Pełne raporty dostępne są wyłącznie dla osób posiadających rachunki w Domu Maklerskim mBanku
Zaloguj się do serwisu informacyjnego lub załóż rachunek na www.mDM.pl

mBank Dom Maklerski

mBank.pl

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 mniejszościowych 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 niewyeksponowany 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, Pfleiderer 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

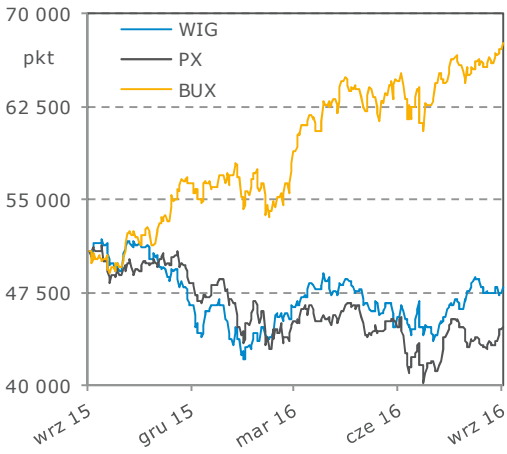
Po bardzo dobrych danych o wolumenach sprzedaży mieszkań w lipcu, sierpień przyniósł bardzo dobre wyniki finansowe w sektorze. Branża wkroczyła w okres dynamicznego wzrostu wyników, który potrwa jeszcze przynajmniej rok, a kursy spółek jeszcze tego nie dyskontują.

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.kliszcz@mbank.pl

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

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

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

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl

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

mBank Dom Maklerski

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 duża 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.

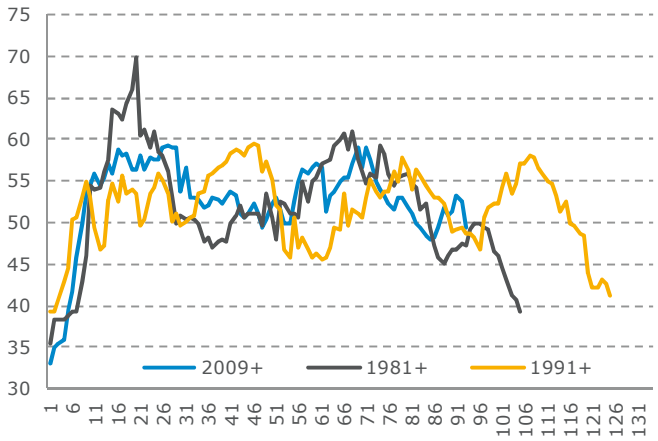
ISM Manufacturing – jak w latach '80

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 niezmienionym 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.

