

czwartek, 2 czerwca 2016 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: czerwiec 2016

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Globalnie inwestorzy zajęli pozycję wyczekującą na wynik referendum ws. Brexitu. Rynki nie reagują na sondaże wskazujące na ryzyko wyjścia WB, co sugeruje, że jeszcze przed ogłoszeniem wyników może dojść do spekulacyjnego wybiecia indeksów.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że uwaga rynku w czerwcu nadal skupiona będzie na rezultacie prac Kancelarii Prezydenta odnośnie kredytów denominowanych w CHF. Prace nad ustawą wywierają 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 (liczymy na podwyżkę dywidendy na WZA). Utrzymujemy negatywne nastawienie do PKN.

Energetyka

Ceny energii na rynku niemieckim rosną napędzane surowcami i CO₂, co stanowi bardzo dobrą informację dla CEZ (podtrzymujemy rekomendację kupuj). Perspektywa korzystnych zmian regulacyjnych powinna też poprawiać sentyment do polskich spółek, w szczególności TPE, ZEPAK i PGE.

Telekomunikacja, Media, IT

W czerwcu liczymy na wzrost notowań Netii ze względu na uchwalenie wysokiej dywidendy na zbliżającym się WZA. Podtrzymujemy też pozytywne podejście do Orange Polska, które w przeciwieństwie do Cyfrowego Polsatu wypłaci dywidendę za 2015 r. i ma lepszą sytuację bilansową. W sektorze mediowym naszym faworytem jest Wirtualna Polska, a wśród spółek IT Asseco Business Solutions.

Górnictwo i metale

Słabe odczyty PMI potwierdzają utrzymywanie się negatywnego momentum w światowej gospodarce, a to nadal będzie negatywnie wpływać na ceny metali przemysłowych. Ryzyko Brexitu wesprze ceny metali szlachetnych.

Przemysł

Statystycznie wyniki za 1Q'16 w spółkach przemysłowych były najlepsze od około roku pod względem poprawy rezultatów (69% przedstawiło wyniki lepsze r/r) oraz generowanych pozytywnych zaskoczeń (56% wyników lepszych od naszych oczekiwań). Według nas najlepszą perspektywę do wzrostu posiadają Amica, Alumetal, Elemental, Grajewo, Tarczyński, Vistal, Uniwheels. Unikilibyśmy akcji Forte oraz Kruszwicy.

Budownictwo

Trwający marazm w przetargach publicznych generuje ryzyko dla wyników spółek w 2017 r. Nie dotyczy to Budimeksu oraz Unibepu, których portfele zamówień na przyszły rok są silne.

Deweloperzy

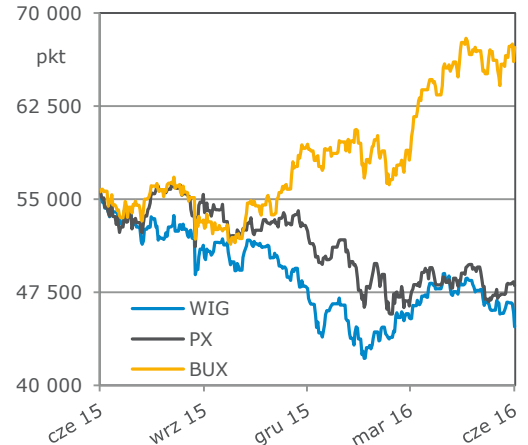
Obawy o następstwa programu Mieszkanie+ oraz ustawy o obrocie gruntami rolnymi są w naszej ocenie przedwczesne. Majową korektę wykorzystalibyśmy do zwiększenia udziału w sektorze. Na początku lipca liczymy na dobre dane o sprzedaży mieszkań w 2Q.

Handel

Wyniki większości spółek z sektora odzieżowego i obuwicznego w 1Q'16 były słabe ze względu na niską sprzedaż zrealizowaną w III'16. Naszym zdaniem w VI'16 jednym z ważniejszych zdarzeń będą postępy prac związanych z przyjęciem podatku handlowego.

WIG 44 701
Średnie P/E 2016 11,6
Średnie P/E 2017 10,5
Średni dzienny obrót (3M) 680 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
CD PROJEKT	Trzymaj	▼
GRUPA AZOTY	Kupuj	▲
HANDLOWY	Trzymaj	▼
KOMERCNI BANKA	Akumuluj	▼
PGE	Kupuj	▲
PGNiG	Akumuluj	▼
WIRTUALNA POLSKA	Akumuluj	▼

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

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

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Makroekonomia	9
3. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	11
4. Statystyki rekomendacji	12
5. Banki	13
5.1. Alior Bank	13
5.2. BZ WBK	13
5.3. Getin Noble Bank	14
5.4. Handlowy	14
5.5. ING BSK	15
5.6. Millennium	15
5.7. Pekao	16
5.8. PKO BP	16
5.9. Komercni Banka	17
5.10. Erste Bank	17
5.11. RBI	18
5.12. OTP Bank	18
6. Ubezpieczyciele	19
6.1. PZU	19
7. Usługi finansowe	20
7.1. Kruk	20
7.2. Prime Car Management	20
7.3. Skarbiec Holding	21
8. Paliwa, chemia	22
8.1. Ciech	22
8.2. Grupa Azoty	22
8.3. Lotos	23
8.4. MOL	23
8.5. PGNiG	24
8.6. PKN Orlen	24
8.7. Polwax	25
8.8. Synthos	25
9. Energetyka	26
9.1. CEZ	26
9.2. Enea	26
9.3. Energa	27
9.4. PGE	27
9.5. Tauron	28
10. Telekomunikacja	29
10.1. Netia	29
10.2. Orange Polska	29
11. Media	30
11.1. Agora	30
11.2. Cyfrowy Polsat	30
11.3. Wirtualna Polska	31
12. IT	32
12.1. Asseco Poland	32
12.2. CD Projekt	32
13. Górnictwo i metale	33
13.1. KGHM	33
13.2. LW Bogdanka	33
14. Przemysł	34
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

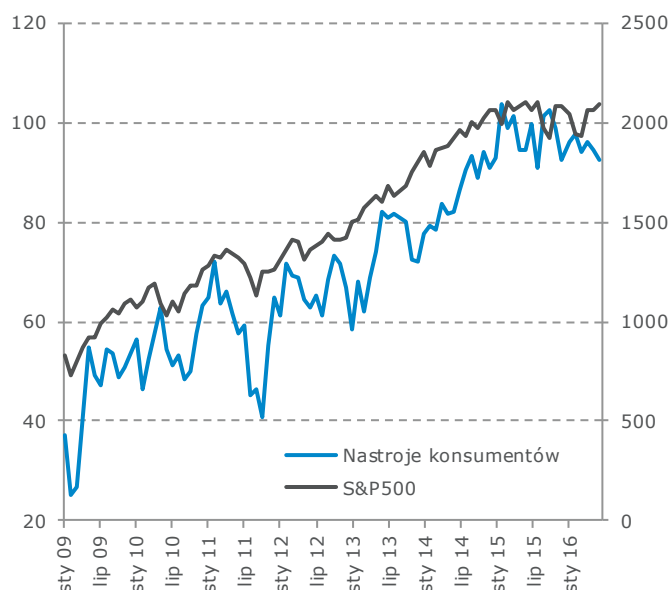
Sondaże z początku maja wskazujące na oddalające się ryzyko Brexitu i lepsze dane makro w USA pozwoliły na wzrost apetytu na ryzyko w skali globalnej. W minionym miesiącu S&P500 zwyżkował o 1,5%, a DAX o 2,2%. Pomimo drożejącej ropy naftowej indeksy rynków wschodzących (MCSI EM) zachowywały się słabiej (-3,7% m/m) niż indeksy rynków rozwiniętych, na co zasadniczy wpływ miał umacniający się USD i słabsze dane makro z EM. W kontekście niższych (niż oczekiwania rynkowe) dywidend z największych spółek notowanych na GPW, a przede wszystkim rosnącego ryzyka dalszego demontażu OFE - 4,7% spadek WIG20 na tle indeksów z EM nie wydaje się złym wynikiem (WIG spadł podobnie jak MSCI EM o 3,7%). Dane makro z polskiej gospodarki – po słabszym kwietniu – w maju powróciły do prognozowanych wcześniej trendów wzrostowych i potwierdzają realny scenariusz 3,5%+ wzrostu PKB. W takim otoczeniu i dodatkowo słabszym PLN nadal beneficjentami otoczenia rynkowego będą małe i średnie spółki. W czerwcu powinien pojawić się projekt „ustawy frankowej”, co będzie miało istotny wpływ na wyceny banków.

Jak wskazują dane z globalnych funduszy inwestycyjnych, a także badania sentymentu inwestorów indywidualnych, rynki oczekują na wynik czerwcowego referendum w WB (wysoki udział gotówki w portfelach). Jego wynik określi kierunek indeksów giełdowych na kolejne tygodnie, przy czym warto zwrócić uwagę, że sondaże z połowy maja wskazujące na malejące ryzyko Brexitu wywołały na rynkach fale wzrostową. Z kolei nowe badania z przełomu maja i czerwca (wzrost prawdopodobieństwa opuszczenia UE) sprowadzały się do dwudniowej korekty wcześniejszych wzrostów. To sugeruje, że jeszcze przed referendum może dojść do spekulacyjnego wybicia się indeksów z obecnej konsolidacji w górę. Czy będzie to początek kolejnej fali wzrostowej czy „fałszywe wybicie” dowiemy się zapewne dopiero 24 czerwca.

Mieszane dane makro

Najnowsze odczyty PMI dla światowej gospodarki potwierdzają, że wprawdzie gospodarka nie wchodzi w recesję (jak obawiano się na początku roku), jednak tempo wzrostu przynajmniej w drugim kwartale będzie niskie. W przypadku Europy, spadające PMI wskazują na spowolnienie w stosunku do relatywnie niezłych danych za pierwsze trzy miesiące roku. Zarówno w Europie jak i USA nadal utrzymuje się trend niskich inwestycji (również w Polsce) – przy niepewnym otoczeniu firmy preferują przeznaczenie środków finansowych na skup akcji i M&A, co pomimo niskiej dynamiki wzrostu EPS wspiera wyceny spółek. Inwestorzy entuzjastycznie reagowali na kwietniowe dane (publikacja w połowie maja) o sprzedaży detalicznej w USA, która pozostaje głównym motorem wzrostu gospodarki amerykańskiej. Zwracamy jednak uwagę na słaby odczyt majowego Conference Board (92,6 pkt.), który od dwóch miesięcy spada. Jest to o tyle zaskakujące, że indeksy giełdowe od lutego znajdują się w trendach wzrostowych – pomiędzy wskaźnikiem a S&P500 zachodziła wysoka korelacja.

Indeks S&P500 na tle Conference Board

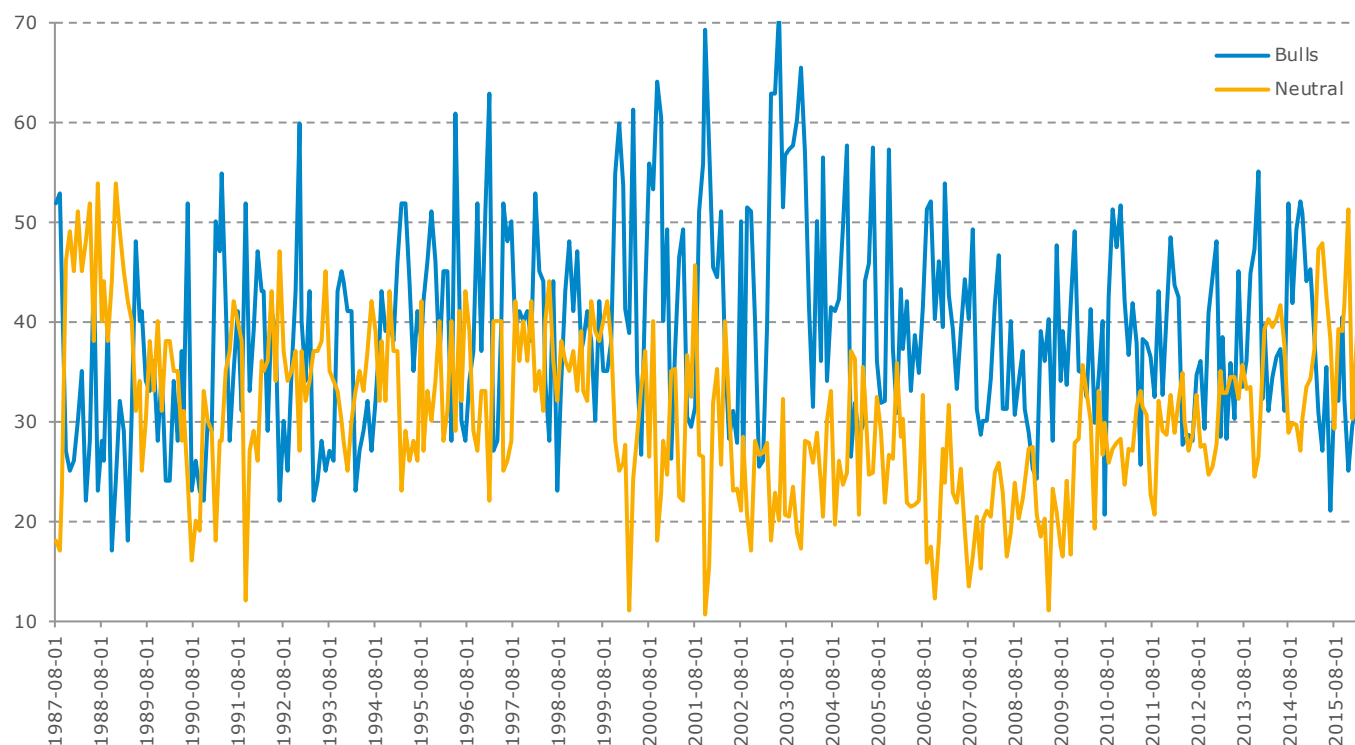


Źródło: Bloomberg

Niezdeterminowanie inwestorów w oczekiwaniu na referendum w WB – przed nami silny ruch indeksów

Wg badania AAI na koniec maja rozkład sentymentu inwestorów indywidualnych był następujący: optymiści – 17,8%, pesymiści – 29,4%, niezdeterminowani – 52,9%. Odczyty charakteryzują się silnymi odchyleniami (dane publikowane są od 1987 roku), tj. osiągnięto historycznie wysoki udział niezdeterminowanych i niski optymistów. Podobne relacje występowały już kilkakrotnie i zapowiadały silny ruch indeksów. Przykładowa taka rozkład przypomina okres kilku miesięcy po „zawale” rynków finansowych w październiku 1987 roku. W końcu lat ‘80 z czasem niezdeterminowani zaczęli kupować akcje i indeksy powróciły do trendu wzrostowego, którego apogeum przypada na lata ‘90. Wzrostom na giełdzie w okresie 1987-1990 towarzyszyła dobra koniunktura w gospodarce (dynamiczny rozwój nowych technologii i szybkie zadłużanie się amerykańskich gospodarstw domowych), a w tle seria podwyżek stóp procentowych przez FED (wzrost z 6,5% do 9,75%, do roku 1994 stopy spadły do 3,0% wywołując silne wzrosty cen akcji). Wysoki udział niezdeterminowanych wystąpił również w grudniu 2015 (51,3%, optymiści 25,1%) poprzedzając dynamiczne spadki cen w styczniu 2016, kiedy wzrosło ryzyko recesji w USA (m.in. spadek cen ropy i ryzyko bankructw w sektorze wydobywczym). Na poziomie inwestorów instytucjonalnych duże niezdeterminowanie rynku potwierdza wysoki poziom gotówki w portfelach funduszy (5,5%) – zbliżony do recesji po upadku Lehman’a. Biorąc pod uwagę ostatnie sondaże dotyczące Brexit’u, taka niepewność utrzyma się do referendum. Wynik głosowania określi kierunek rynku w kolejnych tygodniach. Po optymistycznych sondażach publikowanych w połowie maja, ostatnie badania opinii wskazują na ponowny wzrost ryzyka wyjścia. Różnice mieszczą się jednak w granicach błędów statystycznego.

Sentyment inwestorów indywidualnych na S&P500



Źródło: AAI

W Polsce bez zmian - pozytywne sygnały z makro, niestabilne otoczenie polityczno-regulacyjne

Majowe dane z polskiej gospodarki nieco poprawiły nastroje po słabym kwietniu. Zarówno produkcja przemysłowa (również PMI) jak i sprzedaż detaliczna (z tradycyjnie dobrymi danymi z rynku pracy) powróciły do zakładanych na cały rok trendów wzrostowych. Rosnące zatrudnienie i wzrost realnych dochodów w połączeniu z efektem 500+ powinny w kolejnych miesiącach amortyzować niski poziom inwestycji. Z zakładanych przez rząd wpływów budżetowych z tytułu dywidend na poziomie 5 mld PLN, biorąc pod uwagę dotychczasowe rekomendacje zarządów największych spółek giełdowych, uda się zrealizować ok. 3,2-3,5 mld PLN. W skali budżetu to relatywnie niewielki ubytek, jednak wraz z kolejnymi spekulacjami mediów rzekomo bazujących na „dobrze poinformowanych źródłach”, rosną obawy o dalszy demontaż OFE (w opcji – konsolidacja aktywów zarządzana przez jeden podmiot kontrolowany przez Skarb Państwa), co z kolei ma zasadniczy wpływ na wyceny spółek na GPW. Na przełomie sierpnia i września, kiedy zakończy się kolejne

„okno transferowe” i otwarty zostanie przegląd systemu (wnioski sformułowane do końca 2016) można oczekiwać natężenia informacji/spekulacji dotyczących przyszłości funduszy. Gorsze dane makro/sytuacja budżetowa na 2017 czy wzrost ryzyka zewnętrznego oznaczają rosnące prawdopodobieństwo niekorzystnych dla przyszłości GPW rozstrzygnięć. Na dziś oceniamy je na ponad 50%.

W maju pozytywny wpływ na rynek, w tym na PLN (przynajmniej w perspektywie kilku dni), miała decyzja agencji Moody's, która wbrew oczekiwaniom części inwestorów nie obniżyła ratingu Polski, a jedynie jego perspektywę do negatywnej. Moody's wypunktował najważniejsze czynniki ryzyka – ich ewentualna eskalacja zapewne skłoni agencję do dalszych kroków. Kolejne terminy, kiedy poszczególne agencje mogą wypowiedzieć się na temat ratingu to: S&P - 1 lipca; Fitch - 15 lipca; Moody's - 9 września.

Michał Marczał

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory w czerwcu

Finanse

- Nowa propozycja ustawy CHF jest oczekiwana po 7 czerwca. Uważamy, że spekulacje oraz komentarze do propozycji ustawy polityków będą w czerwcu 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.
- Uważamy, że w czerwcu kursy akcji banków zagranicznych, a w szczególności Erste Banku (kupuj), powinny zachowywać się znacznie lepiej niż banków w Polsce. Powodem ku temu jest relatywnie niska wycena.
- Zwracamy także uwagę na nadal wysoką wycenę Pekao (sprzedaj). Notowany na 2016P P/E 19,5x Pekao handlowany jest z 30% premią do średniej polskiej oraz 64% 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

- Ceny ropy pierwszy raz od wielu miesięcy osiągnęły poziom 50 USD/Bbl i naszym zdaniem pozytywny trend będzie kontynuowany nawet bez ograniczenia produkcji przez kraje OPEC z uwagi na oczekiwaną dalszą redukcję wydobycia w USA
- Marże rafinerijne chwilowo zostały wsparte przez strajki we Francji, które doprowadziły do wzrostu cracku na dieslu. Uważamy jednak, że ze względu na wysokie zapasy, rosnący eksport z Chin oraz sezonowe zwiększenie użycia rafinerii amerykańskich rentowność przerobu znajdzie się pod presją.
- Zwracamy uwagę na negatywny trend na marżach petrochemicznych w ostatnich tygodniach, co prawdopodobnie wynika z zakończenia procesu odbudowy zapasów u klientów.
- Po ostatnim wzroście kursu obniżamy rekomendację dla PGNiG do akumuluj. Podtrzymujemy negatywne nastawienie do PKN Orlen.
- Kluczowe rekomendacje: PGNiG (akumuluj), PKN Orlen (redukuje).

Chemia

- Wyniki 1Q'16 w sektorze chemicznym były poniżej oczekiwań rynkowych. Prognozy 1Q'16 okazały się zbyt ambitne w przypadku Grupy Azoty oraz Synthosu. Rezultaty Ciechu, mimo że były zgodne z konsensem, to zwiększyły ryzyko obniżenia całorocznych prognoz rynkowych. W efekcie WIG-Chemia w ostatnim miesiącu był słabszy od indeksów MSCI Chemicals dla świata i Europy.
- Liczymy na odbicie cen nawozów syntetycznych w krótkim terminie z uwagi na spadek marży na ich produkcji dla europejskich producentów oraz spadek relacji cen nawozów do cen pszenicy i kukurydzy (wyraźnie poniżej trzyletnich średnich). To natomiast powinno pozytywnie wpływać na sentyment do akcji spółek nawozowych.
- Utrzymujące się niesprzyjające otoczenie dla producentów kauczuku w 2016 roku połączone z odcięciem dostaw 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.

