

wtorek, 5 lipca 2016 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: lipiec 2016

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Po ogłoszeniu założeń dotyczących przyszłości OFE, w krótkim okresie ceny akcji na GPW powinny zamykać powstałe w ostatnich dniach dyskonto w stosunku do MSCI EM. W perspektywie całego miesiąca, biorąc pod uwagę, że gro wycen na globalnych rynkach powróciła do poziomów sprzed referendum w WB, nasze obawy budzą dane (słabe), jakie będą publikowane po BREXIT w Europie. Siłę rynku należy wykorzystać do zmniejszenia alokacji w akcje.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że uwaga rynku w lipcu będzie nadal skupiona na rezultacie prac Kancelarii Prezydenta odnośnie kredytów denominowanych w CHF. Prace nad ustawą wywierają będą negatywny wpływ na sentyment polskiego sektora bankowego. Jednocześnie uważamy, że przecena spowodowana przez Brexit stwarza okazje inwestycyjne szczególnie w banki zagraniczne takie jak Erste Bank czy Komercni Banka.

Paliwa

Wzrostowa tendencja na ropie powinna powrócić, co przy rosnącej podaży paliw (użyteczność rafinerijnych w USA, eksport z Chin) będzie wywierać presję na marże rafinerijne. W tym kontekście utrzymujemy negatywne nastawienie do PKN, dla którego dobrą alternatywą są akcje PGNiG.

Energetyka

Brexit spowodował korektę na cenach energii i węgla, ale wydaje się że ich notowania powoli wracają do trendu wzrostowego, co powinno wspierać kurs CEZ. W Polsce po dużym negatywnym zaskoczeniu na WZA PGE najciekawszą pozycją wydaje się Tauron, który daje dobrą ekspozycję zarówno na makro jak i zmiany regulacyjne.

Telekomunikacja, Media, IT

W lipcu najciekawsze wydają się spółki mediowe, które korzystają na wzrostach na rynku reklamy w Polsce. Liczymy na dobre zachowanie się Wirtualnej Polski, Agory oraz 4funTV. Brexit może spowodować powrót pozytywnego sentymentu do sektora telekomunikacyjnego, który cechuje się defensywnym charakterem. Wśród jego przedstawicieli preferujemy Orange Polska z niską wyceną i perspektywicznym projektem budowy sieci FTTx. W sektorze IT naszym faworytem jest Asseco Business Solutions.

Przemysł

Po spadkach wywołanych przez referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA indeksu MSCI Industrials dla Europy spadły poniżej swoich 3-letnich średnich. Według nas najlepsze perspektywy do wzrostu posiadają Elementar, Grajewo, Tarczyński, Vistal i Uniwheels. Unikilibyśmy akcji Forte oraz Kruszwicy.

Budownictwo

Spadek indeksu WIG-Budownictwo o 13% YTD odzwierciedla obawy o następstwa Brexitu oraz opóźnienia w przetargach publicznych. Uważamy, że na rynku znajdują się spółki w mniejszym stopniu narażone na te ryzyka (Unibep, Herkules) oraz takie, gdzie powyższe ryzyka są przeceniane (Trakcja, Budimex, Elektrobudowa).

Deweloperzy

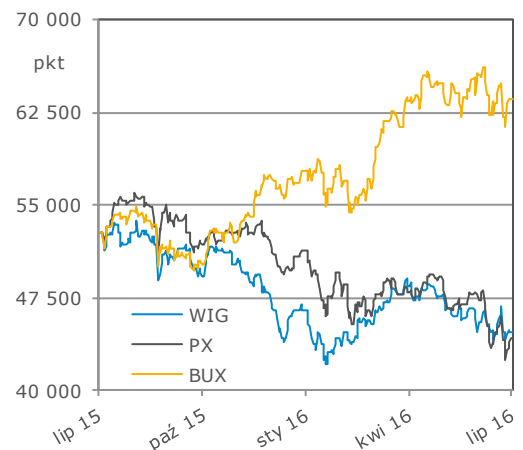
Publikowane w najbliższych dniach wyniki sprzedaży mieszkań w 2Q mogą być pozytywnym impulsem do wzrostu kursu spółek z sektora deweloperzy komercyjni korzystają natomiast na umocnieniu kursu EUR/PLN.

Handel

Poprawiająca się sytuacja konsumentów na rynku polskim pozytywnie wpływa na dynamikę miesięcznych danych sprzedażowych spółek z sektora odzieżowo-obuwniczego. Naszym zdaniem najatrakcyjniejsze perspektywy wzrostu posiada CCC. Unikilibyśmy walorów LPP.

WIG 44 294
Średnie P/E 2016 11,6
Średnie P/E 2017 10,7
Średni dzienny obrót (3M) 643 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
Budimex	Kupuj	▲
BZ WBK	Kupuj	▲
Handlowy	Kupuj	▲
Pekao	Redukuj	▲
Synthos	Trzymaj	▲

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

BREXIT zaskoczył zdecydowaną większość inwestorów. Gwałtowna negatywna reakcja rynków finansowych została jednak powstrzymana skoordynowaną akcją rządów i banków centralnych, jak również zaskakująco pasywną postawą liderów partii namawiających Brytyjczyków do wyjścia z UE. W efekcie znacząca część wycen aktywów powróciła do poziomów sprzed referendum. Naszym zdaniem, w oczekiwaniu na to, że proces wyjścia WB będzie się przedłużał, w dużej mierze było to zamykaniem krótkiej pozycji – zbudowanej jeszcze przed referendum. Przykładem może być chociażby miedź, której ceny rosły pomimo bardzo słabych odczytów PMI w Chinach. W najbliższych tygodniach czynniki polityczne związane z BREXITEM nie będą istotnie wpływały na rynki finansowe (do czasu wykrystalizowania się nowego rządu) – nasilenie procesu powinno nastąpić po wakacjach. Nasze obawy budzą jednak dane makro, jakie będą napływać z gospodarki europejskiej i z Chin. Zwracamy również uwagę, że w ostatnich tygodniach istotna liczba spółek niemieckich ogłosiła profit warning – szczególnie w sektorze samochodowym. Po zaskakująco słabym maju kluczowe dla sentymentu inwestorów będą również dane z amerykańskiego rynku pracy (publikacja 8 lipca). Biorąc pod uwagę poziom wycen na rynkach światowych i perspektywy makro nie oczekujemy, żeby kluczowe indeksy (S&P500) wybiły się z konsolidacji trwającej od 2015 roku.

Z punktu widzenia polskiego rynku akcji informacja neutralną plus (w stosunku do wcześniejszych oczekiwań) było ogłoszenie założeń programu Morawieckiego dotyczącego budowania oszczędności. W naszej ocenie główną zaletą programu jest to, że SP nie będzie bezpośrednio ingerował we władze spółek notowanych na GPW. Nowe OFE mogą być elementem podaży akcji jednak jej skala i oddalenie w czasie (przy założeniu przewidywalności programu rządowego) nie powinny być dla GPW znaczącym czynnikiem ryzyka. Biorąc pod uwagę, silne wzrosty w ostatnich dniach na rynkach wschodzących, w krótkim okresie ceny akcji na GPW powinny zamykać powstałe w ten sposób kilkuprocentowe dyskonto.

BREXIT oznacza niepewność przez najbliższe miesiące

Zaskakująca decyzja Brytyjczyków ma dziś wymiar przede wszystkim polityczny. Tryb wyjścia z UE, czas jaki zajmie cały proces, przyszłe relacje WB z UE, ale również stabilność samej WB (liderzy partii opozycyjnych zapowiedzieli, że będą dążyć do przeprowadzenia referendum separacyjnych w Szkocji i Irlandii Pn), możliwe kolejne referenda separacyjne w innych krajach UE (Dania, Holandia) to czynniki które będą powodować stan niepewności na rynkach finansowych przez kolejne miesiące. Trudno dziś oceniać jak bardzo będzie to proces burzliwy. Konsternacja jaka powstała w samej Wielkiej Brytanii – w tym decyzja o ustąpieniu Camerona, ale dopiero za 3 miesiące (co oznacza, że formalny proces wyjścia nie zacznie się przed wyborem nowego rządu, a więc dopiero na jesieni) oraz postawa liderów partii zachęcających do wyjścia z UE (rezygnacja z szefowania partii UKIP Nigela Farage i Borisa Johnsona, byłego mera Londynu) utwierdzają opinie w przekonaniu, że proces będzie długotrwały, tj. jego realne skutki będą odczuwalne (jeśli w ogóle) nie wcześniej niż za dwa lata. Nieformalne „negocjacje” już się jednak zaczęły. Na dziś deklaracje polityczne strony unijnej są jednoznaczne: i) WB musi przejść formalny proces wyjścia zgodnie z art. 50 Traktatu - do czasu zakończenia negocjacji pozostaje pełnoprawnym członkiem UE ze wszystkimi prawami i obowiązками, ii) WB po wyjściu z Unii otrzyma

dostęp do jednolitego rynku, jeśli będzie przestrzegać swobody przemieszczania się i podejmowania pracy oraz będzie płacił do budżetu składki. Takie stanowisko z punktu widzenia WB może być trudne do zaakceptowania, bo kraj traci prawo decydowania w sprawie polityki UE a zachowuje obowiązki, które przesądziły o wyjściu. Jeżeli nowy rząd WB będzie zdeterminowany do wyjścia można oczekiwać, że stanowisko UE (kierowanej interesem największych gospodarek, dla których wymiana handlowa z WB jest istotna – w tym przede wszystkim Niemiec) będzie dążyć do kompromisu (np. wspólny rynek, ale tylko za budżet – być może nawet większy niż dotychczas).

Ekonomiczny wymiar BREXITU w długim okresie będzie uzależniony od przyszłego statusu WB w relacjach z UE (efekt negocjacji). Reakcja rynków finansowych, tj. gwałtowny spadek i szybki powrót indeksów/walut do poziomów sprzed referendum to efekt reakcji rządów i banków centralnych na decyzję Brytyjczyków. Tuż po ogłoszeniu wyników państwa G7 wydały oświadczenie, że w razie potrzeby użyją wszelkich narzędzi żeby stabilizować rynki finansowe, w szczególności waluty. FED zapowiedział, że w razie potrzeby zwiększy płynność dolara, ECB zwiększy skup aktywów w ramach istniejących programów MRO/LTRO2 (bez obniżek stóp, bo te mogłyby jeszcze bardziej pogorszyć sytuację banków), BoJ jest gotów do interwencji na jenie, BoE obniży stopy procentowe. Tak skoordynowana akcja wystarczyła, żeby inwestorzy nie wpadli w panikę. Pozytywnie na rynek amerykański, a w efekcie globalny sentyment zadziałały również informacje o zwiększeniu programów skupu akcji przez tamtejsze banki, kolejne wielomiliardowe M&A jak również pozwolenie KE na wykorzystanie gradacji rządowych do ratowania banków we Włoszech. Z punktu widzenia rynków finansowych nie bez znaczenia była również wspomniana postawa liderów eurosceptycznych partii, którzy sprawiali wrażenie bardziej przestraszonych odpowiedzialnością na to co się wydarzyło niż gotowych do działania.

W najbliższych tygodniach czynniki polityczne związane z BREXITEM nie będą istotnie wpływały na rynki finansowe – nasilenie procesu powinno nastąpić po wakacjach. Nasze obawy budzą jednak dane makro, jakie będą napływać z gospodarki europejskiej, ze szczególnym uwzględnieniem wskaźników wyprzedzających PMI i danych o inwestycjach i nowych zamówieniach. Te zapewne będą słabsze niż w maju i czerwcu – przy czym jednomiesięczne pogorszenie inwestorzy wytłumaczają efektem zaskakującego wyniku głosowania (rynek jest na to przygotowany) jednak naszym zdaniem już kolejne tygodnie negatywnego momentum makro nie są zdyskontowane.

Otoczenie makro – słaby wzrost jeszcze przed BREXITEM

Dane makro z ostatnich tygodni potwierdzają, że światowa gospodarka znajduje się w fazie słabego wzrostu. Mieszane dane makro w USA, ze szczególnym uwzględnieniem rozczarowujących danych z rynku pracy (nowe miejsca pracy w sektorze pozarolniczym na poziomie zaledwie 38 tys. vs. 160 tys. oczekiwane) oddaliły datę kolejnych podwyżek stóp procentowych przez FOMC. BREXIT może powodować, że podwyżek w ogóle nie zobaczymy w 2016 roku. Na uwagę zasługuje fakt, że po raz kolejny obniżane są tegoroczne prognozy wzrostu PKB (zarówno FED jak i banki inwestycyjne), jak również obniża się mediana zakładanego wzrostu PKB w długim okresie (teraz czas na kolejną falę obniżek EPS). Pozytywnie na sentyment inwestorów wpłynęły solidne dane o wydatkach konsumpcyjnych i Conference Board oraz ISM Manufacturing (wzrósł do 53,2 pkt vs. oczekiwane 51,2 pkt). W Europie wskaźniki wyprzedzające PMI nieznacznie wzrosły w porównaniu z poprzednim miesiącem – przy czym biorąc pod uwagę, że badania były

przeprowadzane jeszcze przed referendum w WB ich wartość prognostyczna jest znikoma. W Polsce już w czerwcu PMI w przemyśle zaskakująco obniżył się do 51,8 pkt z 52,1 w poprzednim miesiącu, co oznacza że wbrew oczekiwaniom w II kwartale nie doszło do przyspieszenia gospodarki, który miał opierać się na popycie krajowym. Chyba jednak największym rozczarowaniem była publikacja słabego odczytu PMI w Chinach, który spadł do 48,6 z 49,2 pkt. Z dużym prawdopodobieństwem można zakładać, że wskaźniki wyprzedzające za lipiec będą słabsze we wszystkich głównych gospodarkach, co w przypadku takich krajów jak Chiny czy Francja (48,3 pkt w czerwcu) może wzbudzać obawy inwestorów o wejście gospodarki w większe turbulencje.

Plan Morawieckiego – budowa kapitału krajowego w oparciu o PPK, TFI zastąpią OFE

Założenia: Fundamentem programu rządowego jest powstanie krajowych oszczędności, które mają współfinansować rozwój gospodarczy. Plan zakłada wprowadzenie nowych produktów oszczędnościowych, które de facto mają zastąpić OFE. Założeniem planu jest „poprawa struktury oszczędności poprzez wzrost kapitału lokowanego na krajowym rynku akcji, nieruchomości i obligacji korporacyjnych” (w Polsce udział gotówki i lokat w oszczędnościach to 46%, w krajach OECD średnio 35%).

Program zakłada powstanie Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK), które będą obowiązkowo tworzone przez przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 19 pracowników. Mniejsze firmy będą miały wybór między PPK a Indywidualnym Planem Kapitałowym (IPK). Do PPK zostaną automatycznie zapisani wszyscy zatrudnieni w wieku 19-55 lat, przy czym po 3 miesiącach pracownik będzie miał możliwość rezygnacji. W pierwszych dwóch latach PPK będą zarządzane przez Polski Fundusz Rozwoju TFI SA, który będzie oferował fundusze inwestycyjne dopasowane do wieku oszczędzających (fundusze zdefiniowanej daty). Po dwóch latach ubezpieczony będzie mógł przenieść środki do innego, prywatnego funduszu (łącznie koszty produktu nie mogą przekroczyć 0,6%). Fundusz będzie zasilany zarówno przez pracownika (2% wynagrodzenia plus 2% dobrowolne), pracodawcę (1,5%) a także poprzez obniżenie składki na Fundusz Pracy o 0,5% przez państwo. Oznacza to alokację do funduszu min. 4% wynagrodzenia. Rząd szacuje, że przy takiej wysokości składki i 75% partycypacji ubezpieczonych w systemie przyrost nowych oszczędności w III filarze wyniesie 12 mld PLN rocznie (przy 7% stawce, tj. uwzględniającej maks. dodatkowych płatności po stronie ubezpieczonego 22 mld PLN). Rząd chcąc zachęcić do oszczędzania planuje wprowadzić niższą stawkę opodatkowania inwestycji powyżej roku i inne zwolnienia podatkowe.

Elementem budowania krajowych oszczędności ma być segment nieruchomości. Aby to umożliwić powstaną Publiczne Fundusze Nieruchomości (polskie REIT).

Minister Morawiecki ogłosił również wstępne założenia dotyczące dalszych zmian w OFE. Główne założenia planu to: i) 35 mld PLN tj. ok 25% najbardziej płynnych aktywów OFE (obligacje, akcje zagraniczne, gotówka) zostanie przetransferowana do Funduszu Rezerwy Demograficznej (środki zarządzane przez Polski Fundusz Rozwoju, mają wspierać gospodarkę, również finansować zachęty fiskalne dla budowania III filaru); ii) pozostałe aktywa w postaci polskich akcji (na dziś 103 mld PLN) trafi na Indywidualne Konta Emerytalne; iii) OFE zostaną przekształcone w TFI i będą zarządzały IKE; iv) w przypadku osiągnięcia wieku emerytalnego będzie istniała możliwość jednorazowej wypłaty 25% zgromadzonych środków – pozostała część wypłacana w formie emerytury okresowej lub dożywotniej.

Harmonogram wprowadzania programu zakłada, że do końca

br. potrwać konsultacje międzyresortowe i społeczne, na początku 2017 roku przygotowany zostanie pakiet zmian ustawowych (11 ustaw do zmiany), w połowie 2017 roku zakończony zostanie proces legislacyjny, nowe regulacje zaczną obowiązywać od 2018 roku.

Ocena projektu: Plan Morawieckiego może jeszcze ewaluować i nie znamy wielu jego szczegółów, jednak na dziś naszym zdaniem jest on nieco lepszym rozwiązaniem niż scenariusze dotychczas dyskutowane przez inwestorów, tj. przeniesienie aktywów OFE do BGK.

Główną zaletą tego rozwiązania jest to, że SP nie będzie bezpośrednio ingerował we władze spółek notowanych na GPW (poza tymi, w których już jest największym akcjonariuszem). Był to czynnik, który w zasadniczy sposób mógł odstraszać inwestorów zagranicznych i krajowych do inwestycji w małe i średnie spółki.

