głównym motorem napędowym wyników okazał się być segment systemów aluminiowych oraz wyrobów wyciskanych. Systemy aluminiowe są obecnie beneficjentem niskich cen aluminium, które stanowią około 30% kosztów wytworzenia. W przypadku wyrobów wyciskanych dobre wyniki są pozytywnym zaskoczeniem, tym bardziej, jeżeli weźmiemy pod uwagę nowe inwestycje w prasy, jakie poczyniła konkurencja w 2015 roku. Spółka w 1Q'16 zaraportowała rekordowy jak na pierwszy kwartał przepływ gotówki z działalności operacyjnej (+72,4 mln PLN), co częściowo zawdzięcza niskim cenom aluminiom i mniejszemu zaangażowaniu w kapitał obrotowy. Dług netto na koniec 1Q'16 okazał się poniżej oczekiwań Zarządu (215,7 mln PLN vs. oczekiwane 280 mln PLN). Po pierwszym kwartale tegoroczna prognoza wyniku EBITDA Zarządu wykonana jest w 25,4% vs. 21,9% w analogicznym okresie roku ubiegłego. Jeżeli ceny aluminium utrzymają się na niskich poziomach, to możliwe, że po IH'16 zarząd zdecyduje się na podwyżkę całorocznej prognozy wyników. Na początku maja jeden z głównych akcjonariuszy (PZU OFE) złożył wniosek o wypłatę dywidendy o 35% wyższej niż wcześniej rekomendował zarząd (17,69 PLN/akcja). Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla Grupy Kęty.

UNIWHEELS — Akumuluj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:	146,10 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2016-04-13
		Cena docelowa:	161,30 PLN						
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	362,6	436,5	20,4%	435,8	-0,2%	474,7	8,9%	Liczba akcji (mln)	12,5
EBITDA	46,8	58,7	25,3%	64,6	10,2%	67,6	4,5%	MC (cena bieżąca)	1 823,3
marża EBITDA	12,9%	13,4%		14,8%		14,2%		EV (cena bieżąca)	1 999,7
EBIT	32,6	43,9	34,5%	47,9	9,2%	48,4	0,9%	Free float	38,7%
Zysk netto	22,8	40,7	78,7%	46,3	13,8%	46,7	0,8%		
P/E	14,6	10,2		8,9		8,9		Zmiana ceny: 1m	4,1%
P/CE	9,0	7,5		6,6		6,3		Zmiana ceny: 6m	23,9%
P/BV	4,0	2,1		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	39,1%
EV/EBITDA	9,0	7,2		7,0		6,4		Min (52 tyg.)	105,0
Dyield (%)	0,0	2,4		5,0		5,6		Max (52 tyg.)	150,0

Grupie UNIWHEELS w 2016 roku sprzyjać będą niższe o 14% ceny gazu ziemnego (oszczędności 1,8 mln EUR), oszczędności po stronie kosztów zarządu (w 2015 koszty związane z IPO obniżyły wynik o 2,9 mln EUR), sprzyjający kurs EUR/PLN (niższe koszty osobowe w Polsce o 0,8 mln EUR) oraz mniejsze koszty obsługi zadłużenia (o 3,1 mln EUR w efekcie spadku kosztu kredytu konsorcjalnego o 45p.b. oraz konwersji pożyczki od akcjonariusza na kapitał własny). Zestawiając pozytywny wpływ tych czynników z oczekiwaną wyższą o 1,9 mln EUR amortyzacją według naszych szacunków UNIWHEELS ma potencjał poprawy wyniku brutto i netto o 6,7 mln EUR r/r. Oczekujemy, że w 1Q'16 spółka zanotuje dwucyfrową poprawę rezultatów na poziomie EBITDA i niższy r/r wynik netto (o wartość różnic kursowych, które w 1Q'15 wyniosły +4,8 mln EUR). Publikacja raportu finansowego za 1Q'16 nastąpi 10.05. Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla UNIWHEELS.

Vistal — Kupuj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:	10,06 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa:	15,80 PLN						
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	322,4	410,3	27,3%	456,8	11,3%	467,1	2,2%	Liczba akcji (mln)	14,2
EBITDA	44,7	42,1	-5,8%	49,8	18,5%	49,9	0,2%	MC (cena bieżąca)	143,0
marża EBITDA	13,9%	10,3%		10,9%		10,7%		EV (cena bieżąca)	364,3
EBIT	27,1	28,0	3,2%	34,2	22,2%	34,6	1,1%	Free float	29,6%
Zysk netto	12,3	14,2	15,8%	18,7	31,3%	21,7	16,2%		
P/E	11,6	10,0		7,6		6,6		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/CE	4,8	5,0		4,2		3,9		Zmiana ceny: 6m	-6,9%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-24,4%
EV/EBITDA	7,2	8,7		7,3		7,0		Min (52 tyg.)	7,9
Dyield (%)	0,0	3,0		4,0		5,2		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). Oczekujemy rosnących r/r wyników w 1Q'16 na poziomie EBITDA (raport 11.05). Naszym zdaniem przy publikacji pozytywnie po raz kolejny zaskoczyć może poziom portfela zamówień, który szacujemy że wyniesie około 320-330 mln PLN (+30% r/r). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji spółki Vistal.