- Obserwowane odbicie na rynku surowcowym, szczególnie w przypadku węgla i gazu oznacza odwrócenie pozytywnych tendencji po stronie kosztowej w spółkach energochłonnych (Ciech).
- Kluczowe rekomendacje: Synthos (redukuje), Grupa Azoty (kupuj).

Energetyka

- Ceny energii w Niemczech ponownie przekroczyły poziom 26 EUR/MWh napędzane wzrostami na węglu i CO₂. W Polsce te tendencje również są odzwierciedlone w kontrakcie rocznym, który jest notowany na poziomie 162 PLN/MWh.
- Kluczową kwestią w czerwcu może być zapowiadane ogłoszenie założeń rynku mocy, który może istotnie poprawić perspektywę przepływów pieniężnych w sektorze. Wraz z zaproponowanym mechanizmem finansowania inwestycji z opłaty przejściowej powinno to odwracać sentyment do energetyki.
- Atrakcyjny bilans ryzyk i szans oferuje naszym zdaniem Tauron (możliwe pozytywne zaskoczenia w strategii). Po ostatnich spadkach kursu podnosimy rekomendację dla PGE do kupuj.
- Kluczowe rekomendacje: PGE (kupuj), CEZ (kupuj), Tauron (kupuj).

Telekomunikacja, Media, IT

- Spółki z sektora telekomunikacyjnego podały informacje o znacznych inwestycjach w infrastrukturę. Największe poniesie Orange Polska, które chce dotrzeć do 3,5 mln gospodarstw domowych zasięgiem sieci FTTH w 2018 r., co pozwoli jej na osiągnięcie lidera pod względem infrastruktury na rynku, z najszerszą ofertą dla B2B i B2C. Netia ogłosiła cel 2,55 mln gospodarstw domowych w zasięgu sieci NGA do końca 2020 r. Z kolei Cyfrowy Polsat przeznaczy 1 mld PLN na rozbudowę sieci 1800 MHz, jednak zapowiada, że jego CAPEX nie przekroczy 10% przychodów.
- W zakresie dywidendy, Orange Polska potwierdziło płatność 0,25 PLN na akcję, Netia obniżyła poziom wypłaty do 0,20 PLN (ale ogłosiła program skupu akcji i część rynku – 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 4,4% vs. 4,3% w Netii (biorąc pod uwagę poziom ogłoszony przez Zarząd).
- 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 niskourbanizowanych, co może osłabić dynamikę parametrów operacyjnych i stanowi ryzyko dla prognozy wyników w kolejnych latach.
- W takim otoczeniu pod względem atrakcyjności inwestycyjnej preferujemy Orange Polska.
- Żywnienie na globalnym oraz polskim rynku reklamy ma wpływ na wyniki spółek mediowych, których kursy powinny w czerwcu 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 5,2%.

Metale i górnictwo

- Słabe odczyty PMI w globalnej gospodarce skłaniają inwestorów finansowych do zajmowania krótkich pozycji na miedzi, pomimo dynamicznego spadku zapasów metalu na giełdach. Ostatnie sondaże wskazujące na zwiększenie się prawdopodobieństwa Brexitu powinny pozytywnie wpływać na ceny metali szlachetnych. Metale przemysłowe nadal pozostają pod presją.
- Wzrost cen węgla energetycznego w portach ARA do 49 USD/t ma ograniczony wpływ na ceny krajowe. Kluczowym czynnikiem ryzyka dla LWB pozostaje nieprzewidywalność związana z polityką Rządu w stosunku do państwowego sektora wydobywczego.
- Spotowe ceny węgla koksowego spadły do 83 USD/t, co jest efektem spadającej ceny stali i rudy żelaza (ponownie poniżej 50 USD/t). USA wprowadziły wysokie cła na import stali z Chin, co ma chronić amerykański rynek przed efektem chińskiej nadprodukcji metalu.

Przemysł

- Statystycznie wyniki za 1Q'16 w spółkach przemysłowych były najlepsze od około roku pod względem poprawy rezultatów (69% przedstawiło wyniki lepsze r/r) oraz generowanych pozytywnych zaskoczeń (56% wyników lepszych od naszych oczekiwań).
- Największe pozytywne zaskoczenia miały miejsce w przypadku spółek nastawionych na eksport, które korzystały na słabym PLN do EUR. Wśród nich znajdziemy Amikę, Alumetal, Grupę Kęty, Famur, Forte oraz Zetkamę. Słabo wypadły wyniki Apatora, Ergis oraz Kruszwicy.
- Najlepsze perspektywy do wzrostu notowań naszym zdaniem mają: Amica (znacząca poprawa rezultatów w 2016 roku dzięki przejściu brytyjskiego dystrybutora CDA; spółka notowana z dwucyfrowym dyskontem do konkurentów na wskaźniku P/E na lata 2016-17), Alumetal (spółka notowana z dwucyfrowym dyskontem na wskaźniku P/E na lata 2016-17; korzysta na spadku cen gazu ziemnego, niższych kosztach energii elektrycznej i słabym PLN/EUR), Elemental Holding (dwucyfrowa poprawa EBITDA w 2016 roku dzięki przejściu PGM Group; wzrost wyników w 2017 roku dzięki zakończeniu inwestycji w instalacje samplingowe), Grajewo (spadek cen mocznika, energii elektrycznej oraz stabilne ceny drewna pozytywnie przekładają się na rezultaty; umocnienie RUB do koszyka walut ogranicza import konkurencyjnej płyty z rynków wschodnich; Grajewo jest obecnie notowane z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźniku EV/EBITDA na lata 2016-17), Tarczyński (podnosimy nasze pozycjonowanie spółki do przeważaj po udanych wynikach za 1Q'16 – wzrost wolumenu sprzedaży o 18% r/r; spółka notowana z około 20% dyskontem na P/E'16 oraz EV/EBITDA'16), Vistal (perspektywa istotnej poprawy r/r wyników w 9M'16; backlog +50% r/r) oraz Uniwheels (dzięki oszczędnościom po stronie cen gazu oraz kosztów finansowania wynik netto Grupy może wzrosnąć o 6,7 mln EUR +16% r/r; UNW jest obecnie notowany z dwucyfrowym dyskontem na wskaźnikach P/E'16-17).
- Podtrzymujemy niedoważenie dla Forte (istotne wzrosty kursu akcji w ostatnim miesiącu; głęboki spadek wskaźników wyprzedzających dla branży meblarskiej w Niemczech w ostatnim miesiącu; spółka wyceniana z dwucyfrową premią na wskaźniku EV/EBITDA na lata 2016-17, duży udział funduszy OFE w akcjonariacie) oraz obniżamy dla Kruszwicy z równoważ do niedoważaj (z uwagi na słabe wyniki 1Q'16 ze względu na deficyt rzepaku na rynku krajowym oraz prawdopodobne utrzymanie niskich rezultatów w 2Q'16).
- Kluczowe rekomendacje: Elemental (kupuj), Uniwheels (akumuluj), Vistal (kupuj).

Budownictwo

- Index WIG-Budownictwo stracił w ciągu miesiąca 5,1% vs. WIG: -6,3% i znajduje się obecnie 7,0% poniżej poziomu z końca 2015 r.
- Trzy spółki doświadczyły szczególnie dużego spadku notowań m/m: Herkules (-24%), Elektrobudowa (-19%) oraz Elektrotim (-13%). O ile spadek kursów Herkulesa i Elektrobudowy był następstwem zaskakująco słabych wyników 1Q'16, w przypadku Elektrotimu strata finansowa w 1Q wynikała z naturalnej dla tej spółki sezonowości i nie widzimy powodu do obniżania naszych prognoz finansowych na bieżący rok.
- Elektrotim jest notowany na wskaźnikach P/E'16=9,0x, EV/EBITDA'16=5,0x oraz płaci najwyższy DYield w sektorze wynoszący 8,0%.
- Wyniki Elektrobudowy oraz Herkulesa ulegną w naszej ocenie istotnej poprawie i w 2Q'16 nie będą znacząco odstawać od ubiegłorocznej bazy, niemniej nasze całoroczne prognozy wydają się agresywne w świetle wyników osiągniętych w 1Q'16 i mogą zostać obniżone.
- Rząd zapowiada zwiększenie nakładów inwestycyjnych na infrastrukturę drogową, energetykę oraz wojsko, lecz póki co trwa zapasć w przetargach publicznych, co stanowi ryzyko dla wyników spółek w 2017 r.
- Kluczowe rekomendacje: Budimex (akumuluj), Unibep (kupuj), Erbud (kupuj).

Deweloperzy

- Indeks WIG-Deweloperzy stracił w ciągu miesiąca 7,6% vs. WIG: -6,3%. Spadki napędza strach przed zapowiadaniem przez Rząd programem „Mieszkanie+”.
- Uważamy, że obawy rynku o następstwa nowego programu są przesadzone. Zakładając, że ustawodawca, zgodnie z zapowiedzią, obejmie wsparciem osoby o najniższych dochodach, które nie posiadają zdolności kredytowej, oddziaływanie programu na deweloperski rynek mieszkaniowy powinno być ograniczone również w długim okresie.
- Uważamy, że rynek może przeceniać negatywny wpływ ustawy o obrocie ziemią na marże deweloperów mieszkaniowych. Wyniki spółek giełdowych w latach 2016 -2018 praktycznie w całości będą zbudowane w oparciu o grunty będące obecnie w banku ziemi, a wyniki 2019 r. w ponad 50%. W najbliższych latach ustawa może ograniczyć podaż nowych projektów, wymusić wzrost cen mieszkań i wzmocnić pozycję liderów rynku, których zapasy ziemi często przekraczają 4-letnią sprzedaż.
- Według danych AMRON 1Q'16 był 10 kwartałem z rzędu umiarkowanego wzrostu cen mieszkań w ujęciu r/r (+2,0%). Na przestrzeni ostatnich 3 lat ceny transakcyjne na największych rynkach wzrosły o 5,7%.
- Indeks Dostępności Mieszkaniowej wzrósł w 1Q'16 do rekordowego poziomu 204 pkt. (rosnącym kosztem kredytu i cenom mieszkania towarzyszy wzrost siły nabywczej ludności).
- Komentarze zarządów po wynikach za 1Q wskazują, że sprzedaż mieszkań w 2Q utrzymuje się na wysokim poziomie.
- Kluczowe rekomendacje: Dom Development (kupuj), GTC (kupuj), Robyg (kupuj)

Handel

- Wyniki spółek z sektora odzieżowego w 1Q'16 były słabe, co wynikało z niskiej dynamiki sprzedaży zrealizowanej w III'16 (najważniejszy miesiąc sprzedażowy w 1Q'16). Częściowe przesunięcie popytu z III'16 jest zauważalne w rezultatach osiąganych przez spółki w IV'16. Wyniki sprzedażowe w V'16 oceniamy pozytywnie na CCC (wysoka dynamika sprzedaży R/R oraz płaska rentowność

sprzedaży R/R) oraz negatywnie w LPP (niska dynamika sprzedaży R/R oraz nieznaczna poprawa marży pomimo efektu niskiej bazy).

- Pod koniec maja został opublikowany projekt ustawy o podatku handlowym zakładający wprowadzenie progresywnej stawki podatku (2 progi podatkowe 0,8% oraz 1,4%) oraz kwotę wolną od podatku w wysokości 17 mln PLN sprzedaży miesięcznej netto. Prace nad projektem ustawy będą kontynuowane w czerwcu i według informacji przekazanych przez Ministra Finansów nowa danina może zostać wprowadzona w VII'16.
- 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-obuwicznego. Dodatkowym wyzwaniem dla sektora w 2016 roku jest wzrost kosztów wynagrodzeń oraz aprecjacja EUR, które negatywnie wpłyną na koszty SG&A.
- AmRest konsekwentnie realizuje strategię umacniania swojej pozycji w regionie CEE. Spółka podpisała wstępne porozumienie z Pizza Hut na rozwijanie restauracji tej sieci na najważniejszych rynkach w regionie CEE. Jednocześnie spółka poinformowała o sfinalizowaniu umowy nabycia kawiarni Starbucks w Niemczech.
- Eurocash pokazał relatywnie słabe wyniki sprzedaży porównywalnej w sieci Delikatesy Centrum oraz w segmencie Cash&Carry. Jednocześnie niepewność na rynku wpłynęła na mniejsze zainteresowanie potencjalnych franczyzobiorców otwieraniem sklepów Delikatesy Centrum, co w połączeniu z zamknięciami przełożyło się na zmniejszenie sieci sprzedażowej o 11 placówek Q/Q do 1065 sklepów na koniec 1Q'16. Podtrzymujemy negatywne podejście do waleń spółki.

Makroekonomia

Wzrost PKB w I kwartale

Wstępne dane o PKB w I kwartale potwierdziły odczyt flash na poziomie 3,0% r/r i -0,1% q/q, poniżej prognoz rynkowych. Szczegóły odczytu okazały się zasadniczo zgodne z naszymi uaktualnionymi prognozami i ze wskazaniami danych o dużej częstotliwości. Dynamika konsumpcji prywatnej przyspieszyła z 3,0 do 3,2% r/r i jest to wynik spójny z obserwowanym w I kwartale nieznacznym przyspieszeniem realnej sprzedaży detalicznej. Biorąc pod uwagę bliskie rekordowym nastroje konsumentów, taką dynamikę konsumpcji można uznać za nader skromną, warto jednak pamiętać, że czynnik kluczowy dla naszego scenariusza dla konsumpcji – wypłaty środków w ramach programu „Rodzina 500+” – zaczął działać dopiero w maju (zapewne ok. 2 mld PLN wypłat do końca miesiąca). Z tego względu przełomowy dla konsumpcji prywatnej okaże się dopiero II kwartał b.r. W przypadku inwestycji również trudno mówić o zaskoczeniu – po danych flash sugerowaliśmy, że inwestycje mogły spaść nawet o 1,5% r/r i ostateczne dane okazały się bardzo bliskie tym szacunkom. Spadek o 1,8% r/r i 1,5% q/q to oczywiście najgorszy dla inwestycji kwartał od początku 2013 r., ale jego przyczyny nie powinny być już teraz dla nikogo tajemnicą. Z jednej strony jest to konsekwencja załamania inwestycji publicznych w wyniku zakończenia wydatkowania środków UE, z drugiej zaś (czynnik o mniejszej wadze) – efekt ograniczania przez przedsiębiorstwa planów inwestycyjnych w warunkach niepewności (co pokazują kwartalne ankiety NBP). Wreszcie, swoją cegiełkę do spadku inwestycji dołożyły efekty bazowe w energetyce. W takich warunkach jedynym czynnikiem, który pozwolił na utrzymanie dynamiki popytu krajowego powyżej 4% była zaskakująco wysoka akumulacja zapasów – do wzrostu dołożyły one 1,3 p.proc. Na temat przyczyn antycyklicznego zachowania tego ostatniego możemy spekulować – być może swoją rolę odegrały zakupy surowców w okolicy cenowego dołka, być może osłabienie popytu na początku roku nie było w pełni antycypowane przez przedsiębiorstwa i skutkowało nagromadzeniem zapasów. Tak czy owak, jest to czynnik jednorazowy. Strukturę wzrostu PKB w I kwartale dopełnia ujemny wkład eksportu netto (-0,9 p.proc.). W kolejnych kwartałach można spodziewać się przyspieszania wzrostu, którego główną siłą napędową będzie konsumpcja prywatna. W odniesieniu do inwestycji można mieć jedynie nadzieję, że uruchamianie środków z nowej perspektywy budżetowej UE będzie sprawne i przynajmniej stan inwestycji drogowych daje nadzieję, że tak faktycznie będzie. Tak też sprawę będzie postrzegać rynek i Rada Polityki Pieniężnej. My kwestię obniżek stóp procentowych postrzegamy w kategoriach ryzyka. Wprawdzie głębokość i uporczywość procesów deflacyjnych, a także istnienie zewnętrznych ryzyk dla wzrostu, przemawiają za łagodnym nastawieniem w polityce pieniężnej, ale RPP jest obecnie skupiona na innych kwestiach (stabilność finansowa) i trudno z takim poglądem polemizować w krótkim okresie. Tym niemniej, warto w kontekście odczytu danych pamiętać, że niższy wzrost to niższy wzrost, a brak wyraźnego odbicia koniunktury w II kwartale może odnowić zakłady o łągodzenie polityki pieniężnej.

Produkcja przemysłowa

W kwietniu zobaczyliśmy odraęowanie słabszych wyników produkcji przemysłowej. Wzrosła ona o 6,0% r/r po 0,5% wzroście w marcu. Dodajmy, że stało się tak pomimo braku różnicy w liczbie dni roboczych w ujęciu rocznym. Słabość w marcu okazała się zatem w dużym stopniu wynikać z efektów jednorazowych, w tym wyjątkowo wczesnej Wielkanocy, a w kwietniu swoje dołożyły efekty bazy (kwiecień 2015 r. był kiepski). Po odsezonowaniu roczna dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 5,7% z 0,8% r/r zanotowanych w

poprzednim miesiącu. Po danych o produkcji przemysłowej momentum tego agregatu ponownie odbiło i jest zbliżone do tego z początku roku. Wzrost zanotowano w 26 z 34 sekcji. Największe wzrosty dotyczyły sekcji eksportowych (pojazdy samochodowe, sprzęt komputerowy, meble). Spadki objęły górnictwo, wytwarzanie energii. Produkcja budowlano-montażowa spadła w kwietniu o 14,8% r/r (w ujęciu miesięcznym, po wyłączeniu czynników sezonowych, o 0,6% – piąty z rzędu miesiąc spadków), niweczając nadzieje na odbicie produkcji po fatalnym pierwszym kwartale. Nawiasem mówiąc, o ile nie dojdzie do silnego wzrostu popytu na usługi budowlane w kolejnych miesiącach, również drugi kwartał może zakończyć się spadkami produkcji budowlanej. Do wieloletniego minimum produkcji z wiosny 2013 r. brakuje już bardzo niewiele. W oparciu o dostępne informacje z I kwartału możemy z dużym prawdopodobieństwem wnioskować, że w dalszym ciągu w silnym tempie spadają inwestycje kolejowe, inwestycje w infrastrukturę liniową i przesyłową, oraz wznoszenie budynków i budowli o przeznaczeniu kulturalnym, rekreacyjnym i sportowym. Wszystkie trzy mają wspólny mianownik – inwestycje publiczne – i dlatego fatalny wynik budownictwa uważamy za potwierdzenie naszej tezy o silnym spadku inwestycji publicznych w tym roku.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w ujęciu rocznym o 3,2%, czyli zgodnie z naszą prognozą. Okazało się, że diagnoza oparta na przekładaniu wydatków przed Wielkanocą oraz (tu potwierdzenia nie mamy, ale wciąż wydaje się to rozsądnym przybliżeniem) tuż przed uruchomieniem wydatków z programu 500+ ma duże oparcie w rzeczywistości. O nadganiu sprzedaży niech świadczy nagłe skoki dynamik rocznych w przypadku ubrań (z 0,8% na 18%), RTV i AGD (14,7% wobec 0,3%), sprzedaży prasy i książek (6,3% wobec -0,9% w marcu). Po przejściowych zawirowaniach in plus (Wielkanoc), do normalnych dynamik powróciła sprzedaż żywności i niewyspecjalizowanych sklepów; co ciekawe, znacząco przyspieszyła sprzedaż samochodów (już 17% rocznie).

Nie widzimy w tych danych jeszcze efektów programu wsparcia dla rodzin, gdyż wydaje się nam, że wydatkowanie w euforii antycypacji nowych przychodów mogło mieć miejsce dużo wcześniej, a teraz konsumenci czekają już na przyływ żywej gotówki. Z naszych obliczeń wynika, że solidne wsparcie dla sprzedaży (rzędu 2-4pp.) zobaczymy w maju. Naszym zdaniem dane rozwiewają wszelkie wątpliwości odnośnie kondycji polskiego konsumenta. W okresie zmniejszonych inwestycji publicznych przejmie on ciężar napędzania wzrostu polskiego PKB w 2016 roku.

