

wtorek, 6 września 2016 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: wrzesień 2016

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Wrzesień pokaże, czy sierpniowe rozczarowania makro w USA i Europie były jednorazowe i pozwoliły oddalić podwyżki stóp procentowych w USA, czy mamy do czynienia ze spowolnieniem, którego nie oczekiwali inwestorzy. Pozostajemy sceptyczni co do utrzymywania dużej ekspozycji na rynek akcji.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że poprawa sentymentu po ogłoszeniu planu restrukturyzacji CHF może być krótkotrwała. We wrześniu oczekujemy narastających spekulacji odnośnie kosztów dobrowolnego przewalutowania kredytów, a także zmian do ustawy spreadowej. Jednocześnie uważamy, że bardzo dobre wyniki za 2Q'16 pozytywnie będą wpływać na sentyment do takich banków jak Erste Bank czy OTP Bank.

Paliwa

Ceny ropy powinny we wrześniu zdeterminować pozycjonowanie w ramach sektora paliwowego. Oczekujemy dalszych wzrostów notowań surowca, co będzie wywierać presję na marże przerobowe, szczególnie w kontekście kończącego się sezonu transportowego. Przypominamy też o wchodzących właśnie na rynek nowych mocach w petrochemii.

Energetyka

Krzywdząca dla akcjonariuszy mniejszościowa propozycja na WZA PGE i korekta cen węgla odcisnęły piętno na sektorze. Widzimy jednak szansę na punkt zwrotny w notowaniach niektórych spółek z uwagi na oczekiwany projekt ustawy o rynku mocy i publikację strategii poszczególnych koncernów. Najciekawszą propozycją inwestycyjną pozostaje Tauron.

Telekomunikacja, Media, IT

Korzystna dla Orange Polska wizja polskiego rynku telco zapowiedziana przez nowego prezesa UKE Marcina Cichego, powinna wspierać notowania operatora we wrześniu. Wzrostu notowań spodziewamy się także w przypadku spółek niewyksponowanych bezpośrednio na sektor publiczny, posiadających własne rozwiązania. Naszym faworytem jest Comarch, pozytywne nastawienie mamy też do Ailleronu i Asseco Business Solutions.

Przemysł

W 2Q'16 na 16 obserwowanych spółek przemysłowych 63% zanotowało wzrost wyników finansowych, a 25% zanotowało spadek rezultatów. Jednocześnie, również w porównaniu do naszych prognoz 63% spółek zaskoczyło pozytywnie na wynikach, a 25% podało rezultaty, które były gorsze od naszych oczekiwań. Najatrakcyjniej wycenione naszym zdaniem pozostają Elemental, Ergis, Pfeleiderer Grajewo, Vistal Gdynia, Uniwheels.

Budownictwo

Wyniki 2Q w spółkach budowlanych prezentowały się lepiej r/r niż w 1Q. Największe pozytywne zaskoczenie w Herkulesie, przy sporym rozczarowaniu w Elektrotimie. PKP PLK i GDDKiA zapowiadają przetargi za ok. 8-9 mld PLN do końca roku, co oznacza gorący 4Q'16 w sektorze.

Deweloperzy

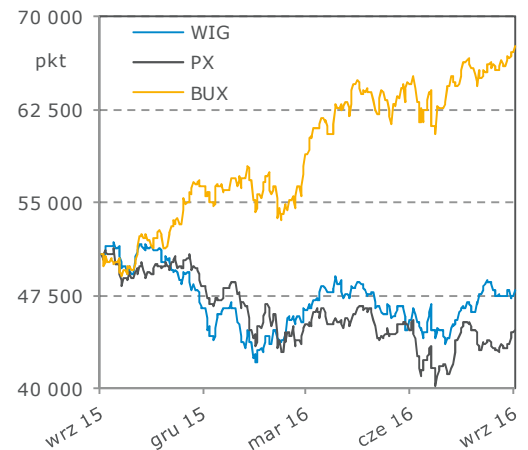
Po bardzo dobrych danych o wolumenach sprzedaży mieszkań w lipcu, sierpień przyniósł bardzo dobre wyniki finansowe w sektorze. Branża wkroczyła w okres dynamicznego wzrostu wyników, który potrwa jeszcze przynajmniej rok, a kursy spółek jeszcze tego nie dyskontują.

Handel

Wyniki sprzedażowe za wrzesień będą istotnym sygnałem odbioru nowej kolekcji. Ponadto, dynamikę sprzedaży powinien wspierać efekt niskiej bazy, co może pozytywnie wpłynąć na zachowanie się LPP oraz CCC. Zaostrzenie wojny cenowej na rynku w VIII'16 przez dyskonty może negatywnie wpłynąć na rentowność spółek z sektora.

WIG 47 981
Średnie P/E 2016 13,1
Średnie P/E 2017 11,3
Średni dzienny obrót (3M) 734 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
Unibep	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	10
3. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	12
4. Statystyki rekomendacji	13
5. Banki	14
5.1. Alior Bank	14
5.2. BZ WBK	14
5.3. Getin Noble Bank	15
5.4. Handlowy	15
5.5. ING BSK	16
5.6. Millennium	16
5.7. Pekao	17
5.8. PKO BP	17
5.9. Komercni Banka	18
5.10. Erste Bank	18
5.11. RBI	19
5.12. OTP Bank	19
6. Ubezpieczyciele	20
6.1. PZU	20
7. Usługi finansowe	21
7.1. Kruk	21
7.2. Prime Car Management	22
7.3. Skarbiec Holding	22
8. Paliwa, chemia	23
8.1. Ciech	23
8.2. Grupa Azoty	23
8.3. Lotos	24
8.4. MOL	24
8.5. PGNiG	25
8.6. PKN Orlen	25
8.7. Polwax	26
8.8. Synthos	26
9. Energetyka	27
9.1. CEZ	27
9.2. Enea	27
9.3. Energa	28
9.4. PGE	28
9.5. Tauron	29
10. Telekomunikacja	30
10.1. Netia	30
10.2. Orange Polska	30
11. Media	31
11.1. Agora	31
11.2. Cyfrowy Polsat	31
11.3. Wirtualna Polska	32
12. IT	33
12.1. Asseco Poland	33
12.2. CD Projekt	33
12.3. Comarch	34
13. Górnictwo i metale	35
13.1. KGHM	35
13.2. LW Bogdanka	35
14. Przemysł	36
14.1. Elemental	36
14.2. Famur	36
14.3. Kernel	37
14.4. Kęty	37
14.5. UNIWHEELS	38
14.6. Vistal	38
15. Budownictwo	39
15.1. Budimex	39
15.2. Elektrobudowa	39
15.3. Erbud	40

15.4. Unibep.....	40
16. Deweloperzy.....	41
16.1. Capital Park.....	41
16.2. Dom Development.....	41
16.3. Echo Investment.....	42
16.4. GTC.....	42
16.5. Robyg.....	43
17. Handel.....	44
17.1. AmRest.....	44
17.2. CCC.....	44
17.3. Eurocash.....	45
17.4. Jeronimo Martins.....	45
17.5. LPP.....	46
18. Inne.....	47
18.1. Work Service.....	47

Rynek akcji

Sierpień był miesiącem rozczarowań makro, zarówno w USA, jak i w Europie. Publikowane dane były dla rynków „optymalne” – to jest na tyle słabe, żeby obniżyć oczekiwania co do podwyżki stóp procentowych w USA, a jednocześnie na tyle „bezpieczne”, żeby nie wywołać obaw o istotne spowolnienie koniunktury. Największym rozczarowaniem makro był ISM Manufacturing. W poniższym opracowaniu wskazujemy, że analiza długości cykli ISM może wskazywać na kontynuację fazy spadkowej, co oznaczałoby zmianę scenariusza makro i prognoz wyników spółek, a dla rynków byłoby dużym rozczarowaniem w kolejnych miesiącach. Bieżące wskaźniki wycen dla amerykańskich indeksów – szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę EV/EBITDA dla spółek niefinansowanych – osiągnęły poziomy zbliżone do szczytów z 2007 i 2000 roku. Rynek bazuje na bardzo optymistycznych prognozach na kolejne dwa lata. Na obecną chwilę nie jest to scenariusz bazowy, a rynki wykazują dużą odporność na negatywne informacje, jednak naszym zdaniem ryzyko utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie. Wbrew naszym oczekiwaniom WIG20 „targany” kolejnymi informacjami z pogranicza polityki i ekonomii pozostaje jednym z najsłabszych indeksów na świecie i nie może „nadrobić” słabszego zachowania w 1H w stosunku do MSCI EM (-19 p.p.). We wrześniu na wokandę może powrócić temat ustawy frankowej i przyszłości OFE. Rosnący deficyt budżetowy może budzić obawy o to, czy ostateczny kształt regulacji dotyczących OFE nie będzie gorszy z punktu widzenia GPW.

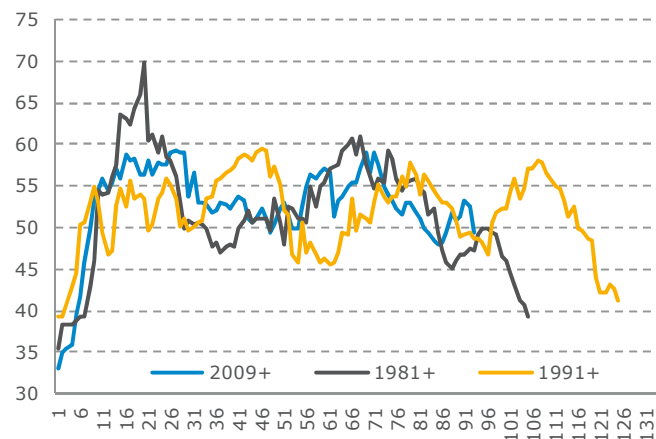
ISM Manufacturing – jak w latach '80

Wrześniowy odczyt ISM Manufacturing był jednym z największych zaskoczeń miesiąca (tym bardziej, że lokalne wskaźniki nie zapowiadały takiego tąpnięcia). Wskaźnik spadł do 49,4 pkt w stosunku do 52,6 pkt w poprzednim miesiącu i 52 pkt oczekiwanych przez analityków. Szczególnie niepokoi spadek subindeksu nowych zamówień, który obniżył się do 49,1 vs. 56,9 w sierpniu. Indeks bieżącej produkcji spadł z 55,4 do 49,6, a indeks zatrudnienia utrzymuje się poniżej 50 pkt, tj. na poziomie 48,3 pkt (49,4 poprzednio). Po pierwszej, kilkugodzinnej, negatywnej reakcji rynków, inwestorzy uznali, że słabsze dane to kolejny powód do utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie przez FED („słabsze dane to dobre dane”).

Chcemy jednak zwrócić uwagę na długość obecnego trendu w gospodarce opisanego zachowaniem ISM Manufacturing (patrz wykres poniżej). Obecny cykl trwa już 92 miesiące, licząc od dołka z grudnia 2008 (33 pkt). Poprzednie cztery cykle trwały od 88 do 129 miesięcy, przy czym najdłuższy cykl w latach '90 składał się z trzech mini-cykli, z których każdy kończył się spadkiem indeksu do co najmniej 46 pkt. Obecny cykl charakteryzuje się tym, że ISM już od 86 miesięcy nie spadał poniżej 46 pkt. – najdłużej od co najmniej 1948 roku. Drugim najdłuższym pod tym względem cyklem były lata '80.

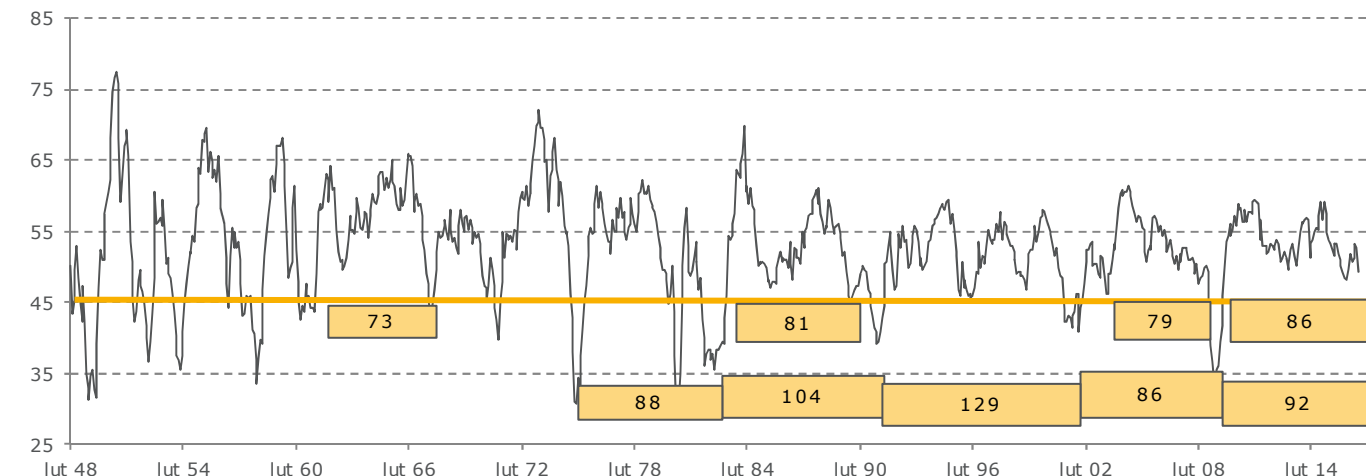
Tu warto zwrócić uwagę na bardzo podobne rozłożenie w czasie obecnego cyklu oraz tego z lat '80. Biorąc pod uwagę, że ostatnia fala spadkowa na ISM (liczona od ostatniego lokalnego szczytu), która wyznacza dołek cyklu, trwa co najmniej 6 miesięcy to obecny cykl będzie trwał co najmniej 97 miesięcy. Można zastanawiać się czy możliwe jest wejście indeksu w kolejną fazę wzrostową, co oznaczałoby strukturalną falę zbliżoną do cyklu w latach '90. W takim przypadku obecny cykl wydłużyłby się do 119 miesięcy. Argumentem przeciw takiemu scenariuszowi jest fakt, że w obecnym cyklu ISM rósł wtedy, kiedy FED prowadził QE. QE3 zakończyło się w październiku 2014, a ISM ustanowił szczyt w listopadzie tego samego roku (59 pkt). Od tamtej pory indeks znajduje się w fazie spadkowej.

Cykle ISM Manufacturing (miesiące od dołka cyklu)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

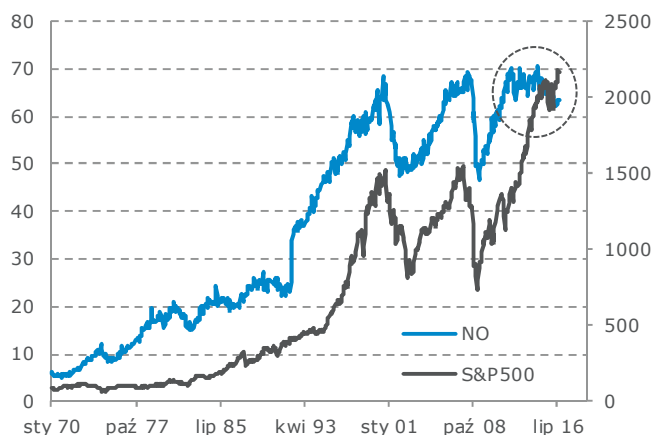
Cykle ISM Manufacturing (miesiące)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Innym argumentem przeciw porównaniu obecnego cyklu do lat '90 jest koniunktura w gospodarce. Wystarczy spojrzeć na wartość nowych zamówień w przemyśle (bez przemysłu obronnego i lotniczego) w tamtym okresie aby stwierdzić, że podobna prosperita nie występowała w ostatnich 40 latach. Zwracamy przy tym uwagę, że obecnemu wzrostowi S&P500 nie towarzyszy wzrost nowych zamówień. Taka dywergencja ma miejsce po raz pierwszy od 1992 roku. Gdyby nie mniejszy udział przemysłu w amerykańskim PKB, obecnie mielibyśmy recesję podobną do tych w latach '80. Segment usług, który zwiększył udział w gospodarce jest beneficjentem rekordowo taniego pieniądza oraz... hossy na giełdzie, co potwierdza korelacja S&P500 i Conference Board.

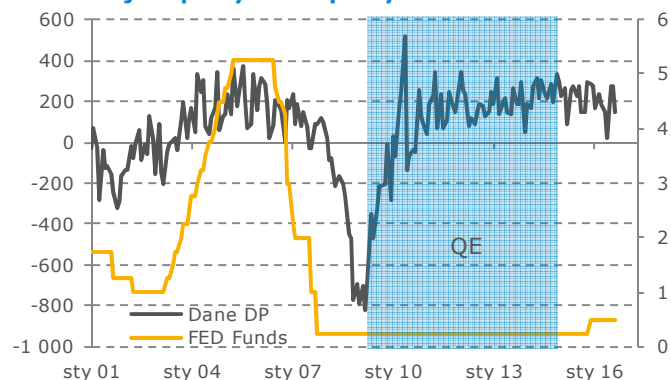
S&P500 na tle nowych zamówień na dobra trwałe bez lotnictwa i obronności (NO)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Sentyment wśród inwestorów jest pozytywny/neutralny... zakładając jednak, że gospodarka amerykańska weszłaby w większe, cykliczne spowolnienie (zgodnie z tym, na co może wskazywać ISM Manufacturing) pojawia się pytanie o politykę FED. Dziś rynki interpretują słabsze dane makro jako powód do braku podwyżek stóp procentowych, co zachęca do kupna ryzykownych aktywów. Wariant cyklicznego spowolnienia (patrz presja na wyniki spółek, szczególnie w kontekście wysokich wskaźników wycen i oczekiwanego wzrostu EPS) nie jest brany pod uwagę. Historycznie podwyżki stóp procentowych w średnim terminie nie wpływały na spadki indeksów, bo podwyżkom towarzyszyła poprawiająca się koniunktura gospodarcza. Tym razem podwyżki mogą stłamsić i tak słaby wzrost, co uzasadnia obawy inwestorów. Dopóki zachowany jest balans słabsze dane ale nie złe, model zachowań inwestorów jest przewidywalny. Co jednak, jeśli obecny cykl – bez dodatkowej stymulacji FED (QE) – kończy się (patrz ISM), tj. odbył się bez serii podwyżek, a jedyną formą normalizacji polityki pieniężnej było wyjście z programu skupu aktywów? Pogorszenie koniunktury gospodarczej oznacza, że FED nie ma możliwości obniżek stóp procentowych jak zawsze robił w poprzednich cyklach. Pozostaje więc powrót do QE lub coraz częściej rozważane „helicopter money” (w tym przypadku pozostaje pytanie o to, jak je zakończyć). To jednak dopiero drugi krok (pierwszym jest obawa o makro patrz styczeń 2016).