Drugim kluczowym czynnikiem jest potencjalna podaż akcji ze strony OFE. Tu widzimy kilka niedoprecyzowanych elementów planu. Jeżeli „nowe OFE” nie będą zasilane przepływami z ZUS na obecnych zasadach (najbardziej prawdopodobne) a jedynie poprzez dobrowolne wpłaty to trudno będzie im konkurować o kapitał z innymi produktami oszczędnościowymi. Pomimo niższych opłat za zarządzanie, ograniczona możliwość wycofania środków oraz mniejsza elastyczność produktowa (derywaty zapewne tak, ale już nie rynki zagraniczne) spowodują, że w konkurowaniu o kapitał z obecnymi TFI mają małe szanse. Oznacza to, że nowe OFE nie będą zasilane nową gotówką. Z drugiej strony przeniesienie do funduszy aktywów tylko w postaci akcji spółek notowanych na GPW będzie oznaczać, że w pierwszej kolejności fundusze będą musiały zrobić „poduszkę” płynnościową na umorzenia. Jeżeli miałyby to być jak obecnie 7% aktywów, oznacza to podaż na w drugiej połowie 2017 roku (zgodnie z planem zakończona legislacja, a więc znany % aktywów jaki ma trafić do FRD) na poziomie ok. 7 mld PLN. Realne odpływy – biorąc pod uwagę ilość osób wchodzących w okres emerytalny szacujemy raczej na 2-3 mld PLN. Nowym OFE będzie trudno „upłynnić portfel” w oparciu tylko o środki z dywidend, bo kolejny okres wypłat zacznie się dopiero w połowie 2018 roku (przy założeniu rozłożenia w czasie potencjalnych umorzeń aktywów dywidendy będą jednak zmniejszały presję na sprzedaż akcji). Jeżeli taki scenariusz (koniec napływu nowych środków) miałyby się nie zmaterializować, rząd musiałby wprowadzić zachęty do lokowania oszczędności w nowe OFE – te jednak będą zawsze alternatywą dla PPK, który z założenia ma większe spektrum inwestycji, w tym kluczowe dla rządu takie jak: infrastruktura, nieruchomości, itp.

Zgodnie z założeniami rządowego projektu fundusze w ramach PPK/IPK będą inwestowały m.in. na GPW, co naturalnie będzie stanowiło przeciwwagę do potencjalnej podaży ze strony OFE. Trudno nam jednak ocenić, jak duża część ich aktywów będzie alokowana na tym rynku. Przynajmniej w okresie, kiedy funduszami będzie zarządzał Polski Fundusz Rozwoju należy raczej zakładać, że finansowane będą inne projekty. W kręgu zainteresowania inwestycyjnego PFR mogą być jednak duże spółki, które z punktu widzenia państwa mają znaczenie strategiczne (PKO BP, PZU, KGHM, energetyka).

Reasumując, pomijając czynniki typowo rynkowe nowe OFE mogą być elementem podaży akcji, jednak jej skala i oddalenie w czasie, przy założeniu przewidywalności programu rządowego nie powinny być dla GPW znaczącym czynnikiem ryzyka.

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

Sektory w lipcu

Finanse

- Uważamy, że głęboka przecena walorów polskich banków w reakcji na ogłoszone wyniki referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej (tzw. Brexit) była przesadzona. Nie zmateriałizowała się największa obawa rynku odnośnie znaczącego osłabienia PLN do CHF. Jednocześnie, Ministerstwo Finansów oszacowało wpływ Brexit na PKB w przedziale -0,2-0,3 p.p., co nie powinno znacząco wpłynąć na akcję kredytową sektora bankowego.
- Oczekujemy, że ustawa CHF w obecnym kształcie ma coraz niższe szanse na przyjęcie. Niepewność co do budżetu na 2017 rok przy dodatkowym osłabieniu wzrostu PKB przez Brexit może skłonić partię rządzącą do wprowadzenia znacznie łagodniejszego rozwiązania dla banków. Prezydent w sprawie ustawy ma konsultować się z NBP, w którym Prezes byłby jedynie za zwróceniem kredytobiorcom spreadów walutowych.
- Uważamy, że w lipcu kursy akcji banków zagranicznych, a w szczególności Erste Banku (kupuj) oraz KB (akumuluj), powinny zachowywać się znacznie lepiej niż banków w Polsce. Powodem ku temu jest relatywnie niska wycena.
- Kluczowe rekomendacje: Erste Bank (kupuj), Komercni Banka (akumuluj), Pekao (redukuje).

Paliwa

- Ceny ropy tylko chwilowo zareagowały na Brexit i obecnie wróciły już powyżej 50 USD napędzane danymi o spadku zapasów i dalszym ograniczeniu produkcji w USA. Trend na ropie powinien dalej odwzorowywać także gaz ziemny w Europie z uwagi na indeksację zaszytą w kontraktach LNG.
- Marże rafinerijne powinny znaleźć się pod presją z uwagi na rosnące zapasy benzyny w USA (rafinerie w końcu zwiększają użycie mocy do letnich poziomów) i rekordowy eksport z Chin. Zakończenie strajków we Francji przyniesie z kolei odwrócenie spadkowego trendu na zapasach diesla w portach ARA.
- Drożejąca wraz z ropą nafta będzie naszym zdaniem pogarszać rentowność petrochemii, szczególnie że wygasa efekt odbudowy zapasów u klientów.
- Kluczowe rekomendacje: PGNiG (akumuluj), PKN Orlen (redukuje).

Chemia

- Mimo spodków wywołanych przez Brexit wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA indeksu MSCI Chemicals dla Europy wciąż utrzymują się na poziomach zbliżonych do swoich 3-letnich średnich.
- W 2Q'16 oczekujemy wyższych r/r wyników w Grupie Azoty oraz spadkowych wyników na każdym poziomie rezultatów w Synthos.
- 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 3-letnich 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.
- Kluczowe rekomendacje: Grupa Azoty (kupuj).

Energetyka

- Brexit zainfekował ceny węgla i w efekcie w Niemczech spadły też notowania energii z 28 EUR/MWh do 26 EUR/MWh. Zakładamy jednak, że pozytywne trendy będą kontynuowane.
- Korzystna dla wytwórców konwencjonalnych ustawa o OZE (zahamowanie rozwoju solarów i wiatraków, wzrost opłaty przejściowej) to tylko początek dobrych dla sektora zmian w otoczeniu regulacyjnym. Kolejnym kamieniem milowym będzie ogłoszenie założeń rynku mocy zaplanowane na jesień tego roku.
- Istotnym wydarzeniem byłoby znalezienie partnerów do projektów w Jaworznie i Ostrołęce, którzy rozdzieliliby straty Tauronu i Energi na tych inwestycjach.
- Słaby sentyment do sektora powoli infekuje konsensus prognoz na rok 2017, co rodzi potencjał do pozytywnych zaskoczeń, szczególnie w przypadku Tauronu.
- Kluczowe rekomendacje: Tauron (kupuj), CEZ (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 najszerzą 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 wypłaciła 0,25 PLN na akcję, Netia 0,40 PLN (ponadto ogłosiła program skupu akcji na 100 mln PLN z czego zrealizowano do tej pory 26 mln PLN), Cyfrowy Polsat jedynie zapowiedział pierwszą dywidendę z zysku za 2016 r. (polityka ma być ogłoszona do końca roku). DYield Orange Polska jest na poziomie 5,1% vs. 9,6% 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 niskozurbanizowanych, 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.
- Ożywienie na globalnym oraz polskim rynku reklamy ma wpływ na wyniki spółek mediowych, których kursy powinny w lipcu 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 5,3%.

Metale i górnictwo

- W ostatnim tygodniu czerwca zapasy miedzi wzrosły o 11 tys. ton. Naszym zdaniem to początek okresu letniego, kiedy sezonowo zapasy powinny się odbudowywać (nie będą już wspierać cen) – tym bardziej, że PMI w chińskim przemyśle po raz kolejny wyraźnie rozczarował (48,6 pkt) a po informacji o BREXICIE może dalej się obniżać.
- Wzrost ryzyka inwestycyjnego powoduje wzrost cen złota i srebra (20% przychodów KGHM). Dodatkowo zaczęły rosnąć ceny molibdenu, co będzie podwyższało

rentowność projektu Sierra Gorda w 3Q.

- W Europie ceny węgla energetycznego utrzymują się na poziomie 54 USD/t (w Azji wzrosły nawet do 58 USD/t), co jest najwyższym poziomem od końca 2015. Z punktu widzenia Bogdanki kluczowe jednak pozostają czynniki lokalne związane z potencjalnym przepływem FCF ze spółki do restrukturyzacji innych podmiotów górniczych.

Przemysł

- Po spadkach wywołanych przez referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA indeksu MSCI Industrials dla Europy spadły poniżej swoich 3-letnich średnich. Rynek tym samym wycenił obniżenie wyników finansowych firm przemysłowych. Szczególnie ciekawie wyglądają wskaźniki indeksów MSCI Automotive Europe oraz MSCI Automotive Components Europe, które jeszcze bardziej pogłębiły dyskonto do 3-letnich średnich.
- Podtrzymujemy nasze przeważenia dla Elemental Holding (oczekiwane akwizycje podmiotów zajmujących się zbiorą PCB i SAC powinny przełożyć się na spadek wskaźników EV/EBITDA oraz P/E i zdynamizować wzrost wyników w 2017 roku; Elemental planuje nabywać podmioty po wskaźnikach 5,5-7,5x EV/EBITDA, czyli 25-45% niż niż obecnie sam jest notowany), Pfeiderer Grajewo (spadek cen mocznika, energii elektrycznej oraz lekkie wzrosty cen płyty drewnopochodnej w Niemczech pozytywnie przekładają się na rezultaty; Grajewo jest obecnie notowane z około 40% dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźniku EV/EBITDA na lata 2016-17), Tarczyński (spółka notowana z około 20% dyskontem na P/E'16 oraz EV/EBITDA'16; oczekujemy wzrostu wyników w 2Q'16 i 3Q'16), Vistal Gdynia (perspektywa istotnej poprawy r/r wyników w okresie 1Q-3Q'16; backlog +50% r/r) oraz Uniwheels (dzięki oszczędnościom po stronie cen gazu oraz kosztów finansowania wynik netto Grupy wzrośnie o 6,7 mln EUR +16% r/r; spółka obecnie notowana jest z 9-26% dyskontem na wskaźnikach P/E'16 oraz P/E'17; dynamika poprawy wyników przyspieszy w 2H'16 po otwarciu nowego zakładu).
- Podtrzymujemy niedowarzenie dla Forte (utrzymujący się drugi miesiąc z rzędu negatywny odczyt wskaźników wyprzedzających dla branży meblarskiej w Niemczech; spółka wyceniana z dwucyfrową premią na wskaźniku EV/EBITDA na lata 2016-17) oraz Kruszwicy (z uwagi 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 6,1% i był w czerwcu jednym z najsłabszych indeksów sektorowych.
- Przyczyn słabego zachowania sektora upatrujemy w (1) ryzyku zmniejszenia funduszy unijnych dla Polski w związku z wynikami referendum w UK, (2) narastającym problemem braku dużych przetargów publicznych w drogach, kolejach i energetyce.
- Sektor jest obecnie wyceniany na P/E równym 10,4x oraz EV/EBITDA równym 4,8x, oferując DYield w wysokości 4,5%.
- Przy obecnym otoczeniu rynkowym ciekawymi propozycjami inwestycyjnymi są Unibep i Erbud – z racji obecności w segmencie budownictwa kubaturowego, mniej obciążone spadkiem zamówień z sektora publicznego.
- Spośród dostawców usług dla budownictwa preferujemy Herkulesa względem Ulmy (silnie uzależnionej od rynku

infrastruktury).

- Spośród spółek realizujących infrastrukturę kolejową, najbezpieczniej prezentuje się Trakcja, posiadająca silny backlog na bieżący rok i kilka znaczących kontraktów na rok przyszły.
- Uważamy, że zamieszanie wokół Brexitu nie jest w stanie realnie powstrzymać silnej poprawy wyników Budimeksu w latach 2016-2017. Ponadto stan portfela zamówień pozwala dziś realnie myśleć o wzroście wyników spółki również w 2018 r.
- Kluczowe rekomendacje: Budimex (akumuluj), Unibep (kupuj), Erbud (kupuj).

Deweloperzy

- Indeks WIG-Deweloperzy wzrósł w ciągu miesiąca o 5,3%, o około 5% pokonując indeks szerokiego rynku. Lepsze zachowanie indeksu w czerwcu można uzasadnić (1) pozytywnymi newsami odnośnie dywidend w sektorze (Echo, Ronson), (2) oczekiwaną dobrą sprzedażą mieszkań w 2Q oraz (3) umocnieniem kursu EUR/PLN (pozytywny wpływ na wyniki deweloperów komercyjnych).
- Wydarzeniem lipca będzie publikacja przez deweloperów mieszkaniowych danych sprzedażowych za 2Q'16. Uważamy, że statystyki potwierdzą bardzo dobrą koniunkturę w sektorze, a kilka spółek jest w stanie osiągnąć rekordowe wyniki.
- Wyniki deweloperów komercyjnych za 2Q'16 będą wsparte zyskiem z rewaluacji nieruchomości komercyjnych, wywołanej około 4% umocnieniem kursu EUR/PLN w okresie kwiecień-czerwiec.
- Kluczowe rekomendacje: Dom Development (kupuj), GTC (kupuj), Robyg (kupuj).

Handel

- Wyniki sprzedażowe spółek z sektora obuwniczego za VI'16 powinny być wspierane przez dodatkowy dzień handlowy w czerwcu (brak Bożego Ciała) oraz poprawiającą się sytuację konsumentów w Polsce. Wysoką poprawę przychodów w VI'16 opublikowały CCC oraz LPP.
- Po Brexit miał miejsce niekorzystny ruch na walutach EURPLN (wyższe koszty najmu) oraz USDPLN (wyższe koszty zakupu towarów w niektórych spółkach). Utrzymanie się obecnych poziomów wymiany przez dłuższy okres może wywierać pewną presję na wyniki spółek z sektora.
- Projekt ustawy o podatku handlowym został przeniesiony do Sejmu. Według doniesień prasowych posłowie chcą wprowadzić poprawki do projektu ustawy, mające na celu uszczelnienie nowego podatku. W związku z powyższym coraz mniej realnym wydaje się wprowadzenie podatku od 1 sierpnia 2016. Bardziej prawdopodobną opcją jest rozpoczęcie pobierania nowej daniny od 1 października 2016.
- Prezes PiS Jarosław Kaczyński pozytywnie zaopiniował projekt o zakazie handlu w niedzielę. W przypadku zebrania odpowiedniej ilości podpisów, istnieje wysoka szansa, że nowe prawo wejdzie w życie. Potencjalny zakaz negatywnie wpłynąłby na wyniki spółek z sektora handlowego w krótkim okresie.
- AmRest w VII'16 powinien podpisać porozumienie z Pizza Hut na masterfranczyzę restauracji PH na najważniejszych rynkach w CEE. Jednocześnie, spółka powinna opublikować w połowie lipca wstępne dane sprzedażowe osiągnięte w 2Q'16. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla spółki.
- Zarząd Eurocash przyznał, że spółka jest zainteresowana przejęciem sieci Zabka. Potencjalne sfinalizowanie transakcji po cenie 1 mld EUR wymagałoby od spółki

emisji akcji. Uwzględniając sytuację fundamentalną spółki uważamy, że walory EUR są zbyt drogie.

- Podnosimy rekomendację dla CCC oczekując znacznego przyspieszenia dynamiki przychodów R/R w 2H'16 wraz z poprawą marży brutto na sprzedaży. Ponadto pozytywnie oceniamy rozwój kanału e-commerce w spółce. Uważamy, że dalsza poprawa sprzedaży porównywalnej powinna pozwolić spółce na istotny wzrost wyników w kolejnych latach.
- Kluczowe rekomendacje: CCC (akumuluj).

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa w maju wzrosła o 3,5% r/r, poniżej konsensusu rynkowego i naszych prognoz (odpowiednio, 4,9 i 4,5%). Spowolnienie jako takie było przewidywane i można je wiązać z niekorzystnym układem dni wolnych od pracy w maju, który sprzyjał przedłużonym urlopom (dwa długie weekendy). Efekt ten przełożył się również na spadek produkcji przemysłowej o 0,9% m/m po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych. W rezultacie, momentum produkcji przemysłowej pozostaje na umiarkowanym poziomie, spójnym z ok. 4% wzrostem. Tym niemniej, jeśli mamy rację co do natury majowego zaskoczenia, to nie można mówić o trwałym spowolnieniu w polskim przemyśle. Już w czerwcu dynamika produkcji przemysłowej powinna powrócić w okolice 6-7%, dzięki korzystnemu układowi i liczbie dni roboczych. Co więcej, w danych szczegółowych dotyczących produkcji nie widać jak na razie istotnych negatywnych konsekwencji załamania w budownictwie, co stanowi dobry prognostyk na przyszłość. Produkcja budowlano-montażowa spadła o 13,7% w ujęciu rocznym (konsensus -9,9%; nasza prognoza -7,6%) i tutaj już nie może być mowy o wymówkach. W ujęciu miesięcznym produkcja spadła o 1,6% po odsezonowaniu – szósty raz (sic!) z rzędu – i trudno tutaj o statystykę lepiej podsumowującą stan sektora. Możemy jedynie powtórzyć, że jest on wynikiem drastycznego ograniczenia inwestycji sektora publicznego, wśród których niechlubną palmę pierwszeństwa dzierżą samorządy i koleje. Skala spadku inwestycji publicznych realizowanych przez te podmioty jest w I półroczu b.r. bezprecedensowa i tylko relatywnie dobrym wynikiem centralnych inwestycji drogowych zawdzięczamy to, że spadki produkcji budowlanej nie są tak dotkliwe, jak w 2013 r. Co więcej, kiepskie dane dotyczące budownictwa mieszkaniowego (spadek liczby rozpoczętych budów w maju o 14,3%) sugerują, że również ta sekcja może wpaść w kłopoty.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w maju wzrosła o 2,2% (4,3% w cenach stałych), poniżej naszych oczekiwań oraz oczekiwań rynkowych. Nasza strategia prognostyczna zakładała wykorzystanie naturalnej sezonowości oraz trendów na poszczególnych kategoriach tak jakby środki z 500+ nie zostały wypłacone, a następnie dokonanie korekty o dodatkowe (szacowane) wydatki z programu. Okazało się, że – nie podajemy szczegółów, bo ciekawsze są implikacje i związki przyczynowo-skutkowe – dynamika poszczególnych kategorii sprzedaży była bardzo zbliżona do tej, która mogłaby zostać osiągnięta bez realizacji programu wsparcia dla rodzin (dokładnie taka, jaką otrzymaliśmy bez korekty). Stoimy zatem przed dwiema możliwościami. Albo środki z 500+ nie zostały jeszcze rozdyskretybowane tak, jak wskazują na to publicznie dostępne dane, albo zostały wydane bardziej na usługi oraz zaoszczędzone (choć tu mamy bardzo duże wątpliwości z uwagi na badania ankietowe wskazujące ewidentnie na konsumpcję w takiej czy innej formie), czyli zostały w duży sposób potraktowane jako znaczne wydatki na dzieci (przykład z biurka obok: zapłata za przedszkole – ale czy w takim przypadku suma dochodu rozporządzalnego na inne wydatki została potraktowana mimo wszystko jako sztywna?). Ta druga hipoteza jest szczególnie kusząca, jeśli wydatki na dzieci potraktujemy jako konsumpcję wyższego rzędu – powinna być przesunięta w kierunku usług. Kolejne miesiące pozwolą zweryfikować te hipotezy. Jeśli jest przesunięcie – wydatki skumulują się nieco inaczej w ciągu miesięcy. Jeśli skorzystały głównie usługi to efekt dla konsumpcji będzie i tak pozytywny, tyle że z inną kompozycją. Teoretycznie może być też nawet lepiej: silniejsza presja płacowa w usługach w połączeniu z mocniejszym popytem sprawi, że

łatwiej będzie podnosić ceny, a inflacja byłaby w obecnych warunkach zjawiskiem pożądanym (dochody i stabilność budżetu na przykład).