Inflacja

W maju roczny wskaźnik inflacji, według danych sygnalnych, nieznacznie wzrósł do -1,0% r/r z -1,1% zanotowanych w kwietniu. Wynik ten okazał się niższy niż oczekiwania analityków (konsensus -0,8 lub -0,9%). Nasze szacunki wskazywały na nieznaczny wzrost cen żywności i cen paliw w ujęciu miesięcznym. Oznacza to, że prawdopodobnie nastąpił spadek inflacji bazowej do -0,5% z -0,4% zanotowanych w kwietniu. Tym samym, procesy deflacyjne uległy nasileniu i powrót inflacji ponownie się oddalił. Cały czas przefiltrowują się efekty spadku cen surowców, ale i spadek oczekiwań inflacyjnych z poprzednich kwartałów. Brak też zdolności firm do podwyższania cen swoich wyrobów w obecnym otoczeniu makroekonomicznym (strukturalny niedobór popytu w Europie). Dodatką roczną dynamikę cen zobaczymy dopiero w IV kw. i to prawdopodobnie głównie za sprawą efektów bazowych.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w kwietniu o 2,8% r/r (zgodnie z konsensusem rynkowym, lecz poniżej naszej prognozy, wynoszącej 2,9%). W ujęciu miesięcznym przybyło 3 tys. miejsc pracy, co wciąż jest wynikiem całkiem spektakularnym biorąc pod uwagę (przez ostatnie lata negatywną) sezonowość zmian miejsc pracy w kwietniu. Rynek pracy solidnie przyspieszył na przełomie roku, a kompozycja tego przyspieszenia wcale nie wygląda na jednorazową (duże wzrosty w przemyśle, handlu, transporcie). Tym samym nie sądzimy, że pomyłka prowadzi do falsyfikacji przedstawianych przez nas od pewnego czasu hipotez. Przy obecnych poziomach wskaźników koniunktury NBP oraz naszych przypuszczeniach odnośnie pozytywnego wpływu przechodzenia pracowników z umów zleceń na umowy o pracę będziemy konsekwentnie stawiali na pozytywne zaskoczenia rynkiem pracy. W połączeniu z programami wsparcia dla rodzin oraz rozpędzającą się dynamiką płac powinno dać to solidne wsparcie konsumpcji prywatnej, która z kolei powinna niwelować negatywne skutki przejściowo niższej aktywności inwestycyjnej. W kwietniu dynamika przeciętnego wynagrodzenia wzrosła z 3,3 do 4,6% r/r, bijąc na głowę konsensus (3,8%) i naszą i tak optymistyczną prognozę (4,1%). Nie znając rozbieżności, możemy tylko spekulować na temat struktury kwietniowych danych. Naszym zdaniem na przyspieszenie złożyły się dwa czynniki: (1) efekt niskiej bazy w przetwórstwie przemysłowym, być może spotęgowany przez nadganie produkcji po kiepskim marcu (to zwiększałoby prawdopodobieństwo pozytywnego zaskoczenia w jutrzejszych danych); (2) silne wzrosty w kategoriach usługowych o dużej wadze dla całej średniej i mocnych wzrostach w I kwartale (handel, transport, turystyka). Należy przy tym podkreślić, że w tym konkretnym przypadku stosowanie aptekarskiego podejścia zaburza szerszą perspektywę – ta zaś każe nam powiedzieć wprost, że jesteśmy świadkami powstawania presji płacowej w polskiej gospodarce. Wszystkie składniki występowały już od dłuższego czasu, ale najprawdopodobniej kluczowe okaże się uruchomienie programu 500 plus, które wymusiło (nadal wymuszać będzie) podwyżki wynagrodzeń w najniższych decylach rozkładu wynagrodzeń, mające na celu utrzymanie pracowników. Dla porządku dodamy, że w kwietniu – korzystając z przyspieszenia w wynagrodzeniach – dynamika funduszu płac zanotowała nowe cykliczne maksima: 7,5% w ujęciu nominalnym i 8,6% w cenach stałych (oczywiście, jeśli przyjmować teorie o zaniżeniu inflacji za dobrą monetę, to ta ostatnia dana jest zawyżona...). Nie trzeba powtarzać, że przyspieszenie to było antycypowane przez gospodarstwa domowe i znajdzie swój wyraz w silniejszym wzroście konsumpcji w tym roku, który będzie czynnikiem równoważącym silne spowolnienie inwestycji. Przesunięcie popytu z inwestycji na konsumpcję jest faktem.

Departament Analiz Ekonomicznych mBanku

(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek)

research@mBank.pl

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	2016-05-24	55,40	75,93	49,90	+52,2%	15,1	141,8		
BZ WBK	Akumuluj	2016-05-06	257,05	305,10	249,55	+22,3%	11,4	11,2		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2016-02-02	0,46	0,96	0,48	+100,0%	12,2	6,7		
HANDLOWY	Trzymaj	2016-06-02	72,57	80,00	72,57	+10,2%	15,3	15,8		
ING BSK	Trzymaj	2016-03-04	121,45	119,38	119,10	+0,2%	16,3	14,8		
MILLENNIUM	Kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	4,53	+54,5%	10,1	8,0		
PEKAO	Sprzedaj	2016-03-04	156,70	127,42	143,50	-11,2%	18,3	17,8		
PKO BP	Kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	24,00	+31,8%	10,4	9,7		
KOMERCNI BANKA	Akumuluj	2016-06-02	948	1085,6 CZK	948	+14,5%	14,7	12,4		
ERSTE BANK	Kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	23,62	+36,9%	8,8	7,9		
RBI	Kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	11,71	+46,4%	12,7	4,2		
OTP BANK	Trzymaj	2016-04-06	6900	6487 HUF	6858	-5,4%	10,5	8,6		
Ubezpieczyciele										
PZU	Kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	30,37	+39,7%	11,2	9,3		
Usługi finansowe										
KRUK	Trzymaj	2016-03-04	187,50	185,12	187,00	-1,0%	14,3	12,3		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	37,80	+23,7%	10,4	10,5		
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	26,72	+57,9%	7,0	6,1		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzymaj	2016-02-02	80,00	77,20	61,40	+25,7%	7,3	8,8	5,1	5,3
GRUPA AZOTY	Kupuj	2016-06-02	68,20	100,20	68,20	+46,9%	9,1	8,3	5,3	4,7
LOTOS	Trzymaj	2016-04-19	28,09	26,50	29,84	-11,2%	10,0	9,1	5,6	5,7
MOL	Trzymaj	2016-04-19	225,50	224,20	222,40	+0,8%	14,3	10,2	4,6	4,0
PGNIG	Akumuluj	2016-06-02	5,13	5,73	5,13	+11,7%	16,5	14,0	5,9	5,6
PKN ORLEN	Redukuj	2016-04-19	71,18	61,00	69,00	-11,6%	7,8	9,0	4,9	5,5
POLWAX	Kupuj	2016-02-02	15,70	23,24	14,98	+55,1%	6,3	6,3	5,2	4,9
SYNTHOS	Redukuj	2016-03-15	3,66	3,39	3,59	-5,6%	15,7	12,6	9,4	8,2
Energetyka										
CEZ	Kupuj	2016-02-02	65,00	86,30	72,20	+19,5%	11,5	13,0	6,2	6,4
ENEA	Trzymaj	2016-02-02	11,50	12,40	9,30	+33,3%	6,4	6,1	4,9	4,8
ENERGA	Zawieszona	2016-03-16	13,30	-	9,35	-	5,7	5,3	4,3	4,5
PGE	Kupuj	2016-06-02	12,35	14,60	12,35	+18,2%	7,0	8,8	4,1	5,0
TAURON	Kupuj	2016-02-02	2,71	3,78	2,50	+51,2%	4,7	5,2	4,2	4,6
Telekomunikacja										
NETIA	Akumuluj	2016-02-02	5,56	6,30	4,67	+34,9%	-	-	4,1	4,3
ORANGE POLSKA	Kupuj	2016-02-02	6,43	8,30	5,66	+46,6%	29,9	25,4	4,1	4,3
Media										
AGORA	Akumuluj	2016-05-06	12,94	14,10	12,21	+15,5%	42,1	22,6	5,8	5,4
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2016-02-02	21,99	22,10	21,50	+2,8%	11,4	11,0	6,6	6,3
WIRTUALNA POLSKA	Akumuluj	2016-06-02	46,00	50,00	46,00	+8,7%	16,7	14,7	11,6	10,3
IT										
ASSECO POLAND	Akumuluj	2016-05-06	57,69	62,89	53,71	+17,1%	12,1	11,7	6,5	6,2
CD PROJEKT	Trzymaj	2016-06-02	26,30	26,50	26,30	+0,8%	22,2	34,6	14,5	22,9
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	137,00	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	6,95	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
KGHM	Trzymaj	2016-02-02	56,26	63,00	57,66	+9,3%	217,4	23,3	4,2	3,9
LW BOGDANKA	Trzymaj	2016-02-02	31,33	33,00	34,99	-5,7%	6,8	6,7	2,5	2,4
Przemysł										
ELEMENTAL	Kupuj	2016-01-08	4,06	4,80	3,40	+41,2%	10,8	9,0	8,8	6,4
FAMUR	Trzymaj	2016-04-06	2,57	2,20	2,46	-10,6%	24,4	14,1	5,4	4,6
KERNEL	Trzymaj	2016-03-07	54,90	55,00	54,00	+1,9%	5,1	5,2	4,0	3,8
KĘTY	Trzymaj	2016-02-02	281,75	277,80	315,00	-11,8%	15,9	14,5	9,4	8,6
UNIWHEELS	Akumuluj	2016-04-13	147,95	154,00	137,10	+12,3%	8,4	8,3	6,6	6,1
VISTAL	Kupuj	2016-02-02	8,00	15,80	9,70	+62,9%	7,4	6,3	7,2	6,9
Budownictwo										
BUDIMEX	Akumuluj	2015-11-04	211,00	225,10	184,00	+22,3%	16,3	13,0	8,5	6,9
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2015-12-03	141,00	170,50	95,00	+79,5%	8,2	7,9	4,6	4,1
ERBUD	Kupuj	2016-02-03	25,95	36,00	27,50	+30,9%	9,9	9,0	4,8	4,5
UNIBEP	Kupuj	2016-02-03	9,89	12,10	10,99	+10,1%	11,6	9,3	7,2	6,0
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Trzymaj	2016-04-06	6,55	6,50	6,45	+0,8%	49,2	16,1	31,1	20,2
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2016-05-30	54,40	69,50	55,01	+26,3%	10,8	9,1	8,8	7,3
ECHO	Trzymaj	2016-04-06	6,52	6,57	6,80	-3,4%	12,6	11,7	17,3	14,3
GTC	Kupuj	2015-11-20	7,08	8,20	6,45	+27,1%	8,7	3,9	12,2	6,7
ROBYG	Kupuj	2016-01-28	2,83	3,40	2,84	+19,7%	8,9	9,5	8,2	8,9
Handel										
AMREST	Trzymaj	2016-05-06	220,00	217,00	221,85	-2,2%	30,5	24,5	11,2	9,6
CCC	Redukuj	2016-05-06	169,00	149,00	168,50	-11,6%	24,7	18,3	18,6	14,3
EUROCASH	Sprzedaj	2016-04-18	55,77	42,70	49,24	-13,3%	26,8	23,2	13,8	11,9
JERONIMO MARTINS	Trzymaj	2016-04-18	14,76	14,9 EUR	14,44	+3,2%	23,6	20,0	10,7	9,2
LPP	Redukuj	2016-02-02	5411	4900	5161	-5,1%	24,2	18,2	13,1	10,5
Inne										
WORK SERVICE	Akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	9,44	+45,1%	13,4	11,1	7,7	6,7

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	Akumuluj	Kupuj	14,10	2016-05-06
ALIOR BANK	Kupuj	Kupuj	75,93	2016-05-24
AMREST	Trzymaj	Akumuluj	217,00	2016-05-06
ASSECO POLAND	Akumuluj	Kupuj	62,89	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
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	Kupuj	69,50	2016-05-30
HANDLOWY	Akumuluj	Trzymaj	80,00	2016-05-20
KOMERCNI BANKA	Kupuj	Akumuluj	1085,60	2016-05-06
PGE	Akumuluj	Trzymaj	14,60	2016-05-06
PGNiG	Kupuj	Akumuluj	5,73	2016-05-06

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CD PROJEKT	Trzymaj	Akumuluj	26,50	2016-06-02
GRUPA AZOTY	Kupuj	Trzymaj	100,20	2016-06-02
HANDLOWY	Trzymaj	Akumuluj	80,00	2016-06-02
KOMERCNI BANKA	Akumuluj	Kupuj	1085,6 CZK	2016-06-02
PGE	Kupuj	Akumuluj	14,60	2016-06-02
PGNiG	Akumuluj	Kupuj	5,73	2016-06-02
WIRTUALNA POLSKA	Akumuluj	Kupuj	50,00	2016-06-02

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	10	17,2%	6	18,8%
Kupuj	23	39,7%	15	46,9%

Banki

Alior Bank		Kupuj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		49,90 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-05-24	
		Cena docelowa:		75,93 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	1 229,6	1 501,1	22,1%	1 729,6	15,2%	2 664,0	54,0%	Liczba akcji (mln)	129,3		
Marża odsetkowa	4,4%	4,3%		4,0%		4,8%		MC (cena bieżąca)	6 450,2		
WNDB	1 892,9	2 196,2	16,0%	2 447,5	11,4%	3 781,8	54,5%	Free float	74,8%		
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%		Zmiana ceny: 1m	-10,8%		
P/E	10,8	11,7		19,3		141,8		Zmiana ceny: 6m	-4,4%		
P/BV	1,2	1,0		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-33,2%		
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	44,1		
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	75,3		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku oraz naszą cenę docelową na poziomie 75,93 PLN na akcję. Cena bieżąca akcji została już skorygowana o odcięcie prawa poboru. Jednocześnie, podtrzymujemy nasze prognozy na lata 2016-19. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, Alior zwrócił się do akcjonariuszy o podniesienie kapitału w maksymalnym wymiarze 2,2 mld PLN. Kapitał ten powinien umożliwić Aliorowi przejęcie części banku BPH wraz z akcjonariuszami mniejszościowymi oraz prowadzić akcję kredytową w 2016 roku. Podtrzymujemy, że przejęcie części Banku BPH powinno mieć 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, 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 dyskontem do sektora (na 12M forward P/E 13,5x) co uzasadniamy najniższymi wskaźnikami wypłacalności.

BZ WBK		A akumuluj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		249,55 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-05-06	
		Cena docelowa:		305,10 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	3 996,8	4 309,2	7,8%	4 700,0	9,1%	5 011,8	6,6%	Liczba akcji (mln)		98,9	
Marża odsetkowa	3,3%	3,1%		3,3%		3,4%		MC (cena bieżąca)		24 687,7	
WNDB	6 579,0	7 540,1	14,6%	7 396,2	-1,9%	7 669,1	3,7%	Free float		30,0%	
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%		Zmiana ceny: 1m		-7,8%	
P/E	12,2	10,6		11,4		11,2		Zmiana ceny: 6m		-5,0%	
P/BV	1,4	1,3		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m		-23,9%	
DPS	10,7	0,0		22,6		11,6		Min (52 tyg.)		232,5	
Dyild (%)	4,3	0,0		9,1		4,6		Max (52 tyg.)		341,3	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację 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 transakcji VISA 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					Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
	Cena docelowa:		0,96 PLN						
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 430,5	1 195,7	-16,4%	1 207,6	1,0%	1 384,7	14,7%	Liczba akcji (mln)	2 916,8
Marża odsetkowa	2,2%	1,7%		1,8%		2,1%		MC (cena bieżąca)	1 400,1
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	-5,9%
P/E	3,5	28,8		12,2		6,7		Zmiana ceny: 6m	-11,1%
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-68,6%
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.)	1,6

*przed kosztami rezerw

Oczekujemy, że wyniki GNB pozostaną pod presją w 2016 roku ze względu na restrukturyzację grupy. Niemniej jednak uważamy, że wraz z wprowadzeniem programu naprawczego przez bank perspektywa wyników w całym roku jest znacznie lepsza niż rynek tego mógł oczekiwać po prezentacji wyników za 1Q'16. 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 podtrzymał, że podniesienie kapitału nie będzie potrzebne, aby spełnić

wymogi kapitałowe łącznie z nałożonymi przez KNF buforami do 2Q'16. 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 marżę odsetkową.

Handlowy
Trzymaj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		72,57 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-06-02	
		Cena docelowa:		80,00 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	1 163,9	976,6	-16,1%	990,4	1,4%	1 016,5	2,6%	Liczba akcji (mln)		130,7	
Marża odsetkowa	2,4%	2,0%		2,0%		2,0%		MC (cena bieżąca)		9 482,0	
WNDB	2 465,4	2 051,8	-16,8%	2 115,8	3,1%	2 120,6	0,2%	Free float		25,0%	
Wynik operacyjny*	1 149,9	773,5	-32,7%	875,6	13,2%	874,6	-0,1%				
Zysk brutto	1 167,7	790,8	-32,3%	871,2	10,2%	853,8	-2,0%				
Zysk netto	947,3	626,4	-33,9%	620,7	-0,9%	600,0	-3,3%				
ROE	12,9%	8,8%		9,1%		8,7%		Zmiana ceny: 1m		-2,2%	
P/E	10,0	15,1		15,3		15,8		Zmiana ceny: 6m		6,1%	
P/BV	1,3	1,4		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m		-31,3%	
DPS	7,2	7,4		4,7		4,8		Min (52 tyg.)		61,5	
Dyield (%)	9,9	10,2		6,4		6,5		Max (52 tyg.)		105,7	

*przed kosztami rezerw

Po wzroście kursu akcji o 5% przez ostatni miesiąc obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj dla Banku Handlowego, jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 80,00 PLN na akcję. Oczekujemy, że wyniki w 1Q'16 były najgorsze w całym roku, a wynik handlowy jak i marża powinny zanotować znaczącą poprawę zaczynając od 2Q'16. Bank jest również przed wypłatą dywidendy w wysokości 4,68 PLN na akcję, której dzień ustalenia praw został ustalony na 4 lipca. Na 2016 P/E Bank Handlowy notowany z 10% premią do grupy

porównawczej, ale z 16% dyskontem do Banku Pekao wobec 5% dyskonta na 5-letniej średniej. Uważamy, że obecna premia do średniej jest uzasadniona przez konserwatywny bilans (brak CHF, wskaźnik kredytów do depozytów na poziomie 55%) oraz wskaźniki wypłacalności, które pozwalają wypłacać dywidendę na poziomie 100% przez co najmniej kolejne trzy lata. Finalnie oczekujemy, że słaby wynik handlowy w 1Q'16 zostanie w pełni zrekomensowany przez zysk jednorazowy z tytułu transakcji Visa w 3Q'16.

ING BSK		Trzymaj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		119,10 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-03-04	
		Cena docelowa:		119,38 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	2 330,2	2 467,1	5,9%	2 755,9	11,7%	3 096,3	12,4%	Liczba akcji (mln)	130,1		
Marża odsetkowa	2,5%	2,4%		2,4%		2,5%		MC (cena bieżąca)	15 494,9		
WNDB	3 532,5	3 778,1	7,0%	3 980,9	5,4%	4 359,4	9,5%	Free float	25,0%		
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%		Zmiana ceny: 1m	-2,4%		
P/E	14,9	13,7		16,3		14,8		Zmiana ceny: 6m	5,3%		
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-14,3%		
DPS	4,4	4,0		4,2		3,7		Min (52 tyg.)	101,6		
Dyld (%)	3.7	3.4		3.5		3.1		Max (52 tyg.)	139,1		

*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. Uważamy, że po wynikach za 1Q'16 konsensus rynkowy dla ING BSK może być na zbyt niskim poziomie. Niestety dotychczasowa niska rentowność aktywów powoduje, że wprowadzony przez PiS

podatek bankowy stanowi aż 25% prognozowanego przez nas zysku netto i obniża naszą wycenę o 26,09 PLN na akcję. Jednocześnie uważamy, że wprowadzenie podatku bankowego znacząco spowolni wzrost sumy bilansowej, która przez ostatnie 4 lata rosła w średniorocznym tempie 12% (CAGR). Uważamy, że premia, z jaką bank ING BSK jest obecnie notowany do spółek porównywalnych jest już adekwatna i nie widzimy dalszego potencjału wzrostu dla kursu akcji.

Millennium		Kupuj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		4,53 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		7,00 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	1 454,1	1 365,2	-6,1%	1 480,7	8,5%	1 675,6	13,2%	Liczba akcji (mln)	1 213,1		
Marża odsetkowa	2,5%	2,2%		2,2%		2,4%		MC (cena bieżąca)	5 495,4		
WNDB	2 308,4	2 239,2	-3,0%	2 370,7	5,9%	2 590,2	9,3%	Free float	50,0%		
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%				
								Zmiana ceny: 1m	-9,4%		
ROE	11,7%	9,0%		8,2%		9,6%		Zmiana ceny: 6m	-9,9%		
P/E	8,4	10,1		10,1		8,0		Zmiana ceny: 12m	-31,8%		
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,7		Min (52 tyg.)	4,5		
DPS	0,2	0,0		0,0		0,2		Max (52 tyg.)	6,8		
Dyld (%)	4,9	0,0		0,0		5,0					

*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 32%, 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 wśród 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: 143,50 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)
Marża odsetkowa	2,7%	2,5%		2,6%		2,5%		MC (cena bieżąca)
WNDB	7 284,9	6 993,5	-4,0%	7 248,2	3,6%	7 564,2	4,4%	Free float
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
P/E	13,9	16,4		18,3		17,8		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,6	1,6		1,6		1,6		Zmiana ceny: 12m
DPS	10,0	10,0		8,4		7,6		Min (52 tyg.)
Dyld (%)	6,9	7,0		5,8		5,3		Max (52 tyg.)