Budownictwo

Budimex

Akumuluj

Analityk: Piotr Zybała

Cena bieżąca: 185,00 PLN
Cena docelowa: 225,10 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-11-04

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	4 949,9	5 134,0	3,7%	5 934,9	15,6%	7 196,4	21,3%
EBITDA	270,3	314,5	16,3%	370,9	17,9%	463,7	25,0%
marża EBITDA	5,5%	6,1%		6,2%		6,4%	
EBIT	247,3	292,2	18,1%	349,9	19,7%	443,0	26,6%
Zysk netto	192,0	235,8	22,8%	288,0	22,1%	361,3	25,4%
P/E	24,6	20,0		16,4		13,1	
P/CE	22,0	18,3		15,3		12,4	
P/BV	9,1	7,9		7,3		6,5	
EV/EBITDA	11,0	7,6		8,5		7,0	
Dyield (%)	6,4	3,3		4,4		6,1	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	25,5
MC (cena bieżąca)	4 723,1
EV (cena bieżąca)	3 168,1
Free float	30,9%
Zmiana ceny: 1m	0,0%
Zmiana ceny: 6m	-11,9%
Zmiana ceny: 12m	7,8%
Min (52 tyg.)	160,1
Max (52 tyg.)	218,0

Najważniejszym wydarzeniem kwietnia w Budimeksie były wyniki spółki za 1Q'16, które pod każdym względem okazały się bardzo dobre i zarazem wyraźnie lepsze od naszych prognoz oraz konsensusu rynkowego. Pierwszy kwartał sezonowo należy do najsłabszych w roku, stąd trudno na jego podstawie wyciągać wnioski na cały rok, niemniej po pierwszym kwartale roku naszą prognozę na 2016 r. uważamy za bezpieczną (ZN=288 mln PLN, P/E=16,4x). Portfel zamówień prezentuje się wyjątkowo dobrze (9,1 mld PLN, +42% r/r), stąd spółka nie powinna mieć problemu z dalszą poprawą wyników po 2016 r. Budimex złożył najkorzystniejsze oferty w kilku znaczących przetargach w obszarze ochrony zdrowia. Dobrze wygląda również kontraktacja w budownictwie mieszkaniowym. Uważamy, że większa skuteczność w kubaturze pozwoli w bieżącym kwartale utrzymać portfel zamówień na poziomie około 9 mld PLN mimo opóźnień w przetargach infrastrukturalnych. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Elektrobudowa

Kupuj

Analityk: Piotr Zybała

Cena bieżąca: 115,30 PLN
Cena docelowa: 170,50 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-12-03

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	1 108,3	1 242,8	12,1%	1 052,3	-15,3%	1 043,7	-0,8%
EBITDA	49,3	77,7	57,6%	86,4	11,2%	87,9	1,8%
marża EBITDA	4,4%	6,3%		8,2%		8,4%	
EBIT	35,7	63,1	76,7%	72,8	15,3%	73,9	1,5%
Zysk netto	27,3	50,2	83,7%	55,1	9,8%	56,8	3,0%
P/E	20,0	10,9		9,9		9,6	
P/CE	13,4	8,4		8,0		7,7	
P/BV	1,6	1,4		1,3		1,2	
EV/EBITDA	11,9	6,3		5,7		5,2	
Dyield (%)	1,7	0,0		3,5		6,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	4,7
MC (cena bieżąca)	547,4
EV (cena bieżąca)	493,3
Free float	43,5%
Zmiana ceny: 1m	9,7%
Zmiana ceny: 6m	-26,5%
Zmiana ceny: 12m	-6,9%
Min (52 tyg.)	105,2
Max (52 tyg.)	158,5

W kwietniu kurs Elektrobudowy wzrósł o ok. 5%, lecz wciąż pozostaje na relatywnie niskim poziomie względem średniej dla sektora (P/E'16=9,9x, EV/EBITDA'16=5,7x). Ograniczone zaufanie do spółki w związku z problemami na kontraktach dla PSE może się utrzymać do czasu odzyskania gotówki zamrożonej w zleceniu „Stacja Byczyna". Gdyby okazało się, że powyższy kontrakt nie stanowi znacznego ryzyka dla wyników, kurs powinien zareagować pozytywnie. W miesiącach letnich sentyment może ulec poprawie w związku z zapowiadaną publikacją strategii zarządu. W 1Q'16 liczymy na nieco lepsze wyniki r/r (niższe przychody i lepsza rentowność). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Erbud