Inflacja

W maju roczny wskaźnik inflacji, według danych finalnych, nieznacznie wzrósł do -0,9% r/r z -1,1% zanotowanych w kwietniu. Wynik ten okazał się wyższy niż odczyt sygnałny, który GUS szacował na -1,0% r/r. W maju nieznacznie spadły ceny żywności (o 0,1% m/m) – tym samym potwierdziły się wskazania z danych czeskich i węgierskich. Wzrosły natomiast ceny paliw (o 4,2% m/m). W zdecydowanej większości kategorii ceny pozostały stabilne, podlegając jedynie dość losowym wahaniom (spadek cen w rekreacji i kulturze oraz transporcie, wzrost w kategorii Restauracje i hotele). Tym samym, procesy deflacyjne nie uległy odwróceniu. Wskaźnik roczny inflacji bazowej wyniósł najprawdopodobniej, podobnie jak miesiąc temu, -0,4% r/r. Cały czas przefiltrowują się efekty spadku cen surowców ale i spadek oczekiwań inflacyjnych z poprzednich kwartałów. Brak też firmom zdolności 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. Dzisiejsze dane nie wpływają na najbliższe perspektywy dla polityki pieniężnej. RPP akcentuje ryzyka systemowe związane z niższymi stopami (patrz sektor banków spółdzielczych). Podnoszoną przez wielu komentatorów kwestię niedoszacowania inflacji w Polsce traktujemy jako wyraz niezrozumienia metodologii GUS i wygodny temat zastępczy. Otoczenie w Polsce i w Europie w perspektywie najbliższych kwartałów ciągle będzie otoczeniem niskiej inflacji i relatywnie niskiego wzrostu gospodarczego.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w maju o 2,8% (tyle, co konsensus i nasza prognoza). Ewidentnie dzika dynamika z początku roku przygasła i tempa wzrostu wróciły do bardziej typowych poziomów. Na tym etapie pozostaje zadać dwa zasadnicze pytania. Po pierwsze, czy kwestia „uetatowienia” gospodarki widoczna w rozbieżności pomiędzy różnymi statystykami na rynku pracy już się zakończyła? Jest to ewidentnie pytanie, które ma praktyczny wymiar jedynie w zakresie prognozowania zmian zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Z perspektywy całej gospodarki liczy się przede wszystkim to, czy wspomniane „uetatowienie” doprowadzi do zmiany statusu pracowników na rynku pracy i wpłynie na dokonywane przez nich wybory (na różnych płaszczyznach). Po drugie, jaki wpływ na zmiany zatrudnienia będzie miało właśnie wypłacane świadczenie z tytułu 500+ i jednocześnie zapowiadane zmiany w płacy minimalnej? Nie wdając się w nadmierne dywagacje, albo wzmocni to sytuację pracowników na rynku pracy i doprowadzi co najwyżej do transferu od firm do konsumentów, albo dojdzie do zburzenia bieżącej równowagi i fali restrukturyzacji w sektorze przedsiębiorstw (automatyzacja + pewnie zniknięcie z rynku najmniej efektywnych podmiotów), która przynajmniej w krótkim terminie będzie negatywnie oddziaływać na oficjalne wskaźniki zatrudnienia (w długim terminie efekt jest nietrywialny). Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w maju o 4,1% w ujęciu rocznym, nieco poniżej naszej prognozy i konsensusu rynkowego (odpowiednio, 4,8 i 4,6% r/r). Obecnie, gdy dysponujemy jedynie danymi sygnałnymi, pytania o przyczynę zaskoczenia są nieco jałowe. Możemy jedynie spekulować, że przyczyną niższego od oczekiwań odczytu jest słaby wynik przetwórstwa przemysłowego – niekorzystny w tym roku układ dni wolnych od pracy sprzyjał

długim urlopom i tym samym mógł obniżyć ruchome składniki wynagrodzenia w przemyśle. Taki scenariusz zostałby, nawiasem mówiąc, potwierdzony przez spowolnienie w produkcji przemysłowej, którego oczekujemy. W pozostałych sektorach najprawdopodobniej zostały utrzymane dotychczasowe tendencje. W szczególności, szybki wzrost jest obserwowany w usługach i w handlu, które to sektory w największym stopniu narażone są na niedostatek siły roboczej w przypadku dezaktywizacji zawodowej pracowników w związku z uruchamianym programem 500+. Dowody anegdotyczne wydają się potwierdzać istnienie takiego mechanizmu. Wychylenie płac w jedną czy drugą stronę nie zmienia faktu, że dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych znajduje się obecnie na wieloletnich maksimach. W ujęciu nominalnym jest to obecnie 7,0% r/r, w ujęciu realnym – 7,9% r/r. Tylko przy nierealistycznych założeniach dotyczących stopy oszczędności nie implikuje to przyspieszenia w konsumpcji prywatnej. Nasz scenariusz jej przyspieszenia do 4% i więcej w tym roku realizuje się zgodnie z planem.

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	51,66	+47,0%	15,6	146,8		
BZ WBK	Kupuj	2016-07-05	262,30	305,10	262,30	+16,3%	12,0	11,8		
GETIN NOBLE BANK	Kupuj	2016-02-02	0,46	0,96	0,42	+128,6%	10,7	5,9		
HANDLOWY	Kupuj	2016-07-05	68,38	80,00	68,38	+17,0%	14,4	14,9		
ING BSK	Trzymaj	2016-03-04	121,45	119,38	123,40	-3,3%	16,8	15,3		
MILLENNIUM	Kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	4,60	+52,2%	10,2	8,1		
PEKAO	Redukuj	2016-07-05	129,65	127,42	129,65	-1,7%	16,5	16,1		
PKO BP	Kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	22,69	+39,4%	9,9	9,2		
KOMERCNI BANKA	Akumuluj	2016-06-02	948	1085,6 CZK	915	+18,7%	14,2	11,9		
ERSTE BANK	Kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	19,95	+62,1%	7,5	6,7		
RBI	Kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	11,06	+55,0%	12,0	4,0		
OTP BANK	Trzymaj	2016-04-06	6900	6487 HUF	6280	+3,3%	9,7	7,9		
Ubezpieczyciele										
PZU	Kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	27,80	+52,7%	10,2	8,5		
Usługi finansowe										
KRUK	Akumuluj	2016-06-16	189,95	211,44	196,95	+7,4%	14,4	12,3		
PRIME CAR MANAGEMENT	Kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	31,23	+49,7%	8,6	8,7		
SKARBIEC HOLDING	Kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	29,32	+43,9%	7,7	6,7		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Trzymaj	2016-02-02	80,00	74,35	52,30	+42,2%	6,2	7,5	4,6	4,7
GRUPA AZOTY	Kupuj	2016-06-07	72,00	86,10	68,92	+24,9%	10,5	12,7	5,7	6,3
LOTOS	Trzymaj	2016-04-19	28,09	26,50	30,81	-14,0%	10,3	9,4	5,7	5,8
MOL	Trzymaj	2016-04-19	225,50	224,20	231,90	-3,3%	14,9	10,6	4,8	4,1
PGNIG	Akumuluj	2016-06-02	5,13	5,73	5,63	+1,8%	18,1	15,4	6,4	6,1
PKN ORLEN	Redukuj	2016-04-19	71,18	61,00	67,80	-10,0%	7,6	8,8	4,9	5,5
POLWAX	Kupuj	2016-02-02	15,70	23,24	15,31	+51,8%	6,4	6,4	5,3	5,0
SYNTHOS	Trzymaj	2016-07-05	3,54	3,39	3,54	-4,2%	15,5	12,5	9,3	8,1
Energetyka										
CEZ	Kupuj	2016-02-02	65,00	79,87	70,79	+12,8%	11,1	12,6	6,1	6,3
ENEA	Trzymaj	2016-02-02	11,50	12,40	9,88	+25,5%	6,8	6,5	5,0	5,0
ENERGA	Zawieszona	2016-03-16	13,30	-	8,96	-	5,5	5,1	4,3	4,4
PGE	Kupuj	2016-06-02	12,35	14,60	11,52	+26,7%	6,6	8,2	3,9	4,7
TAURON	Kupuj	2016-02-02	2,71	3,78	2,95	+28,1%	5,6	6,2	4,5	4,9
Telekomunikacja										
NETIA	Akumuluj	2016-06-08	5,05	5,30	4,20	+26,2%	-	-	4,0	4,6
ORANGE POLSKA	Kupuj	2016-02-02	6,43	8,05	4,97	+62,0%	26,2	22,3	3,9	4,0
Media										
AGORA	Akumuluj	2016-05-06	12,94	14,10	12,60	+11,9%	43,5	23,3	6,0	5,5
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2016-02-02	21,99	22,10	22,00	+0,5%	11,7	11,2	6,7	6,4
WIRTUALNA POLSKA	Akumuluj	2016-06-02	46,00	50,00	47,00	+6,4%	17,1	15,0	11,8	10,5
IT										
ASSECO POLAND	Akumuluj	2016-05-06	57,69	62,89	51,80	+21,4%	11,7	11,3	6,3	6,0
CD PROJEKT	Trzymaj	2016-06-02	26,30	26,50	27,38	-3,2%	23,1	36,0	15,3	24,1
COMARCH	Zawieszona	2013-03-11	89,60	-	144,05	-	-	-	-	-
SYGNITY	Zawieszona	2013-02-05	16,80	-	6,21	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
KGHM	Trzymaj	2016-02-02	56,26	63,00	68,55	-8,1%	258,4	27,7	4,8	4,4
LW BOGDANKA	Trzymaj	2016-02-02	31,33	33,00	35,80	-7,8%	7,0	6,8	2,5	2,4
Przemysł										
ELEMENTAL	Kupuj	2016-06-13	3,50	4,60	3,73	+23,3%	13,1	10,7	10,7	8,4
FAMUR	Trzymaj	2016-04-06	2,57	2,20	2,32	-5,2%	23,0	13,3	5,1	4,3
KERNEL	Trzymaj	2016-03-07	54,90	55,00	52,50	+4,8%	4,9	5,0	3,9	3,7
KĘTY	Trzymaj	2016-07-01	318,90	309,10	308,65	+0,1%	11,6	14,1	8,8	8,4
UNIWHEELS	Akumuluj	2016-04-13	147,95	154,00	143,00	+7,7%	8,7	8,6	6,8	6,3
VISTAL	Kupuj	2016-02-02	8,00	15,80	8,90	+77,5%	6,8	5,8	7,0	6,6
Budownictwo										
BUDIMEX	Kupuj	2016-07-05	174,00	225,10	174,00	+29,4%	15,4	12,3	7,8	6,4
ELEKTROBUDOWA	Kupuj	2015-12-03	141,00	170,50	87,21	+95,5%	7,5	7,3	4,2	3,7
ERBUD	Kupuj	2016-02-03	25,95	36,00	25,30	+42,3%	9,1	8,2	4,4	4,1
UNIBEP	Kupuj	2016-02-03	9,89	12,10	9,47	+27,8%	10,0	8,0	6,2	5,1
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	Trzymaj	2016-04-06	6,55	6,50	6,49	+0,2%	49,6	16,2	31,1	20,3
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2016-05-30	54,40	69,50	51,87	+34,0%	10,2	8,6	8,3	6,9
ECHO	Trzymaj	2016-04-06	6,52	2,73	4,40	-38,0%	8,2	7,6	14,6	12,3
GTC	Kupuj	2015-11-20	7,08	8,20	6,75	+21,5%	9,0	4,0	12,4	6,8
ROBYG	Kupuj	2016-01-28	2,83	3,40	2,87	+18,5%	9,0	9,6	8,3	9,0
Handel										
AMREST	Trzymaj	2016-05-06	220,00	217,00	216,00	+0,5%	29,7	23,8	11,0	9,4
CCC	Akumuluj	2016-07-01	159,65	181,00	166,35	+8,8%	24,1	17,8	16,4	12,5
EUROCASH	Sprzedaj	2016-04-18	55,77	42,70	46,20	-7,6%	25,2	21,7	13,0	11,2
JERONIMO MARTINS	Trzymaj	2016-04-18	14,76	14,9 EUR	14,23	+4,7%	23,3	19,7	10,5	9,1
LPP	Redukuj	2016-02-02	5411	4900	4888	+0,3%	22,9	17,2	12,5	10,0
Inne										
WORK SERVICE	Akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	9,30	+47,3%	13,2	10,9	7,7	6,7

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CCC	Akumuluj	Redukuj	181,00	2016-07-01
ELEMENTAL	Kupuj	Kupuj	4,60	2016-06-13
KĘTY	Trzymaj	Trzymaj	309,10	2016-07-01
KRUK	Akumuluj	Trzymaj	211,44	2016-06-16
NETIA	Akumuluj	Akumuluj	5,30	2016-06-08

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BUDIMEX	Kupuj	Akumuluj	225,10	2016-07-05
BZ WBK	Kupuj	Akumuluj	305,10	2016-07-05
HANDLOWY	Kupuj	Trzymaj	80,00	2016-07-05
PEKAO	Redukuj	Sprzedaj	127,42	2016-07-05
SYNTHOS	Trzymaj	Redukuj	3,39	2016-07-05

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
Sprzedaj	1	1,7%	0	0,0%
Redukuj	3	5,2%	2	6,3%
Trzymaj	18	31,0%	7	21,9%
Akumuluj	10	17,2%	6	18,8%
Kupuj	26	44,8%	17	53,1%

Banki

Alior Bank										Kupuj									
Analitik: Michał Konarski					Cena bieżąca: 51,66 PLN					Cena docelowa: 75,93 PLN					Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-24				
(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)						6 677,7				
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						-2,5%				
P/E		11,2	12,1		20,0		146,8		Zmiana ceny: 6m						-1,5%				
P/BV		1,2	1,1		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m						-28,0%				
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.)						72,8				

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku oraz cenę docelową na poziomie 75,93 PLN na akcję. Cena bieżąca znalazła się pod negatywnym wpływem wyniku referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. Niemniej jednak uważamy, że skutki dla Alior Banku, jak i całego polskiego sektora bankowego, powinny być ograniczone. 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 13,4x) co uzasadniamy najniższymi wskaźnikami wypłacalności.

BZ WBK								Kupuj			
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		262,30 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-07-05	
		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)		25 949,1	
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		-1,9%	
P/E	12,8	11,1		12,0		11,8		Zmiana ceny: 6m		-3,1%	
P/BV	1,5	1,3		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m		-19,1%	
DPS	10,7	0,0		22,6		11,6		Min (52 tyg.)		232,5	
DYield (%)	4,1	0,0		8,6		4,4		Max (52 tyg.)		324,4	

*przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj dla BZ WBK jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 305,10 PLN na akcję. Uważamy, że wpływ Brexitu na wyniki banku będzie znikomy. Jednocześnie ewentualny koszt przewalutowania ekspozycji CHF po tzw. kursie sprawiedliwym nie powinien wywołać niedoboru

kapitału w banku. Oczekujemy, że wyniki banku w 2Q'16 zostaną w znaczący sposób wsparte przez zysk jednorazowy z tytułu transakcji Visa (50 mln EUR). Z drugiej strony, oczekujemy stopniowej poprawy wyniku na działalności podstawowej banku. Uważamy, że walory BZ WBK notowane są ze zbyt dużym dyskontem do średniej rynkowej jak i własnej 5-letniej średniej.

Getin Noble Bank
Kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		0,42 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)		1 225,1	
WNDB	1 956,3	1 662,0	-15,0%	1 636,1	-1,6%	1 856,5	13,5%	Free float		49,8%	
Wynik operacyjny*	1 033,3	469,0	-54,6%	710,6	51,5%	938,0	32,0%				
Zysk brutto	314,3	73,0	-76,8%	361,9	396,0%	491,7	35,9%				
Zysk netto	360,0	44,2	-87,7%	114,4	158,9%	209,3	83,1%				
ROE	7,3%	0,9%		2,1%		3,5%		Zmiana ceny: 1m		-12,5%	
P/E	3,1	25,2		10,7		5,9		Zmiana ceny: 6m		-27,6%	
P/BV	0,2	0,2		0,2		0,2		Zmiana ceny: 12m		-66,7%	
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.)		1,3	

*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
Kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 68,38 PLN						Data ostatniej aktualizacji: 2016-07-05	
		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)	8 934,5
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	-7,8%
P/E	9,4	14,3		14,4		14,9		Zmiana ceny: 6m	-0,2%
P/BV	1,2	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	-23,4%
DPS	7,2	7,4		4,7		4,8		Min (52 tyg.)	61,5
DYield (%)	10,5	10,9		6,8		6,9		Max (52 tyg.)	93,8

*przed kosztami rezerw

Po spadku kursu akcji w ostatnim miesiącu, podwyższamy naszą rekomendację trzymaj do akumuluj dla Banku Handlowego, jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 80 PLN na akcję. Oczekujemy, że wyniki w 1Q'16 były najgorsze w całym roku, a wynik handlowy jak i marża powinny zanotować 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 P/E'16 Bank

Handlowy notowany jest z 3% premią do grupy porównawczej, ale z 17% 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. Oczekujemy, że słaby wynik handlowy w 1Q'16 zostanie w pełni zrekomensowany przez zysk jednorazowy z tytułu transakcji Visa w 2Q'16.

ING BSK		Trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		123,40 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)	16 054,3
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	2,9%
P/E	15,4	14,2		16,8		15,3		Zmiana ceny: 6m	5,5%
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-1,8%
DPS	4,4	4,0		4,2		3,7		Min (52 tyg.)	101,6
DYield (%)	3,6	3,2		3,4		3,0		Max (52 tyg.)	135,7

*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 wycenę o 26,09 PLN na akcję. Jednocześnie uważamy, że wprowadzenie podatku bankowego znacząco spowolni wzrost sumy bilansowej, która przez ostatnie 4 lata rosła średniorocznie w tempie 12% (CAGR). Według doniesień prasowych ING BSK jest zainteresowane przejęciem Raiffeisen Polbanku. Chociaż uważamy, że akwizycja miałaby sens biznesowy ze względu na synergii kosztowe, to ING do jej sfinalizowania musiałoby podnieść kapitał o około 2-3 mld PLN.