*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 jest obecnie mało prawdopodobna. Niemniej jednak Bank Pekao może być głównym kandydatem do przejęcia Raiffeisen Polbanku biorąc pod uwagę z jednej strony ultimatum KNF odnośnie terminu sprzedaży dla RBI (3Q'16), a z drugiej komentarz zarządu Alior banku o przeprowadzeniu kolejnej akwizycji dopiero w 2017 roku. Uważamy, że ze względu na szeroką sieć

dystrybucji oraz tańsze finansowanie Bank Pekao mógłby z potencjalnej akwizycji wynieść znaczące synergie kosztowe i przychodowe. Jednocześnie uważamy, że po lepszych od oczekiwań wynikach za 1Q'16, konsensus rynkowy jest na adekwatnym poziomie i nie należy oczekiwać jego wzrostu. Uważamy że 29% premią, 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: 24,00 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)
Marża odsetkowa	3,4%	2,7%		3,0%		3,1%		MC (cena bieżąca)
WNDB	11 494,8	10 961,9	-4,6%	11 842,8	8,0%	12 326,5	4,1%	Free float
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
P/E	9,2	11,5		10,4		9,7		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,8	0,0		1,8		0,9		Min (52 tyg.)
Dyld (%)	3,1	0,0		7,4		3,8		Max (52 tyg.)

*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 synergii 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 w obecnej formie na chwilę obecną oceniamy na niskie.

Komerčni Banka		Akumuluj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		948 CZK				Data ostatniej aktualizacji:		2016-06-02	
		Cena docelowa:		1 086 CZK							
(mln CZK)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)			
Wynik odsetkowy	21 423,0	20 456,0	-4,5%	20 900,6	2,2%	23 417,9	12,0%	Liczba akcji (mln)	188,9		
Marża odsetkowa	2,4%	2,3%		2,2%		2,3%		MC (cena bieżąca)	179 035,4		
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	-2,1%		
P/E	13,8	14,0		14,7		12,4		Zmiana ceny: 6m	-7,2%		
P/BV	1,9	1,7		1,6		1,6		Zmiana ceny: 12m	-8,2%		
DPS	1 150,0	1 550,0		1 550,0		1 550,0		Min (52 tyg.)	915,2		
Dyild (%)	121,3	163,5		163,5		163,5		Max (52 tyq.)	1 124,8		

*przed kosztami rezerw

Obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj dla Komerční Banka. Uważamy, że Komerční 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 Komerční 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 Komerční 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								
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		23,62 EUR				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02
		Cena docelowa:		32,34 EUR						
(mIn EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mIn EUR)		
Wynik odsetkowy	4 495,2	4 444,7	-1,1%	4 520,4	1,7%	4 664,1	3,2%	Liczba akcji (mIn)	429,8	
Marża odsetkowa	2,3%	2,2%		2,2%		2,1%		MC (cena bieżąca)	10 151,9	
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	-6,1%	
P/E		10,5		8,8		7,9		Zmiana ceny: 6m	-17,2%	
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-11,7%	
DPS	0,2	0,0		0,6		0,7		Min (52 tyg.)	22,8	
Dyild (%)	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 ceną docelową na poziomie 32,34 EUR na akcję. Od początku roku do końca maja kurs Erste Banku spadł o 14% (w USD) wobec wzrostu indeksu MSCI EM Financials o 10%. 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 osiągnięcia 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 dotyczyły banku 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: 11,71 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)
Marża odsetkowa	3,0%	2,8%		2,9%		3,0%		MC (cena bieżąca)
WNDB	4 762,4	4 877,0	2,4%	4 356,6	-10,7%	4 720,2	8,3%	Free float
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
P/E		8,9		12,7		4,2		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m
DPS	1,0	0,0		0,0		0,4		Min (52 tyg.)
Dyield (%)	8,7	0,0		0,0		3,2		Max (52 tyg.)

*przed kosztami rezerw

Kurs akcji RBI od początku roku (do końca maja i w USD) spadł o 10,5% i zachowywał się gorzej względem indeksu MSCI EME Financials (+10%). Odzwierciedla to obawy inwestorów o fuzję z RZB. Z drugiej strony bank pokazał solidne wyniki w 1Q'16, a rosnąca cena ropy wiąże się z lepszymi perspektywami dla biznesu w 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. Niemniej jednak wyniki w 2016 roku znajdują się pod negatywnym wpływem restrukturyzacji, której większość kosztów została przesunięta z 2015 na 2016 rok. Dodatkowo koszty restrukturyzacji mogą wzrosnąć, jeżeli cena za polski oddział RBI znajdzie się znacząco poniżej jego wartości księgowej. Po przejściowym okresie, do którego również zaliczamy 2016 rok oczekujemy, że ROE RBI wzrośnie do 9,5% w 2017 roku.

OTP BANK								
Trzymaj								
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 6 858 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)
Marża odsetkowa	6,0%	5,1%		5,2%		5,2%		MC (cena bieżąca)
WNDB	828,6	759,0	-8,4%	763,6	0,6%	781,7	2,4%	Free float
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
P/E		28,8		10,5		8,6		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,5	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m
DPS	146,9	147,0		163,3		197,8		Min (52 tyg.)
Dyield (%)	2,1	2,1		2,4		2,9		Max (52 tyg.)

*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										
Analitik: Michał Konarski					Cena bieżąca:			30,37 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)						26 225,2					
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						-11,6%					
P/E		8,8	11,2		11,2		9,3		Zmiana ceny: 6m						-20,5%					
P/BV		2,0	2,0		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m						-29,4%					
DPS		3,4	2,4		2,7		3,3		Min (52 tyg.)						30,4					
Dyild (%)		11,3	7,9		9,0		10,8		Max (52 tyg.)						45,1					

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 czerwca kurs akcji PZU spadł o 20% wobec spadku indeksu WIG20 na poziomie 24%. 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:		187,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-03-04	
		Cena docelowa:		185,12 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody ogółem	487,9	611,2	25,3%	727,7	19,1%	873,4	20,0%	Liczba akcji (mln)	17,1		
Zakupy wierzytelności	442,4	563,6	27,4%	679,2	20,5%	822,4	21,1%	MC (cena bieżąca)	3 199,6		
Inkaso	31,7	29,8	-6,0%	29,9	0,2%	30,4	1,7%	Free float	87,0%		
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%		Zmiana ceny: 1m	-0,8%		
P/E	21,1	15,7		14,3		12,3		Zmiana ceny: 6m	1,2%		
P/BV	5,5	4,1		3,3		2,6		Zmiana ceny: 12m	16,1%		
DPS	0,0	1,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	149,4		
Dyield (%)	0,0	0,8		0,0		0,0		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 14,1x oraz na P/E'17 11,4x notowany jest już ze znaczącą 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:		37,80 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		46,76 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody ogółem	552,1	522,5	-5,3%	576,3	10,3%	587,8	2,0%	Liczba akcji (mln)	11,9		
Koszty ogółem	-476,2	-473,6	-0,6%	-521,2	10,1%	-533,4	2,3%	MC (cena bieżąca)	450,2		
Należności leasingowe	453,0	623,7	37,7%	627,1	0,5%	677,2	8,0%	Free float	40,0%		
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%		Zmiana ceny: 1m	-2,5%		
P/E	7,2	11,6		10,4		10,5		Zmiana ceny: 6m	12,8%		
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-17,3%		
DPS	2,2	5,3		3,3		3,6		Min (52 tyg.)	31,0		
Dyield (%)	5,8	13,9		8,6		9,6		Max (52 tyg.)	46,7		

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 46,76 PLN na akcję. Podchodzimy negatywnie do zaproponowanego przez zarząd programu motywacyjnego. Poziom EPS ustalony na 2016 rok w programie motywacyjnym wskazuje, że zostałyby on uruchomiony nawet jeśli zysk netto spadłby o 7,6% R/R. Z drugiej strony zarząd zaproponował wysoką dywidendę na poziomie 5,5 PLN na akcję, która powstrzymała negatywną reakcję na

kursie akcji. Uważamy, że rynek ze średnimi oczekiwaniami na poziomie 39,7 mln PLN jest zbyt sceptyczny w swoich oczekiwaniach na 2016 rok. 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: 26,72 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)
Wynagrodzenie zmienne	24,0	2,0	-91,5%	11,0	440,9%	11,9	7,8%	MC (cena bieżąca)
Przychody ogółem	143,8	84,5	-41,2%	103,5	22,5%	112,7	8,9%	Free float
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
P/E	5,6	12,0		7,0		6,1		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,9	2,0		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m
DPS	2,8	3,1		2,9		3,0		Min (52 tyg.)
Dywidenda (%)	10,4	11,7		11,0		11,3		Max (52 tyg.)

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 1Q'16 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							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		61,40 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02	
		Cena docelowa:		77,20 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	3 243,9	3 273,0	0,9%	3 554,7	8,6%	3 419,9	-3,8%	Liczba akcji (mln)	52,7
EBITDA	524,8	707,5	34,8%	833,7	17,8%	757,0	-9,2%	MC (cena bieżąca)	3 235,8
marża EBITDA	16,2%	21,6%		23,5%		22,1%		EV (cena bieżąca)	4 285,3
EBIT	320,3	489,8	52,9%	590,1	20,5%	491,7	-16,7%	Free float	48,8%
Zysk netto	167,1	343,0	105,2%	441,2	28,6%	368,8	-16,4%		
P/E	19,4	9,4		7,3		8,8		Zmiana ceny: 1m	-14,0%
P/CE	8,7	5,8		4,7		5,1		Zmiana ceny: 6m	-29,3%
P/BV	3,3	2,5		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m	4,1%
EV/EBITDA	8,3	6,4		5,1		5,3		Min (52 tyg.)	57,5
Dyild (%)	1,8	0,0		0,0		4,1		Max (52 tyg.)	87,5

Akcje Ciechu straciły w maju ponad 14%, co prawdopodobnie obok podaży akcji konkurencyjnego tureckiego koncernu Soda Sanayii (18% kapitału) może być pochodną obaw inwestorów o odwrócenie korzystnego spreadu pomiędzy cenami sody i głównych surowców. Ostatnie tygodnie przyniosły wyraźne odbicie na cenach węgla i gazu, co będzie odwracać oszczędności jakie wspierały wyniki segmentu w poprzednich kwartałach. Jednocześnie pojawia się ryzyko presji na ceny sody w związku z planowanym uruchomieniem dodatkowych mocy w Turcji. Obecnie zostało ono częściowo zarządzone poprzez wyłączenie przez Solvay produkcji w Egipcie, ale na pewno trzeba się liczyć ze spadkiem, szczególnie że utrzymuje się wysoki eksport z

Chin (wraca do pracy duża fabryka po przestoju awaryjnym). Wyniki za 1Q choć były zgodne z konsensusem to uprawdopodobniają naszym zdaniem rewizję rocznych szacunków, szczególnie że zakładana poprawa rezultatów organiki wydaje się teraz mało prawdopodobna (słaba sprzedaż środków ochrony roślin w szczycie sezonu). Jedynym pozytywnym czynnikiem zewnętrznym, który wspiera obecnie Ciech jest słaba złotówka. Nie wystarczy to jednak naszym zdaniem do spełnienia wygórowanych oczekiwań rynku plasujących się na poziomie 855 mln PLN EBITDA (agresywne prognozy przekraczają 900 mln PLN). Na razie nie widzimy katalizatorów dla odwrócenia sentymentu do spółki i dlatego utrzymujemy neutralną rekomendację.

Grupa Azoty		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		68,20 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-06-02	
		Cena docelowa:		100,20 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	9 898,5	10 024,4	1,3%	9 920,4	-1,0%	10 282,6	3,7%	Liczba akcji (mln)	99,2
EBITDA	822,4	1 314,8	59,9%	1 487,6	13,1%	1 599,8	7,5%	MC (cena bieżąca)	6 765,1
marża EBITDA	8,3%	13,1%		15,0%		15,6%		EV (cena bieżąca)	7 925,5
EBIT	302,2	830,0	174,6%	1 001,7	20,7%	1 097,3	9,5%	Free float	22,7%
Zysk netto	231,4	604,4	161,3%	746,1	23,4%	810,5	8,6%		
P/E	29,2	11,2		9,1		8,3		Zmiana ceny: 1m	-22,1%
P/CE	9,0	6,2		5,5		5,2		Zmiana ceny: 6m	-32,1%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-11,1%
EV/EBITDA	9,6	6,0		5,3		4,7		Max (52 tyg.)	68,1
Dyid (%)	0,6	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	111,5

Po znaczącej korekcie cen nawozów na rynkach zagranicznych, marże na ich produkcji dla europejskich producentów spadły do poziomów o 10-36% niższych niż wynosi średnia za ostatnie trzy lata. Również relacje cen nawozów w stosunku do cen pszenicy i kukurydzy są obecnie o około 20-40% niższe niż wynika to z trzyletnich średnich. Liczymy na odbicie cen nawozów syntetycznych w krótkim terminie, co powinno pozytywnie wpływać na sentyment do akcji spółek nawozowych. W 2Q'16 Grupa Azoty korzystać będzie z niższych o około 28% r/r cen gazu (-8% q/q) oraz faktu, że ceny nawozów syntetycznych na terenie kraju według danych IERGiŻ zanotowały jedynie jednocyfrowy spadek r/r (ceny

nawozów na świecie YTD w USD spadły o 7-34% r/r). W 2016 roku oczekujemy powtórzenia wyniku EBITDA w segmencie nawozów oraz około 80% r/r wzrostu wyników w segmencie produktów chemicznych (efekt rekordowych marży na melaminie). To z kolei powinno przełożyć się na jednocyfrowy wzrost wyniku EBITDA Grupy w całym 2016 roku. Zakładając nasze prognozy Grupa Azoty jest obecnie notowana z około 5-20% dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźnikach EV/EBITDA na lata 2016-2018. W krótkim terminie liczymy na wzrost wyników finansowych w 2Q'16 oraz poprawę wolumenu sprzedaży nawozów po 1Q'16. Z uwagi na znaczne spadki cen akcji od początku roku podwyższamy naszą rekomendację z trzymaj do kupuj.

Lotos		Trzymaj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		29,84 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-19	
		Cena docelowa:		26,50 PLN							
(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)		5 516,6	
marża EBITDA	-2,0%	5,0%		10,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)		11 307,2	
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				10,0		9,1		Zmiana ceny: 1m		-2,2%	
P/CE		12,2		3,6		3,6		Zmiana ceny: 6m		3,7%	
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m		-1,0%	
EV/EBITDA		9,9		5,6		5,7		Min (52 tyg.)		24,1	
Dyild (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		33,2	

Notowaniom Lotosu sprzyjały w ostatnich tygodniach dobre wyniki za 1Q'16, wzrosty cen ropy i gazu oraz spekulacje o możliwym połączeniu z Orlenem (wezwanie gotówkowe). Dodatkowym wsparciem w ostatnich dniach były też strajki we Francji, które podniosły marże na dieslu. Naszym zdaniem marże rafinerijne wkrótce powinny jednak ulec kompresji (wyższa cena surowca, eksport chiński, zwiększenie utylizacji rafinerii w USA, zakończenie blokad rafinerii francuskich), a ewentualny powrót idei konsolidacji sektora to raczej perspektywa 2017 roku. Zalecamy również ostrożność w ekstrapolowaniu pozytywnego zaskoczenia na wynikach 1Q na kolejne okresy (część pozytywnego odchylenia na

EBITDA w segmencie rafinerijnym wynikało z efektu bazy oraz „zysków” na efektywnym celnym kursie walutowym). Zwracamy uwagę, że spółka poprawiła wynik na przerobie o 50 mln PLN r/r, podczas gdy warunki makro wskazywały na jego spadek o 200 mln PLN. Pozytywnym katalizatorem dla notowań może być jednak ewentualna transakcja sprzedaży części wydobywczej (idea konsolidacji aktywów E&P pod jednym dachem prezentowana jakiś czas temu przez ministra skarbu), która teoretycznie mogłaby mieć miejsce jeszcze w tym roku (potencjalnym kupującym PGNiG). W tym kontekście mimo potencjału spadkowego do naszej wyceny, utrzymujemy neutralną rekomendację.

MOL		Trzymaj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		222,40 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-19	
		Cena docelowa:		224,20 PLN					
(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)	23 245,0
marża EBITDA	8,4%	15,8%		16,8%		14,2%		EV (cena bieżąca)	37 503,2
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	407,5			14,3		10,2		Zmiana ceny: 1m	-6,1%
P/CE	4,5	2,7		3,6		3,2		Zmiana ceny: 6m	19,3%
P/BV	0,9	1,1		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	13,8%
EV/EBITDA	6,5	3,9		4,6		4,0		Min (52 tyg.)	161,0
Dyld (%)	3,7	3,1		3,3		3,6		Max (52 tyg.)	236,8

Rosnące ceny ropy naftowej sprzyjają w ostatnim czasie notowaniom MOL-a i po odcięciu dywidendy kontynuują one pozytywną tendencję. Niemniej jednak 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 rafinerijnych 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 bezwzględny 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 rafinerijnego INA, który może w przypadku pogorszenia marż modelowych być widocznym obciążeniem dla wyników Grupy. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

PGNiG		Akumuluj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		5,13 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-06-02	
		Cena docelowa:		5,73 PLN							
(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)	30 267,0		
marża EBITDA	18,5%	16,7%		16,1%		17,2%		EV (cena bieżąca)	31 665,5		
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	10,7	14,2		16,5		14,0		Zmiana ceny: 1m	2,2%		
P/CE	5,7	6,1		6,8		6,4		Zmiana ceny: 6m	-2,1%		
P/BV	1,0	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-21,1%		
EV/EBITDA	5,2	5,0		5,9		5,6		Min (52 tyg.)	4,5		
Dyld (%)	2,9	3,9		6,5		4,9		Max (52 tyg.)	7,0		

PGNiG zgodnie z naszymi oczekiwaniami zaskoczył rynek bardzo pozytywnie wynikami za 1Q. Oportunistyczne zyski w obrocie (korzystne taryfy) i dystrybucji (wyższy wolumen) pozwoliły na skompensowanie słabszych cen węglowodorów w segmencie wydobywczym. W kolejnych kwartałach tendencje w obszarach regulowanych mogą się co prawda odwrócić (nowa taryfa dla dystrybucji z obniżonym WACC, obniżki cen dla klientów detalicznych, możliwe straty na kontrakcie katarskim), ale powinno być to z kolei odrobione w E&P dzięki wyższym cenom ropy oraz spodziewanym odbiciu na cenach gazu w Europie. Jeśli chodzi o kwestię ugody z Gazpromem to ze względów politycznych, nie zakładamy porozumienia poza arbitrażem, który zakończy się prawdopodobnie dopiero w połowie 2017 roku. Jednym z głównych argumentów za naszą pozytywną rekomendacją dla PGNiG był dywidendowy

potencjał spółki: bardzo silny bilans (2 mld PLN gotówki netto na koniec marca), stabilne FCF przy relatywnie niskim poziomie capex oraz duży udział MSP w akcjonariacie (kluczowa spółka dla realizacji celu dywidendowego w budżecie państwa). Tym większe jest nasze zaskoczenie propozycją Zarządu wypłaty zaledwie 0,18 PLN/akcję. Liczymy jednak, że główny właściciel skoryguje ten poziom na WZA. Jeśli chodzi o ryzyko zaangażowania w mało atrakcyjne projekty to na razie nie dostrzegamy istotnych zagrożeń. Skala inwestycji w aktywa JSW, kwota dokapitalizowania KW czy udział w procesie akwizycji aktywów ciepłowniczych EDF nie powinny bowiem zachwiać bilansem koncernu. Zaangażowanie kapitałowe w Baltic Pipe wydaje się mało prawdopodobne. Utrzymujemy pozytywną nastawienie do spółki, ale po wzroście kursu w ostatnim tygodniu obniżamy rekomendację do akumuluj.