Nowe miejsca pracy na tle polityki FED

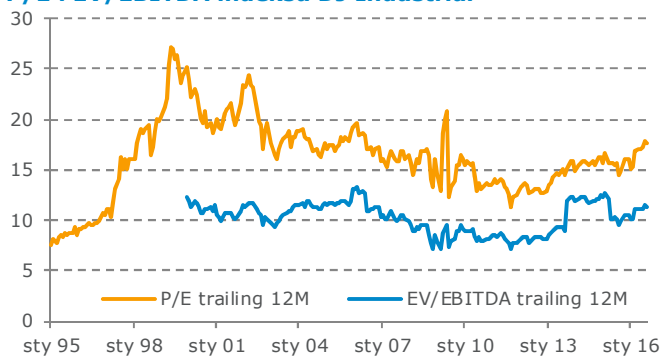


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wskaźniki wycen

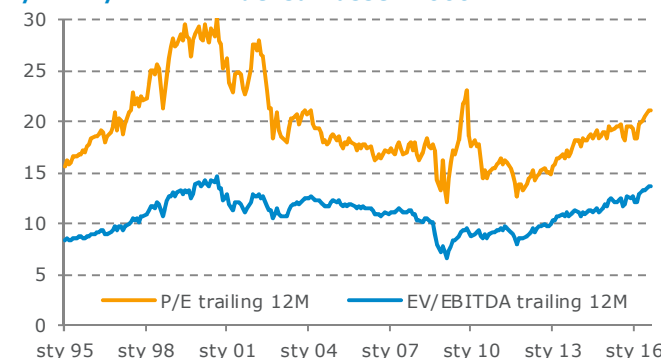
Przy słabym wzroście gospodarczym i „płaskich wynikach spółek” wzrost indeksów musi oznaczać ekspansję wskaźników wyceny. Oczywiście jest to, że historycznie trudno wyznaczyć zarówno maksymalny/minimalny poziom P/E czy EV/EBITDA, bo rynek może zawsze być droższy czy jeszcze tańszy. Zwracamy jednak uwagę, że obecne wskaźniki (wyniki za 12 ostatnich miesięcy, celowo nie uwzględniamy prognoz, które zakładają bardzo wysokie dynamiki wzrostu) osiągnęły poziomy zbliżone do szczytów poprzednich hoss. Bieżące P/E dla S&P500 to 20,4x. To jeszcze nie wydaje się szczególnie wysokim odchyleniem od średnich, jednak już EV/EBITDA osiągnął poziom 13,2x. Obraz może zniekształcać sektor finansowy, jednak tezę potwierdza DJ Industrial (EV/EBITDA na poziomie z 11,3x). Najbardziej jednak niepokoić mogą wskaźniki wycen małych i średnich spółek. EV/EBITDA dla Russell 1000 wynosi 13,5x, a dla Russell 2000 21x. W przypadku wszystkich indeksów analitycy zakładają dynamiczną poprawę zysków w kolejnych latach. W tym kontekście spowolnienie gospodarcze byłoby dla rynków dużym zaskoczeniem negatywnym.

P/E i EV/EBITDA indeksu DJ Industrial



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

P/E i EV/EBITDA indeksu Russell 1000

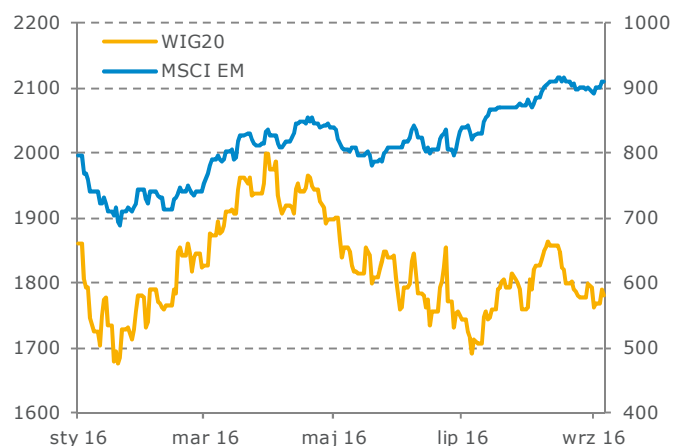


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Giełda warszawska

Po udanym początku miesiąca, sierpień okazał się kolejnym słabym miesiącem na GPW. WIG20 „targany” kolejnymi informacjami z pogranicza polityki i ekonomii pozostaje jednym z najsłabszych indeksów na świecie. W tym roku indeks MSCI EM przewyższał o 15%, co oznacza, że WIG20 zachowywał się słabiej o 19 punktów procentowych. Tradycyjnie małe i średnie spółki pozostają w centrum uwagi inwestorów, jako dające lepszą ekspozycję na wzrost PKB. Tu należy zwrócić uwagę, że dynamika wzrostu, a szczególnie jego struktura, były dla makroekonomistów sporym zaskoczeniem negatywnym (patrz komentarz makro). Dotyczy to szczególnie konsumpcji. Czynnikiem optymistycznym jest nieco lepszy PMI w przemyśle. Szansą dla polskiego rynku, o której piszemy już od trzech lat, jest przepływ środków z depozytów bankowych (banki będą szukać marżowości, depozyty rosną szybciej niż kredyty). Do tego potrzebne są jednak pozytywny scenariusz makro i pozytywne historyczne stopy zwrotu z akcji. Te są, ale głównie na funduszach małych i średnich spółek. We wrześniu na wokandę może powrócić temat ustawy frankowej i przyszłości OFE. Rosnący deficyt budżetowy może budzić obawy o to, czy ostateczny kształt regulacji dotyczących OFE nie będzie gorszy z punktu widzenia GPW.

WIG20 vs. MSCI EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory we wrześniu

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 klienta. 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. Banki mogą też podjąć decyzję o zmniejszeniu akcji kredytowej tak, aby sprostać nowym wymaganiom kapitałowemu. Jednocześnie uważamy, że ustawa spreadowa nie jest jeszcze ostateczna, co może powodować dodatkową niepewność na rynku.
- We wrześniu oczekujemy dalszych spekulacji na temat przejęcia Banku Pekao przez PZU oraz potencjalnych kupujących polski oddział RBI.
- Oceniamy, że wyniki za 2Q'16 były szczególnie pozytywne w zagranicznych bankach Erste Bank oraz OTP Bank, a w Polsce w PKO BP.
- Kluczowe rekomendacje: Erste Bank (kupuj), Komercni Banka (akumuluj), PZU (kupuj).

Paliwa

- Sierpień przyniósł odbicie cen ropy głównie za sprawą spekulacji o możliwym wrześniowym porozumieniu OPEC i Rosji w sprawie zamrożenia produkcji, co wywołało falę zamykania krótkich pozycji otwieranych masowo w lipcu.
- Marże rafinerijne utrzymały się w przedziale 4-5 USD/Bbl, gdyż efekt wyższych cen surowca został zneutralizowany przez nieco lepsze od oczekiwanych odczyty dotyczące zapasów benzyny w USA. Niemniej jednak podtrzymujemy opinię, że utrzymujące się rekordowe dostawy diesla z Chin i perspektywa zakończenia sezonu transportowego powinny przynieść znaczne pogorszenie benchmarków.
- Rentowność w obszarze petrochemii, w szczególności w kategorii poliolefin powinna znaleźć się pod presją z uwagi na uruchamianie nowych mocy produkcyjnych w Egipcie (0,4 mln ton PE) i w Arabii Saudyjskiej (0,7 mln ton PE), a także dalszy wzrost cen ropy.
- Kluczowe rekomendacje: PGNiG (akumuluj), PKN Orlen (redukuje).

Chemia

- Dobre zachowanie indeksów MSCI Chemicals dla Europy i Świata w ostatnich dwóch miesiącach spowodowało wzrost wyceny na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA do rekordowych poziomów notowanych w ostatnich trzech latach.
- W wynikach za 2Q'16 pozytywnie zaskoczył Ciech, natomiast słabe wyniki przedstawiła Grupa Azoty oraz Synthos.
- Utrzymujące się niesprzyjające otoczenie dla producentów kauczuku w 2016 roku połączone z odcięciem dostaw butadienu do fabryki w Kralupach przekładać się będzie negatywnie na wyniki finansowe Grupy. W dniu 19 września będzie miało miejsce NWZA w sprawie dywidendy. Nie oczekujemy znaczącej wartości z uwagi na przejęcie aktywów styrenowych INEOS.
- Według naszych szacunków, w efekcie niższych cen surowców (cen koksu, węgla i gazu ziemnego) i utrzymujących się sprzyjających cen sody, wyniki Grupy Ciech powinny zachować tendencję wzrostową w 2H'16.

- Niskie ceny zbóż, oraz wysokie zbiory w krajach byłego ZSSR oraz Ameryki Północnej i Południowej znacząco zmniejszają szansę na wzrost cen nawozów co najmniej do połowy 2017 roku. Oczekujemy, że w 2H'16 Grupa Azoty zachowa spadkowy trend wyników finansowych.

Energetyka

- Ceny węgla w Europie zatrzymały się w okolicach 60 USD/t, ale naszym zdaniem oczekiwane dalsze wzrosty notowań ropy i gazu w USA powinny pozwolić na przekroczenie tej granicy z uwagi na relacje cenowe w przeliczeniu na GJ energii.
- Sentyment do sektora energetycznego osłabiły jednak kolejne minima na notowaniach uprawnień do emisji i zawężenie clean dark spreadu.
- W Polsce kontrakt roczny oscyluje wokół 159 PLN/MWh, ale pod koniec roku spodziewamy się kontraktacji po nieco wyższych cenach z uwagi na możliwe wyższe ceny węgla (efekt mniejszej atrakcyjności importu). Przypominamy również, że notowania TGE w tym roku są mniej reprezentatywne z uwagi na mniejszy o połowę wolumen obrotu (brak obowiązku giełdowego w PGE).
- Wrzesień powinien przynieść więcej konkretów w kwestii ustawy o rynku mocy, co w zestawieniu z planowanymi publikacjami strategii poszczególnych spółek może stanowić punkt zwrotny jeśli chodzi o notowania sektora.
- 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 nadchodzących miesiącach operatorzy P4, Orange Polska i T-Mobile zbudują istotną część pokrycia ludności zasięgiem LTE na 800 MHz. Tym samym Cyfrowemu Polsatowi przybędzie konkurencji na rynku Internetu mobilnego na terenach niskozurbanizowanych, co może osłabić dynamiki parametrów operacyjnych i stanowi ryzyko dla prognozy wyników w kolejnych latach.
- Nowy prezes UKE Marcin Cichy przedstawił swoją wizję rynku. Cichy podał, że jednym z celów, które sobie stawia w kadencji 2016-2021, jest zahamowanie spadku rynku detalicznego. Jego zdaniem, jego przyczyną jest wciąż niska penetracja usługami szerokopasmowymi, będąca konsekwencją niezadowalającego stanu infrastruktury, na co od lat zwraca Polsce uwagę Komisja Europejska. Cichy wskazał na inwestycje infrastrukturalne i na zamiar wypełnienia zadań nałożonych przez Narodowy Plan Szerokopasmowy. Cichy chce zmienić nieefektywne wykorzystanie i niewystarczającą optymalizację istniejących sieci. Cichy zapowiedział też, że za jego kadencji UKE zajmie się rozdysponowaniem pasma 700 MHz. W sferze regulacji prezes UKE powinien zajmować się deregulowaniem schyłkowych rynków i odchodzić od analiz ex-ante. Cichy nie zamierza zrywać z polityką samoregulacji, zasadzającą się na wypracowywaniu konsensusu przedsiębiorców. Do praktyki teleregulatora wróć merytoryczne porozumienia, takie jak to z 2009 r. Chce także wdrożyć model kształtowania stawek FTR.

- W takim otoczeniu pod względem atrakcyjności inwestycyjnej preferujemy Orange Polska.
- Wirtualna Polska powinna wykazywać dalsze wzrosty po dobrych wynikach za 2Q'16. Sam rynek reklamowy uległ w 2Q'16 lekkiej zadyszce, w wyniku mniejszego popytu ze strony sektora finansowego na reklamę. Dwie spółki mediowe (Cyfrowy Polsat i Agora) obniżyły swoją prognozę na rynek reklamy. Jednak spadki dot. głównie telewizji i prasy.
- W sektorze IT najciekawiej prezentuje się Comarch, który dzięki poprawie udziału usług oraz oprogramowania własnego w całości obrotów oraz dużej sprzedaży w modelu SaaS osiąga dobre wyniki finansowe. W kolejnych okresach liczymy na dalszy sukces w sprzedaży zagranicznej. Pozytywnie podchodzimy także do spółki Ailleron, która rozwija nowoczesne rozwiązanie LiveBank – wirtualny oddział banku dostępny w przeglądarce i urządzeniach mobilnych. W sektorze IT podtrzymujemy także nasze pozytywne nastawienie do Asseco Business Solutions.

Metale i górnictwo

- Cena miedzi nadal oscyluje poniżej 5 000 USD/t pozostając jednym z najsłabiej zachowujących się surowców. Sentyment pogarszają dynamicznie rosnące w ostatnich dwóch tygodniach zapasy miedzi na giełdach, przede wszystkim w magazynach azjatyckich.
- 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 nie odzwierciedlają benchmarku ARA.

Przemysł

- Indeksy MSCI Industrials dla Europy i dla Świata w ostatnich dwóch miesiącach wzrosły, przebijając swoje 3-letnie średnie na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Bardzo dobrze w tym okresie zachowywały się spółki z zaplecza Automotive oraz producenci samochodów (wzrost indeksów MSCI Auto oraz MSCI Auto Components dla Europy).
- Największą szansę na wzrost kursu akcji widzielibyśmy w: Elemental Holding (wzrost wyników r/r w 1H'16 mimo braku istotnej akwizycji, dobre perspektywy na 2H'16), Ergis (perspektywa poprawy wyników w 2H'16), Pfeiderer Grajewo (spadek cen mocznika oraz umocnienie RUB do PLN pozytywnie przekładać się będą na rezultaty; Grajewo jest obecnie notowane z około 40% dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźniku EV/EBITDA na lata 2016-17), Tarczyński (spółka notowana z około 20% dyskontem na P/E'16 oraz EV/EBITDA'16), Vistal Gdynia (perspektywa istotnej poprawy r/r oczyszczonych o zdarzenia jednorazowe wyników w okresie 1Q-3Q'16; backlog na koniec 2Q'16 +20% r/r) oraz Uniwheels (spółka na prognozach Zarządu notowana jest z około 15-20% dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźnikach P/E'16-17).
- Unikilibyśmy akcji spółek: Alumetal (perspektywa spadku r/r rezultatów w 3Q'16, Spółka w ubiegłym miesiącu praktycznie zamknęła swoje dyskonta do spółek porównywalnych na wskaźniku P/E'16-17), Apator (wykonanie całorocznej prognozy Zarządu może być trudne z uwagi na opóźnienia w realizacji kontraktów dla energetyki) oraz Kruszwica (z uwagi na deficyt rzepaku na rynku krajowym oraz prawdopodobne utrzymanie niskich rezultatów w 2Q'16).
- W 2Q'16 na 16 obserwowanych spółek przemysłowych 63% zanotowało wzrost wyników finansowych, a 25%

zanotowało spadek rezultatów. Jednocześnie, w porównaniu do naszych prognoz również 63% spółek zaskoczyło pozytywnie na wynikach, a 25% podało rezultaty, które były gorsze od naszych oczekiwań.

- Dobre wyniki za 2Q'16 przedstawiły: Alumetal, Boryszew, Elemental Holding, Famur, Forte, Grupa Kęty, Uniwheels. Słabe naszym zdaniem wyniki przedstawiły BSC Drukarnia oraz Kruszwica.
- Kluczowe rekomendacje: Elemental (kupuj), Uniwheels (kupuj), Vistal (kupuj).

Budownictwo

- W sierpniu indeks WIG-Budownictwo wzrósł znacznie bardziej niż indeks szerokiego rynku, co wynika z bardzo dobrego zachowania trzech największych spółek w indeksie: Budimex, Elektrobudowa, Trakcja. Cała trójka zaprezentowała bardzo dobre wyniki finansowe za 2Q'16, osiągając dodatnią dynamikę r/r.
- Spośród 10 monitorowanych przez nas spółek budowlanych 6 poprawiło wyniki r/r. Największe pozytywne zaskoczenie miało miejsce w Herkulesie, którego wyniki bardzo wspiera ubiegłoroczna akwizycja BGMB Budopol. Największe rozczarowanie było udziałem Elektrotimu, już drugi kwartał z rzędu osiągającego przychody i marże poniżej oczekiwań.
- Spółki wyspecjalizowane w budownictwie kolejowym potwierdziły wcześniejsze zapowiedzi PKP PLK, że jeszcze w bieżącym roku powinny nastąpić znaczące rozstrzygnięcia w przetargach. Spółki liczą na ok. 4-5 mld PLN otwartych ofert do końca grudnia, co może oznaczać dobry timing na doważenie w sektorze.
- Na początku września Minister Adamczyk zapowiedział rozpisanie 15 przetargów drogowych o łącznej wartości 4,1 mld PLN. To pierwsza w tym roku tak konkretna wypowiedź odnośnie rynku infrastruktury drogowej. Przypominamy, że ostatnie otwarcie dużej oferty od GDDKiA miało miejsce w styczniu br.
- Kluczowe rekomendacje: Budimex (kupuj), Erbud (kupuj), Elektrobudowa (kupuj).

Deweloperzy

- W 2Q'16 deweloperzy zgodnie z oczekiwaniami zaprezentowali silny wzrost wyników finansowych w ujęciu r/r. Zjawisko to będzie kontynuowane również w kolejnych kwartałach roku. Poza nielicznymi wyjątkami (Atal, JWC) reakcja rynku na dobre wyniki była neutralna.
- Wolumeny sprzedaży mieszkań w 3Q'16 będą ważnym testem dla sektora. Baza minionych okresów jest wysoka, a klienci deweloperów nie mają dostępu do puli środków z MdM przeznaczonych na lata 2016-2017. MdM jest postrzegany jako ważny czynnik wspierający sprzedaż mieszkań. Gdyby w 3Q'16 sprzedaż na rynku nie spadła (realny scenariusz w naszej ocenie), byłby to bardzo pozytywny sygnał dla spółek z sektora. Wyniki sprzedażowe za 3Q będą publikowane na początku października.
- Podtrzymujemy opinię, że sektor oferuje wiele nisko wycenionych spółek dywidendowych, w szczególności: Archicom, Atal, Dom Development, LC Corp, Lokum, Robyg, Vantage.
- Kurs P.A. Novej spektakularnie wzrósł w minionym miesiącu (+25%) mimo neutralnych wyników. Spółka wciąż jest tania (P/B=0,84x, P/E'16=9,0x).
- Na uwagę zwraca BBI Development, wyceniony na P/B=0,4x. Brak zysku spółka rekompensowała lepszym cash flow w 2Q'16.
- Koniunktura sprzyja dwóm największym spółkom z sektora (GTC i Echo). Z perspektywy czasu widać, że ryzyko dużej nadpodaży powierzchni komercyjnej nie

zmaterializowała się. Obaj deweloperzy zakończą bieżący rok bardzo dobrym wynikiem finansowym oraz potencjałem do dalszej poprawy w 2017 r. Wycena w okolicy wartości kapitałów własnych nie powinna stanowić bariery do wzrostu, przy czym zwracamy uwagę, że przy bieżącym dwucyfrowym ROE, NAV spółek szybko rośnie.

- Kluczowe rekomendacje: Dom Development (kupuj), Robyng (kupuj), GTC (kupuj).

Handel

- Wrzesień będzie pierwszym miesiącem płacenia przez spółki podatku handlowego. Dodatkowym ryzykiem dla wyników spółek handlowych mogącym zmaterializować się w 2017 roku, może być wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę. Projekt ustawy zakładający wprowadzenie zakazu został złożony do Sejmu z odpowiednią podpisów. Według doniesień prasowych rozpatrywana jest opcja stopniowego wprowadzania zakazu, zaczynając od jednej niedzieli w miesiącu.
- AmRest opublikował solidne wyniki za 2Q'15, w których potwierdzony jest pozytywny trend zanotowany w poprzednich kwartałach. Jednocześnie w sierpniu spółka podpisała porozumienie z Pizza Hut na masterfranczyzę restauracji PH na najważniejszych rynkach w CEE, co powinno wspierać ambitne plany wzrostu sieci restauracji prowadzonych przez spółkę.
- Wyniki za 2Q'16 potwierdzają problemy Eurocash w segmentach C&C oraz Delikatesy Centrum. Jednocześnie opublikowana w sierpniu decyzja UOKiK o wydłużeniu postępowania w sprawie przejęcia przez Eurocash sklepów prowadzonych przez Marka Stodólkę oraz sieci Eko Holding może implikować trudności z uzyskaniem zgody Urzędu również przy kolejnych transakcjach. Uwzględniając sytuację fundamentalną spółki uważamy, że walory Eurocash są zbyt drogie.
- Oczekujemy, że skala spadku marży brutto na sprzedaży R/R w LPP będzie się zmniejszała ze względu na sprzedaż kolekcji jesień-zima kupionej po niższym kursie USDPLN niż kolekcja wiosna-lato oraz ze względu na pozytywną kontrybucję do wyniku sklepów działających w Rosji (wysoki wzrost sprzedaży/mkw. w RUB R/R oraz wyhamowanie spadku RUBPLN R/R). Biorąc powyższe pod uwagę oczekujemy stopniowej poprawy wyników oraz rekomendujemy kupno walorów LPP.
- Kluczowe rekomendacje: LPP (kupuj).