Millennium		Kupuj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		4,60 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)	5 580,3		
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%				
ROE	11,7%	9,0%		8,2%		9,6%		Zmiana ceny: 1m	-5,5%		
P/E	8,6	10,2		10,2		8,1		Zmiana ceny: 6m	-16,5%		
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-27,4%		
DPS	0,2	0,0		0,0		0,2		Min (52 tyg.)	4,4		
DYield (%)	4,8	0,0		0,0		4,9		Max (52 tyg.)	6,7		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 7 PLN na akcję dla Banku Millennium. W przeciągu ostatnich 12 miesięcy kurs akcji Banku Millennium spadł o 27,1%, co przede wszystkim obrazuje obawy inwestorów o wprowadzenie ustawy restrukturyzującej zadłużenie w CHF. Dodatkowo, kurs akcji znalazł się pod presją po ogłoszeniu Brexitu zwiększając obawy o skutki przewalutowania. 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 spośród 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								Redukuj	
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 129,65 PLN		Cena docelowa: 127,42 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-07-05			
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	4 461,3	4 166,6	-6,6%	4 563,0	9,5%	4 804,5	5,3%	Liczba akcji (mln)	262,5
Marża odsetkowa	2,7%	2,5%		2,6%		2,5%		MC (cena bieżąca)	34 029,2
WNDB	7 284,9	6 993,5	-4,0%	7 248,2	3,6%	7 564,2	4,4%	Free float	49,9%
Wynik operacyjny*	3 856,1	3 235,5	-16,1%	3 804,6	17,6%	4 034,9	6,1%		
Zysk brutto	3 359,7	2 831,1	-15,7%	3 205,0	13,2%	3 364,9	5,0%		
Zysk netto	2 714,7	2 292,5	-15,6%	2 057,5	-10,2%	2 111,2	2,6%		
ROE	11,4%	9,7%		8,8%		8,9%		Zmiana ceny: 1m	-11,5%
P/E	12,5	14,8		16,5		16,1		Zmiana ceny: 6m	-4,8%
P/BV	1,4	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	-24,2%
DPS	10,0	10,0		8,4		7,6		Min (52 tyg.)	126,6
DYield (%)	7,7	7,7		6,5		5,9		Max (52 tyg.)	171,0

*przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą rekomendację sprzedaj do redukuje dla Banku Pekao, jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 127,42 PLN na akcję. Kurs akcji znalazł się ostatnio pod presją ze względu na spekulacje odnośnie sprzedaży kontrolującego udziału przez właściciela UCI w celu poprawy wskaźników wypłacalności. Niemniej jednak uważamy, że obecnie na polskim rynku nie ma podmiotu, który byłby w stanie udźwignąć tak dużą transakcję. Uważamy także za mało prawdopodobne, aby UCI znalazł nabywcę poza granicami w Polsce ze względu na słabe środowisko operacyjne (podatek

bankowy, przewalutowanie kredytów CHF). Ponadto, przygotowywany plan ratowania banków włoskich przez rząd może znacząco odsunąć perspektywę sprzedaży aktywów przez UCI. Z drugiej strony, uważamy że Bank Pekao będzie się uważnie przyglądał rynkowi M&A w celu utylizacji nadwyżkowego kapitału. 24% premia z jaką Bank Pekao jest nadal notowany do polskiego sektora w 2016 roku jest zbyt wysoka szczególnie biorąc pod uwagę, że historycznie na wskaźniku 12M forward P/E Bank Pekao notowany był jedynie z 16% premią do indeksu WIG Banki.

PKO BP								Kupuj	
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 22,69 PLN		Cena docelowa: 31,62 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02			
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	7 522,9	7 028,6	-6,6%	7 919,9	12,7%	8 386,0	5,9%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	3,4%	2,7%		3,0%		3,1%		MC (cena bieżąca)	28 362,5
WNDB	11 494,8	10 961,9	-4,6%	11 842,8	8,0%	12 326,5	4,1%	Free float	68,6%
Wynik operacyjny*	5 901,4	4 628,6	-21,6%	6 082,8	31,4%	6 517,4	7,1%		
Zysk brutto	4 034,6	3 190,8	-20,9%	4 458,9	39,7%	4 829,1	8,3%		
Zysk netto	3 254,1	2 609,6	-19,8%	2 873,2	10,1%	3 090,0	7,5%		
ROE	12,4%	9,0%		9,4%		9,7%		Zmiana ceny: 1m	-5,3%
P/E	8,7	10,9		9,9		9,2		Zmiana ceny: 6m	-13,3%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-24,9%
DPS	0,8	0,0		1,8		0,9		Min (52 tyg.)	22,5
DYield (%)	3,3	0,0		7,8		4,1		Max (52 tyg.)	31,3

*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. Uchwalenie warunkowej dywidendy przez WZA PKO BP (1 PLN/akcję) wskazuje na poważne zamiaru banku odnośnie rynku M&A. Pozytywnie oceniamy pomysł zakupu przez PKO BP Raiffeisen Polbanku. Uważamy, że bank będzie w stanie wynieść znaczące synergije kosztowe oraz zmniejszyć koszt finansowania w przejmowanym podmiocie. Szacujemy również, że aby dokonać

transakcji PKO BP nie będzie musiało podnosić kapitału. Ponadto oceniamy, że wyniki PKO BP powinny zanotować poprawę nawet nie wliczając zysku jednorazowego z tytułu VISA. Pomimo wprowadzenia podatku bankowego oczekujemy, iż zysk netto banku wzrośnie w 2016 r. o 10,1%, a w 2017 r. o 7,5%. Jednocześnie widzimy poważne zagrożenie dla banku ze strony projektu ustawy CHF, która może pozbawić bank całego kapitału CET1 ponad minimalny próg wyznaczony przez KNF i zamknąć drogę do rynku M&A.

Komerčni Banka		Akumuluj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		915 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)	172 708,7		
WNDB	30 676,0	30 131,0	-1,8%	30 436,0	1,0%	33 268,7	9,3%	Free float	39,6%		
Wynik operacyjny*	17 642,0	16 692,0	-5,4%	16 850,0	0,9%	19 905,7	18,1%				
Zysk brutto	16 031,0	15 770,0	-1,6%	15 393,8	-2,4%	18 212,3	18,3%				
Zysk netto	12 985,0	12 759,0	-1,7%	12 177,4	-4,6%	14 478,2	18,9%				
ROE	13,7%	12,8%		11,4%		12,9%		Zmiana ceny: 1m	-4,7%		
P/E	13,3	13,5		14,2		11,9		Zmiana ceny: 6m	-7,6%		
P/BV	1,8	1,7		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-15,3%		
DPS	46,0	62,0		62,0		62,0		Min (52 tyg.)	863,0		
DYield (%)	5,0	6,8		6,8		6,8		Max (52 tyg.)	1 124,8		

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Komerční Banka. Uważamy, że bank 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 2017 roku (cięcie opłat interchange, prawdopodobne ujemne środowisko stóp procentowych). 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 2Q'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:		19,95 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)	8 572,4
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	-13,7%
P/E		8,9		7,5		6,7		Zmiana ceny: 6m	-30,0%
P/BV	0,9	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-20,1%
DPS	0,2	0,0		0,6		0,7		Min (52 tyg.)	18,9
DYield (%)	1,0	0,0		3,1		3,5		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 czerwca kurs Erste Banku spadł o 28,7% (w USD) wobec wzrostu indeksu MSCI EME Financials o 5,3%. Uważamy, że taka przecena 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 bank w przeszłości, obecne prognozy zarządu są dość konserwatywne szczególnie biorąc pod uwagę jednorazowy zysk z transakcji Visa. Uważamy, że inwestycja w walory Erste Banku w chwili obecnej prezentuje znacznie niższe ryzyko, niż w walory polskiego sektora bankowego czy w RBI i OTP.

RBI								
Kupuj								
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		11,06 EUR		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		17,14 EUR		2016-02-02		
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)
Wynik odsetkowy	3 788,9	3 327,0	-12,2%	3 263,5	-1,9%	3 264,7	0,0%	Liczba akcji (mln)
Marża odsetkowa	3,0%	2,8%		2,9%		3,0%		292,4
WNDB	4 762,4	4 877,0	2,4%	4 356,6	-10,7%	4 720,2	8,3%	MC (cena bieżąca)
Wynik operacyjny*	1 738,9	1 962,0	12,8%	1 623,3	-17,3%	2 200,2	35,5%	3 233,7
Zysk brutto	23,0	696,0	2930,2%	621,5	-10,7%	1 236,5	99,0%	Free float
Zysk netto	-598,5	383,0		269,8	-29,5%	812,5	201,1%	21,5%
ROE		4,9%		3,3%		9,5%		Zmiana ceny: 1m
P/E		8,4		12,0		4,0		-4,6%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 6m
DPS	1,0	0,0		0,0		0,4		-17,2%
DYield (%)	9,2	0,0		0,0		3,3		Zmiana ceny: 12m
								-12,5%
								Min (52 tyg.)
								10,2
								Max (52 tyg.)
								15,7

*przed kosztami rezerw

Kurs akcji RBI od początku roku (do końca czerwca; w USD) spadł o 15,9% i zachowywał się gorzej względem indeksu MSCI EME Financials (+5,3%). Odzwierciedla to obawy inwestorów o potencjalną fuzję RBI ze swoim głównym akcjonariuszem RZB. Niemniej jednak perspektywy dla RBI są znacznie lepsze niż rok temu, sytuacja kapitałowa stabilna, a wyniki kwartalne banku niejednokrotnie pozytywnie zaskoczyły inwestorów w 2015 roku. Z drugiej strony, wyniki w

2016 roku znajdują się pod negatywnym wpływem restrukturyzacji, której większość kosztów została przesunięta z 2015 na 2016 rok. Dodatkowo, koszty restrukturyzacji mogą wzrosnąć, jeżeli cena za polski oddział RBI znajdzie się znacząco poniżej jego wartości księgowej. Po przejściowym okresie, do którego również zaliczamy 2016 rok oczekujemy, że ROE RBI wzrośnie do 9,5% w 2017 roku (bez RZB).

OTP BANK								
Trzymaj								
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		6 280 HUF		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		6 487 HUF		2016-04-06		
(mld HUF)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mld HUF)
Wynik odsetkowy	635,3	555,9	-12,5%	553,0	-0,5%	558,2	1,0%	Liczba akcji (mln)
Marża odsetkowa	6,0%	5,1%		5,2%		5,2%		267,0
WNDB	828,6	759,0	-8,4%	763,6	0,6%	781,7	2,4%	MC (cena bieżąca)
Wynik operacyjny*	417,1	366,7	-12,1%	372,1	1,5%	388,1	4,3%	1 677,0
Zysk brutto	142,3	146,0	2,5%	222,1	52,2%	271,8	22,4%	Free float
Zysk netto	-102,0	63,6		173,7	173,2%	213,0	22,6%	100,0%
ROE		5,1%		13,2%		14,5%		Zmiana ceny: 1m
P/E		26,4		9,7		7,9		-8,8%
P/BV	1,3	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 6m
DPS	146,9	147,0		163,3		197,8		4,9%
DYield (%)	2,3	2,3		2,6		3,1		Zmiana ceny: 12m
								-14,0%
								Min (52 tyg.)
								5 226,0
								Max (52 tyg.)
								7 380,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację trzymaj dla OTP Banku. Perspektywy dla OTP Banku są coraz lepsze na rok obecny biorąc pod uwagę poprawę sytuacji ekonomicznej w Rosji czy wzrost gospodarczy na Węgrzech oraz redukcję obciążeń podatkowych. Ponadto, bank obecnie charakteryzuje się konserwatywnym bilansem (kredyty/depozyty 70%; Tier1 13%) oraz brakiem znaczącej ekspozycji na CHF.

Z drugiej strony obawiamy się, czy spowolnienie gospodarcze spowodowane przez Brexit (obecnie szacowane na 0,5%) na nowo nie spowolni wolumenów kredytowych na Węgrzech. Niemniej jednak uważamy, że OTP Bank jest obecnie adekwatnie wyceniony, a potencjał wzrostu jest znacznie bardziej atrakcyjny w Erste.

Ubezpieczyciele

PZU									
Kupuj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		27,80 PLN		Data ostatniej aktualizacji:			
		Cena docelowa:		42,44 PLN		2016-02-02			
(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)	24 005,9
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	-10,3%
P/E	8,1	10,2		10,2		8,5		Zmiana ceny: 6m	-15,0%
P/BV	1,8	1,9		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m	-36,8%
DPS	3,4	2,4		2,7		3,3		Min (52 tyg.)	27,8
DYield (%)	12,4	8,7		9,8		11,8		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 końca czerwca kurs akcji PZU spadł o 25,1% wobec spadku indeksu WIG na poziomie 16,1%. Negatywny sentyment odzwierciedla obawy rynku odnośnie presji na przyszłe wyniki PZU (spadek wyniku inwestycyjnego, nowy podatek finansowy), inwestycje w sektor wydobywczy czy ryzyko polityczne (nawis akcji Skarbu Państwa oraz zmiana zarządu). 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		Akumuluj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		196,95 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-06-16	
		Cena docelowa:		211,44 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody ogółem	487,9	611,2	25,3%	743,6	21,7%	897,5	20,7%	Liczba akcji (mln)	17,4		
Zakupy wierzytelności	442,4	563,6	27,4%	693,3	23,0%	844,3	21,8%	MC (cena bieżąca)	3 426,5		
Inkaso	31,7	29,8	-6,0%	30,9	3,8%	31,3	1,3%	Free float	87,0%		
Marża pośrednia	293,9	357,9	21,8%	422,0	17,9%	511,0	21,1%				
Zysk brutto	152,8	209,8	37,3%	247,1	17,8%	302,3	22,3%				
Zysk netto	151,8	204,3	34,6%	237,2	16,1%	278,1	17,2%				
ROE	30,3%	29,8%		26,8%		25,2%		Zmiana ceny: 1m	4,6%		
P/E	22,2	16,8		14,4		12,3		Zmiana ceny: 6m	14,8%		
P/BV	5,8	4,4		3,5		2,8		Zmiana ceny: 12m	28,3%		
DPS	0,0	1,5		2,0		2,3		Min (52 tyg.)	149,4		
DYield (%)	0,0	0,8		1,0		1,2		Max (52 tyg.)	204,3		

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Kruka, a także 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 211,44 PLN na akcję. Nasze prognozy na najbliższe lata odzwierciedlają znaczące inwestycje Kruka w roku obecnym na rynku polskim oraz rumuńskim. Oczekujemy, że w 2016 roku Kruk poraz pierwszy wyda na nowe portfele ponad 1 mld PLN (489 mln PLN w 2015 roku). Zakupy powinny mieć pozytywne przełożenie na wyniki już w 2H'16, lecz przede wszystkim w kolejnych 3 latach. Uważamy, że Kruk powinien być pośrednim beneficjentem ostatnich programów rządowych, takich jak podatek bankowy czy *Rodzina 500+*, ze względu na rosnącą podaż

wierzytelności ze strony polskiego sektora bankowego oraz poprawiającą się zdolność polskich gospodarstw domowych do regulowania długów. Ponadto oczekujemy, że dalsza ekspansja na nowe rynki, jak i niskie zadłużenie Kruka powinny być gwarantem dalszego dynamicznego rozwoju spółki. Zwrot z kapitałów powyżej 18% przez kolejne 10 lat oraz dwucyfrowa dynamika zysku netto przez najbliższe 3 lata powinny zapewnić spółce wyższą niż obecnie premię do grupy porównawczej oraz polskiego sektora finansowego. Niemniej jednak uważamy, że dyskonto do Intrum Justitia (IJ) jest nadal uzasadnione przez wyższą dywidendę w IJ.

Prime Car Management				Kupuj							
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		31,23 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)	371,9		
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	-17,8%		
P/E	5,9	9,6		8,6		8,7		Zmiana ceny: 6m	-14,4%		
P/BV	0,7	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-28,0%		
DPS	2,2	5,3		3,3		3,6		Min (52 tyg.)	30,7		
DYield (%)	7,0	16,8		10,4		11,6		Max (52 tyg.)	46,7		

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla Prime Car Management (Grupa Masterlease) oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 46,76 PLN na akcję. Pozytywnie postrzegamy zmiany do programu motywacyjnego wprowadzone przez akcjonariuszy. Warrantysubskrypcyjne będą mogły być przydzielone osobom uprawnionym pod warunkiem, że spółka wypracuje EPS na poziomie: 3,3 PLN w 2016 roku, 3,4 PLN w 2017 roku, 3,7 PLN w 2018 roku, 4,1 PLN w 2019 roku oraz 4,5 PLN w 2020 roku. Poziom EPS ustalony w 2016 roku wskazuje, że program motywacyjny zostałby uruchomiony, jeśli zysk netto

wzrósłby o 1,6% R/R wobec 8% spadku zakładanego w pierwotnej wersji programu. Jednocześnie zarząd zaproponował wysoką dywidendę na poziomie 5,5 PLN na akcję. 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:		29,32 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		42,20 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynagrodzenie stałe	108,2	74,7	-31,0%	82,9	11,0%	90,7	9,4%	Liczba akcji (mln)	6,8		
Wynagrodzenie zmienne	24,0	2,0	-91,5%	11,0	440,9%	11,9	7,8%	MC (cena bieżąca)	200,0		
Przychody ogółem	143,8	84,5	-41,2%	103,5	22,5%	112,7	8,9%	Free float	25,4%		
Koszty ogółem	-102,6	-65,9	-35,8%	-72,1	9,4%	-77,0	6,7%				
Zysk brutto	40,9	18,8	-54,0%	32,1	70,6%	36,7	14,3%				
Zysk netto	32,3	15,2	-52,8%	26,0	70,6%	29,7	14,3%				
ROE	33,8%	16,1%		27,2%		28,7%		Zmiana ceny: 1m	11,3%		
P/E	6,2	13,1		7,7		6,7		Zmiana ceny: 6m	1,7%		
P/BV	2,0	2,2		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	-21,1%		
DPS	2,8	3,1		2,9		3,0		Min (52 tyg.)	25,0		
DYield (%)	9,5	10,7		10,0		10,3		Max (52 tyg.)	41,2		

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj oraz 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 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 7,7x Skarbiec Holding notowany jest ze znaczącym dyskontem do rynkowej oraz polskiej średniej. Uważamy, iż pewne dyskonto jest zasadne ze względu na strukturę przychodów w dużej mierze zależnej od success fee, ale obecny poziom dyskonta jest zbyt wysoki.

Paliwa, chemia

Ciech		Trzymaj									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		52,30 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		74,35 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)	2 756,2		
marża EBITDA	16,2%	21,6%		23,5%		22,1%		EV (cena bieżąca)	3 805,7		
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	16,5	8,0		6,2		7,5		Zmiana ceny: 1m	-15,5%		
P/CE	7,4	4,9		4,0		4,3		Zmiana ceny: 6m	-38,5%		
P/BV	2,8	2,1		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-10,1%		
EV/EBITDA	7,4	5,7		4,6		4,7		Min (52 tyg.)	50,1		
DYield (%)	2,2	0,0		5,4		4,8		Max (52 tyg.)	87,5		

Akcje Ciechu zanotowały kolejny słaby miesiąc, na co przede wszystkim miały wpływ spekulacje dotyczące kontraktu na dostawy solanki z kawern Orlenu, które zostały wywołane toczącymi się negocjacjami na temat sprzedaży fragmentu rurociągu. Negatywna polityczna aura wokół prywatyzacji spółki sprzyja obecnie budowaniu negatywnych scenariuszy nawet przy najmniejszym pretekście (wcześniej mówiono o możliwej renacjonalizacji). Naszym zdaniem reakcja rynku była tym razem również nieadekwatna, szczególnie że trudno sobie wyobrazić zawieszenie współpracy Ciechu z Orlenem (klasyczna symbioza na kawernach w IKS Solino). Oczywiście osobną kwestią

jest pogarszająca się perspektywa wyników Ciechu związana z jednej strony z planowanym uruchomieniem nowych mocy wytwórczych i rosnącą presją konkurencyjną z Chin, a z drugiej z drożącymi surowcami (węgiel, gaz, koks). Jeśli te trendy będą kontynuowane to konsensus na kolejne lata będzie podlegał mocnej rewizji. Ryzyko widzimy również w tegorocznych prognozach z uwagi na rozczarowujące wyniki sprzedażowe w obszarze środków ochrony roślin. Jedynym pozytywnym czynnikiem zewnętrznym, który wspiera obecnie Ciech jest słaba złotówka znacząco poprawiająca rentowność eksportu. Wkrótce odniesiemy się do naszej rekomendacji i prognoz. Na razie utrzymujemy neutralne nastawienie.