Kupuj

Analityk: Piotr Zybała		Cena bieżąca:	28,85 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)	368,2
marża EBITDA	3,1%	3,5%		4,1%		4,0%		EV (cena bieżąca)	335,1
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	13,6	13,2		10,3		9,4		Zmiana ceny: 1m	-2,2%
P/CE	10,2	9,6		7,9		7,3		Zmiana ceny: 6m	-5,9%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	-9,0%
EV/EBITDA	5,5	4,9		5,1		4,7		Min (52 tyg.)	22,2
Dyield (%)	2,5	1,7		4,2		4,8		Max (52 tyg.)	34,8

W kwietniu kurs Erbudu uległ lekkiej korekcie (podobnie zachował się cały indeks WIG-Budownictwo). Spółka poinformowała o trzech nowych kontraktach o łącznej wartości ok. 150 mln PLN, co można uznać za przyzwoity poziom. Szacujemy, że wyniki spółki za 1Q'16 będą nominalnie przeciętne (4,2 mln PLN zysku netto, 19% r/r) i zapewne nie będą wspierać naszej pozytywnej rekomendacji. Kwartały 1-3 będą w Erbudzie okresem wysokiej bazy, stąd spółce może nie być łatwo przekonać do siebie inwestorów. Uważamy jednak, że nasze całoroczne prognozy (ZN= 36 mln PLN, EBITDA= 66 mln PLN) są w zasięgu spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Unibep

Kupuj

Analityk: Piotr Zybała		Cena bieżąca:	10,35 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)	363,0
marża EBITDA	3,0%	2,5%		3,7%		4,1%		EV (cena bieżąca)	349,0
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	18,3	15,4		10,9		8,8		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	13,6	11,5		8,8		7,3		Zmiana ceny: 6m	-5,9%
P/BV	1,8	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m	0,0%
EV/EBITDA	9,5	10,0		6,8		5,6		Min (52 tyg.)	9,4
Dyield (%)	1,2	1,4		1,6		2,9		Max (52 tyg.)	13,5

Unibep potwierdza pozycję lidera budownictwa mieszkaniowego w Warszawie. Po znaczących kontraktach podpisanych w marcu z Dom Development na 170 mln PLN, w kwietniu spółka pozyskała kolejne zlecenie na 127 mln PLN do grupy Dantex. W naszej opinii świetna koniunktura na rynku mieszkaniowym utrzyma się również w kolejnych kwartałach, a Unibep będzie tego beneficjentem, nie tylko poprzez segment budowlany, lecz również w związku z prowadzonymi inwestycjami deweloperskimi. W związku z silnym portfelem zamówień oraz bankiem ziemi pod projekty deweloperskie, już dziś widać argumenty do wzrostu wyników spółki w 2017 r., co jest rzadkością wśród innych spółek z branży budowlanej. Spodziewamy się, że wyniki 1Q'16 będą umiarkowanie lepsze r/r. W kolejnych kwartałach 2016 r. spodziewamy się znacznie wyższych dynamik. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Deweloperzy

Capital Park — Trzymaj

Analityk: Piotr Zybała

Cena bieżąca: 6,24 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		14,9		47,6		15,6	
P/CE		14,8		46,3		15,5	
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7	
EV/EBITDA		17,6		30,7		20,0	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	107,4
MC (cena bieżąca)	670,0
EV (cena bieżąca)	1 848,6
Free float	
Zmiana ceny: 1m	-4,9%
Zmiana ceny: 6m	3,7%
Zmiana ceny: 12m	38,4%
Min (52 tyg.)	4,5
Max (52 tyg.)	6,6

Od publikacji w marcu wyników za 2015 r., spółka nie komunikowała istotnych dla kursu informacji. W mediach pojawił się wprawdzie wywiad, w którym zarząd porusza temat sprzedaży w pakiecie kompleksu Eurocentrum oraz Royal Wilanów, jednak plany wyjścia z powyższych inwestycji są znane rynkowi już od dłuższego czasu. Ewentualnej transakcji spodziewalibyśmy się nie wcześniej niż pod koniec 2016 r., co ma związek z potrzebą zwiększenia poziomu wynajęcia budynków. Na start projektu Art Norblin liczylibyśmy dopiero w przyszłym roku. Po lekkiej korekcie w kwietniu kurs akcji spółki znajduje się nieco poniżej naszej ceny docelowej. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Dom Development — Kupuj

Analityk: Piotr Zybała

Cena bieżąca: 54,50 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	24,3	16,7		12,5		11,2	
P/CE	22,9	15,9		12,0		10,8	
P/BV	1,6	1,5		1,5		1,5	
EV/EBITDA	19,2	14,0		10,2		9,0	
Dyield (%)	4,0	4,1		6,0		8,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	24,8
MC (cena bieżąca)	1 350,0
EV (cena bieżąca)	1 423,5
Free float	26,6%
Zmiana ceny: 1m	7,9%
Zmiana ceny: 6m	-0,9%
Zmiana ceny: 12m	3,6%
Min (52 tyg.)	45,3
Max (52 tyg.)	58,4