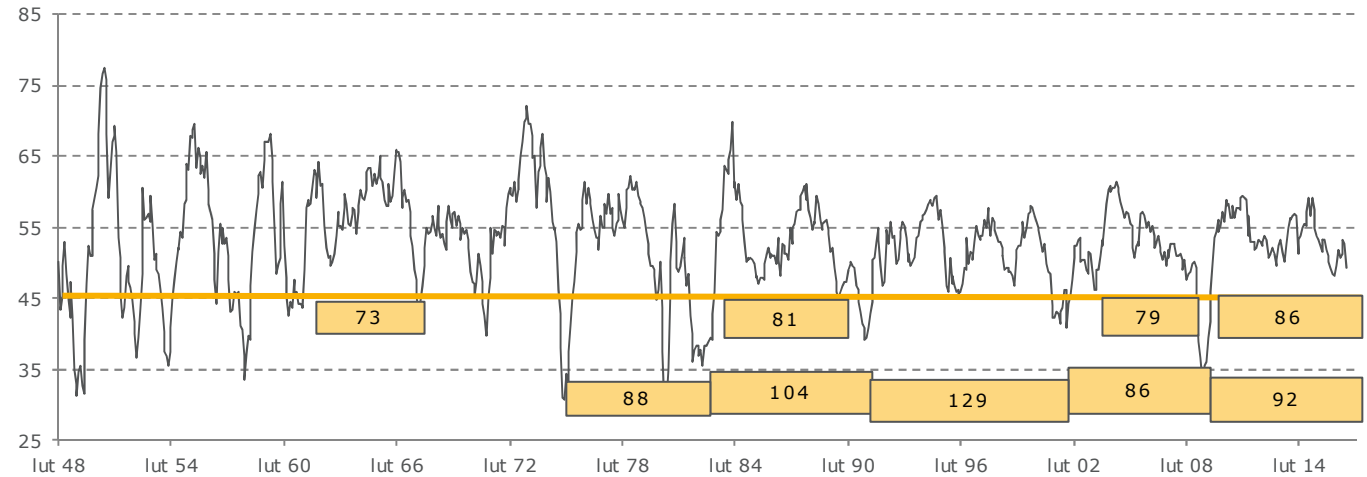
Tu warto zwrócić uwagę na bardzo podobne rozłożenie w czasie obecnego cyklu oraz tego z lat '80. Biorąc pod uwagę, że ostatnia fala spadkowa na ISM (liczona od ostatniego lokalnego szczytu), która wyznacza dołek cyklu, trwa co najmniej 6 miesięcy to obecny cykl będzie trwał co najmniej 97 miesięcy. Można zastanawiać się czy możliwe jest wejście indeksu w kolejną fazę wzrostową, co oznaczałoby strukturę fal 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 z fazie spadkowej.

Cykle ISM Manufacturing (miesiące od dołka cyklu)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

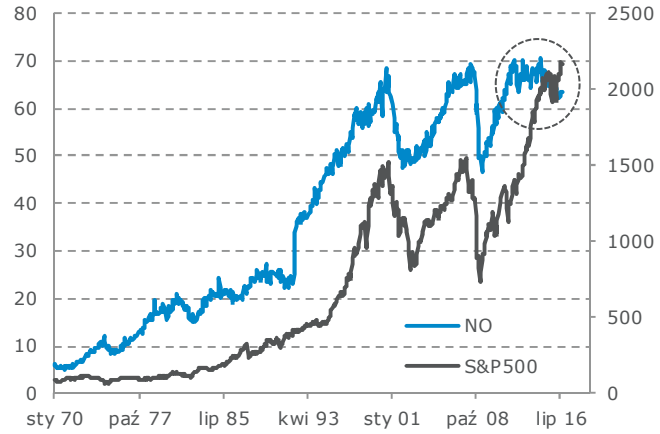
Cykle ISM Manufacturing (miesiące)



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.

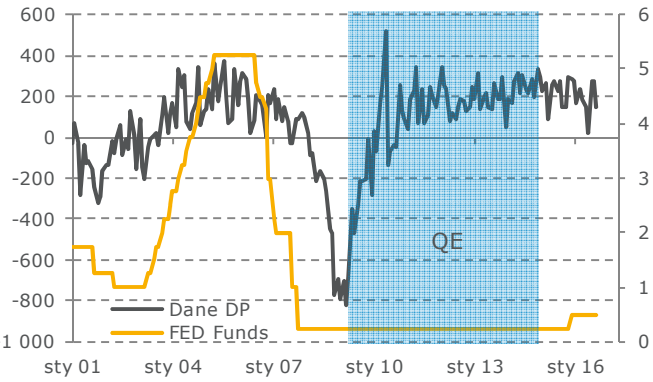
S&P500 na tle nowych zamówień na dobra trwałe bez lotnictwa i obronności (NO)