Makroekonomia

PKB w 2Q

Odczyt flash PKB za II kwartał został przez GUS potwierdzony na poziomie 3,1% r/r i 0,9% kw/kw po odsezonowaniu. Strukturę wzrostu w okresie kwiecień – czerwiec należy ocenić jako słabą. Po pierwsze, pomimo uruchomienia pełną parą wypłat z programu 500+ (od maja, ale efekt r/r powinien być znaczący) i solidnej dynamiki wynagrodzeń, wzrost konsumpcji przyspieszył tylko marginalnie, z 3,2 do 3,3% r/r. Po drugie, dynamika inwestycji okazała się drastycznie niższa od oczekiwań i wyniosła -4,9% r/r (rynek z sobie tylko znanych powodów spodziewał się małego plusika, my obstawialiśmy odczyt na poziomie -1% r/r). Taki zjazd inwestycji jest zupełnie analogiczny do tego, co wydarzyło się w latach 2012-2013 (w sensie sekwencji odczytów i L-kształtnej, a nie V-kształtnej trajektorii) i sprzeczny ze wskazaniami większości miesięcznych korelatów inwestycji. W szczególności, przy stosunkowo skromniejszym spowolnieniu budownictwa oznacza to, że spadki inwestycji nie są skoncentrowane tylko w budownictwie i obejmują również kategorie maszyn i urządzeń. To z kolei implikuje znacznie gorszą formę inwestycji prywatnych niż zakładano wcześniej. Czy jest to efekt „rozlewania się” braku napływu środków unijnych na kolejne sektory, czy też konsekwencja szeroko pojętej niepewności politycznej, jest kwestią drugorzędną. Po trzecie, przy stabilizacji dynamiki spożycia publicznego na poziomie 4,4% (prawdziwą zagadką będzie zachowanie tej kategorii na koniec roku – ogromny efekt bazy) i niższym wkładzie zapasów (spadek z 1,3 do 0,5 p.proc.), ciężar utrzymywania wzrostu na powierzchni spadł, jak to już miało miejsce wielokrotnie, na eksporcie netto. Wkład tego ostatniego wzrósł z -0,9 do 0,8 p.proc. i był najwyższy od końcówki 2013 r. Niski odczyt PKB i jego struktura nie tylko stawiają pod olbrzymim znakiem zapytania dynamikę PKB, w którą „wierzyli” członkowie RPP jeszcze na poprzednim posiedzeniu (3,6-3,8%), ale również wskazują na konieczność dalszych negatywnych rewizji prognoz. Fatalne dane za lipiec tylko potwierdziły dość płaską trajektorię PKB w tym roku. W tej sytuacji wydaje nam się, że powrót RPP do obniżek stóp jest w tym roku prawdopodobny – choć członkowie Rady zarzekają się, że obniżenie stóp procentowych nie pomoże gospodarce, suma negatywnych niespodzianek z polskiej gospodarki powoli zbliża się do masy krytycznej. Rynek wycenia obecnie pewną niewielką szansę na obniżkę stóp w tym roku. Mocniejszy złoty, niska inflacja oraz dalsze ugruntowanie niskich ścieżek stóp procentowych w gospodarce globalnej będą w najbliższych tygodniach sprzyjać być może nieco bardziej agresywnym zakładom na RPP. Wreszcie, niski odczyt PKB nie powinien obecnie w sytuacji poszukiwania rentowności na rynkach globalnych generować presji na ryzyko kredytowe Polski, zwłaszcza że niższym wskaźnikiem wzrostu towarzyszą nie pogarszające się wpływy podatkowe, a najbardziej kontrowersyjne elementy polityki gospodarczej rządu są już szeroko znane.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa spadła w ujęciu rocznym o 3,4%, istotnie poniżej oczekiwań – dość powiedzieć, że nawet najbardziej pesymistyczne prognozy zakładały spadek mniejszy o 2pp. Duża część spowolnienia w stosunku do czerwca to oczywiście efekt skrajnie niekorzystnego kalendarza (różnica dni roboczych spadła z +1 do -2 r/r w lipcu), ale nie wyjaśnia to zaskoczenia. W istocie, po odliczeniu efektów kalendarzowych pozostajemy z dość minorowym wynikiem produkcji przemysłowej: dla danych odsezonowanych spowolnienie z 3,6 do 1,6% r/r i spadek produkcji w lipcu o 1,6% m/m. Wiedzione tym ostatnim odczytem momentum szoruje o dno nie widziane od 2012 roku. W kolejnych miesiącach dynamika produkcji będzie oscylować wokół zera w rytm dni roboczych, a w miarę

zbliżania się do końcówki roku coraz większą rolę odgrywać będą efekty bazowe związane z kończeniem projektów finansowanych z funduszy UE (przede wszystkim produkcja taboru kolejowego). Produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu rocznym o 18,8%, nieco poniżej konsensusu i zgodnie z naszą prognozą. W ujęciu miesięcznym, po odliczeniu efektów kalendarzowych i sezonowych, zanotowano wzrost o 0,6% i trudno uznać to za mocne odbicie. O powodach słabości budownictwa wypowiadaliśmy się wielokrotnie, ale warto powtórzyć, że wynika ono przede wszystkim ze słabości inwestycji publicznych (samorządy i koleje) oraz quasi-publicznych. Te ostatnie to przede wszystkim spółki energetyczne – potężnego wkładu do spadków w budownictwie dostarcza załamanie inwestycji w infrastrukturę liniową i przesyłową (sama ta kategoria odjęła 0.3 p.proc. od wzrostu PKB w I połowie b.r.). W kolejnych miesiącach można spodziewać się co najwyżej statystycznego przyspieszenia produkcji budowlanej, a i to nie jest pewne z uwagi na niekorzystne efekty bazowe związane z kończeniem perspektywy budżetowej UE w II połowie 2015 r. Jest możliwe, że 2016 rok budownictwo zakończy na większym minusie (średniorocznie) niż 2013.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna urosła jedynie o 2% w ujęciu rocznym (nasza prognoza 3%, konsensus 4%). Negatywna różnica w dniach roboczych odbiła się szczególnie negatywnie w sprzedaży samochodów (obecna dynamika roczna to niewiele powyżej zera). Sprzedaż żywności utrzymała przyzwoitą dynamikę (5,6%), natomiast wyraźnie osłabła sprzedaż w sklepach niewyspecjalizowanych oraz odzieży i obuwiu. Kategoria „pozostałe” utrzymała solidne, 10% tempo spadków. Podtrzymujemy nasze wcześniejsze obserwacje, że sprzedaż detaliczna zachowuje się tak, jak by programu 500+ wcale nie było (albo inaczej – różnice pomiędzy dynamikami sprzedaży implikowanymi sezonowo, a faktycznymi są niezauważalne). Biorąc pod uwagę wyniki PKB za II kwartał (nie znamy jeszcze faktycznej kompozycji wydatków), nadal uważamy, że 500+ podbiło konsumpcję, jednak głównie dzięki zwiększonej sprzedaży usług. Przy tak silnym rynku pracy trudno sugerować, aby nagle ten agregat wyhamował. Niemniej konsumpcja w zakresie towarów jest wyjątkowo wstrzemięźliwa.

Inflacja

Według wstępnych danych, deflacja zelzała w sierpniu do -0,8% (poprzednio -0,9%). Obstawialiśmy ruch o podobnej skali, ale jednak w drugą stronę. Trudno wypowiedzieć się na tym etapie odnośnie przyczyn odchylenia. Wśród bezpośrednich podejrzanych są kategorie „łączność”, czy „rekreacja i kultura” (potencjał do generowania jednorazowych niespodzianek). Odczyt równy -0,8% uzyskamy również utrzymując nasze założenia odnośnie inflacji bazowej (-0,4%), ale aplikując dynamikę cen żywności ze średnią poprawką wobec poprzedniego roku w wysokości +0,2pp (a więc +0,2pp do odczytu z sierpnia 2015 = -0,5% m/m dynamika cen żywności wobec oczekiwanej przez nas -1,1%).

We wrześniu dynamika cen będzie jeszcze mniej ujemna (-0,4-0,5%), głównie za sprawą efektów bazy z poprzedniego roku, ale i nieco wyższych cen paliw obecnie. Członkowie RPP wykorzystają zapewne ten ruch jako argument za stabilizacją stóp procentowych. Naszym zdaniem warto jednak pochylić się nad czynnikami ryzyka płynącymi ze sfery realnej. Pamiętajmy, że na powierzchni utrzymuje polski PKB względnie wysoka konsumpcja i zagadkowo wysoki eksport netto. Jeśli konsumenci nagle postanowią więcej oszczędzać (jak w 2012 roku), albo eksport netto obniży się, odzwierciedlając w większym stopniu absorpcję polskiej gospodarki, zejście poniżej 3% wzrostu będzie szybkie. Nie

jest to nasz scenariusz bazowy, niemniej RPP może skłaniać się do myślenia bardziej w kategoriach zarządzania ryzykiem, zwłaszcza jeśli po odreagowaniu z sierpnia dane ze sfery realnej przestaną się poprawiać, a oszacowania koniunktury utrzymają trajektorię spadkową.

Departament Analiz Ekonomicznych mBanku

(Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek)

research@mBank.pl

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2016	2017	2016	2017
Banki										
ALIOR BANK	kupuj	2016-05-24	55,40	75,93	51,82	+46,5%	15,7	147,2		
BZ WBK	trzymaj	2016-08-03	301,25	305,10	318,10	-4,1%	14,5	14,3		
GETIN NOBLE BANK	kupuj	2016-02-02	0,46	0,96	0,49	+95,9%	12,5	6,8		
HANDLOWY	kupuj	2016-07-05	68,38	75,32	73,76	+2,1%	15,5	16,1		
ING BSK	redukuj	2016-08-03	134,50	119,38	148,50	-19,6%	20,3	18,4		
MILLENNIUM	kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	5,57	+25,7%	12,4	9,9		
PEKAO	trzymaj	2016-08-03	124,75	127,42	128,00	-0,5%	16,3	15,9		
PKO BP	kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	26,33	+20,1%	11,5	10,7		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2016-06-02	948	1085,6 CZK	856	+26,9%	13,3	11,2		
ERSTE BANK	kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	26,62	+21,5%	9,9	8,9		
RBI	kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	12,88	+33,1%	14,0	4,6		
OTP BANK	trzymaj	2016-04-06	6900	6487 HUF	7530	-13,9%	11,6	9,4		
Ubezpieczyciele										
PZU	kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	27,70	+53,2%	10,2	8,5		
Usługi finansowe										
KRUK	trzymaj	2016-08-03	219,10	211,44	236,50	-10,6%	17,3	14,8		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	35,00	+33,6%	9,6	9,8		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	30,36	+39,0%	8,0	7,0		
Paliwa, Chemia										
CIECH	trzymaj	2016-02-02	80,00	74,35	66,31	+12,1%	7,9	9,5	5,5	5,7
GRUPA AZOTY	trzymaj	2016-08-30	64,79	65,50	66,05	-0,8%	12,9	16,4	6,4	7,5
LOTOS	trzymaj	2016-04-19	28,09	26,50	28,96	-8,5%	9,7	8,9	5,6	5,6
MOL	trzymaj	2016-04-19	16420	16593 HUF	17400	-4,6%	15,7	11,2	4,9	4,2
PGNIG	akumuluj	2016-07-27	5,50	6,06	5,27	+15,0%	14,4	12,9	5,5	5,0
PKN ORLEN	redukuj	2016-04-19	71,18	59,00	64,65	-8,7%	7,3	8,4	4,7	5,3
POLWAX	kupuj	2016-02-02	15,70	23,24	16,85	+37,9%	7,1	7,0	5,7	5,4
SYNTHOS	trzymaj	2016-07-05	3,54	3,39	3,95	-14,2%	17,3	13,9	10,2	9,0
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2016-08-03	73,03	79,87	70,46	+13,4%	11,3	12,8	6,1	6,3
ENEA	trzymaj	2016-02-02	11,50	12,40	10,15	+22,2%	7,0	6,7	5,1	5,0
ENERGA	zawieszona	2016-03-16	13,30	-	8,17	-	5,0	4,7	4,1	4,2
PGE	kupuj	2016-06-02	12,35	14,60	11,47	+27,3%	6,5	8,1	3,8	4,7
TAURON	kupuj	2016-02-02	2,71	3,78	2,80	+35,0%	5,3	5,9	4,4	4,8
Telekomunikacja										
NETIA	akumuluj	2016-06-08	5,05	5,30	4,70	+12,8%	-	-	4,4	5,0
ORANGE POLSKA	kupuj	2016-02-02	6,43	8,05	5,85	+37,6%	30,9	26,2	4,2	4,3
Media										
AGORA	akumuluj	2016-05-06	12,94	13,35	11,00	+21,4%	37,9	20,3	5,3	4,9
CYFROWY POLSAT	trzymaj	2016-02-02	21,99	22,10	25,69	-14,0%	13,6	13,1	7,3	7,1
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2016-06-02	46,00	50,00	51,98	-3,8%	18,9	16,6	12,9	11,5
IT										
ASSECO POLAND	akumuluj	2016-05-06	57,69	62,89	55,98	+12,3%	12,6	12,2	6,7	6,3
CD PROJEKT	sprzedaj	2016-08-03	34,00	26,50	43,51	-39,1%	36,8	57,2	26,4	41,8
COMARCH	kupuj	2016-08-16	166,00	200,00	175,00	+14,3%	21,8	16,4	8,7	7,6
SYGNITY	zawieszona	2013-02-05	16,80	-	4,50	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
KGHM	redukuj	2016-08-03	78,20	61,50	74,80	-17,8%	21,7	12,2	6,3	5,4
LW BOGDANKA	sprzedaj	2016-08-03	52,00	33,00	59,16	-44,2%	9,1	11,3	3,6	3,9
Przemysł										
ELEMENTAL	kupuj	2016-06-13	3,50	4,60	3,95	+16,5%	13,8	11,3	11,2	8,8
FAMUR	trzymaj	2016-04-06	2,57	2,20	4,00	-45,0%	39,6	22,9	9,1	7,9
KERNEL	trzymaj	2016-03-07	54,90	55,00	60,00	-8,3%	5,7	5,8	4,4	4,2
KĘTY	trzymaj	2016-07-01	318,90	291,10	373,05	-22,0%	14,1	17,0	10,5	10,0
UNIWHEELS	kupuj	2016-07-21	149,60	172,10	199,40	-13,7%	13,0	11,5	9,4	8,1
VISTAL	kupuj	2016-02-02	8,00	15,40	9,80	+57,1%	7,5	6,4	7,2	6,9
Budownictwo										
BUDIMEX	kupuj	2016-08-10	178,40	225,60	195,00	+15,7%	15,5	13,6	6,4	5,9
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2015-12-03	141,00	166,50	106,55	+56,3%	9,2	8,9	5,2	4,8
ERBUD	kupuj	2016-02-03	25,95	36,00	30,00	+20,0%	10,8	9,8	5,3	4,9
UNIBEP	trzymaj	2016-09-06	11,79	12,10	11,79	+2,6%	12,4	10,0	7,7	6,4
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	trzymaj	2016-04-06	6,55	6,50	6,45	+0,8%	49,2	16,1	31,1	20,2
DOM DEVELOPMENT	kupuj	2016-05-30	54,40	69,50	54,50	+27,5%	10,7	9,0	8,7	7,2
ECHO	trzymaj	2016-04-06	6,52	2,73	4,11	-33,6%	7,6	7,1	14,3	12,0
GTC	kupuj	2015-11-20	7,08	8,20	7,10	+15,5%	9,7	4,3	12,8	7,0
ROBYG	kupuj	2016-01-28	2,83	3,40	3,04	+11,8%	9,5	10,1	8,7	9,5
Handel										
AMREST	trzymaj	2016-05-06	220,00	217,00	254,00	-14,6%	34,9	28,0	12,6	10,8
CCC	trzymaj	2016-08-03	184,00	181,00	183,30	-1,3%	26,6	19,6	17,8	13,6
EUROCASH	sprzedaj	2016-04-18	55,77	42,70	45,20	-5,5%	24,6	21,3	12,8	11,0
JERONIMO MARTINS	trzymaj	2016-04-18	14,76	14,9 EUR	14,73	+1,2%	24,1	20,4	10,9	9,4
LPP	kupuj	2016-08-29	4549	5500	4267	+28,9%	30,1	15,8	14,7	9,2
Inne										
WORK SERVICE	akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	12,40	+10,5%	17,6	14,6	9,4	8,2

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Budimex	kupuj	kupuj	225,60	2016-08-10
Comarch	kupuj	zawieszona	200,00	2016-08-16
Grupa Azoty	trzymaj	kupuj	65,50	2016-08-30
LPP	kupuj	redukuj	5500,00	2016-08-29

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Unibep	trzymaj	kupuj	12,10	2016-09-06

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	5,1%	0	0,0%
redukuj	3	5,1%	1	5,3%
trzymaj	20	33,9%	4	21,1%
akumuluj	8	13,6%	3	15,8%
kupuj	25	42,4%	11	57,9%

Banki

Alior Bank										kupuj	
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		51,82 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)		6 698,4	
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		-7,4%	
P/E	11,2	12,2		20,0		147,2		Zmiana ceny: 6m		2,7%	
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m		-28,2%	
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)		44,1	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		72,2	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku oraz naszą cenę docelową na poziomie 75,93 PLN na akcję. Ostatnia emisja kapitału umożliwiła Aliorowi przejęcie części banku BPH oraz pozwoli prowadzić akcję kredytową w 2016 roku. Podtrzymujemy, że przejęcie części Banku BPH powinno mieć znaczący, negatywny wpływ na EPS jedynie w 2017 roku, kiedy to koszty integracji znacznie przewyższą oczekiwane synergije 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. Jednocześnie widzimy narastające ryzyko przejęcia Raiffeisen Polbanku przez Alior przy pomocy PZU, co wiązać się może z kolejnym podniesieniem kapitału oraz ryzykiem operacyjnym (dwie fuzje w jednym czasie).

