

środa, 3 sierpnia 2016 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: sierpień 2016

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Nadal pozostajemy sceptyczni do utrzymywania wysokiej ekspozycji na rynku akcji – szczególnie na rynkach zagranicznych (spadek cen ropy, banki w Europie, FED, wybory w USA). GPW powinna zachowywać się relatywnie lepiej niż EM i rynki bazowe.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że poprawa sentymentu po ogłoszeniu planu restrukturyzacji CHF może być krótkotrwała. W sierpniu oczekujemy narastających spekulacji odnośnie kosztów dobrowolnego przewalutowania kredytów, które mogą być nawet wyższe od poprzednich propozycji. Jednocześnie uważamy, że bardzo dobre wyniki za 2Q'16 będą pozytywnie wpływać na sentyment do takich banków jak Erste Bank czy OTP Bank.

Paliwa

Rekordowe zapasy paliw w szczycie sezonu nie roszą zbyt dobrze dla rentowności przerobu w kolejnych kwartałach, a ostatnie osłabienie marż jest sygnałem ostrzegawczym. Podtrzymujemy negatywne nastawienie do PKN, dla którego alternatywą jest naszym zdaniem PGN.

Energetyka

Rynek mocy powoli staje się faktem i oznacza wzrost transferu środków do sektora, ale największymi beneficjentami mogą być spółki, które nie będą zbyt aktywne na polu inwestycji w nowe bloki (TPE, ZEP). Korzystny trend na węglu dodatkowo wspiera wszystkich producentów zintegrowanych pionowo.

Telekomunikacja, Media, IT

W sierpniu liczymy na wzrost notowań Wirtualnej Polski ze względu na dobre wyniki za 2Q'16 oraz Aileron ze względu na niewyceniany przez rynek potencjał produktu LiveBank. Duże prawdopodobieństwo współpracy Netii i Orange Polska w zakresie budowy sieci FTTH może przynieść pozytywny sentyment.

Przemysł

W 2Q'16 oczekujemy, że 53% obserwowanych spółek przemysłowych poprawi zeszłoroczne rezultaty, a jedynie 18% je pogorszy. Dobrych wyników w 2Q'16 oczekujemy w spółkach: Boryszew, Ciech, Elemental, Forte, Uniwheels i Zetkama. Uważalibyśmy na rezultaty Apator, Kruszwica i Synthos.

Budownictwo

Opóźnienia w przetargach publicznych zmniejszają szanse na wzrost produkcji budowlanej w 2017 r., co pozwoli Budimeksowi na utrzymanie wysokich marż. Dekoniunktura jest zdecydowanie mniej widoczna w budownictwie kubaturowym, co sprzyja Unibepowi i Erbudowi. Nowa fala przetargów może rozpocząć się w 4Q'16 od kolei, następnie dróg, a na końcu energetyki.

Deweloperzy

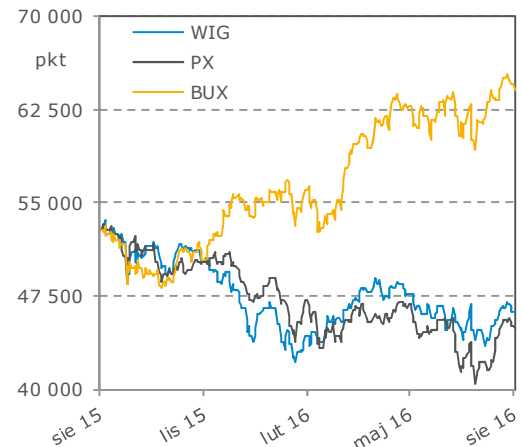
Sprzedaż mieszkań w 6 największych aglomeracjach wzrosła w 2Q'16 o 19% r/r, a efektywność sprzedaży o 4 p.p. do 31%. Aż 6 spółek w 1H'16 osiągnęło ponad 20% dynamikę sprzedaży mieszkań: Archicom (+56%), Atal (+47%), Lokum (+44%), Vantage (+28%), Dom Development (+24%) oraz Robyg (+22%). Powyższa szóstka, wraz z LC Corp (+8%), należy do grupy najatrakcyjniejszych spółek w sektorze, wycenianych poniżej wartości fundamentalnej.

Handel

Dynamika sprzedaży detalicznej powinna poprawiać się w kolejnych miesiącach (rekordowe +4,6% R/R w VI'16), wspierana przez program 500+ oraz poprawę sytuacji na rynku pracy. Oczekujemy, że w 2Q'16 dobre wyniki opublikuje CCC oraz AmRest. Negatywne zaskoczenie może towarzyszyć wyników LPP oraz Eurocash.

WIG 46 221
Średnie P/E 2016 12,4
Średnie P/E 2017 11,3
Średni dzienny obrót (3M) 717 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
BZ WBK	trzymaj	▼
CCC	trzymaj	▼
CD Projekt	sprzedaj	▼
CEZ	akumuluj	▼
ING BSK	redukuj	▼
KGHM	redukuj	▼
Kruk	trzymaj	▼
LW Bogdanka	sprzedaj	▼
Pekao	trzymaj	▲

Departament Analiz:

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

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

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

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@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	10
4. Statystyki rekomendacji	11
5. Banki	12
5.1. Alior Bank	12
5.2. BZ WBK	12
5.3. Getin Noble Bank	13
5.4. Handlowy	13
5.5. ING BSK	14
5.6. Millennium	14
5.7. Pekao	15
5.8. PKO BP	15
5.9. Komerční Banka	16
5.10. Erste Bank	16
5.11. RBI	17
5.12. OTP Bank	17
6. Ubezpieczyciele	18
6.1. PZU	18
7. Usługi finansowe	19
7.1. Kruk	19
7.2. Prime Car Management	19
7.3. Skarbiec Holding	20
8. Paliwa, chemia	21
8.1. Ciech	21
8.2. Grupa Azoty	21
8.3. Lotos	22
8.4. MOL	22
8.5. PGNiG	23
8.6. PKN Orlen	23
8.7. Polwax	24
8.8. Synthos	24
9. Energetyka	25
9.1. CEZ	25
9.2. Enea	25
9.3. Energa	26
9.4. PGE	26
9.5. Tauron	27
10. Telekomunikacja	28
10.1. Netia	28
10.2. Orange Polska	28
11. Media	29
11.1. Agora	29
11.2. Cyfrowy Polsat	29
11.3. Wirtualna Polska	30
12. IT	31
12.1. Asseco Poland	31
12.2. CD Projekt	31
13. Górnictwo i metale	32
13.1. KGHM	32
13.2. LW Bogdanka	32
14. Przemysł	33
14.1. Elemental	33
14.2. Famur	33
14.3. Kernel	34
14.4. Kęty	34
14.5. Uniwheels	35
14.6. Vistal	35
15. Budownictwo	36
15.1. Budimex	36
15.2. Elektrobudowa	36
15.3. Erbud	37
15.4. Unibep	37

16. Deweloperzy.....	38
16.1. Capital Park.....	38
16.2. Dom Development.....	38
16.3. Echo Investment.....	39
16.4. GTC.....	39
16.5. Robyg.....	40
17. Handel.....	41
17.1. AmRest.....	41
17.2. CCC.....	41
17.3. Eurocash.....	42
17.4. Jeronimo Martins.....	42
17.5. LPP.....	43
18. Inne	44
18.1. Work Service	44

Rynek akcji

Rynek zaskakująco dobrze przetrwał szereg złych informacji poczynając od konsekwencji głosowania ws. BREXITU, zamachów terrorystycznych w Nicei i Niemczech, nieudanego zamachu stanu w Turcji czy nadal braku rozwiązania problemu włoskich banków. Za tym pozytywnym zaskoczeniem stoją lepsze dane makro niż oczekiwania obniżone po referendum w UK (zamiast tąpnięcia wskaźników wyprzedzających PMI – jedynie ZEW – te spadły tylko nieznacznie) oraz niewielka aktywność inwestorów. Przy małych obrotach S&P500 ustanowił historyczne maksimum, a inwestorzy... nadal pozostają sceptyczni. Z funduszy akcyjnych (na rzecz obligacyjnych) w dalszym ciągu odpływają środki (szczególnie z Europy), rynki wspierają skupry akcji własnych stymulowane tanim pieniądzem i małą skłonnością spółek do inwestycji. Nadal pozostajemy sceptyczni do utrzymywania wysokiej ekspozycji na rynku akcji – szczególnie na rynkach zagranicznych. W najbliższych tygodniach rozkład ryzyka/zysku jest nieatrakcyjny ze względu na istotne czynniki ryzyka, które jedynie się oddalają, a nie rozwiązują: 1) wysokie wskaźniki wycen, prognozy oparte na pozytywnych scenariuszach makro; 2) banki włoskie, ale również niemieckie; 3) gra na podwyżki stóp w USA (wrzesień 20% prawdopodobieństwa); 4) spadająca cena ropy (HY w USA, EM); 5) BREXIT; 6) wybory prezydenckie w USA. Z punktu widzenia polskiego rynku akcji dwa kluczowe czynniki ryzyka maleją, ale pod względem regulacyjnym nadal pozostają w sferze projektów i ostateczny kształt ustaw nie jest znany. Rządowy program budowania krajowych oszczędności jest lepszym rozwiązaniem niż dyskontowane do niedawna scenariusza zakładające likwidację OFE. Z kolei projekt rozwiązania problemu kredytów frankowych został złagodzony w stosunku do propozycji styczniowej i pokazuje, że Rząd będzie dbał o to, żeby banki ponosząc koszty przewalutowania nie wpadły w problemy kapitałowe (co nie zmienia faktu, że banki w perspektywie najbliższych lat te koszty poniosą). Biorąc pod uwagę wymienione czynniki oraz mniejszą ekspozycję na spadającą cenę ropy, uważamy że polski rynek powinien zachowywać się lepiej niż EM i rynki bazowe.

Na rynkach

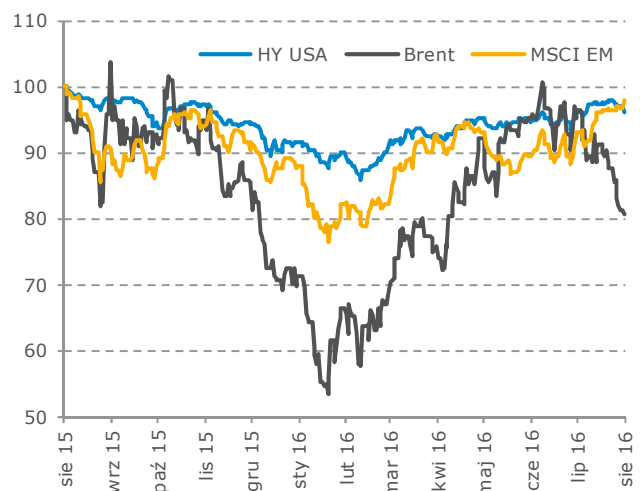
W połowie lipca nastąpiło wybiecie S&P500 z półtorarocznej konsolidacji z oporem na poziomie 2 125 pkt. Indeks ustanowił historyczne maksimum (2 177 pkt.). Zwracamy jednak uwagę, że wybiecie nastąpiło przy niskich obrotach na największych rynkach. Ważne światowe indeksy takie jak DAX, Nikkei, Nasdaq Comp, DJ Comp nie przebiły ważnych poziomów oporu. Wejście indeksów w korektę będzie negatywnym sygnałem technicznym dla inwestorów (fałszywe wybiecie S&P) w średnim okresie.

Odpływy z funduszy akcyjnych są kompensowane popytem ze strony przedsiębiorstw, które na masową skalę prowadzą skupry akcji własnych. Od początku roku szacuje się, że z funduszy akcyjnych i ETF odpłynęło netto 85 mld USD. W tym samym okresie fundusze obligacyjne pozyskały 103 mld USD netto. Fundusze utrzymują wysoki udział gotówki w aktywach (5%+). Potwierdza się, że sentyment wśród inwestorów finansowych pozostaje co najwyżej neutralny.

W 2Q wyniki amerykańskich spółek jak na razie są lepsze od konsensusu. Evercore ISI szacuje, że EPS dla S&P500 w 2Q wzrosło do 115 USD vs. 105 USD w 1Q. Będzie to jednak nadal niższy poziom w stosunku do 2Q'15, kiedy osiągnął wartość 117 USD. Oczekiwania analityków na 3Q są jeszcze wyższe (119 USD) przy czym prognoza ta zakłada poprawę kondycji gospodarczej w Chinach, słabego USD i rosnące ceny ropy.

Szczególnie w przypadku ropy, która w lipcu staniała o 17% można mieć wątpliwości. Zwracamy przy tym uwagę, że spadek cen ropy nie przełożył się jeszcze na pogorszenie nastrojów w przemyśle i na EM. Jeżeli trend ten będzie kontynuowany również w sierpniu takie obawy muszą się pojawić, co będzie odzwierciedlone w ISM, PMI na EM, ale również na rentownościach HY w USA – czynnika, który na przełomie roku doprowadzi do gwałtownego załamania nastrojów wśród inwestorów.

Cena ropy Brent na tle rentowności HY w USA i Indeksu MSCI EM (indeksowany)



Źródło: Bloomberg

Za wzrostami:

- 1) sezon lepszych wyników q/q w USA;
- 2) lepsze dane makro;
- 3) odporność rynku na złe informacje.

Czynniki ryzyka:

- 1) gra na podwyżkę stóp w USA (ważne w kontekście m.in. buybacków wspierających rynek);
- 2) odpływ środków z funduszy inwestycyjnych na rynku akcji;
- 3) spadek cen ropy (HY w USA, EM);
- 4) kolejne odsłony BREXITU;
- 5) sytuacja w bankach włoskich;
- 6) wysokie wskaźniki wycen.

Balansowanie między koniunkturą a recesją – co robi FED?

Dane makro w lipcu zaskoczyły pozytywnie zarówno w USA, jak i Europie, zwiększając prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych przez FED. Tego obrazu nie zmienia również największe rozczarowanie ostatnich kwartałów, tj. zaskakująco słaby odczyt PKB w USA (1,2% q/q vs. oczekiwane 2,5%). Istotny wpływ na słabsze dane o PKB ma ujemna kontrybucja zapasów (-1,2 p.p.), co zapewne przy podejmowaniu decyzji o polityce pieniężnej FEDu będzie miało mniejsze znaczenie niż dane z rynku pracy i budująca się inflacja. Zwracamy uwagę, że wskaźniki zaskoczeń Citibanku osiągnęły wysokie poziomy, co sugeruje rosnące prawdopodobieństwo publikacji danych słabszych niż podwyższone oczekiwania. Z drugiej strony oznacza to zmieniające się oczekiwania co do działań FEDu. Obecnie prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu rynek wycenia na zaledwie 20%. W krótkim okresie najkorzystniejsze dla rynku tradycyjnie byłyby nieco słabsze dane, które pozwolą oddalić

normalizację stóp, a nie będą zapowiedzią istotnego spowolnienia gospodarczego, co nie pozwoliłoby zrealizować wysokich oczekiwań wyników na 3Q. Dobre dane makro to rosnące prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych i większy ruch cenowy na obligacjach.

Banki same mają przewalutować kredyty

Ostatnio zaprezentowany projekt ustawy dot. kredytów walutowych jest dla banków korzystniejszy niż projekt ze stycznia czy scenariusze pośrednie dyskontowane przez inwestorów. W projekcie przekazany przez Kancelarię Prezydenta znajdują się zapisy o zwrocie kosztów spreadów dla kredytobiorców (z limitem kwoty kredytu na 350 tys. PLN na osobę), które oszacowano na 3,6-4,0 mld PLN. Przewalutowanie kredytów nie odbędzie się na podstawie decyzji zapisanej w ustawie (co mogłoby być podstawą do zaskarżenia), ale poprzez wprowadzenie dodatkowych wymogów kapitałowych na kredyty w CHF. Obecna waga ryzyka dla tych kredytów to 100%. W zamyśle jest stopniowe podwyższanie progu, co ma zmusić banki do dobrowolnego przewalutowania kredytów. Jeżeli takie działanie nie przyniesie efektów to podjęte zostaną kroki ustawowe. Szczegóły projektu, w tym przede wszystkim wagi ryzyka, mają zostać przedstawione do końca października, tak żeby ustawa mogła zostać przyjęta przez parlament jeszcze na jesieni.

Wpływ programu budowy oszczędności na GPW (projekt) będzie pozytywny

Główny zarys programu budowy oszczędności w Polsce zaprezentowanego niedawno przez Premiera Morawieckiego opisaliśmy w lipcowym raporcie miesięcznym. Paweł Borys – prezes Polskiego Funduszu Rozwoju, który m.in. w pierwszych dwóch latach będzie zarządzał aktywami PPK (Pracownicze Plany Kapitałowe) oraz środkami zgromadzonymi w Funduszu Rezerwy Demograficznej (do których trafi 25% płynnych aktywów OFE) – był gościem konferencji zorganizowanej przez nas dla inwestorów instytucjonalnych. Poniżej prezentujemy najważniejsze informacje uszczegóławiające założenia programu oraz nasze opinie do projektu. Podkreślamy, że analiza dotyczy projektu programu, a jego założenia mogą się istotnie zmieniać. Zgodnie z założeniami Rządu finalny projekt powinien być gotowy za rok. Nasze wnioski: 1) przyjmując szereg założeń, bilans przepływów kapitałowych na GPW po 2018 – wynikający z propozycji rządowych – jest dodatni i wynosi ok. +2,3 mld PLN w stosunku do obecnych -1,8 mld PLN; 2) zasilane dywidendami, bez efektu umorzeń przyszłe OFE nie mają powodów do sprzedaży akcji w pierwszych latach funkcjonowania, co 3) znosi jeden z głównych czynników ryzyka GPW; 4) OFE chcąc utrzymać strukturę aktywów 25/75 powinny zwiększyć alokacje w akcje zagraniczne; 5) z politycznego punktu widzenia PPK musi być sukcesem, a hossa na GPW może pomóc i uruchomić przepływ oszczędności z depozytów na GPW. Szczegółowy opis ocen programu znajduje się w komentarzu specjalnym wydanym w dniu 11 lipca.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory w sierpniu

Finanse

- Uważamy, że poprawa sentymentu po ogłoszeniu planu restrukturyzacji CHF może być krótkotrwała. Naszym zdaniem przedstawiony plan zmuszenia banków do przewalutowania kredytów CHF poprzez podniesienie wagi ryzyka dla kredytów CHF spowoduje relatywnie lepszą pozycję negocjacyjną klientów. Skutkiem tego mogą być rekordowo wysokie straty z przewalutowania, które w najlepszym przypadku zostaną rozłożone w czasie, co z kolei wywoła długotrwałą presję na rentowność sektora. Zwrot spreadów na poziomie około 4 mld PLN oceniamy pozytywnie.
- W sierpniu może zostać podjęta decyzja o dokapitalizowaniu UCI, co z kolei może mieć pozytywne przełożenie na sentyment do Banku Pekao, który jest obecnie postrzegany jako jeden z celów do przejęcia na polskim rynku.
- Uważamy, że sezon wyników będzie pozytywny dla PKO BP, Kruka oraz OTP Banku. Słabszy sentyment do PZU, szczególnie po gorszych wynikach za 2Q'16, wykorzystalibyśmy do kupna akcji.
- Kluczowe rekomendacje: Erste Bank (kupuj), Komercni Banka (akumuluj), PZU (kupuj).