PKN Orlen				Redukuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		69,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-19	
		Cena docelowa:		61,00 PLN							
(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)		29 511,9	
marża EBITDA	-2,5%	7,1%		9,9%		6,8%		EV (cena bieżąca)		37 299,1	
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		10,4		7,8		9,0		Zmiana ceny: 1m		0,5%	
P/CE		6,2		4,9		5,2		Zmiana ceny: 6m		3,7%	
P/BV	1,6	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m		-2,8%	
EV/EBITDA		6,2		4,9		5,5		Min (52 tyg.)		57,6	
Dyld (%)	2,1	2,4		2,9		4,2		Max (52 tyg.)		85,3	

W maju kurs Orlenu mimo kontynuacji wzrostów na ropie utrzymał się na stabilnym poziomie, nawet w ostatnich dniach mocniejszej przeceny WIG. Przyczyny tej siły należy oczywiście upatrywać w wysokich marżach rafineryjnych (6 USD), które jednak naszym zdaniem są tylko chwilowo wspierane przez strajki we Francji (wzrost przede wszystkim crack na dieslu, mimo że na razie nie widać istotnego ruchu na zapasach w portach ARA). Oczekujemy, że w kolejnych tygodniach z uwagi na presję importową z Chin globalne marże będą się obniżać. Z kolei w przypadku benzyny destrukcyjne może być standardowe sezonowe zwiększenie wykorzystania mocy przerobowych w USA. Na razie rynek ignoruje wyraźne pogorszenie rentowności w obszarze petrochemicznym, gdzie prawdopodobnie skończyło się wsparcie z tytułu

odbudowywania zapasów przez klientów i problemem jest drożająca nafta, którą trudno przenieść na cenę końcową. 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). Uwzględniając te wszystkie aspekty, podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację.

Polwax		Kupuj						
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		14,98 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		23,24 PLN		2016-02-02		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	258,2	280,7	8,7%	282,0	0,5%	285,9	1,4%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	30,8	34,2	11,3%	34,9	1,9%	35,2	0,9%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	11,9%	12,2%		12,4%		12,3%		EV (cena bieżąca)
EBIT	27,7	29,9	8,1%	30,6	2,1%	30,8	0,8%	Free float
Zysk netto	22,4	23,8	6,3%	24,5	2,7%	24,7	0,7%	
P/E	6,7	6,4		6,3		6,3		Zmiana ceny: 1m
P/CE	5,9	5,4		5,4		5,3		Zmiana ceny: 6m
P/BV	2,3	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	6,2	5,3		5,2		4,9		Min (52 tyg.)
Dywid (%)	6,6	8,1		7,1		7,9		Max (52 tyg.)

Kurs Polwaxu ma za sobą kolejny słaby miesiąc, do którego mogły przyczynić się nieco słabsze od oczekiwań wyniki za 1Q. Na razie nie stanowią one jednak naszym zdaniem powodu do niepokoju w kontekście wykonania całorocznych prognoz. Spadek wolumenu r/r to po części efekt bazy (w 1Q'15 słabe marże spółka starała się nadrobić ilością), a po części przesunięcie sprzedaży na kolejne okresy (standardowe zjawisko widoczne również w roku ubiegłym). Oczekujemy, że w kolejnych okresach dzięki mniejszej presji konkurencyjnej ze strony substytutów (olej palmowy, stearyna) uda się poprawić marżę brutto pierwszego stopnia. Wsparciem dla rentowności może być też obserwowany wzrost cen gaczy dostępnych na rynku (wykorzystanie możliwości magazynowych i bardziej stabilnej formuły cenowej z Lotosem). Import chińskiej parafiny związany ze zniesieniem ceł antydumpingowych ma ograniczony wpływ na Polwax, gdyż dotyczy tylko segmentu

świecowego (parafina hydrorafinowana), do którego spółka sprzedaje około 5 tys. ton produktu rocznie (10% wolumenu ogółem). Kluczowym wydarzeniem będzie oczywiście ewentualna prezentacja projektu Future. Spółka pracuje obecnie nad zabezpieczeniem finansowania tego projektu. Wstępne parametry tego projektu ogłoszone w ubiegłym roku wyglądały bardzo obiecująco (implikowana dodatkowa wartość na akcję sięgała w wariantcie konserwatywnym 3,5 PLN/akcję). Zarząd będzie musiał uzyskać akceptację akcjonariuszy dla tego przedsięwzięcia, więc zakładamy że będzie ono realizowane tylko wówczas, gdy nie nadwyręży istotnie potencjału dywidendowego i zaoferuje atrakcyjną perspektywę dla wyników w przyszłości. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Synthos		Redukuj						
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,59 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		3,39 PLN		2016-03-15		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	4 618,8	4 058,0	-12,1%	4 199,0	3,5%	4 600,3	9,6%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	635,8	617,0	-3,0%	591,0	-4,2%	669,6	13,3%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	13,8%	15,2%		14,1%		14,6%		EV (cena bieżąca)
EBIT	479,6	450,0	-6,2%	405,1	-10,0%	496,8	22,6%	Free float
Zysk netto	356,9	426,0	19,4%	302,3	-29,0%	376,0	24,4%	
P/E	13,3	11,2		15,7		12,6		Zmiana ceny: 1m
P/CE	9,3	8,0		9,7		8,7		Zmiana ceny: 6m
P/BV	2,1	2,1		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	8,6	8,8		9,4		8,2		Min (52 tyg.)
Dywid (%)	8,7	7,0		0,0		3,8		Max (52 tyg.)

Brak wypłaty dywidendy naszym zdaniem powoduje, że inwestorzy większą uwagę zwrócą na fundamenty spółki. Otoczenie dla producentów kauczuków syntetycznych pozostaje trudne (konkurencyjność cenowa kauczuków naturalnych), 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. Wyniki 1Q'16 były bliskie naszym oczekiwaniom oraz poniżej konsensusu rynkowego. Negatywnie na sentyment wpłynęła sprzedaż dużego pakietu akcji przez Prezesa Zarządu po wynikach kwartalnych. Podtrzymujemy naszą rekomendację redukcji dla Grupy Synthos.

Energetyka

CEZ										Kupuj									
Analityk: Kamil Kliszcz					Cena bieżąca:		72,20 PLN			Data ostatniej aktualizacji:					2016-02-02				
					Cena docelowa:		86,30 PLN												
(mln CZK)		2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)										
Przychody		200 657,0	200 415,6	-0,1%	201 838,2	0,7%	207 658,7	2,9%	Liczba akcji (mln)		538,0								
EBITDA		64 651,0	65 065,0	0,6%	62 398,8	-4,1%	60 093,2	-3,7%	MC (cena bieżąca)		38 842,9								
marża EBITDA		32,2%	32,5%		30,9%		28,9%		EV (cena bieżąca)		62 807,0								
EBIT		36 946,0	28 961,0	-21,6%	33 092,2	14,3%	29 971,7	-9,4%	Free float		29,5%								
Zysk netto		22 403,0	20 739,0	-7,4%	20 868,3	0,6%	18 419,8	-11,7%											
P/E		10,7	11,5		11,5		13,0		Zmiana ceny: 1m		-2,5%								
P/CE		4,8	4,2		4,8		4,9		Zmiana ceny: 6m		0,6%								
P/BV		0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m		-22,9%								
EV/EBITDA		6,3	6,0		6,2		6,4		Min (52 tyg.)		58,2								
Dyld (%)		8,9	9,0		9,0		7,0		Max (52 tyg.)		95,0								

Po dwóch miesiącach wzrostów notowania CEZ ustabilizowały się w maju, co było pochodną korekty pozytywnych tendencji na niemieckim rynku energii. W ostatnich dniach kontrakt roczny na energię na EEX ponownie przekroczył 26 EUR/MWh, napędzany przez wyższe ceny węgla (odzworowanie trendu na ropie i gazie) i droższe uprawnienia do emisji. W naszym scenariuszu kontynuacji wzrostów na ropie oczekujemy dalszej poprawy perspektywy wyników CEZ w kolejnych latach. Zmniejszenie obaw o spadek EBITDA w latach 2018-19 powinno pozwolić na szybkie odbicie notowań po odcięciu się dywidendy (dzień dywidendy był już co prawda 27 maja, ale WZA zatwierdzi wysokość wypłaty 3 czerwca). Dobre wyniki za 1Q pokazały, że nawet przy

mniejszej utylizacji bloków jądrowych (efekt wydłużenia postojów w Dukovanach w związku z procesem odnawiania licencji) CEZ jest w stanie w tym roku zaskoczyć konsensus (wyższa średnia cena sprzedaży energii, lepsze marże na handlu). Zwracamy uwagę, że wykonanie rocznej prognozy Zarządu po pierwszych trzech miesiącach jest relatywnie wysokie i na poziomie EBITDA wynosi 33% (po 1Q'15 wynosiło 29%). Ryzyko przeprowadzenia istotnych akwizycji w tym roku oceniamy jako niskie (determinacja polskich koncernów w procesie sprzedaży aktywów EDF będzie większa), co pozwoli na formułowanie bardziej agresywnych oczekiwań na dywidendę w przyszłym roku. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Enea		Trzymaj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		9,30 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02	
		Cena docelowa:		12,40 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	9 855,4	9 848,4	-0,1%	10 670,7	8,3%	11 334,8	6,2%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	1 914,9	2 129,9	11,2%	2 148,5	0,9%	2 322,0	8,1%	MC (cena bieżąca)	4 105,4
marża EBITDA	19,4%	21,6%		20,1%		20,5%		EV (cena bieżąca)	10 543,5
EBIT	1 186,5	-162,1		992,1		1 094,0	10,3%	Free float	48,5%
Zysk netto	908,3	-434,9		637,5		672,4	5,5%		
P/E	4,5			6,4		6,1		Zmiana ceny: 1m	-21,6%
P/CE	2,5	2,2		2,3		2,2		Zmiana ceny: 6m	-16,4%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-43,6%
EV/EBITDA	2,7	4,2		4,9		4,8		Min (52 tyg.)	9,3
Dyid (%)	6,1	5,1		6,0		7,8		Max (52 tyg.)	16,7

W maju doszło do znacznej przeceny akcji Enei z uwagi na zaskakującą propozycję Zarządu o niewypłacie dywidendy, co ożywiło obawy rynku dotyczące udziału spółki w nierentownych projektach inwestycyjnych (ratowanie KHW, przejęcie aktywów Engie, czy udział w budowaniu nowych bloków węglowych, które mogłyby zagospodarować nadwyżkę węgla, jaką obecnie koncern dysponuje). Inwestorzy stracili już nadzieję, że po zakończeniu budowy bloku w Kozienicach spółka skieruje swój potencjał na wypłatę zysków do akcjonariuszy. Jeśli rzeczywiście Zarząd zdecyduje o zaangażowaniu w nowe inwestycje to pozytywna ekspozycja Enei na oczekiwany rynek mocy może okazać się relatywnie mniejsza niż w Tauronie czy PGE. W scenariuszu „brytyjskim”, uwzględniając nowy blok w Kozienicach, płatności

mocowe dla Enei w roku 2020 mogłyby sięgać 342 mln PLN, co stanowi 16% aktualnego strumienia EBITDA. Szacowane NPV tych przepływów po korekcie o capex na dostosowanie do BAT to około 2,65 mld PLN (44% aktualnej kapitalizacji), ale po uwzględnieniu ryzyka dokapitalizowania KHW (0,5 mld PLN) oraz udziału Ostrołęce lub w potencjalnych projektach w Łęcznej i Puławach (100% w Łęcznej i 50% w Puławach, co implikuje ujemne NPV rzędu -1,0 mld PLN), dodatni wpływ na wycenę koncernu wyniosłby netto tylko 0,5 mld PLN, czyli 11% aktualnej kapitalizacji. Jedynym pozytywnym katalizatorem dla kursu Enei może być kontynuacja wzrostu cen węgla na światowych rynkach, ale warunkiem jest wyjaśnienie sytuacji wokół KHW. Na razie utrzymujemy neutralne zalecenie.

Energia		Zawieszona							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		9,35 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-03-16	
		Cena docelowa:		-					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	10 590,6	10 803,9	2,0%	10 376,5	-4,0%	10 650,6	2,6%	Liczba akcji (mln)	414,1
EBITDA	2 307,0	2 196,0	-4,8%	2 026,4	-7,7%	2 207,5	8,9%	MC (cena bieżąca)	3 871,5
marża EBITDA	21,8%	20,3%		19,5%		20,7%		EV (cena bieżąca)	8 812,3
EBIT	1 446,2	1 279,8	-11,5%	1 106,8	-13,5%	1 226,3	10,8%	Free float	50,0%
Zysk netto	982,1	831,2	-15,4%	678,3	-18,4%	726,6	7,1%		
P/E	3,9	4,7		5,7		5,3		Zmiana ceny: 1m	-24,2%
P/CE	2,1	2,2		2,4		2,3		Zmiana ceny: 6m	-27,2%
P/BV	0,5	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-58,6%
EV/EBITDA	3,0	3,5		4,3		4,5		Min (52 tyg.)	9,4
Dywid (%)	10,7	15,4		10,4		7,4		Max (52 tyg.)	23,7

Utrzymanie atrakcyjnej stopy dywidendy było jedynym potencjalnym pozytywnym katalizatorem, który mógł poprawić bardzo słaby sentyment inwestorów wokół tej spółki. Niska propozycja Zarządu (0,49 PLN/akcję) pogrzebała tę szansę i obserwowana w ostatnich tygodniach konwergencja wyceny Energi do wskaźników PGE czy Tauronu była uzasadniona (EV/EBITDA'16 wynosi obecnie 4,3x wobec 4,2x w Tauronie i 4,1x w PGE). Spółka nie powinna być bowiem notowania z premią do konkurencji, gdyż profil inwestycyjny ma już bardzo zbliżony (perspektywa ujemnych FCF, presja na dywid, „otwartość” na trudne projekty). Dodatkowo pozytywna

ekspozycja koncernu na potencjalny rynek mocy jest relatywnie mniejsza. Szacujemy, że przy uwzględnieniu 50% udziału w projekcie w Ostrołęce roczne przepływy z rynku mocy po roku 2020 powinny wynieść 110 mln PLN (5% aktualnego strumienia EBITDA), a ich NPV po koszcie inwestycji 0,7 mld PLN czyli 16% aktualnej kapitalizacji. Przypominamy, że nadal potencjalnym ryzykiem pozostaje zamrożony projekt budowy nowej elektrowni wodnej na Wiśle. Do czasu publikacji strategii przez Zarząd prawdopodobnie utrzymamy zawieszenie naszej rekomendacji. Prognozy wyników pozostają aktualne.

PGE											
Kupuj											
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		12,35 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-06-02	
		Cena docelowa:		14,60 PLN							
(mIn PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)			
Przychody	28 137,0	28 542,0	1,4%	29 448,8	3,2%	29 458,0	0,0%	Liczba akcji (mIn)		1 869,8	
EBITDA	8 120,0	8 228,0	1,3%	6 998,3	-14,9%	6 378,4	-8,9%	MC (cena bieżąca)		23 091,8	
marża EBITDA	28,9%	28,8%		23,8%		21,7%		EV (cena bieżąca)		28 542,3	
EBIT	5 096,0	-3 589,0		4 238,7		3 545,4	-16,4%	Free float		38,1%	
Zysk netto	3 638,0	-3 032,0		3 281,3		2 633,3	-19,7%				
P/E	6,3			7,0		8,8		Zmiana ceny: 1m		-5,9%	
P/CE	3,5	2,6		3,8		4,2		Zmiana ceny: 6m		-5,9%	
P/BV	0,5	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m		-35,0%	
EV/EBITDA	2,7	3,1		4,1		5,0		Min (52 tyg.)		11,8	
Dyld (%)	8,9	6,3		6,4		5,7		Max (52 tyg.)		19,3	

W maju akcje PGE potaniały o kolejne 6%, co prawdopodobnie wynika z obaw inwestorów o zaangażowanie spółki w proces akwizycji aktywów EDF oraz udział w reaktywowanych obecnie toksycznych projektach budowy nowych bloków węglowych. Ogłoszona rozzarowująca propozycja dywidendy na dolnym przedziale polityki wypłat jeszcze nie przesądza naszym zdaniem decyzji WZA, szczególnie w kontekście celu założonego w budżecie państwa. Zwracamy uwagę, że ostatnie decyzje czy komunikaty nowego rządu wskazują na realną szansę zmiany regulacji sektorowych na korzyść energetyki konwencjonalnej (rynek mocy, zwiększony budżet opłaty przejściowej, przyhamowanie rozwoju OZE). Szacujemy, że w przypadku sparametryzowania aukcji mocowych na wzór brytyjski, roczne przepływy z tego tytułu po roku 2020 powinny wynieść w PGE ponad 1 mld PLN (15% aktualnego strumienia EBITDA), a ich NPV po koszcie inwestycji dostosowujących park wytwórczy do

wymogów BAT, 5,8 mld PLN czyli 24% aktualnej kapitalizacji. Nawet jeśli uwzględnimy realne ryzyko zaangażowania spółki w nowe projekty węglowe w Elektrowni Czeczott czy Rybniku (przy założeniu 50% udziału PGE „skonsumują” one około 1,3 mld PLN wartości) to netto dodatni wpływ rynku mocy na spółkę można szacować na 4,6 mld PLN (19% MCap). Jeśli chodzi o bieżące wyniki finansowe to zwracamy uwagę, że słabszy od pierwotnych oczekiwań wynik w generacji nie jest pochodną większej niż zakładaliśmy wrażliwości spółki na spadek cen, ale mniejszej skali „aktywowania” kosztów zdejmowania nadkładu w kopalniach odkrywkowych (różnica r/r może sięgnąć ponad 200 mln PLN, ale nie ma ona znaczenia z punktu widzenia generowanych przepływów pieniężnych). Po ostatnich spadkach kursu podnosimy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj.

Tauron		Kupuj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		2,50 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02	
		Cena docelowa:		3,78 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	18 440,8	18 375,2	-0,4%	19 099,2	3,9%	19 373,9	1,4%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	3 627,1	3 528,9	-2,7%	3 336,6	-5,4%	3 463,5	3,8%	MC (cena bieżąca)	4 381,4
marża EBITDA	19,7%	19,2%		17,5%		17,9%		EV (cena bieżąca)	14 174,6
EBIT	1 830,1	-1 901,1		1 544,3		1 579,6	2,3%	Free float	54,5%
Zysk netto	1 180,9	-1 807,3		924,9		837,2	-9,5%		
P/E	3,7			4,7		5,2		Zmiana ceny: 1m	-15,5%
P/CE	1,5	1,2		1,6		1,6		Zmiana ceny: 6m	-5,3%
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m	-45,1%
EV/EBITDA	3,0	3,5		4,2		4,6		Min (52 tyg.)	2,4
Dyid (%)	7,6	6,0		5,8		3,2		Max (52 tyg.)	4,6

Tauron w maju ponownie znalazł się pod presją, choć wyniki kwartalne były zgodne z oczekiwaniami i raczej nie generują naszym zdaniem ryzyka dla całorocznych prognoz. Zachowanie kursu jest tym bardziej zastanawiające, że w czerwcu oczekujemy ogłoszenia zarysów rynku mocy, którego Tauron może być głównym beneficjentem. W scenariuszu wprowadzenia modelu „brytyjskiego” roczne przepływy z rynku mocy po roku 2020 powinny wynieść 388 mln PLN (12% aktualnego strumienia EBITDA), a ich NPV po koszcie inwestycji 2,2 mld PLN, czyli 48% aktualnej kapitalizacji. Naszym zdaniem ze względu na napięty bilans spółki, jej udział w nowych projektach węglowych, które mogłyby zneutralizować ten pozytywny efekt, jest mało prawdopodobny. Niewykluczone jest natomiast znalezienie partnera do Jaworzna w postaci PFR finansowanego z podwyższonej opłaty przejściowej (ten

dobry dla sektora sygnał również został na razie zignorowany), co uwolniłoby (przy 50% udziale państwowego funduszu) około 0,6 mld PLN dodatkowej wartości. Taki wariant (szukania współinwestora) sygnalizował Prezes Nowakowski na konferencji wynikowej. Niewykluczona jest także rezygnacja z projektu w Łagiszy, co odciążałoby bilans w kolejnych latach na około 1,5 mld PLN. 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							
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		4,67 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		6,30 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 674,0	1 572,2	-6,1%	1 546,8	-1,6%	1 489,2	-3,7%	Liczba akcji (mln)	348,2
EBITDA	0,0	449,0		456,9	1,8%	441,1	-3,5%	MC (cena bieżąca)	1 626,2
marża EBITDA	0,0%	28,6%		29,5%		29,6%		EV (cena bieżąca)	1 894,3
EBIT	0,0	27,9		55,4	98,3%	48,4	-12,5%	Free float	35,9%
Zysk netto	0,0	2,2		-22,7		-40,6	79,1%		
P/E		734,9						Zmiana ceny: 1m	-7,3%
P/CE		3,8		4,3		4,6		Zmiana ceny: 6m	-13,2%
P/BV	0,8	0,8		0,9		1,0		Zmiana ceny: 12m	-28,0%
EV/EBITDA		4,2		4,1		4,3		Min (52 tyg.)	4,3
Dyid (%)	9,0	12,8		4,3		4,3		Max (52 tyg.)	6,6

Netia ogłosiła w maju wyniki za 1Q'16: segment B2B utrzymał stabilne wyniki, TK Telekom wygenerował nieco niższe liczby od oczekiwanych przez nas, całość wyników była zgodna z oczekiwaniami. Pomimo tego kurs uległ obniżeniu. Sądzymy, że jest to spowodowane sporem ze związkami zawodowymi TK Telekom. Organizacje związkowe chcą zatrzymania procesu redukcji zatrudnienia prowadzonego w TK Telekom oraz zwiększenia od dnia 1 kwietnia 2016 r. wynagrodzenia o 147 PLN przypadających na każdego pracownika. Informacja będzie negatywna, jeśli dojdzie do spełnienia żądań związkowców. Zarząd Netii szacował, że docelowa wartość synergii na poziomie wolnych przepływów pieniężnych wynosi 35 mln PLN, z czego 26 mln PLN wpłynie na poziom zysku EBITDA grupy, a 9 mln PLN dotyczyć będzie nakładów

inwestycyjnych. Synergie na kosztach operacyjnych wynikać mają z redukcji kosztów utrzymania sieci oraz restrukturyzacji zatrudnienia. Spadek zatrudnienia odbywa się w Netii zgodnie z planem: łączne zatrudnienie w spółce TK Telekom wyniosło 337 etatów na koniec marca'16 (w tym 316 aktywnych etatów) wobec 373 na koniec grudnia'15 oraz 400 na koniec lipca'15. W naszym modelu finansowym zakładamy dalszy spadek zatrudnienia w TK Telekom do poziomu <300 osób. Jednak pomimo ryzyka większych od zakładanych kosztów wynagrodzeń, w przeddzień WZ dot. wypłaty dywidendy, podtrzymujemy pozytywne podejście. Sądzymy, że dywidenda będzie istotnie wyższa od proponowanego przez Zarząd 0,20 PLN na akcję.