Grupa Azoty		Kupuj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		68,92 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-06-07	
		Cena docelowa:		86,10 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	9 898,5	10 024,4	1,3%	9 776,4	-2,5%	9 910,9	1,4%	Liczba akcji (mln)	99,2
EBITDA	822,4	1 309,3	59,2%	1 432,2	9,4%	1 319,2	-7,9%	MC (cena bieżąca)	6 836,6
marża EBITDA	8,3%	13,1%		14,6%		13,3%		EV (cena bieżąca)	8 194,1
EBIT	302,2	830,0	174,6%	915,0	10,2%	773,9	-15,4%	Free float	22,7%
Zysk netto	231,4	609,5	163,5%	649,7	6,6%	537,0	-17,3%		
P/E	29,6	11,2		10,5		12,7		Zmiana ceny: 1m	-3,9%
P/CE	9,1	6,3		5,9		6,3		Zmiana ceny: 6m	-32,1%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-15,4%
EV/EBITDA	9,7	5,8		5,7		6,3		Max (52 tyg.)	68,1
DYield (%)	0,6	0,0		1,2		2,9		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). W krótkim terminie liczymy na wzrost wyników finansowych w 2Q'16 oraz poprawę wolumenu sprzedaży nawozów po 1Q'16. Zarząd Grupy Azoty poinformował również, że po konsultacjach z audytorem nie będzie korygował raportu za 2015 rok w efekcie możliwych odpisów złóż fosforów w Senegale. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji Grupy Azoty.

Lotos		Trzymaj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		30,81 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)		5 695,9	
marża EBITDA	-2,0%	5,0%		10,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)		11 486,5	
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				10,3		9,4		Zmiana ceny: 1m		0,1%	
P/CE		12,6		3,7		3,7		Zmiana ceny: 6m		14,1%	
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m		6,6%	
EV/EBITDA		10,0		5,7		5,8		Min (52 tyg.)		24,1	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		33,2	

Notowaniom Lotosu sprzyjały w ostatnich tygodniach utrzymujące się wysokie marże rafineryjne oraz spekulacje o możliwym połączeniu z Orlenem (wezwanie gotówkowe). Te parametry zneutralizowały negatywny efekt osłabienia złotego, które wywindowało dług netto spółki. Naszym zdaniem marże rafineryjne 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 rafineryjnym wynikała 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. Naszym zdaniem obecnie akcje Lotosu są bezpieczniejszą inwestycją niż PKN Orlen (efekt wsparcia w postaci możliwego wezwania).

MOL		Trzymaj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		231,90 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)	24 238,0		
marża EBITDA	8,4%	15,8%		16,8%		14,2%		EV (cena bieżąca)	38 519,6		
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	424,2			14,9		10,6		Zmiana ceny: 1m	2,2%		
P/CE	4,6	2,9		3,7		3,3		Zmiana ceny: 6m	20,2%		
P/BV	1,0	1,2		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	20,4%		
EV/EBITDA	6,6	4,0		4,8		4,1		Min (52 tyg.)	161,0		
DYield (%)	3,6	2,9		3,2		3,5		Max (52 tyg.)	239,8		

Akcje MOL-a ustabilizowały się blisko naszej ceny docelowej i dlatego utrzymujemy neutralną rekomendację. Uważamy, że konsensus zdyskontował już przyszły wzrost rentowności segmentu wydobywczego, a mnożnik EV/EBITDA, uwzględniając profil ryzyka biznesowego spółki, ma już niewielkie pole do konwergencji. Zwracamy uwagę, że w naszym scenariuszu pogorszenia marż rafineryjnych węgierski koncern jest również wystawiony na duże ryzyko osłabienia wyników w tym obszarze działalności (w 2016 roku to 70% strumienia CCS EBITDA), co niekoniecznie musi być w pełni skompensowane przez obszar E&P. Buforem bezpieczeństwa jest tutaj co prawda program oszczędności (na ten rok zaplanowano 120 mln USD) i uruchomienie nowych mocy w petrochemii, ale te elementy są już

uwzględniane w rynkowych prognozach (brak tej kontrybucji byłby negatywnym zaskoczeniem). Nadal uważamy, że MOL prezentuje się pod względem inwestycyjnym korzystniej niż PKN ze względu na mocniejszy bilans (1,0x EBITDA), mniejsze ryzyka polityczne 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 rafineryjnego INA, który może w przypadku pogorszenia marż modelowych być widocznym obciążeniem dla wyników Grupy.

PGNiG		Akumuluj									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		5,63 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)		33 217,0	
marża EBITDA	18,5%	16,7%		16,1%		17,2%		EV (cena bieżąca)		34 615,5	
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	11,8	15,6		18,1		15,4		Zmiana ceny: 1m		9,7%	
P/CE	6,2	6,7		7,4		7,0		Zmiana ceny: 6m		14,4%	
P/BV	1,1	1,1		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m		-14,4%	
EV/EBITDA	5,7	5,5		6,4		6,1		Min (52 tyg.)		4,5	
DYield (%)	2,7	3,6		3,2		4,5		Max (52 tyg.)		6,9	

WZA wbrew naszym oczekiwaniom nie podwyższyło propozycji dywidendy, co jest dużym zaskoczeniem biorąc pod uwagę realizację budżetowego celu dywidendowego i mocną pozycję bilansową spółki. W przypadku PGNiG, w przeciwieństwie do sektora energetycznego, ta decyzja nie musi jednak automatycznie oznaczać rychłego zaangażowania w mało atrakcyjne ekonomicznie projekty inwestycyjne. Obecnie nie widzimy na horyzoncie megaprojektów pasujących do profilu PGNiG, a te przedsięwzięcia które są już na stole oceniamy jako umiarkowanie negatywne: Baltic Pipe (udział tylko poprzez rezerwację przepustowości), połączenie Dania-Norwegia (projekt na bardzo wczesnym etapie), przejęcie aktywów ciepłowniczych EDF (bezpieczny profil biznesowy), akwizycja Petrobalticu (efekty synergii). Tymczasem bieżące wyniki powinny nadal zaskakiwać pozytywnie, a tegoroczny konsensus na

poziomie EBITDA może się podnieść o około 10%. Będzie to pochodną rosnących cen węglowodorów (wzmocnionych USD/PLN) oraz korzystnych taryf zarówno w zakresie obrotu detalicznego jak i dystrybucji (przedłużona taryfa do końca roku pozwoli na spieniężenie oszczędności kosztowych oraz wyższego wolumenu). Jeśli chodzi o kwestię ugody z Gazpromem to ze względów politycznych, nie zakładamy porozumienia poza arbitrażem, który zakończy się dopiero w połowie 2017 roku. Bardzo silny bilans i stabilne przepływy pieniężne (6 mld PLN EBITDA osiągalne przy neutralnym otoczeniu) przy relatywnie niskim poziomie nakładów inwestycyjnych powinny pozwolić, mimo ostatniej decyzji WZA, na formułowanie wyższych oczekiwań dywidendowych na przyszły rok, szczególnie w kontekście prognozowanego wysokiego deficytu budżetowego 2017. Utrzymujemy rekomendację akumuluj.

PKN Orlen		Redukuj									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		67,80 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)		28 998,7	
marża EBITDA	-2,5%	7,1%		9,9%		6,8%		EV (cena bieżąca)		36 785,9	
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		10,2		7,6		8,8		Zmiana ceny: 1m		-2,4%	
P/CE		6,1		4,8		5,1		Zmiana ceny: 6m		4,8%	
P/BV	1,5	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m		-5,1%	
EV/EBITDA		6,1		4,9		5,5		Min (52 tyg.)		57,6	
DYield (%)	2,1	2,4		2,9		4,3		Max (52 tyg.)		85,3	

Marże rafineryjne ustabilizowały się w ostatnich tygodniach na poziomie 6 USD/Bbl, czemu sprzyjało zatrzymanie wzrostów na ropie oraz spadające zapasy diesla w Europie (efekt strajków we Francji). Utwierdziło to inwestorów w przekonaniu o dobrych perspektywach dla sektora, a dodatkowo akcje Orlenu zyskały na wyniku referendum w Wielkiej Brytanii z uwagi na pozytywną korelację z kursem USD/PLN. Naszym zdaniem bilans ryzyk dla koncernu jest obecnie niekorzystny. Uważamy, że kontynuacja wzrostów na cenach ropy (dalszy spadek podaży w USA), powrót amerykańskich rafinerii do wyższej utylizacji mocy zgodnie ze wzorcem sezonowym (zwiększenie i tak wysokich zapasów benzyny) oraz dalszy wzrost eksportu paliw z Chin (w maju padł kolejny rekord w przypadku diesla) będą odciskać piętno na rentowności przerobu. Przy drożejącej naftie gorzej będzie wyglądać również kompleksowa marża petrochemiczna, szczególnie po wygaśnięciu efektu odbudowywania zapasów i

klientów. W kolejnych kwartałach mniejsze będą także oszczędności na gazie ziemnym. Dodatkowym, na razie ignorowanym, czynnikiem ryzyka jest także zaplanowana na jesień publikacja aktualizacji strategii spółki. Przy tak mocnym bilansie i 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. W tym kontekście ważne mogą być spekulacje o przejęciu Lotosu, który zgłosił do Planu Juncckera projekty inwestycyjne za 8 mld PLN, których sam w żadnym wypadku nie jest w stanie sfinansować. Perspektywa takich megaprojektów może przyćmić wizję ewentualnych synergii z konsolidacją, które naszym zdaniem na poziomie kosztowym będą bardzo trudne do realizacji z uwagi na czynnik społeczny. Uwzględniając te wszystkie aspekty, podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację.

Polwax		Kupuj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		15,31 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02	
		Cena docelowa:		23,24 PLN					
(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)	10,3
EBITDA	30,8	34,2	11,3%	34,9	1,9%	35,2	0,9%	MC (cena bieżąca)	157,7
marża EBITDA	11,9%	12,2%		12,4%		12,3%		EV (cena bieżąca)	184,5
EBIT	27,7	29,9	8,1%	30,6	2,1%	30,8	0,8%	Free float	51,3%
Zysk netto	22,4	23,8	6,3%	24,5	2,7%	24,7	0,7%		
P/E	6,9	6,5		6,4		6,4		Zmiana ceny: 1m	3,4%
P/CE	6,1	5,5		5,5		5,4		Zmiana ceny: 6m	-2,5%
P/BV	2,4	2,0		1,8		1,5		Zmiana ceny: 12m	-12,0%
EV/EBITDA	6,3	5,4		5,3		5,0		Min (52 tyg.)	14,0
DYield (%)	6,5	8,0		6,9		7,8		Max (52 tyg.)	18,5

Kurs Polwaxu po wcześniejszych spadkach w czerwcu się ustabilizował. Naszym zdaniem nieco słabsze wyniki 1Q nie są powodem do niepokoju. 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 hydrowafinowana), 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 wariantie 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		Trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,54 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-07-05	
		Cena docelowa:		3,39 PLN					
(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)	1 323,3
EBITDA	635,8	617,0	-3,0%	591,0	-4,2%	669,6	13,3%	MC (cena bieżąca)	4 684,3
marża EBITDA	13,8%	15,2%		14,1%		14,6%		EV (cena bieżąca)	5 505,4
EBIT	479,6	450,0	-6,2%	405,1	-10,0%	496,8	22,6%	Free float	37,5%
Zysk netto	356,9	426,0	19,4%	302,3	-29,0%	376,0	24,4%		
P/E	13,1	11,0		15,5		12,5		Zmiana ceny: 1m	-5,1%
P/CE	9,1	7,9		9,6		8,5		Zmiana ceny: 6m	-8,3%
P/BV	2,1	2,0		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	-21,7%
EV/EBITDA	8,5	8,7		9,3		8,1		Min (52 tyg.)	3,3
DYield (%)	8,8	7,1		0,0		3,9		Max (52 tyg.)	4,8

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. Liczymy na ujemną dynamikę wyników w 2Q'16 na każdym poziomie rezultatów. Podtrzymujemy naszą rekomendację redukcji dla Grupy Synthos.

Energetyka

CEZ

Kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 70,79 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa: 79,87 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)	38 084,3
marża EBITDA	32,2%	32,5%		30,9%		28,9%		EV (cena bieżąca)	62 284,7
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	10,4	11,2		11,1		12,6		Zmiana ceny: 1m	-2,3%
P/CE	4,6	4,1		4,6		4,8		Zmiana ceny: 6m	4,7%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-17,7%
EV/EBITDA	6,2	5,9		6,1		6,3		Min (52 tyg.)	58,2
DYield (%)	9,2	9,3		9,3		7,2		Max (52 tyg.)	91,7

Kurs akcji CEZ po uwzględnieniu wypłaconej dywidendy zachowywał się lepiej od rynku, co obok defensywnego profilu inwestycyjnego spółki wynikało z korzystnych tendencji na rynku węgla i energii. Wyniki referendum w Wielkiej Brytanii skorygowały co prawda trendy na surowcach, ale wydaje się że raczej na krótko, tak więc perspektywa dla wyników koncernu po roku 2017 będzie się naszym zdaniem poprawiała. Przypominamy, że w tym roku średnia efektywna cena sprzedanej energii wynosi niecałe 35 EUR/MWh, a na przyszły około 30 EUR/MWh. Obecnie kontrakt roczny notowany jest na poziomie 26 EUR po spadku z ponad 28 EUR/MWh. Jeśli ceny zbliżą się do 30 EUR/MWh to rynek powinien zacząć wyceniać długoterminową dywidendę na poziomie 30 CZK/akcję, która implikowałaby dywidendę rzędu 7%. Naszym zdaniem

dobrze 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: 9,88 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)	4 361,5
marża EBITDA	19,4%	21,6%		20,1%		20,5%		EV (cena bieżąca)	10 799,6
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	4,8			6,8		6,5		Zmiana ceny: 1m	1,9%
P/CE	2,7	2,3		2,4		2,3		Zmiana ceny: 6m	-8,5%
P/BV	0,4	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-35,2%
EV/EBITDA	2,8	4,3		5,0		5,0		Min (52 tyg.)	9,3
DYield (%)	5,8	4,8		0,0		7,3		Max (52 tyg.)	15,4

Teoretycznie Enea oferuje doskonałą ekspozycję na odbijające obecnie ceny węgla kamiennego, aczkolwiek naszym zdaniem ostatnie decyzje Zarządu dotyczące dywidendy i spekulacje prasowe o coraz to nowych projektach, w które spółka może być zaangażowana, skłaniają nas do dużej ostrożności i utrzymania neutralnej rekomendacji. Obok sygnalizowanych już wcześniej idei partycypowania w ratowaniu KHW czy udziału w budowie nowych bloków węglowych (Ostrołęka, Łęczna, Puławy) pojawił się ostatnio pomysł przejęcia ZEPAK. W tym ostatnim przypadku nie dość, że akwizycja nie generuje żadnych synergii i spółka wchodziłaby w zupełnie nowy obszar działalności w którym nie ma kompetencji, to jeszcze pojawia się dość klarowna perspektywa znacznych nakładów inwestycyjnych na dostosowanie parku wytwórczego w Pątnowie do regulacji BAT. Do czasu

publikacji strategii i jasnego określenia kierunków rozwoju Grupy trudno więc rzetelnie ocenić jej atrakcyjność inwestycyjną i profil wolnych przepływów pieniężnych w kolejnych latach. Spółka będzie oczywiście korzystać na zapowiadany wprowadzeniu rynku mocy (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), ale wpływ netto będzie zależał od ekspozycji na ewentualne nowe toksyczne projekty. Według naszych kalkulacji NPV przepływów z rynku mocy to około 2,65 mld, ale po korekcie o ewentualne dokapitalizowanie KHW (0,5 mld PLN) i stratę na inwestycjach w Ostrołęce i Łęcznej z tej kwoty zostałoby „tylko” 0,5 mld PLN, czyli 11% aktualnej kapitalizacji.

Energia		Zawieszona											
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		8,96 PLN		Cena docelowa:		-		Data ostatniej aktualizacji:		2016-03-16	
(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)		3 710,0			
marża EBITDA	21,8%	20,3%		19,5%		20,7%		EV (cena bieżąca)		8 650,8			
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	3,8	4,5		5,5		5,1		Zmiana ceny: 1m		-6,6%			
P/CE	2,0	2,1		2,3		2,2		Zmiana ceny: 6m		-23,7%			
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m		-59,1%			
EV/EBITDA	2,9	3,5		4,3		4,4		Min (52 tyg.)		8,9			
DYield (%)	11,2	16,1		5,5		7,7		Max (52 tyg.)		21,9			

Niska propozycja Zarządu w zakresie dywidendy (0,49 PLN/akcję) zaowocowała w maju ustaleniem minimum notowań, ale obecnie kurs akcji Energi już się stabilizuje. Stopa dywidendy po ostatnich zaskakujących decyzjach WZA w innych spółkach z sektora okazuje się relatywnie najbardziej atrakcyjna. Dodatkowo koncern ma szansę być w 2017 roku beneficjentem dodatkowych środków gromadzonych przez Zarządce Rozliczeń w ramach wyższej opłaty przejściowej (znalezienie partnera do projektu Ostrołęka). Konwergencja wyceny na wskaźniku EV/EBITDA do PGE czy Tauronu związana ze zmianą profilu inwestycyjnego (perspektywa ujemnych FCF, presja na dyield, „otwartość” na trudne projekty) już się dokonała i obecnie nie widzimy przesłanek do dalszej

przeceny akcji. Szacujemy, że przy uwzględnieniu 50% udziału w projekcie w Ostrołęce roczne przepływy z zapowiadanego 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. Zwracamy uwagę, że uproszczona wycena Energi sumą części sugeruje, iż rynek przykłada obecnie ujemną wartość do segmentu wytwarzania i OZE, a EV odpowiada jedynie wartości aktywów dystrybucyjnych i segmentu handlowego. Do czasu publikacji strategii przez Zarząd i nakreślenia planów capex na kolejne lata prawdopodobnie utrzymamy jednak zawieszenie naszej rekomendacji. Prognozy wyników pozostają aktualne.