Paliwa

- Sentyment na rynku ropy ostatnio pogorszył się i notowania Brent oddaliły się wyraźnie od poziomu 50 USD/Bbl z uwagi na odbicie produkcji w OPEC oraz sygnały o normalizacji popytu w USA. Niemniej jednak spadająca produkcja poza OPEC i trwałe ograniczenie inwestycji w sektorze powinny wspierać ceny surowca w średnim terminie.
- Marże rafinerijne znalazły się pod znaczną presją z uwagi na rekordowe zapasy paliw i perspektywę zwiększania wykorzystania mocy w rafineriach w otoczeniu spadających już dynamik popytu (efekt bazy i malejąca siła elastyczności cenowej).
- Ceny gazu w Europie na razie nie zareagowały na korektę na ropy i kontynuują stopniowy wzrost, co może wywierać presję na koszty energetyczne w kolejnych kwartałach.
- Kluczowe rekomendacje: PKN Orlen (redukuj), PGNiG (akumuluj).

Chemia

- W 2Q'16 oczekujemy wyższych r/r wyników w Grupie Azoty oraz spadkowych wyników na każdym poziomie rezultatów w Synthos. Wyraźnie wyższe r/r rezultaty naszym zdaniem może przedstawić Ciech.
- 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 odcieniem dostaw butadienu do fabryki w Kralupach przekładać się będzie na ujemną dynamikę wyników Synthos w 9M'16. W 3Q'16 oczekujemy spadku wyników finansowych na każdym poziomie.
- Według naszych szacunków, w efekcie niższych cen surowców (cen koksu, węgla i gazu ziemnego) i utrzymujących się sprzyjających cen sody wyniki Grupy Ciech wzrosną w 2Q'16 o 20% na poziomie EBITDA i 37% wyniku netto (publikacja 31.08). Oczekujemy również, że w 2H'16 pomimo rosnącej bazy Ciech utrzyma pozytywną dynamikę rezultatów operacyjnych i netto.
- Kluczowe rekomendacje: Grupa Azoty (kupuj).

Energetyka

- Ceny węgla w Europie po krótkiej korekcie wróciły do wzrostów i ponownie oscylują wokół 60 USD (reakcja na zapowiedziane masowe wyłączenia mocy wydobywczych w USA i Chinach), co wspiera notowania energii, neutralizując z nawiązką słabość notowań CO₂.
- W Polsce na razie ceny węgla jeszcze nie zareagowały na wzrosty w portach ARA, ale jest to nieuniknione z uwagi na fakt, że spread znacząco się rozszerzył i import staje się coraz mniej konkurencyjny.
- Rząd przedstawił do konsultacji założenia rynku mocy, które są zbieżne z naszymi szacunkami przedstawionymi w czerwcowy komentarz specjalnym (około 3 mld PLN transferu do sektora rocznie). Beneficjentami netto tego systemu będą te spółki, które nie rozpoczną na dużą skalę inwestycji w nowe bloki (rynek mocy nie zagwarantuje naszym zdaniem rentowności tym projektom, a jedynie zmniejszy ich ujemne NPV).
- Kluczowe rekomendacje: Tauron (kupuj).

Telekomunikacja, Media, IT

- Spółki z sektora telekomunikacyjnego podały informacje o znacznych inwestycjach w infrastrukturę. Największe poniesie Orange Polska, które chce dotrzeć do 3,5 mln gospodarstw domowych zasięgiem sieci FTTH w 2018 r., co pozwoli jej na osiągnięcie lidera pod względem infrastruktury na rynku, z najszerszą ofertą dla B2B i B2C. Netia ogłosiła cel 2,55 mln gospodarstw domowych w zasięgu sieci NGA do końca 2020 r. Z kolei Cyfrowy Polsat przeznaczy 1 mld PLN na rozbudowę sieci 1800 MHz, jednak zapowiada, że jego CAPEX nie przekroczy 10% przychodów.
- W zakresie dywidendy: Orange Polska wypłaciła 0,25 PLN na akcję, Netia 0,40 PLN (ponadto ogłosiła program skupu akcji na 100 mln PLN z czego do tej pory zrealizowano 28 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 4,9% vs. 9,1% w Netii.
- W nadchodzących miesiącach operatorzy P4, Orange Polska i T-Mobile zbudują istotną część pokrycia ludności zasięgiem LTE na 800 MHz. Tym samym Cyfrowemu Polsatowi przybędzie konkurencji na rynku Internetu mobilnego na terenach niskozurbanizowanych, co może osłabić 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 sierpniu 2016 wykazać wzrosty. Pozytywnie podchodzimy do Wirtualnej Polski.
- W sektorze IT naszym faworytem jest spółka Ailleron. Spółka wykazuje duże tempo wzrostu przychodów, już na początku marca 2016 miała zakontraktowane 59% przychodów planowanych na cały rok. Z drugiej strony Ailleron rozwija nowoczesne rozwiązanie LiveBank, wirtualny oddział banku dostępny w przeglądarce i urządzeniach mobilnych, co naszym zdaniem nie jest uwzględnione w wycenie giełdowej Ailleron ze względu na fakt, że LiveBank nie generuje wyników (strata netto na działalności operacyjnej rzędu 0,6 mln PLN).
- W sektorze IT podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do Asseco Business Solutions.

Metale i górnictwo

- Cena miedzi nadal oscyluje poniżej poziomu 5 000 USD/t. Rynek metalu jest zbilansowany, przy czym ostatnie spadki poziomu zapasów mogą wskazywać na wejście rynku w nadwyżkę popytu w 2H – jeżeli zrealizują się prognozy makro zakładające przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Inwestorzy spekulacyjni zbudowali długą pozycję netto na miedzi (rzadkość), co stwarza ryzyko szybkiego zamykania pozycji w przypadku rozczarowania makro.
- Metale szlachetne znajdują się w trendach wzrostowych, co powinno wspierać wyniki KGHM. Oczekujemy kontynuacji tego trendu w kolejnych tygodniach (rosnące ryzyko).
- Ceny węgla energetycznego notują kolejne lokalne maksima, co stoi w sprzeczności z trendem na ropie naftowej. Dotychczas występowała silna korelacja obu surowców. Korelacja została zaburzona informacjami z Chin, gdzie ograniczono poziom wydobycia surowca. Naszym zdaniem trend wzrostowy nie utrzyma się. Krajowe ceny węgla notują kolejne minima.
- Kluczowe rekomendacje: Bogdanka (sprzedaj), KGHM (redukuje)

Przemysł

- Indeks MSCI Industrials dla Europy jest obecnie notowany blisko swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Obecnie rekordowe w swojej trzyletniej historii dyskonta notują indeksy MSCI Auto oraz MSCI Auto Components dla Europy (argument do wzrostu notowań firm z branży Automotive).
- Podtrzymujemy nasze przeważenia dla spółek: Elemental Holding (oczekiwane akwizycje podmiotów zajmujących się zbiórką 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 10-50% niżej niż obecnie sam jest notowany), Pfeleiderer Grajewo (spadek cen mocznika oraz umocnienie RUB do PLN pozytywnie przekładają się na rezultaty; Grajewo jest obecnie notowane z około 45% dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźniku EV/EBITDA na lata 2016-17), Tarczyński (spółka notowana z około 20-25% 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 oczyszczonych o zdarzenia jednorazowe wyników w okresie 1Q-3Q'16; backlog +50% r/r), Uniwheels (dzięki oszczędnościom po stronie cen gazu oraz kosztów finansowania wynik netto Grupy wzrośnie o 6,7 mln EUR +16% r/r; dynamika poprawy wyników przyspieszy w 2H'16 po otwarciu nowego zakładu), oraz Zetkamy (dobre wyniki 2Q'16; dwucyfrowa poprawa rezultatów przez dwa kwartały).
- Podtrzymujemy niedoważenie dla spółek Apator (naszym zdaniem istnieje ryzyko niezrealizowania prognozy Zarządu na poziomie 80 mln PLN wyniku netto) oraz Kruszwica (z uwagi na deficyt rzepaku na rynku krajowym i prawdopodobne utrzymanie niskich rezultatów w 2Q'16).
- W 2Q'16 oczekujemy, że 53% obserwowanych spółek przemysłowych poprawi zeszłoroczne rezultaty, a jedynie 18% je pogorszy. Dobrych wyników w 2Q'16 oczekujemy w spółkach: Boryszew, Ciech, Elemental, Forte, Uniwheels i Zetkama. Uważalibyśmy na rezultaty spółek Apator, Kruszwica i Synthos.
- Kluczowe rekomendacje: Elemental (kupuj), Uniwheels (kupuj), Vistal (kupuj).

Budownictwo

- W lipcu WIG-Budownictwo nie odstawał negatywnie od indeksu szerokiego rynku, niemniej od początku roku spółki budowlane straciły ponad 8% vs. WIG: +1%.
- Słaby sentyment do sektora jest pochodną spadku produkcji budowlanej o 12% w 1H'16. W samym czerwcu rynek budowlany skurczył się o 13% r/r
- Największy spadek aktywności wciąż ma miejsce w budownictwie infrastrukturalnym: -18% w VI oraz -22% w okresie I-VI, co ma m.in. związek z opóźnieniami w przetargach publicznych.
- W lipcu miał miejsce przełom na rynku infrastruktury kolejowej. Rząd przedstawił zaktualizowany Krajowy Program Kolejowy do 2023 r. oraz nastąpiło otwarcie ofert w pierwszym znaczącym przetargu za 250 mln PLN (Torpol złożył najkorzystniejszą ofertę).
- Spodziewamy się, że większa fala przetargów kolejowych będzie miała miejsce w 4Q'16, co stawia w lepszym świetle Trakcję i Torpol. W dalszej kolejności zostaną wznowione inwestycje drogowe i energetyczne.
- Uważamy, że zastój w przetargach publicznych, trwający niemal rok, nie pozwoli na istotny wzrost produkcji budowlanej w 2017 r. Jednym z największych beneficjentów tego stanu rzeczy powinien być Budimex, będący w stanie osiągnąć ponadprzeciętne marże z obecnie rekordowego portfela zamówień.
- Mniej narażone na spadek koniunktury są ponadto spółki wyspecjalizowane w budownictwie kubaturowym (Unibep, Erbud).
- Kluczowe rekomendacje: Budimex (kupuj), Unibep (kupuj), Erbud (kupuj).

Deweloperzy

- Według REAS w 2Q'16 sprzedaż mieszkań wzrosła o 19% r/r przy jednoczesnym wzroście nowej podaży o 34% r/r. Mimo wzrostu oferty, efektywność sprzedaży mieszkań uległa dalszej poprawie do poziomu 31% (+4 p.p. r/r).
- Sprzedaż mieszkań wśród deweloperów giełdowych wzrosła w tym czasie średnio o 5% r/r, niemniej różnice między poszczególnymi spółkami były znaczące. Aż 6 spółek w 1H'16 osiągnęło ponad 20% dynamikę sprzedaży mieszkań: Archicom (+56%), Atal (+47%), Lokum (+44%), Vantage (+28%), Dom (+24%), Robyg (+22%). Powyższa szóstka, wraz z LC Corp (+8%), należy do grupy najatrakcyjniejszych spółek w sektorze, wycenianych poniżej wartości fundamentalnej.
- Reakcja rynku na bardzo dobre dane sprzedażowe była zaskakująco słaba. Dwucyfrowy wzrost notowań w lipcu miał miejsce jedynie w Lokum, LC Corp i JWC, co może mieć związek z oczekiwanymi bardzo dobrymi wynikami finansowymi za 2Q w powyższych spółkach. Niezrozumiałą jest dla nas spadek notowań Vantage. Uważamy, że stwarza on okazję do kupna.
- Przy braku znaczących informacji ze strony deweloperów komercyjnych ich notowania pozostały stabilne (Echo, Capital Park) lub lekko wzrosły (GTC, BBI Dev., P.A. Nova). Zwracamy uwagę na wysokie zyski z rewaluacji w wynikach za 2Q'16, będące następstwem umocnienia kursu EUR/PLN.
- Według badań RISC w 2Q'16 na rynku powierzchni komercyjnych (1) rośnie popyt najemców, (2) rośnie liczba rozpoczynanych inwestycji, prowadząc do wzrostu powierzchni niewynajętej, (3) oczekiwany jest spadek czynszów (z wyjątkiem sektora *prime*), (4) utrzymuje się wysoki popyt inwestycyjny.
- Kluczowe rekomendacje: Dom Development (kupuj), Robyg (kupuj), GTC (kupuj)

Handel

- Lipiec oraz sierpień to miesiące wyprzedażowe, których istotność w tworzeniu całorocznego wyniku spółek z sektora odzieżowo-obuwicznego jest niska.
- Ustawa o podatku handlowym została podpisana przez Prezydenta i zgodnie z harmonogramem nowa danina powinna zacząć obowiązywać od 1 września 2016 roku. Zwracamy uwagę, że Komisja Europejska przesłała swoje uwagi dotyczące nowego podatku, do których twórcy ustawy się jeszcze nie ustosunkowali. Istnieje prawdopodobieństwo, że Komisja Europejska prześle zastrzeżenia do nowego podatku.
- 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 opublikował bardzo dobre wstępne wyniki sprzedażowe za 2Q'15. W sierpniu powinno zostać podpisane porozumienie z Pizza Hut na masterfranczyzę restauracji PH na najważniejszych rynkach w CEE. 12 sierpnia spółka opublikuje wyniki za 1H'16.
- Zarząd Eurocash przyznał, że spółka jest zainteresowana przejęciem sieci Żabka. Potencjalne sfinalizowanie transakcji po cenie 1 mld EUR, wymagałoby od spółki emisji akcji. Według informacji prasowych, zainteresowanie przejęciem sieci Żabka zgłosił fundusz CVC Capital Partners (wyższa konkurencja może wpłynąć na utrzymanie się wysokiej ceny transakcji). Uwzględniając sytuację fundamentalną spółki uważamy, że walory Eurocash są zbyt drogie.
- Po istotnym wzroście ceny akcji CCC w lipcu obniżamy rekomendację dla spółki z akumuluj do trzymaj.
- Po wzroście kursu CD Projekt w lipcu obniżamy naszą rekomendację dla walurow z trzymaj do sprzedaj.

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa w czerwcu wzrosła o 6,0% r/r po 3,5% wzroście zanotowanym w maju. Czerwcowy wynik był zgodny z oczekiwaniami analityków. Wynik został pobity wyższą liczbą dni roboczych. Po wyłączeniu czynników sezonowych produkcja przemysłowa wzrosła w czerwcu o 3,6% r/r i 0,7% m/m. W rezultacie, momentum produkcji przemysłowej pozostaje na umiarkowanym poziomie, spójnym z ok. 4% wzrostem. Dane za czerwiec są o tyle istotne, że w majowych danych pojawiło się sporo oznak słabości cyklu koniunkturalnego (patrz choćby spowolnienie eksportu). Dane czerwcowe sugerują, że nie ma ewidentnych sygnałów spowolnienia. Pozytywne dynamiki zanotowano w 25 z 34 sekcji. Sekcje rosnące to mix sekcji eksportowych i tych bardziej zorientowanych na rynek krajowy. Tradycyjnie w spadkach dominują sekcje związane z górnictwem. Co ciekawe, 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 po raz kolejny zaskoczyła negatywnie, spadając o 13,0% w ujęciu rocznym. Konsensus analityków zakładał spadek o „jedyne” 9,8% rdr. Nasza prognoza (nieco bardziej optymistyczna) zakładała, że momentum poprawi się tylko z powodu lepszej bazy statystycznej. Biorąc pod uwagę całkiem dobre dane o liczbie rozpoczętych budów mieszkań w czerwcu, powinno to oznaczać spowolnienie w inwestycjach drogowych. W obliczu fatalnego stanu inwestycji samorządowych i kolejowych, tylko drogówka była jasnym punktem inwestycji publicznych.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła o 4,6% w ujęciu rocznym. To wynik gorszy od naszej optymistycznej prognozy, ale mimo wszystko sporo wyższy od konsensusu rynkowego. Kompozycja sprzedaży nie jest zaskakująca. Podobnie jak w poprzednim miesiącu, sprzedaż jest mniej więcej zgodna z trendami i wahaniami sezonowymi. Po raz kolejny więc raczej próżno w niej szukać dodatkowych efektów 500+. Nasza konkluzja pozostaje zatem bez zmian. Program 500+ na pewno wspiera dochody rozporządzalne, a badania ankietowe sugerują, że pieniądze faktycznie znajdują drogę na rynek. Uważamy, że gros wydatków przeznaczane jest na usługi, czemu sprzyja okres wakacyjny. Z punktu widzenia konsumpcji nie ma znaczenia, czy wydatek jest przeznaczony na usługę, czy towar. Tym samym pozostajemy przy scenariuszu rosnącej ścieżki konsumpcji w tym roku.

Inflacja

Odczyt flash inflacji za lipiec uplasował ją na poziomie -0,9% r/r, a więc poniżej rezultatu -0,8% z czerwca. Uważamy, że rozbieżność odczytu z naszą prognozą (-0,7%) wynika z zachowania cen żywności, które GUS wyliczył po prostu na niższym poziomie (zapewne nie -0,6%, a poniżej -1% m/m); z miesiąca na miesiąc szacunki cen żywności GUS są bardzo zbliżone do dynamik z ubiegłego roku. Pozostałe elementy układanki inflacyjnej to niższe ceny paliw, nieco niższe ceny gazu i delikatna podwyżka cen prądu w związku z dopłatami OZE. Uważamy, że inflacja bazowa wyniosła -0,2%. Z uwagi

na spadki cen paliw inflacja w kolejnym miesiącu powinna uplasować się na podobnym lub nawet nieco niższym poziomie. Wciąż nie widać procesów inflacyjnych, ani od strony gospodarki krajowej, ani od strony czynników globalnych. W ostatnich miesiącach roku inflacja wzrosła w kierunku 0,5%, jednak dryf ten będzie spowodowany tylko efektami bazowymi, a więc nie tyle rozpędzeniem tegorocznej inflacji, a zdołaniem ubiegłorocznej. Utrzymująca się niska inflacja oraz ryzyko dla wzrostu PKB (kolejny kwartał pokaże według naszych szacunków skromne przyspieszenie) nie będą gwarantowały komfortu RPP. Niemniej nie spodziewamy się, że przez najbliższe miesiące dojdzie do zmiany w polityce pieniężnej. Zmiany takiej (stopy niżej) nie należy jednak wykluczać jeszcze w tym roku, kiedy niepewności krajowe ulegną rozwiązaniu, a nowe programy stymulacyjne banków centralnych wyleją się spoza krajów ich rezydencji.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw urosło w czerwcu o 3,1% r/r, znacząco powyżej naszej prognozy i oczekiwań rynkowych (niewiele brakowało, a tempo wzrostu byłoby równe 3,2%). W ujęciu absolutnym stworzono 19 tys. miejsc pracy, to nowy letni rekord. Nie spodziewaliśmy się tak dobrego wyniku, a wiarę w utrzymanie przyspieszenia wzrostów zatrudnienia w ujęciu rocznym pokładaliśmy przede wszystkim w tendencjach sezonowych. Na tym etapie nie wiemy, co spowodowało tak znaczący wzrost zatrudnienia. Opublikowane badania koniunktury NBP wskazują, że rynek pracy pozostaje jednym z bardziej stabilnych elementów obecnego ożywienia. Niestety dopiero po lipcowej publikacji biuletynu statystycznego będziemy w stanie się wypowiedzieć, czy wzrosty zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw to efekt popytu na pracę, czy też nadal w grę wchodzi głównie czynniki związane ze zmianą formy zatrudnienia. Płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 5,3% i w tym zakresie nie pomyliliśmy się w naszych szacunkach. Wskazywaliśmy, że za windowanie dynamiki wynagrodzeń będzie w tym miesiącu odpowiedzialny głównie efekt bazowy (niestety nie możemy na bieżącym etapie tego zweryfikować). Średnioterminowa presja na wzrost płac też jest faktem (badania NBP wskazują, że w ostatnim kwartale sytuacja zelżała w tym kontekście tylko marginalnie; wzrosła natomiast średnia wielkość podwyżki), a jej źródła są zróżnicowane: spadająca stopa bezrobocia (efektywna podaż pracy szybko topnieje), podniesienie płacy progowej w związku z wypłatą 500+, potencjalnie negatywny wpływ na aktywność zawodową kobiet (znów 500+), oczekiwania związane z rozważaną obniżką wieku emerytalnego. Realny fundusz płac w czerwcu zanotował prawie dwucyfrowe tempo wzrostu. To dobry prognostyk dla konsumpcji w II kwartale, która była naszym zdaniem, w obliczu słabości eksportu, jedyną przeciwwagą dla słabej aktywności inwestycyjnej.