Orange Polska		Kupuj							
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		5,66 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		8,30 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	12 212,0	11 840,0	-3,0%	11 484,5	-3,0%	11 274,5	-1,8%	Liczba akcji (mln)	1 312,0
EBITDA	4 059,0	3 443,0	-15,2%	3 376,4	-1,9%	3 277,1	-2,9%	MC (cena bieżąca)	7 425,9
marża EBITDA	33,2%	29,1%		29,4%		29,1%		EV (cena bieżąca)	13 981,6
EBIT	986,0	572,0	-42,0%	664,6	16,2%	718,0	8,0%	Free float	49,3%
Zysk netto	535,0	254,0	-52,5%	248,6	-2,1%	292,5	17,7%		
P/E	13,9	29,2		29,9		25,4		Zmiana ceny: 1m	-8,9%
P/CE	2,1	2,4		2,5		2,6		Zmiana ceny: 6m	-12,9%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-42,2%
EV/EBITDA	2,9	3,3		4,1		4,3		Min (52 tyg.)	5,7
Dyid (%)	8,8	8,8		4,4		4,4		Max (52 tyg.)	9,8

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 telekomu 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 Cyfrowego Polsatu, który nie wypłaci wynagrodzenia dla akcjonariuszy za 2015 r., DivYield Orange Polska równy 4,4% prezentuje się dobrze.

Media

Agora		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		12,21 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-06	
		Cena docelowa:		14,10 PLN					
(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)	621,9
marża EBITDA	7,0%	10,2%		10,0%		10,4%		EV (cena bieżąca)	690,4
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		48,9		42,1		22,6		Zmiana ceny: 1m	-0,8%
P/CE	7,5	5,4		5,7		5,2		Zmiana ceny: 6m	-11,3%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	0,9%
EV/EBITDA	8,2	5,5		5,8		5,4		Min (52 tyg.)	10,8
Dyid (%)	0,0	0,0		4,1		6,1		Max (52 tyg.)	13,9

Agora ogłosiła w ciągu ostatniego miesiąca dobre wyniki finansowe, które okazały się wyższe od naszych prognoz zwłaszcza w segmencie Reklama Zewnętrzna dzięki projektowi wiat AMS w Warszawie. Dodatkowo spółka ogłosiła wyższą od oczekiwań dywidendę za 2015 r. (0,75 PLN vs. 0,50 PLN oczekiwane). Pomimo tego w ciągu ostatniego miesiąca notowania Agory nie wzrosły. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla walorów spółki. Zwracamy także uwagę, na kluczową transformację w 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 $EV/EBITDA'16=5,9x$ 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.

Cyfrowy Polsat		Trzymaj									
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		21,50 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		22,10 PLN							
(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)		13 750,2	
marża EBITDA	37,0%	37,5%		35,8%		34,9%		EV (cena bieżąca)		23 207,8	
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	47,0	11,8		11,4		11,0		Zmiana ceny: 1m		-12,2%	
P/CE	8,7	4,8		4,9		4,9		Zmiana ceny: 6m		-11,2%	
P/BV	4,4	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m		-12,6%	
EV/EBITDA	5,6	6,7		6,6		6,3		Min (52 tyg.)		20,3	
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		26,1	

Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Cyfrowego Polsatu. Grupa ogłosiła wyniki za 1Q'16, które naszym zdaniem nie przyniosły przełomu. Skorygowany FCF LTM w 1Q'16 wyniósł 1 319 mln PLN i był znacznie większy R/R (vs. 1 008 mln PLN). Zadłużenie netto wyniosło 12 132 mln PLN, tj. 3,34x EBITDA, co implikuje na wczorajsze zamknięcie giełdowe FCF/EV na poziomie 5,1%. Wskaźnik jest dość niski, biorąc pod uwagę, że CAPEX Cyfrowego Polsatu w ostatnim roku był niski. Zwracamy uwagę, że Cyfrowy Polsat jest notowany z dużą premią do Orange Polska, co naszym zdaniem jest nieuzasadnione patrząc na (1) podobny długoterminowy FCF Yield, ale (2) dużo

wyższe zadłużenie. 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 główne 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 telekomunikacyjne GPW.

Wirtualna Polska		Akumuluj						
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		46,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		50,00 PLN		2016-06-02		
(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)
EBITDA	51,0	95,5	87,1%	129,8	36,0%	144,2	11,1%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	20,5%	30,3%		30,8%		30,5%		EV (cena bieżąca)
EBIT	22,7	65,9	190,6%	93,2	41,3%	102,8	10,4%	Free float
Zysk netto	-0,3	12,1		82,0	580,4%	93,3	13,8%	
P/E		113,6		16,7		14,7		Zmiana ceny: 1m
P/CE	48,8	32,9		11,5		10,2		Zmiana ceny: 6m
P/BV	2,4	3,6		3,0		2,8		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	29,9	16,5		11,6		10,3		Min (52 tyg.)
Dywidenda (%)	1,0	0,0		0,0		4,8		Max (52 tyg.)

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Wirtualnej Polski, jednak ze względu na wzrost kursu obniżamy nasze zlecenie do akumuluj z kupuj. Na konferencji po wynikach za 1Q'16 Zarząd przedstawił wizję dobrego roku. WPH spodziewa się wzrostów przychodów w 2016 r. przede wszystkim z działalności e-commerce. To właśnie na tym polu Wirtualna Polska zamierza się koncentrować prowadząc działalność akwizycyjną. W tym roku nakłady na przejęcia mogą wynosić do 120

mln PLN. Fundusze, które grupa chce przeznaczyć na te cele będą pochodzić z rozszerzonej linii kredytowej w wysokości 50 mln PLN, dedykowanej wyłącznie na przejęcia oraz z własnych zasobów gotówkowych w wysokości 70 mln PLN. Przy takich założeniach, sądzimy że potencjał dywidendowy jest niezagrożony i spółka może zacząć płacić dywidendę w przyszłym roku.

IT

Asseco Poland		Akumuluj										
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		53,71 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-05-06		
		Cena docelowa:		62,89 PLN								
(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)		4 457,9		
marża EBITDA	14,5%	14,6%		14,7%		14,6%		EV (cena bieżąca)		6 903,7		
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	12,4	12,5		12,1		11,7		Zmiana ceny: 1m		-8,3%		
P/CE	7,1	7,0		6,8		6,6		Zmiana ceny: 6m		-7,4%		
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m		-10,0%		
EV/EBITDA	7,7	6,8		6,5		6,2		Min (52 tyg.)		51,6		
Dyield (%)	4,8	5,4		5,6		5,8		Max (52 tyg.)		62,0		

Asseco Poland ma ponadprzeciętny potencjał dywidendowy (oferuje DYield = 5,6%), co biorąc pod uwagę niskie ryzyko inwestycyjne (Beta = 0,4x) i dobrą sytuację bilansową czyni ją atrakcyjną pod kątem inwestycyjnym. Ponadto, spółki córki z Grupy Asseco notują rekordowe wyniki, a w przypadku Formuła Systems dodatkowo pomaga aprecjacja USD vs. PLN R/R. Wyniki za 1Q'16 okazały się lepsze od naszych oczekiwań. Rynek polski wygenerował 57,1 mln PLN, w tym spółka matka wygenerowała 41,4 mln PLN EBIT, tj. 18% niżej R/R, jednak nieco wyżej niż zakładaliśmy (38,4 mln PLN, +8% vs. oczekiwań).

Spowolnienie w kontraktach spółki matki jest dłuższe niż zakładano początkowo, głównie ze względu na oddalenie fali kontraktów z dofinansowaniem unijnym oraz bardziej oszczędne nastawienie sektora bankowego do wydatków na IT. Z drugiej strony dobrze wypadły: rynek zachodnioeuropejski oraz Asseco CE, a Formuła Systems tradycyjnie zaprezentowała zestaw bardzo dobrych wyników. Biorąc pod uwagę dość dobrą dywersyfikację geograficzną, podtrzymujemy pozytywną rekomendację na walory grupy.

CD Projekt		Trzymaj									
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		26,30 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-06-02	
		Cena docelowa:		26,50 PLN							
(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)	2 547,2		
marża EBITDA	12,7%	53,8%		47,8%		34,3%		EV (cena bieżąca)	2 039,5		
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	479,1	7,4		22,2		34,6		Zmiana ceny: 1m			
P/CE	298,2	7,3		21,0		32,2		Zmiana ceny: 6m			
P/BV	14,9	5,0		4,0		3,6		Zmiana ceny: 12m			
EV/EBITDA	202,3	5,0		14,5		22,9		Min (52 tyg.)			
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)			

31.05.2016 roku miała miejsce premiera drugiego dodatku do gry Wiedźmin 3: Dziki Gon (W3:DG) o nazwie Krew i Wino. Pod koniec 1Q'16 CD Projekt zaprezentował 59,8 mln PLN w pozostałych zobowiązaniach, które odzwierciedlają zaliczki na poczet przyszłych tantiem ze sprzedaży pakietu dodatków do W3:DG. Sprzedaż pakietu dodatków ze względu na przyjętą przez spółkę politykę rachunkowości zostanie rozpoznana w rachunku zysków i strat w momencie premiery drugiego dodatku i zasilą przychody 2Q'16. Drugie rozszerzenie gry zebrało szereg pozytywnych recenzji, a średnia ocena produkcji to 91/100 na portalu Metacritic (poprzednie

rozszerzenie zdobyło ocenę 90/100). W pierwszych dniach po premierze drugiego dodatku, na listę bestsellerów Steam trafił z powrotem Wiedźmin 3: Dziki Gon oraz pakiet dodatków. Ważnym wydarzeniem w czerwcu będą targi E3 w dniach 14-16.06.2016. Spółka oprócz promowania drugiego dodatku do gry Wiedźmin 3: Dziki Gon może opublikować więcej szczegółów dotyczących nowej produkcji, której premierę CD Projekt planuje jeszcze w 2016 roku. Uważamy, że obecnie akcje CD Projekt są odpowiednio wycenione i obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Górnictwo i metale

KGHM		Trzymaj							
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca:		57,66 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02	
		Cena docelowa:		63,00 PLN					
(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)	11 532,0
marża EBITDA	25,9%	-14,4%		21,0%		23,1%		EV (cena bieżąca)	16 103,1
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	4,7			217,4		23,3		Zmiana ceny: 1m	-21,3%
P/CE	2,8			5,5		4,3		Zmiana ceny: 6m	-15,4%
P/BV	0,5	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-50,5%
EV/EBITDA	3,0			4,2		3,9		Min (52 tyg.)	52,3
Dyield (%)	8,7	7,8		3,5		3,5		Max (52 tyg.)	116,4

Ceny metali przemysłowych nadal zachowują się słabo, pomimo że dane o zapasach miedzi na giełdach wskazują na dużą nadwyżkę popytu. W maju zapasy obniżyły się o 92 tys. ton, tj. ponad 17% - spadając do najniższego poziomu od lutego 2015. Metale przemysłowe w większym stopniu reagują na słabsze dane w Chinach (kolejny słaby PMI) niż na czynniki typowo związane z surowcem. Dane z CFTC wskazują, że inwestorzy finansowi zajęli dużą krótką pozycję na opcjach na metal (netto: -41 tys.). Ponadto, w przeciwieństwie do kwietnia, w maju słabo zachowywały się ceny metali szlachetnych, które weszły w korektę spadkową wraz z rosnącymi oczekiwaniami na podwyżki stóp procentowych w USA i umacniającym się USD. W czerwcu oczekujemy, że notowania metali przemysłowych na fali obaw o

kondycję światowej gospodarki (faza niskiego wzrostu) nadal będą znajdować się pod presją podaży. Wraz z rosnącym ryzykiem referendum w WB do wzrostów powinny powrócić metale szlachetne – to jednak za mało, żeby zmienić nasze postrzeganie atrakcyjności akcji KGHM w krótkim okresie. Ponadto, w związku z niższymi wpływami do budżetu z dywidend od spółek z udziałem Skarbu Państwa maleje prawdopodobieństwo ograniczenia stawki podatku od wydobycia. Spółka poinformowała o wstrzymaniu II fazy projektu Sierra Gorda, który nadal rozwija się poniżej pierwotnych oczekiwań spółki i inwestorów. W kolejnych miesiącach można oczekiwać decyzji o zamrożeniu pozostałych projektów inwestycyjnych na rynkach zagranicznych (Ajax, Victoria). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

LW Bogdanka		Trzymaj							
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca:		34,99 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02	
		Cena docelowa:		33,00 PLN					
(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)	1 189,7
marża EBITDA	37,2%	3,1%		32,1%		32,1%		EV (cena bieżąca)	1 550,6
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	4,4			6,8		6,7		Zmiana ceny: 1m	-25,4%
P/CE	1,8	11,3		2,1		2,1		Zmiana ceny: 6m	-15,6%
P/BV	0,5	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-56,9%
EV/EBITDA	2,4	28,2		2,5		2,4		Min (52 tyg.)	30,4
Dyid (%)	16,6	10,0		10,0		10,0		Max (52 tyg.)	81,2

Spółka nie wypłaci dywidendy za 2015 rok, co dla inwestorów jest dużym rozczarowaniem biorąc pod uwagę sytuację bilansową spółki. Brak dywidendy przede wszystkim zwiększa ryzyko, że w kolejnych latach Bogdanka będzie zaangażowana w finansowanie restrukturyzacji KHW, o czym od kilku miesięcy spekulują inwestorzy i co niestety zdaje się potwierdzać. W tym kontekście otwartą kwestią pozostaje ustalanie cen sprzedaży węgla dla grupy Enea po wygaśnięciu obowiązującego jeszcze kontraktu z Koźienicami. Biorąc to pod uwagę, prognozowanie CF

dla akcjonariuszy mniejszościowych w kolejnych latach jest obciążone dużym błędem. To z kolei będzie utrzymywało dyskonto w wycenie spółki. Wzrost cen węgla energetycznego w Europie (+8,7% m/m) do 49 USD/t nie wpłynie na zmianę cen lokalnych producentów. Pomimo interwencyjnego skupu węgla przez rządową agencję i końca sezonu zakupowego zapasy na zwalchach kopalnianych przekraczają 6 mln ton. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową na poziomie 33 PLN.

Przemysł

Elemental		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,40 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-01-08	
		Cena docelowa:		4,80 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	772,3	926,2	19,9%	1 151,1	24,3%	1 250,4	8,6%	Liczba akcji (mln)	170,5
EBITDA	41,2	60,8	47,5%	81,6	34,1%	103,2	26,5%	MC (cena bieżąca)	579,6
marża EBITDA	5,3%	6,6%		7,1%		8,3%		EV (cena bieżąca)	719,9
EBIT	34,9	52,7	50,9%	70,9	34,5%	88,4	24,7%	Free float	37,5%
Zysk netto	31,1	45,5	46,3%	53,8	18,2%	64,4	19,6%		
P/E	17,3	12,7		10,8		9,0		Zmiana ceny: 1m	-9,6%
P/CE	14,4	10,8		9,0		7,3		Zmiana ceny: 6m	-19,0%
P/BV	2,0	1,8		1,6		1,3		Zmiana ceny: 12m	-17,5%
EV/EBITDA	13,8	10,7		8,8		6,4		Min (52 tyg.)	3,4
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	4,7

Elemental Holding poinformował w komunikacie bieżącym o niespełnieniu się warunków zawieszających umowy kupna udziałów Gorenje Surovina. Według informacji udzielonych przez Elemental w 2015 roku EBITDA przejmowanej spółki spadła o 46 % r/r, a przychody o 14% r/r. W efekcie Elemental odstąpił od zakupu słoweńskiego podmiotu. W naszych prognozach dla Elemental na 2016 roku zakładaliśmy, że konsolidacja Gorenje Surovina zwiększy sprzedaż Grupy o około 250 mln PLN, natomiast EBITDA nieco poniżej 15 mln PLN. Bez konsolidacji Gorenje Surovina wynik EBITDA Grupy

Elemental w 2016 roku może naszym zdaniem wzrosnąć o 10-15% r/r, a wynik netto około 5% r/r (wcześniej zakładaliśmy wzrost EBITDA w 2016 roku o 40% r/r, a wyniku netto o 18% r/r). Spółka prawdopodobnie dalej będzie analizowała rynek w celu przeprowadzenia akwizycji. Naszym zdaniem bardziej prawdopodobne jest zainteresowanie podmiotami z rynków WEEE (zużyty sprzęt elektroniczny), PCB (nadrukowane płytki elektroniczne) oraz CAC (zużyte katalizatory). Wkrótce przedstawimy aktualizację prognoz na 2016 rok. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Famur		Trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		2,46 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-06	
		Cena docelowa:		2,20 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	708,8	801,0	13,0%	753,0	-6,0%	841,0	11,7%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	275,9	183,0	-33,7%	203,9	11,4%	223,0	9,4%	MC (cena bieżąca)	1 184,5
marża EBITDA	38,9%	22,9%		27,1%		26,5%		EV (cena bieżąca)	1 103,9
EBIT	121,9	42,1	-65,5%	61,2	45,2%	101,4	65,7%	Free float	13,6%
Zysk netto	100,3	51,2	-48,9%	48,6	-5,1%	84,0	72,9%		
P/E	11,8	23,1		24,4		14,1		Zmiana ceny: 1m	-4,7%
P/CE	4,7	6,2		6,2		5,8		Zmiana ceny: 6m	45,6%
P/BV	1,4	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-16,9%
EV/EBITDA	4,4	6,8		5,4		4,6		Min (52 tyg.)	1,4
Dyild (%)	34,1	0,0		0,0		1,7		Max (52 tyg.)	3,0

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 diligence oraz zgoda urzędu antymonopolowego na koncentrację. Zawarta umowa dotyczy jedynie pakietu posiadanego przez Pana 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. Wyniki Grupy za 1Q'16 były lepsze od naszych oczekiwań, prawdopodobnie jednak były to najlepsze rezultaty kwartalne w całym 2016 roku. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Famur.