BZ WBK										trzymaj	
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		318,10 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)		31 469,3	
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		3,4%	
P/E	15,5	13,5		14,5		14,3		Zmiana ceny: 6m		9,7%	
P/BV	1,8	1,6		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m		5,1%	
DPS	10,7	0,0		22,6		11,6		Min (52 tyg.)		232,5	
DYield (%)	3,4	0,0		7,1		3,6		Max (52 tyg.)		321,9	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla BZ WBK oraz 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, a przez co może on wymóc na banku bardziej preferencyjny kurs przewalutowania. Z jednej strony bank może być zagrożony znaczącym jednorazowym kosztem przewalutowania lub rozłożeniem strat w czasie, co z kolei spowoduje

trwały ubytek na zyskowności banku w kolejnych latach. Z drugiej strony bank może nie ugiąć się pod presją wyższych wag ryzyka i nie proponować klientom przewalutowania kredytów po atrakcyjnych warunkach, co z kolei powinno przełożyć się na znacznie wolniejszą akcję kredytową. 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:		0,49 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)	1 429,2
WNDB	1 956,3	1 662,0	-15,0%	1 636,1	-1,6%	1 856,5	13,5%	Free float	49,8%
Wynik operacyjny*	1 033,3	469,0	-54,6%	710,6	51,5%	938,0	32,0%		
Zysk brutto	314,3	73,0	-76,8%	361,9	396,0%	491,7	35,9%		
Zysk netto	360,0	44,2	-87,7%	114,4	158,9%	209,3	83,1%		
ROE	7,3%	0,9%		2,1%		3,5%		Zmiana ceny: 1m	-5,8%
P/E	3,6	29,4		12,5		6,8		Zmiana ceny: 6m	-14,0%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,2		Zmiana ceny: 12m	-43,0%
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.)	1,0

*przed kosztami rezerw

Oczekujemy, że wyniki GNB pozostaną pod presją w 2016 roku ze względu na restrukturyzację grupy. Jednocześnie uważamy, że tzw. ustawa spreadowa może wymusić na banku dalszą optymalizację kapitałową w 2017 roku. 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: 73,76 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)	9 637,5
WNDB	2 465,4	2 051,8	-16,8%	2 115,8	3,1%	2 120,6	0,2%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 149,9	773,5	-32,7%	875,6	13,2%	874,6	-0,1%		
Zysk brutto	1 167,7	790,8	-32,3%	871,2	10,2%	853,8	-2,0%		
Zysk netto	947,3	626,4	-33,9%	620,7	-0,9%	600,0	-3,3%		
ROE	12,9%	8,8%		9,1%		8,7%		Zmiana ceny: 1m	2,5%
P/E	10,2	15,4		15,5		16,1		Zmiana ceny: 6m	-12,5%
P/BV	1,3	1,4		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	-13,1%
DPS	7,2	7,4		4,7		4,8		Min (52 tyg.)	61,5
DYield (%)	9,7	10,1		6,3		6,4		Max (52 tyg.)	90,5

*przed kosztami rezerw

Uważamy, że walory Banku Handlowego nadal prezentują się atrakcyjnie. Wyniki w 2Q'16 znalazły się znacząco powyżej średnich oczekiwań rynkowych, pomimo wyższego od oczekiwań salda rezerw. Zakładając, że Bank Handlowy powtórzy wynik bez zdarzeń jednorazowych z 2Q'16 w 3Q oraz 4Q'16, konsensus powinien wzrosnąć do 620 mln PLN (+4%). Niemniej jednak zarząd oczekuje, że duża zmienność na rynku kapitałowym w 3Q'16 może pozytywnie wpłynąć na wynik handlowy, co może sugerować wyższy potencjał dla wzrostu konsensusu. Na 2016

P/E Bank Handlowy notowany z 2% premią do grupy porównawczej wobec 12% premii 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 kolejne trzy lata. Finalnie oczekujemy, że Bank Handlowy będzie w stanie w sposób niezakłócony prowadzić akcję kredytową w 2017 roku dzięki brakowi ekspozycji na kredyty CHF.

ING BSK
redukuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 148,50 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)	19 319,9
WNDB	3 532,5	3 778,1	7,0%	3 980,9	5,4%	4 359,4	9,5%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 602,8	1 622,4	1,2%	1 888,5	16,4%	2 189,7	16,0%		
Zysk brutto	1 347,4	1 390,3	3,2%	1 558,3	12,1%	1 747,9	12,2%		
Zysk netto	1 040,7	1 127,0	8,3%	953,2	-15,4%	1 047,8	9,9%		
ROE	10,9%	10,7%		8,7%		8,9%		Zmiana ceny: 1m	6,1%
P/E	18,6	17,1		20,3		18,4		Zmiana ceny: 6m	21,7%
P/BV	1,8	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	21,9%
DPS	4,4	4,0		4,2		3,7		Min (52 tyg.)	101,6
DYield (%)	3,0	2,7		2,8		2,5		Max (52 tyg.)	151,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj dla ING BSK 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 miałaby sens biznesowy ze względu na synergie kosztowe, to ING do jej sfinalizowania musiałoby podnieść kapitał o około 2-3 mld PLN. Pośród banków z niską ekspozycją na kredyty CHF preferujemy obecnie Bank Handlowy, którego wycena jest na znacznie bardziej atrakcyjnym poziomie (14% dyskonto do ING BSK na 2017 P/E).

Millennium
kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 5,57 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)	6 757,1
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	2,8%
P/E	10,4	12,4		12,4		9,9		Zmiana ceny: 6m	-4,8%
P/BV	1,2	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-7,8%
DPS	0,2	0,0		0,0		0,2		Min (52 tyg.)	4,3
DYield (%)	3,9	0,0		0,0		4,0		Max (52 tyg.)	6,7

*przed kosztami rezerw

Kurs Banku Millennium wzrósł o 26,4% w sierpniu. Nagła poprawa sentymentu związana jest z dobrze przyjętym przez rynek projektem restrukturyzacji ekspozycji CHF przez kancelarię Prezydenta oraz 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 pochwalili 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
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		128,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03
		Cena docelowa:		127,42 PLN				
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Wynik odsetkowy	4 461,3	4 166,6	-6,6%	4 563,0	9,5%	4 804,5	5,3%	Liczba akcji (mln)
Marża odsetkowa	2,7%	2,5%		2,6%		2,5%		MC (cena bieżąca)
WNDB	7 284,9	6 993,5	-4,0%	7 248,2	3,6%	7 564,2	4,4%	Free float
Wynik operacyjny*	3 856,1	3 235,5	-16,1%	3 804,6	17,6%	4 034,9	6,1%	
Zysk brutto	3 359,7	2 831,1	-15,7%	3 205,0	13,2%	3 364,9	5,0%	
Zysk netto	2 714,7	2 292,5	-15,6%	2 057,5	-10,2%	2 111,2	2,6%	
ROE	11,4%	9,7%		8,8%		8,9%		Zmiana ceny: 1m
P/E	12,4	14,7		16,3		15,9		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,4	1,4		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m
DPS	10,0	10,0		8,4		7,6		Min (52 tyg.)
DYield (%)	7,8	7,8		6,5		5,9		Max (52 tyg.)

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Banku Pekao oraz 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 FWD P/E Bank Pekao notowany był z 13% premią do indeksu WIG Banki.

PKO BP								kupuj
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		26,33 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)
Marża odsetkowa	3,4%	2,7%		3,0%		3,1%		MC (cena bieżąca)
WNDB	11 494,8	10 961,9	-4,6%	11 842,8	8,0%	12 326,5	4,1%	Free float
Wynik operacyjny*	5 901,4	4 628,6	-21,6%	6 082,8	31,4%	6 517,4	7,1%	
Zysk brutto	4 034,6	3 190,8	-20,9%	4 458,9	39,7%	4 829,1	8,3%	
Zysk netto	3 254,1	2 609,6	-19,8%	2 873,2	10,1%	3 090,0	7,5%	
ROE	12,4%	9,0%		9,4%		9,7%		Zmiana ceny: 1m
P/E	10,1	12,6		11,5		10,7		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,2	1,1		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m
DPS	0,8	0,0		1,8		0,9		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,8	0,0		6,8		3,5		Max (52 tyg.)

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla banku PKO BP oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 31,62 PLN na akcję. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami PKO zaraportowało dobre wyniki w 2Q'16 z zyskiem netto na poziomie 873,5 mln PLN. Ponadto uchwalenie warunkowej dywidendy przez WZA PKO BP (1 PLN/akcję) wskazuje na poważne zamiary banku odnośnie rynku M&A. Oceniamy pozytywnie pomysł zakupu przez PKO BP Raiffeisen Polbanku lub nawet jego wysokomarżowej części - leasingu. 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.

Komercni Banka
akumuluj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		856 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)		161 585,1	
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		0,9%	
P/E	12,4	12,7		13,3		11,2		Zmiana ceny: 6m		-13,4%	
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m		-19,6%	
DPS	46,0	62,0		62,0		62,0		Min (52 tyg.)		818,0	
DYield (%)	5,4	7,2		7,2		7,2		Max (52 tyg.)		1 114,0	

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Komercni Banka. Uważamy, że Komercni Banka oferuje z jednej strony jedną z najwyższych dywidend w sektorze (nawet po rewizji polityki dywidendowej), 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 2Q'16 Komercni Banka wypracowało zysk netto w wysokości

3 801 mln CZK, co stanowi 52% średniej prognozy rynkowej. W 2Q'16 wyniki dodatkowo zostały wsparte przez 0,9 mld CZK związanych z transakcją Visa. Ze względu na wyższą od polskiej średniej dywidendę oraz niższe ryzyko polityczne uważamy, iż historyczne dyskonto, z jakim Komercni Banka było notowane do banków polskich powinno zniknąć. Uważamy, że walory KB stwarzają okazję inwestycyjną i interesującą alternatywę dla całego polskiego sektora bankowego.

Erste Bank
kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 26,62 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)	11 439,1
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	10,6%
P/E		11,8		9,9		8,9		Zmiana ceny: 6m	12,5%
P/BV	1,2	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	2,2%
DPS	0,2	0,0		0,6		0,7		Min (52 tyg.)	18,9
DYield (%)	0,8	0,0		2,3		2,6		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 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:		12,88 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)		3 765,8								
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		12,0%								
P/E			9,8		14,0		4,6		Zmiana ceny: 6m		0,2%								
P/BV		0,5	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m		12,2%								
DPS		1,0	0,0		0,0		0,4		Min (52 tyg.)		10,2								
DYield (%)		7,9	0,0		0,0		2,9		Max (52 tyg.)		15,7								

*przed kosztami rezerw

Kurs akcji RBI od początku roku spadł o 4,2% i zachowywał się znacznie gorzej względem indeksu MSCI EME Financials (+8,6%). 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:		7 530 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)			2 010,8								
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			11,4%								
P/E		31,6		11,6		9,4		Zmiana ceny: 6m			18,4%								
P/BV	1,6	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m			38,2%								
DPS	146,9	147,0		163,3		197,8		Min (52 tyg.)			5 226,0								
DYield (%)	2,0	2,0		2,2		2,6		Max (52 tyg.)			7 530,0								

*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 ukazały zaskakująco dobrą jakość aktywów oraz znaczący wzrost wyniku na działalności podstawowej. Ponadto bank obecnie charakteryzuje się konserwatywnym bilansem

(kredyty/depozyty+portfel obligacji detalicznych na poziomie 68%; Tier1 14,3%) oraz brakiem znaczącej ekspozycji na CHF. Z drugiej strony obawiamy się o trwałą poprawę sytuacji w Rosji, gdzie nawrót kryzysu (także politycznego) może spowodować spowolnienie wzrostu. 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: 27,70 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)
majątkowa	9 110,7	10 713,3	17,6%	10 412,1	-2,8%	10 753,5	3,3%	MC (cena bieżąca)
życiowa	7 807,7	7 922,9	1,5%	7 922,9	0,0%	8 200,7	3,5%	Free float
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
P/E	8,1	10,2		10,2		8,5		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,8	1,9		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m
DPS	3,4	2,4		2,7		3,3		Min (52 tyg.)
DYield (%)	12,4	8,7		9,8		11,8		Max (52 tyg.)

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 września kurs akcji PZU spadł o 18,7% wobec spadku indeksu WIG20 na poziomie 3,5%. Negatywny sentyment odzwierciedla obawy rynku odnośnie presji na przyszłe wyniki PZU (spadek wyniku inwestycyjnego, nowy podatek

finansowy), czy inwestycje w sektor bankowy, które mogą zagrozić strumieniowi dywidend. Niemniej jednak zgodnie z zapowiedziami zarządu uważamy, że PZU charakteryzować będzie nadal relatywnie wysoka dywidenda. 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.

Usługi finansowe

Kruk		trzymaj									
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		236,50 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)	4 114,6		
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	6,1%		
P/E	26,7	20,1		17,3		14,8		Zmiana ceny: 6m	25,3%		
P/BV	6,9	5,2		4,2		3,4		Zmiana ceny: 12m	38,5%		
DPS	0,0	1,5		2,0		2,3		Min (52 tyg.)	149,4		
DYield (%)	0,0	0,6		0,9		1,0		Max (52 tyg.)	248,3		

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Kruka, a także 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 211,44 PLN na akcję. Nasze prognozy na najbliższe lata odzwierciedlają znaczące inwestycje Kruka w roku obecnym na rynku polskim oraz rumuńskim. Oczekujemy, że w 2016 roku Kruk 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	
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		35,00 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)	416,8		
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	8,7%		
P/E	6,7	10,8		9,6		9,8		Zmiana ceny: 6m	-1,4%		
P/BV	0,8	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-18,6%		
DPS	2,2	5,3		3,3		3,6		Min (52 tyg.)	30,7		
DYield (%)	6,3	15,0		9,3		10,4		Max (52 tyg.)	43,5		

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 46,76 PLN na akcję. Postrzegamy pozytywnie 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) oraz bardzo silną pozycję na rynku lokalnym (#2).

Skarbiec Holding
kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 30,36 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)	207,1
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	8,4%
P/E	6,4	13,6		8,0		7,0		Zmiana ceny: 6m	-5,1%
P/BV	2,1	2,2		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	-13,8%
DPS	2,8	3,1		2,9		3,0		Min (52 tyg.)	25,0
DYield (%)	9,2	10,3		9,7		10,0		Max (52 tyg.)	38,0

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 7,0x Skarbiec Holding notowany jest ze znaczącym dyskontem do rynkowej oraz polskiej średniej. Uważamy, iż pewne dyskonto jest zasadne ze względu na strukturę przychodów w dużej mierze zależnej od success fee, ale obecny poziom dyskonta jest zbyt wysoki.

Paliwa, chemia

Ciech										trzymaj	
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		66,31 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)	3 494,5		
marża EBITDA	16,2%	21,6%		23,5%		22,1%		EV (cena bieżąca)	4 544,0		
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	20,9	10,2		7,9		9,5		Zmiana ceny: 1m	18,4%		
P/CE	9,4	6,2		5,1		5,5		Zmiana ceny: 6m	-9,2%		
P/BV	3,5	2,7		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	-5,9%		
EV/EBITDA	8,8	6,8		5,5		5,7		Min (52 tyg.)	50,1		
DYield (%)	1,7	0,0		4,3		3,8		Max (52 tyg.)	87,5		

Zgodnie z oczekiwaniami wyniki w 2Q'16 były wyraźnie wyższe r/r i lepsze od konsensusu. Oczekujemy, 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. Przywrócenie dostaw pary technologicznej do fabryki w Govorze, naszym zdaniem rozwiewa ryzyko poprawy r/r wyników w 3Q'16. Wkrótce przedstawimy aktualizację rekomendacji i prognoz dla Grupy Ciech. Podtrzymujemy neutralne nastawienie.

Grupa Azoty										trzymaj			
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		66,05 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-30			
		Cena docelowa:		65,50 PLN									
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)					
Przychody	9 898,5	10 024,4	1,3%	9 260,1	-7,6%	9 760,0	5,4%	Liczba akcji (mln)		99,2			
EBITDA	822,4	1 309,3	59,2%	1 204,9	-8,0%	1 114,7	-7,5%	MC (cena bieżąca)		6 551,9			
marża EBITDA	8,3%	13,1%		13,0%		11,4%		EV (cena bieżąca)		7 698,2			
EBIT	302,2	830,0	174,6%	709,4	-14,5%	584,1	-17,7%	Free float		22,7%			
Zysk netto	231,4	609,5	163,5%	507,6	-16,7%	399,4	-21,3%						
P/E	28,3	10,7		12,9		16,4		Zmiana ceny: 1m		-7,3%			
P/CE	8,7	6,0		6,5		7,0		Zmiana ceny: 6m		-29,4%			
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m		-25,4%			
EV/EBITDA	9,4	5,6		6,4		7,5		Max (52 tyg.)		63,4			
DYield (%)	0,6	0,0		1,3		3,0		Min (52 tyg.)		111,5			

Bardzo dobre zbiory pszenicy i kukurydzy w krajach byłego ZSSR, Ameryce Południowej i Północnej powodują, że rynek zbóż czwarty rok z rzędu będzie znajdować się w nadpodaży. Wysoki historyczny stosunek zapasów do konsumpcji naszym zdaniem będzie skutecznie ograniczał próby wzrostu cen zbóż przynajmniej do końca 2016 roku. W takim otoczeniu oczekujemy, że niskie ceny nawozów utrzymają się co najmniej do końca 2017 roku, co będzie miało negatywny wpływ na wyniki Grupy Azoty. Wcześniej oczekiwaliśmy, że spadek zbiorów zbóż w Europie

wpłynie na bilans na światowym rynku, co pozwoli choćby na nieznaczny wzrost cen. Oczekujemy, że EBITDA segmentu nawozów w 2016 roku spadnie o 12,2% oraz kolejne 25,2% w 2017 roku. Częściowo rekompensowane to będzie przez wzrost wyników w segmencie produktów chemicznych (głównie przez wysokie ceny melaminy). Wyniki 2Q'16 były niższe r/r oraz gorsze od konsensusu, jedynym pozytywem była rewizja w dół planów inwestycyjnych na bieżący rok. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Lotos
trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		28,96 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)		5 353,9	
marża EBITDA	-2,0%	5,0%		10,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)		11 144,5	
EBIT	-1 393,0	423,4		1 037,4	145,0%	1 158,7	11,7%	Free float		46,8%	
Zysk netto	-1 466,3	-263,3	-82,0%	553,2		603,1	9,0%				
P/E				9,7		8,9		Zmiana ceny: 1m		2,5%	
P/CE		11,9		3,5		3,5		Zmiana ceny: 6m		8,0%	
P/BV	0,6	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m		-0,4%	
EV/EBITDA		9,7		5,6		5,6		Min (52 tyg.)		24,1	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		32,4	

Przy okazji publikacji wyników za 2Q Zarząd przedstawił główne założenia nowej strategii, która ma być opublikowana do końca roku. Można je zinterpretować jako deklarację utrzymania niezależności koncernu i brak większych dezinvestycji, co stawia pod znakiem zapytania dotychczasowe rynkowe spekulacje o możliwej rychłej fuzji z Orlenem czy sprzedaży Petrobalticu do PGNiG. W tym kontekście w najbliższych miesiącach może brakować wsparcia dla kursu Lotosu, szczególnie w zakładanym przez nas scenariuszu pogorszenia rentowności w obszarze przerobu ropy (wzrost cen surowca, zakończenie sezonu transportowego, kolejne rekordowe odczyty eksportu diesla z Chin). Przypominamy, że w 2Q Spółka zaskoczyła już lekko

negatywnie wynikami w obszarze rafinerii, potwierdzając niejako wrażliwość na benchmark i niepowtarzalny charakter bardzo mocnych rezultatów z początku roku. Wyższe nakłady na projekt DCU będą dodatkowo utrudniać generowanie nadwyżek finansowych na dalsze obniżanie zadłużenia netto. Potencjalnie pozytywnym katalizatorem może stać się przywrócenie planu zagospodarowania na Yme (relatywnie niskie nakłady inwestycyjne na uruchomienie produkcji z uwagi na podwodną infrastrukturę pozostawioną na złożu), ale realny wpływ na wyniki z tego tytułu to raczej perspektywa 2 lat. Przy obecnym kursie akcji Lotosu utrzymujemy neutralną rekomendację dla Spółki.