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	52,30	+45,2%	15,8	148,6		
BZ WBK	trzymaj	2016-08-03	301,25	305,10	301,25	+1,3%	13,7	13,5		
GETIN NOBLE BANK	kupuj	2016-02-02	0,46	0,96	0,53	+81,1%	13,5	7,4		
HANDLOWY	kupuj	2016-07-05	68,38	75,32	69,25	+8,8%	14,6	15,1		
ING BSK	redukuj	2016-08-03	134,50	119,38	134,50	-11,2%	18,4	16,7		
MILLENNIUM	kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	5,42	+29,2%	12,1	9,6		
PEKAO	trzymaj	2016-08-03	124,75	-	124,75	-	15,9	15,5		
PKO BP	kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	26,30	+20,2%	11,4	10,6		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2016-06-02	948	1085,6 CZK	981	+10,6%	15,2	12,8		
ERSTE BANK	kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	22,66	+42,7%	8,5	7,6		
RBI	kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	10,99	+56,0%	11,9	4,0		
OTP BANK	trzymaj	2016-04-06	6900	6487 HUF	6620	-2,0%	10,2	8,3		
Ubezpieczyciele										
PZU	kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	29,08	+45,9%	10,7	8,9		
Usługi finansowe										
KRUK	trzymaj	2016-08-03	219,10	211,44	219,10	-3,5%	16,1	13,7		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	32,44	+44,1%	8,9	9,0		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	28,30	+49,1%	7,4	6,5		
Paliwa, Chemia										
CIECH	trzymaj	2016-02-02	80,00	74,35	57,60	+29,1%	6,9	8,2	4,9	5,1
GRUPA AZOTY	kupuj	2016-06-07	72,00	86,10	72,11	+19,4%	11,0	13,3	5,9	6,6
LOTOS	trzymaj	2016-04-19	28,09	26,50	29,28	-9,5%	9,8	9,0	5,6	5,6
MOL	trzymaj	2016-04-19	225,50	224,20	238,05	-5,8%	15,4	11,0	4,9	4,2
PGNIG	akumuluj	2016-07-27	5,50	6,06	5,43	+11,6%	14,9	13,3	5,7	5,2
PKN ORLEN	redukuj	2016-04-19	71,18	59,00	62,55	-5,7%	7,0	8,1	4,6	5,1
POLWAX	kupuj	2016-02-02	15,70	23,24	15,60	+49,0%	6,6	6,5	5,4	5,0
SYNTHOS	trzymaj	2016-07-05	3,54	3,39	3,88	-12,6%	17,0	13,7	10,1	8,8
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2016-08-03	73,03	79,87	73,03	+9,4%	11,8	13,3	6,3	6,5
ENEA	trzymaj	2016-02-02	11,50	12,40	10,87	+14,1%	7,5	7,1	5,2	5,1
ENERGA	zawieszona	2016-03-16	13,30	-	9,55	-	5,8	5,4	4,4	4,5
PGE	kupuj	2016-06-02	12,35	14,60	12,50	+16,8%	7,1	8,9	4,1	5,0
TAURON	kupuj	2016-02-02	2,71	3,78	3,17	+19,2%	6,0	6,6	4,6	5,0
Telekomunikacja										
NETIA	akumuluj	2016-06-08	5,05	5,30	4,44	+19,4%	-	-	4,2	4,8
ORANGE POLSKA	kupuj	2016-02-02	6,43	8,05	5,18	+55,4%	27,3	23,2	4,0	4,1
Media										
AGORA	akumuluj	2016-05-06	12,94	13,35	11,52	+15,9%	39,7	21,3	5,5	5,1
CYFROWY POLSAT	trzymaj	2016-02-02	21,99	22,10	23,25	-4,9%	12,4	11,9	6,9	6,6
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2016-06-02	46,00	50,00	49,49	+1,0%	18,0	15,8	12,4	11,0
IT										
ASSECO POLAND	akumuluj	2016-05-06	57,69	62,89	55,56	+13,2%	12,5	12,1	6,6	6,3
CD PROJEKT	sprzedaj	2016-08-03	34,00	26,50	34,00	-22,1%	28,7	44,7	19,8	31,3
COMARCH	zawieszona	2013-03-11	89,60	-	156,10	-	-	-	-	-
SYGNITY	zawieszona	2013-02-05	16,80	-	5,82	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
KGHM	redukuj	2016-08-03	78,20	61,50	78,20	-21,4%	22,7	12,7	6,5	5,5
LW BOGDANKA	sprzedaj	2016-08-03	52,00	33,00	52,00	-36,5%	8,0	9,9	3,2	3,5
Przemysł										
ELEMENTAL	kupuj	2016-06-13	3,50	4,60	3,92	+17,3%	13,7	11,3	11,2	8,8
FAMUR	trzymaj	2016-04-06	2,57	2,20	2,83	-22,3%	28,0	16,2	6,3	5,4
KERNEL	trzymaj	2016-03-07	54,90	55,00	61,95	-11,2%	6,0	6,1	4,5	4,3
KĘTY	trzymaj	2016-07-01	318,90	291,10	343,05	-15,1%	12,9	15,6	9,7	9,3
UNIWHEELS	kupuj	2016-07-21	149,60	172,10	155,00	+11,0%	10,2	9,0	7,5	6,4
VISTAL	kupuj	2016-02-02	8,00	15,40	9,25	+66,5%	7,0	6,1	7,1	6,7
Budownictwo										
BUDIMEX	kupuj	2016-07-05	174,00	225,10	177,40	+26,9%	15,7	12,5	8,0	6,5
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2015-12-03	141,00	166,50	105,00	+58,6%	9,0	8,8	5,1	4,7
ERBUD	kupuj	2016-02-03	25,95	36,00	27,45	+31,1%	9,8	8,9	4,8	4,5
UNIBEP	kupuj	2016-02-03	9,89	12,10	10,41	+16,2%	10,9	8,8	6,8	5,6
Developerzy										
CAPITAL PARK	trzymaj	2016-04-06	6,55	6,50	6,47	+0,5%	49,4	16,2	31,1	20,3
DOM DEVELOPMENT	kupuj	2016-05-30	54,40	69,50	53,90	+28,9%	10,6	8,9	8,6	7,2
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	6,90	+18,8%	9,5	4,2	12,7	6,9
ROBYG	kupuj	2016-01-28	2,83	3,40	2,89	+17,6%	9,0	9,6	8,3	9,1
Handel										
AMREST	trzymaj	2016-05-06	220,00	217,00	246,00	-11,8%	33,8	27,1	12,2	10,5
CCC	trzymaj	2016-08-03	184,00	181,00	184,00	-1,6%	26,7	19,6	17,9	13,6
EUROCASH	sprzedaj	2016-04-18	55,77	42,70	50,68	-15,7%	27,6	23,9	14,2	12,3
JERONIMO MARTINS	trzymaj	2016-04-18	14,76	14,9 EUR	15,06	-1,0%	24,6	20,8	11,1	9,6
LPP	redukuj	2016-02-02	5411	4900	4905	-0,1%	23,0	17,3	12,5	10,0
Inne										
WORK SERVICE	akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	10,06	+36,2%	14,3	11,8	8,1	7,0

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

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
PGNiG	akumuluj	akumuluj	6,06	2016-07-27
SYNTHOS	trzymaj	redukuj	3,39	2016-07-05
UNIWHEELS	kupuj	akumuluj	172,10	2016-07-21

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BZ WBK	trzymaj	kupuj	305,10	2016-08-03
CCC	trzymaj	akumuluj	181,00	2016-08-03
CD PROJEKT	sprzedaj	trzymaj	26,50	2016-08-03
CEZ	akumuluj	kupuj	79,87	2016-08-03
ING BSK	redukuj	trzymaj	119,38	2016-08-03
KGHM	redukuj	trzymaj	61,50	2016-08-03
KRUK	trzymaj	akumuluj	211,44	2016-08-03
LW BOGDANKA	sprzedaj	trzymaj	33,00	2016-08-03
PEKAO	trzymaj	redukuj	127,42	2016-08-03

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	5,2%	1	3,1%
redukuj	4	6,9%	3	9,4%
trzymaj	18	31,0%	7	21,9%
akumuluj	8	13,8%	5	15,6%
kupuj	25	43,1%	16	50,0%

Banki

Alior Bank										kupuj	
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		52,30 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-05-24	
		Cena docelowa:		75,93 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Wynik odsetkowy	1 229,6	1 501,1	22,1%	1 729,6	15,2%	2 664,0	54,0%	Liczba akcji (mln)		129,3	
Marża odsetkowa	4,4%	4,3%		4,0%		4,8%		MC (cena bieżąca)		6 760,4	
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		0,6%	
P/E	11,3	12,3		20,2		148,6		Zmiana ceny: 6m		6,5%	
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m		-24,7%	
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 naszą cenę docelową na poziomie 75,93 PLN na akcję. Podtrzymujemy nasze prognozy na lata 2016-19. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, Alior zwrócił się do akcjonariuszy o podniesienie kapitału w maksymalnym wymiarze 2,2 mld PLN. Kapitał ten powinien umożliwić Aliorowi przejęcie części banku BPH wraz z akcjonariuszami mniejszościowymi oraz prowadzić akcję kredytową w 2016 roku. Podtrzymujemy, że przejęcie części Banku BPH powinno mieć negatywny wpływ na EPS jedynie w 2017 roku, kiedy to koszty integracji znacznie przewyższą oczekiwane synergie kosztowe.

Jednocześnie uważamy, że transakcja może jeszcze pozytywnie zaskoczyć niższymi kosztami integracji, tak jak to miało miejsce w przypadku innych fuzji na polskim rynku, zaś niski wynik w 2017 roku może zostać wsparty przez rozpoznanie tzw. badwillu (około 0,1 mld PLN). Po finalizacji przejęcia Alior Bank powinien być notowany z dyskontem do sektora (na 12M forward P/E 13,5x) co uzasadniamy najniższymi wskaźnikami wypłacalności. Sceptycznie podchodzimy do wspólnej propozycji Kancelarii Prezydenta RP oraz NBP odnośnie restrukturyzacji kredytów CHF, co z kolei powinno faworyzować banki bez ekspozycji na te kredyty.

BZ WBK										trzymaj									
Analitik: Michał Konarski				Cena bieżąca:		301,25 PLN								Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03			
				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)		29 802,4								
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		16,8%								
P/E		14,7	12,8		13,7		13,5		Zmiana ceny: 6m		16,4%								
P/BV		1,7	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m		-0,9%								
DPS		10,7	0,0		22,6		11,6		Min (52 tyg.)		232,5								
DYield (%)		3,6	0,0		7,5		3,9		Max (52 tyg.)		320,2								

*przed kosztami rezerw

Naszą rekomendację dla BZ WBK obniżamy z akumuluj do trzymaj jednocześnie podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 305,10 PLN na akcję. Uważamy, że koszt restrukturyzacji CHF może być niedoszacowany przez rynek. Użycie wag ryzyka dla kredytów CHF w celu zmuszenia banku do przewalutowania stawia w lepszej sytuacji kredytobiorcę, przez co może on wymóc na banku bardziej preferencyjny kurs przewalutowania. Z jednej

strony bank może być zagrożony znaczącym jednorazowym kosztem przewalutowania, a z drugiej rozłożenie strat w czasie spowoduje trwały ubytek na zyskowności banku w kolejnych latach. Jednocześnie uważamy, że po wynikach banku za 2Q'16 obecny konsensus rynkowy na poziomie 2,0 mld PLN jest zbyt niski o 10%. Niemniej jednak podwyżka konsensusu już jest naszym zdaniem w wycenie banku.

Getin Noble Bank		kupuj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		0,53 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)		1 545,9	
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		26,2%	
P/E	3,9	31,8		13,5		7,4		Zmiana ceny: 6m		17,8%	
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m		-52,3%	
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.)		1,1	

*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%). Uważamy, że przyszłość GNB leży obecnie w rękach nadzorczy oraz domiarów kapitałowych, jakie może nałożyć na bank. W przypadku zwiększenia wagi ryzyka na kredytach FX do poziomu 150% GNB wykazuje się brakiem kapitału do poziomu 10,25%.

Handlowy		kupuj										
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		69,25 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-07-05		
		Cena docelowa:		75,32 PLN								
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Wynik odsetkowy	1 163,9	976,6	-16,1%	990,4	1,4%	1 016,5	2,6%	Liczba akcji (mln)		130,7		
Marża odsetkowa	2,4%	2,0%		2,0%		2,0%		MC (cena bieżąca)		9 048,2		
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		1,6%		
P/E	9,6	14,4		14,6		15,1		Zmiana ceny: 6m		-6,0%		
P/BV	1,2	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m		-25,2%		
DPS	7,2	7,4		4,7		4,8		Min (52 tyg.)		61,5		
DYield (%)	10,3	10,7		6,8		6,9		Max (52 tyg.)		93,8		

*przed kosztami rezerw

Po nieznacznym wzroście kursu w przeciągu ostatniego miesiąca (+1,6%) uważamy, że walory Banku Handlowego nadal prezentują się atrakcyjnie. Naszą 9-miesięczną wycenę korygujemy o dywidendę w wysokości 4,68 na akcję do poziomu 75,32 PLN na akcję oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj z 9% potencjałem wzrostu. Oczekujemy, że wyniki w 1Q'16 były najgorsze w całym roku, a wynik handlowy jak i marża powinny zanotować poprawę zaczynając od 2Q'16. Na 2016 P/E Bank Handlowy notowany z 2% premią do grupy porównawczej oraz z 8% dyskontem

do Banku Pekao wobec 5% dyskonta na 5-letniej średniej. Uważamy, że wyższa 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 trzy kolejne lata. Oczekujemy, że słaby wynik handlowy w 1Q'16 zostanie w pełni zrekompensowany przez zysk jednorazowy z tytułu transakcji Visa w 2Q'16.

ING BSK
redukuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 134,50 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-08-03
		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)	17 498,5
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	5,5%
P/E	16,8	15,5		18,4		16,7		Zmiana ceny: 6m	21,3%
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	4,3%
DPS	4,4	4,0		4,2		3,7		Min (52 tyg.)	101,6
DYield (%)	3,3	3,0		3,1		2,7		Max (52 tyg.)	135,7

*przed kosztami rezerw

Obniżamy naszą rekomendację trzymaj dla ING BSK do redukuj podtrzymując 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. Niestety dotychczasowa niska rentowność aktywów powoduje, że wprowadzony przez PiS podatek bankowy stanowi aż 25% prognozowanego przez nas zysku netto i obniża naszą wycenę o 26,09 PLN na

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

Millennium
kupuj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca: 5,42 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)	6 575,1
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	17,1%
P/E	10,1	12,0		12,1		9,6		Zmiana ceny: 6m	3,2%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-11,1%
DPS	0,2	0,0		0,0		0,2		Min (52 tyg.)	4,3
DYield (%)	4,1	0,0		0,0		4,1		Max (52 tyg.)	6,7

*przed kosztami rezerw

Kurs Millennium wzrósł w przeciągu ostatniego miesiąca o 17,1%. Nagła poprawa sentymentu związana jest z dobrze przyjętym przez rynek projektem restrukturyzacji ekspozycji CHF przez NBP. Projekt NBP polega na zwiększaniu wag ryzyka dla kredytów FX do takiego poziomu, aby bank samoczynnie postanowił przewalutować własną ekspozycję kredytową. Uważamy jednak, że ustawa może spowodować znaczące straty dla banku wynikające z lepszej pozycji klienta podczas negocjacji. Ustawa może doprowadzić do

przewalutowania kredytów po kursie z dnia udzielenia, a ewentualne rozłożenie w czasie spowoduje długotrwały negatywny efekt na rentowność banku. Z drugiej strony, bank pochwalił się dobrymi wynikami, które napędzane były przez znaczący wzrost marży odsetkowej i poprawę wyniku odsetkowego. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj chociaż jednocześnie widzimy narastające zagrożenie dla wyceny banku płynące ze strony regulatora (szczegółowo dopiero w październiku).

Pekao										trzymaj	
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		124,75 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03	
		Cena docelowa:		-							
(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)	32 743,1		
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	-7,3%		
P/E	12,1	14,3		15,9		15,5		Zmiana ceny: 6m	-9,3%		
P/BV	1,4	1,4		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	-22,4%		
DPS	10,0	10,0		8,4		7,6		Min (52 tyg.)	123,4		
DYield (%)	8,0	8,0		6,7		6,1		Max (52 tyg.)	167,5		

*przed kosztami rezerw

Podwyższamy naszą rekomendację redukuj do trzymaj 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. Według ostatnich spekulacji prasowych UCI rozważa podniesienie kapitału o 7-8 mld EUR co odsunęłoby widmo

sprzedaży banku. Ponadto uważamy, że sprzedaż Banku Pekao spowoduje dalszą presję na cenę, co z kolei nie usatysfakcjonuje potrzeb kapitałowych UCI. Uważamy że 11% premia, z jaką Bank Pekao jest notowany do polskiego sektora w 2016 roku jest adekwatna biorąc pod uwagę, że historycznie na wskaźniku 12M forward P/E Bank Pekao notowany był z 13% premią do indeksu WIG Banki.

PKO BP										kupuj									
Analityk: Michał Konarski				Cena bieżąca:		26,30 PLN						Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02					
				Cena docelowa:		31,62 PLN													
(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)		32 875,0								
WNDB		11 494,8	10 961,9	-4,6%	11 842,8	8,0%	12 326,5	4,1%	Free float		68,6%								
Wynik operacyjny*		5 901,4	4 628,6	-21,6%	6 082,8	31,4%	6 517,4	7,1%											
Zysk brutto		4 034,6	3 190,8	-20,9%	4 458,9	39,7%	4 829,1	8,3%											
Zysk netto		3 254,1	2 609,6	-19,8%	2 873,2	10,1%	3 090,0	7,5%											
ROE		12,4%	9,0%		9,4%		9,7%		Zmiana ceny: 1m		12,9%								
P/E		10,1	12,6		11,4		10,6		Zmiana ceny: 6m		12,5%								
P/BV		1,2	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m		-10,0%								
DPS		0,8	0,0		1,8		0,9		Min (52 tyg.)		22,4								
DYield (%)		2,9	0,0		6,8		3,5		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. W 2Q'16 oczekujemy bardzo dobrych wyników banku z zyskiem netto na poziomie 822 mln PLN. Ponadto uchwalenie warunkowej dywidendy przez WZA PKO BP (1 PLN/akcję) wskazuje na poważne zamiary banku odnośnie rynku M&A. Pozytywnie oceniamy pomysł zakupu przez PKO BP Raiffeisen Polbanku. Uważamy, że bank będzie w

stanie wynieść znaczące synergie kosztowe oraz zmniejszyć koszt finansowania w przejmowanym podmiocie. Szacujemy również, że aby dokonać transakcji PKO BP nie będzie musiało podnosić kapitału. Jednocześnie widzimy poważne zagrożenie dla banku ze strony pomysłu restrukturyzacji ekspozycji CHF, która może pozbawić bank całego kapitału CET1 oraz wygenerować presję na rentowność w kolejnych latach.