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

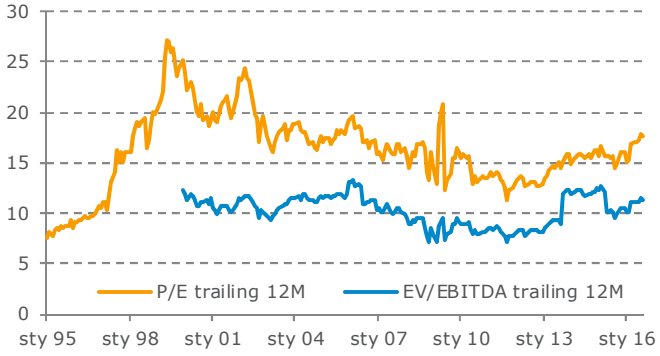


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wskaźniki wycen

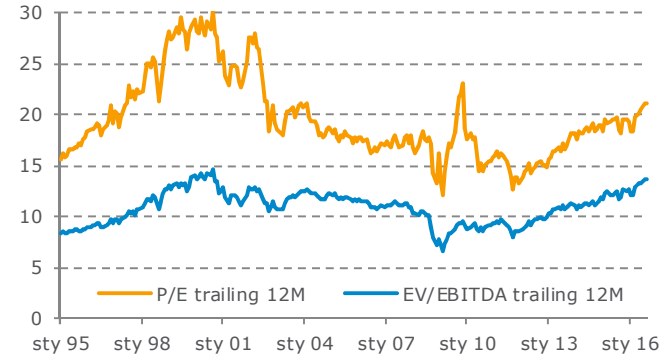
Przy słabym wzroście gospodarczym i „płaskich wynikach spółek" wzrost indeksów musi oznaczać ekspansję wskaźników wyceny. Oczywistością jest to, że historycznie trudno wyznaczyć zarówno maksymalny/minimalny poziom P/E czy EV/EBITDA, bo rynek może zawsze być droższy czy jeszcze tańszy. Zwracamy jednak 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

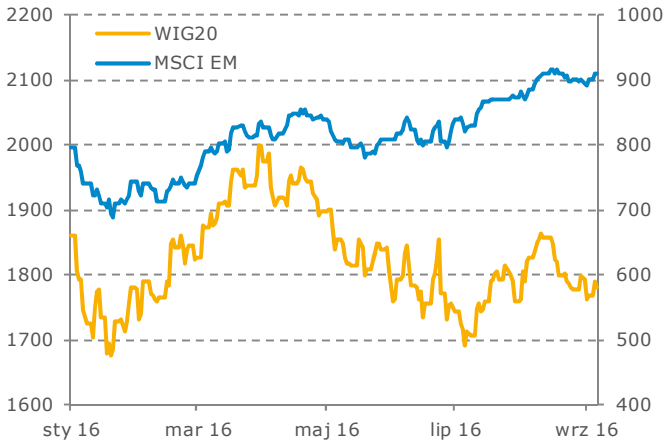


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Giełda warszawska

Po udanym początku miesiąca, sierpień okazał się kolejnym słabym miesiące na GPW. WIG20 „targany" kolejnymi informacjami z pogranicza polityki i ekonomii pozostaje jednym z najsłabszych indeksów na świecie. W tym roku indeks MSCI EM zwyżkował 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 rosą 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 kapitałowym. 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 rafineryjne 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 uruchamiane nowe moce produkcyjne 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 (redukuj).

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 tendencje 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 wrócą 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), Pfleiderer Grajewo (spadek cen mocznika oraz umocnienie RUB do PLN pozytywnie przekładać się będą się na rezultaty; Grajewo jest obecnie notowane z około 40% dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźniku EV/EBITDA na lata 2016-17), Tarczyński (spółka notowana z około 20% dyskontem na P/E'16 oraz EV/EBITDA'16), 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).
- Unikalibyśmy 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 Kruszwicy (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), Robyg (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 Stodółkę 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 kategorię 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 wskaźnikom wzrostu towarzyszą niepogarszające 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 obuwia. 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 zelżała 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

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:
PRZEWAŻENIE (OW, *overweight*) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, *neutral*) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, *underweight*) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku
EV – dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) - roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5% 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, Energoaparatura, 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, Pfleiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska 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 abonamentową z Orange Polska S.A.

Niniejszy Przegląd miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez Dom Maklerski mBanku i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 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 Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

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

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

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

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

Piotr Zybała
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 Rożmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@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