Opublikowane pod koniec kwietnia wyniki spółki za 1Q'16 były kolejnym argumentem wskazującym, że koniunktura w branży deweloperskiej wygląda bardzo dobrze, a nasze całoroczne prognozy finansowe dla branży mogą być zbyt konserwatywne (pierwszym argumentem była przedsprzedaż mieszkań za 1Q'16). Po czterech miesiącach 2016 r. widać, że czynniki ryzyka, których obawialiśmy się (niższa dostępność oraz wyższy koszt kredytu hipotecznego) nie zachwiały fundamentami sektora. Widzimy argumenty do podniesienia naszych prognoz na lata 2016-2017. Uważamy, że istnieje duże prawdopodobieństwo, że wyniki spółki ulegną dalszemu wzrostowi również w 2018 r., a obecna polityka dywidendowa dewelopera zostanie utrzymana. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Echo Investment

Trzymaj

Analityk: Piotr Zybała

Cena bieżąca: 7,04 PLN
Cena docelowa: 6,57 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-06

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	577,4	586,1	1,5%	778,7	32,9%	845,5	8,6%
EBITDA	667,2	915,6	37,2%	366,3	-60,0%	475,9	29,9%
marża EBITDA	115,6%	156,2%		47,0%		56,3%	
EBIT	662,2	911,1	37,6%	360,9	-60,4%	470,5	30,4%
Zysk netto	405,1	514,1	26,9%	222,8	-56,7%	240,0	7,7%
P/E	7,2	5,7		13,0		12,1	
P/CE	7,1	5,6		12,7		11,8	
P/BV	0,9	0,8		0,9		0,8	
EV/EBITDA	8,3	6,7		17,6		14,5	
Dyield (%)	0,0	0,0		20,3		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	412,7
MC (cena bieżąca)	2 905,3
EV (cena bieżąca)	6 432,6
Free float	36,8%
Zmiana ceny: 1m	10,0%
Zmiana ceny: 6m	4,0%
Zmiana ceny: 12m	1,6%
Min (52 tyg.)	5,2
Max (52 tyg.)	7,3

W połowie kwietnia prezesem zarządu Echo Investment został Nicklas Lindberg, przez ostatnie 15 lat związany z firmą Skanska, gdzie w ostatnim czasie zajmował stanowisko prezesa jednostki Commercial Development Europe (dotychczasowy prezes Piotr Gromniak, pozostał w zarządzie). Na obecną chwilę nie wiemy, czy pojawienie się nowego prezesa zapowiada znaczące zmiany w działalności spółki, rozszerzenie składu zarządu o kolejną, doświadczoną osobę, może zapowiadać dalszy wzrost skali działalności inwestycyjnej dewelopera, również na rynkach zagranicznych. Biorąc pod uwagę potencjał nieruchomości posiadanych przez spółkę, uważamy że obecna wycena akcji dewelopera uzasadnia obecną wycenę na poziomie ok. 0,95xNAV. Po zapoznaniu się z planami nowego prezesa dokonamy aktualizacji naszych prognoz finansowych i rekomendacji na Echo Investment. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

GTC

Kupuj

Analityk: Piotr Zybała

Cena bieżąca: 6,93 PLN
Cena docelowa: 8,20 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2015-11-20

(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	124,3	117,4	-5,5%	121,4	3,4%	136,5	12,5%
EBITDA	-123,8	92,2		116,6	26,5%	230,2	97,4%
marża EBITDA	-99,6%	78,5%		96,0%		168,6%	
EBIT	-124,3	91,7		116,1	26,6%	229,7	97,8%
Zysk netto	-183,8	45,2		77,6	71,8%	173,2	123,1%
P/E		16,0		9,3		4,2	
P/CE		15,8		9,3		4,2	
P/BV	1,1	1,1		1,0		0,8	
EV/EBITDA		13,6		12,6		6,9	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	460,2
MC (cena bieżąca)	3 189,3
EV (cena bieżąca)	6 454,7
Free float	58,8%
Zmiana ceny: 1m	-2,3%
Zmiana ceny: 6m	3,9%
Zmiana ceny: 12m	13,8%
Min (52 tyg.)	5,6
Max (52 tyg.)	7,5