Kernel		Trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		54,00 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)	4 302,9
marża EBITDA	9,3%	17,0%		15,5%		13,8%		EV (cena bieżąca)	4 624,1
EBIT	128,7	328,3	155,0%	291,8	-11,1%	277,9	-4,8%	Free float	59,8%
Zysk netto	-98,3	106,9		215,1	101,2%	210,3	-2,2%		
P/E		10,3		5,1		5,2		Zmiana ceny: 1m	2,0%
P/CE		6,3		3,9		3,9		Zmiana ceny: 6m	8,7%
P/BV	1,1	1,2		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	40,3%
EV/EBITDA	5,7	3,0		3,3		3,3		Min (52 tyg.)	37,0
Dyld (%)	0,0	1,8		1,8		3,9		Max (52 tyg.)	57,5

Wyniki 1Q'16 (3Q'16) były lepsze od naszych oczekiwań, głównie w efekcie znacznie wyższego rezultatu segmentu produkcji rolnej, który jest głównym beneficjentem osłabienia UAH do USD. Zgodnie z oczekiwaniami spółka zaraportowała słaby wynik w segmencie oleju luzem i butelkowanego, co wynika z otwarcia nowych mocy produkcyjnych w zakresie przetwarzania słonecznika (Bunge 0,6 mln ton, Alseeds 0,8 mln ton). Według danych ukraińskiego Ministerstwa Rolnictwa obecnie na Ukrainie obsiano 5,21 mln ha słonecznika wobec 4,59 mln ha rok wcześniej. Taki zasiew mógłby naszym zdaniem

skutkować zbiorami na poziomie 11-11,5 mln ton (dotychczasowa nasza prognoza 11,2 mln ton). Wysokie zasiewy słonecznika prawdopodobnie jednak w otoczeniu wysokiej konkurencji o ziarno tylko nieznacznie przełożą się na poprawę marży na tłoczeniu w kolejnym roku. Niskie zadłużenie (0,8x EBITDA'12m na koniec 1Q'16) jest obecnie atutem ukraińskiego koncernu, który wykorzysta to prawdopodobnie do zwiększenia koncentracji w przyszłości i zwiększenia przewagi konkurencyjnej. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Kęty		Trzymaj									
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		315,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		277,80 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 819,6	2 027,1	11,4%	2 048,2	1,0%	2 219,7	8,4%	Liczba akcji (mln)	9,4		
EBITDA	309,3	336,2	8,7%	346,7	3,1%	374,3	7,9%	MC (cena bieżąca)	2 974,2		
marża EBITDA	17,0%	16,6%		16,9%		16,9%		EV (cena bieżąca)	3 247,7		
EBIT	224,6	244,4	8,8%	244,1	-0,1%	266,8	9,3%	Free float	82,0%		
Zysk netto	169,0	209,8	24,1%	186,8	-11,0%	204,9	9,7%				
P/E	17,5	14,2		15,9		14,5		Zmiana ceny: 1m	-2,2%		
P/CE	11,6	9,9		10,3		9,5		Zmiana ceny: 6m	8,6%		
P/BV	2,5	2,4		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	-3,1%		
EV/EBITDA	10,1	9,7		9,4		8,6		Min (52 tyg.)	265,0		
Dyld (%)	3,2	4,6		4,2		4,4		Max (52 tyg.)	350,0		

W 1Q'16 Grupa Kęty zaraportowała wynik EBITDA jak i zysk 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 aluminium 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. Negatywnie na sentyment wokół spółki w nadchodzących miesiącach może wpływać perspektywa rewizji założeń systemu emerytalnego. Obecnie Grupa Kęty jest jedną ze spółek o najwyższym zaangażowaniu OFE w akcjonariacie. Podtrzymujemy neutralną rekomendację dla Grupy Kęty.

UNIWHEELS								
Akumuluj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		137,10 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		154,00 PLN		2016-04-13		
(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)
EBITDA	46,8	58,7	25,3%	64,6	10,2%	67,6	4,5%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	12,9%	13,4%		14,8%		14,2%		EV (cena bieżąca)
EBIT	32,6	43,9	34,5%	47,9	9,2%	48,4	0,9%	Free float
Zysk netto	22,8	40,7	78,7%	46,3	13,8%	46,7	0,8%	
P/E	13,7	9,6		8,4		8,3		Zmiana ceny: 1m
P/CE	8,5	7,0		6,2		5,9		Zmiana ceny: 6m
P/BV	3,7	1,9		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	8,6	6,8		6,6		6,1		Min (52 tyg.)
Dywidenda (%)	0,0	2,6		5,3		6,0		Max (52 tyg.)

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 konsorcyjnego 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. Wyniki 1Q'16 były zgodne z naszymi założeniami oraz poniżej oczekiwań rynku. Niższe od założeń rezultaty, to głównie efekt zrealizowanych ujemnych różnic kursowych (po oczyszczeniu zgodne z prognozami). Spółka przy okazji wyników za 1Q'16 podwyższyła perspektywę wzrostu EBITDA w bieżącym roku do 8-12% r/r. Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla UNIWHEELS.

Vistal								
Kupuj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		9,70 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		15,80 PLN		2016-02-02		
(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)
EBITDA	44,7	42,1	-5,8%	49,8	18,5%	49,9	0,2%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	13,9%	10,3%		10,9%		10,7%		EV (cena bieżąca)
EBIT	27,1	28,0	3,2%	34,2	22,2%	34,6	1,1%	Free float
Zysk netto	12,3	14,2	15,8%	18,7	31,3%	21,7	16,2%	
P/E	11,2	9,7		7,4		6,3		Zmiana ceny: 1m
P/CE	4,6	4,9		4,0		3,7		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	7,1	8,5		7,2		6,9		Min (52 tyg.)
Dywidenda (%)	0,0	3,1		4,1		5,4		Max (52 tyg.)

Grupa Vistal w 2016 rok weszła z portfelem zamówień na poziomie 374,3 mln PLN (+52,2% r/r oraz +38,0% q/q). Największy wzrost portfela zanotowały segmenty infrastruktury krajowej (+149,1% r/r), Marine&Offshore (+139,2% r/r) oraz budownictwa kubaturowego (+75,6% r/r). Głównymi składowymi bieżącego portfela jest umowa na rynek Offshore za 75,5 mln PLN oraz 71,6 mln PLN na budowę fragmentu drogi S7 (z Budimex). Według naszych prognoz wysoki podpisany portfel umożliwi wypracowanie obrotów na poziomie 456,8 mln PLN (+11,3% r/r), EBITDA 49,8

mln PLN (+18,5% r/r) oraz wyniku netto 18,7 mln PLN (+31,3% r/r). Spółka w 2016 roku powinna korzystać z podpisywanych nowych umów związanych z realizacją nowej perspektywy wydatków z UE (zamówienia drogowe i kolejowe). Wyniki Vistal za 1Q'16 były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Portfel na koniec 1Q'16 był nieznacznie wyższy niż na koniec 2015 roku (376,8 mln PLN; +49,7% r/r). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji spółki Vistal.

Budownictwo

Budimex										Akumuluj									
Analityk: Piotr Zybala				Cena bieżąca:		184,00 PLN								Data ostatniej aktualizacji:		2015-11-04			
				Cena docelowa:		225,10 PLN													
(mln PLN)		2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)										
Przychody		4 949,9	5 134,0	3,7%	5 934,9	15,6%	7 196,4	21,3%	Liczba akcji (mln)				25,5						
EBITDA		270,3	314,6	16,4%	370,9	17,9%	463,7	25,0%	MC (cena bieżąca)				4 697,5						
marża EBITDA		5,5%	6,1%		6,2%		6,4%		EV (cena bieżąca)				3 142,6						
EBIT		247,3	292,2	18,2%	349,9	19,7%	443,0	26,6%	Free float				30,9%						
Zysk netto		192,0	235,8	22,9%	288,0	22,1%	361,3	25,4%											
P/E		24,5	19,9		16,3		13,0		Zmiana ceny: 1m				-3,9%						
P/CE		21,8	18,2		15,2		12,3		Zmiana ceny: 6m				-11,8%						
P/BV		9,0	7,8		7,2		6,5		Zmiana ceny: 12m				4,8%						
EV/EBITDA		10,9	7,5		8,5		6,9		Min (52 tyg.)				160,1						
Dyid (%)		6,4	3,3		4,4		6,1		Max (52 tyg.)				218,0						

W maju pojawiło się bardzo mało informacji ze strony spółki i jej otoczenia. Spółka poinformowała o dwóch nowych kontraktach kubaturowych na łącznie 367 mln PLN. Przetargi w infrastrukturze transportowej stoją natomiast od kilku miesięcy. Po pierwszym kwartale, sezonowo najłabszym, trudno wyciągać wnioski na cały rok, niemniej naszą prognozę na 2016 r. uważamy za bezpieczną (ZN=288 mln PLN, P/E=16,3x). 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. mimo zapaści w przetargach publicznych. 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 Zybala		Cena bieżąca:		95,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2015-12-03	
		Cena docelowa:		170,50 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 108,3	1 242,8	12,1%	1 052,3	-15,3%	1 043,7	-0,8%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	49,3	77,7	57,7%	86,4	11,2%	87,9	1,8%	MC (cena bieżąca)	451,0
marża EBITDA	4,4%	6,3%		8,2%		8,4%		EV (cena bieżąca)	396,9
EBIT	35,7	63,1	76,6%	72,8	15,4%	73,9	1,5%	Free float	43,5%
Zysk netto	27,3	50,2	83,6%	55,1	9,9%	56,8	3,0%		
P/E	16,5	9,0		8,2		7,9		Zmiana ceny: 1m	-19,5%
P/CE	11,0	7,0		6,6		6,4		Zmiana ceny: 6m	-32,6%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	-30,1%
EV/EBITDA	10,0	5,0		4,6		4,1		Min (52 tyg.)	95,0
Dyid (%)	2,1	0,0		4,2		7,3		Max (52 tyg.)	158,5

Wyniki Elektrobudowy za 1Q'16 były nominalnie słabe, jak również wyraźnie słabsze od konsensusu rynkowego oraz naszych prognoz. W stosunku do 1Q'15 spółka odnotowała 67% spadek EBITDA oraz 83% spadek zysku netto. Główną przyczyną niższych wyników były trudności przy realizacji instalacji elektrycznych w biurowcu Q22, skutkujące powiększeniem szacowanej straty na kontrakcie o 4,2 mln PLN. Około 3,5 mln PLN kosztowało Elektrobudowę zamknięcie sporu z podwykonawcą w Tychach. Zarząd Elektrobudowy ocenia, że powyższe problemy będą stanowiły utrudnienie w realizacji prognozy na 2016 r. (ZN: 50,9 mln PLN), niemniej podtrzymuje jej wykonanie. Uważamy, że dla wyników

bieżącego roku możliwe są jeszcze różne scenariusze (łącznie z realizacją naszej prognozy o 10% wyższej od prognoz zarządu). Negatywne one-offy z 1Q'16 Elektrobudowa jest w stanie przykryć wpływami z umowy zawartej z NCS (o ile do niej dojdzie) lub rozwiązaniem rezerw na kontrakcie w Tychach (zakładając, że wszystkie testy pójdą pomyślnie). Biorąc pod uwagę wyniki pierwszego kwartału oraz problemy przy realizacji niektórych kontraktów nasza prognoza wyników wygląda jednak dość agresywnie. Jednocześnie uważamy, że spadek kursu akcji spółki w minionym miesiącu był zbyt silny względem skali negatywnego zaskoczenia na wynikach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Erbud								
Kupuj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		27,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		36,00 PLN		2016-02-03		
(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)
EBITDA	52,7	62,1	17,9%	66,3	6,8%	71,2	7,3%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	3,1%	3,5%		4,1%		4,0%		EV (cena bieżąca)
EBIT	43,8	51,5	17,7%	55,3	7,3%	59,9	8,3%	Free float
Zysk netto	27,2	27,8	2,5%	35,6	27,8%	39,2	10,0%	
P/E	12,9	12,6		9,9		9,0		Zmiana ceny: 1m
P/CE	9,7	9,1		7,5		7,0		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	5,2	4,6		4,8		4,5		Min (52 tyg.)
Dyid (%)	2,7	1,8		4,4		5,1		Max (52 tyg.)

Erbud wykonał w 1Q'16 niemal 1/4 naszej całorocznej prognozy EBITDA i ZN, co jest świetnym osiągnięciem jak na pierwszy kwartał roku. Wyniki były wsparte one -offami, lecz po oczyszczeniu wciąż prezentują się bardzo dobrze. Zarówno kubatura w kraju, jak i działalność zagraniczna osiągnęły bardzo dobre marże (3,0-3,5% marży EBIT po oczyszczeniu). Dobrze zaprezentował się segment inżynieryjny (mimo spadku portfela zamówień w obszarze farm wiatrowych). Rozczarowaniem była natomiast bardzo niska marża segmentu deweloperskiego oraz wyższa r/r strata

segmentu energetycznego. Na koniec marca 2016 roku portfel zamówień Erbudu minimalnie wzrósł względem końca roku do 1,3 mld PLN (r/r jest niższy o 16%). Ponadto, spółka podpisała więcej r/r nowych kontraktów w okresie kwiecień-maj oraz ma warunkową umowę na budowę centrum handlowego w Warszawie o wartości 534 mln PLN. Gdyby powyższy kontrakt doszedł do skutku, dołożyłby w najbliższych dwóch latach po około 200 mln PLN rocznie do przychodów mocno uwiarygadniając nasze prognozy finansowe. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Unibep								
Kupuj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		10,99 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		12,10 PLN		2016-02-03		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	1 079,7	1 242,9	15,1%	1 398,3	12,5%	1 496,9	7,1%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	32,1	31,3	-2,2%	51,6	64,5%	60,7	17,7%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	3,0%	2,5%		3,7%		4,1%		EV (cena bieżąca)
EBIT	25,1	23,5	-6,6%	43,6	85,6%	52,6	20,7%	Free float
Zysk netto	19,8	23,6	19,1%	33,3	41,5%	41,5	24,4%	
P/E	19,5	16,4		11,6		9,3		Zmiana ceny: 1m
P/CE	14,4	12,3		9,3		7,8		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,9	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	10,2	10,7		7,2		6,0		Min (52 tyg.)
Dyid (%)	1,1	1,4		1,5		2,7		Max (52 tyg.)

Brak uzależnienia od sektora publicznego okazuje się obecnie dużym atutem Unibepu. Spółka podpisała w maju pięć kolejnych kontraktów w segmentach budownictwa mieszkaniowego, przemysłowym, domów modułowych oraz drogowym na łącznie około 130 mln PLN. Nasze prognozy na 2016 r. są niezagrożone, zakładając, że spółka nie doświadczy

nieoczekiwanych problemów na kontraktach. Solidnie prezentuje się również portfel zamówień na 2017 r. (ok. 750 mln PLN nie licząc deweloperki). Wyniki 1Q były zgodne z naszymi oczekiwaniami i rynkowym konsensusem i zbliżone do wyników ubiegłego roku. W kolejnych kwartałach roku powinniśmy już zaobserwować wyraźną dynamikę na wynikach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Deweloperzy

Capital Park		Trzymaj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		6,45 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-06	
		Cena docelowa:		6,50 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	54,8	72,4	32,0%	124,5	71,9%	138,1	11,0%	Liczba akcji (mln)	107,4
EBITDA	-34,8	95,7		60,2	-37,1%	104,8	74,0%	MC (cena bieżąca)	692,5
marża EBITDA	-63,4%	132,2%		48,4%		75,9%		EV (cena bieżąca)	1 871,2
EBIT	-35,2	95,3		59,8	-37,2%	104,4	74,5%	Free float	0,0%
Zysk netto	-61,5	44,0		14,1	-68,0%	43,1	206,6%		
P/E		15,4		49,2		16,1		Zmiana ceny: 1m	4,0%
P/CE		15,3		47,9		16,0		Zmiana ceny: 6m	7,5%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	34,4%
EV/EBITDA		17,8		31,1		20,2		Min (52 tyg.)	4,5
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	6,6

Wyniki Capital Park za 1Q'16 oceniamy lekko pozytywnie, choć za wcześnie na stwierdzenie, że spółka jest w stanie przekroczyć nasze całoroczne prognozy wyników (oczyszczonych o rewaluację) na 2016 r. Po pierwszych trzech miesiącach nasza całoroczna prognoza oczyszczonego EBIT jest wykonana w 20%, a całoroczna prognoza FFO w 16%. Liczymy na dalszą poprawę wyników operacyjnych spółki w kolejnych kwartałach wraz z poprawą wynajęcia portfela nieruchomości oraz oddaniem do

użytku kolejnych budynków (głównie Eurocentrum Delta). Komentarz zarządu po wynikach jest zbieżny z tym, co spółka komunikowała we wcześniejszych wywiadach. Uważamy, że najważniejszymi katalizatorami, które mogłyby pozytywnie wpłynąć na kurs akcji są (1) sprzedaż EC i RW oraz (2) rozpoczęcie budowy Art Norblin. Spółka jest na dobrej drodze, by zrealizować te cele, niemniej może potrzebować na to kolejnych kilku kwartałów. Rekomendujemy trzymanie akcji Capital Park.

Dom Development		Kupuj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		55,01 PLN			Data ostatniej aktualizacji:		2016-05-30	
		Cena docelowa:		69,50 PLN						
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	784,3	904,2	15,3%	1 116,4	23,5%	1 150,5	3,0%	Liczba akcji (mln)	24,8	
EBITDA	72,7	105,0	44,5%	160,5	52,8%	191,6	19,4%	MC (cena bieżąca)	1 363,3	
marża EBITDA	9,3%	11,6%		14,4%		16,7%		EV (cena bieżąca)	1 409,7	
EBIT	69,4	100,6	44,9%	155,5	54,6%	186,6	20,0%	Free float	23,9%	
Zysk netto	55,7	80,7	45,0%	125,9	56,0%	150,3	19,3%			
P/E	24,5	16,9		10,8		9,1		Zmiana ceny: 1m	-5,8%	
P/CE	23,1	16,0		10,4		8,8		Zmiana ceny: 6m	2,1%	
P/BV	1,6	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	4,8%	
EV/EBITDA	19,3	14,4		8,8		7,3		Min (52 tyg.)	45,3	
Dyield (%)	4,0	4,1		5,9		9,2		Max (52 tyg.)	58,4	

Początek roku w Dom Development wygląda wzorowo. W ostatnich miesiącach deweloper poinformował o zakupie 6 działek na ponad 2,4 tys. mieszkań, które niemal dopinają nasze prognozy na 2018 r. Wzrost sprzedaży mieszkań w 1Q'16 o 32% r/r, przy najwyższej od 6 lat efektywności sprzedaży, potwierdza dobrą koniunkturę w branży oraz jakość oferty spółki, zapowiadając kolejny bardzo dobry rok. Podnosimy nasze prognozy ZN na lata 2016-2018 o

średnio 20%, odpowiednio podnosząc prognozy dywidendy. Operacyjnie i finansowo Dom Development jest gotowy, by zwiększyć dywidendę z tegorocznego poziomu 3,25 PLN (DYield=5,9%) do około 6-7 PLN (DYield=12%) w perspektywie najbliższych 3 lat. Rosnąca dywidenda w środowisku niskich stóp procentowych powinna być katalizatorem dalszego wzrostu kursu akcji Dom Development. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Echo Investment Trzymaj

Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		6,80 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-06	
		Cena docelowa:		6,57 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	577,4	586,1	1,5%	778,7	32,9%	845,5	8,6%	Liczba akcji (mln)		412,7	
EBITDA	667,2	915,6	37,2%	366,3	-60,0%	475,9	29,9%	MC (cena bieżąca)		2 806,3	
marża EBITDA	115,6%	156,2%		47,0%		56,3%		EV (cena bieżąca)		6 333,6	
EBIT	662,2	911,1	37,6%	360,9	-60,4%	470,5	30,4%	Free float		36,8%	
Zysk netto	405,1	514,1	26,9%	222,8	-56,7%	240,0	7,7%				
P/E	6,9	5,5		12,6		11,7		Zmiana ceny: 1m		-3,0%	
P/CE	6,8	5,4		12,3		11,4		Zmiana ceny: 6m		-2,9%	
P/BV	0,9	0,8		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m		-3,8%	
EV/EBITDA	8,2	6,6		17,3		14,3		Min (52 tyg.)		5,2	
Dyield (%)	0,0	0,0		21,0		0,0		Max (52 tyg.)		7,3	

Wyniki Echo za 1Q'16 były jednym z większych pozytywnych zaskoczeń w sektorze. Było ono jednak spowodowane zdarzeniami o jednorazowym charakterze (rozwiązanie rezerwy na odroczone podatki dochodowy oraz wyższa od oczekiwań rewaluacja nieruchomości inwestycyjnych), co tłumaczy brak istotnej reakcji rynku po publikacji raportu. Wynik netto w Echo przekroczył konsensus o 154 mln PLN (0,37 PLN/akcję), co stanowi równowartość około 5% kapitalizacji spółki. W całym 2016 r. spółka powinna znacznie przekroczyć naszą prognozę zysku netto, szczególnie w przypadku

utrzymania wysokiego kursu EUR/PLN (wyniki oczyszczone o rewaluację będą raczej poniżej naszych prognoz (nawet przy hipotetycznym scenariuszu braku finalizacji sprzedaży portfela nieruchomości do Redefine Properties). Mimo dokonanych w bieżącym roku znaczących zmian w składzie zarządu, składzie aktywów oraz polityce dywidendowej, deweloper nie przedstawił rynkowi szczegółów strategii rozwoju, co utrudnia nam aktualizację prognoz finansowych i rekomendacji. Na bazie dostępnych informacji uważamy, że obecny kurs akcji spółki na poziomie około 0,85x NAV nie zawyża wartości akcji dewelopera. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