PGE		Kupuj									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		11,52 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-06-02	
		Cena docelowa:		14,60 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	28 137,0	28 542,0	1,4%	29 448,8	3,2%	29 458,0	0,0%	Liczba akcji (mln)	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)	21 539,9		
marża EBITDA	28,9%	28,8%		23,8%		21,7%		EV (cena bieżąca)	26 990,3		
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	5,9			6,6		8,2		Zmiana ceny: 1m	-10,8%		
P/CE	3,2	2,5		3,6		3,9		Zmiana ceny: 6m	-7,1%		
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-35,6%		
EV/EBITDA	2,5	3,0		3,9		4,7		Min (52 tyg.)	11,5		
DYield (%)	9,6	6,8		2,2		6,1		Max (52 tyg.)	18,3		

Wydawało się, że sentyment do akcji PGE poprawi się na dłuższej i inwestorzy będą dyskontować pozytywne zmiany w otoczeniu regulacyjnym i odbicie na rynku węgla. Niestety zaskakująca decyzja WZA o obniżeniu dywidendy do zaledwie 0,25 PLN na akcję wbrew propozycji Zarządu wywołała tąpnięcie kursu. Z jednej strony nerwowa reakcja była pochodną wyjścia z akcjonariatu inwestorów upatrujących w PGE (do tej pory wydawało się że słusznie) stabilnego profilu dywidendowego. Nie bez znaczenia były jednak również spekulacje o możliwych kolejnych megaprojektach inwestycyjnych, które zainfekują bilans koncernu. Naszym zdaniem te przedsięwzięcia, które są obecnie „na stole” (Rybnik, Elektrownia Cieczott) nie powinny zneutralizować pozytywnych efektów zapowiadanego rynku mocy (w naszym ostatnim komentarzu specjalnym szacowaliśmy je netto na niecałe 5 mld PLN czyli ponad 20% obecnej kapitalizacji), rosnących cen węgla czy taniego CO₂. Trudno jednak

powiedzieć co znajdzie się w zaktualizowanej strategii Spółki i do czasu jej ogłoszenia trudno liczyć na powrót trendu wzrostowego na kursie. 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). Wkrótce ustosunkujemy się do naszej wyceny (w wycenie porównawczej bierzemy pod uwagę wskaźnik dyield), ale nie widzimy obecnie podstaw do zmiany pozytywnej rekomendacji.

Tauron		Kupuj										
Analityk: Kamil Kliszc		Cena bieżąca:		2,95 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)		5 170,0		
marża EBITDA	19,7%	19,2%		17,5%		17,9%		EV (cena bieżąca)		14 963,3		
EBIT	1 830,1	-1 901,1		1 544,3		1 579,6	2,3%	Free float		54,5%		
Zysk netto	1 180,9	-1 807,3		924,9		837,2	-9,5%					
P/E	4,4			5,6		6,2		Zmiana ceny: 1m		13,9%		
P/CE	1,7	1,4		1,9		1,9		Zmiana ceny: 6m		9,3%		
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m		-29,9%		
EV/EBITDA	3,3	3,7		4,5		4,9		Min (52 tyg.)		2,4		
DYield (%)	6,4	5,1		0,0		2,7		Max (52 tyg.)		4,2		

Akcje Tauronu w czerwcu okazały się jedną z lepszych inwestycji w ramach WIG20. Naszym zdaniem było to uzasadnione korzystnymi zamianami zarówno w obszarze regulacyjnym jak i surowcowym (odbicie cen węgla). Przypominamy, że w scenariuszu wprowadzenia rynku mocy wg modelu „brytyjskiego” roczne przepływy dla spółki 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 odciążyłoby bilans w kolejnych latach na około 1,5 mld PLN. Dodatkowo widzimy coraz większy potencjał pozytywnego zaskoczenia konsensusu na wynikach przyszłego roku, szczególnie przy kontynuacji korzystnego trendu na węglu. Naszym zdaniem bilans szans i ryzyk jest korzystny dla akcjonariuszy koncernu (ewentualna konieczność konsolidacji długu EC Stalowa Wola nie byłaby destrukcyjna dla bilansu) i dlatego podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Telekomunikacja

Netia		Akumuluj									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		4,20 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-06-08	
		Cena docelowa:		5,30 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 674,0	1 572,2	-6,1%	1 529,6	-2,7%	1 460,9	-4,5%	Liczba akcji (mln)	343,9		
EBITDA	581,4	449,0	-22,8%	430,6	-4,1%	404,7	-6,0%	MC (cena bieżąca)	1 444,4		
marża EBITDA	34,7%	28,6%		28,1%		27,7%		EV (cena bieżąca)	1 734,1		
EBIT	157,4	27,9	-82,3%	11,5	-58,7%	19,3	67,4%	Free float	100,0%		
Zysk netto	174,8	2,2	-98,7%	-11,8		-0,5	-95,9%				
P/E	8,4	660,9						Zmiana ceny: 1m	-10,3%		
P/CE	2,4	3,5		3,5		3,8		Zmiana ceny: 6m	-22,8%		
P/BV	0,7	0,7		0,8		0,9		Zmiana ceny: 12m	-22,9%		
EV/EBITDA	2,7	3,8		4,0		4,6		Min (52 tyg.)	4,1		
DYield (%)	10,0	14,3		9,5		9,5		Max (52 tyg.)	5,9		

Netia inwestuje >400 mln PLN w sieć zapewniającą dla gospodarstw domowych usługi w standardzie FTTH/FTTB. W ten sposób pokryje szybką siecią 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r. Do projektu FTTx podchodzimy pozytywnie. Sądzymy, że jest to konieczne działanie do rozwoju obrotów z broadbandu w najbliższych latach, które w dużym stopniu zrekompensują ubytek EBITDA spowodowany masową erozją abonentów głosowych zwłaszcza w formule WLR. Jednak nawet przy inwestycjach w FTTx, naszym zdaniem Netia ma duży potencjał dywidendowy. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami za czerwcowym WZA dot. zatwierdzania podziału zysku za 2015 r.

ostatecznie przyjęto wielkość dywidendy równą 0,40 PLN, dwukrotnie więcej niż propozycja Zarządu, co implikuje jeden z najwyższych DivYield w spektrum telekomów. Patrząc na (1) niskie zalewarowanie spółki, tj. 0,5x EBITDA na koniec 1Q'16 oraz (2) dodatkowy CAPEX na poziomie niższym niż całoroczny wynik EBITDA w 2016 r. Netię stać na wypłatę dywidendy/ skup akcji w kolejnych latach. Podkreślamy także, że ocenie trwa skup akcji w ramach uchwalonego programu z ceną maksymalną 5,10 PLN. Dotychczas skupiono tylko akcje za 26,6 mln PLN (program 100 mln PLN).

Orange Polska		Kupuj										
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		4,97 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02		
		Cena docelowa:		8,05 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)		6 520,6		
marża EBITDA	33,2%	29,1%		29,4%		29,1%		EV (cena bieżąca)		13 076,3		
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	12,2	25,7		26,2		22,3		Zmiana ceny: 1m		-12,7%		
P/CE	1,8	2,1		2,2		2,3		Zmiana ceny: 6m		-22,3%		
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m		-38,6%		
EV/EBITDA	2,7	3,1		3,9		4,0		Min (52 tyg.)		5,0		
DYield (%)	10,1	10,1		5,0		5,0		Max (52 tyg.)		8,5		

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Orange Polska. Telekom ogłosił ostatnio plan działań na lata 2016-2018. OPL zakłada powrót do wzrostu przychodów i zysku EBITDA w 2018 r. Nakłady inwestycyjne Grupy na projekt budowy sieci światłowodów do klienta (FTTH) w latach 2016-2018 mają wynieść około 2,2 mld PLN. W tym czasie spółka chce zwiększyć pokrycie do 3,5 mln gospodarstw domowych. Operator zakłada dalszy rozwój zasięgu LTE w oparciu o nowo zakupione częstotliwości oraz zapewnienie wyższej jakości łączności LTE. Zasięg sieci LTE do 2017 roku ma przekroczyć 99% populacji kraju. Orange Polska chce ponadto do 2018 roku zwiększyć udział w rynku stacjonarnego internetu i

telefonii komórkowej. Baza klientów konwergentnych ma wynieść > 1 milion do 2018 r. Udział w całej bazie klientów gospodarstw domowych, które korzystają z trzech lub więcej usług operatora, ma wzrosnąć do około 45%. Pozytywnie oceniamy plan działania telekoma do 2018r.: po inwestycjach w światłowody, Orange stanie się liderem pod względem infrastruktury na rynku, z najszerszą ofertą dla B2B i B2C. Dodatkowo Orange Polska podwyższyła cel na swoje średnioterminowe zadłużenie do 2,2x, co daje nam komfort w zakładaniu stabilnej dywidendy R/R w 2016 r. Wycena EV/EBITDA'16 na poziomie ok. 4,0x jest naszym zdaniem zbyt niska.

Media

Agora Akumuluj								
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 12,60 PLN		Cena docelowa: 14,10 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-05-06		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	1 102,4	1 189,3	7,9%	1 185,5	-0,3%	1 229,5	3,7%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	77,7	120,7	55,4%	119,0	-1,4%	128,2	7,7%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	7,0%	10,2%		10,0%		10,4%		EV (cena bieżąca)
EBIT	-18,3	18,7		25,5	36,3%	36,8	44,3%	Free float
Zysk netto	-12,6	12,7		14,8	16,2%	27,6	86,7%	
P/E		50,5		43,5		23,3		Zmiana ceny: 1m
P/CE	7,7	5,6		5,9		5,4		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	8,5	5,6		6,0		5,5		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		4,0		6,0		Max (52 tyg.)

Agora poinformowała ostatnio o nowym inwestorze w jej akcjonariacie. Media Development Investment Fund (MDIF) oferuje finansowania i pomoc techniczną dla niezależnych serwisów informacyjnych firm w wymagających warunkach. MDIF zainwestował 133,6 mln USD w 108 projektów w 38 krajach od roku 1995. Sądzymy, że inwestycja MDIF w Agorę wpłynie pozytywnie na sentyment do jej walorów, które naszym zdaniem są niedowartościowane (nasza cena docelowa: 14,10 PLN). Agora pokazała w ostatnim

czasie dobre, lepsze od konsensusu rynkowego wyniki za 1Q'16 oraz zaskoczyła planem wysokiej dywidendy (0,75 PLN na akcję). Podtrzymujemy pozytywne podejście. MDIF posiada zespół wykwalifikowanych specjalistów, który pomaga klientom na całym świecie budować i rozwijać przedsiębiorstwa mediowe. MDIF może więc zaangażować się nie tylko finansowo w rozwój Agory. Nie liczymy jednak na wezwanie od MDIF. Zaangażowanie Agory w dywersyfikację swojego akcjonariatu oceniamy pozytywnie.

Cyfrowy Polsat Trzymaj								
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 22,00 PLN		Cena docelowa: 22,10 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	7 409,9	9 823,0	32,6%	9 870,5	0,5%	9 961,0	0,9%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	2 738,1	3 685,1	34,6%	3 528,9	-4,2%	3 475,6	-1,5%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	37,0%	37,5%		35,8%		34,9%		EV (cena bieżąca)
EBIT	1 442,3	1 985,8	37,7%	1 913,4	-3,6%	1 939,4	1,4%	Free float
Zysk netto	292,4	1 163,4	297,9%	1 203,7	3,5%	1 251,2	4,0%	
P/E	48,1	12,1		11,7		11,2		Zmiana ceny: 1m
P/CE	8,9	4,9		5,0		5,0		Zmiana ceny: 6m
P/BV	4,5	1,4		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	5,7	6,8		6,7		6,4		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

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						
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		47,00 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		116,1		17,1		15,0		Zmiana ceny: 1m
P/CE	49,9	33,7		11,8		10,4		Zmiana ceny: 6m
P/BV	2,5	3,7		3,1		2,9		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	30,5	16,8		11,8		10,5		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,0	0,0		0,0		4,7		Max (52 tyg.)

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Wirtualnej Polski. 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:		51,80 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)		4 299,4		
marża EBITDA	14,5%	14,6%		14,7%		14,6%		EV (cena bieżąca)		6 745,2		
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	12,0	12,1		11,7		11,3		Zmiana ceny: 1m		-3,0%		
P/CE	6,9	6,7		6,5		6,3		Zmiana ceny: 6m		-9,0%		
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m		-12,8%		
EV/EBITDA	7,5	6,7		6,3		6,0		Min (52 tyg.)		51,4		
DYield (%)	5,0	5,6		5,8		6,1		Max (52 tyg.)		62,0		

Rok 2016 jest trudny dla spółki matki. Szacujemy, że EBIT w roku być na poziomie ok. 180 mln PLN (płasko R/R, jednak w 2015 r. wystąpiły znaczne odpisy na ponad 30 mln PLN) ze względu na niskie zamówienia od administracji publicznej oraz niższe wydatki sektora bankowego. Szansą jest start projektów z dofinansowaniem UE, który w tym momencie jest oczekiwany dopiero na przyszły rok. Z drugiej strony Asseco Poland ma ponadprzeciętny potencjał dywidendowy (oferuje DYield = 5,8%), co biorąc pod uwagę relatywnie niskie ryzyko inwestycyjne 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). Z drugiej strony dobrze wypadły: rynek zachodnioeuropejski oraz Asseco CE, a Formuła Systems tradycyjnie zaraportowała zestaw bardzo dobrych wyników. Biorąc pod uwagę dość dobrą dywersyfikację geograficznie, podtrzymujemy pozytywną rekomendację na walory grupy.

CD Projekt		Trzymaj								
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		27,38 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)	2 651,8	
marża EBITDA	12,7%	53,8%		47,8%		34,3%		EV (cena bieżąca)	2 144,1	
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	498,8	7,7		23,1		36,0		Zmiana ceny: 1m		
P/CE	310,5	7,6		21,9		33,5		Zmiana ceny: 6m		
P/BV	15,5	5,2		4,1		3,7		Zmiana ceny: 12m		
EV/EBITDA	210,8	5,3		15,3		24,1		Min (52 tyg.)		
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		

Po premierze drugiego dodatku do gry Wiedźmin 3: Dziki Gon (W3:DG), CD Projekt opublikował na targach E3 informację o grze Gwint (karciana gra związana z uniwersum Wiedźmina). Z jednej strony kolejna produkcja będzie wspierała sprzedaż pozostałych Gier ze świata Wiedźmina, z drugiej strony jest szansą na zaistnienie w nowym segmencie rynku. Gra ma zostać wydana w modelu Free To Play z dodatkowymi płatnościami za dodatkowe karty do gry czy tryby rozgrywki. Zamknięte testy wersji Beta nowej produkcji mają się rozpocząć w IX'16. W lipcu nie oczekujemy istotnych zdarzeń mających wpływ na

wycenę spółki. Najbliższym zdarzeniem, które może wpłynąć na postrzeganie spółki będzie publikacja wyników za 1H'16 oraz potencjalne dodatkowe informacje udzielone przez zarząd przy okazji prezentacji wyników. Zwracamy uwagę, że zysk ze sprzedaży dodatków może być wyższy od zakładanego ze względu na: i) bardzo dobre oceny obu dodatków, co może przełożyć się na wolumen sprzedaży; ii) nieco wyższą cenę drugiego dodatku. Uważamy, że obecnie akcje CD Projekt są odpowiednio wycenione i podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Górnictwo i metale

KGHM		Trzymaj										
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca:		68,55 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)		13 710,0		
marża EBITDA	25,9%	-14,4%		21,0%		23,1%		EV (cena bieżąca)		18 281,1		
EBIT	3 676,0	-4 816,0		1 762,1		2 098,2	19,1%	Free float		68,2%		
Zysk netto	2 450,0	-5 009,0		53,1		495,2	833,5%					
P/E	5,6			258,4		27,7		Zmiana ceny: 1m		14,5%		
P/CE	3,4			6,5		5,1		Zmiana ceny: 6m		13,9%		
P/BV	0,5	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m		-34,0%		
EV/EBITDA	3,4			4,8		4,4		Min (52 tyg.)		52,3		
DYield (%)	7,3	6,6		2,9		2,9		Max (52 tyg.)		104,5		

Pomimo bardzo słabego odczytu PMI w chińskim przemyśle (dotychczas były to wrażliwe dane dla miedzi) notowania metali przemysłowych rosły. Ostatnie dane wskazują, że rekordowo wysoka krótka pozycja netto na miedzi, jaka była zbudowana przed referendum w Wielkiej Brytanii, zamyka się (20 tys. vs. 43 tys. w połowie czerwca). Ceny metalu wspierają dane o spadających zapasach na giełdach (418,5 tys. ton, -7 tys. ton m/m), które w czerwcu osiągnęły najniższy poziom od początku 2015 roku. W kolejnych miesiącach ze względu na sezon letni oczekujemy wzrostu poziomu zapasów. Pomimo, że ceny miedzi nadal oscylują poniżej 5000 USD/t to ceny pozostałych metali (istotnych z punktu widzenia wyników spółki) wzrosły do poziomów nie notowanych od 2014/15

– ze szczególnym uwzględnieniem srebra i złota. W ostatnich dniach spotowe ceny molibdenu wzrosły do 16 500 USD/t z ok. 10 000 USD/t z końca 2015 roku. Wraz z rosnącym wolumenem produkcji metalu oznacza to istotną poprawę warunków funkcjonowania (CFC) Sierra Gorda. W połączeniu z osłabieniem PLN w stosunku do USD zapowiada to udany 3Q. Najwięksi potentaci w sektorze nie odpuszczają z inwestycjami. BHP Billiton poinformował, że zwiększa wydatki na poszukiwanie złóż o 29% r/r, a niemalże cały roczny budżet (900 mln USD) przeznaczy na prace związane z miedzią i ropą. W związku z niższymi wpływami do budżetu z dywidend od spółek z udziałem Skarbu Państwa maleje prawdopodobieństwo ograniczenia stawki podatku od wydobywania.

LW Bogdanka		Trzymaj									
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca:		35,80 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)	1 217,2		
marża EBITDA	37,2%	3,1%		32,1%		32,1%		EV (cena bieżąca)	1 578,1		
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	4,5			7,0		6,8		Zmiana ceny: 1m	-4,6%		
P/CE	1,8	11,6		2,1		2,1		Zmiana ceny: 6m	8,5%		
P/BV	0,5	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-39,6%		
EV/EBITDA	2,5	28,6		2,5		2,4		Min (52 tyg.)	30,4		
DYield (%)	16,2	9,8		0,0		9,8		Max (52 tyg.)	66,0		

Spółka nie wypłaci dywidendy za 2015 rok, co dla inwestorów jest dużym rozczarowaniem biorąc pod uwagę sytuację bilansową przedsiębiorstwa. 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 jeszcze obowiązującego

kontraktu z Kozienicami. Biorąc to pod uwagę, prognozowanie CF dla akcjonariuszy mniejszościowych w kolejnych latach jest obarczone dużym błędem. To z kolei będzie utrzymywało dyskonto w wycenie spółki. Wzrost cen węgla energetycznego w Europie do poziomu 53 USD/t a w Azji do 58 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.