W kwietniu spółka zakupiła dwa biurowce w Bukareszcie o łącznej powierzchni 15 tys. m^2 oraz otrzymała pozwolenie na budowę biurowca w Łodzi o pow. 19 tys. m^2. Tym samym powierzchnia pracujących nieruchomości GTC wzrosła o około 7% względem końca 2015 r. Przełoży się to na wzrost przychodów z najmu w kolejnych kwartałach, prawdopodobnie w nieco szybszym tempie niż zakładają nasze prognozy. Nie obawiamy się również o nasze prognozy rewaluacji nieruchomości w 2016 r., którą szacujemy na poziomie +43 mln EUR. Budowa Galerii Północnej powinna zakończyć się zgodnie z planem w połowie 2017 r., a łączną rewaluację powyższego projektu szacujemy na około 150 mln EUR. Uważamy że obecna wycena rynkowa akcji GTC nie dyskontuje budowy planowanej galerii handlowej w Wilanowie. Bez realizacji powyższej inwestycji potencjał dalszego wzrostu kursu spółki jest mocno ograniczony (co nie znaczy, że go nie ma). Sądzimy, że na konferencji za 1Q'16 zarząd powstrzyma się od komentarza, kiedy spodziewane jest pozyskanie pozwolenia na budowę Galerii Wilanów, podobnie jak to miało miejsce podczas poprzednich konferencji. Wysiłki by rozpocząć budowę galerii są jednak intensywne i w naszej ocenie rozpoczęcie budowy jest możliwe jeszcze w bieżącym roku (scenariusz zakładany przez nas w prognozach). Same wyniki finansowe za 1Q'16 powinny inwestorów zadowolić. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Robyg

Kupuj

Analityk: Piotr Zybała

Cena bieżąca: 3,11 PLN
Cena docelowa: 3,40 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-01-28

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	409,3	480,4	17,4%	541,9	12,8%	488,1	-9,9%
EBITDA	61,8	60,8	-1,7%	108,8	79,1%	96,9	-10,9%
marża EBITDA	15,1%	12,6%		20,1%		19,9%	
EBIT	60,5	59,0	-2,4%	106,6	80,7%	94,7	-11,1%
Zysk netto	42,3	79,7	88,4%	84,0	5,4%	78,8	-6,2%
P/E	19,3	10,3		9,7		10,4	
P/CE	18,7	10,0		9,5		10,1	
P/BV	1,8	1,6		1,6		1,5	
EV/EBITDA	17,0	18,1		8,9		9,6	
Dyield (%)	2,6	3,5		6,4		7,1	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	263,1
MC (cena bieżąca)	818,2
EV (cena bieżąca)	966,0
Free float	16,5%
Zmiana ceny: 1m	4,0%
Zmiana ceny: 6m	22,9%
Zmiana ceny: 12m	26,4%
Min (52 tyg.)	2,2
Max (52 tyg.)	3,2

W ostatnich dniach Robyg pozyskał działki w trzech nowych lokalizacjach na łącznie około 1500 lokali. Na pierwszy rzut oka zakupione nieruchomości powinny przy obecnych cenach mieszkań przynieść spółce przynajmniej 25% marżę. Bardziej precyzyjne szacunki będą możliwe po zapoznaniu się ze szczegółami projektów. Zakładając jednak, że za ostatnimi zakupami nie kryją się żadne ukryte koszty (np. drogiej infrastruktury), w zasięgu spółki są marże w okolicy 30%. Podobnie jak w przypadku Domu Development, wyniki sprzedaży mieszkań w Robygu w pierwszych trzech miesiącach 2016 r. przekroczyły nasze oczekiwania, a nasze prognozy na okres 2016-2017 wyglądają konserwatywnie (ZN: 80-85 mln PLN, P/E=9-10x). Posiadany bank ziemi pozwoli na utrzymanie powyższych wyników również w 2018 r., a czasu, by ten potencjał jeszcze zwiększyć, jest sporo. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Handel

AmRest

Trzymaj

Analityk: Piotr Bogusz

Cena bieżąca: 220,00 PLN
Cena docelowa: 217,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-06

(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	90,3	29,2		30,2		24,3	
P/CE	18,1	12,2		11,1		9,5	
P/BV	5,1	4,5		3,9		3,5	
EV/EBITDA	17,7	13,2		11,2		9,5	
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,7	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	21,2
MC (cena bieżąca)	4 667,1
EV (cena bieżąca)	5 676,2
Free float	33,3%
Zmiana ceny: 1m	5,6%
Zmiana ceny: 6m	22,2%
Zmiana ceny: 12m	66,2%
Min (52 tyg.)	132,4
Max (52 tyg.)	229,6

Pod koniec kwietnia spółka opublikowała dobre wyniki za 1Q'16, wykazując poprawę we wszystkich najważniejszych segmentach działalności. W 1Q'16 sprzedaż wzrosła o 14,4% R/R do 858,2 mln PLN, EBITDA wzrosła o 21,2% R/R do 116 mln PLN, a zysk netto wzrósł o 46,7% R/R do 39,8 mln PLN. Sieć restauracji powiększyła się o 12,6% R/R do 912 placówek. Biorąc pod uwagę dynamikę sprzedaży i tempo rozwoju sieci sprzedażowej, efektywność sprzedaży/restaurację poprawiła się o 1,6% R/R w 1Q'16. Jednocześnie spółka poinformowała o zamiarze zakupienia 100% udziałów w operatorze sieci Starbucks w Niemczech od Starbucks Coffee Company. Umowa ma zostać sfinalizowana 23 maja 2016 roku. Po zakończeniu transakcji nabycia AmRest będzie prowadził na rynku niemieckim lokale pod markami La Tagliatella oraz Starbucks. Nie jest wykluczone wprowadzenie kolejnych marek na ten rynek. Jednocześnie zarząd poinformował, że spółka nadal będzie szukała okazji akwizycyjnych w regionie. Po istotnym wzroście kursu uważamy, że pozytywne czynniki są prawidłowo wycenione i obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj.