MOL
trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 17 400 HUF						Data ostatniej aktualizacji:	2016-04-19
		Cena docelowa: 16 593 HUF							
(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)	1 818,6
marża EBITDA	8,4%	15,8%		16,8%		14,2%		EV (cena bieżąca)	2 837,9
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	446,0			15,7		11,2		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	4,9	3,0		3,9		3,5		Zmiana ceny: 6m	13,8%
P/BV	1,0	1,2		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	26,9%
EV/EBITDA	6,9	4,1		4,9		4,2		Min (52 tyg.)	12 015,0
Dyield (%)	3,4	2,8		3,0		3,3		Max (52 tyg.)	17 715,0

W naszym scenariuszu pogorszenia marż rafineryjnych węgierski koncern jest wystawiony na duże ryzyko osłabienia wyników w tym obszarze działalności (w 2016 roku to 70% strumienia CCS EBITDA), co niekoniecznie musi być w pełni skompensowane przez obszar E&P. Buforem bezpieczeństwa jest tutaj co prawda program oszczędności (na ten rok zaplanowano 120 mln USD) i uruchomienie nowych mocy w petrochemii, ale te elementy są już uwzględniane w rynkowych prognozach (brak tej kontrybucji byłby negatywnym zaskoczeniem). Wykonanie naszej rocznej prognozy CCS EBITDA (2 mld USD) wynosi 55%, ale naszym zdaniem za wcześnie na jej podwyższenie, gdyż bardzo dobre wyniki detalu mogą nie zrekompensować widocznego spadku marż modelowych w drugiej połowie roku (w tym kwartale EBITDA na przerobie pokazała większą wrażliwość na spadek benchmarku niż

zakładaliśmy). Ponadto zwracamy uwagę na ryzyko deterioracji rekordowych rentowności na poliolefinach z uwagi na oddawane pod koniec roku moce wytwórcze w Egipcie i Arabii Saudyjskiej oraz dalsze wzrosty cen surowca. Nie spodziewamy się również szybkich rozstrzygnięć w sprawie INA, gdyż tamtejszy rząd chce poczekać na decyzję sądu arbitrażowego. Bez poparcia lokalnych władz będzie ciężko poprawić rentowność segmentu rafineryjnego INA, który może w przypadku pogorszenia marż modelowych być widocznym obciążeniem dla wyników Grupy. Akcje MOL-a oscylują wokół naszej ceny docelowej i dlatego utrzymujemy neutralną rekomendację. Uważamy, że konsensus zdyskontował już przyszły wzrost rentowności segmentu wydobywczego, a mnożnik EV/EBITDA, uwzględniając profil ryzyka biznesowego Spółki, ma już niewielkie pole do konwergencji.

PGNiG		akumuluj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		5,27 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)	31 093,0
marża EBITDA	18,5%	16,7%		17,4%		18,5%		EV (cena bieżąca)	31 326,0
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	11,0	14,6		14,4		12,9		Zmiana ceny: 1m	-4,2%
P/CE	5,8	6,3		6,5		6,2		Zmiana ceny: 6m	10,9%
P/BV	1,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-17,3%
EV/EBITDA	5,4	5,1		5,5		5,0		Min (52 tyg.)	4,5
Dyield (%)	2,8	3,8		3,4		4,3		Max (52 tyg.)	6,9

W sierpniu mimo obserwowanego odbicia na rynku ropy, notowania akcji PGNiG odbiegały negatywnie od szerokiego indeksu. Parametry zapowiadane wcześniej skupu akcji własnych okazały się neutralne dla akcjonariuszy mniejszościowych (zaproponowane „grupowanie akcjonariuszy” ostatecznie będzie implikować proporcjonalną redukcję), ale rynek odebrał tę decyzję WZA jako instrumentalne wykorzystanie środków PGNiG (spieniężenie akcji przez TF Silesia na ratowanie KHW). Taka interpretacja generuje obawy o kolejne tego typu ruchy inspirowane politycznie, które mogą już negatywnie wpływać na kapitalizację Spółki. Na razie nie identyfikujemy jednak takich zagrożeń na horyzoncie (sprawy kopalni są na kilka kwartałów rozwiązane, Lotos zaprzeczył spekulacjom o sprzedaży Petrobalticu, a proces budowy gazociągu w Norwegii jest na bardzo wstępnym etapie analiz) i podtrzymujemy prognozy

wzrostu dywidendy w przyszłym roku (nawet po akwizycji aktywów energetycznych JSW i nabyciu akcji PGG, dług netto na koniec roku będzie oscylował wokół zera, a FCF'17-18 prognozujemy na poziomie 1,9 mld rocznie) szczególnie, że budżet państwa będzie potrzebował większego wsparcia niż w 2016. Słabsze wyniki obrotu w 2Q nie sygnalizują naszym zdaniem trwałego pogorszenia rentowności, gdyż wynikają ze strat na hedgingu, a nie większych niż zakładaliśmy rabatów cenowych dla klientów biznesowych. W tym kontekście nasze założenia dla segmentu na rok 2017 uważamy za konserwatywne. Przypominamy, że w połowie przyszłego roku powinien zapaść wyrok arbitrażowy w sporze z Gazpromem, który może uwolnić nawet 0,6 mld USD z tytułu rekompensaty wstecznej. Utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do akcji PGNiG.

PKN Orlen		redukuj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		64,65 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)		27 651,4	
marża EBITDA	-2,5%	7,1%		9,9%		6,8%		EV (cena bieżąca)		35 438,6	
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		9,7		7,3		8,4		Zmiana ceny: 1m		0,2%	
P/CE		5,8		4,6		4,9		Zmiana ceny: 6m		0,4%	
P/BV	1,5	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m		-11,1%	
EV/EBITDA		5,9		4,7		5,3		Min (52 tyg.)		57,6	
DYield (%)	2,2	2,6		3,1		4,5		Max (52 tyg.)		73,9	

Akcje Orlenu w ostatnim miesiącu zachowywały się lepiej od szerokiego indeksu, co było pochodną nieco lepszych odczytów na modelowej marży rafinerijnej, mimo towarzyszących temu wzrostów cen ropy. Zwracamy jednak uwagę, że powoli sezon transportowy się kończy, co będzie oznaczać wzrost zapasów benzyny i spadek marż na tym paliwie. Przy utrzymującej się presji ze strony importu diesla z Chin (kolejny rekordowy odczyt w lipcu) i strukturalnej nadpodaży mocy przerobowych powinno to przynieść znaczne pogorszenie rentowności w segmencie rafinerijnym. Podobna presja naszym zdaniem pojawi się również w petrochemii z uwagi na planowane uruchomienie nowych istotnych instalacji w Egipcie,

Arabii Saudyjskiej i USA. Poza tym spadki wydobywania ropy w USA będą ciągle wspierały notowania surowca i w takim scenariuszu rosnące koszty energetyczne trudno będzie przełożyć na klientów, którzy do tej pory praktycznie nie odczuli „ery tańszej ropy”. W tym kontekście tym bardziej negatywną informacją dla akcjonariuszy Orlenu jest przeciągający się termin uruchomienia steam crackera w Unipetrolu (zwracamy też uwagę, że rynek już „uwzględnił” ponad 2 mld PLN odszkodowania, a w rzeczywistości negocjacje z ubezpieczycielami dotyczące utraconej marży mogą być długie i trudne). Nadal też jako potencjalne ryzyko postrzegamy planowaną na koniec roku aktualizację strategii koncernu. Utrzymujemy negatywną rekomendację.

Polwax
kupuj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 16,85 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)	173,6
marża EBITDA	11,9%	12,2%		12,4%		12,3%		EV (cena bieżąca)	200,4
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	7,6	7,2		7,1		7,0		Zmiana ceny: 1m	6,0%
P/CE	6,7	6,1		6,0		6,0		Zmiana ceny: 6m	-0,3%
P/BV	2,6	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	3,5%
EV/EBITDA	6,8	5,9		5,7		5,4		Min (52 tyg.)	14,0
DYield (%)	5,9	7,2		6,3		7,0		Max (52 tyg.)	18,5

Kurs Polwaxu wzrósł w sierpniu o ponad 7% i ten korzystny trend powinien być naszym zdaniem kontynuowany, przede wszystkim ze względu na opublikowane dobre wyniki za 2Q'16. Sezonowo nie jest to najistotniejszy okres roku, ale lepsze od oczekiwań rezultaty finansowe po nieco gorszym początku roku neutralizują obawy o realizację tegorocznych prognoz. Oczywiście wykonanie rocznych szacunków EBITDA to około 34%, ale jest to poziom bardzo zbliżony do tego notowanego przed rokiem. Spółka nadal musi mierzyć się z dużą presją na marżę pierwszego stopnia (trudność z pełnym przełożeniem wzrostu cen surowca na klientów, konkurencyjny import parafin świecowych z Chin po zniesieniu ceł antydumpingowych), ale bardzo sprawnie kompensuje to wyższymi wolumenami. Sprzedaż w ujęciu ilościowym rośnie nie tylko w podstawowym

segmencie zniczowym, ale również w kategorii produktów dedykowanych do przemysłu (warto odnotować odbudowanie przychodów w emulsjach do impregnacji drewna, które w szczycie w latach 2012-13 generowały nawet 15 mln PLN rocznej sprzedaży). Kluczowym wydarzeniem najbliższych tygodni będzie oczywiście prezentacja projektu Future, której spodziewamy się pod koniec września. Spółka finalizuje obecnie kwestie związane z finansowaniem. Spodziewamy się, że Zarząd przedstawi założenia tej inwestycji i wystąpi o zgodę na jej realizację do akcjonariuszy na WZA (ustanowienie zabezpieczeń kredytowych). Zakładamy, że będzie ono realizowane tylko wówczas gdy nie nadwyręży istotnie potencjału dywidendowego i zaoferuje atrakcyjną perspektywę dla wyników w przyszłości. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Synthos
trzymaj

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,95 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)		5 226,8		
marża EBITDA	13,8%	15,2%		14,1%		14,6%		EV (cena bieżąca)		6 048,0		
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	14,6	12,3		17,3		13,9		Zmiana ceny: 1m		-1,7%		
P/CE	10,2	8,8		10,7		9,5		Zmiana ceny: 6m		-1,3%		
P/BV	2,4	2,3		2,0		1,9		Zmiana ceny: 12m		2,3%		
EV/EBITDA	9,4	9,6		10,2		9,0		Min (52 tyg.)		3,3		
DYield (%)	7,9	6,3		0,0		3,5		Max (52 tyg.)		4,2		

Otoczenie dla producentów kauczków syntetycznych pozostaje trudne (konkurencyjność cenowa kauczków naturalnych), a dodatkowo Synthos do końca 3Q'16 będzie odczuwał ograniczenie dostaw surowców strategicznych z rafinerii w Litwinowie (Unipetrol). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyniki 3Q'16 były niższe r/r na każdym poziomie wyników. Czynnikiem, który w lipcu pozytywnie wpłynął na notowania Synthosu było złożenie przez podmiot zależny od Michała Sołowowa wniosku o zwołanie NWZA w sprawie zmiany przeznaczenia kapitałów:

zapasowego i rezerwowych, utworzonych z zysków z lat ubiegłych oraz przeznaczenie ich na wypłatę dywidendy. Synthos jednocześnie w końcu sierpnia poinformował o zawarciu umowy zakupu aktywów styrenowych w Europie Zachodniej od Ineos za 80 mln EUR. Nowy podmiot w Grupie prawdopodobnie będzie wymagał nakładów inwestycyjnych w przyszłości. To z kolei kłóci się z koncepcją wypłaty wysokiej dywidendy z zysku (NWZA 19.09). Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Grupy Synthos.

Energetyka

CEZ		akumuluj								
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		70,46 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)	37 906,8	
marża EBITDA	32,2%	32,5%		30,9%		28,9%		EV (cena bieżąca)	61 649,5	
EBIT	36 946,0	28 961,0	-21,6%	33 092,2	14,3%	29 971,7	-9,4%	Free float	29,5%	
Zysk netto	22 403,0	20 739,0	-7,4%	20 868,3	0,6%	18 419,8	-11,7%			
P/E	10,5	11,4		11,3		12,8		Zmiana ceny: 1m	-1,6%	
P/CE	4,7	4,1		4,7		4,9		Zmiana ceny: 6m	14,8%	
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-16,9%	
EV/EBITDA	6,3	5,9		6,1		6,3		Min (52 tyg.)	58,2	
DYield (%)	9,0	9,1		9,1		7,1		Max (52 tyg.)	84,8	

Bez wątpienia kluczowym katalizatorem osłabienia sentymentu do CEZ w sierpniu była korekta na rynku węgla i energii. Dodatkowo inwestorzy nerwowo zareagowali na słabsze wyniki 2Q i rewizję rocznej prognozy Zarządu na poziomie EBITDA do 58 mld CZK. Zwracamy jednak uwagę, że nie wpływa to istotnie na nasze oczekiwania na kolejne lata, gdyż źródłem obniżki są przedłużające się przestoje w elektrowniach jądrowych spowodowane proces odnowienia licencji (dyspozycyjność tych bloków będzie rosła i wolumen w 2017 roku powinien być wyższy r/r o 0,6-1,0 TWh, a w 2018 o kolejne 2,0 TWh) i przesunięcie decyzji o zwrocie należności od spółki kolejowej (1 mld CZK zostanie zaksięgowane w 2017). Dodatkowo w przyszłym roku powinien pojawić się pozytywny efekt oddania do użytku elektrowni Ledvice i zakończonych

modernizacji w elektrowni Prunerov. W tym roku Spółka realizuje średni niecałe 35 EUR/MWh, a na przyszły zabezpieczyła większość wolumenu po około 30-31 EUR/MWh. Obecnie kontrakt roczny notowany jest na poziomie 26 EUR (po spadku z 27-28 EUR), co generuje ryzyko dalszego spadku EBITDA w roku 2018 (na razie na ten rok CEZ zabezpieczył połowę wolumenu po 29,5 EUR/MWh), aczkolwiek przy zakładanym przez nas scenariuszu kontynuacji wzrostów na surowcach te obawy powinny być zredukowane. Wydaje się, że ewentualne wzrosty cen węgla powinny w większym stopniu niż dotychczas przekładać się na kwotowania energii gdyż clean dark spread wynosi zaledwie 1,5 EUR/MWh. Uwzględniając te elementy podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Enea		trzymaj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		10,15 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)		4 480,6	
marża EBITDA	19,4%	21,6%		20,1%		20,5%		EV (cena bieżąca)		10 918,8	
EBIT	1 186,5	-162,1		992,1		1 094,0	10,3%	Free float		48,5%	
Zysk netto	908,3	-434,9		637,5		672,4	5,5%				
P/E	4,9			7,0		6,7		Zmiana ceny: 1m		-10,1%	
P/CE	2,7	2,4		2,5		2,4		Zmiana ceny: 6m		-11,3%	
P/BV	0,4	0,4		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m		-24,3%	
EV/EBITDA	2,9	4,4		5,1		5,0		Min (52 tyg.)		9,3	
DYield (%)	5,6	4,6		0,0		7,1		Max (52 tyg.)		14,5	

Teoretycznie Enea oferuje doskonałą ekspozycję na odbijające obecnie ceny węgla kamiennego, a tymczasem jej kurs pozostaje pod presją i w sierpniu obok Energi była najgorszą inwestycją w ramach sektora. Nie pomogły też dobre wyniki za 2Q (+12% na oczyszczonych wynikach względem naszej pierwotnej prognozy), które implikują podwyższenie rynkowego konsensusu nie tylko na ten rok, ale również na przyszły. Źródłem tak słabego sentymentu do koncernu jest oczywiście perspektywa zaangażowania w nowe projekty inwestycyjne z negatywnym NPV. Potwierdziły się już wcześniejsze spekulacje o inwestycji w akcje KHW (aż 350 mln PLN i wiodąca rola w akcjonariacie), a na ostatniej konferencji Zarząd zasygnalizował zainteresowanie Elektrownią Połaniec (prasa donosiła o cenie wywoławczej na poziomie 1,5-2,0 mld PLN).

Dodatkowo Spółka rozważa także realizację budowy bloku węglowego w sąsiedztwie kopalni Bogdanka (pierwotny koncept Engie i LWB dotyczący Elektrowni łączna na 500 MW miał kosztować 3,5 mld PLN) i wymieniana jest jako kandydat na partnera do nowego bloku w Ostrołęce. Na koniec czerwca wskaźnik dług netto/EBITDA wynosił 1,7x, co oznacza że Spółka dość szybko może dociążyć bilans i nie tylko zamknąć na wiele lat dyskusje na temat dywidendy, ale również obudzić obawy o utrzymanie kowenantów kredytowych w średnim terminie. Kluczowym wydarzeniem w tym kontekście może być publikacja strategii, która przyniesie odpowiedź na pytanie o capex na kolejne 5 lat. Na razie trudno ocenić atrakcyjność inwestycyjną Spółki, mimo że wydaje się, że będzie ona jednym z większych beneficjentów rynku mocy.

Energa

zawieszona

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 8,17 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)	3 382,9
marża EBITDA	21,8%	20,3%		19,5%		20,7%		EV (cena bieżąca)	8 323,7
EBIT	1 446,2	1 279,8	-11,5%	1 106,8	-13,5%	1 226,3	10,8%	Free float	50,0%
Zysk netto	982,1	831,2	-15,4%	678,3	-18,4%	726,6	7,1%		
P/E	3,4	4,1		5,0		4,7		Zmiana ceny: 1m	-17,1%
P/CE	1,8	1,9		2,1		2,0		Zmiana ceny: 6m	-38,3%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-56,1%
EV/EBITDA	2,8	3,3		4,1		4,2		Min (52 tyg.)	7,7
DYield (%)	12,2	17,6		6,0		8,4		Max (52 tyg.)	19,3

Akcje Energi po odreagowaniu lipcu, w sierpniu ponownie znalazły się pod presją i były najgorszą inwestycją wśród spółek z sektora. Rynek prawdopodobnie zaczął dyskutować scenariusz „samodzielnej” (bez partnera) realizacji inwestycji w Ostrołęce, który zwiększałby ryzyko przekroczenia kowenantów kredytowych (obecnie wskaźnik dług netto/EBITDA wynosi 2,3x) i oznaczałby zawieszenie wypłat dywidendy. Niewiadomą pozostaje także kwestia skali wydatków inwestycyjnych na kolejny próg na Wiśle (czy tylko 1 mld PLN na infrastrukturę energetyczną czy całość projektu czyli ponad 3 mld PLN). Naszym zdaniem rynek przykłada już zbyt pesymistyczne scenariusze jeśli chodzi o perspektywę FCF w kolejnych latach, nie tylko ze względu na

harmonogram potencjalnych inwestycji i możliwość rozwodnienia udziałów Energi w tych przedsięwzięciach (np. udział Zarządcy Rozliczeń czy Enei w Ostrołęce), ale także z uwagi na nieuwzględnianie potencjalnego pozytywnego wpływu dyskutowanego obecnie projektu rynku mocy (nawet jeśli bazowy scenariusz rynku jest taki, że środki będą tylko przekierowane z ORM i IRZ to Energa będzie beneficjentem netto). Jeszcze na początku roku Energa była wyceniana z niewielką premią do sektora na wskaźniku EV/EBITDA (12M Blended Fwd), a obecnie wycena implikuje 11% dyskonta. Wkrótce odniesiemy się do naszej rekomendacji. Prognozy finansowe pozostają aktualne.