Komerční Banka
akumuluj

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		981 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)		185 343,2	
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		9,2%	
P/E	14,3	14,5		15,2		12,8		Zmiana ceny: 6m		-2,8%	
P/BV	1,9	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m		-12,7%	
DPS	46,0	62,0		62,0		62,0		Min (52 tyg.)		863,0	
DYield (%)	4,7	6,3		6,3		6,3		Max (52 tyg.)		1 124,8	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Komerční Banka. Uważamy, że Komerční Banka oferuje z jednej strony jedną z najwyższych dywidend w sektorze, ale z drugiej strony będzie musiał się zmagać z wymagającym środowiskiem operacyjnym, które negatywnie będzie oddziaływać również w 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 zostały wsparte 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.

Erste Bank
kupuj

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 22,66 EUR						Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa: 32,34 EUR							
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Wynik odsetkowy	4 495,2	4 444,7	-1,1%	4 520,4	1,7%	4 664,1	3,2%	Liczba akcji (mln)	429,8
Marża odsetkowa	2,3%	2,2%		2,2%		2,1%		MC (cena bieżąca)	9 739,3
WNDB	6 697,3	6 584,0	-1,7%	6 719,7	2,1%	6 927,8	3,1%	Free float	69,5%
Wynik operacyjny*	1 356,0	2 368,2	74,6%	2 863,2	20,9%	3 087,7	7,8%		
Zysk brutto	-803,2	1 639,1		2 019,4	23,2%	2 216,4	9,8%		
Zysk netto	-1 442,0	968,2		1 150,3	18,8%	1 281,3	11,4%		
ROE		9,3%		10,1%		10,5%		Zmiana ceny: 1m	13,9%
P/E		10,1		8,5		7,6		Zmiana ceny: 6m	-9,5%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-18,0%
DPS	0,2	0,0		0,6		0,7		Min (52 tyg.)	18,9
DYield (%)	0,9	0,0		2,7		3,1		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. Erste bank podał w komunikacie, że zrewidował w górę prognozę ROTE na 2016 rok do poziomu powyżej 12% z 10-11% zapowiadanych poprzednio. Nowa prognoza zarządu zawiera potencjalną jednorazową wpłatę podatku bankowego w Austrii w 2016 r. w wysokości około 200 mln EUR. Opłata ta jest częścią planu obniżenia podatku bankowego, którego spadek Erste Bank ocenia na około 110 mln EUR w

2017 r. Nasza prognoza zysku netto na 2016 na poziomie 1 150 mln EUR przekładała się na ROTE na poziomie 11%. Nowa prognoza zarządu wskazuje, że bank powinien zarobić co najmniej 1 254 mln EUR (+9% względem poprzedniej prognozy) w roku 2016, zaś korygując wynik o jednorazową kontrybucję podatku bankowego 1 454 mln EUR. 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:		10,99 EUR								Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02			
				Cena docelowa:		17,14 EUR													
(mln EUR)		2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)										
Wynik odsetkowy		3 788,9	3 327,0	-12,2%	3 263,5	-1,9%	3 264,7	0,0%	Liczba akcji (mln)				292,4						
Marża odsetkowa		3,0%	2,8%		2,9%		3,0%		MC (cena bieżąca)				3 213,2						
WNDB		4 762,4	4 877,0	2,4%	4 356,6	-10,7%	4 720,2	8,3%	Free float				21,5%						
Wynik operacyjny*		1 738,9	1 962,0	12,8%	1 623,3	-17,3%	2 200,2	35,5%											
Zysk brutto		23,0	696,0	2930,2%	621,5	-10,7%	1 236,5	99,0%											
Zysk netto		-598,5	383,0		269,8	-29,5%	812,5	201,1%											
ROE			4,9%		3,3%		9,5%		Zmiana ceny: 1m				-3,2%						
P/E			8,4		11,9		4,0		Zmiana ceny: 6m				-0,4%						
P/BV		0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m				-15,1%						
DPS		1,0	0,0		0,0		0,4		Min (52 tyg.)				10,2						
DYield (%)		9,3	0,0		0,0		3,4		Max (52 tyg.)				15,7						

*przed kosztami rezerw

Kurs akcji RBI od początku roku spadł o 16,9% i zaskoczył się gorzej względem indeksu MSCI EME Financials (+3,6%). Odzwierciedla to obawy inwestorów o potencjalną fuzję RBI ze swoim głównym akcjonariuszem RZB. Połączenie obu banków może wyrzucić presję na wskaźniki wypłacalności. 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:		6 620 HUF								Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-06			
				Cena docelowa:		6 487 HUF													
(mld HUF)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mld HUF)											
Wynik odsetkowy	635,3	555,9	-12,5%	553,0	-0,5%	558,2	1,0%	Liczba akcji (mln)			267,0								
Marża odsetkowa	6,0%	5,1%		5,2%		5,2%		MC (cena bieżąca)			1 767,8								
WNDB	828,6	759,0	-8,4%	763,6	0,6%	781,7	2,4%	Free float			100,0%								
Wynik operacyjny*	417,1	366,7	-12,1%	372,1	1,5%	388,1	4,3%												
Zysk brutto	142,3	146,0	2,5%	222,1	52,2%	271,8	22,4%												
Zysk netto	-102,0	63,6		173,7	173,2%	213,0	22,6%												
ROE		5,1%		13,2%		14,5%		Zmiana ceny: 1m		4,9%									
P/E		27,8		10,2		8,3		Zmiana ceny: 6m		10,5%									
P/BV		1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m		15,1%									
DPS		146,9		163,3		197,8		Min (52 tyg.)		5 226,0									
DYield (%)		2,2		2,5		3,0		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. Dodatkowo, wyniki za 2Q'16 powinny ukazać dobrą jakość aktywów oraz znaczący wzrost wyniku na działalności podstawowej. 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 Banku.

Ubezpieczyciele

PZU kupuj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 29,08 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02			
		Cena docelowa: 42,44 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Składka brutto:	16 884,6	18 359,0	8,7%	18 569,0	1,1%	19 172,7	3,3%	Liczba akcji (mln)	863,5
majątkowa	9 110,7	10 713,3	17,6%	10 412,1	-2,8%	10 753,5	3,3%	MC (cena bieżąca)	25 111,2
życiowa	7 807,7	7 922,9	1,5%	7 922,9	0,0%	8 200,7	3,5%	Free float	64,8%
Wynik techniczny	19 513,7	19 366,9	-0,8%	20 288,1	4,8%	21 440,3	5,7%		
Zysk brutto	3 693,2	2 943,7	-20,3%	3 239,6	10,1%	3 867,0	19,4%		
Zysk netto	2 967,6	2 342,2	-21,1%	2 350,6	0,4%	2 823,0	20,1%		
ROE	22,6%	18,0%		18,4%		21,7%		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/E	8,5	10,7		10,7		8,9		Zmiana ceny: 6m	-7,4%
P/BV	1,9	1,9		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m	-32,6%
DPS	3,4	2,4		2,7		3,3		Min (52 tyg.)	27,3
DYield (%)	11,8	8,3		9,4		11,2		Max (52 tyg.)	44,6

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 lipca kurs akcji PZU spadł o 32,6% wobec spadku indeksu WIG20 na poziomie 21%. Negatywny sentyment odzwierciedla obawy rynku odnośnie presji na przyszłe wyniki PZU (spadek wyniku inwestycyjnego, nowy podatek finansowy), inwestycje w sektor wydobywczy czy ryzyko polityczne (nawis akcji Skarbu Państwa oraz zmiana zarządu). Niemniej jednak uważamy, że PZU charakteryzować będzie nadal wysoka dywidenda oraz

nadwyżkowy kapitał. Ponadto, dzięki wysokiej rentowności aktywów specjalny podatek finansowy powinien stanowić jedynie około 10% zysku netto w 2016 oraz 2017 roku. Uważamy, że w odróżnieniu od sektora bankowego główne ryzyka dla PZU zmaterializowały się. Ponadto, emisja akcji w Alior Banku uwzględniająca prawa poboru powinna pozwolić utrzymać PZU znaczące kapitały nadwyżkowe, a co za tym idzie zdolność do wypłaty dywidendy. Ze względu na ponadprzeciętne ROE, dywidendę oraz niską wrażliwość na podatek, PZU przedstawia się nadal jako atrakcyjna alternatywa dla sektora bankowego.

Usługi finansowe

Kruk										trzymaj									
Analitik: Michał Konarski				Cena bieżąca: 219,10 PLN								Data ostatniej aktualizacji: 2016-08-03							
				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)				3 811,9						
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				8,6%						
P/E		24,7	18,7		16,1		13,7		Zmiana ceny: 6m				32,5%						
P/BV		6,4	4,9		3,9		3,1		Zmiana ceny: 12m				24,1%						
DPS		0,0	1,5		2,0		2,3		Min (52 tyg.)				149,4						
DYield (%)		0,0	0,7		0,9		1,1		Max (52 tyg.)				219,1						

Obniżamy naszą rekomendację dla Kruka z akumuluj do trzymaj, podtrzymując 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 po raz 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. Niemniej jednak, zwrot z kapitałów powyżej 18% przez kolejne 10 lat oraz dwucyfrowa dynamika zysku netto przez najbliższe 3 lata już uzasadniają wysoką 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:		32,44 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)	386,3		
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	4,0%		
P/E	6,2	10,0		8,9		9,0		Zmiana ceny: 6m	-10,8%		
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-26,3%		
DPS	2,2	5,3		3,3		3,6		Min (52 tyg.)	30,7		
DYield (%)	6,7	16,2		10,0		11,2		Max (52 tyg.)	46,7		

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 46,76 PLN na akcję. 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 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 38,7 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: 28,30 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)	193,1
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	-3,5%
P/E	6,0	12,7		7,4		6,5		Zmiana ceny: 6m	5,2%
P/BV	2,0	2,1		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	-27,4%
DPS	2,8	3,1		2,9		3,0		Min (52 tyg.)	25,0
DYield (%)	9,9	11,1		10,4		10,7		Max (52 tyg.)	40,8

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj. Skarbiec Holding (Skarbiec) jest akcjonariuszem wiodącego towarzystwa funduszy inwestycyjnych – Skarbiec TFI. Na koniec 2Q'16 roku wielkość aktywów pod zarządzaniem (AUM) Skarbiec TFI plasowała Grupę na 5. miejscu na rynku TFI. Skarbiec TFI charakteryzuje dobrze zdywersyfikowana struktura detalicznych AUM, szeroka sieć dystrybucyjna oraz wysoka dochodowość wspierana przez opłatę zmienną. Oczekujemy, iż Skarbiec dążyć będzie do zmiany struktury AUM w kierunku produktów wysokomarżowych, co

pozytywnie przełoży się na wynik finansowy, szczególnie w środowisku oczekiwanej przez nas presji na marżę. Niemniej jednak, prognozujemy że w obecnym roku wysokomarżowe aktywa skurczą się ze względu na zawirowania na rynkach kapitałowych. Na wskaźniku 2017 P/E 6,5x Skarbiec Holding notowany jest ze znaczącym dyskontem do rynkowej oraz polskiej średniej. Uważamy, iż pewne dyskonto jest zasadne ze względu na strukturę przychodów w dużej mierze zależnej od success fee, ale obecny poziom dyskonta jest zbyt wysoki.

Paliwa, chemia

Ciech		trzymaj									
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		57,60 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)	3 035,5		
marża EBITDA	16,2%	21,6%		23,5%		22,1%		EV (cena bieżąca)	4 085,0		
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	18,2	8,8		6,9		8,2		Zmiana ceny: 1m	8,7%		
P/CE	8,2	5,4		4,4		4,8		Zmiana ceny: 6m	-28,0%		
P/BV	3,1	2,4		1,8		1,5		Zmiana ceny: 12m	-21,8%		
EV/EBITDA	8,0	6,1		4,9		5,1		Min (52 tyg.)	50,1		
DYield (%)	2,0	0,0		4,9		4,4		Max (52 tyg.)	87,5		

Według naszych szacunków, w efekcie niższych cen surowców (cen koksu, węgla i gazu ziemnego) i utrzymujących się sprzyjających cen sody wyniki Grupy Ciech wzrosną w 2Q'16 o 20% na poziomie EBITDA i 37% wyniku netto (publikacja wyników 31 sierpnia). Oczekujemy również, że w 2H'16 mimo rosnącej bazy Ciech utrzyma pozytywną dynamikę rezultatów operacyjnych i netto. Mimo oczekiwanego spadku wyników w 2017 i 2018 roku efektem z jednej strony planowanego uruchomienia nowych mocy wytwórczych i rosnącej presji konkurencyjnej z Chin Ciech notowany jest z dyskontem do spółek

porównywalnych na wskaźniku P/E i EV/EBITDA na 2017 rok. Głównym zagrożeniem na 2H'16 jest naszym zdaniem powrót produkcji 1,8 mln ton sody fabryki Shandong Haihua w Chinach, która została wyłączona na początku 2016 roku. W krótkim okresie negatywnie na sentyment wpływać może informacja o czasowym wyłączeniu fabryki sody w Górzach. Wyniki kwartalne naszym zdaniem jednak powinny poprawić sentyment wokół Spółki. Wkrótce przedstawimy aktualizację rekomendacji i prognoz dla Grupy Ciech. Podtrzymujemy neutralne nastawienie.

Grupa Azoty		kupuj									
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		72,11 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)	7 153,0		
marża EBITDA	8,3%	13,1%		14,6%		13,3%		EV (cena bieżąca)	8 510,5		
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	30,9	11,7		11,0		13,3		Zmiana ceny: 1m	4,5%		
P/CE	9,5	6,6		6,1		6,6		Zmiana ceny: 6m	-27,8%		
P/BV	1,2	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-18,2%		
EV/EBITDA	10,1	6,0		5,9		6,6		Max (52 tyg.)	68,1		
DYield (%)	0,6	0,0		1,2		2,7		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. W krótkim terminie liczymy na odbicie cen nawozów syntetycznych, 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 nieznaczny poprawę oczyszczonych o zdarzenia jednorazowe wyników finansowych w 2Q'16 oraz poprawę wolumenu sprzedaży nawozów po 1Q'16. Oczekujemy, że po 1H'16 Zarząd odniesie się do konsensusu całorocznych prognoz oraz obniży oczekiwany CAPEX na 2016 rok z 1,7 mld PLN do poniżej 1,5 mld PLN (publikacja wyników 24 sierpnia). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji Grupy Azoty.

Lotos
trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 29,28 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)	5 413,1
marża EBITDA	-2,0%	5,0%		10,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)	11 203,6
EBIT	-1 393,0	423,4		1 037,4	145,0%	1 158,7	11,7%	Free float	46,8%
Zysk netto	-1 466,3	-263,3	-82,0%	553,2		603,1	9,0%		
P/E				9,8		9,0		Zmiana ceny: 1m	-2,4%
P/CE		12,0		3,6		3,5		Zmiana ceny: 6m	15,5%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-7,5%
EV/EBITDA		9,8		5,6		5,6		Min (52 tyg.)	24,1
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	33,2

Marże na dieslu ponownie zbliżają się do tegorocznych minimów czemu sprzyjają rosnące zapasy w portach ARA po zakończeniu strajków w rafineriach francuskich. Modelowa marża przerobowa znalazła się w trendzie spadkowym w szczycie sezonu transportowego (wysokie zapasy benzyny, rosnąca podaż z rafinerii amerykańskich i rekordowy eksport tego paliwa z Chin, wspomniane pogorszenie bilansu na ON), co nie napawa optymizmem w kontekście kolejnych miesięcy. Dyferencjał Ural/Brent spadł do poziomu 2 USD, a jednocześnie rośnie spread pomiędzy kwotowaniami ropy Brent i WTI, co poprawia pozycję konkurencyjną rafinerii w USA i zachęca je do wyższej utylizacji mocy przerobowych. W tym kontekście oczekiwane dobre wyniki za 2Q to już historia, która raczej nie powtórzy się szybko. Nadal jednak pewnym buforem bezpieczeństwa dla

notowań Lotosu powinny być spekulacje dotyczące przejęcia tej spółki bądź jej aktywów przez PKN Orlen czy PGNiG. Teoretycznie można sobie wyobrazić, że realizując koncepcję Ministra Skarbu PGNiG konsoliduje w swojej Grupie aktywa wydobywcze (potencjalnie atrakcyjna oferta gotówkowa za Petrobaltic), a następnie Rząd decyduje się na połączenie dwóch spółek rafineryjnych. Ma to uzasadnienie chociażby w kontekście zgłoszonego do planu Junckera mega projektu petrochemicznego w Gdańsku, na który Lotosowi w pojedynkę będzie trudno zabezpieczyć finansowanie. Uważamy więc, że akcje koncernu z Gdańska powinny zachowywać się lepiej od Orlenu w najbliższym czasie, aczkolwiek w scenariuszu dalszych spadków marż rafineryjnych raczej nie unikną przeceny. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

MOL
trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		238,05 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)	24 880,8
marża EBITDA	8,4%	15,8%		16,8%		14,2%		EV (cena bieżąca)	39 042,1
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	439,2			15,4		11,0		Zmiana ceny: 1m	-0,7%
P/CE	4,8	3,0		3,8		3,5		Zmiana ceny: 6m	24,7%
P/BV	1,0	1,2		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	21,6%
EV/EBITDA	6,8	4,1		4,9		4,2		Min (52 tyg.)	161,0
Dyield (%)	3,4	2,8		3,1		3,4		Max (52 tyg.)	247,2

Akcje MOL-a mimo korekty na rynku ropy w ostatnich tygodniach zachowywały się dość dobrze na tle regionalnej konkurencji. Naszym zdaniem nie do końca jest to uzasadnione, gdyż w obecnym otoczeniu spadających marż rafineryjnych węgierski koncern jest narażony na duże ryzyko osłabienia wyników w obszarze przerobu (w 2016 roku to 70% strumienia CCS EBITDA), co niekoniecznie musi być w pełni skompensowane przez obszar E&P. Zwracamy uwagę na dużą dźwignię operacyjną rafinerii w Chorwacji, których skuteczna restrukturyzacja bez ugody z tamtejszym rządem jest mało prawdopodobna. Dodatkowym zagrożeniem są pogorszające się marże petrochemiczne na polimerach, których wysokie poziomy gwarantowały w ostatnich kwartałach

40 mld HUF EBITDA (MOL jest bardziej eksponowany na poliolefiny niż Orlen). 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 przy obecnych trendach makro może zachowywać się gorzej od szerokiego rynku. Na razie utrzymujemy neutralną rekomendację.