CCC

Redukuj

Analityk: Piotr Bogusz

Cena bieżąca: 169,00 PLN
Cena docelowa: 149,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-06

(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	15,4	24,8		24,8		18,4	
P/CE	13,7	20,2		18,9		14,6	
P/BV	6,8	5,8		5,1		4,2	
EV/EBITDA	23,3	22,3		18,7		14,3	
Dyield (%)	0,9	1,8		0,9		0,9	

Podstawowe dane (mln PLN)	
Liczba akcji (mln)	38,4
MC (cena bieżąca)	6 489,6
EV (cena bieżąca)	7 435,2
Free float	57,8%
Zmiana ceny: 1m	17,0%
Zmiana ceny: 6m	8,3%
Zmiana ceny: 12m	-11,1%
Min (52 tyg.)	109,0
Max (52 tyg.)	193,0

Spółka zaraportowała bardzo dobre wyniki sprzedażowe w kwietniu, gdzie dynamika sprzedaży wyniosła 41,7% R/R. Sprzedaż zrealizowana w sieci detalicznej wzrosła o 30% R/R do 269 mln PLN. Według naszych szacunków za około 10% dynamiki wzrostu sprzedaży R/R odpowiadała konsolidacja Eobuwie.pl. Sprzedaż spółki była wspierana przez efekt Świąt Wielkanocnych oraz przesunięcie części popytu z III'16. W kwietniu wszystkie podstawowe rynki CCC odnotowały dodatnią sprzedaż porównywalną. Należy podkreślić, że dobre wyniki sprzedażowe w kwietniu spółka zanotowała na rynku niemieckim, gdzie sprzedaż porównywalna liczona od początku roku przekroczyła 10%. CCC zaraportuje wyniki za 1Q'16 12 maja 2016 roku. Rezultaty osiągnięte w kwartale powinny być słabe, ze względu na niski wynik sprzedażowy spółki w marcu. Szacujemy, że w 1Q'16 przychody spółki wyniosą 530,2 mln PLN (+23% R/R), –14,4 mln PLN EBIT (vs. 10,4 mln PLN w 1Q'15) oraz -11,9 mln PLN zysku netto (vs. 6,4 mln PLN w 1Q'15). Pomimo dobrych wyników spółki w kwietniu oraz atrakcyjnych perspektyw na dalszy rozwój kanału e-commerce, uważamy że obecna wycena nie jest uzasadniona ze względu na wyniki biznesu niemieckiego i austriackiego. Biorąc powyższe pod uwagę obniżamy naszą rekomendację z trzymaj do redukuj.

Eurocash

Sprzedaj

Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:	53,10 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2016-04-18
		Cena docelowa:	42,70 PLN						
(mln PLN)	**2014**	**2015**	**zmiana**	**2016P**	**zmiana**	**2017P**	**zmiana**	**Podstawowe dane (mln PLN)**	
Przychody	16 963,8	20 318,2	19,8%	21 369,1	5,2%	23 612,4	10,5%	Liczba akcji (mln)	138,9
EBITDA	412,5	475,6	15,3%	522,4	9,8%	584,1	11,8%	MC (cena bieżąca)	7 376,7
marża EBITDA	2,4%	2,3%		2,4%		2,5%		EV (cena bieżąca)	7 765,3
EBIT	287,2	325,1	13,2%	371,5	14,3%	421,2	13,4%	Free float	46,3%
Zysk netto	180,5	212,4	17,6%	254,9	20,0%	295,1	15,8%		
P/E	40,8	34,7		28,9		25,0		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/CE	24,1	20,3		18,2		16,1		Zmiana ceny: 6m	10,7%
P/BV	7,4	6,6		6,0		5,3		Zmiana ceny: 12m	39,9%
EV/EBITDA	20,0	16,0		14,9		12,8		Min (52 tyg.)	35,8
Dyield (%)	1,5	1,5		1,9		1,7		Max (52 tyg.)	58,3