PGE

kupuj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 11,47 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-06-02
		Cena docelowa: 14,60 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	28 137,0	28 542,0	1,4%	29 448,8	3,2%	29 458,0	0,0%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	8 120,0	8 228,0	1,3%	6 998,3	-14,9%	6 378,4	-8,9%	MC (cena bieżąca)	21 446,4
marża EBITDA	28,9%	28,8%		23,8%		21,7%		EV (cena bieżąca)	26 896,8
EBIT	5 096,0	-3 589,0		4 238,7		3 545,4	-16,4%	Free float	38,1%
Zysk netto	3 638,0	-3 032,0		3 281,3		2 633,3	-19,7%		
P/E	5,9			6,5		8,1		Zmiana ceny: 1m	-11,3%
P/CE	3,2	2,4		3,6		3,9		Zmiana ceny: 6m	-11,1%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-23,4%
EV/EBITDA	2,5	2,9		3,8		4,7		Min (52 tyg.)	11,1
DYield (%)	9,6	6,8		2,2		6,1		Max (52 tyg.)	15,8

Kurs akcji PGE znajdował się w ostatnich tygodniach pod presją z uwagi na zaproponowane przez MSP przesunięcie w kapitałach o ponad 5,6 mld PLN skutkujące odpływem gotówki na podatek w kwocie 0,5-1,1 mld PLN (w zależności od interpretacji podatkowej). Ostatecznie na WZA resort w odpowiedzi na protesty akcjonariuszy mniejszościowych zredukował podwyższenie kapitału zakładowego do 467 mln PLN, co oznacza już znacznie mniejszą płatność podatkową (40-90 mln PLN). Trochę poprawiło to sentyment do Spółki, ale zaufanie inwestorów będzie trudno odbudować i wciąż rynek będzie dyskutował pojawienie się kolejnych destrukcyjnych dla akcjonariuszy mniejszościowych propozycji, czy to w zakresie dywidendy czy projektów inwestycyjnych. Dopiero po publikacji strategii (dokument zapowiadany na wrzesień) możliwe będzie rzetelne skwantyfikowanie negatywnego

wpływu ewentualnych nowych planów inwestycyjnych, choć wydaje się, że aktualna kapitalizacja wyceny już dość negatywny scenariusz. Przypominamy, że ze względu na integrację pionową wytwarzania PGE oferuje pozytywną ekspozycję na obserwowane odbicie na rynku surowcowym. Dotychczas ta korelacja była neutralizowana przez szereg niekorzystnych decyzji głównego akcjonariusza, ale wspomniana publikacja strategii może okazać się punktem zwrotnym (materializacja/identyfikacja ryzyk). Wkrótce ustosunkujemy się do naszej wyceny (metoda porównawcza uwzględnia DYield) i prognoz finansowych, aczkolwiek zwracamy uwagę, że tegoroczne słabsze wyniki wytwarzania to w dużej mierze niegotówkowy efekt mniejszej skali kapitalizacji kosztów w kopalniach odkrywkowych. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Tauron										kupuj									
Analitik: Kamil Kliszcz				Cena bieżąca:		2,80 PLN						Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02					
				Cena docelowa:		3,78 PLN													
(mln PLN)		2014		2015		zmiana		2016P		zmiana		2017P		zmiana		Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody		18 440,8		18 375,2		-0,4%		19 099,2		3,9%		19 373,9		1,4%		Liczba akcji (mln)		1 752,5	
EBITDA		3 627,1		3 528,9		-2,7%		3 336,6		-5,4%		3 463,5		3,8%		MC (cena bieżąca)		4 907,1	
marża EBITDA		19,7%		19,2%				17,5%				17,9%				EV (cena bieżąca)		14 700,4	
EBIT		1 830,1		-1 901,1				1 544,3				1 579,6		2,3%		Free float		54,5%	
Zysk netto		1 180,9		-1 807,3				924,9				837,2		-9,5%					
P/E		4,2						5,3				5,9				Zmiana ceny: 1m		-10,8%	
P/CE		1,6		1,4				1,8				1,8				Zmiana ceny: 6m		6,1%	
P/BV		0,3		0,3				0,2				0,2				Zmiana ceny: 12m		-18,8%	
EV/EBITDA		3,2		3,6				4,4				4,8				Min (52 tyg.)		2,4	
DYield (%)		6,8		5,4				0,0				2,8				Max (52 tyg.)		3,7	

Słabsze zachowanie akcji Tauronu w sierpniu to prawdopodobnie efekt odwrotu kapitału od całego sektora energetycznego w kontekście materializujących się politycznych ryzyk w innych spółkach (PGE, Enea) i korekty na niemieckim rynku energii. Pozytywny sentyment powinien jednak powrócić, a katalizatorem może być opublikowana strategia na lata 2016-20. Zarząd zdecydował się bowiem na racjonalizację wydatków inwestycyjnych (obniżenie capex o 2,2 mld PLN, w tym zamrożenie projektu w Łagiszy i jednocześnie uwzględnienie dodatkowych 400 mln PLN na dokończenie EC Stalowa Wola) i jasno deklaruje, iż w perspektywie kolejnych kilku lat nie widzi miejsca na nowe (toksyczne) projekty. Pozwoli to naszym zdaniem na neutralizację obaw rynku o złamanie kowenantów kredytowych i będzie pozytywnym wyróżnikiem Spółki na tle lokalnej konkurencji. Przedstawione cele EBITDA wyglądają

naszym zdaniem racjonalnie, szczególnie w kontekście planowanego wzrostu WRA w dystrybucji o około 5 mld PLN (Spółka planuje ponad 9 mld PLN nakładów w tym obszarze) i dodatkowych inicjatyw optymalizujących procesy, które mają przynieść poprawę wyniku o 0,3 mld PLN rocznie. Pozytywnym katalizatorem może być też analizowana sprzedaż mniejszościowego pakietu w projekcie Jaworzno 900 MW (rozwodnienie straty na tej inwestycji). Oczekujemy, że rynek może być jeszcze pozytywnie zaskoczony poprawą wyników na wydobyciu w drugiej połowie roku, co ostatecznie wpłynie na podwyższenie konsensusu prognoz na rok 2017 (nawet o 10%). Podtrzymujemy rekomendację kupuj i zwracamy uwagę na pozytywną ekspozycję Tauronu na ewentualną kontynuację wzrostów cen węgla na światowych rynkach.

Telekomunikacja

Netia		akumuluj									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		4,70 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-06-08	
		Cena docelowa:		5,30 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 674,0	1 572,2	-6,1%	1 529,6	-2,7%	1 460,9	-4,5%	Liczba akcji (mln)		343,9	
EBITDA	581,4	449,0	-22,8%	430,6	-4,1%	404,7	-6,0%	MC (cena bieżąca)		1 616,4	
marża EBITDA	34,7%	28,6%		28,1%		27,7%		EV (cena bieżąca)		1 906,0	
EBIT	157,4	27,9	-82,3%	11,5	-58,7%	19,3	67,4%	Free float		100,0%	
Zysk netto	174,8	2,2	-98,7%	-11,8		-0,5	-95,9%				
P/E	9,4	739,6						Zmiana ceny: 1m		-1,1%	
P/CE	2,7	3,9		4,0		4,2		Zmiana ceny: 6m		2,6%	
P/BV	0,7	0,8		0,9		1,0		Zmiana ceny: 12m		-13,8%	
EV/EBITDA	3,0	4,2		4,4		5,0		Min (52 tyg.)		4,1	
DYield (%)	8,9	12,8		8,5		8,5		Max (52 tyg.)		5,8	

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 zrekomensują 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 28,2 mln PLN (program na 100 mln PLN). Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Netii.

Orange Polska		kupuj									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		5,85 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02	
		Cena docelowa:		8,05 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	12 212,0	11 840,0	-3,0%	11 484,5	-3,0%	11 274,5	-1,8%	Liczba akcji (mln)	1 312,0		
EBITDA	4 059,0	3 443,0	-15,2%	3 376,4	-1,9%	3 277,1	-2,9%	MC (cena bieżąca)	7 675,2		
marża EBITDA	33,2%	29,1%		29,4%		29,1%		EV (cena bieżąca)	14 230,9		
EBIT	986,0	572,0	-42,0%	664,6	16,2%	718,0	8,0%	Free float	49,3%		
Zysk netto	535,0	254,0	-52,5%	248,6	-2,1%	292,5	17,7%				
P/E	14,3	30,2		30,9		26,2		Zmiana ceny: 1m	12,7%		
P/CE	2,1	2,5		2,6		2,7		Zmiana ceny: 6m	-4,4%		
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-19,1%		
EV/EBITDA	2,9	3,4		4,2		4,3		Min (52 tyg.)	5,0		
DYield (%)	8,5	8,5		4,3		4,3		Max (52 tyg.)	7,6		

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Orange Polska. Grupa Orange jest notowana na EV/EBITDA'16 na poziomie 4,6x, tj. z ponad 20%-owym 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 Szpigiel		Cena bieżąca:		11,00 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)	560,3		
marża EBITDA	7,0%	10,2%		10,0%		10,4%		EV (cena bieżąca)	628,7		
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		44,1		37,9		20,3		Zmiana ceny: 1m	1,9%		
P/CE	6,7	4,9		5,2		4,7		Zmiana ceny: 6m	-4,7%		
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-2,4%		
EV/EBITDA	7,4	5,0		5,3		4,9		Min (52 tyg.)	10,8		
DYield (%)	0,0	0,0		4,5		6,8		Max (52 tyg.)	13,9		

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, wyniki za 2Q'16 okazały się słabe. W segmencie Prasa obroty spadły o 8% R/R w wyniku spadku rozpowszechniania Gazety Wyborczej o 10% i erozji jednostkowego przychodu reklamowego w GW aż o 12%. Słabe wyniki powinien zaraportować także segment Film i Książka. Pomimo wzrostu frekwencji w kinach o 9% R/R, nie udało się zalać dziury po współpracy wydawniczej przy Wiedźminie 3. Na koszty operacyjne negatywnie wpłynęła aprecjacja EUR vs. PLN (czynsze w EUR) oraz powolne dochodzenie do rentowności nowootwartych kin. Wynik EBITDA był na poziomie 22,9 mln PLN, tj.

32% niższy R/R. Po 1H'15 Agora wygenerowała więc 50,9 mln PLN zysku EBITDA, co implikuje realizację naszych prognoz całorocznych na poziomie 43% (119 mln PLN). Jednak po korekcie kursu w ostatnim czasie Agora powróciła naszym zdaniem na dość atrakcyjne poziomy notowań biorąc pod uwagę wyniki segmentu Outdoor i Heliosa oraz wartość nieruchomości w posiadaniu Agory. W długim terminie powinno to bronić kursu, patrząc na szereg strategicznych opcji, jakie Agora posiada w razie pojawienia się problemów finansowych w ramach działalności prasowej. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Cyfrowy Polsat		trzymaj									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		25,69 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)		16 429,9	
marża EBITDA	37,0%	37,5%		35,8%		34,9%		EV (cena bieżąca)		25 887,4	
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	56,2	14,1		13,6		13,1		Zmiana ceny: 1m		7,2%	
P/CE	10,3	5,7		5,8		5,9		Zmiana ceny: 6m		9,7%	
P/BV	5,3	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m		13,8%	
EV/EBITDA	6,6	7,5		7,3		7,1		Min (52 tyg.)		20,1	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		26,1	

Po 8%-owym wzroście kursu w przeciągu ostatniego miesiąca, poziom notowań Cyfrowego Polsatu nie ma potencjału do dalszego umacniania się. Wyniki za 2Q'16 były zgodne z oczekiwaniami (+1,6% na linii EBITDA vs. nasze oczekiwanie). Niewielką różnicę można wyjaśnić zyskiem na sprzedaży sprzętu. Zwracamy uwagę, że trzon biznesu Cyfrowego, czyli segment usług świadczonych klientom indywidualnym i biznesowym, zanotował w 2Q'16 spadek EBITDA o 9% R/R (pomimo dużej aktywności na sprzęcie), co odbieramy negatywnie. Spółka co prawda wygenerowała solidny FCF (1,4 mld PLN LTM), jednak

w wynikach nie widać zapowiadanego od dawna cięcia kosztów operacyjnych, co nie rokuje wzrostem na linii EBITDA w kolejnych kwartałach. Na konferencji powynikowej Zarząd skorygował w dół prognozę wzrostu reklamy TV na 2016 r. do 2-3% R/R (vs. średni jednocyfrowy wzrost ogłoszony w listopadzie 2015), informował także o spodziewanym wzroście CAPEXu w kolejnych kwartałach. Zarząd liczy na stabilizację wyników dopiero od 2017 r. Naszym zdaniem pole do wypłaty dywidendy z Yieldem wyższym niż 2-3% jest dość ograniczone. Podtrzymujemy nasze neutralne podejście.

Wirtualna Polska
akumuluj

Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		51,98 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)	1 547,7	
marża EBITDA	20,5%	30,3%		30,8%		30,5%		EV (cena bieżąca)	1 680,7	
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		128,4		18,9		16,6		Zmiana ceny: 1m	7,7%	
P/CE	55,2	37,2		13,0		11,5		Zmiana ceny: 6m	31,4%	
P/BV	2,7	4,1		3,4		3,2		Zmiana ceny: 12m	34,0%	
EV/EBITDA	33,4	18,3		12,9		11,5		Min (52 tyg.)	35,0	
DYield (%)	0,9	0,0		0,0		4,2		Max (52 tyg.)	52,0	

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Wirtualnej Polski. Notowania w sierpniu poprawiły się nieznacznie dzięki dobrym wynikom za 2Q'16. Skorygowany o zysk na barterze i koszty restrukturyzacji wynik EBITDA w 2Q'16 wyniósł 35,6 mln PLN i był wyższy od naszych oczekiwań o blisko 5%. Grupa wygenerowała solidny FCF w ciągu 1H'16, blisko trzykrotnie wyższy R/R, co jest pochodną istotnych wzrostów przychodów gotówkowych z jednoczesnym utrzymaniem marży EBITDA, przy płaskich nakładach inwestycyjnych 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, sądzymy że potencjał dywidendowy jest niezagrożony i spółka może zacząć płać dywidendę w przyszłym roku.

IT

Asseco Poland		akumuluj										
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca :		55,98 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)		4 646,3		
marża EBITDA	14,5%	14,6%		14,7%		14,6%		EV (cena bieżąca)		7 092,1		
EBIT	636,7	750,0	17,8%	775,1	3,4%	801,0	3,3%	Free float		68,0%		
Zysk netto	358,4	356,6	-0,5%	367,6	3,1%	380,1	3,4%					
P/E	13,0	13,0		12,6		12,2		Zmiana ceny: 1m		2,2%		
P/CE	7,4	7,3		7,1		6,8		Zmiana ceny: 6m		-1,4%		
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m		3,7%		
EV/EBITDA	7,9	7,0		6,7		6,3		Min (52 tyg.)		51,4		
DYield (%)	4,6	5,2		5,4		5,6		Max (52 tyg.)		62,0		

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. Dodatkowo, wyniki za 2Q'16 w Asseco Poland były na pierwszy rzut oka dość dobre, zaskoczyły pozytywnie konsensus rynkowy. Jednak po oczyszczeniu wyników o zdarzenia

jednorazowe (rozwiązanie rezerwy dot. projektu CSiOZ na 6,2 mln PLN oraz 6,5 mln PLN w związku ze zwrotem należności), widoczna jest słabość rynku polskiego. Sama spółka matka notuje dość duże spadki na linii EBIT: oczyszczony wynik był niższy o blisko 30% R/R, widoczny był duży spadek obrotu i rentowności segmentu Przedsiębiorstwa. Stąd, naszym zdaniem większy potencjał do wzrostu cen mają na chwilę obecną akcje Comarchu.

CD Projekt		sprzedaj								
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		43,51 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)	4 213,9	
marża EBITDA	12,7%	53,8%		47,8%		34,3%		EV (cena bieżąca)	3 706,3	
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	792,6	12,3		36,8		57,2		Zmiana ceny: 1m	33,7%	
P/CE	493,3	12,1		34,7		53,2		Zmiana ceny: 6m	75,7%	
P/BV	24,6	8,2		6,6		5,9		Zmiana ceny: 12m	75,2%	
EV/EBITDA	336,6	8,9		26,4		41,8		Min (52 tyg.)	20,6	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	43,5	

Cena akcji CD Projekt osiągnęła rekordowy poziom 44,50 PLN, co wynikało z reakcji na bardzo dobre wyniki spółki w 2Q'16 oraz było napędzane przez wysokie oczekiwania inwestorów w związku z potencjałem sprzedażowym gry *Gwint: Gra karciana*. W 2Q'16 spółka wypracowała 102,1 mln PLN zysku netto, jednocześnie rozliczając w kwartale pozostałe koszty produkcji związane ze stworzeniem dwóch dodatków do gry *Wiedźmin 3: Dziki Gon* (około 31 mln PLN). Jednocześnie spółka planuje wydać specjalną wersję gry *Wiedźmin 3 GOTY* w cenie 55 EUR/USD, zawierającej podstawową wersję gry oraz dwa

dodatki. Przychody ze sprzedaży każdego kolejnego egzemplarza produkcji istotnie będzie się przekładał na wynik spółki (wszystkie koszty produkcji zostały już rozliczone). Z drugiej strony chcemy zwrócić uwagę, że duża część obecnej wyceny spółki skupia się na potencjale sprzedażowym gry *Gwint: Gra karciana*, który jest bardzo trudny do oszacowania (gra została dobrze przyjęta przez graczy W3: DG, jednak niewiadomą pozostaje skuteczność modelu monetizacji projektu). Wobec powyższego przyjmujemy bardziej konserwatywne podejście i zalecamy sprzedaż walorów spółki.

Comarch
kupuj

Analitik: Paweł Bogusz

Cena bieżąca: 175,00 PLN

Cena docelowa: 200,00 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-08-16

(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 038,4	1 131,6	9,0%	1 165,8	3,0%	1 255,8	7,7%	Liczba akcji (mln)	8,1
EBITDA	152,9	166,5	8,9%	157,9	-5,2%	180,0	14,0%	MC (cena bieżąca)	1 423,3
marża EBITDA	14,7%	14,7%		13,5%		14,3%		EV (cena bieżąca)	1 370,3
EBIT	98,5	113,0	14,7%	93,9	-17,0%	113,4	20,8%	Free float	59,2%
Zysk netto	68,9	80,3	16,5%	65,2	-18,8%	86,8	33,2%		
P/E	20,7	17,7		21,8		16,4		Zmiana ceny: 1m	10,2%
P/CE	11,5	10,6		11,0		9,3		Zmiana ceny: 6m	38,1%
P/BV	2,0	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	40,6%
EV/EBITDA	8,8	8,2		8,7		7,6		Min (52 tyg.)	103,7
DYield (%)	0,9	0,0		0,0		2,9		Max (52 tyg.)	179,1

Comarch dzięki relatywnie niskiej kontraktacji od sektora publicznego, dużej sprzedaży w krajach DACH w EUR, które aprecjonowało vs. PLN o 6,9% w 2Q'16 oraz silnemu popytowi na IT w formie cloud od sektorów handlowo-usługowego, TMT i finansowego może wygenerować wynik EBITDA rzędu 158 mln PLN w 2016 r. i 180 mln PLN rok później. Tym samym spółka jest notowana na poziomie $EV/EBITDA'16 = 8,7x$. Poziom ten uznajemy za atrakcyjny biorąc pod uwagę: (1) dyskonto do grupy porównywalnej, (2) wyższe tempo wzrostu EBITDA vs. grupa porównywalna (14,0% vs. 6,4%), (3) konserwatywny

model księgowości Comarchu (mała skala kapitalizacji kosztów R&D). Zwracamy także uwagę na poziom CAPEXu, który spółka ponosi – na 2016 r. zakładamy 130 mln PLN (zgodnie ze wskazaniem od Zarządu). Jednak w rozbiu, blisko 90 mln PLN to nakłady na inwestycje infrastrukturalne. W 2017 r. ten komponent nakładów powinien wynieść naszym zdaniem ok. 50 mln PLN, a w 2018 r. spadnie do 0. Stąd też FCF Comarchu, który w 2016 r. będzie nieistotny, w ciągu 2 lat ulegnie poprawie do poziomu 80-100 mln PLN. Będzie to stanowić podstawę do wypłaty dywidendy. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Górnictwo i metale

KGHM										redukuj			
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca:		74,80 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)				14 960,0	
marża EBITDA	25,9%	-14,4%		20,0%		22,5%		EV (cena bieżąca)				22 377,8	
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	6,1			21,7		12,2		Zmiana ceny: 1m				-5,7%	
P/CE	3,7			6,2		4,9		Zmiana ceny: 6m				-1,8%	
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m				-4,1%	
EV/EBITDA	3,6			6,3		5,4		Min (52 tyg.)				52,3	
DYield (%)	6,7	6,0		2,7		2,7		Max (52 tyg.)				98,2	

Na rynku miedzi nadal utrzymuje się słaby sentyment, na co wpływ mają m.in. rosnące zapasy. Na giełdach wzrosły one o kolejne 25 tys. ton i wynoszą obecnie 513 tys. ton (+60 tys. ton w ciągu dwóch tygodni). W 3Q w lokalizacjach azjatyckich zapasy wzrosły o 91 tys. ton, tj. o 30% osiągając tym samym najwyższy poziom od trzech lat. W efekcie inwestorzy finansowi zwiększają krótką pozycję na COMEX (-22 tys. netto na 30 sierpnia). W drugiej połowie roku analitycy m.in. Commerzbank oczekują zwiększenia wydobycia surowca, przy jednoczesnym zmniejszeniu importu w Chinach (po dobrym 1H i zbudowaniu zapasów).