PGNiG		akumuluj									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		5,43 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-07-27	
		Cena docelowa:		6,06 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	34 304,0	36 464,0	6,3%	32 667,0	-10,4%	33 300,2	1,9%	Liczba akcji (mln)	5 900,0		
EBITDA	6 345,0	6 080,0	-4,2%	5 669,8	-6,7%	6 172,1	8,9%	MC (cena bieżąca)	32 037,0		
marża EBITDA	18,5%	16,7%		17,4%		18,5%		EV (cena bieżąca)	32 270,0		
EBIT	3 843,0	3 290,0	-14,4%	3 039,1	-7,6%	3 583,5	17,9%	Free float	27,6%		
Zysk netto	2 823,0	2 134,0	-24,4%	2 157,0	1,1%	2 408,6	11,7%				
P/E	11,3	15,0		14,9		13,3		Zmiana ceny: 1m	-3,4%		
P/CE	6,0	6,5		6,7		6,4		Zmiana ceny: 6m	9,0%		
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	-16,3%		
EV/EBITDA	5,5	5,3		5,7		5,2		Min (52 tyg.)	4,5		
DYield (%)	2,8	3,7		3,3		4,1		Max (52 tyg.)	6,9		

Całkowity zwrot z akcji PGNiG od czasu naszej kwietniowej rekomendacji sięga 13%, co plasuje się 19 punktów procentowych powyżej indeksu WIG20. Pozytywne zaskoczenie tegorocznymi wynikami zostało więc już w pełni zdyskontowane. Niemniej jednak nadal dostrzegamy potencjał wzrostowy i utrzymujemy rekomendację akumuluj, zaś w ostatnim raporcie analitycznym (z dn. 27 lipca) podnieśliśmy cenę docelową do poziomu 6,06 PLN na akcję. Podwyżka prognoz dla segmentu ciepłowniczego (korzystniejsze taryfy, przejęcie aktywów ciepłowniczych od JSW) i wydobywczego (optymalizacja kosztów wydobycia połączona z odbiciem cen surowców) z nawiązką kompensuje oczekiwane pogorszenie rekordowych rezultatów w obrocie i dystrybucji w 2017 roku (normalizacja marż

w PGNiG OD, uaktualnienie taryfy dystrybucyjnej w zakresie kosztów uzasadnionych i WACC). Według naszych szacunków nawet po akwizycji aktywów energetycznych JSW i nabyciu akcji PGG, dług netto na koniec roku będzie oscylował wokół zera, co przy prognozowanym FCF'17-18 rzędu 1,9 mld (bez kompensaty od Gazpromu) zapewnia bezpieczny bufor dla dywidendy, której przyszłoroczny budżet może potrzebować bardziej niż w tym roku. Nadal oczywiście PGNiG jest „narażone” na projekty zapewniające bezpieczeństwo energetyczne kraju, ale obecnie nie identyfikujemy konkretnych ryzyk w tym obszarze (potencjalne akwizycje części EDF Polska czy Petrolbalticu nie powinny istotnie naruszyć wartości dla akcjonariuszy, a sygnalizowany gazociąg w Norwegii to odległa perspektywa).

PKN Orlen		redukuj									
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		62,55 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-19	
		Cena docelowa:		59,00 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)		26 753,2	
marża EBITDA	-2,5%	7,1%		9,9%		6,8%		EV (cena bieżąca)		34 540,4	
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		9,4		7,0		8,1		Zmiana ceny: 1m		-9,1%	
P/CE		5,7		4,5		4,7		Zmiana ceny: 6m		6,7%	
P/BV	1,4	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m		-18,8%	
EV/EBITDA		5,7		4,6		5,1		Min (52 tyg.)		57,6	
DYield (%)	2,3	2,6		3,2		4,7		Max (52 tyg.)		85,3	

Rentowność przerobu ropy uległa w ostatnich tygodniach znacznemu pogorszeniu, co wynikało zarówno ze spadku marż produktowych (wysokie zapasy benzyny, rosnąca podaż z rafinerii amerykańskich i rekordowy eksport tego paliwa z Chin, ponowne wzrosty zapasów diesla w Europie po zakończeniu strajków we Francji), jak i obniżenia dyferencjału Ural/Brent. Wsparciem dla notowań Orlenu były spadki cen ropy, ale zwracamy uwagę, że ta odwrotna korelacja z surowcem ma sens jedynie wówczas gdy poprawiają się marże, co w tej chwili nie ma miejsca (presja rynkowa zmusza rafinerie do dzielenia się z rynkiem oszczędnościami na kosztach energetycznych). Oczekujemy, że widoczne obecnie rozszerzenie spreadu Brent/WTI dodatkowo pogorszy pozycję konkurencyjną rafinerii europejskich i zachęci przetwórców w USA do podwyższenia stopnia utylizacji mocy. Ryzykiem, którego nie można

ignorować jest naszym zdaniem również perspektywa publikacji nowej 5-letniej strategii koncernu zaplanowanej na koniec roku (wcześniej zapowiadano tylko kosmetyczną aktualizację). Przy tak mocnym bilansie i rekordowych wynikach może pojawić się pokusa wygospodarowania znacznych środków 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 Junckera 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 konsolidacji, 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

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		15,60 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)		160,7	
marża EBITDA	11,9%	12,2%		12,4%		12,3%		EV (cena bieżąca)		187,5	
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	7,0	6,7		6,6		6,5		Zmiana ceny: 1m		3,6%	
P/CE	6,2	5,6		5,6		5,5		Zmiana ceny: 6m		-1,8%	
P/BV	2,4	2,1		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m		-10,9%	
EV/EBITDA	6,4	5,5		5,4		5,0		Min (52 tyg.)		14,0	
DYield (%)	6,4	7,8		6,8		7,6		Max (52 tyg.)		18,5	

Kurs Polwaxu nadal utrzymuje się na niskich poziomach, co może być pochodną słabszego 1Q. Oczekujemy jednak, że w kolejnych okresach dzięki mniejszej presji konkurencyjnej ze strony substytutów (olej palmowy, stearyna) uda się poprawić marżę brutto pierwszego stopnia i spółka nie będzie miała problemu z realizacją naszej rocznej prognozy. Wspieraniem 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 hydorafinowana), 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. Spodziewamy się, że po wakacjach Zarząd przedstawi założenia tej inwestycji i na WZA wystąpi do akcjonariuszy o zgodę na jej realizację. Zakładamy, że będzie on realizowany tylko wówczas gdy nie nadwyręży istotnie potencjału dywidendowego spółki i zaoferuje atrakcyjną perspektywę dla wyników w przyszłości. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Synthos
trzymaj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,88 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)		5 134,2	
marża EBITDA	13,8%	15,2%		14,1%		14,6%		EV (cena bieżąca)		5 955,3	
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	14,4	12,1		17,0		13,7		Zmiana ceny: 1m		7,8%	
P/CE	10,0	8,7		10,5		9,4		Zmiana ceny: 6m		-0,5%	
P/BV	2,3	2,2		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m		-17,3%	
EV/EBITDA	9,2	9,4		10,1		8,8		Min (52 tyg.)		3,3	
DYield (%)	8,0	6,4		0,0		3,5		Max (52 tyg.)		4,7	

Otoczenie dla producentów kauczuków syntetycznych pozostaje trudne (konkurencyjność cenowa kauczuków naturalnych), a dodatkowo Synthos do końca 3Q'16 będzie odczuwał ograniczenie dostaw surowców strategicznych z rafinerii w Litwinowie (Unipetrol). Naszym zdaniem wyniki 3Q'16 będą spadkowe na każdym poziomie rezultatów (publikacja wyników 30 sierpnia). Czynnikiem, który w lipcu pozytywnie wpłynął na notowania Synthosu było złożenie przez podmiot zależny od Michała Sołowska wniosku o zwołanie NWZA Synthosu w sprawie zmiany przeznaczenia kapitałów: zapasowego i rezerwowych, utworzonych z zysków z lat ubiegłych oraz

przeznaczenie ich na wypłatę dywidendy. Na początku roku zakładaliśmy, że Synthos jest w stanie wypłacić 0,25 PLN dywidendy na akcję z zysku za 2015 rok (DYield 6,4%). Szacujemy, że dług netto bez wypłaty na koniec 2016 roku wyniesie 1,4x EBITDA. Spółka mogłaby wypłacić nawet 0,28 PLN dywidendy na akcję (7,2% DYield) bez ryzyka, że zadłużenie netto do EBITDA wzrośnie powyżej 2,0x. Wyższa wypłata dywidendy oznaczałaby rezygnację z niedawno przedstawionych planów akwizycyjnych w segmencie styrenowym w Europie Zachodniej. Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Grupy Synthos.

Energetyka

CEZ		akumuluj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		73,03 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03	
		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)	39 289,4
marża EBITDA	32,2%	32,5%		30,9%		28,9%		EV (cena bieżąca)	62 914,0
EBIT	36 946,0	28 961,0	-21,6%	33 092,2	14,3%	29 971,7	-9,4%	Free float	29,5%
Zysk netto	22 403,0	20 739,0	-7,4%	20 868,3	0,6%	18 419,8	-11,7%		
P/E	11,0	11,8		11,8		13,3		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/CE	4,9	4,3		4,9		5,1		Zmiana ceny: 6m	14,2%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-19,1%
EV/EBITDA	6,4	6,1		6,3		6,5		Min (52 tyg.)	58,2
DYield (%)	8,7	8,8		8,8		6,8		Max (52 tyg.)	90,6

Kurs akcji CEZ po odcięciu dywidendy kontynuował trend wzrostowy, co było napędzane korzystnymi tendencjami na rynku energii i węgla, które z nawiązką neutralizowały ostatnią przecenę uprawnień do emisji CO₂. 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 27-28 EUR. Wydaje się, że rynek dyskontuje już powrót cen w średnim terminie do poziomu 30 EUR/MWh, co implikowałoby długoterminową dywidendę na poziomie 30 CZK/akcję, (DYield ponad 6%). Jest to już poziom zbliżony do średniej liczonej od 2009 roku, tak więc potencjał dalszego wzrostu na bazie tego parametru jest naszym

zdaniem ograniczony. Rynek bierze już także pod uwagę oczekiwane przez nas podwyższenie rocznej prognozy zysku netto i potencjał do rewizji w górę szacunków EBITDA (wyższe ceny sprzedaży energii i zyski na tradingu z 1Q). Wykonanie naszej rocznej prognozy EBITDA (wyższej od prognozy Zarządu o 2 mld CZK) po pierwszym półroczu powinno przekroczyć 55%. Niemniej jednak po ostatnich wzrostach kursu obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj. Nowym pozytywnym katalizatorem mogłoby być potencjalnie odbicie na rynku uprawnień emisyjnych, ale obecny kryzys w UE raczej utrudni wypracowanie kompromisu ws. uzdrowienia systemu ETS.

Enea		trzymaj								
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		10,87 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)	4 798,5	
marża EBITDA	19,4%	21,6%		20,1%		20,5%		EV (cena bieżąca)	11 236,6	
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	5,3			7,5		7,1		Zmiana ceny: 1m	9,8%	
P/CE	2,9	2,6		2,7		2,5		Zmiana ceny: 6m	-1,2%	
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-29,0%	
EV/EBITDA	3,0	4,5		5,2		5,1		Min (52 tyg.)	9,3	
DYield (%)	5,2	4,3		0,0		6,6		Max (52 tyg.)	15,3	

Teoretycznie Enea oferuje doskonałą ekspozycję na odbijające obecnie ceny węgla kamiennego, aczkolwiek naszym zdaniem ostatnie decyzje Zarządu dotyczące dywidendy i spekulacje prasowe o 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 (aktualnie spekulowana kontrybucja Enei to 350 mln PLN, czyli 7% obecnej kapitalizacji) 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. Potencjalnie przy braku nowych dużych nakładów, Enea mogłaby być jednym z największych beneficjentów rynku mocy (nawet 300-600 mln PLN rocznych płatności w zależności od budżetu całego mechanizmu), ale wpływ netto będzie zależał od ekspozycji na ewentualne nowe toksyczne projekty. Przykładowo, nowy blok na 900 MW nawet przy wsparciu rynkiem mocy na poziomie 200 tys. PLN/MW (pozytywny scenariusz) generuje NPV na poziomie -0,9 mld PLN.

Energa

zawieszona

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 9,55 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-03-16
		Cena docelowa: -							
(mIn PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	10 590,6	10 803,9	2,0%	10 376,5	-4,0%	10 650,6	2,6%	Liczba akcji (mIn)	414,1
EBITDA	2 307,0	2 196,0	-4,8%	2 026,4	-7,7%	2 207,5	8,9%	MC (cena bieżąca)	3 954,3
marża EBITDA	21,8%	20,3%		19,5%		20,7%		EV (cena bieżąca)	8 895,1
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	4,0	4,8		5,8		5,4		Zmiana ceny: 1m	7,4%
P/CE	2,1	2,3		2,5		2,3		Zmiana ceny: 6m	-28,3%
P/BV	0,5	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-52,4%
EV/EBITDA	3,1	3,6		4,4		4,5		Min (52 tyg.)	8,7
DYield (%)	10,5	15,1		5,1		7,2		Max (52 tyg.)	20,1

Odciecie dywidendy stało się pozytywnym katalizatorem dla kursu (najwyższa stopa dywidendy w polskim sektorze energetycznym), a dodatkowo rynek zareagował na spekulację o możliwym złagodzeniu ustawy wiatrakowej. Spółka powinna też być w przyszłym roku beneficjentem dodatkowych środków gromadzonych przez Zarządce Rozliczeń w ramach wyższej opłaty przejściowej (ten mechanizm powinien ułatwić znalezienie partnera do projektu Ostrołęka). Tak jak sygnalizowaliśmy w poprzednim raporcie miesięcznym, Energa jest już wyceniana na podobnym poziomie wskaźnika EV/EBITDA jak PGE czy Tauron i nie widzimy przestrzeni do dalszej

konwergencji w dół. Ze względu na skalę segmentu wytwarzania nie będzie raczej głównym beneficjentem proponowanego rynku mocy, szczególnie że nowy blok w Ostrołęce nawet w optymistycznym scenariuszu (budżet rynku mocy ponad 3,5 mld PLN) może generować wysokie ujemne NPV (przy 50% udziale byłoby to około -0,5 mld PLN). Kluczowe dla ostatecznego rachunku korzyści będzie oczywiście to, czy Spółka zaangażuje się w kolejne projekty inwestycyjne. Do czasu publikacji strategii przez Zarząd i nakreślenia planów capex na kolejne lata prawdopodobnie utrzymamy więc zawieszenie naszej rekomendacji. Prognozy wyników pozostają aktualne.

PGE

kupuj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		12,50 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)	23 372,3
marża EBITDA	28,9%	28,8%		23,8%		21,7%		EV (cena bieżąca)	28 822,7
EBIT	5 096,0	-3 589,0		4 238,7		3 545,4	-16,4%	Free float	38,1%
Zysk netto	3 638,0	-3 032,0		3 281,3		2 633,3	-19,7%		
P/E	6,4			7,1		8,9		Zmiana ceny: 1m	5,8%
P/CE	3,5	2,7		3,9		4,3		Zmiana ceny: 6m	-9,2%
P/BV	0,5	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-28,4%
EV/EBITDA	2,7	3,2		4,1		5,0		Min (52 tyg.)	11,5
DYield (%)	8,8	6,2		2,0		5,6		Max (52 tyg.)	17,5

Wydaje się, że notowania PGE otrząsnęły się już po szoku, jaki wywołała decyzja WZA o obniżeniu dywidendy i propozycja przesunięcia w kapitale. Poprawie sentymentu sprzyja kontynuacja pozytywnych tendencji na rynku węgla, które sprzyjają koncernowi zarówno ze względu na integrację pionową wytwarzania, jak i zaangażowanie w PGG. Oczywiście PGE będzie też głównym beneficjentem zaproponowanego rynku mocy, gdyż w zależności od jego budżetu koncern mógłby liczyć na płatności rzędu 1-2 mld PLN rocznie. Częściowo byłoby to zneutralizowane przez oczekiwany spadek cen energii (efekt rynku dwutowarowego i rezygnacji z ORM – każda korekta o 10 PLN/MWh oznaczałaby obniżenie przychodów o 0,7 mld PLN) oraz ewentualne nowe projekty inwestycyjne, na których zwrot byłby niższy od kosztu kapitału (szacujemy, że nawet przy płatności 200 tys. PLN/MW NPV projektu węglowego

na 900 MW wynosiłoby -0,9 mld PLN). Trudno jednak powiedzieć co znajdzie się w zaktualizowanej strategii Spółki (na razie na stole pojawiają się takie projekty jak Czeczot, Rybnik, Dolna Odra) i do czasu jej ogłoszenia trudno jednoznacznie skwantyfikować efekt netto proponowanych zmian regulacyjnych. 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:		3,17 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)	5 555,6		
marża EBITDA	19,7%	19,2%		17,5%		17,9%		EV (cena bieżąca)	15 348,8		
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	4,7			6,0		6,6		Zmiana ceny: 1m	7,5%		
P/CE	1,9	1,5		2,0		2,0		Zmiana ceny: 6m	21,5%		
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	-17,4%		
EV/EBITDA	3,4	3,8		4,6		5,0		Min (52 tyg.)	2,4		
DYield (%)	6,0	4,7		0,0		2,5		Max (52 tyg.)	3,9		

Akcje Tauronu w lipcu kontynuowały dobrą passę z poprzedniego miesiąca i naszym zdaniem było to uzasadnione korzystnymi zamianami zarówno w obszarze regulacyjnym (przedstawienie już konkretnych założeń rynku mocy do konsultacji przez Ministerstwo Energetyki), jak i surowcowym (odbicie cen węgla). Przypominamy, że w scenariuszu wprowadzenia płatności mocowych wg modelu „brytyjskiego” roczne przepływy dla spółki po roku 2020 powinny wynieść około 0,4 mld PLN (12% aktualnego strumienia EBITDA), a jednocześnie jej udział w nowych projektach węglowych, które mogłyby zneutralizować ten pozytywny efekt, jest ze względu na napięty bilans mało prawdopodobny. Wciąż niewykluczone jest znalezienie partnera do Jaworzna w postaci PFR finansowanego z podwyższonej opłaty przejściowej, co uwolniłoby (przy

50% udziale państwowego funduszu) około 0,6 mld PLN dodatkowej wartości. Taki wariant (szukania współinwestora) Prezes Nowakowski sygnalizował na konferencji wynikowej za 1Q i być może więcej szczegółów pojawi się na spotkaniu przy wynikach półrocznych. Możliwa jest także rezygnacja z projektu w Łagiszy (ostatnio zapadła definitywna decyzja o rezygnacji z Blachowni), co odciążałoby 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: 4,44 PLN		Cena docelowa: 5,30 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-06-08		
(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)
EBITDA	581,4	449,0	-22,8%	430,6	-4,1%	404,7	-6,0%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	34,7%	28,6%		28,1%		27,7%		EV (cena bieżąca)
EBIT	157,4	27,9	-82,3%	11,5	-58,7%	19,3	67,4%	Free float
Zysk netto	174,8	2,2	-98,7%	-11,8		-0,5	-95,9%	
P/E	8,8	698,7						Zmiana ceny: 1m
P/CE	2,6	3,7		3,8		4,0		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,7	0,8		0,8		0,9		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	2,8	4,0		4,2		4,8		Min (52 tyg.)
DYield (%)	9,5	13,5		9,0		9,0		Max (52 tyg.)

Netia ogłosiła inwestycje rzędu 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. Dodatkowo, Orange ogłosiła niedawno współpracę z Telefonią Dialog, spółką zależną od Netii, na komercyjny dostęp do infrastruktury sieciowej FTTH posiadanej przez Telefonię Dialog w modelu udostępnienia Lokalnej Pętli Światłowodowej (LLU).

Warunki współpracy są analogiczne do komercyjnej oferty hurtowej Orange Polska dla takich samych usług. Taka umowa może być zapowiedzią dłużej współpracy pomiędzy Orange Polska i Netią. Oba telekomunikacyjne zapowiedziały znaczne inwestycje w FTTH. Współpraca na zasadach LLU była by możliwością do uniknięcia niepotrzebnego dublowania się sieci i zbędnych nakładów inwestycyjnych. Naszym zdaniem to krok Netii w dobrą stronę. Podkreślamy także, że ocenie trwa skup akcji w ramach uchwalonego programu z ceną maksymalną 5,10 PLN. Dotychczas skupiono tylko akcje za 28,1 mln PLN (program na 100 mln PLN). Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Netii.