Przemysł

Elemental		Kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,73 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-06-13	
		Cena docelowa:		4,60 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	772,3	926,2	19,9%	928,2	0,2%	987,6	6,4%	Liczba akcji (mln)	170,5
EBITDA	39,2	62,2	58,7%	66,4	6,7%	79,7	20,1%	MC (cena bieżąca)	635,8
marża EBITDA	5,1%	6,7%		7,2%		8,1%		EV (cena bieżąca)	708,9
EBIT	32,9	54,1	64,6%	58,0	7,3%	70,8	22,0%	Free float	51,6%
Zysk netto	31,1	45,5	46,3%	48,7	6,9%	59,4	21,9%		
P/E	19,0	14,0		13,1		10,7		Zmiana ceny: 1m	5,7%
P/CE	15,8	11,8		11,1		9,3		Zmiana ceny: 6m	-9,9%
P/BV	2,1	1,9		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-5,8%
EV/EBITDA	15,8	11,6		10,7		8,4		Min (52 tyg.)	3,4
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	4,7

Po rezygnacji z przejęcia aktywów Gorenje Surovina Elemental ma obecnie 100-150 mln PLN wolnych środków na akwizycję małych i średnich podmiotów z branży nadrukowanych płytek elektronicznych (PCB) oraz katalizatorów samochodowych (SAC). Oczekujemy, że spółka już w ciągu najbliższego kwartału poinformuje o kolejnych przejęciach, które według zapowiedzi Zarządu mają być realizowane po wskaźnikach EV/EBITDA 5,5-7,5x. Najbardziej prawdopodobne są akwizycje podmiotów PCB i SAC w Polsce, Skandynawii oraz Wielkiej Brytanii. Zarząd Elemental Holding jest zainteresowany przejęciami podmiotów, które mają wiodącą pozycję w swoich krajach. W szczególności spółkami, które potrzebują dodatkowych nakładów na kapitał obrotowy w celu

zdyktowania dalszego rozwoju oraz podmiotów, zmagających się z barierami technologicznymi niepozwalających na osiągnięcie wyższych marży. Naszym zdaniem w zależności od parametrów transakcji wynik EBITDA w efekcie przejęcia jest w stanie wzrosnąć o 20-27 mln PLN. Wówczas przekładać się to będzie na obniżenie wskaźnika EV/EBITDA Grupy z bieżącego poziomu 10,7x do 8,2-8,9x (P/E z 13,1x do 8,8-9,5x). Szacujemy, że bez akwizycji (scenariusz bazowy) tegoroczny wynik EBITDA jest w stanie wzrosnąć o 15,4% r/r, a wynik netto o 6,9% r/r. Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że w czerwcu członek Rady Nadzorczej zakupił 2,5 mln akcji spółki za łącznie 9 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Grupy Elemental.

Famur		Trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		2,32 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)	1 117,1
marża EBITDA	38,9%	22,9%		27,1%		26,5%		EV (cena bieżąca)	1 036,5
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	11,1	21,8		23,0		13,3		Zmiana ceny: 1m	-9,0%
P/CE	4,4	5,8		5,8		5,4		Zmiana ceny: 6m	49,7%
P/BV	1,3	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	20,8%
EV/EBITDA	4,1	6,4		5,1		4,3		Min (52 tyg.)	1,4
DYield (%)	36,2	0,0		0,0		1,8		Max (52 tyg.)	2,8

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. Pozostałymi do spełnienia warunkami dojścia do skutku transakcji jest przeprowadzenie restrukturyzacji zadłużenia Grupy Kopex oraz satysfakcjonujące wyniki przeprowadzonego due diligence. 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 synergii 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:		52,50 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)	4 183,4
marża EBITDA	9,3%	17,0%		15,5%		13,8%		EV (cena bieżąca)	4 504,7
EBIT	128,7	328,3	155,0%	291,8	-11,1%	277,9	-4,8%	Free float	59,8%
Zysk netto	-98,3	106,9		215,1	101,2%	210,3	-2,2%		
P/E		9,8		4,9		5,0		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE		6,0		3,8		3,8		Zmiana ceny: 6m	9,7%
P/BV	1,0	1,2		1,0		0,8		Zmiana ceny: 12m	37,1%
EV/EBITDA	5,5	2,9		3,2		3,2		Min (52 tyg.)	37,4
DYield (%)	0,0	1,9		1,9		4,1		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:		308,65 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-07-01	
		Cena docelowa:		309,10 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 819,6	2 027,1	11,4%	2 171,1	7,1%	2 262,2	4,2%	Liczba akcji (mln)	9,5		
EBITDA	309,3	336,2	8,7%	375,6	11,7%	394,8	5,1%	MC (cena bieżąca)	2 917,9		
marża EBITDA	17,0%	16,6%		17,3%		17,5%		EV (cena bieżąca)	3 320,1		
EBIT	224,6	244,4	8,8%	264,9	8,4%	277,0	4,6%	Free float	44,6%		
Zysk netto	169,0	209,8	24,1%	251,0	19,6%	207,4	-17,4%				
P/E	17,1	13,9		11,6		14,1		Zmiana ceny: 1m	-6,5%		
P/CE	11,4	9,7		8,1		9,0		Zmiana ceny: 6m	1,6%		
P/BV	2,4	2,3		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m	1,2%		
EV/EBITDA	9,9	9,4		8,8		8,4		Min (52 tyg.)	265,0		
DYield (%)	3,2	4,7		4,2		4,5		Max (52 tyg.)	350,0		

W IH'16 Grupa Kęty korzystała z niskich cen aluminium (w PLN w 1Q'16 -18,0% r/r; w 2Q'16 -10,6% r/r), które miały pozytywny wpływ na rentowność segmentu systemów aluminiowych (około 45% EBITDA Grupy). Przy bieżącym poziomie cen surowca w 3Q'16 średnia cena byłaby o 1,4% r/r wyższa oraz 3,7% q/q wyższa, co oznacza, że Grupa nie osiągałaby tak dużych oszczędności kosztowych jak w IH'16. Dodatkowo ryzykiem na 2H'16 jest około 5% ekspozycja Grupy na rynek brytyjski oraz fakt, że w 4Q'16 spółka wchodzi w wyższą bazę rezultatów (od 4Q'15 spółka korzystała z niższych cen aluminium

zakupywanych w PLN). Podwyższamy nasze prognozy na 2016 rok o 8% na poziomie EBITDA i wyniku netto. Mimo tego według naszych szacunków przekroczenie bieżącej prognozy Zarządu będzie zbyt niskie aby zrewidować w górę całoroczne szacunki (poniżej 10%). Największym ryzykiem dla spółki są potencjalne zmiany w systemie emerytalnym, co mogłoby mieć wpływ na strukturę akcjonariatu. Obecnie Grupa Kęty jest jedną ze spółek o najwyższym zaangażowaniu OFE w akcjonariacie. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji Grupy Kęty.

UNIWHEELS		Akumuluj										
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		143,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-13		
		Cena docelowa:		154,00 PLN								
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	362,6	436,5	20,4%	435,8	-0,2%	474,7	8,9%	Liczba akcji (mln)		12,5		
EBITDA	46,8	58,7	25,3%	64,6	10,2%	67,6	4,5%	MC (cena bieżąca)		1 784,6		
marża EBITDA	12,9%	13,4%		14,8%		14,2%		EV (cena bieżąca)		1 962,2		
EBIT	32,6	43,9	34,5%	47,9	9,2%	48,4	0,9%	Free float		38,7%		
Zysk netto	22,8	40,7	78,7%	46,3	13,8%	46,7	0,8%					
P/E	14,2	9,9		8,7		8,6		Zmiana ceny: 1m		1,1%		
P/CE	8,7	7,3		6,4		6,1		Zmiana ceny: 6m		17,2%		
P/BV	3,9	2,0		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m		28,8%		
EV/EBITDA	8,8	7,0		6,8		6,3		Min (52 tyg.)		111,0		
DYield (%)	0,0	2,5		5,1		5,8		Max (52 tyg.)		150,0		

Grupie UNIWHEELS w 2016 roku sprzyjać będą niższe o 14% ceny gazu ziemnego (oszczędności 1,8 mln EUR), oszczędności po stronie kosztów zarządu (w 2015 koszty związane z IPO obniżyły wynik o 2,9 mln EUR), sprzyjający kurs EUR/PLN (niższe koszty osobowe w Polsce o 0,8 mln EUR) oraz mniejsze koszty obsługi zadłużenia (o 3,1 mln EUR w efekcie spadku kosztu kredytu konsorcjalnego o 45p.b. oraz konwersji pożyczki od akcjonariusza na kapitał własny). Zestawiając pozytywny wpływ tych czynników z oczekiwaną wyższą o 1,9 mln EUR amortyzacją według naszych szacunków UNIWHEELS

ma potencjał poprawy wyniku brutto i netto o 6,7 mln EUR r/r. Wyniki 1Q'16 były zgodne z naszymi założeniami oraz poniżej oczekiwań rynku. Niższe od założen rezultat, 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. W poprzednim miesiącu Zarząd UNIWHEELS poinformował również o przyspieszeniu otwarcia nowej inwestycji w Stalowej Woli z sierpnia na czerwiec. Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla UNIWHEELS.

Vistal										Kupuj		
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		8,90 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02		
		Cena docelowa:		15,80 PLN								
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	322,4	410,3	27,3%	456,8	11,3%	467,1	2,2%	Liczba akcji (mln)		14,2		
EBITDA	44,7	42,1	-5,8%	49,8	18,5%	49,9	0,2%	MC (cena bieżąca)		126,5		
marża EBITDA	13,9%	10,3%		10,9%		10,7%		EV (cena bieżąca)		347,8		
EBIT	27,1	28,0	3,2%	34,2	22,2%	34,6	1,1%	Free float		29,6%		
Zysk netto	12,3	14,2	15,8%	18,7	31,3%	21,7	16,2%					
P/E	10,3	8,9		6,8		5,8		Zmiana ceny: 1m		-8,2%		
P/CE	4,2	4,5		3,7		3,4		Zmiana ceny: 6m		-8,6%		
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m		-27,6%		
EV/EBITDA	6,9	8,3		7,0		6,6		Min (52 tyg.)		7,9		
DYield (%)	0,0	3,4		4,5		5,9		Max (52 tyg.)		13,2		

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										Kupuj									
Analityk: Piotr Zybala				Cena bieżąca:		174,00 PLN								Data ostatniej aktualizacji:		2016-07-05			
				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)		4 442,2								
marża EBITDA		5,5%	6,1%		6,2%		6,4%		EV (cena bieżąca)		2 887,3								
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		23,1	18,8		15,4		12,3		Zmiana ceny: 1m		-7,2%								
P/CE		20,7	17,2		14,4		11,6		Zmiana ceny: 6m		-8,4%								
P/BV		8,6	7,4		6,8		6,1		Zmiana ceny: 12m		7,7%								
EV/EBITDA		9,9	6,7		7,8		6,4		Min (52 tyg.)		160,1								
DYield (%)		6,8	3,5		4,7		6,5		Max (52 tyg.)		218,0								

Kurs Budimeksu nie oparł się kiepskiej koniunkturze na rynkach akcji, tracąc w ciągu miesiąca 6%. Uważamy, że w perspektywie najbliższych dwóch lat ewentualny Brexit nie jest w stanie zauważalnie wpłynąć na wyniki Budimeksu. Rynek jednak wyraźnie rozgrywa scenariusz, w którym po wyjściu Wielkiej Brytanii z UE, fundusze unijne płynące do Polski zostałyby przycięte. Nie sądzimy, by ktokolwiek był dziś w stanie rzetelnie policzyć, jak wynik referendum w UK ostatecznie wpłynie na wydatki infrastrukturalne w Polsce. W związku z rekordowym portfelem zamówień, który spółka posiadała na koniec marca (9,1 mld PLN, +42% r/r) możemy jednak dość rzetelnie policzyć, że lata 2016-2017 będą okresem dynamicznego wzrostu zysków spółki. Wypowiedzi

ministrów odpowiedzialnych za infrastrukturę w Polsce wskazują, że wstrzymanie nowych przetargów w drogach i na kolei może potrwać aż do 4Q'16. Paradoksalnie, taki scenariusz może wesprzeć wyniki Budimeksu w najbliższych dwóch latach, zmniejszając presję na wzrost kosztów podwykonawstwa i surowców. Podkreślamy, że to nie backlog jest dziś problemem spółki, tylko ewentualny wzrost kosztów. Spółka zresztą skutecznie broni się przed uszczupleniem portfela zamówień, pozyskując wiele nowych zleceń w kubaturze. Szacujemy, że 2Q'16 mógł być pod tym względem najlepszym kwartałem dla Budimeksu w historii spółki. Podnosimy naszą rekomendację dla akcji Budimeksu z akumuluj do kupuj.

Elektrobudowa		Kupuj									
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		87,21 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)	414,0		
marża EBITDA	4,4%	6,3%		8,2%		8,4%		EV (cena bieżąca)	359,9		
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	15,2	8,3		7,5		7,3		Zmiana ceny: 1m	-9,1%		
P/CE	10,1	6,4		6,0		5,8		Zmiana ceny: 6m	-32,9%		
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-34,3%		
EV/EBITDA	9,2	4,6		4,2		3,7		Min (52 tyg.)	87,0		
DYield (%)	2,3	0,0		4,6		8,0		Max (52 tyg.)	158,5		

Po słabych wynikach za 1Q'16, w czerwcu z Elektrobudowy płynęły znacznie lepsze wieści. Na początku miesiąca podpisano kontrakt na podwykonawstwo w Elektrowni Opole o wartości 49 mln PLN. W ostatnich dniach spółka pochwaliła się natomiast przekazaniem do eksploatacji bloku w Tychach - największej inwestycji w historii spółki o wartości niemal 600 mln PLN. Zamknięcie powyższej inwestycji w terminie znacznie przybliży spółkę do realizacji całorocznej prognozy ZN'16 (50,9 mln PLN, P/E=8,1x), pomimo rozczarującego wyniku za 1Q'16. Uważamy, że nasze prognozy ZN'16 (55 mln PLN, P/E=7,5x) oraz EBITDA'16 (86 mln PLN, 4,2x) są dość agresywne, lecz w zasięgu spółki, pod warunkiem że uniknie ona negatywnych one-offów w kolejnych kwartałach roku. Sądzimy że przy inwestycji tej skali

Elektrobudowa miała związane rezerwy na wypadek nieoczekiwanych problemów realizacyjnych, które przynajmniej częściowo mogą zostać rozwiązane. Potencjalną szansą na lepszy wynik w tym roku jest ugoda z NCS (+6,5 mln PLN do wyniku). Ryzykiem pozostają kontrakty dla PSE (Byczyna i Skawina). Na obecną chwilę wydaje się, że w przyszłym roku Elektrobudowa będzie walczyć o utrzymanie tegorocznych wyników. Długoterminowe plany rządu zakładają znaczne inwestycje w energetykę węglową, niemniej obecna aktywność zamawiających spada. Uważamy, że obecna wycena akcji Elektrobudowy dyskontuje zbyt pesymistyczny scenariusz, który nie ma pokrycia w sytuacji fundamentalnej spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Erbud								
Kupuj								
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		25,30 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	11,9	11,6		9,1		8,2		Zmiana ceny: 1m
P/CE	9,0	8,4		6,9		6,4		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	4,6	4,2		4,4		4,1		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,9	2,0		4,7		5,5		Max (52 tyg.)

Po owocnym pod względem nowych kontraktów kwietniu i maju, w czerwcu Erbud nie informował o znaczących nowych kontraktach. 2Q'16 powinien być jednak pod względem wartości pozyskanych kontraktów wyraźnie lepszym kwartałem zarówno r/r jaki i q/q. Wiadomością miesiąca była sprzedaż deweloperskiego ramienia Erbudu - spółki Budlex, działającej na rynkach mieszkaniowych Torunia i Bydgoszczy. Transakcja będzie wiązała się ze stratą księgową w wysokości 10 mln PLN (na poziomie jednostkowym) oraz 24,5 mln PLN (na poziomie skonsolidowanym). Jednocześnie transakcja przyniesie pozytywny cash flow w wysokości 47,5 mln PLN, co

stanowi około 14% kapitalizacji spółki. Strategicznie decyzję zarządu Erbudu oceniamy pozytywnie. Segment deweloperski generował w minionych latach około 2-4 mln PLN oczyszczonego EBIT i nie miał dużego znaczenia z punktu widzenia wyników spółki. Rozwój tego segmentu wymagałby nakładów kapitałowych i wejścia na nowe rynki geograficzne. Z tego względu przekierowanie środków z deweloperki na wzmocnienie core business, czyli segmentu budowlanego (w tym rozwój budownictwa energetycznego) jest, według nas, dobrym kierunkiem. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Unibep								
Kupuj								
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		9,47 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	16,8	14,1		10,0		8,0		Zmiana ceny: 1m
P/CE	12,4	10,6		8,0		6,7		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,7	1,5		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	8,6	9,0		6,2		5,1		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,3	1,6		1,8		3,2		Max (52 tyg.)

Brak uzależnienia od sektora publicznego okazuje się obecnie dużym atutem Unibepu. W 2Q'16 spółka poinformowała o pięciu kolejnych kontraktach w segmentach budownictwa mieszkaniowego, przemysłowym, domów modułowych oraz drogowym na łącznie 290 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:		6,49 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		6,50 PLN		2016-04-06		
(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)
EBITDA	-34,8	95,7		60,2	-37,1%	104,8	74,0%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	-63,4%	132,2%		48,4%		75,9%		EV (cena bieżąca)
EBIT	-35,2	95,3		59,8	-37,2%	104,4	74,5%	Free float
Zysk netto	-61,5	44,0		14,1	-68,0%	43,1	206,6%	
P/E		15,5		49,6		16,2		Zmiana ceny: 1m
P/CE		15,4		48,2		16,1		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA		17,8		31,1		20,3		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

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:		51,87 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		69,50 PLN		2016-05-30		
(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)
EBITDA	72,7	105,0	44,5%	160,5	52,8%	191,6	19,4%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	9,3%	11,6%		14,4%		16,7%		EV (cena bieżąca)
EBIT	69,4	100,6	44,9%	155,5	54,6%	186,6	20,0%	Free float
Zysk netto	55,7	80,7	45,0%	125,9	56,0%	150,3	19,3%	
P/E	23,1	15,9		10,2		8,6		Zmiana ceny: 1m
P/CE	21,8	15,1		9,8		8,3		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,5	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	18,2	13,6		8,3		6,9		Min (52 tyg.)
DYield (%)	4,2	4,3		6,3		9,8		Max (52 tyg.)