Wyniki Grupy za 2Q rozczarowały, ze szczególnym uwzględnieniem Sierra Gorda. Projekt nadal nie może osiągnąć zakładanych wskaźników technicznych, w tym m.in. uzysków oraz stabilności pracy zakładu przerobczego. W kolejnych miesiącach KGHM będzie uruchamiał piec zawieszinowy w Hucie Głogów (przebieg od połowy lipca do października), co również odbije się negatywnie na wynikach spółki matki w 3. i 4. kwartale (sprzedaż koncentratu uzupełniona sprzedażą zapasów wyrobów gotowych). Podtrzymujemy rekomendację redukuj dla akcji spółki.

LW Bogdanka		sprzedaj									
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca:		59,16 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)		2 011,4	
marża EBITDA	37,2%	3,1%		34,6%		31,0%		EV (cena bieżąca)		2 421,7	
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	7,4			9,1		11,3		Zmiana ceny: 1m		8,8%	
P/CE	3,0	19,1		3,4		3,6		Zmiana ceny: 6m		50,9%	
P/BV	0,8	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m		20,2%	
EV/EBITDA	3,5	42,2		3,6		3,9		Min (52 tyg.)		30,4	
DYield (%)	9,8	5,9		0,0		5,9		Max (52 tyg.)		66,0	

Cena węgla energetycznego w ARA wzrosła w minionym miesiącu o 3 USD/t i wynosi obecnie 62,3 USD/t. Węgiel w Newcastle kosztuje 69,9 USD/t. Cały czas na tym rynku działa efekt zmniejszenia wydobycia w Chinach. Jak dotąd 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 o -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). Pozytywnym czynnikiem, który może wpłynąć na wzrost cen surowca w przyszłym roku jest spadek zapasów na zwalchach kopalnianych do 4,1 mln ton (-2,6 mln ton r/r). To efekt przede wszystkim ograniczenia wydobycia w kopalniach śląskich. Pozytywnie na postrzeganie spółki przez inwestorów wpływają informacje z Enea o planowanej budowie nowego bloku energetycznego lub zakupie elektrowni Połaniec. Biorąc pod uwagę obecną cenę akcji spółki na GPW podtrzymujemy zalecenie sprzedaj.

Przemysł

Elemental		kupuj							
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		3,95 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)	673,3
marża EBITDA	5,1%	6,7%		7,2%		8,1%		EV (cena bieżąca)	746,4
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	20,1	14,8		13,8		11,3		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/CE	16,7	12,5		11,8		9,9		Zmiana ceny: 6m	6,5%
P/BV	2,3	2,0		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	-14,1%
EV/EBITDA	16,7	12,3		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 zdynamizowania 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 13,8x do 9,9-10,7x). Wyniki 2Q'16 były lepsze od naszych oczekiwań oraz wyraźnie wyższe r/r (nasze całoroczne prognozy wydają się po IH'16 konserwatywne). Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Grupy Elemental.

Famur										trzymaj									
Analitik: Jakub Szkopek					Cena bieżąca:			4,00 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)		1 926,0								
marża EBITDA		38,9%	22,9%		27,1%		26,5%		EV (cena bieżąca)		1 845,4								
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		19,2	37,6		39,6		22,9		Zmiana ceny: 1m		29,0%								
P/CE		7,6	10,0		10,1		9,4		Zmiana ceny: 6m		148,4%								
P/BV		2,3	2,2		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m		135,3%								
EV/EBITDA		7,1	10,8		9,1		7,9		Min (52 tyg.)		1,4								
DYield (%)		21,0	0,0		0,0		1,0		Max (52 tyg.)		4,0								

Famur i Kopex poinformowały o zawarciu porozumienia między TDJ (główny akcjonariusz Famur), a Krzysztofem Jędrzejewskim (główny akcjonariusz Kopex) odnośnie nabycia 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 dilligence. 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 synergie płynące z operacyjnego połączenia podmiotów dają akcje Famur. Wyniki IH'16 były wyraźnie powyżej naszych oczekiwań. Wkrótce przedstawimy aktualizację naszych założeń na 2016 rok. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Famur.

Kernel											
trzymaj											
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		60,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-03-07	
		Cena docelowa:		55,00 PLN							
(mln USD)	2013/14	2014/15	zmiana	2015/16P	zmiana	2016/17P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	2 393,3	2 329,5	-2,7%	2 291,1	-1,6%	2 513,6	9,7%	Liczba akcji (mln)	79,7		
EBITDA	223,0	396,6	77,8%	354,7	-10,6%	347,5	-2,0%	MC (cena bieżąca)	4 781,0		
marża EBITDA	9,3%	17,0%		15,5%		13,8%		EV (cena bieżąca)	5 102,2		
EBIT	128,7	328,3	155,0%	291,8	-11,1%	277,9	-4,8%	Free float	59,8%		
Zysk netto	-98,3	106,9		215,1	101,2%	210,3	-2,2%				
P/E		11,5		5,7		5,8		Zmiana ceny: 1m	-3,1%		
P/CE		7,0		4,4		4,4		Zmiana ceny: 6m	13,9%		
P/BV	1,2	1,4		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	38,6%		
EV/EBITDA	6,3	3,3		3,7		3,7		Min (52 tyg.)	41,0		
DYield (%)	0,0	1,6		1,6		3,5		Max (52 tyg.)	62,1		

W 2Q'16 (4Q'16) Kernel zanotował niższy r/r wolumen sprzedaży oleju luzem oraz zbóż. O ile sprzedaż oleju można wyłumaczyć przesunięciem dostaw na kolejny kwartał, 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 w otoczeniu wysokiej konkurencji o ziarno prawdopodobnie tylko nieznacznie przełożą się na poprawę marży na tłoczeniu w kolejnym roku. Niskie zadłużenie (0,8x EBITDA'12M na koniec 1Q'16) jest obecnie atutem ukraińskiego koncernu, który wykorzysta to prawdopodobnie do zwiększenia koncentracji w przyszłości i zwiększenia przewagi konkurencyjnej. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Kęty												
trzymaj												
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		373,05 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-07-01		
		Cena docelowa:		291,10 PLN								
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	1 819,6	2 027,1	11,4%	2 171,1	7,1%	2 262,2	4,2%	Liczba akcji (mln)		9,5		
EBITDA	309,3	336,2	8,7%	375,6	11,7%	394,8	5,1%	MC (cena bieżąca)		3 526,7		
marża EBITDA	17,0%	16,6%		17,3%		17,5%		EV (cena bieżąca)		3 929,0		
EBIT	224,6	244,4	8,8%	264,9	8,4%	277,0	4,6%	Free float		44,6%		
Zysk netto	169,0	209,8	24,1%	251,0	19,6%	207,4	-17,4%					
P/E	20,7	16,8		14,1		17,0		Zmiana ceny: 1m		5,1%		
P/CE	13,8	11,7		9,8		10,8		Zmiana ceny: 6m		30,4%		
P/BV	2,9	2,8		2,6		2,5		Zmiana ceny: 12m		21,7%		
EV/EBITDA	11,9	11,2		10,5		10,0		Min (52 tyg.)		265,0		
DYield (%)	2,7	3,9		3,5		3,7		Max (52 tyg.)		373,1		

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

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 199,40 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)	2 488,5
marża EBITDA	12,9%	13,4%		14,6%		14,8%		EV (cena bieżąca)	2 669,2
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	20,2	14,1		13,0		11,5		Zmiana ceny: 1m	24,6%
P/CE	12,4	10,3		9,0		8,0		Zmiana ceny: 6m	49,9%
P/BV	5,5	2,9		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	64,0%
EV/EBITDA	11,7	9,9		9,4		8,1		Min (52 tyg.)	113,0
DYield (%)	0,0	1,8		3,6		3,9		Max (52 tyg.)	201,3

Wysoka sprzedaż samochodów na rynku europejskim oraz optymizm branży przekładają się na wysokie zapotrzebowanie na felgi w Grupie Uniwheels. 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). Wyniki 2Q'16 okazały się znacząco powyżej naszych prognoz oraz konsensusu rynkowego. Spółka w 2Q'16 korzystała na niższych cenach aluminium, jakie odnotowano na przełomie 2015/2016 roku. W efekcie

stabilnych q/q cen w segmencie OEM marże na produkcji były wyraźnie wyższe od naszych oczekiwań. Uniwheels przy okazji wyników podniósł całoroczną prognozę wzrostu EBITDA z 8-12% r/r do 13-18% r/r. Spółka oczekuje również, że w 2017 roku po uruchomieniu nowego zakładu w Stalowej Woli obroty wzrosną powyżej 520 mln EUR przy marży EBITDA około 16% (nasze dotychczasowe założenia na poziomie sprzedaży 495 mln EUR, a marża EBITDA 14,8%). Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Grupy Uniwheels. Wkrótce przedstawimy naszą aktualizację prognoz i wyceny dla Spółki.

Vistal
kupuj

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		9,80 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)	139,3
marża EBITDA	13,9%	10,3%		10,9%		10,7%		EV (cena bieżąca)	360,6
EBIT	27,1	28,0	3,2%	34,2	22,2%	34,6	1,1%	Free float	29,6%
Zysk netto	12,3	14,2	15,8%	18,7	31,3%	21,7	16,2%		
P/E	11,3	9,8		7,5		6,4		Zmiana ceny: 1m	5,6%
P/CE	4,7	4,9		4,1		3,8		Zmiana ceny: 6m	9,1%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-19,8%
EV/EBITDA	7,1	8,6		7,2		6,9		Min (52 tyg.)	7,9
DYield (%)	0,0	3,1		4,1		5,4		Max (52 tyg.)	12,3

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). Mimo przesunięcia rozstrzygnięć w przetargach drogowych i kolejowych na rynku krajowym Vistal utrzymuje wysoki (rosnący) portfel zamówień (na koniec 2Q'16 402 mln PLN +24% r/r). Wyniki 2Q'16 były nieznacznie lepsze od naszych prognoz, oczekujemy, że wyniki również będą się poprawiać r/r w 3Q'16). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji spółki Vistal.

Budownictwo

Budimex		kupuj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		195,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-08-10	
		Cena docelowa:		225,60 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 949,9	5 134,0	3,7%	5 625,1	9,6%	6 424,2	14,2%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	270,3	314,6	16,4%	415,0	31,9%	461,7	11,3%	MC (cena bieżąca)	4 978,4
marża EBITDA	5,5%	6,1%		7,4%		7,2%		EV (cena bieżąca)	2 652,2
EBIT	247,3	292,2	18,2%	391,4	34,0%	438,6	12,1%	Free float	34,2%
Zysk netto	192,0	235,8	22,9%	320,3	35,8%	366,3	14,3%		
P/E	25,9	21,1		15,5		13,6		Zmiana ceny: 1m	8,9%
P/CE	23,2	19,3		14,5		12,8		Zmiana ceny: 6m	-0,9%
P/BV	9,6	8,3		7,0		6,6		Zmiana ceny: 12m	3,9%
EV/EBITDA	11,9	8,4		6,4		5,9		Min (52 tyg.)	168,1
DYield (%)	6,1	3,1		4,2		6,4		Max (52 tyg.)	218,0

Uważamy, że bardzo dobre wyniki Budimeksu za 2Q'16 nie są zdarzeniem jednorazowym i ponadprzeciętna rentowność na działalności budowlanej utrzyma się w drugiej połowie 2016 r. oraz w całym 2017 r. Będzie to następstwem relatywnie niskiej presji na wzrost kosztów podwykonawstwa i materiałów. Kontrakty drogowe, które będą budować wyniki Budimeksu przez najbliższe 2 lata zostały pozyskane w środowisku wyższych cen oraz były dodatkowo obłożone znaczącymi rezerwami na wypadek przyszłego wzrostu kosztów. Tymczasem koszty wielu surowców spadły

wraz z ponad 20% spadkiem produkcji budowlanej w infrastrukturze w 1H'16. Brak dużych przetargów infrastrukturalnych nie pozwoli na odbicie cen w 2017 r., co w połączeniu z rekordowym portfelem zamówień Budimeksu może przełożyć się na wzrost ZN'17 do prognozowanych 366 mln PLN vs. konsensus 313 mln PLN. Powrót GDDKiA oraz PKP PLK z przetargami na przełomie 2016-2017 będzie kolejnym katalizatorem wzrostu kursu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Elektrobudowa		kupuj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		106,55 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)	505,9
marża EBITDA	4,4%	6,3%		8,2%		8,4%		EV (cena bieżąca)	451,7
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	18,5	10,1		9,2		8,9		Zmiana ceny: 1m	5,7%
P/CE	12,4	7,8		7,4		7,1		Zmiana ceny: 6m	-11,3%
P/BV	1,5	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-30,8%
EV/EBITDA	11,1	5,7		5,2		4,8		Min (52 tyg.)	87,0
DYield (%)	1,9	0,0		3,8		6,5		Max (52 tyg.)	158,5

Po bardzo słabym 1Q'16, gdzie w wynikach Elektrobudowy pojawiło się kilka niekorzystnych zdarzeń jednorazowych, 2Q był zdecydowanie lepszy. Ostatni raz marżę netto na poziomie niemal 7% obserwowaliśmy w Elektrobudowie w latach 2008-2009. Spółka przebiła konsensus prognoz ZN o 36%, a naszą prognozę o 39%. Nie wykluczone, że przyczyną tak dobrych wyników są finalne rozliczenia na kontrakcie w Tychach, których spodziewaliśmy się w 3Q. Po pierwszych 6 miesiącach roku nasza prognoza ZN'16 (55 mln PLN) jest zrealizowana w 42% i wydaje się realnym celem do osiągnięcia (zakładając brak negatywnych one-offów w 2H'16). W kontekście

spadku nowych zamówień w 1H'16 o 37% r/r, przypominamy o zawartym w 3Q kontrakcie z PKN na 243 mln PLN, który wesprze portfel zamówień. Na koniec czerwca Elektrobudowa dysponowała gotówką netto na poziomie 59 mln PLN, mimo zamrożonej kwoty 139 mln PLN na kontrakcie „Stacja Buczyna 400 kV”. Liczymy na zafakturowanie większości tej kwoty jeszcze w bieżącym roku, co zdecydowanie zmniejszyłoby obawy rynku o powyższy kontrakt. Elektrobudowa jest notowana z około 20% dyskontem na P/E do spółek z sektora. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Erbud kupuj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 30,00 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	14,1	13,7		10,8		9,8		Zmiana ceny: 1m
P/CE	10,6	10,0		8,2		7,6		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	5,8	5,1		5,3		4,9		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,4	1,7		4,0		4,6		Max (52 tyg.)

Oczyszczone wyniki Erbudu za 2Q'16 są niższe od naszych prognoz, co jest głównie wynikiem niższej od oczekiwań rentowności. Pojawia się jednak pytanie, czy zysk z rozliczenia projektu deweloperskiego w Niemczech (ok. 15 mln PLN zaksięgowane w wynikach 2Q'16) powinniśmy traktować jako zdarzenie jednorazowe sensu stricto? Uważamy, że niekoniecznie, gdyż spółka nie wyklucza zaangażowania w kolejne tego typu przedsięwzięcia w przyszłości. Po wynikach za 1H'16 widać, że mogą być one wyjątkowo dochodowe. Uwzględniając zyski z niemieckiego kontraktu, Erbud wypracował w 1H'16 42 mln PLN zysku EBITDA, co stanowi 63% naszej

całorocznej prognozy. Spółka nie powinna mieć problemu z przekroczeniem naszych prognoz na 2016 r. (oczyszczonych o sprzedaż Budleku). W związku z dużą skutecznością Erbudu w ofertowaniu w 3Q'16, realnych kształtów nabierają nasze prognozy na 2017 r. (ZN'17=39 mln PLN, P/E=9,8x). Zgodnie z zawartym aneksem, do 15 września Erbud powinien podpisać finalną umowę na realizację Galerii Młociny o wartości 534 mln PLN. Oznaczałoby około 1 mld PLN nowych zamówień w samym 3Q'16 oraz osiągnięcie portfela zamówień na koniec września na poziomie około 1,7 mld PLN (rekordowy poziom w historii Erbudu). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Unibep trzymaj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 11,79 PLN		Cena docelowa: 12,10 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-09-06		
(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	20,9	17,5		12,4		10,0		Zmiana ceny: 1m
P/CE	15,5	13,2		10,0		8,3		Zmiana ceny: 6m
P/BV	2,1	1,9		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	11,1	11,6		7,7		6,4		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,0	1,3		1,4		2,5		Max (52 tyg.)

Wyniki Unibepu za 2Q'16 oceniamy neutralnie. Nasza prognoza ZN'16 jest zrealizowana po pierwszych 6 miesiącach roku w 42%. Spodziewamy się, że sezonowo silna druga połowa roku pozwoli spółce na realizację naszej całorocznej prognozy ZN, wynoszącej 33 mln PLN, co oznaczałoby ponad 40-procentową dynamikę na wynikach względem 2015 r. W sierpniu spółka poinformowała o rozpoczęciu realizacji dwóch inwestycji deweloperskich w Warszawie na łącznie 440 lokali (Kapelanów AK, Bitwy Warszawskiej).

Oficjalnym terminem zakończenia powyższych inwestycji jest 1Q'18. Uważamy, że w zasięgu spółki jest zakończenie i częściowe rozliczenie tych projektów w wynikach 4Q'17. W takim scenariuszu, nasza prognoza 24-procentowego wzrostu ZN w 2017 r. już dziś nabrałaby realnego kształtu. Ze względu na 13% wzrost w minionym miesiącu i jednocześnie zbliżenie się kursu akcji Unibepu do naszej ceny docelowej, obniżamy rekomendację z kupuj do trzymaj.