Orange Polska kupuj								
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 5,18 PLN		Cena docelowa: 8,05 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02		
(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)
EBITDA	4 059,0	3 443,0	-15,2%	3 376,4	-1,9%	3 277,1	-2,9%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	33,2%	29,1%		29,4%		29,1%		EV (cena bieżąca)
EBIT	986,0	572,0	-42,0%	664,6	16,2%	718,0	8,0%	Free float
Zysk netto	535,0	254,0	-52,5%	248,6	-2,1%	292,5	17,7%	
P/E	12,7	26,8		27,3		23,2		Zmiana ceny: 1m
P/CE	1,9	2,2		2,3		2,4		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,5	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	2,7	3,1		4,0		4,1		Min (52 tyg.)
DYield (%)	9,7	9,7		4,8		4,8		Max (52 tyg.)

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Orange Polska. Grupa Orange jest notowana na EV/EBITDA'16 na poziomie 4,0x, tj. z 27% dyskontem do grupy porównywalnej. Tak duże dyskonto jest naszym zdaniem nieuzasadnione patrząc na unikalną pozycję konkurencyjną na polskim rynku – Orange jest jedynym operatorem w pełni konwergentnym B2C. Dodatkowo, na poprawę sentymentu powinny wpływać: (1) nacisk Orange Polska na współpracę z innymi operatorami przy rozbudowie sieci FTTH, (2) postępująca deregulacja LLU, tj. zdjęcie obowiązku hurtowej sprzedaży sieci optycznych, (3) pozyskiwanie

gotówki ze źródeł takich jak faktoring należności, sprzedaż aktywów nieruchomościowych oraz sprzedaż wież telekomunikacyjnych. Wyniki za 2Q'16 odbieramy neutralnie, jednak zwracamy na pozytywne tendencje na danych operacyjnych: (1) liczba klientów Internetu mobilnego i stacjonarnego razem ustabilizowała się w dzięki inwestycjom w LTE800 i zaproponowaniu usługi LTE for fixed, (2) dzięki agresywniejszej polityce sprzedażowej liczba abonentów mobilnych wzrosła aż o 432 tys. w ciągu kwartału (tj. o 2,6%). Sądzymy, że przyniesie to złagodzenie negatywnych tendencji wynikowych od 3Q'16.

Media

Agora		akumuluj									
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		11,52 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-05-06	
		Cena docelowa:		13,35 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 102,4	1 189,3	7,9%	1 185,5	-0,3%	1 229,5	3,7%	Liczba akcji (mln)	50,9		
EBITDA	77,7	120,7	55,4%	119,0	-1,4%	128,2	7,7%	MC (cena bieżąca)	586,8		
marża EBITDA	7,0%	10,2%		10,0%		10,4%		EV (cena bieżąca)	655,2		
EBIT	-18,3	18,7		25,5	36,3%	36,8	44,3%	Free float	62,0%		
Zysk netto	-12,6	12,7		14,8	16,2%	27,6	86,7%				
P/E		46,2		39,7		21,3		Zmiana ceny: 1m	-10,6%		
P/CE	7,0	5,1		5,4		4,9		Zmiana ceny: 6m	2,7%		
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-6,8%		
EV/EBITDA	7,8	5,2		5,5		5,1		Min (52 tyg.)	10,8		
DYield (%)	0,0	0,0		4,3		6,5		Max (52 tyg.)	13,9		

Wyniki za 2Q'16 będą naszym zdaniem słabe. W segmencie Prasa obroty powinny spadać w tempie 10% R/R w wyniku spadku rozpowszechniania Gazety Wyborczej i erozji jednostkowego przychodu reklamowego w GW. Słabe wyniki powinien zaraportować także segment Film i Książka. Pomimo wzrostu frekwencji w kinach o 10% R/R, trudno będzie zalać dziurę po współpracy wydawniczej przy Wiedźminie 3. Na koszty operacyjne negatywnie będzie działać aprecjacja EUR vs. PLN (czynsze w EUR) oraz powolne dochodzenie do rentowności

nowootwartych kin. Stąd oczekujemy, że wynik EBITDA będzie na poziomie 22,9 mln PLN, tj. 32% niższy R/R. Po 1H'15 Agora wygenerowałaby więc 50,9 mln PLN zysku EBITDA, co implikuje realizację naszych prognoz całorocznych na poziomie 43% (119 mln PLN) oraz realizację konsensusu na poziomie 44% (116 mln PLN). Opisane powyżej negatywne czynniki będą działać także na wyniki Agory w 2H'16, co oznacza że nasza prognoza roczna, jak i konsensus rynkowy mogą być trudne do osiągnięcia. Stąd w kolejnych dniach notowania Agory mogą być pod presją.

Cyfrowy Polsat		trzymaj									
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		23,25 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		22,10 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	7 409,9	9 823,0	32,6%	9 870,5	0,5%	9 961,0	0,9%	Liczba akcji (mln)		639,5	
EBITDA	2 738,1	3 685,1	34,6%	3 528,9	-4,2%	3 475,6	-1,5%	MC (cena bieżąca)		14 869,4	
marża EBITDA	37,0%	37,5%		35,8%		34,9%		EV (cena bieżąca)		24 327,0	
EBIT	1 442,3	1 985,8	37,7%	1 913,4	-3,6%	1 939,4	1,4%	Free float		33,5%	
Zysk netto	292,4	1 163,4	297,9%	1 203,7	3,5%	1 251,2	4,0%				
P/E	50,9	12,8		12,4		11,9		Zmiana ceny: 1m		8,4%	
P/CE	9,4	5,2		5,3		5,3		Zmiana ceny: 6m		9,2%	
P/BV	4,8	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m		1,8%	
EV/EBITDA	6,0	7,0		6,9		6,6		Min (52 tyg.)		20,1	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		26,1	

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

B2B i odpływu klientów w dużych miastach. W nadchodzących miesiącach Cyfrowemu Polsatowi przybędzie konkurencji na rynku internetu mobilnego na terenach niskozurbanizowanych, co może osłabić dynamiki parametrów operacyjnych i stanowi główne ryzyko dla prognozy wyników w kolejnych latach. Zarząd co prawda zapowiada dywidendę za 2016 r., ale jej wysokość będzie naszym zdaniem zależna od rozwoju sytuacji rynkowej w drugiej części roku. Za 2015 r. Cyfrowy Polsat nie wypłaci dywidendy i tym samym wypada gorzej niż inne telekomunikacyjne z GPW. Zwracamy także uwagę, że EBITDA Cyfrowego Polsatu pozostaje w trendzie negatywnym: prognozujemy spadek wyniku w 2Q'16 na poziomie 6% R/R.

Wirtualna Polska
akumuluj

Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		49,49 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-06-02	
		Cena docelowa:		50,00 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	248,3	315,0	26,9%	420,9	33,6%	472,2	12,2%	Liczba akcji (mln)	29,8		
EBITDA	51,0	95,5	87,1%	129,8	36,0%	144,2	11,1%	MC (cena bieżąca)	1 473,6		
marża EBITDA	20,5%	30,3%		30,8%		30,5%		EV (cena bieżąca)	1 606,5		
EBIT	22,7	65,9	190,6%	93,2	41,3%	102,8	10,4%	Free float	33,6%		
Zysk netto	-0,3	12,1		82,0	580,4%	93,3	13,8%				
P/E		122,3		18,0		15,8		Zmiana ceny: 1m	5,3%		
P/CE	52,6	35,4		12,4		10,9		Zmiana ceny: 6m	28,5%		
P/BV	2,6	3,9		3,2		3,0		Zmiana ceny: 12m	33,8%		
EV/EBITDA	31,9	17,5		12,4		11,0		Min (52 tyg.)	35,0		
DYield (%)	1,0	0,0		0,0		4,4		Max (52 tyg.)	49,9		

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Wirtualnej Polski. Notowania w sierpniu powinny wspierać nadzieje na dobre wyniki za 2Q'16. Wzrost przychodów gotówkowych ze sprzedaży o 12% R/R vs. wynik pro forma w 2Q'15 pomimo pogorszenia się kondycji rynku reklamy (głównie przez niższe nakłady od sektora finansowego) i konsolidacja Enovatisu przy tylko nieco wyższa baza kosztowa przyniesie poprawę wyniku EBITDA o 40% R/R. W całym 2016 r. Wirtualna Polska koncentruje się na szybkorosnącej działalności

e-commerce i zamierza na tym polu prowadzić akwizycje. W 2016 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										
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca :		55,56 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)		4 611,5		
marża EBITDA	14,5%	14,6%		14,7%		14,6%		EV (cena bieżąca)		7 057,3		
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	12,9	12,9		12,5		12,1		Zmiana ceny: 1m		6,5%		
P/CE	7,4	7,2		7,0		6,8		Zmiana ceny: 6m		-2,4%		
P/BV	0,6	0,6		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m		-2,5%		
EV/EBITDA	7,9	7,0		6,6		6,3		Min (52 tyg.)		51,4		
DYield (%)	4,7	5,2		5,4		5,6		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, 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 Formula Systems dodatkowo pomaga aprecjacja USD vs. PLN R/R. W 2Q'16 wyniki finansowe powinny być stabilne (prognozujemy zysk netto na poziomie 60,9 mln PLN vs. 60,4 mln PLN rok wcześniej). Wpływ słabych wyników spółki matki zostanie zniwelowany dynamicznym wzrostem wyników spółek córek, zwłaszcza z rynku izraelskiego i zachodnioeuropejskiego.

CD Projekt		sprzedaj								
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		34,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03
		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)	3 292,9	
marża EBITDA	12,7%	53,8%		47,8%		34,3%		EV (cena bieżąca)	2 785,3	
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	619,4	9,6		28,7		44,7		Zmiana ceny: 1m	23,9%	
P/CE	385,5	9,5		27,1		41,6		Zmiana ceny: 6m	50,1%	
P/BV	19,2	6,4		5,1		4,6		Zmiana ceny: 12m	24,5%	
EV/EBITDA	262,4	6,8		19,8		31,3		Min (52 tyg.)	20,6	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	34,8	

Cena akcji CD Projekt wzrosła o 27% w lipcu osiągając 34,8 PLN/akcję na koniec miesiąca, co miało związek z wysokimi oczekiwaniami inwestorów dotyczącymi potencjału sprzedażowego gry *Gwint: Gra karciana* oraz w oczekiwaniu na dobre wyniki 2Q'16 napędzanymi przez premierę drugiego dodatku do gry *Wiedźmin 3: Dziki Gon* (W3: DG). Najważniejszym wydarzeniem w sierpniu będzie publikacja wyników za 2Q'16 (25 sierpnia). Oczekujemy, że wydanie drugiego dodatku do gry *Wiedźmin 3: Dziki Gon* wspierało sprzedaż wszystkich produkcji osadzonych w uniwersum Wiedźmina. Według naszych założeń

spółka w 2Q'16 wypracowała 90,3 mln PLN EBIT oraz 71,6 mln PLN zysku netto. Oznacza to, że spółka powinna wypracować 104,1 mln PLN zysku netto w 1H'16, co odpowiada 91% naszej rocznej prognozy. Biorąc powyższe pod uwagę, nasza prognoza na 2016 roku wydaje się być zbyt konserwatywna. Z drugiej strony chcemy zwrócić uwagę, że potencjał sprzedażowy gry *Gwint: Gra karciana* jest trudny do oszacowania (gra została dobrze przyjęta przez graczy W3: DG, jednak niewiadomą pozostaje skuteczność modelu monetyzacji projektu). Wobec powyższego przyjmujemy bardziej konserwatywne podejście i zalecamy sprzedaż walorów spółki.

Górnictwo i metale

KGHM										redukuj		
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca:		78,20 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03		
		Cena docelowa:		61,50 PLN								
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	20 492,0	20 008,0	-2,4%	17 622,2	-11,9%	18 473,4	4,8%	Liczba akcji (mln)		200,0		
EBITDA	5 311,0	-2 873,0		3 529,5		4 161,7	17,9%	MC (cena bieżąca)		15 640,0		
marża EBITDA	25,9%	-14,4%		20,0%		22,5%		EV (cena bieżąca)		23 057,8		
EBIT	3 676,0	-4 816,0		1 822,4		2 312,1	26,9%	Free float		68,2%		
Zysk netto	2 450,0	-5 009,0		688,8		1 228,7	78,4%					
P/E	6,4			22,7		12,7		Zmiana ceny: 1m		14,8%		
P/CE	3,8			6,5		5,1		Zmiana ceny: 6m		37,2%		
P/BV	0,6	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m		-16,1%		
EV/EBITDA	3,8			6,5		5,5		Min (52 tyg.)		52,3		
DYield (%)	6,4	5,8		2,6		2,6		Max (52 tyg.)		98,2		

Lepsze dane o chińskim PKB, rosnące oczekiwania na pakiet fiskalny w Chinach, spadek zapasów w drugiej połowie lipca o 27 tys. ton, zamknięcie rekordowo dużej krótkiej pozycji netto na Comex (-42 tys. w połowie czerwca vs. +5 tys. obecnie) nie pozwoliły miedzi przebić poziomu 5 000 USD/t. Tym samym miedź pozostaje jednym z najslabiej zachowujących się surowców. Pomimo, że ceny miedzi rozczarowują to pozostałe istotne z punktu widzenia wyników spółki metale wzrosły do poziomów nie notowanych od 2014/15 roku – ze szczególnym uwzględnieniem srebra i złota. Ceny molibdenu wzrosły do

ok. 16 000 USD/t z ok. 10 000 USD/t na koniec 2015 roku. Wraz z rosnącym wolumenem produkcji metalu oznacza to istotną poprawę warunków funkcjonowania (FCF) Sierra Gorda. W połączeniu z osłabieniem PLN w stosunku do USD zapowiada to udany 3Q. Rząd potwierdził, że ze względu na sytuację budżetową najprawdopodobniej na 2017 nie uda się obniżyć stawki podatku od wydobycia niektórych kopalni. Na obecną chwilę nie widzimy przesłanek do zmiany ceny docelowej dla akcji spółki. Biorąc pod uwagę obecne notowania KGHM obniżamy zalecenie inwestycyjne z trzymaj do redukuj.

LW Bogdanka										sprzedaj		
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca:		52,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03		
		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%	680,0	1057,3%	603,3	-11,3%	MC (cena bieżąca)		1 768,0		
marża EBITDA	37,2%	3,1%		34,6%		31,0%		EV (cena bieżąca)		2 178,3		
EBIT	362,3	-326,2		312,3		229,0	-26,7%	Free float		100,0%		
Zysk netto	272,4	-279,7		221,3		178,2	-19,5%					
P/E	6,5			8,0		9,9		Zmiana ceny: 1m		41,5%		
P/CE	2,7	16,8		3,0		3,2		Zmiana ceny: 6m		61,7%		
P/BV	0,7	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m		3,3%		
EV/EBITDA	3,2	38,0		3,2		3,5		Min (52 tyg.)		30,4		
DYield (%)	11,2	6,7		0,0		6,7		Max (52 tyg.)		66,0		

Cena węgla energetycznego w Australii wzrosła do 64 USD/t, a w Europie do 59 USD/t, co w dużej mierze przekładało się na wzrost cen akcji Bogdanki w ostatnim miesiącu. Warto zwrócić uwagę, że ceny węgla energetycznego w relacji do cen ropy są najwyższe od 2009 roku, co może świadczyć o spekulacyjnym charakterze wzrostu cen węgla. Ponadto wzrost cen węgla na rynkach światowych nie przekłada się na ceny na rynku lokalnym. W 2Q indeks cen węgla PSCMI1 w sprzedaży do energetyki zawodowej i przemysłowej wyniósł 194,75 PLN na tonę, tj. o blisko 1% mniej niż w 1Q'16 i -4,9% w

stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku. Większe spadki miały miejsce w przypadku cen węgla w sprzedaży do ciepłowni przemysłowych i komunalnych – PSCMI2 wyniósł 196,8 PLN/t (-5,2% q/q). Brak dywidendy oraz informacje płynące z Rządu mogą świadczyć, że w kolejnych latach Bogdanka – poprzez głównego akcjonariusza – będzie zaangażowana w finansowanie restrukturyzacji KHW, co w drugim okresie zwiększa ryzyko inwestycyjne. Biorąc pod uwagę obecną cenę akcji spółki na GPW obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne z trzymaj do sprzedaj.

Przemysł

Elemental		kupuj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,92 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)	668,2	
marża EBITDA	5,1%	6,7%		7,2%		8,1%		EV (cena bieżąca)	741,3	
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	19,9	14,7		13,7		11,3		Zmiana ceny: 1m	2,6%	
P/CE	16,6	12,4		11,7		9,8		Zmiana ceny: 6m	3,7%	
P/BV	2,3	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-8,8%	
EV/EBITDA	16,6	12,2		11,2		8,8		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

zdyminizowania dalszego rozwoju oraz podmiotów zmagających się z barierami technologicznymi niepozwalającymi na osiągnięcie wyższych marży. Naszym zdaniem w zależności od parametrów transakcji wynik EBITDA w efekcie przejęć jest w stanie wzrosnąć o 20-27 mln PLN. Przekładać się to będzie na obniżenie wskaźnika EV/EBITDA Grupy z bieżącego poziomu 11,2x do 9,0-9,7 (P/E z 13,7x do 9,9-10,7x). Szacujemy, że bez akwizycji (scenariusz bazowy) tegoroczny wynik EBITDA jest w stanie wzrosnąć o 6,7% r/r, a wynik netto o 6,9% r/r. Oczekujemy rosnących wyników Grupy w 2Q'16, które spółka opublikuje 31 sierpnia. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Grupy Elemental.

Famur										trzymaj									
Analitik: Jakub Szkopek				Cena bieżąca:		2,83 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)		1 362,6								
marża EBITDA		38,9%	22,9%		27,1%		26,5%		EV (cena bieżąca)		1 282,1								
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		13,6	26,6		28,0		16,2		Zmiana ceny: 1m		17,9%								
P/CE		5,4	7,1		7,1		6,6		Zmiana ceny: 6m		61,7%								
P/BV		1,6	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m		63,6%								
EV/EBITDA		5,0	7,8		6,3		5,4		Min (52 tyg.)		1,4								
DYield (%)		29,7	0,0		0,0		1,5		Max (52 tyg.)		2,9								

Famur i Kopex poinformowały o zawarciu porozumienia między TDJ (główny akcjonariusz Famur) a Krzysztofem Jędrzejewskim (główny akcjonariusz Kopex) o nabyciu przez TDJ większościowego pakietu akcji Kopex. Pozostałymi do spełnienia warunkami dojścia transakcji do skutku jest przeprowadzenie restrukturyzacji zadłużenia Grupy Kopex oraz satysfakcjonujące wyniki przeprowadzonego due diligence. Naszym zdaniem, najprawdopodobniej większościowy pakiet akcji Kopex docelowo trafi do Grupy Famur lub Famur będzie nabywał wybrane aktywa Grupy Kopex (scenariusz niekorzystny dla akcjonariuszy mniejszościowych Kopex). Uważamy, że połączenie operacyjne obu podmiotów dominujących na rynku krajowym

zmniejszy poziom konkurencji w przetargach, wpłynie na oszczędności kosztowe w ramach prowadzonej równoległe 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. Oczekujemy rosnących r/r wyników operacyjnych Grupy Famur za 2Q'16, które spółka opublikuje 26 sierpnia. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Famur.