Nasze majowe założenia odnośnie rozpoczętych inwestycji w 2Q'16 zostały zrealizowane z nawiązką. Spółka nie tylko rozpoczęła budowę II etapu inwestycji Moderna na Targówku, lecz również zawarła umowę na generalne wykonawstwo kolejnego etapu, którego budowa ma zakończyć się w grudniu 2017 r. W lipcu powinniśmy już mieć kompletny obraz tego, które projekty będą budować wyniki spółki w 2017 r. (spodziewamy się jeszcze uruchomienia małego projektu na 115 lokali na Ursynowie). Już dziś widać jednak, że nasza prognoza na przyszły rok, zakładająca ZN: 150 mln PLN, ma duże szanse realizacji. Kluczowe dla przyszłorocznych wyników

projekty kończą się na przełomie 3Q i 4Q'17. Spółka będzie miała wystarczająco dużo czasu, by przekazać mieszkania nabywcom i osiągnąć zakładane przez nas 2600 przekazania. Koniunktura na rynku mieszkaniowym w 2Q pozostała bardzo dobra. Zaraportowana przez Dom Development na początku lipca sprzedaż mieszkań za 2Q'16 tylko to potwierdziła (701 szt.). Podniesienie się konsensusu rynkowego na Dom Development jest tylko kwestią czasu. Obecnie jest on niższy od naszych prognoz o 16% na rok '16 oraz o 28% na '17. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Echo Investment Trzymaj

Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca: 4,40 PLN							Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-06	
	Cena docelowa: 2,73 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)	1 815,8
marża EBITDA	115,6%	156,2%		47,0%		56,3%		EV (cena bieżąca)	5 343,1
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	4,5	3,5		8,2		7,6		Zmiana ceny: 1m	-42,8%
P/CE	4,4	3,5		8,0		7,4		Zmiana ceny: 6m	-38,0%
P/BV	0,6	0,5		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-32,6%
EV/EBITDA	6,7	5,5		14,6		12,3		Min (52 tyg.)	4,4
DYield (%)	0,0	0,0		32,5		0,0		Max (52 tyg.)	8,0

18-procentowy wzrost kursu Echo w reakcji na propozycję dodatkowej dywidendy w kwocie 1,6 mld PLN (3,84 PLN) jest w pełni uzasadniony. Jedną decyzją zarząd Echo wykonał ogromny krok w stronę zwiększenia efektywności spółki z punktu widzenia akcjonariuszy. Po odcięciu dywidendy kapitalizacja dewelopera spadła do około 1,7 mld PLN. Zakładając, że oczekiwany przez akcjonariuszy zwrot z kapitału spółki wynosi 9%, Echo powinno wypracowywać zysk netto na poziomie 150-160 mln PLN, by usprawiedliwić wycenę na poziomie 1,0xNAV. Wydaje się, że powyższy poziom zysku jest w zasięgu spółki, biorąc nawet pod uwagę, że zysk ten będzie opierał się już nie na przychodach z wynajmu, lecz na zysku deweloperskim, wynikającym z realizacji programu inwestycyjnego. Przypominamy, że Echo zapewniło sobie opcję względnie łatwej sprzedaży

kolejnych wybudowanych biurowców do funduszu z RPA. Uważamy, że jest to jedna z kluczowych kwestii, która ułatwiła zarządowi decyzję o wypłacie tak wysokiej dywidendy (wszak decyzja ta oznacza zgodę na utrzymanie względnie wysokiego zadłużenia). Podsumowując, w naszej ocenie wypłata wysokiej dywidendy umożliwi spółce osiągnięcie satysfakcjonującego poziomu zwrotu z kapitału w przyszłości i zwiększa wartość spółki dla akcjonariuszy. Wycena akcji Echo na poziomie 1,0xNAV wydaje się rozsądnym poziomem, choć bardziej szczegółowe analizy będą możliwe po zaprezentowaniu przez zarząd bardziej szczegółowej wizji rozwoju. Spodziewamy się, że taka prezentacja będzie miała miejsce zaraz po publikacji wyników finansowych za 1H'16. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

GTC Kupuj

Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca:		6,75 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2015-11-20
	Cena docelowa:		8,20 PLN						
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	124,3	117,4	-5,5%	121,4	3,4%	136,5	12,5%	Liczba akcji (mln)	460,2
EBITDA	-123,8	92,2		116,6	26,5%	230,2	97,4%	MC (cena bieżąca)	3 106,5
marża EBITDA	-99,6%	78,5%		96,0%		168,6%		EV (cena bieżąca)	6 395,2
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		15,5		9,0		4,0		Zmiana ceny: 1m	3,8%
P/CE		15,3		9,0		4,0		Zmiana ceny: 6m	-5,6%
P/BV	1,1	1,1		1,0		0,8		Zmiana ceny: 12m	12,9%
EV/EBITDA		13,3		12,4		6,8		Min (52 tyg.)	5,6
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,5

Portfel nieruchomości pracujących GTC zasilany na przełomie czerwca i lipca dwa nowoczesne biurowce w Gdańsku i Łodzi o łącznej powierzchni 30 tys. m². Od czasu podwyższenia kapitału w drugiej połowie 2015 r. GTC nabył 6 biurowców w Polsce, Budapeszcie i Bukareszcie o powierzchni 91 tys. m². Ponadto spółka wykupiła 40% udziałów w biurowcu City Gate w Bukareszcie, obejmując pełną kontrolę nad tym projektem. Duża aktywność ma również miejsce po stronie projektów deweloperskich. W 2Q nastąpiło oddanie do użytku II etapu kompleksu biurowego University Business Park (19,4 tys. m² GLA), a w 3Q spółka przekaze najemcom II etap kompleksu FortyOne (8 tys. m²). 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. Do pełni szczęścia spółce brakuje pozwolenia na budowę Galerii Wilanów. GTC złożył w połowie czerwca wniosek o pozwolenie na budowę powyższej inwestycji i wciąż realny jest scenariusz założony przez nas w ostatnim raporcie - start budowy w 4Q'16. Gdyby tak się stało, naszą wycenę spółki na poziomie 8 PLN na akcję uznalibyśmy za konserwatywną, biorąc pod uwagę udane zakupy nieruchomości w pierwszej połowie roku. Uważamy, że obecna wycena rynkowa 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:		2,87 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)	755,1
marża EBITDA	15,1%	12,6%		20,1%		19,9%		EV (cena bieżąca)	902,9
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	17,8	9,5		9,0		9,6		Zmiana ceny: 1m	-4,7%
P/CE	17,2	9,3		8,8		9,3		Zmiana ceny: 6m	5,5%
P/BV	1,7	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	23,7%
EV/EBITDA	16,0	17,1		8,3		9,0		Min (52 tyg.)	2,3
DYield (%)	2,8	3,8		7,0		7,7		Max (52 tyg.)	3,2

Propozycja emisji do 10% nowych akcji na rozwój działalności spółki we Wrocławiu została ostatecznie wycofana z porządku obrad walnego zgromadzenia. Uważamy że przyczyną takiej decyzji był brak konsensusu, odnośnie emisji (lub jej braku) w rozdrobnionym akcjonariacie spółki. Sądzymy jednocześnie, że nie przeszkodzi to spółce w wejściu do Wrocławia. Ekspansja na rynek wrocławski może jednak postępować w wolniejszym tempie (co nie znaczy, że wolnym). Spodziewamy się, że jeszcze w

tym roku spółka dokona 1-2 istotnych zakupów we Wrocławiu. Jeśli ceny zakupionych działek będą tak niskie, jak tegoroczne zakupy spółki w Warszawie i Gdańsku, wejście na nowy rynek powinno okazać się sukcesem. W czerwcu Robyg poinformował o zakupie dużej działki w Gdańsku (6,3 ha) po cenie 450 PLN/PUM i potencjale około 2500 mieszkań. Jest to już 6 działka zakupiona przez spółkę (w atrakcyjnej cenie) od grudnia ur., która będzie budować wyniki spółki w 2018 r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Handel

AmRest		Trzymaj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		216,00 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)	4 582,2
marża EBITDA	10,7%	12,6%		13,4%		13,7%		EV (cena bieżąca)	5 591,3
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	88,7	28,6		29,7		23,8		Zmiana ceny: 1m	-5,7%
P/CE	17,8	11,9		10,9		9,4		Zmiana ceny: 6m	17,6%
P/BV	5,0	4,4		3,8		3,4		Zmiana ceny: 12m	46,9%
EV/EBITDA	17,4	13,0		11,0		9,4		Min (52 tyg.)	145,6
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,7		Max (52 tyg.)	235,0

W połowie lipca AmRest opublikuje dane o wstępnych wynikach sprzedażowych. Oczekujemy, że pozytywne trendy w wynikach powinny zostać utrzymane. W 2Q'16 spółka powinna rozpocząć konsolidowanie biznesu Starbucks przejętego w Niemczech. Jednocześnie dynamika w Inne CEE powinna być wysoka ze względu na konsolidację biznesu przejętego w Rumunii i Bułgarii (ostatni kwartał z niską bazą). W VI'16 Wojciech Mroczynski, CSO AmRest, podpisał deklarację poprawy EBITDA w tempie 20% rocznie w kolejnych okresach. Wzrost ma wynikać z organicznego rozwoju sieci sprzedaży oraz akwizycji. Spółka nie wyklucza ogłoszenia kolejnych transakcji w średnim terminie. Podtrzymany został również cel

rozwoju restauracji w minimalnym tempie 140 placówek rocznie. W 2017 roku spółka powinna otworzyć przynajmniej tyle samo restauracji, co w 2016 roku. Pewnym zagrożeniem dla rentowności restauracji AmRest działających w Polsce, może być nowa interpretacja 5% oraz 8% podatku VAT opublikowana przez Ministerstwo Finansów (możliwa podwyżka podatku do 8%). Oczekujemy, że spółka będzie kontynuowała pozytywny trend w wynikach w kolejnych kwartałach. Niemniej jednak uważamy, że wymienione czynniki są odpowiednio zdyskontowane w wycenie spółki i podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

CCC		Akumuluj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		166,35 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-07-01	
		Cena docelowa:		181,00 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 009,1	2 307,0	14,8%	3 214,9	39,4%	4 095,7	27,4%	Liczba akcji (mln)	39,2
EBITDA	295,9	323,6	9,3%	461,2	42,5%	610,0	32,3%	MC (cena bieżąca)	6 515,6
marża EBITDA	14,7%	14,0%		14,3%		14,9%		EV (cena bieżąca)	7 564,6
EBIT	243,2	256,7	5,5%	387,5	51,0%	523,1	35,0%	Free float	58,1%
Zysk netto	213,9	245,1	14,6%	269,9	10,1%	366,9	35,9%		
P/E	29,9	26,1		24,1		17,8		Zmiana ceny: 1m	-7,1%
P/CE	24,0	20,5		19,0		14,4		Zmiana ceny: 6m	29,6%
P/BV	6,7	5,7		5,0		4,0		Zmiana ceny: 12m	-4,9%
EV/EBITDA	23,0	20,9		16,4		12,5		Min (52 tyg.)	109,0
DYield (%)	1,0	1,8		1,3		0,9		Max (52 tyg.)	193,0

Spółka poprawiła sprzedaż w VI'16 o 38% R/R, co było efektem dynamicznego wzrostu powierzchni sprzedażowej oraz poprawy sprzedaży porównywalnej na najważniejszych rynkach. Z każdym miesiącem sprzedaż porównywalna w ujęciu narastającym R/R nabiera coraz wyższej dynamiki. Świadczy to o bardzo dobrym przygotowaniu spółki do sezonu (szeroka oferta sprzedażowa poparta akcją marketingową) oraz sprzyjającym otoczeniu rynkowym (mniejsza presja konkurencyjna oraz wysoka siła nabywcza konsumentów). W kolejnych miesiącach tempo poprawy powinno przyspieszyć ze względu na efekt niskiej bazy w całym 2H'16. Wzrost efektywności sprzedaży powinien wpłynąć na rozwodnienie kosztów SG&A, co w efekcie może prowadzić do wzrostu

rentowności na poziomie EBIT. Ponadto średni kurs nabycia kolekcji jesień-zima'17 oscyluje koło 3,9 USDPLN, poniżej zakładanego kursu przy ustalaniu cen kolekcji. Powyższe czynniki oraz coraz większy udział zagranicznych sklepów w tworzeniu wyniku (wysoka rentowność sprzedaży) powinny wpłynąć na poprawę marży brutto na sprzedaży w 2H'16. Pozytywnie należy ocenić wysoką poprawę sprzedaży porównywalnej w Niemczech (+9,2% w VI'16 oraz +11,8% narastająco od początku roku). Sprzedaż porównywalna YTD na rynku niemieckim coraz bardziej zbliża się do wyznaczonego przez zarząd celu na poziomie 15%. Biorąc powyższe pod uwagę uważamy, że obecna wycena spółki jest zbyt niska i zalecamy akumulowanie akcji CCC.

Eurocash		Sprzedaj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		46,20 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)	6 418,1
marża EBITDA	2,4%	2,3%		2,4%		2,5%		EV (cena bieżąca)	6 806,8
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	35,5	30,2		25,2		21,7		Zmiana ceny: 1m	-8,8%
P/CE	20,9	17,7		15,8		14,0		Zmiana ceny: 6m	-7,6%
P/BV	6,4	5,8		5,2		4,6		Zmiana ceny: 12m	23,1%
EV/EBITDA	17,7	14,0		13,0		11,2		Min (52 tyg.)	37,0
DYield (%)	1,7	1,7		2,2		2,0		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. Według komentarza właściciela Eurocash, spółka jest zainteresowana przejęciem sieci Żabka. Według doniesień prasowych, cena sieci oscyluje koło 4,4 mld PLN. Według naszych szacunków Grupa Eurocash mogłaby pozyskać finansowania dłużnego na 2,9 mld PLN przy wskaźniku proforma

DN/EBITDA 4x (przy założeniu 530 mln EBITDA'16 Eurocash oraz 240 mln EBITDA'16 sklepów Żabka). Oznacza to, że przy utrzymaniu wartości transakcji w okolicach 4,4 mld PLN, EUR będzie musiał się posiłkować emisją akcji. Ponadto sieć Żabka w 2015 roku otworzyła netto 200 sklepów (600 otwarć oraz 400 zamknięć), kończąc rok 2015 z około 4200 sklepami. Wysoka ilość zamykanych placówek może dowodzić wysokiego nasycenia rynkowego lub mało skutecznego modelu biznesowego dla agentów. Potencjalne dodatkowe informacje związane z przejęciem mogą pozytywnie wpłynąć na zachowanie się waleorów 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:		14,23 EUR				Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-18	
		Cena docelowa:		14,90 EUR					
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Przychody	12 680,0	13 728,0	8,3%	14 484,3	5,5%	16 107,3	11,2%	Liczba akcji (mln)	629,3
EBITDA	732,0	801,0	9,4%	875,1	9,3%	973,7	11,3%	MC (cena bieżąca)	8 954,8
marża EBITDA	5,8%	5,8%		6,0%		6,0%		EV (cena bieżąca)	9 228,4
EBIT	448,5	486,0	8,4%	548,1	12,8%	635,2	15,9%	Free float	32,3%
Zysk netto	302,4	333,0	10,1%	384,4	15,4%	454,8	18,3%		
P/E	29,6	26,9		23,3		19,7		Zmiana ceny: 1m	0,6%
P/CE	15,3	13,8		12,6		11,3		Zmiana ceny: 6m	23,7%
P/BV	6,4	6,7		5,7		4,9		Zmiana ceny: 12m	34,7%
EV/EBITDA	13,0	11,8		10,5		9,1		Min (52 tyg.)	45,7
DYield (%)	2,3	4,4		1,9		2,1		Max (52 tyg.)	64,2

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 - sieć aktywnie stara się o wzrost sprzedaży przez modyfikację oferty oraz nowe mechanizmy promocji. 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). Pozytywnie na zachowanie waleorów spółki powinna wpłynąć publikacja wyników kwartalnych za 2Q'16, gdzie kontynuowane powinny być trendy w zakresie wysokiego FCF oraz wysokiej dynamiki poprawy sprzedaży porównywalnej. Uważamy, że powyższe czynniki są już zdyskontowane w wycenie Jeronimo Martins i rekomendujemy trzymanie akcji spółki.

LPP Redukuj								
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca: 4 888 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	18,4	25,1		22,9		17,2		Zmiana ceny: 1m
P/CE	13,1	15,4		13,9		11,3		Zmiana ceny: 6m
P/BV	5,4	4,7		4,0		3,4		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	11,5	13,0		12,5		10,0		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,9	0,7		1,1		2,0		Max (52 tyg.)

W wynikach sprzedażowych za VI'16 spółka pokazała wysoką dynamikę sprzedaży R/R (+21% R/R) oraz spadek szacunkowej marży brutto na sprzedaży o 4p.p. R/R do 47%. W ujęciu dwuletnim spadek marży brutto na sprzedaży wyniósł 12p.p. i był wyższy niż odnotowany w poprzednich miesiącach 2016 roku. Według danych opublikowanych przez spółkę, sprzedaż porównywalna w 2Q'16 wyniosła 3%, a narastająco w okresie I-VI'16 3,5%. Wzrost Ifl może świadczyć o początku poprawy sytuacji w spółce, jednak nadal problemem są słabe wyniki marki RESERVED w Polsce. Jednocześnie oczekujemy, że

wskaźnik kosztów SG&A/mkw. znacząco wzrośnie w 2Q'16 (niska baza, wzrost kosztów wynagrodzeń, aprecjacja EURPLN), co przełoży się na spadek marży EBIT. Taka tendencja powinna utrzymać się również w 3Q'16 oraz 4Q'16. Spółka jednocześnie pracuje nad poprawą jakości kolekcji, co powinno być widoczne w przyszłych danych o sprzedaży porównywalnej. Jednak pełny efekt przeprowadzanych zmian powinien być widoczny dopiero w kolekcji wiosna-lato'17. Biorąc powyższe pod uwagę, podtrzymujemy nasze negatywne podejście do walorów LPP, rekomendując redukcję akcji.

Inne

Work Service		Akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		9,30 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	93,7	103,2	10,2%	120,5	16,7%	135,4	12,4%	MC (cena bieżąca)	626,4
marża EBITDA	5,4%	4,9%		5,1%		5,2%		EV (cena bieżąca)	922,0
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	17,3	19,1		13,2		10,9		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/CE	15,4	14,1		10,2		8,5		Zmiana ceny: 6m	-33,3%
P/BV	1,6	1,7		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	-47,0%
EV/EBITDA	8,2	9,0		7,7		6,7		Min (52 tyg.)	8,8
DYield (%)	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:

Budimex

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2015-11-04	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	211,00	174,00
WIG w dniu rekomendacji	50367,53	44294,15

BZ WBK

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-04-06	2016-05-06	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	285,25	260,20	297,50	295,55	257,05	262,30
WIG w dniu rekomendacji	46247,43	44294,89	46448,27	47790,29	46430,16	44294,15

Handlowy

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-04-06	2016-05-06	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	70,00	74,46	84,41	85,85	72,69	68,38
WIG w dniu rekomendacji	46247,43	44294,89	46448,27	47790,29	46430,16	44294,15

Pekao

rekomendacja	Redukuj	Redukuj	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	147,50	139,40	156,70	129,65
WIG w dniu rekomendacji	46247,43	44294,89	46448,27	44294,15

Synthos

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2015-11-10	2016-02-02	2016-03-15	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	3,91	3,96	3,66	3,54
WIG w dniu rekomendacji	49428,71	44294,89	47299,51	44294,15

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

PRZEWAGAŻENIE (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:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5% do 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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

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: Assec Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, 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: Assec 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, Pfeiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwina, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, PBKM. Assec 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 abonentową 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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@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

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