Koniec pozytywnego efektu konsolidowania Service FMCG oraz Inmedio w 4Q'15, spowoduje istotne zmniejszenie dynamiki wyników Eurocash w 1Q'16. Oczekujemy, że spółka poprawi przychody o 4,6% R/R do 4 819 mln PLN. Sprzedaż porównywalna spółki powinna być wspierana przez pozytywny efekt Świąt Wielkanocnych oraz dodatkowy dzień handlu w lutym. Pozytywne trendy były widoczne w wynikach Jeronimo Martins. Oczekujemy, że Eurocash nieznacznie poprawi marżę brutto na sprzedaży do 9,13% oraz zmniejszy narzut kosztów SG&A o 0,09p.p. R/R do 8,61%, co powinno doprowadzić do zwiększenia marży EBIT o 0,11p.p. R/R do 0,26% w 1Q'16. W efekcie EBIT powinien wynieść 12,7 mln PLN w 1Q'16 (vs. 6,8 mln PLN w 1Q'15). Naszym zdaniem istotnym elementem wyników będzie zaraportowana dynamika sprzedaży porównywalnej w segmentach C&C oraz Delikatesy Centrum. Jednocześnie zwracamy uwagę, że po przejęciu EKO Holding spółka powinna dokonać kolejnych akwizycji, aby obecna wycena giełdowa była uzasadniona. Podtrzymujemy nasze negatywne podejście do spółki i rekomendujemy sprzedaż akcji.

Jeronimo Martins

Trzymaj

Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:	14,23 EUR					Data ostatniej aktualizacji:	2016-04-18
		Cena docelowa:	14,90 EUR						
(mln EUR)	**2014**	**2015**	**zmiana**	**2016P**	**zmiana**	**2017P**	**zmiana**	**Podstawowe dane (mln EUR)**	
Przychody	12 680,0	13 728,0	8,3%	14 484,3	5,5%	16 107,3	11,2%	Liczba akcji (mln)	629,3
EBITDA	732,0	801,0	9,4%	875,1	9,3%	973,7	11,3%	MC (cena bieżąca)	8 954,8
marża EBITDA	5,8%	5,8%		6,0%		6,0%		EV (cena bieżąca)	9 228,4
EBIT	448,5	486,0	8,4%	548,1	12,8%	635,2	15,9%	Free float	32,3%
Zysk netto	302,4	333,0	10,1%	384,4	15,4%	454,8	18,3%		
P/E	29,6	26,9		23,3		19,7		Zmiana ceny: 1m	-0,2%
P/CE	15,3	13,8		12,6		11,3		Zmiana ceny: 6m	10,5%
P/BV	6,4	6,7		5,7		4,9		Zmiana ceny: 12m	20,7%
EV/EBITDA	13,0	11,8		10,5		9,1		Min (52 tyg.)	45,7
Dyield (%)	2,3	4,4		1,9		2,1		Max (52 tyg.)	64,2

Sieć Biedronka wygenerowała wysoki wynik lfl na poziomie 7,6% R/R w 1Q'16. Był on wspierany przez pozytywny efekt Świąt Wielkanocnych oraz dodatkowy dzień handlu w lutym. Oczyszczając sprzedaż porównywalną o powyższe jednorazowe czynniki, jej dynamika powinna wynieść około 5,4%. Sieć Biedronka poprawiła marżę EBITDA o 0,3p.p. do 6,6% w 1Q'16, co wynikało przede wszystkim z rozwodnienia kosztów SG&A. Rentowność EBITDA na poziomie Grupy wzrosła o 0,2p.p. R/R do 5,4% w 1Q'16. W efekcie EBITDA wzrosła o 11,5% R/R do 185,1 mln EUR. Jeronimo Martins planuje dalej modernizować strategię sprzedażową sieci Biedronka w celu optymalizacji efektywności sprzedaży. Jednocześnie wynikom sieci powinny sprzyjać: i) wyhamowanie spadku cen żywności i napojów bezalkoholowych R/R oraz ii) podwyższone wydatki na konsumpcję w Polsce. Zarząd JMT ocenia pozytywnie wyniki sieci Ara w Kolumbii i planuje otworzenie trzeciego centrum dystrybucyjnego w kolejnym regionie do końca 2016, co powinno pozwolić na przyśpieszenie z rozwojem sieci sprzedażowej na tym rynku. Zgodnie z opublikowaną strategią, zarząd planuje otwarcie 1000 sklepów do końca 2020 roku 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. Uważamy, że powyższe czynniki są już zdyskontowane w wycenie Jeronimo Martins i rekomendujemy trzymanie akcji spółki.

LPP	Redukuj								
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		5 400 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)	9 774,4
marża EBITDA	16,8%	14,2%		12,7%		13,5%		EV (cena bieżąca)	10 384,9
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	20,4	27,8		25,3		19,0		Zmiana ceny: 1m	-1,8%
P/CE	14,5	17,0		15,3		12,5		Zmiana ceny: 6m	-20,8%
P/BV	6,0	5,2		4,4		3,8		Zmiana ceny: 12m	-24,5%
EV/EBITDA	12,7	14,3		13,7		11,0		Min (52 tyg.)	5 011,0
Dyield (%)	1,8	0,6		1,0		1,8		Max (52 tyg.)	7 997,0