Kernel							
trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 61,95 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
Przychody	2 393,3	2 329,5	-2,7%	2 291,1	-1,6%	2 513,6	9,7%
EBITDA	223,0	396,6	77,8%	354,7	-10,6%	347,5	-2,0%
marża EBITDA	9,3%	17,0%		15,5%		13,8%	
EBIT	128,7	328,3	155,0%	291,8	-11,1%	277,9	-4,8%
Zysk netto	-98,3	106,9		215,1	101,2%	210,3	-2,2%
P/E		12,0		6,0		6,1	
P/CE		7,3		4,6		4,6	
P/BV	1,2	1,4		1,2		1,0	
EV/EBITDA	6,5	3,5		3,8		3,9	
DYield (%)	0,0	1,6		1,6		3,4	
Podstawowe dane (mln PLN)							
Liczba akcji (mln)							79,7
MC (cena bieżąca)							4 936,4
EV (cena bieżąca)							5 257,5
Free float							59,8%
Zmiana ceny: 1m							16,9%
Zmiana ceny: 6m							38,5%
Zmiana ceny: 12m							43,3%
Min (52 tyg.)							37,4
Max (52 tyg.)							62,0

W 2Q'16 (4Q'16) Kernel zanotował niższy r/r wolumen sprzedaży oleju luzem oraz zbóż. O ile sprzedaż oleju można wytłumaczyć przesunięciem dostaw do kolejnej kwartału, to w przypadku zbóż niższy r/r wolumen odczytujemy jako niemiłą niespodziankę. Bazując na przedstawionych wolumenach sprzedaży oczekujemy, że sprzedaż w 2Q'16 (4Q'16) wyniesie 414,3 mln USD (-16% r/r), EBITDA 50,4 mln USD (-12% r/r), a wynik netto 31,5 mln USD (+47% r/r). 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 concernu, który wykorzystata to prawdopodobnie do zwiększenia koncentracji w przyszłości i zwiększenia przewagi konkurencyjnej. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Kęty							
trzymaj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 343,05 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-07-01			
		Cena docelowa: 291,10 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana
Przychody	1 819,6	2 027,1	11,4%	2 171,1	7,1%	2 262,2	4,2%
EBITDA	309,3	336,2	8,7%	375,6	11,7%	394,8	5,1%
marża EBITDA	17,0%	16,6%		17,3%		17,5%	
EBIT	224,6	244,4	8,8%	264,9	8,4%	277,0	4,6%
Zysk netto	169,0	209,8	24,1%	251,0	19,6%	207,4	-17,4%
P/E	19,0	15,4		12,9		15,6	
P/CE	12,7	10,7		9,0		10,0	
P/BV	2,7	2,5		2,4		2,3	
EV/EBITDA	10,9	10,4		9,7		9,3	
DYield (%)	2,9	4,2		3,8		4,0	
Podstawowe dane (mln PLN)							
Liczba akcji (mln)							9,5
MC (cena bieżąca)							3 243,1
EV (cena bieżąca)							3 645,3
Free float							44,6%
Zmiana ceny: 1m							9,4%
Zmiana ceny: 6m							20,1%
Zmiana ceny: 12m							9,6%
Min (52 tyg.)							265,0
Max (52 tyg.)							350,0

Wyniki 2Q'16 okazały się nieznacznie lepsze od naszych oczekiwań (przychody +2,5% vs. nasze estymacje; EBITDA +6,2% vs. nasze prognozy). Pozytywnie zaskoczyła rentowność segmentu wyrobów wyciskanych oraz wielkość długu netto na koniec 1H'16. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami na koniec 1H'16 Zarząd pozostawił bez zmian całoroczną prognozę wyników finansowych. W 1H'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 1H'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). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji Grupy Kęty.

UNIWHEELS

kupuj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 155,00 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-07-21
		Cena docelowa: 172,10 PLN							
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	362,6	436,5	20,4%	446,0	2,2%	495,0	11,0%	Liczba akcji (mln)	12,5
EBITDA	46,8	58,7	25,3%	65,1	10,9%	73,1	12,3%	MC (cena bieżąca)	1 934,4
marża EBITDA	12,9%	13,4%		14,6%		14,8%		EV (cena bieżąca)	2 114,4
EBIT	32,6	43,9	34,5%	45,6	3,8%	51,7	13,3%	Free float	38,7%
Zysk netto	22,8	40,7	78,7%	44,0	8,1%	49,9	13,6%		
P/E	15,7	11,0		10,2		9,0		Zmiana ceny: 1m	9,1%
P/CE	9,7	8,1		7,0		6,3		Zmiana ceny: 6m	22,2%
P/BV	4,3	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	35,6%
EV/EBITDA	9,6	7,8		7,5		6,4		Min (52 tyg.)	113,0
DYield (%)	0,0	2,3		4,6		4,9		Max (52 tyg.)	159,9

Wysoka sprzedaż samochodów na rynku europejskim oraz optymizm branży przekładają się na wysokie zapotrzebowanie na felgi w Grupie Uniwheels. Z uwagi na wysokie oczekiwane obłożenie mocy produkcyjnych podwyższamy naszą prognozę sprzedaży na lata 2016-2018 o 2,4-4,4%. Szybsze uruchomienie nowego zakładu w Stalowej Woli (rozpoczęcie produkcji w V'16 zamiast w VIII'16) przełoży się na wyższe realizowane marże operacyjne w 2017 roku (brak kosztów rozruchu; szybsze osiągnięcie obłożenia nowych mocy produkcyjnych). Obecnie Uniwheels jest notowany z

dwucyfrowym dyskontem na wskaźniku P/E'16-18 oraz z około 10% dyskontem do wskaźnika P/E indeksu MSCI Auto Components dla Europy. Oczekujemy przyspieszenia dynamiki wzrostu wyników w 2H'16 z uwagi na otwarcie nowego zakładu w Stalowej Woli (w 2H'16 dynamika wzrostu EBITDA sięgnie 17-18% r/r). Oczekujemy około 40% wzrostu wyniku netto Grupy w 2Q'16 (publikacja wyników 10 sierpnia). Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Grupy Uniwheels.

Vistal

kupuj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 9,25 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa: 15,40 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)	131,4
marża EBITDA	13,9%	10,3%		10,9%		10,7%		EV (cena bieżąca)	352,8
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	10,7	9,2		7,0		6,1		Zmiana ceny: 1m	3,0%
P/CE	4,4	4,6		3,8		3,5		Zmiana ceny: 6m	15,6%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-28,3%
EV/EBITDA	7,0	8,4		7,1		6,7		Min (52 tyg.)	7,9
DYield (%)	0,0	3,2		4,3		5,7		Max (52 tyg.)	12,9

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

poziomie 456,8 mln PLN (+11,3% r/r), EBITDA 49,8 mln PLN (+18,5% r/r) oraz wyniku netto 18,7 mln PLN (+31,3% r/r). Spółka w 2016 roku powinna korzystać z podpisywanych nowych umów związanych z realizacją nowej perspektywy wydatków z UE (zamówienia drogowe i kolejowe). Oczekujemy dwucyfrowego wzrostu oczyszczonego wyniku EBITDA w 2Q'16 (publikacja wyników 31 sierpnia). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji spółki Vistal.

Budownictwo

Budimex										kupuj		
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		177,40 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)		4 529,0		
marża EBITDA	5,5%	6,1%		6,2%		6,4%		EV (cena bieżąca)		2 974,1		
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	23,6	19,2		15,7		12,5		Zmiana ceny: 1m		2,3%		
P/CE	21,1	17,5		14,7		11,9		Zmiana ceny: 6m		-10,0%		
P/BV	8,7	7,6		7,0		6,3		Zmiana ceny: 12m		-10,4%		
EV/EBITDA	10,2	6,9		8,0		6,5		Min (52 tyg.)		168,1		
DYield (%)	6,7	3,4		4,6		6,4		Max (52 tyg.)		218,0		

Wyniki Budimeksu za 2Q'16 okazały się nie tylko bardzo dobre nominalnie (94 mln PLN, +36% r/r), lecz również mają bardzo dobrą strukturę odzwierciedloną przez wysoką marżę segmentu budowlanego (11,1%) oraz wzrost gotówki netto o około 20% r/r. Pomimo wstrzymania przetargów infrastrukturalnych, portfel zamówień osiągnął na koniec czerwca rekordowy poziom 9,27 mld PLN (+33% r/r, +2% q/q), a w lipcu Budimex poinformował o trzech nowych zleceniach na około 550 mln PLN. Załamanie nowych przetargów infrastrukturalnych sprawia, że nasze prognozy

przychodów na lata 2016-2017 mogą być zbyt wysokie. Jednocześnie, towarzyszący mu spadek produkcji budowlanej o około 13% r/r w 1H'16 istotnie pomaga spółce w osiągnięciu satysfakcjonującego poziomu rentowności. Wysokie marże powinny towarzyszyć Budimeksowi również w 2017 r. Nasza całoroczna prognoza wyników po 1H'16 jest zrealizowana w 51% i z dużym prawdopodobieństwem zostanie przekroczona. W najbliższym czasie dokonamy jej aktualizacji. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Elektrobudowa										kupuj		
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		105,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2015-12-03		
		Cena docelowa:		166,50 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)		498,5		
marża EBITDA	4,4%	6,3%		8,2%		8,4%		EV (cena bieżąca)		444,4		
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	18,2	9,9		9,0		8,8		Zmiana ceny: 1m		16,7%		
P/CE	12,2	7,7		7,2		7,0		Zmiana ceny: 6m		-7,9%		
P/BV	1,5	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m		-26,1%		
EV/EBITDA	10,9	5,6		5,1		4,7		Min (52 tyg.)		87,0		
DYield (%)	1,9	0,0		3,8		6,6		Max (52 tyg.)		158,5		

W lipcu Elektrobudowa była najsilniejszą spółką w indeksie WIG-Budownictwo. Jej kurs wzrósł o ponad 20%, odrabiając większość tegorocznych strat. Lider budownictwa elektroenergetycznego wciąż jednak pozostaje, pod względem zachowania kursu, jedną z najsłabszych spółek w indeksie sektorowym w tym roku. Na P/E i EV/EBITDA Elektrobudowa jest jedną z najtańszych spółek w branży, choć do czasu finalnego rozliczenia kontraktu w Tychach nasze prognozy finansowe na 2016 r. są obciążone ryzykiem. Podpisany na początku sierpnia kontrakt z PKN Orlen o wartości niemal 250 mln PLN ma z kolei ogromne znaczenie z punktu widzenia naszych prognoz na

2017 r. Powyższe zlecenie jest największym od czasu pozyskanego w 2013 r. kontraktu w Tychach i mocno spiera backlog Elektrobudowy, osłabiony brakiem nowych zamówień z energetyki. Spodziewamy się, że po wynikach za 2Q'16 Elektrobudowa zorganizuje konferencję, na której przedstawi strategię na najbliższe lata. Temat ten został wstępnie zasygnalizowany przez zarząd po wynikach rocznych. Same wyniki za 2Q'16 nie powinny przynieść większych niespodzianek. Liczymy na nominalnie dobry wynik netto, choć ze względu na wysoką bazę o około 10% niższy r/r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Erbud kupuj								
Analitik: Piotr Zybała		Cena bieżąca: 27,45 PLN		Cena docelowa: 36,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-03		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	1 693,8	1 763,3	4,1%	1 620,5	-8,1%	1 761,2	8,7%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	52,7	62,1	17,9%	66,3	6,8%	71,2	7,3%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	3,1%	3,5%		4,1%		4,0%		EV (cena bieżąca)
EBIT	43,8	51,5	17,7%	55,3	7,3%	59,9	8,3%	Free float
Zysk netto	27,2	27,8	2,5%	35,6	27,8%	39,2	10,0%	
P/E	12,9	12,6		9,8		8,9		Zmiana ceny: 1m
P/CE	9,7	9,1		7,5		6,9		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	5,2	4,6		4,8		4,5		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,7	1,8		4,4		5,1		Max (52 tyg.)

Po sprzedaży przez Erbud w czerwcu br. spółki Budlex (deweloperskiego ramienia Grupy), w lipcu wiadomości dotyczyły przede wszystkim nowych kontraktów w segmencie kubaturowym. Erbud poinformował o czterech nowych zleceniach na łącznie 257 mln PLN. Pod względem pozyskiwania nowych zamówień ostatnie tygodnie są dla spółki zdecydowanie lepsze niż początek roku. Jeżeli Erbud sfinalizuje umowę warunkową z maja br. na budowę Galerii Młociny, spółka wejdzie w 2017 r. z solidnym portfelem zamówień i zapewne równie mocną pozycją

gotówkową. Oprócz wspomnianej sprzedaży Budlexu, z której Erbud uwolni 47,5 mln PLN wolnych środków pieniężnych, pozytywnie na cash flow powinno wpłynąć rozliczenie projektu deweloperskiego w Niemczech. Przypominamy, że wyniki finansowe za 2Q'16 będą obciążone transakcją sprzedaży Budlexu (-24,5 mln PLN). Oczyszczony zysk netto Erbudu za 2Q'16 może być umiarkowanie niższy r/r, co wynika przede wszystkim z wysokiej bazy. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Unibep kupuj								
Analitik: Piotr Zybała		Cena bieżąca: 10,41 PLN		Cena docelowa: 12,10 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 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	18,4	15,5		10,9		8,8		Zmiana ceny: 1m
P/CE	13,7	11,6		8,8		7,4		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,8	1,7		1,5		1,3		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	9,6	10,1		6,8		5,6		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,2	1,4		1,6		2,9		Max (52 tyg.)

W lipcu Unibep mógł pochwalić się kolejnym znaczącym kontraktem w segmencie mieszkaniowym o wartości 122 mln PLN. Ugruntowana pozycja spółki na rynku budownictwa mieszkaniowego w Warszawie jest jej dużym atutem na spadającym rynku budowlanym. Uważamy, że nawet po osłabieniu koniunktury na rynku mieszkaniowym, minie kilka kwartałów zanim deweloperzy ograniczą swoją aktywność budowlaną. Ostatnie dane za 2Q wskazują tymczasem na wzrost zarówno popytu, jak i podaży nowych inwestycji na rynku mieszkaniowym. W Warszawie liczba nowych mieszkań wprowadzonych do sprzedaży wzrosła w minionym kwartale o ponad 50% r/r. Wzrost podaży z

ostatnich czterech kwartałów wyniósł natomiast około 25%. Krótko mówiąc, otoczenie spółki w Polsce pozostaje korzystne. Powinniśmy to również dostrzec w wynikach spółki za 2Q'16, choć będzie to głównie zasługą poprawy rentowności. Wyraźnie dodatnich dynamik na przychodach oczekujemy począwszy od 3Q'16. Wciąż nie jest wyjaśniona kwestia dwóch dużych kontraktów na Białorusi w Mińsku i Grodnie na łącznie ponad 380 mln PLN. Mimo że ich realizacja jest opóźniona względem pierwotnych planów, nie powinno to istotnie zagrozić naszym prognozom na bieżący rok. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Deweloperzy

Capital Park										trzymaj	
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		6,47 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-06	
		Cena docelowa:		6,50 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	54,8	72,4	32,0%	124,5	71,9%	138,1	11,0%	Liczba akcji (mln)		107,4	
EBITDA	-34,8	95,7		60,2	-37,1%	104,8	74,0%	MC (cena bieżąca)		694,7	
marża EBITDA	-63,4%	132,2%		48,4%		75,9%		EV (cena bieżąca)		1 873,3	
EBIT	-35,2	95,3		59,8	-37,2%	104,4	74,5%	Free float		0,0%	
Zysk netto	-61,5	44,0		14,1	-68,0%	43,1	206,6%				
P/E		15,5		49,4		16,2		Zmiana ceny: 1m		1,1%	
P/CE		15,3		48,0		16,0		Zmiana ceny: 6m		13,9%	
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m		28,4%	
EV/EBITDA		17,8		31,1		20,3		Min (52 tyg.)		4,5	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		6,6	

W ostatnich miesiącach na rynek nie przeciekły nowe informacje w kwestii (1) startu budowy Art Norblin, (2) sprzedaży Eurocentrum lub Royal Wilanów. Kwestie te mają kluczowe znaczenie z punktu widzenia wyceny spółki, stąd przy braku nowych informacji nie dziwi trend boczny, w którym znajduje się kurs Capital Park od czasu wyników za 1Q'16. W wynikach za 2Q'16 powinniśmy dostrzec dalszy wzrost zysku operacyjnego w związku ze stopniową poprawą wynajęcia portfela oraz oddaniem do eksploatacji kilku

nowych obiektów w 1H'16 (EC Delta, Galeria Zaspą, Topos). Ze względu na umocnienie kursu EUR/PLN nasza całoroczna prognoza zysku netto będzie wyraźnie przekroczone już po pierwszych 6 miesiącach roku. Wykonanie oczyszczonej prognozy może być pewnym wyzwaniem, lecz wciąż jest w zasięgu spółki. Tradycyjnie, ciekawszy od samych wyników kwartalnych powinien być komentarz zarządu na temat sprzedaży aktywów oraz przyszłości Art Norblin. Rekomendujemy trzymanie akcji Capital Park.

Dom Development kupuj												
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		53,90 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-05-30		
		Cena docelowa:		69,50 PLN								
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	784,3	904,2	15,3%	1 116,4	23,5%	1 150,5	3,0%	Liczba akcji (mln)		24,8		
EBITDA	72,7	105,0	44,5%	160,5	52,8%	191,6	19,4%	MC (cena bieżąca)		1 335,8		
marża EBITDA	9,3%	11,6%		14,4%		16,7%		EV (cena bieżąca)		1 382,2		
EBIT	69,4	100,6	44,9%	155,5	54,6%	186,6	20,0%	Free float		23,9%		
Zysk netto	55,7	80,7	45,0%	125,9	56,0%	150,3	19,3%					
P/E	24,0	16,5		10,6		8,9		Zmiana ceny: 1m		4,4%		
P/CE	22,7	15,7		10,2		8,6		Zmiana ceny: 6m		15,7%		
P/BV	1,6	1,5		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m		7,8%		
EV/EBITDA	18,9	14,1		8,6		7,2		Min (52 tyg.)		45,3		
DYield (%)	4,1	4,2		6,0		9,4		Max (52 tyg.)		58,4		

W lipcu Dom Development wprowadził do sprzedaży ostatnią inwestycję, w przypadku której, zakończenie budowy planowane jest na 2017 r. Tym samym, w 2017 r. spółka powinna zakończyć realizację ponad 2700 mieszkań vs. 2300 lokali w 2016 r. Już dziś widać, że nasza prognoza na przyszły rok, zakładająca zysk netto na poziomie 150 mln PLN, ma duże szanse realizacji. Kluczowe dla przyszłorocznych wyników projekty kończą się na przełomie 3Q-4Q'17. Spółka będzie miała wystarczająco dużo czasu, by osiągnąć zakładane przez nas 2600 przekazania. Zwracamy uwagę, że konsensus na Dom Development wciąż pozostaje na wyjątkowo niskim poziomie (ZN'16-17 ~ 100 mln PLN) i prędzej czy później pójdzie w górę, tym bardziej, że dane REAS dla rynku mieszkaniowego wciąż nie dają powodów do obaw. Jako że na chwilę

obecną spółka jest na dobrej drodze, by zrealizować nasze prognozy na lata 2016-2017, warto przyjrzeć się naszym oczekiwaniom na rok 2018 r. (zysk netto 161 mln PLN). Realizacja powyższego celu wymaga od spółki uzupełnienia banku ziemi o nowe działki. Szacujemy, że w oparciu o posiadany na koniec marca bank ziemi deweloper jest w stanie przekazać około 2400 lokali, przy czym są to mieszkania o średnio mniejszej wartości jednostkowej niż spółka ma obecnie w ofercie. W tym kontekście, ostatni zakup gruntu na Mokotowie na około 750 mieszkań o podwyższonym standardzie znacznie przybliży spółkę do realizacji naszych prognoz. Spodziewamy się, że powyższy zakup nie był jedynym, o którym zarząd poinformuje nas na konferencji po wynikach za 2Q'16. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Echo Investment **trzymaj**

Analitik: 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		-44,9%		
P/CE	4,4	3,5		8,0		7,4		Zmiana ceny: 6m		-22,5%		
P/BV	0,6	0,5		1,1		0,9		Zmiana ceny: 12m		-34,1%		
EV/EBITDA	6,7	5,5		14,6		12,3		Min (52 tyg.)		4,3		
DYield (%)	0,0	0,0		119,8		0,0		Max (52 tyg.)		8,0		

W lipcu kurs akcji Echo pozostał stabilny. Po odcięciu dywidendy kapitalizacja dewelopera spadła do około 1,8 mld PLN, co przy skorygowanych kapitałach własnych oznacza P/B na poziomie 1,07x. 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 1,0x NAV. 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 odnośnie wypłaty 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 1,07xNAV wydaje się rozsądnym poziomem, choć bardziej szczegółowe analizy będą możliwe po zaprezentowaniu przez zarząd nowej wizji rozwoju. Spodziewamy się, że taka prezentacja będzie miała miejsce zaraz po publikacji wyników finansowych za 1H'16. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

GTC **kupuj**

Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		6,90 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)	3 175,5		
marża EBITDA	-99,6%	78,5%		96,0%		168,6%		EV (cena bieżąca)	6 382,2		
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		16,2		9,5		4,2		Zmiana ceny: 1m	2,2%		
P/CE		16,1		9,4		4,2		Zmiana ceny: 6m	-0,4%		
P/BV	1,1	1,1		1,0		0,8		Zmiana ceny: 12m	17,9%		
EV/EBITDA		13,7		12,7		6,9		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 przekaże 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:		2,89 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)	760,3		
marża EBITDA	15,1%	12,6%		20,1%		19,9%		EV (cena bieżąca)	908,1		
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	17,9	9,5		9,0		9,6		Zmiana ceny: 1m	-1,7%		
P/CE	17,3	9,3		8,8		9,4		Zmiana ceny: 6m	-1,7%		
P/BV	1,7	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	18,0%		
EV/EBITDA	16,1	17,2		8,3		9,1		Min (52 tyg.)	2,4		
DYield (%)	2,8	3,8		6,9		7,6		Max (52 tyg.)	3,2		

Dane o sprzedaży mieszkań w 2Q'16 były bardzo dobre (648 szt., +9% r/r). W całym 1H'16 Robyg zwiększył sprzedaż o 22% i utrzymał pozycję lidera sprzedaży. Nasza styczniowa prognoza całorocznej sprzedaży jest zrealizowana w 57% i spółka nie będzie miała problemów z jej przekroczeniem. Imponująca jest również efektywność sprzedaży Robyga od wielu pozostająca na jednym z najwyższych poziomów w sektorze (ok. 45% w 1H'16).