Deweloperzy

Capital Park		trzymaj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		6,45 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-06	
		Cena docelowa:		6,50 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	54,8	72,4	32,0%	124,5	71,9%	138,1	11,0%	Liczba akcji (mln)		107,4	
EBITDA	-34,8	95,7		60,2	-37,1%	104,8	74,0%	MC (cena bieżąca)		692,5	
marża EBITDA	-63,4%	132,2%		48,4%		75,9%		EV (cena bieżąca)		1 871,2	
EBIT	-35,2	95,3		59,8	-37,2%	104,4	74,5%	Free float		0,0%	
Zysk netto	-61,5	44,0		14,1	-68,0%	43,1	206,6%				
P/E		15,4		49,2		16,1		Zmiana ceny: 1m		-0,6%	
P/CE		15,3		47,9		16,0		Zmiana ceny: 6m		7,5%	
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m		21,0%	
EV/EBITDA		17,8		31,1		20,2		Min (52 tyg.)		5,3	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		6,6	

Bardzo dobre wyniki operacyjne i cash flow w Capital Park mieszały się w 2Q'16 ze słabymi wynikami na poziomie finansowym i rozczarowującą rewaluacją. Uważamy, że prawdopodobne jest odwrócenie (częściowe lub całkowite) powyższej ujemnej rewaluacji przy wycenie portfela dokonywanej na koniec roku (będzie to widoczne w sprawozdaniu rocznym). W kwestii rozczarowująco wysokich kosztów finansowych, nie doceniliśmy faktu, że kredyt budowlany na Eurocentrum nie został jeszcze skonwertowany na znacznie tańszy kredyt inwestycyjny. Powinno to nastąpić w najbliższym czasie i wyraźnie obniżyć koszty obsługi długu. Po pierwszych 6 miesiącach roku nasza prognoza NOI jest wykonana w 45%, a prognoza oczyszczonego NOI w 41%. Zakładając, że w drugiej połowie roku nastąpi

dalszy umiarkowany wzrost przychodów z najmu, całoroczny wynik nie powinien mocno różnić się od prognozy. W ostatnich miesiącach ze spółki nie płynęły nowe informacje, które miałyby znaczący wpływ na wycenę. Wydaje się również, że w najbliższym czasie nie powinniśmy być świadkami transakcji sprzedaży któregoś z dużych aktywów z portfela, co (zważywszy na bieżącą wycenę $P/B=0,7x$) mogłoby być katalizatorem wzrostu kursu. Nie obawialibyśmy się rozważań na temat ewentualnej emisji akcji (zarząd nie wykluczał takiej możliwości na konferencji po wynikach 1H'16). Przykład GTC pokazuje, że na obecnym rynku, emisja akcji pod inwestycje nieruchomościowe może przynieść atrakcyjne stopy zwrotu. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Dom Development kupuj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		54,50 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)	1 350,7
marża EBITDA	9,3%	11,6%		14,4%		16,7%		EV (cena bieżąca)	1 397,1
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	24,3	16,7		10,7		9,0		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/CE	22,9	15,9		10,3		8,7		Zmiana ceny: 6m	9,0%
P/BV	1,6	1,5		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	16,2%
EV/EBITDA	19,1	14,2		8,7		7,2		Min (52 tyg.)	45,3
DYield (%)	4,0	4,1		6,0		9,3		Max (52 tyg.)	58,4

Wyniki Dom Development za 2Q'16 oceniamy neutralnie. Nasza prognoza roczna jest wykonana po 6 miesiącach w zaledwie 19%, co jednak nie powinno niepokoić (większość zysku spółka wypracuje w ostatnim kwartale roku). Nasze założenia do prognoz na 2016 r. są bardzo zbliżone do oczekiwań zarządu. Przestrzeń do pomyłki na 4 miesiące przed końcem roku jest niewielka. Uważamy, że prognoza ZN'16=126 mln PLN jest bezpieczna, mimo że jest o 17% wyższa od konsensusu. Oczekiwania zarządu w

kwestii cen mieszkań, marż oraz wolumenów przekazów wskazują, że w zasięgu Dom Development jest przekroczenie naszej prognozy ZN'17=150 mln PLN, która jest o 43% wyższa od konsensusu. Przypominamy, że polityka dywidendowa Dom Development zakłada przeznaczenie 100% zysku na dywidendę. Przy naszych prognozach oznacza to wypłatę na poziomie DYield'17=9,3% oraz DYield'18=11,1%. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Echo Investment trzymaj

Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 4,11 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)	1 696,2
marża EBITDA	115,6%	156,2%		47,0%		56,3%		EV (cena bieżąca)	5 223,5
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	4,2	3,3		7,6		7,1		Zmiana ceny: 1m	-2,6%
P/CE	4,1	3,3		7,4		6,9		Zmiana ceny: 6m	-35,4%
P/BV	0,5	0,5		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-34,8%
EV/EBITDA	6,5	5,4		14,3		12,0		Min (52 tyg.)	4,1
DYield (%)	0,0	0,0		128,2		0,0		Max (52 tyg.)	8,0

Wyniki Echo za 2Q nie dają się łatwo zinterpretować. Nominalnie są wyższe od konsensusu i naszych prognoz, lecz ich struktura niewiele nam mówi o kondycji spółki i jej potencjale na przyszłość. W związku z powyższym większą wagę przyłożylibyśmy do bilansu dewelopera. Po dokonanych transakcjach sprzedaży aktywów oraz zaksięgowanej dywidendzie, P/B Echo wynosi 0,94x. Oczyszczone LTV szacujemy natomiast na 49% na koniec czerwca. Wstępnie uważamy, że wycena Echo nie jest wysoka. Spółka posiada atrakcyjny bank ziemi pod projekty biurowe

oraz dynamicznie rośnie w segmencie mieszkaniowym. Zwracamy uwagę na przeniesienie do aktywów przeznaczonych do sprzedaży trzech biurowców o wartości bilansowej 1,2 mld PLN oraz NAV 0,9 mld PLN, co stanowi około 50% obecnej kapitalizacji spółki. To może oznaczać, że okres spektakularnych dywidend nie zakończy się w Echo wraz z końcem 2016 r. Szczegółowej analizy dokonamy po konferencji z zarządem, której spodziewamy się w połowie września. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

GTC kupuj

Analitik: Piotr Zybala	Cena bieżąca:		7,10 PLN					Data ostatniej aktualizacji:	2015-11-20
	Cena docelowa:		8,20 PLN						
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	124,3	117,4	-5,5%	121,4	3,4%	136,5	12,5%	Liczba akcji (mln)	460,2
EBITDA	-123,8	92,2		116,6	26,5%	230,2	97,4%	MC (cena bieżąca)	3 267,5
marża EBITDA	-99,6%	78,5%		96,0%		168,6%		EV (cena bieżąca)	6 486,3
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		16,7		9,7		4,3		Zmiana ceny: 1m	-1,4%
P/CE		16,5		9,6		4,3		Zmiana ceny: 6m	2,9%
P/BV	1,2	1,2		1,1		0,9		Zmiana ceny: 12m	23,5%
EV/EBITDA		13,9		12,8		7,0		Min (52 tyg.)	5,7
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	7,5

Wyniki GTC za 2Q'16 okazały się umiarkowanie lepsze od naszych oczekiwań, a komentarz zarządu odnośnie perspektyw na kolejne kwartały był pozytywny. Nasza całoroczna prognoza ZN (78 mln EUR, P/E=9,7x) wygląda konserwatywnie, nawet po oczyszczeniu o one-off podatkowy, który powinien pojawić się w wynikach 3Q'16 (GTC powinna rozwiązać część rezerwy na podatek odroczone w kwocie ok. 45-48 mln EUR (0,42-0,45 PLN na akcję)). Obecnie spółka jest wyceniona na P/B'16 równym 1,1x, oraz FFOyield'16 ok. 5,8%. GTC posiada znaczący potencjał wzrostu wyników w 2017 r. nawet w scenariuszu braku realizacji Galerii Wilanów. Wynika to z

dokonanych i planowych akwizycji. Za pieniądze z ubiegłorocznej emisji akcji GTC dokonał zakupu 7 pracujących nieruchomości o wartości brutto 197 mln EUR, bieżącym NOI 16,5 mln EUR oraz potencjalnym NOI 20,5 mln EUR. Oznacza to, że nieruchomości zostały nabyte przy stopie kapitalizacji 8,4% licząc od bieżącego NOI (10,4% licząc od potencjalnego NOI). FFO Yield na powyższych akwizycjach waha się między 13 a 20%. Obecnie spółka prowadzi negocjacje dotyczące nabycia kolejnych 8 nieruchomości. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Robyg											
kupuj											
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		3,04 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)	799,8		
marża EBITDA	15,1%	12,6%		20,1%		19,9%		EV (cena bieżąca)	947,6		
EBIT	60,5	59,0	-2,4%	106,6	80,7%	94,7	-11,1%	Free float	16,5%		
Zysk netto	42,3	79,7	88,4%	84,0	5,4%	78,8	-6,2%				
P/E	18,8	10,0		9,5		10,1		Zmiana ceny: 1m	2,7%		
P/CE	18,2	9,8		9,3		9,9		Zmiana ceny: 6m	4,8%		
P/BV	1,8	1,6		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	25,1%		
EV/EBITDA	16,7	17,8		8,7		9,5		Min (52 tyg.)	2,4		
Dyield (%)	2,6	3,6		6,6		7,2		Max (52 tyg.)	3,2		

Wyniki Robyga za 2Q'16 były pozytywnym zaskoczeniem. ZN oczyszczony o one-off podatkowy był wyższy o 19% od naszych prognoz, za co w dużym stopniu odpowiadała wyższa rentowność. Nasza całoroczna prognoza ZN (84 mln PLN) jest zrealizowana po pierwszych 6 miesiącach w 44% i widzimy sporą szansę na jej przekroczenie. W związku

z dokonanymi zakupami ziemi widzimy również silne podstawy do podniesienia naszych prognoz ZN na lata 2017-2018. Obecnie Robyg posiada w bank ziemi na 11 tys. lokali + 4,3 tys. lokali w budowie i przygotowaniu, co zabezpiecza z nawiązką nasze prognozy wyników spółki do końca 2019 r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Handel

AmRest										trzymaj	
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		254,00 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)		5 388,3	
marża EBITDA	10,7%	12,6%		13,4%		13,7%		EV (cena bieżąca)		6 397,4	
EBIT	109,9	195,7	78,1%	242,7	24,0%	290,5	19,7%	Free float		33,3%	
Zysk netto	51,7	160,0	209,7%	154,4	-3,5%	192,4	24,6%				
P/E	104,3	33,7		34,9		28,0		Zmiana ceny: 1m		1,7%	
P/CE	20,9	14,0		12,8		11,0		Zmiana ceny: 6m		36,0%	
P/BV	5,9	5,2		4,5		4,0		Zmiana ceny: 12m		53,9%	
EV/EBITDA	20,0	14,9		12,6		10,8		Min (52 tyg.)		159,5	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,6		Max (52 tyg.)		255,1	

W 2Q'16 spółka odnotowała wzrost efektywności sprzedaży/restaurację na większości rynków potwierdzając pozytywny trend w wynikach. EBITDA w tym okresie wzrosła o ponad 20% R/R (zgodnie z założeniami zarządu). Jednocześnie AmRest nadal koncentruje się na umacnianiu swojej pozycji w regionie (przejęcie sieci kawiarni Starbucks na rynku niemieckim, otwarcie pierwszej kawiarni Starbucks na rynku Słowackim oraz uzyskanie masterfranczyzy na restaurację Pizza Hut Express i Dostawa). Ostatnie przejęcia 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. 14.09 zakończy się wezwanie FCapital 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 w wezwaniu nie odzwierciedla potencjału rozwojowego spółki. Ryzykiem dla przyszłych wyników spółki może być wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę oraz zmiana interpretacji dotycząca stosowania 5% i 8% stawki podatku VAT. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla walorów spółki.

CCC										trzymaj									
Analitik: Piotr Bogusz				Cena bieżąca:		183,30 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)				7 179,5						
marża EBITDA		14,7%	14,0%		14,3%		14,9%		EV (cena bieżąca)				8 228,5						
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		32,9	28,7		26,6		19,6		Zmiana ceny: 1m				-0,7%						
P/CE		26,4	22,6		20,9		15,8		Zmiana ceny: 6m				25,1%						
P/BV		7,4	6,3		5,5		4,4		Zmiana ceny: 12m				13,1%						
EV/EBITDA		25,2	22,9		17,8		13,6		Min (52 tyg.)				109,0						
DYield (%)		0,9	1,6		1,2		0,8		Max (52 tyg.)				191,9						

Wyniki spółki w 2Q'16 potwierdziły pozytywny trend w wynikach, co skutkowało wzrostem przychodów/EBITDA/EBIT o odpowiednio 42,3%/38,7%/49,8% R/R. Ponad trzytygodniowy wzrost przychodów został odnotowany przez Eobuwie.pl, co skłoniło zarząd CCC do podniesienia oczekiwań dotyczących wzrostu sprzedaży kanału e-commerce w 2016 roku z 70% do 100% R/R. Jednocześnie zarząd szacuje, że wyniki przejętego sklepu internetowego powinny rosnać o 50% R/R na liniach przychodów/EBITDA w 2017 roku. Pozytywnie oceniamy wzrost rentowności o 0,4 p.p. R/R do 52,8% w 2Q'16. Marża brutto na sprzedaży w segmencie Europa Środkowo-Wschodnia oraz Europa Zachodnia nieznacznie się obniżyła R/R. Zrewidowane w górę zostały szacunki wzrostu powierzchni

sprzedażowej do 120 tys. mkw. w 2017 roku oraz zapowiedziano utrzymanie podobnego tempa ekspansji w 2018 roku. Spółka planuje przyspieszyć z rozwojem sieci franczyzowej na rynku rosyjskim (CCC posiada 75% udziałów w swoim operatorem franczyzowym na Rosję), gdzie niska konkurencja oraz niski poziom czynszów powinny pozytywnie wpłynąć na wyniki placówek. Szacowany zakres inwestycji nie powinien przekroczyć 50 mln PLN. Ze względu na niską bazę w 2H'16 oraz dobre przygotowanie spółki do sezonu, oczekujemy kontynuacji wysokich wzrostów wyników R/R. Niemniej jednak uważamy, że obecna wycena prawidłowo dyskontuje potencjał do poprawy wyników przez spółkę.

Eurocash		sprzedaj										
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		45,20 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-04-18		
		Cena docelowa:		42,70 PLN								
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)				
Przychody	16 963,8	20 318,2	19,8%	21 369,1	5,2%	23 612,4	10,5%	Liczba akcji (mln)		138,9		
EBITDA	412,5	475,6	15,3%	522,4	9,8%	584,1	11,8%	MC (cena bieżąca)		6 279,2		
marża EBITDA	2,4%	2,3%		2,4%		2,5%		EV (cena bieżąca)		6 667,8		
EBIT	287,2	325,1	13,2%	371,5	14,3%	421,2	13,4%	Free float		46,3%		
Zysk netto	180,5	212,4	17,6%	254,9	20,0%	295,1	15,8%					
P/E	34,7	29,5		24,6		21,3		Zmiana ceny: 1m		-14,4%		
P/CE	20,5	17,3		15,5		13,7		Zmiana ceny: 6m		-14,5%		
P/BV	6,3	5,7		5,1		4,5		Zmiana ceny: 12m		3,3%		
EV/EBITDA	17,4	13,7		12,8		11,0		Min (52 tyg.)		41,9		
DYield (%)	1,7	1,8		2,2		2,0		Max (52 tyg.)		58,3		

Biorąc pod uwagę wyniki spółki w 2Q'16 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 2Q'16 (zmniejszenie się liczby sklepów netto o 15 YTD na koniec 2Q'16). Ponadto, negatywnie na wynik spółki wpływa strata generowana przez nowe przedsięwzięcia rozwijane przez Eurocash

(rozliczane jako pozostałe koszty operacyjne). Jednocześnie chcemy zwrócić uwagę na wydłużający się proces podejmowania decyzji przez UOKiK w sprawie przejęcia przez Eurocash sklepów należących do Pana Marka Stodółki oraz sieci Eko Holding. Oczekujemy, że negatywne trendy w wynikach mogą się utrzymywać, co przy braku kolejnych akwizycji może wywierać presję na wycenę spółki w średnim terminie. Uważamy, że obecna wycena spółki nie odzwierciedla jej fundamentalnej wartości i rekomendujemy sprzedawanie walorów Eurocash.

Jeronimo Martins		trzymaj									
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		14,73 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)		9 266,3	
marża EBITDA	5,8%	5,8%		6,0%		6,0%		EV (cena bieżąca)		9 539,9	
EBIT	448,5	486,0	8,4%	548,1	12,8%	635,2	15,9%	Free float		32,3%	
Zysk netto	302,4	333,0	10,1%	384,4	15,4%	454,8	18,3%				
P/E	30,6	27,8		24,1		20,4		Zmiana ceny: 1m		0,2%	
P/CE	15,8	14,3		13,0		11,7		Zmiana ceny: 6m		5,1%	
P/BV	6,6	6,9		5,9		5,1		Zmiana ceny: 12m		27,1%	
EV/EBITDA	13,4	12,2		10,9		9,4		Min (52 tyg.)		47,7	
DYield (%)	2,2	4,2		1,8		2,1		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. W sierpniu miało miejsce zaostrzenie konkurencyjności cenowej na rynku, co może negatywnie wpłynąć na generowane przez spółkę

marże. 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 kupuj								
Analitik: Piotr Bogusz			Cena bieżąca: 4 267 PLN			Data ostatniej aktualizacji: 2016-08-29		
			Cena docelowa: 5 500 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	4 769,3	5 130,3	7,6%	6 006,8	17,1%	6 903,3	14,9%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	802,8	726,8	-9,5%	589,0	-19,0%	912,4	54,9%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	16,8%	14,2%		9,8%		13,2%		EV (cena bieżąca)
EBIT	609,1	503,2	-17,4%	339,8	-32,5%	641,2	88,7%	Free float
Zysk netto	479,5	352,0	-26,6%	260,0	-26,1%	494,8	90,3%	
P/E	16,1	21,9		30,1		15,8		Zmiana ceny: 1m
P/CE	11,5	13,4		15,4		10,2		Zmiana ceny: 6m
P/BV	4,7	4,1		3,7		3,2		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	10,1	11,5		14,7		9,2		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,2	0,8		1,1		1,7		Max (52 tyg.)

Dane sprzedażowe z ostatnich miesięcy wskazują, że działania LPP mające na celu zwiększenie sprzedaży porównywalnej są skuteczne. W sierpniu dynamika sprzedaży wyniosła 15% R/R i była wyższa niż tempo rozwoju sieci sprzedażowej na poziomie 12,3% R/R. Marża brutto na sprzedaży w VIII'16 zmniejszyła się o 8p.p. R/R do 45%, co było efektem przeprowadzania intensywnych wyprzedaży. Oczekujemy, że skala spadku rentowności R/R powinna zostać wyhamowana w IX'16 ze względu na coraz większy udział kolekcji jesień-zima'16 w sprzedaży. Na wyniki 2Q'16 oprócz spadku marży brutto na sprzedaży, negatywnie wpłynął wzrost kosztów SG&A (wzrost kosztów wynagrodzeń, aprecjacja EURPLN oraz efekt niskiej bazy). Oczekujemy, że wysoka dynamika SG&A/mkw. R/R (około 10% R/R) powinna zostać utrzymana w

3Q'16 oraz powinna się zmniejszyć w 4Q'16. Jednocześnie uważamy, że rezultaty spółki powinny być wspierane przez wyniki segmentu rosyjskiego, gdzie pozytywnie będzie działał łączny efekt wyhamowania spadku RUBPLN R/R oraz wysokiej dynamiki sprzedaży w lokalnych walutach (2Q'16 było to około 27% R/R). Ponadto spółka zintensyfikowała swoje wysiłki w celu poprawienia kolekcji w marce RESERVED (planowane otwarcie centrum projektowego w Warszawie, wzmocnienie zespołu projektantów), co powinno mieć pozytywny wpływ na sprzedaż marki w średnim terminie. Biorąc pod uwagę istotny spadek wyceny spółki w poprzednim miesiącu oraz oczekiwaną stopniową poprawę wyników, rekomendujemy kupowanie walorów spółki.

Inne

Work Service		akumuluj										
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		12,40 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)		835,3		
marża EBITDA	5,4%	4,9%		5,1%		5,2%		EV (cena bieżąca)		1 130,8		
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	23,0	25,4		17,6		14,6		Zmiana ceny: 1m		24,0%		
P/CE	20,5	18,8		13,6		11,3		Zmiana ceny: 6m		12,7%		
P/BV	2,2	2,3		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m		-25,7%		
EV/EBITDA	10,5	11,0		9,4		8,2		Min (52 tyg.)		8,8		
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		16,7		

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Work Service. Grupa zaraportowała wyniki za 2Q'16 nieco powyżej naszych oczekiwań: po oczyszczeniu EBITU o 3,1 mln PLN odpisów należności w Niemczech, wynik byłby na poziomie 18,6 mln PLN, tj. 12% wyżej R/R (vs. 17,1 mln PLN nasze oczekiwania). To pochodna wzrostu rentowności na pracy tymczasowej, przy mniejszej, negatywnej dynamice sprzedaży na rynku niemieckim. Wyniki za 2Q'16 dobrze rokują na przyszłość, o ile wyższa rentowność pracy

tymczasowej utrzyma się w długim okresie. Po spotkaniu z Zarządem Work Service, nabraliśmy przekonania, że restrukturyzacja rynku niemieckiego nabiera tempa. Obłożenie niemieckiego JV jest w tej chwili na poziomie 80%, co oznacza, że od 3Q'16 spółka ta powinna generować zyski. Zarząd chce także negocjować umowy z partnerami polskimi oraz uzyskać pewne oszczędności na kosztach niebezpośrednich.

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

Unibep

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2016-02-02	2016-02-03	2016-09-06
kurs z dnia rekomendacji	9,89	9,89	11,79
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	43563,88	47980,57

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 12 Przeglądu miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Przeglądzie miesięcznym znajduje się na stronie 13 niniejszego opracowania.

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

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

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

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

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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

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

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

Mateusz Choromański
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

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

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

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

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

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