Sprzedaż spółki wzrosła o 23% R/R do 4725 mln PLN w kwietniu 2016. Dynamika poprawy sprzedaży była powyżej tempa rozwoju powierzchni sprzedażowej, co implikuje dodatnią sprzedaż porównywalną. W poprawie sprzedaży spółce sprzyjał efekt niskiej bazy (w IV'15 sprzedaż wzrosła o 1,3% R/R) oraz przesunięcie części popytu z III'16. Zarząd wskazuje, że największym problemem związanym ze sprzedażą jest niski wynik sklepów Reserved działających na rynku polskim. Jednocześnie spółka zaraportowała spadek szacunkowej marży brutto na sprzedaży o 5p.p. do 51% w IV'16. W ciągu ostatnich dwóch lat marża brutto na sprzedaży obniżyła się o 11p.p. Wpływ na taką sytuację ma wzrost kursu USD (zwiększenie kosztów zakupu sprzedanych towarów) oraz brak możliwości przeniesienia podwyższonych kosztów na konsumenta (ze względu na silną konkurencję na rynku). W pierwszych czterech miesiącach 2016 roku spółka zanotowała spadek marży brutto na sprzedaży o 5,4p.p. R/R do 48,1% (znacznie większy spadek niż cel zarządu). Jednocześnie oczekujemy wzrostu kosztów SG&A/mkw. Powyższe tendencje powinny być widoczne w raporcie za 1Q'16, który zostanie opublikowany 12.05.2016. 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:	11,04 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa:	13,70 PLN						
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 739,8	2 115,5	21,6%	2 381,6	12,6%	2 628,4	10,4%	Liczba akcji (mln)	67,4
EBITDA	105,1	103,2	-1,8%	120,5	16,7%	135,4	12,4%	MC (cena bieżąca)	743,6
marża EBITDA	6,0%	4,9%		5,1%		5,2%		EV (cena bieżąca)	1 039,2
EBIT	89,1	91,8	2,9%	106,6	16,2%	118,9	11,6%	Free float	30,6%
Zysk netto	36,2	32,8	-9,4%	47,4	44,4%	57,4	21,0%		
P/E	20,5	22,7		15,7		13,0		Zmiana ceny: 1m	-6,4%
P/CE	14,2	16,8		12,1		10,1		Zmiana ceny: 6m	-31,0%
P/BV	1,9	2,0		1,7		1,4		Zmiana ceny: 12m	-42,1%
EV/EBITDA	8,5	10,2		8,6		7,5		Min (52 tyg.)	10,4
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	19,4

Po słabych wynikach finansowych za 4Q'15, nie spodziewamy się przełomu w wynikach za 1Q'16. W wynikach powinny być widoczne dwa negatywne trendy: (1) spadek rentowności brutto na sprzedaży do poziomu 10,0% ze względu na straty na rynku niemieckim oraz (2) istotny wzrost kosztów SG&A. Po istotnych zmianach w Zarządzie, spodziewamy się poprawy w wynikach w okolicy 3Q'16 ze względu na restrukturyzację kontraktów na rynku niemieckim oraz dalszy szybki rozwój zagraniczny. Liczymy także na efekty optymalizacji kosztowej i upraszczanie grupy kapitałowej, zapowiadanej przez nowego prezesa na spotkaniach po wynikach 4Q'15. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

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

Agora

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2015-11-13	2016-02-02	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	12,19	11,45	12,94
WIG w dniu rekomendacji	49358,20	44294,89	46430,16

AmRest

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2016-02-02	2016-04-06	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	188,50	208,50	220,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	47790,29	46430,16

Asseco Poland

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2015-11-16	2016-02-02	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	55,00	56,50	57,69
WIG w dniu rekomendacji	48697,10	44294,89	46430,16

BEZ WBK

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-04-06	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	311,50	285,25	260,20	297,50	295,55	257,05
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89	46448,27	47790,29	46430,16

CCC

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2015-12-15	2016-02-02	2016-03-04	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	132,00	124,40	147,30	169,00
WIG w dniu rekomendacji	43887,16	44294,89	46448,27	46430,16

CD Projekt

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2015-09-04	2016-02-02	2016-04-06	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	25,55	23,09	25,85	24,59
WIG w dniu rekomendacji	50977,06	44294,89	47790,29	46430,16

Handlowy

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-04-06	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	85,50	70,00	74,46	84,41	85,85	72,69
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89	46448,27	47790,29	46430,16

Komercni Banka

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2016-02-02	2016-03-04	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	5239,00	4942,00	4624,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	46448,27	46430,16

PGE

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2015-09-03	2016-02-02	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	15,08	13,55	12,95
WIG w dniu rekomendacji	50135,97	44294,89	46430,16

PGNiG

rekomendacja	Sprzedaj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2015-10-09	2015-12-03	2016-02-02	2016-04-19	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	6,94	5,24	5,04	5,10	4,92
WIG w dniu rekomendacji	51222,77	47002,61	44294,89	48195,06	46430,16

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, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, 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, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, 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 11 niniejszego 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