Od grudnia deweloper wydał ok. 150 mln PLN na 6 nowych działek, pozwalających na budowę około 4500 mieszkań. Zakup gruntów po cenie około 950 PLN/PUM w Warszawie oraz około 450 PLN/PUM w Gdańsku jest świetnym wynikiem, zważywszy na coraz silniejszą presję na wzrost cen gruntów. Zakupy nieruchomości są niewątpliwie jednym z największych

sukcesów spółki w pierwszej połowie roku. W najnowszej prezentacji zarząd zapowiada ukończenie budowy ponad 3400 lokali w 2017 r. Po ostatnich zakupach Robyg posiada wystarczający bank ziemi, by w 2018 r. zwiększyć tę liczbę do 3700 lokali. Są to poziomy o ponad 20% wyższe od naszych założeń ze styczniowego raportu i stanowią silną podstawę do podniesienia prognoz finansowych, niezależnie od wejścia spółki na rynek wrocławski. Emisja 5-letnich obligacji niezabezpieczonych o wartości 100 mln PLN wskazuje jednak, że Robyg nie zamierza rezygnować z tego planu, pomimo wycofania się z emisji akcji. Spodziewamy się, że jeszcze w tym roku spółka dokona 1-2 istotnych zakupów we Wrocławiu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Handel

AmRest										trzymaj									
Analitik: Piotr Bogusz				Cena bieżąca: 246,00 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)		5 218,6								
marża EBITDA		10,7%	12,6%		13,4%		13,7%		EV (cena bieżąca)		6 227,7								
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		101,0	32,6		33,8		27,1		Zmiana ceny: 1m		12,6%								
P/CE		20,2	13,6		12,4		10,7		Zmiana ceny: 6m		32,0%								
P/BV		5,7	5,1		4,4		3,9		Zmiana ceny: 12m		39,8%								
EV/EBITDA		19,4	14,5		12,2		10,5		Min (52 tyg.)		159,5								
DYield (%)		0,0	0,0		0,0		0,6		Max (52 tyg.)		250,2								

Bardzo dobre wstępne wyniki sprzedażowe spółki w 2Q'16 potwierdzają kontynuację pozytywnych trendów oraz skuteczność działań podejmowanych przez spółkę. Wskaźnik sprzedaży/średnią ilość restauracji w 2Q'16 wzrósł o 6,3% R/R w CEE oraz o 5,7% R/R w Hiszpanii. Jednocześnie AmRest nadal koncentruje się na umacnianiu swojej pozycji w regionie (przejęcie sieci kawiarni Starbucks na rynku niemieckim oraz otwarcie pierwszej kawiarni Starbucks na rynku Słowackim). Ostatnie przejścia dokonane przez AmRest, zostały przeprowadzone po atrakcyjnych wskaźnikach EV/EBITDA (znacznie niższym niż wycena giełdowa AmRest) oraz dają potencjał spółce

do poprawienia wyników generowanych przez przejęte aktywa. Oczekujemy, że spółka poprawi wynik EBITDA o 23% R/R do 120,6 mln PLN w 2Q'16. Zakładamy, że po 1H'16 AmRest zrealizuje około 47% naszej całorocznej prognozy. Pod koniec lipca, główny akcjonariusz spółki ogłosił wezwanie do sprzedaży 34,29% akcji spółki po cenie 215 PLN (w przypadku zrealizowania wezwania w 100%, akcjonariusz dominujący miałby 66% udziałów w AmRest). Naszym zdaniem cena wezwania nie odzwierciedla potencjału rozwojowego spółki. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla walorów spółki.

CCC <trzymaj< th=""></trzymaj<>									
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		184,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2016-08-03
		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)	7 206,9
marża EBITDA	14,7%	14,0%		14,3%		14,9%		EV (cena bieżąca)	8 255,9
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	33,0	28,8		26,7		19,6		Zmiana ceny: 1m	15,3%
P/CE	26,5	22,6		21,0		15,9		Zmiana ceny: 6m	47,0%
P/BV	7,4	6,3		5,5		4,4		Zmiana ceny: 12m	-1,9%
EV/EBITDA	25,3	23,0		17,9		13,6		Min (52 tyg.)	109,0
DYield (%)	0,9	1,6		1,2		0,8		Max (52 tyg.)	192,9

Kurs akcji spółki wzrósł o 15,6% w lipcu osiągając 184,5 PLN/akcję na koniec miesiąca. Głównym katalizatorem wzrostów spółki były oczekiwania istotnej poprawy wyników przez CCC w 2Q'16, która powinna być kontynuowana w 2H'16. Pozytywną dynamikę wyników powinna wspierać niska baza z poprzedniego roku. Sprzedaż spółki w lipcu wzrosła o 27,9% R/R, co było poziomem niższym niż dynamika przedstawiona w poprzednich miesiącach. Niekorzystnie na sprzedaż towarów w lipcu wpłynęły niesprzyjające warunki pogodowe. Wysokie, trzycyfrowe tempo poprawy sprzedaży R/R w VII'16

zostało utrzymane w Eobuwie.pl. Zwracamy uwagę na niską istotność letnich miesięcy wyprzedażowych (lipiec, sierpień) w tworzeniu całorocznego wyniku CCC. Głównym wydarzeniem w sierpniu będzie publikacja wyników spółki – 30 sierpnia. Naszym zdaniem kluczowe będą informacje dotyczące poprawy rentowności biznesu w poszczególnych segmentach (Polska, Europa Zachodnia, CEE). Utrzymanie pozytywnych trendów w 2Q'16 mogą być podstawą do podniesienia wyceny dla spółki. Biorąc pod uwagę istotny wzrost wyceny CCC w ostatnim miesiącu, obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Eurocash

sprzedaj

Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		50,68 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2016-04-18	
		Cena docelowa:		42,70 PLN						
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)		
Przychody	16 963,8	20 318,2	19,8%	21 369,1	5,2%	23 612,4	10,5%	Liczba akcji (mln)	138,9	
EBITDA	412,5	475,6	15,3%	522,4	9,8%	584,1	11,8%	MC (cena bieżąca)	7 040,5	
marża EBITDA	2,4%	2,3%		2,4%		2,5%		EV (cena bieżąca)	7 429,1	
EBIT	287,2	325,1	13,2%	371,5	14,3%	421,2	13,4%	Free float	46,3%	
Zysk netto	180,5	212,4	17,6%	254,9	20,0%	295,1	15,8%			
P/E	38,9	33,1		27,6		23,9		Zmiana ceny: 1m	9,4%	
P/CE	23,0	19,4		17,3		15,4		Zmiana ceny: 6m	-5,7%	
P/BV	7,1	6,3		5,8		5,1		Zmiana ceny: 12m	17,9%	
EV/EBITDA	19,2	15,3		14,2		12,3		Min (52 tyg.)	38,7	
DYield (%)	1,6	1,6		2,0		1,8		Max (52 tyg.)	58,3	

Według doniesień prasowych zakupem sieci Żabka zainteresowany jest również fundusz CVC Capital Partners, co może wpłynąć na podtrzymanie wysokiej ceny transakcji szacowanej na 1 mld EUR. Według naszych wyliczeń Eurocash musiałby wspomagać się emisją akcji w przypadku realizacji transakcji przejęcia. Biorąc pod uwagę wyniki spółki zwracamy uwagę na spadającą efektywność sprzedaży w segmencie C&C, co wynika ze zmniejszania się wartości rynku (wszyscy główni konkurenci EUR również odnotowują spadek sprzedaży porównywalnej). Jednocześnie wysoka konkurencja na rynku oraz niepewność związana z otoczeniem

prawnym, istotnie wpłynęła na rozwój sieci Delikatesy Centrum w 1Q'16 (zmniejszenie się liczby sklepów netto o 11 Q/Q w 1Q'16). Ponadto, negatywnie na wynik spółki wpływa strata generowana przez nowe przedsięwzięcia rozwijane przez Eurocash (rozliczane jako pozostałe koszty operacyjne). Oczekujemy, że podobne trendy mogą zostać utrzymane w 2Q'16. Szacujemy, że Eurocash poprawi EBIT o 7% R/R do 80,7 mln PLN w 2Q'16, a EBITDA o 4% R/R do 118,3 mln PLN. Uważamy, że obecna wycena spółki nie odzwierciedla jej fundamentalnej wartości i rekomendujemy sprzedawanie walorów Eurocash.

Jeronimo Martins

trzymaj

Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		15,06 EUR				Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-18	
		Cena docelowa:		14,90 EUR							
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)			
Przychody	12 680,0	13 728,0	8,3%	14 484,3	5,5%	16 107,3	11,2%	Liczba akcji (mln)		629,3	
EBITDA	732,0	801,0	9,4%	875,1	9,3%	973,7	11,3%	MC (cena bieżąca)		9 474,0	
marża EBITDA	5,8%	5,8%		6,0%		6,0%		EV (cena bieżąca)		9 747,6	
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	31,3	28,5		24,6		20,8		Zmiana ceny: 1m		3,7%	
P/CE	16,2	14,6		13,3		11,9		Zmiana ceny: 6m		14,0%	
P/BV	6,8	7,1		6,1		5,2		Zmiana ceny: 12m		14,8%	
EV/EBITDA	13,7	12,4		11,1		9,6		Min (52 tyg.)		47,7	
DYield (%)	2,2	4,1		1,8		2,0		Max (52 tyg.)		66,1	

Dnia 27 lipca Jeronimo Martins opublikowało bardzo dobre wyniki za 2Q'16. pomimo trudnego otoczenia rynkowego i stabilnych cen żywności R/R, sieć Biedronka wypracowała 9,9% wzrostu sprzedaży porównywalnej w 2Q'16 oraz 8,8% w 1H'16. Bardzo dobry wynik sieci Biedronka został przytłumiony przez aprecjację EURPLN, jednak osiągnięty rezultat świadczy o skuteczności przeprowadzanych zmian przez JMT (modernizacja placówek, aktywne prowadzenie kampanii promocyjnych). Spółka zapowiada kontynuację strategii utrzymywania pozycji lidera rynkowego pod względem cen w Polsce, koncentrując się na wolumenowej poprawie sprzedaży. Sieć Pingo Doce odnotowała spadek sprzedaży porównywalnej o 1,5% w 2Q'16, co

wynikało ze wzmożonej konkurencji na rynku oraz efektu wysokiej bazy. Kolejny dobry kwartał zaliczył Recheio (+4,2% sprzedaż porównywalna), gdzie motorem wzrostu była sprzedaż realizowana do segmentu HoReCa. Sieć Ara powiększyła się o 68 sklepów netto R/R do 161 placówek w 2Q'16. Kolumbijska sieć przygotowuje się do otworzenia pierwszych sklepów w trzecim regionie, co powinno pozwolić na przyspieszenie tempa ekspansji. Potencjalnym ryzykiem mogącym się zmaterializować w krótkim okresie jest wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę. Uważamy, że obecna wycena odzwierciedla wartość godziwą spółki i zalecamy trzymanie walorów Jeronimo Martins.

LPP		redukuj									
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		4 905 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		4 900 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	4 769,3	5 130,3	7,6%	5 964,0	16,2%	6 908,7	15,8%	Liczba akcji (mln)	1,8		
EBITDA	802,8	726,8	-9,5%	757,1	4,2%	932,6	23,2%	MC (cena bieżąca)	8 878,4		
marża EBITDA	16,8%	14,2%		12,7%		13,5%		EV (cena bieżąca)	9 488,9		
EBIT	609,1	503,2	-17,4%	505,0	0,4%	663,3	31,4%	Free float	57,7%		
Zysk netto	479,5	352,0	-26,6%	385,7	9,5%	513,5	33,2%				
P/E	18,5	25,2		23,0		17,3		Zmiana ceny: 1m	-0,8%		
P/CE	13,2	15,4		13,9		11,3		Zmiana ceny: 6m	-6,9%		
P/BV	5,4	4,7		4,0		3,5		Zmiana ceny: 12m	-35,0%		
EV/EBITDA	11,6	13,1		12,5		10,0		Min (52 tyg.)	4 800,0		
DYield (%)	1,9	0,7		1,1		2,0		Max (52 tyg.)	7 880,0		

Dane sprzedażowe z ostatnich miesięcy wskazują, że działania LPP mające na celu zwiększenie sprzedaży porównywalnej są skuteczne. W lipcu dynamika sprzedaży wyniosła 21% R/R i była wyższa niż tempo rozwoju sieci sprzedażowej na poziomie 12,4% R/R. Problemem w spółce pozostaje spadek marży brutto na sprzedaży (w VII'16 o 8p.p. do 46%), na którą negatywnie wpływają: i) presja ze strony konkurencji (brak możliwości podniesienia cen); ii) wysoki kurs USDPLN, po którym rozliczony został zakup kolekcji; oraz iii) wzmożona aktywność promocyjna. Na podstawie danych przedstawionych w raportach miesięcznych, szacujemy że marża brutto na sprzedaży obniży się o 2p.p. R/R do 50,1% w 2Q'16.

Jednocześnie należy zwrócić uwagę na rosnące koszty SG&A/mkw. ze względu na wzrost kosztów wynagrodzeń (presja na płace oraz premie sprzedażowe ze względu na dobrą dynamiką sprzedaży R/R) oraz czynszów (aprecjacja EURPLN). Biorąc powyższe pod uwagę oraz efekt niskiej bazy (wskaźnik SG&A/mkw. został obniżony o 17% R/R w 2Q'16), oczekujemy że SG&A/mkw. wzrośnie o 7,2% R/R do 246 PLN w 2Q'16. Powyższe, powinno przełożyć się na spadek EBITDA/zysku netto w 2Q'16 o odpowiednio 18%/42% R/R do 158,7/79,2 mln PLN. Biorąc powyższe pod uwagę podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj dla waloru.

Inne

Work Service		akumuluj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		10,06 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)	677,6
marża EBITDA	5,4%	4,9%		5,1%		5,2%		EV (cena bieżąca)	973,2
EBIT	89,1	91,8	2,9%	106,6	16,2%	118,9	11,6%	Free float	30,6%
Zysk netto	36,2	32,8	-9,4%	47,4	44,4%	57,4	21,0%		
P/E	18,7	20,6		14,3		11,8		Zmiana ceny: 1m	4,8%
P/CE	16,6	15,3		11,1		9,2		Zmiana ceny: 6m	-18,2%
P/BV	1,8	1,8		1,6		1,3		Zmiana ceny: 12m	-40,8%
EV/EBITDA	8,8	9,5		8,1		7,0		Min (52 tyg.)	8,8
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	17,3

Wyniki za 2Q'16 nie przyniosą naszym zdaniem przełomu. Pomimo dynamicznego wzrostu obrotów na rynku polskim o 19% R/R, widoczna będzie zapewne słabość rynku niemieckiego, która przełoży się na podobną R/R rentowność zysku ze sprzedaży (10,4% vs. 9,9%). Duże koszty SG&A, wysokie koszty finansowe i duży udział akcjonariuszy mniejszościowych w zysku netto przyniesie zysk netto

na poziomie tylko 2,9 mln PLN. 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 przed słabą perspektywą wyników za 2Q'16.

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

BZ WBK

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-04-06	2016-05-06	2016-07-05	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	285,25	260,20	297,50	295,55	257,05	262,30	301,25
WIG w dniu rekomendacji	46247,43	44294,89	46448,27	47790,29	46430,16	44294,15	47031,70

CCC

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2015-12-15	2016-02-02	2016-03-04	2016-05-06	2016-07-01	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	132,00	124,40	147,30	169,00	159,65	184,00
WIG w dniu rekomendacji	43887,16	44294,89	46448,27	46430,16	44748,53	47031,70

CD Projekt

rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2016-02-02	2016-04-06	2016-05-06	2016-06-02	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	23,09	25,85	24,59	26,30	34,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	47790,29	46430,16	44700,67	47031,70

CEZ

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2015-12-14	2016-02-02	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	69,00	65,00	73,03
WIG w dniu rekomendacji	44220,32	44294,89	47031,70

ING BSK

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	120,25	111,00	121,45	134,50
WIG w dniu rekomendacji	46247,43	44294,89	46448,27	47031,70

KGHM

rekomendacja	trzymaj	redukuj
data wydania	2016-02-02	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	56,26	78,20
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	47031,70

Kruk

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2016-02-02	2016-03-04	2016-06-16	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	168,70	187,50	189,95	219,10
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	46448,27	44916,52	47031,70

LW Bogdanka

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2016-02-02	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	31,33	52,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	47031,70

Pekao

rekomendacja	redukuj	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-07-05	2016-08-03
kurs z dnia rekomendacji	147,50	139,40	156,70	129,65	124,75
WIG w dniu rekomendacji	46247,43	44294,89	46448,27	44294,15	47031,70

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: Asseco 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: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę 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 10 Przeglądu miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Przeglądzie miesięcznym znajduje się na stronie 11 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym – w ocenie Domu Maklerskiego mBanku – 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 Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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, chemia

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

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@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 47 44
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

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

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@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