GTC Kupuj

Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		6,45 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-11-20	
		Cena docelowa:		8,20 PLN							
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	124,3	117,4	-5,5%	121,4	3,4%	136,5	12,5%	Liczba akcji (mln)	460,2		
EBITDA	-123,8	92,2		116,6	26,5%	230,2	97,4%	MC (cena bieżąca)	2 968,4		
marża EBITDA	-99,6%	78,5%		96,0%		168,6%		EV (cena bieżąca)	6 222,8		
EBIT	-124,3	91,7		116,1	26,6%	229,7	97,8%	Free float	58,8%		
Zysk netto	-183,8	45,2		77,6	71,8%	173,2	123,1%				
P/E		15,0		8,7		3,9		Zmiana ceny: 1m	-9,2%		
P/CE		14,8		8,7		3,9		Zmiana ceny: 6m	-10,2%		
P/BV	1,1	1,1		1,0		0,8		Zmiana ceny: 12m	9,9%		
EV/EBITDA		13,0		12,2		6,7		Min (52 tyg.)	5,6		
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,5		

W minionym miesiącu, a w szczególności w ostatnich dniach, kurs GTC prezentował się słabo. Nie sądzimy, by przyczyna leżała po stronie wyników finansowych dewelopera. Uważamy, że GTC jest na dobrej drodze, by zrealizować z namiarą naszą prognozy na 2016 r., które implikują FFO Yield=5,4% oraz P/E=8,7x. Prognoza oczyszczonego EBIT jest zrealizowana po 1Q w 24%, a prognoza FFO w 28% (dzięki znacznej redukcji kosztów finansowych). Portfel nieruchomości pracujących GTC zasilił w 2Q drugi etap kompleksu biurowego University Business Park (19,4 tys. m² GLA) oraz biurowce w Bukareszcie (15,0 tys. m² GLA). W drugiej połowie roku do portfela wejdą kolejne pracujące nieruchomości, dlatego liczymy na stopniową poprawę wyników spółki. Budowa Galerii Północnej zakończy się za około rok od dziś, a według naszych szacunków, spółka może rozpoznać z

powyższej inwestycji jeszcze około 150 mln EUR zysku, co stanowi ponad 20% kapitalizacji dewelopera. Gdzie zatem leży przyczyna ostatniego spadku kursu? Zapewne we wciąż niepewnej przyszłości projektu Galerii Handlowej na Wilanowie. Na ostatnich spotkaniach z inwestorami zarząd coraz więcej mówi o powyższej inwestycji w kontekście pozwów i odszkodowań, a coraz mniej o ewentualnym starcie budowy. Kwestia realizacji powyższej inwestycji nie jest jednak zamknięta. Spółka złożyła wszelkie dokumenty niezbędne do uzyskania pozwolenia na budowę i czeka na decyzję. Uważamy, że obecna wycena dyskontuje brak realizacji Galerii Wilanów, a dalszy spadek kursu nie miałby uzasadnienia w fundamentach spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Robyg		Kupuj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		2,84 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-01-28	
		Cena docelowa:		3,40 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	409,3	480,4	17,4%	541,9	12,8%	488,1	-9,9%	Liczba akcji (mln)	263,1
EBITDA	61,8	60,8	-1,7%	108,8	79,1%	96,9	-10,9%	MC (cena bieżąca)	747,2
marża EBITDA	15,1%	12,6%		20,1%		19,9%		EV (cena bieżąca)	895,0
EBIT	60,5	59,0	-2,4%	106,6	80,7%	94,7	-11,1%	Free float	16,5%
Zysk netto	42,3	79,7	88,4%	84,0	5,4%	78,8	-6,2%		
P/E	17,6	9,4		8,9		9,5		Zmiana ceny: 1m	-11,8%
P/CE	17,0	9,2		8,7		9,2		Zmiana ceny: 6m	4,8%
P/BV	1,7	1,5		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	19,3%
EV/EBITDA	15,9	16,9		8,2		8,9		Min (52 tyg.)	2,2
Dyld (%)	2,8	3,9		7,0		7,7		Max (52 tyg.)	3,2

Po wynikach za 1Q'16 podtrzymujemy opinię, że nasze prognozy finansowe dla Robyga wyglądają konserwatywnie. W perspektywie najbliższych 2-3 miesięcy poznamy ostateczną listę inwestycji, które powinny być rozliczone w 2017 r. Największe ryzyko widzimy w terminie rozpoczęcia projektu Green Mokotów (spółka wciąż nie dysponuje pozwoleniem na budowę). Zakładając, że Robyg zdąży z rozliczeniem pierwszego etapu do końca 2017 r., nasza prognoza ZN'17 może istotnie wzrosnąć. Na początku maja spółka dokonała kilku zakupów gruntów na Mokotowie, Ursynowie i Woli na łącznie około 1500 lokali. Przy dzisiejszych cenach powyższe działki powinny pozwolić na osiągnięcie marż przekraczających 30%, co dobrze wróży wynikom 2018 r. Mimo tych pozytywnych informacji, kurs akcji Robyga uległ około 10% korekcie na przestrzeni ostatniego miesiąca. Skoro działalność operacyjna

dewelopera wygląda bez zarzutu, przyczyn spadku zapewne należy upatrywać w otoczeniu spółki. Lada dzień powinniśmy poznać szczegóły programu Mieszkanie+. Nie przecenialibyśmy znaczenia powyższego programu dla sektora deweloperskiego. Jego faktyczne skutki zapewne poznamy dopiero za kilka lat. Drugim czynnikiem ryzyka jest struktura akcjonariatu, składającego się w ponad 50% z OFE. W kontekście coraz częstszych dyskusji nad przejęciem kontroli nad aktywami zgromadzonymi w OFE przez Państwo, kwestia akcjonariatu może ciążyć na kursie w perspektywie całego roku. Początek roku pokazał, że zarząd spółki jest skłonny do niekonwencjonalnych rozwiązań, by uchronić się przed takim scenariuszem (patrz propozycja programu skupu akcji z marca br.), co nie od razu może znaleźć zrozumienie wśród inwestorów. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Handel

AmRest										Trzymaj									
Analitik: Piotr Bogusz					Cena bieżąca: 221,85 PLN					Data ostatniej aktualizacji:					2016-05-06				
					Cena docelowa: 217,00 PLN														
(mln PLN)		2014		2015		zmiana		2016P		zmiana		2017P		zmiana		Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody		2 952,7		3 338,7		13,1%		3 788,5		13,5%		4 270,6		12,7%		Liczba akcji (mln)		21,2	
EBITDA		316,0		419,6		32,8%		508,8		21,2%		586,9		15,4%		MC (cena bieżąca)		4 706,3	
marża EBITDA		10,7%		12,6%				13,4%				13,7%				EV (cena bieżąca)		5 715,4	
EBIT		109,9		195,7		78,1%		242,7		24,0%		290,5		19,7%		Free float		33,3%	
Zysk netto		51,7		160,0		209,7%		154,4		-3,5%		192,4		24,6%					
P/E		91,1		29,4				30,5				24,5				Zmiana ceny: 1m		-0,5%	
P/CE		18,3		12,3				11,2				9,6				Zmiana ceny: 6m		14,9%	
P/BV		5,2		4,6				4,0				3,5				Zmiana ceny: 12m		48,0%	
EV/EBITDA		17,8		13,3				11,2				9,6				Min (52 tyg.)		140,9	
Dyid (%)		0,0		0,0				0,0				0,7				Max (52 tyg.)		235,0	

W maju AmRest opublikował informację o zakończeniu transakcji zakupu sieci Starbucks na rynku niemieckim, co skutkowało dołączeniem do sieci 144 kawiarni. Ponadto spółka poinformowała o zawarciu wstępnego porozumienia w sprawie rozwoju sieci restauracji Pizza Hut w regionie CEE. Będzie ono upoważniało AmRest do otwierania restauracji Pizza Hut w kolejnych krajach: Republice Czeskiej, Bułgarii, Serbii, Chorwacji, Słowacji i Słowenii. Dodatkowo zgodnie z ustaleniami umowy, AmRest będzie mógł udzielać subfranczyzy innym podmiotom po spełnieniu

warunku dotyczącego ilości restauracji własnych. Spółka konsekwentnie realizuje założenia strategii AmRest 2.0, która wyznaczyła cel posiadania 1000 restauracji w regionie CEE w średnim terminie (na 23.05.2016 spółka posiadała 664 restauracje w CEE). Spółka powinna utrzymać pozytywny trend w wynikach w kolejnych kwartałach. Niemniej jednak uważamy, że wymienione pozytywne czynniki są odpowiednio zdyskontowane w wycenie spółki i podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

CCC		Redukuj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		168,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji:			2016-05-06
		Cena docelowa:		149,00 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 009,1	2 307,7	14,9%	3 212,5	39,2%	3 881,9	20,8%	Liczba akcji (mln)	38,4
EBITDA	295,9	307,6	3,9%	397,9	29,4%	521,3	31,0%	MC (cena bieżąca)	6 470,4
marża EBITDA	14,7%	13,3%		12,4%		13,4%		EV (cena bieżąca)	7 416,0
EBIT	243,2	248,5	2,2%	315,5	26,9%	428,7	35,9%	Free float	57,8%
Zysk netto	420,4	261,5	-37,8%	261,7	0,1%	352,8	34,8%		
P/E	15,4	24,7		24,7		18,3		Zmiana ceny: 1m	-0,9%
P/CE	13,7	20,2		18,8		14,5		Zmiana ceny: 6m	14,6%
P/BV	6,8	5,8		5,1		4,2		Zmiana ceny: 12m	-4,3%
EV/EBITDA	23,3	22,3		18,6		14,3		Min (52 tyg.)	109,0
Dyid (%)	0,9	1,8		0,9		0,9		Max (52 tyg.)	193,0

Wyniki 1Q'16 były **poniżej** oczekiwań rynkowych, na co przede wszystkim wpłynęły słabe wyniki sprzedażowe w III'16 oraz wyższe koszty SG&A, które zostały obciążone przez dodatkowe koszty marketingu oraz przez konsolidację Eobuwie.pl. W wynikach sprzedażowych za IV'16 widoczne jest przesunięcie popytu z III'16. Dynamika sprzedaży Grupy wzrosła o 41,7% w IV'16. Jeszcze wyższe tempo poprawy sprzedaży spółka odnotowała w V'16 (+44,1% R/R). Pozytywnie należy ocenić wysoką poprawę sprzedaży porównywalnej w Polsce (+20,9% w IV'16 oraz

+5,9% narastająco od początku roku). Sprzedaż porównywalna YTD na rynku niemieckim coraz bardziej zbliża się do wyznaczonego przez zarząd celu na poziomie 15% w 2016 roku (w okresie I-V'16 wyniosła 11,7%). Bardzo dobre wyniki sprzedażowe potwierdzają odpowiednie przygotowanie spółki do sezonu wiosenno-letniego, w którym sprzedaż jest jednocześnie wspierana przez kampanię marketingową. Pomimo bardzo dobrych wyników uważamy, że obecna wycena spółki jest zbyt wysoka i zalecamy redukcję akcji CCC.

Eurocash										Sprzedaj									
Analitik: Piotr Bogusz					Cena bieżąca:		49,24 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)		6 840,4	
marża EBITDA		2,4%		2,3%				2,4%				2,5%				EV (cena bieżąca)		7 229,1	
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		37,8		32,1				26,8				23,2				Zmiana ceny: 1m		-9,0%	
P/CE		22,3		18,8				16,9				14,9				Zmiana ceny: 6m		-8,0%	
P/BV		6,9		6,2				5,6				4,9				Zmiana ceny: 12m		29,6%	
EV/EBITDA		18,7		14,8				13,8				11,9				Min (52 tyg.)		36,6	
Dywid (%)		1,6		1,6				2,0				1,9				Max (52 tyg.)		58,3	

Eurocash opublikował słabe wyniki finansowe, które były poniżej oczekiwań rynkowych oraz naszych oczekiwań. LFL detalicznej sprzedaży w segmencie Delikatesy Centrum wyniosła 1,17% i była znacznie poniżej wyników zaraportowanych przez sieci sprzedażowe prowadzone przez Jeronimo Martins oraz Emperia. Jednocześnie spadek sprzedaży porównywalnej o 4% odnotowano w segmencie C&C, gdzie na wyniki wpływ miała trudna sytuacja na rynku. 1Q'16 był pierwszym kwartałem, w którym na wyniki nie działał pozytywny efekt konsolidowania Service FMCG oraz Inmedio. W maju Eurocash ogłosił plany nabycia 50% udziałów w 47 sklepach franczyzowych prowadzonych przez Marka Stodółkę. Jest to kolejna transakcja tego typu po inwestycji w udziały Firma Rogala. Celem transakcji jest zawężenie współpracy z

franczyzobiorcą. Niepewna sytuacja na rynku związana z wprowadzeniem podatku handlowego wpłynęła na mniejsze zainteresowanie potencjalnych franczyzobiorców sieci Delikatesy Centrum. Sieć Delikatesy Centrum zmniejszyła się o 11 placówek Q/Q do 1065 placówek na koniec 1Q'16. W związku z powyższym coraz bardziej odległy staje się cel zarządu zakładający otwarcie 80-100 sklepów Delikatesy Centrum w 2016 roku. Na konferencji po wynikach za 1Q'16, zarząd Eurocash nie ukrywał zainteresowania ofertą sprzedaży sieci Żabka. Potencjalne dodatkowe informacje związane z przejęciem mogą pozytywnie wpłynąć na zachowanie się walorów Eurocash. Biorąc pod uwagę sytuację fundamentalną spółki, uważamy że akcje Eurocash są przewartościowane i podtrzymujemy nasze negatywne podejście.

Jeronimo Martins		Trzymaj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		14,44 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)	9 083,8
marża EBITDA	5,8%	5,8%		6,0%		6,0%		EV (cena bieżąca)	9 357,4
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	30,0	27,3		23,6		20,0		Zmiana ceny: 1m	0,0%
P/CE	15,5	14,0		12,8		11,5		Zmiana ceny: 6m	13,1%
P/BV	6,5	6,8		5,8		5,0		Zmiana ceny: 12m	22,0%
EV/EBITDA	13,1	11,9		10,7		9,2		Min (52 tyg.)	45,7
Dyid (%)	2,3	4,3		1,8		2,1		Max (52 tyg.)	64,2

Efekty nowej strategii mającej na celu efektywności sprzedaży w sieci Biedronka są widoczne w wynikach 1Q'16. Sprzedaż porównywalna w sieci Biedronka wzrosła o 7,6% R/R w 1Q'16. Oczekujemy, że pozytywny trend powinien się utrzymać w kolejnych kwartałach 2016 roku. Poza działaniami mającymi aktywizować sprzedaż sieci Biedronka, wyniki sklepów powinny być wspierane przez: 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 otwarcie trzeciego centrum dystrybucyjnego

w kolejnym regionie do końca 2016, co powinno pozwolić na przyspieszenie 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								
Analitik: Piotr Bogusz			Cena bieżąca: 5 161 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)
EBITDA	802,8	726,8	-9,5%	757,1	4,2%	932,6	23,2%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	16,8%	14,2%		12,7%		13,5%		EV (cena bieżąca)
EBIT	609,1	503,2	-17,4%	505,0	0,4%	663,3	31,4%	Free float
Zysk netto	479,5	352,0	-26,6%	385,7	9,5%	513,5	33,2%	
P/E	19,5	26,5		24,2		18,2		Zmiana ceny: 1m
P/CE	13,9	16,2		14,6		11,9		Zmiana ceny: 6m
P/BV	5,7	4,9		4,2		3,6		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	12,1	13,7		13,1		10,5		Min (52 tyg.)
Dywidenda (%)	1,8	0,6		1,0		1,9		Max (52 tyg.)

Wyniki LPP w 1Q'16 były poniżej naszych oczekiwań i oczekiwań rynkowych. Negatywny wpływ na osiągnięte rezultaty miał nie tylko istotny spadek marży brutto na sprzedaży R/R (efekt wzmożonej konkurencji na rynku oraz aprecjacji USDPLN), ale również wyższe koszty SG&A/mkw. (efekt wyższych kosztów wynagrodzeń oraz aprecjacji EURPLN). Sprzedaż porównywalna spółki w 1Q'16 wzrosła na wszystkich rynkach oprócz rynku polskiego (spadek lfl w marce RESERVED o 10%) oraz rynku niemieckiego. W wynikach sprzedażowych za IV'16 widoczne jest częściowe przesunięcie popytu z III'16, co przełożyło się na 23% R/R wzrost przychodów przy 14% R/R wzroście powierzchni. Wysoka dynamika przychodów

nie została utrzymana w V'16 (+5% wzrost sprzedaży R/R). W V'16 spółka poprawiła marżę brutto na sprzedaży o 1p.p. R/R do 53%, co wynikało przede wszystkim z efektu niskiej bazy (w V'15 marża brutto na sprzedaży zmniejszyła się o 10p.p. R/R). Oczekujemy, że pomimo niskiej bazy w VI'16 (rentowność sprzedaży w VI'15 zmniejszyła się o 8p.p. R/R) marża brutto na sprzedaży zmniejszy się R/R. Jednocześnie zwracamy uwagę na rosnące koszty SG&A/mkw. R/R, co będzie miało odzwierciedlenie w kwartalnym wyniku operacyjnym spółki. Podtrzymujemy nasze negatywne podejście do walerów LPP, rekomendując redukcję akcji.

Inne

Work Service		Akumuluj									
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		9,44 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)	635,9		
marża EBITDA	6,0%	4,9%		5,1%		5,2%		EV (cena bieżąca)	931,4		
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	17,5	19,4		13,4		11,1		Zmiana ceny: 1m	-12,2%		
P/CE	12,2	14,3		10,4		8,6		Zmiana ceny: 6m	-37,9%		
P/BV	1,6	1,7		1,5		1,2		Zmiana ceny: 12m	-46,4%		
EV/EBITDA	7,4	9,1		7,7		6,7		Min (52 tyg.)	8,8		
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	18,5		

Wyniki za 1Q'16 nie przyniosły przełomu. Przychody w 1Q'16 wyniosły 592 mln PLN, więcej o 28 mln PLN od naszych oczekiwań. To efekt wyższej sprzedaży na nowych rynkach: w Anglii, Belgii i Słowenii. Jednak przychody na rynku niemieckim pozostają w trendzie spadkowym (-7% R/R), co oznacza brak efektów toczącej się restrukturyzacji kontraktu z Fiege. Dodatkowo, pomimo lekkiej poprawy marży brutto na sprzedaży, duże SG&A oraz odpływ zysku dla inwestorów mniejszościowych, wyniki przyniosły tylko 1,4 mln PLN zysku dla jednostki dominującej. Wynik

ten okazał się więc słaby i spowodował istotną obniżkę notowań grupy. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy restrukturyzację kontraktu z Fiege i optymalizację kosztową. Na oba czynniki kładzie nacisk nowy Zarząd, jednak wpływ jego działań można realnie na wyniki zakładać dopiero od 3Q'16. Podtrzymujemy pozytywne podejście w długim terminie jednak przestrzegamy, że słabość wyników Work Service może się utrzymać jeszcze w 2Q'16.

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

CD Projekt

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2015-09-04	2016-02-02	2016-04-06	2016-05-06	2016-06-02
kurs z dnia rekomendacji	25,55	23,09	25,85	24,59	26,30
WIG w dniu rekomendacji	50977,06	44294,89	47790,29	46430,16	44700,67

Grupa Azoty

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2016-01-05	2016-02-02	2016-06-02
kurs z dnia rekomendacji	96,30	104,00	68,20
WIG w dniu rekomendacji	45356,65	44294,89	44700,67

Handlowy

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-04-06	2016-05-06	2016-05-20	2016-06-02
kurs z dnia rekomendacji	85,50	70,00	74,46	84,41	85,85	72,69	75,29	72,57
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89	46448,27	47790,29	46430,16	45751,68	44700,67

Komerčni Banka

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2016-02-02	2016-03-04	2016-05-06	2016-06-02
kurs z dnia rekomendacji	5239,00	4942,00	4624,00	948,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	46448,27	46430,16	44700,67

PGE

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2015-09-03	2016-02-02	2016-05-06	2016-06-02
kurs z dnia rekomendacji	15,08	13,55	12,95	12,35
WIG w dniu rekomendacji	50135,97	44294,89	46430,16	44700,67

PGNiG

rekomendacja	Sprzedaj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2015-10-09	2015-12-03	2016-02-02	2016-04-19	2016-05-06	2016-06-02
kurs z dnia rekomendacji	6,94	5,24	5,04	5,10	4,92	5,13
WIG w dniu rekomendacji	51222,77	47002,61	44294,89	48195,06	46430,16	44700,67

Wirtualna Polska

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2016-01-28	2016-06-02
kurs z dnia rekomendacji	36,37	46,00
WIG w dniu rekomendacji	43236,46	44700,67

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:

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.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

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

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

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

mBank 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 mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank 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.

mBank 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 mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

mBank 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.

mBank 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.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, PBKM. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku 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 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 11 Przeglądu miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Przeglądzie miesięcznym znajduje się na stronie 12 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym – w ocenie Domu Maklerskiego mBanku – 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 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.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl