

środa, 5 października 2016 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: październik 2016

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Wrzesień nie przyniósł rozstrzygnięć na globalnych rynkach akcji. W październiku oczekujemy, że inwestorzy będą czekali na wyniki listopadowych wyborów prezydenckich w USA, a w Polsce na decyzje dotyczące regulacji w sektorze bankowym. W międzyczasie zmienność na rynkach będzie efektem sezonu wyników 3Q (niskie oczekiwania) oraz perturbacji w europejskim sektorze bankowym.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że rozpoczęcie prac parlamentu nad tzw. ustawą spreadową oraz informacje dotyczące wyższych wag ryzyka dla kredytów FX będą miały negatywny wpływ na sentyment do polskiego sektora bankowego. W październiku zaczyna się kolejny sezon wyników kwartalnych, w którym oczekujemy dalszej poprawy wyników na działalności podstawowej oraz kosztów ryzyka. Jednocześnie wraz z ogłoszeniem nowej polityki dywidendowej sentyment do Komercj Banku powinien ulec poprawie.

Paliwa

Obecnie na tle polskich spółek chemicznych najatrakcyjniej wyceniany jest Ciech, słabsze perspektywy postrzegamy dla Grupy Azoty i Synthosu. Oczekujemy kontynuacji wzrostów na rynku ropy, co będzie miało swoje negatywne konsekwencje dla rentowności przerobu i dlatego podtrzymujemy negatywne nastawienie do rafinerii. Na ich tle lepiej wygląda PGNiG, nawet mimo ryzyka podatku od konwersji kapitałów.

Energetyka

Zapowiedź drenowania spółek poprzez podatek od konwersji kapitałów długo jeszcze będzie ciążyć na polskim sektorze energetycznym i w tym otoczeniu można zaproponować tylko wybór „mniejszego zła” (TPE, ENG). Wzrosty cen węgla i energii w Niemczech powinny wspierać CEZ, który ostatnio zachowywał się nieco słabiej.

Telekomunikacja, Media, IT

W październiku liczymy na wzrost notowań Agory, po ogłoszeniu restrukturyzacji segmentu Prasa. W polskim IT naszymi faworytami są spółki niewyeksponowane na segment publiczny, z ciekawymi własnymi rozwiązaniami i rosnącym udziałem eksportu w sprzedaży. W tej grupie są Comarch, Ailleron i Asseco Business Solutions. Negatywnie jesteśmy nastawieni do Cyfrowego Polsatu.

Przemysł

Najatrakcyjniej wycenione naszym zdaniem pozostają Elementar, Ergis, Pfeleiderer Grajewo, Vistal Gdynia, Uniwheels. Unikilibyśmy spółek Alumetal, Apator i Kruszwica.

Budownictwo

Spadek produkcji budowlanej o 20% w sierpniu ma drugorzędne znaczenie, gdy wiele spółek ma rekordowy backlog (Budimex, Erbud, Unibep), a kontrakty z sektora publicznego są blisko. W 4Q mają nastąpić rozstrzygnięcia w przetargach kolejowych i drogowych za ok. 10 mld PLN.

Deweloperzy

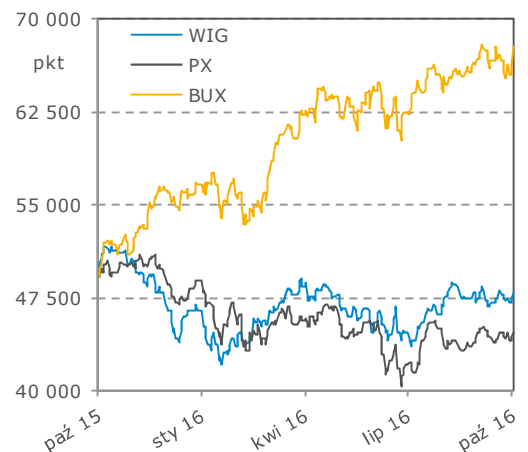
Pierwsze dane ze spółek wskazują, że sprzedaż mieszkań w 3Q powinna być zbliżona do rekordowego 2Q'16. Atrakcyjnie wycenione są: Atal, Archicom, Dom Development, JWC, LC Corp, Lokum, Robyg, Vantage. W segmencie komercyjnym przeważamy Echo i BBI Dev. względem GTC i P.A. Novej.

Handel

Poprawa sytuacji konsumentów na rynku ma odzwierciedlenie w bardzo dobrych odczytach sprzedaży detalicznej (+5,6% w VIII'16; najlepszy wynik w 2016 roku). Naszym zdaniem potencjał do dalszych zwyżek prezentuje LPP. Trzymalibyśmy akcje CCC oraz Eurocash. Zalecamy redukcję akcji AmRest oraz Jeronimo Martins.

WIG 47 901
Średnie P/E 2016 13,9x
Średnie P/E 2017 12,2x
Średni dzienny obrót (3M) 753 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
BUDIMEX	akumuluj	▼
EUROCASH	trzymaj	▲
GTC	trzymaj	▼
HANDLOWY	trzymaj	▼
ING BSK	sprzedaj	▼
JERONIMO MARTINS	redukuj	▼
OTP BANK	redukuj	▼

Departament Analiz:

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

Kamil Kliszc
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl

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

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
[piotr.zybała@mbank.pl](mailto/piotr.zybała@mbank.pl)

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

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

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto/piotr.bogusz@mbank.pl)

Spis treści

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

16. Deweloperzy.....	39
16.1. Capital Park.....	39
16.2. Dom Development.....	39
16.3. Echo Investment.....	40
16.4. GTC.....	40
16.5. Robyg.....	41
17. Handel.....	42
17.1. AmRest.....	42
17.2. CCC.....	42
17.3. Eurocash.....	43
17.4. Jeronimo Martins.....	43
17.5. LPP.....	44
18. Inne	45
18.1. Work Service	45

Rynek akcji

Wrzesień zakończył się dla większości światowych indeksów na poziomach zbliżonych do końca sierpnia. Tym razem banki centralne również determinowały sentyment inwestorów. Najpierw negatywnie zaskoczył ECB (brak informacji o przedłużeniu QE), po czym rynki dostały wsparcie od BoJ, a potem FED. Wzrostowi indeksów amerykańskich towarzyszy sceptyczne nastawienie inwestorów (duży udział gotówki w portfelach) nadal obawiających się m.in. finału wyborów prezydenckich w USA, momentum makro i jego przełożenia na oczekiwane wyniki spółek w kolejnych kwartałach (w 4Q przejście EPS dla S&P na dodatnią dynamikę r/r), kondycji europejskich banków ze szczególnym uwzględnieniem przypadku Deutsche Banku. W ciągu ostatnich 52 tygodni inwestorzy amerykańscy wycofali z rynku akcji 118 mld USD i zainwestowali w fundusze obligacyjne 147 mld USD. Dane makro z USA są nadal mieszane (lepsze ISM, słabsze dane z rynku budowlanego i dane z sektora handlu detalicznego) wskazując na słaby, ale stabilny wzrost gospodarki (idealne otoczenie dla ryzykowanych aktywów w kontekście polityki FED). Na zachowania inwestorów nadal duży wpływ ma i będzie mieć sytuacja w Deutsche Banku (możliwe kolejne negatywne zaskoczenia).

Pozytywne przełożenie na rynki w kolejnych tygodniach będzie miało poprawiające się momentum w gospodarce chińskiej (lepsze PMI; 19,5% r/r wzrost zysków spółek przemysłowych), wskazujące na przyspieszenie wzrostu PKB w 4Q r/r do 7,8% w stosunku do 6% w 2Q. Nieco niepokojąco wyglądają wzrosty cen nieruchomości, które mogą stać się celem dla działań banku centralnego.

Przez utrzymujące się ryzyko polityczne na dużych spółkach GPW nadal zachowuje się słabiej niż indeksy rynków rozwiniętych. Momentum makro w polskiej gospodarce spowalnia (wzrost PKB w 2H poniżej 3%), co wynika przede wszystkim z niskiego poziomu inwestycji. Październik może przynieść rozstrzygnięcia dotyczące sektora bankowego. Przyjęcie jedynie „ustawy spreadowej” w dotychczas proponowanym kształcie byłoby dla rynku pozytywnym impulsem i pozwoliło częściowo domknąć słabe zachowanie WIG20 w stosunku do MSCI EM (RTD -25%).

Banki centralne nadal w centrum uwagi inwestorów

Po słabych danych we wrześniu oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp procentowych w USA były znikome. Ostatecznie FED nie zaskoczył rynków dając jednocześnie do zrozumienia, że głównym celem pozostaje inflacja (tu niewielka presja na wzrost ze względu na powrót nieaktywnych zawodowo na rynek pracy), a Bank Centralny woli ewentualną pogoń za nią niż zbyt pochopne podwyżki. Biorąc pod uwagę listopadowe wybory prezydenckie, jeżeli dane makro będą zaskakiwały pozytywnie, pozostaje jedynie grudniowe posiedzenie, na którym obecnie rynek wycenia podwyżkę z prawdopodobieństwem 61%. FED zwraca uwagę, na niski poziom inwestycji w gospodarce i problem ten nie dotyczy jedynie sektora wydobywczego.

Nieco bardziej zaskakujące było posiedzenie ECB, który wprowadził zgodnie z oczekiwaniami nie zmienił stóp procentowych ani żadnych innych parametrów programu skupu aktywów (80 mld EUR obligacji skarbowych i komercyjnych), jednak pośrednio dał do zrozumienia, że być może przedłużenie programu stymulacyjnego po marcu 2017 (formalne wygaśnięcie QE) nie będzie konieczne. Według naszych makroekonomistów jest to mało prawdopodobne, jednak przed kolejnymi posiedzeniami ECB (szczególnie

grudniowym) inwestorzy będą spekulowali na temat przedłużenia QE (lepsze dane makro, np. PMI będą tu czynnikiem ryzyka).

Najwięcej emocji wywołało jednak posiedzenie BoJ, który wszedł w nową fazę QE zwiększając elastyczność w operowaniu na krzywej dochodowości (zwiększając zakupy na krótkim końcu i usztywniając rentowność długiego końca) oraz deklarując, że może utrzymać obecną politykę nawet po przekroczeniu inflacyjnego celu na poziomie 2%. Taka polityka Banku Centralnego powinna prowadzić do poprawy wyników finansowych sektora finansowego. W reakcji na nowe podejście BoJ pojawił się oczekiwania, że podobne działania podejmie w przyszłości również ECB, co byłoby szczególnie istotne dla przeżywającego trudny okres sektora bankowego.

Warto wspomnieć, że (jak podaje Bloomberg) BoJ poprzez skup ETF w połowie sierpnia był jednym z 5 największych akcjonariuszy w 81 spółkach z Nikkei 225. Utrzymanie obecnego poziomu zakupów oznacza, że do końca przyszłego roku BoJ będzie największym udziałowcem w 55 spółkach z indeksu. We wrześniu BoE podał do wiadomości, że będzie skupował akcje amerykańskiego Apple.

Cena ropy będzie wspierać EM?

Ważnym wydarzeniem w skali globalnej było algierskie „porozumienie” krajów OPEC. Formalnie ostateczna decyzja będzie podjęta na szczycie OPEC w listopadzie, tym niemniej po raz pierwszy od 2008 roku Arabia Saudyjska zmieniła retorykę i zdaje się popierać zredukowanie wydobycia (32,5-33,0 mln vs. 33,2-33,5 mln baryłek). Niezależnie od tego, czy ostatecznie taką decyzję OPEC podejmie, a przede wszystkim czy będzie egzekwował to postanowienie w dłuższym okresie, sama gotowość powinna wspierać notowania ropy w kolejnych tygodniach (a przynajmniej ograniczać potencjał spadkowy cen), a to z kolei pozytywnie wpłynie na zachowanie indeksów na rynkach wschodzących. Od początku roku MSCI EM (USD) wzrósł o 18,2%, wspierany nie tylko poprawą sentymentu na rynkach surowcowych, ale również stabilizacją USD i przede wszystkim wzrostem cen akcji spółek technologicznych – głównie na rynkach azjatyckich.

Czy zmieni się sentyment na GPW?

Od początku roku WIG20 spadł o ponad 6%, co w stosunku do MSCI EM oznacza wynik słabszy o blisko 25%. Zgodnie z konsensem rynkowym znacznie lepiej radzą sobie spółki małe i średnie – nie ekspozowane na ryzyko polityczne, a dające ekspozycje na wzrost gospodarczy (WIG40 +13% YTD). Zakładając utrzymanie pozytywnego sentymentu na EM, czy w 4Q WIG20 może „odrobić część strat” do innych rynków wschodzących? Naszym zdaniem tak, ale muszą być spełnione konkretne warunki. Przykład PZU (reakcja na politykę dywidendową) czy LPP (lepsze niż oczekiwano marże) pokazują, że zamykanie niedoważenia w portfelach inwestorów instytucjonalnych odbywa się bardzo dynamicznie.

Jednym z warunków są decyzje polityczne dotyczące banków. Jeżeli Sejm przyjmie (prawdopodobnie jeszcze w październiku, projekt poselski) „jedynie” ustawę spreadową w kształcie dotychczas proponowanym (koszt dla banków na poziomie 8 mld PLN), a wagi dla kredytów frankowych nie wzrosną powyżej 120% (w połowie października zmiana na stanowisku przewodniczącego KNF powinna uruchomić proces decyzyjny), sektor bankowy powinien zachowywać się co najmniej neutralnie do rynku. Biorąc pod uwagę dotychczasowe doświadczenia, dopóki wspomniane kwestie nie wyjaśnią się, inwestorzy (szczególnie zagraniczni)

nie podejmą spekulacyjnego ryzyka zajęcia pozycji (zwracamy uwagę, że rozstrzygnięcia możliwe są już w październiku). Drugim sektorem z największym ryzykiem politycznym jest energetyka, przy czym w tym obszarze ciężko zakładać jakiegokolwiek rozstrzygające daty. Ostatnie wypowiedzi polityków nie wskazują na możliwą zmianę nastawienia inwestorów (można jedynie rozważać, czy może być jeszcze gorzej), chociaż w przypadku wybranych spółek naszym zdaniem inwestorzy przeszacowują potencjalne ryzyka lub nie doszacowują pozytywów (patrz raport sektorowy z 4 października br.).

Momentum makro w polskiej gospodarce nieco zwalnia, przede wszystkim w związku z zaskakująco niskimi inwestycjami (w 3Q -6,5% r/r) i nie chodzi tu jedynie o inwestycje drogowe. W efekcie nasi makroekonomiści oczekują, że w 2H'16 dynamika PKB obniży się poniżej 3% (2,5% w 4Q). W tym kontekście czynnikiem ryzyka pozostaje budżet 2017 i szukanie przez Rząd możliwości „zasypania”

ewentualnie większej luki. Nadal silnym komponentem wzrostu ma być popyt konsumpcyjny – wspierany szybkim wzrostem funduszu płac – oraz eksport. Z informacji jakie słyszymy od spółek przemysłowych wynika, że w 2016 istotnie rośnie wykorzystanie mocy wytwórczych, co powinno stymulować inwestycje w 2017 roku oraz wspierać spółki w podnoszeniu cen produktów. Ten ostatni czynnik jest o tyle istotny, że spółki w przyszłym roku nie będą już wspierane niskimi cenami energii (dołek cenowy w 2016) oraz w coraz większym stopniu będą odczuwały rosnącą presję kosztów wynagrodzeń. Naszym zdaniem sytuacja makro w najbliższych tygodniach nie będzie już tak wspierać wycen spółek, dlatego kluczowym czynnikiem pozostaje ograniczenie ryzyka politycznego, zmniejszającego dyskonto w wycenach dużych spółek.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory w październiku

Finanse

- Uważamy, że sentyment do polskiego sektora bankowego może ulec pogorszeniu w październiku. Do sejmu może trafić ustawa spreadowa, która nadal może ulec negatywnym modyfikacjom, a ministerstwo finansów oraz KNF mogą przedstawić wyższe wagi ryzyka dla ekspozycji hipotecznych denominowanych w CHF. Koszty ustawy oraz wyższe wagi na kredyty hipoteczne w FX skutkować mogą w zmianie długoterminowej polityki dywidendowej banków jak i spowolnić wzrost wolumenów kredytowych na rynku.
- W październiku pierwsze banki zaraportują wyniki za 3Q'16. Oczekujemy poprawy wyniku na działalności podstawowej oraz dalszego spadku kosztu ryzyka. Z drugiej strony ustawa spreadowa może wyzerować cały wynik sektora osiągnięty w 2016 roku. W bankach zagranicznych oczekujemy znaczącego zysku jednorazowego (około 0,7 mld CZK) w Komercni Banka, który wesprze DPS.
- Kluczowe rekomendacje: Erste Bank (kupuj), KB (kupuj), PZU (kupuj).

Paliwa

- Wrześniowy nieformalny szczyt OPEC zaowocował wstępnym porozumieniem członków kartelu w sprawie redukcji wydobycia o 0,75 mln baryłek, co pozwoliło na przebicie 50 USD/Bbl na mieszance Brent. Kluczowe będą jednak szczegółowe ustalenia kwot produkcyjnych, które zapadną w listopadzie i wówczas będzie to test wstępnych deklaracji członków kartelu.
- Marże rafinerijne mimo drożającego surowca wzrosły w ostatnich tygodniach do 6-7 USD/Bbl, ale naszym zdaniem jest to zjawisko przejściowe (w dużym stopniu wywołane przez awarię kluczowego rurociągu produktowego w USA) i wraz z zakończeniem sezonu transportowego cracki benzynowe będą pod coraz większą presją (malejące dynamiki popytu, zwiększenie zapasów).
- Rentowność w obszarze petrochemii już zaczęła odczuwać negatywne skutki rosnących cen ropy. Przypominamy, że rekordowo wysokie marże przerobowe w olefinach i poliolefinach w ostatnich 2 latach to w głównej mierze brak przełożenia na klienta mocnych spadków nafty. W tym kontekście kontynuacja wzrostów na surowcu będzie znacznie szybciej odczuwalna na marżach petrochemicznych niż rafinerijnych.
- Kluczowe rekomendacje: PKN Orlen (redukuj), PGNiG (akumuluj).

Chemia

- Na przestrzeni ostatniego miesiąca wartość indeksów MSCI Chemicals dla Europy i świata nie zmieniła się. Indeksy są obecnie notowane ze stosunkowo wysoką premią do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA (ryzyko korekty).
- Obecnie na tle polskich spółek chemicznych najatrakcyjniej wyceniany jest Ciech (około dwucyfrowe dyskonto do grupy porównawczej mimo oczekiwanego spadku wyników w 2017 roku). Dodatkowo spółka ma przed sobą dwa kwartały poprawy wyników finansowych w ujęciu r/r.
- Słabo naszym zdaniem prezentują się Grupa Azoty (presja na ceny nawozów z uwagi na obfite zbiory i niskie ceny zbóż; wycena zbliżona innych spółek nawozowych) oraz Synthos (spółka wyceniana z dwucyfrową premią do grupy porównawczej na wskaźnikach P/E'16-17 oraz EV/EBITDA'16-17 oraz porównywalnym DYield na rok 2017).

Energetyka

- Ceny węgla w Europie kontynuują trend wzrostowy i obecnie oscylują już wokół 65 USD/t, co bezpośrednio przekłada się na notowania energii, która na giełdzie w Niemczech jest handlowana prawie po 30 EUR/MWh. Dodatkowo obserwujemy też odbicie od dna na rynku uprawnień emisyjnych.
- W Polsce kontrakt roczny nadal 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).
- Zgodnie z zapowiedziami wrzesień przyniósł publikację nowego zaktualizowanego projektu rynku mocy, tak więc proces ten idzie zgodnie z harmonogramem. Niestety korzystne zmiany regulacyjne z nawiązką zostały zneutralizowane przez komunikat ministerstwa energii (zapowiedź drenowania Spółek z gotówki poprzez podatek od konwersji kapitałów) oraz nastawione na inwestycje strategię ogłoszone przez PGE i Eneę (żadna z tych spółek nie wspominała w strategii o polityce dywidendowej).
- Kluczowe rekomendacje: CEZ (akumuluj), Energa (kupuj), Tauron (kupuj).

Telekomunikacja, Media, IT

- Spółki z sektora telekomunikacyjnego podały informacje o znaczących 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 niskourbanizowanych, co może osłabić dynamikę 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 niezadowolającego 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. Negatywnie jesteśmy nastawieni do Cyfrowego Polsatu.
- W sektorze mediowym zwracamy uwagę na Agorę. Spółka, po słabych wynikach za 2Q'16 i spadku notowań, ogłosiła zamiar ograniczenia zatrudnienia do końca br., reorganizację pracy redakcji oraz rezygnację z dziennika *Metrocafe.pl*. Grupa planuje także przegląd innych obszarów działania w celu optymalizacji struktury zatrudnienia. W ten sposób Agora będzie mieć szansę na pozytywny wynik EBITDA segmentu Prasa w okresie 2017-19, kiedy zachodzi transformacja modelu prasy z drukowanego na cyfrowy.
- 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 do spółki Ailleron, która rozwija nowoczesne rozwiązanie LiveBank – wirtualny oddział banku w przeglądarce i urządzeniach mobilnych. W sektorze IT podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do Asseco Business Solutions.

Przemysł

- Wartości indeksów MSCI Industrials dla Europy i dla świata w ubiegłym miesiącu nie zmieniły swoich wartości, utrzymując premie do 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Spółki z zaplecza Automotive zamknęły swoje dyskonta na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA do swoich 3-letnich średnich.
- W Polsce słaby sentyment do spółek z udziałem Skarbu Państwa oraz banków powoduje, że uwaga inwestorów skupia się na największych firmach przemysłowych.
- Największą szansę na wzrost kursu akcji widzielibyśmy w Elemental (spółka notowana z 14-17% dyskontem na wskaźnikach P/E'16-17 do spółek porównywalnych; wzrost wyników r/r w 2016 roku mimo braku istotnej aktywności), Ergis (z uwagi na oczekiwaną pozytywną dynamikę rezultatów w 2H'16 oraz około 20-30% dyskonto na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA na lata 2016-17), Pfeiderer Grajewo (spadek cen mocznika oraz umocnienie RUB do PLN będą się pozytywnie przekładać na rezultaty; GRJ jest obecnie notowane z około 35-37% dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźniku EV/EBITDA na lata 2016-17), Tarczyński (spółka notowana z około 17-50% dyskontem na P/E'16-17 oraz EV/EBITDA'16-17; rozpoczęcie współpracy z siecią Biedronka będzie implikowało dynamiczny wzrost obrotów w przyszłości), Vistal Gdynia (perspektywa istotnej poprawy r/r oczyszczonych o zdarzenia jednorazowe wyników w okresie 1Q-3Q'16; backlog na koniec 1H'16 +24% r/r) oraz Uniwheels (spółka na prognozach Zarządu notowana jest z około 6-12% dyskontem do spółek porównywalnych na P/E'16-17).
- Unikilibyśmy Alumetal (z uwagi na perspektywę spadku r/r rezultatów w 2H'16 oraz zmniejszenie dyskont do spółek porównywalnych na wskaźniku P/E'16-17), Apatora (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 2H'16).
- W 2Q'16 na 16 obserwowanych spółek przemysłowych 63% zanotowało wzrost wyników finansowych, a 25% zanotowało spadek rezultatów.
- Dobre wyniki za 2Q'16 przedstawiły: Alumetal, Boryszew, Elementar, Famur, Forte, Kęty, Uniwheels. Słabe wyniki zanotowały BSC Drukarnia oraz Kruszwica.
- Kluczowe rekomendacje: Elementar (kupuj), Uniwheels (kupuj), Vistal (kupuj).

Budownictwo

- Jerzy Szmit, Wiceminister Infrastruktury i Budownictwa, poinformował, że w postępowaniach przetargowych znajdują się 63 zadania drogowe o łącznej długości 759 km i szacowanej wartości 29,4 mld PLN. Z powyższej grupy przetargi o wartości 4,1 mld PLN weszły w drugi etap (wezwanie do składania ofert), stąd spodziewamy się ich rozstrzygnięcia do końca 2016 r.
- W sierpniu PKP PLK wysłały zaproszenia do składania ofert o szacunkowej wartości ok. 3 mld PLN, a plany na wrzesień zakładały uruchomienie drugiego etapu postępowania dla przetargów za ok. 6 mld PLN. Oznacza to, że w najbliższych miesiącach powinniśmy ujrzeć pierwsze otwarcia ofert w dużych przetargach kolejowych. PKP PLK zamierza do końca 2017 r. podpisać z generalnymi wykonawcami umowy na 20-30% przetargów uwzględnionych w KPK, co stanowiłoby kwotę rzędu 13-19 mld PLN.
- Sierpień był kolejnym miesiącem silnego spadku produkcji budowlanej w Polsce (-20,5% r/r). Uważamy, że słabość rynku budowlanego będzie widoczna przynajmniej do końca 2016 r., co jest związane z opóźnieniami w przetargach publicznych. Spodziewamy się łagodnego wzrostu rynku w 2017 r.
- Większość generalnych wykonawców notowanych na GPW będzie 2H'16 odporna na spadek rynku, co wynika z silnych portfeli zamówień (Budimex, Unibep, Erbud, Elektrobudowa, Trakcja). Słabszej r/r końcówki roku oczekujemy w Elektrotimie, Torpolu i ZUE.
- Kluczowe rekomendacje: Elektrobudowa (kupuj), Erbud (kupuj), Budimex (akumuluj).

Deweloperzy

- 6 deweloperów, którzy opublikowali wyniki sprzedażowe za 3Q zwiększyło sprzedaż mieszkań o 26% r/r oraz odnotowało spadek sprzedaży o 2% q/q. Relatywnie najlepsze wyniki zaprezentował Archicom oraz Echo. Lekko powyżej oczekiwań Dom Development. Spadek sprzedaży w Atalu, Vantage i Lokum w ujęciu q/q to m.in. zasługa wysokiej bazy. Nominalnie wyniki tych spółek są dobre i nie zagrażają całorocznym celom sprzedażowym zarządów. Liczymy na dobre wyniki sprzedażowe pozostałych spółek z branży i podtrzymujemy przeważenie sektora w portfelu inwestycyjnym.
- Sprzedaż przez Echo 7 biurów w Gdańsku, Łodzi, Katowicach i Krakowie za średnią cenę 2360 EUR/m² GLA świadczy o sile rynku (i zapewne zdolnościach zarządu). Transakcję oceniamy pozytywnie. GTC wycenia swój portfel nieruchomości biurowych w Polsce na ok. 1900 EUR/m², a Capital Park na 2300-2400 EUR/m² wycenił zlokalizowany na Ochocie w Warszawie EC Beta, Gamma, Delta.
- Po wzroście kursu GTC (1,27xBV), wśród dużych deweloperów komercyjnych atrakcyjniej prezentuje się Echo Investment (0,96xBV). Podtrzymujemy opinię, że w najbliższych miesiącach powinny pojawić się katalizatory wzrostu BBI Development (0,40xBV).
- Kluczowe rekomendacje: Dom Development (kupuj), Robyg (kupuj).

Handel

- 17 września Komisja Europejska wszczęła postępowanie dotyczące zasadności podatku handlowego wprowadzonego od 1 września w Polsce. Głównym postulatem podnoszonym przez KE jest nieuzasadniona pomoc publiczna, którą wprowadza podatek handlowy. Do czasu zakończenia postępowania, nowa danina nie będzie pobierana.

- 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 opublikuje wstępne wyniki sprzedażowe za 3Q'16 w połowie października. Powinny zostać utrzymane pozytywne trendy w poprawie sprzedaży na podstawowych rynkach, przy jednoczesnym wsparciu z rynku rosyjskiego. Uważamy, że obecna wycena spółki jest zbyt wysoka i rekomendujemy redukcję wyceny.
- 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 negatywnie wpływać na wyniki przejmowanych podmiotów w krótkim terminie. Uwzględniając sytuację fundamentalną spółki uważamy, że walory Eurocash są odpowiednio wycenione.
- Nieznaczne odbicie marży brutto na sprzedaży w LPP w IX'16 powinno się utrzymywać w kolejnych miesiącach. Jednocześnie oczekujemy pozytywnej kontrybucji do wyniku sklepów działających w Rosji (wysoki wzrost sprzedaży/mkw. w RUB R/R oraz wyhamowanie spadku RUBPLN R/R). Wysoka dynamika sprzedaży w IX'16 może implikować dobry odbiór kolekcji jesień-zima'16 przez klientów spółki. Biorąc powyższe pod uwagę oczekujemy stopniowej poprawy wyników oraz rekomendujemy kupno walerów LPP.
- Kluczowe rekomendacje: LPP (kupuj).

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w sierpniu w ujęciu rocznym o 7,5% r/r, bijąc konsensus i naszą prognozę (odpowiednio: 5,1 i 6,7%). Tak duże wahnięcie dynamiki rocznej to oczywiście efekt kalendarza (różnica dni roboczych wraca z -2 do +1 r/r) i nadganiań produkcji w zakładach motoryzacyjnych, ale również konsekwencja bazy statystycznej, o której mało kto dziś pamięta (fala upałów skutkująca problemami logistycznymi i przestojami produkcyjnymi w sierpniu 2015 r.). Prognozujący mają tendencję do niedoszacowania wpływu tak dużych efektów kalendarzowych i w tym przypadku nie jest inaczej. Bardziej adekwatną miarą aktywności w takich warunkach jest dynamika miesięczna po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych, wynosząca tym razem +2,1%. Jej uśrednienie, znoszące chociażby wspomniane zaburzenia w branży motoryzacyjnej, daje momentum wciąż bliskie zeru. W kolejnych miesiącach dynamika produkcji przemysłowej nie będzie już tak wysoka - wpływ kalendarza będzie bardziej neutralny, a efekty bazowe (kończenie projektów finansowanych z poprzedniej perspektywy budżetowej, zwłaszcza w produkcji taboru kolejowego) uniemożliwią istotne przyspieszenie wzrostu produkcji w ujęciu rocznym. Nie należy też abstrahować od spadkowego trendu w eksporcie, który musi mieć swoje przełożenie w wynikach przemysłu - i to zapewne również obserwujemy. Produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu rocznym o 20,5% i tutaj porażka prognozujących (w tym nasza) jest tym bardziej dotkliwa, bo wszystkie przewidywania wskazywały na (mniejsze lub większe) odbicie produkcji. Po odsezonowaniu dynamika produkcji to szokujące -5,5% m/m. Zamiast opisywać kolejne niechlubne rekordy bite przez budownictwo, warto skupić się na implikacjach dla aktywności inwestycyjnej. Po pierwsze, III kwartał nie przyniósł żadnego odbicia w inwestycjach, a ich spadek nawet się pogłębił. Po drugie, trajektoria inwestycji w 2016 roku teraz już do złudzenia przypomina ich zachowanie z lat 2012-2013, choć wprawne oko zauważy, że załamanie w budownictwie jest tym razem nawet szybsze i ma szansę być dłuższe. Odmrożenie przetargów drogowych jest w tych warunkach kroplą w morzu potrzeb.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła o 5,6% w ujęciu rocznym - zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Spodziewaliśmy się, że po słabym lipcu, kiedy gospodarstwa domowe nadal koncentrowały się na budowaniu bufora oszczędności oraz wydawały głównie na usługi, sierpień przyniesie odreagowanie, do którego przyczyni się - obok pozytywnej różnicy w dniach roboczych - także koniec wakacji i rozpoczęcie wydatków związanych z rozpoczęciem roku szkolnego (silne szufladkowanie, silna skłonność do

konsumpcji z programu 500+). Ewidentnie ścieżka konsumpcji prywatnej będzie miała nieco późniejszy szczyt (przełom 2016 i 2017 roku), natomiast sam budżet gospodarstw domowych nie jest z gumy i wydatki konsumpcyjne nie będą w stanie nadrobić braków w popycie inwestycyjnym. Tym samym pozostajemy pozytywni w zakresie samej konsumpcji, jednak nie uważamy że będzie ona wystarczająca, aby utrzymać dynamikę PKB powyżej 3% w drugiej połowie roku.

Inflacja

We wrześniu roczny wskaźnik inflacji wyniósł -0,5% r/r, co było wynikiem niższym od konsensusu prognoz i naszej prognozy. W sierpniu roczny wskaźnik inflacji wyniósł -0,8%. Pamiętajmy, że jest to odczyt sygnałny, stąd brak szczegółów. Dlatego też możemy jedynie spekulować, czy za niską inflacją (i brakiem zmian cen w ujęciu miesięcznym) stały: niższe ceny żywności, nowa lista leków refundowanych, brak jakichkolwiek oznak presji inflacyjnej, brak efektów wyższego popytu na szereg usług w związku z uruchomieniem programu 500+. W kolejnych miesiącach powinniśmy przede wszystkim widzieć duży wpływ bazy statystycznej. To oznacza, że inflacja w październiku lub listopadzie wreszcie wejdzie na dodatnie terytorium. Perspektywy przyspieszenia procesów cenowych są jednak bardzo małe i naszym zdaniem niskie momentum CPI nie będzie czynnikiem, który wspierać będzie jastrzębie polskiej RPP. Za kilka miesięcy RPP zostanie niejako wywołana do tablicy przez niższe odczyty PKB. W tym mechanizmie upatrujemy stymulacji oczekiwań na poluzowanie monetarne w Polsce. Oznacza to, że (wprawdzie minimalnie) dynamika płac spowalnia drugi miesiąc z rzędu. O ile w zeszłym miesiącu było to wynikiem niekorzystnego układu dni roboczych, tym razem korzystny kalendarz nie zrównoważył tego. Biorąc pod uwagę także negatywne zaskoczenie w zatrudnieniu, może to być związane z dalszym pogorszeniem koniunktury w budownictwie (właśnie ta sekcja, a także przetwórstwo przemysłowe, miały odpowiadać za lepszy odczyt niż w zeszłym miesiącu). Na pewno nie należy wyciągać z tych danych pochopnych wniosków, nawet jeżeli odpowiadają one budującej się presji płacowej w polskiej gospodarce. Groźba dezaktywizacji części pracowników związana z implementacją programu 500 plus w dalszym ciągu sprzyja podwyżkom wynagrodzeń. Niezagrożona jest również w takim scenariuszu konsumpcja prywatna, wspierana wzrostem funduszu płac wynoszącym obecnie 7,9% nominalnie i 8,7% realnie.

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	48,15	+57,7%	14,6	136,8		
BZ WBK	trzymaj	2016-08-03	301,25	305,10	317,95	-4,0%	14,5	14,3		
GETIN NOBLE BANK	kupuj	2016-02-02	0,46	0,96	1,32	-27,3%	33,7	18,4		
HANDLOWY	trzymaj	2016-10-05	78,08	75,32	78,08	-3,5%	16,4	17,0		
ING BSK	sprzedaj	2016-10-05	146,90	119,38	146,90	-18,7%	20,0	18,2		
MILLENNIUM	kupuj	2016-02-02	5,20	7,00	5,71	+22,6%	12,7	10,1		
PEKAO	trzymaj	2016-08-03	124,75	127,42	128,40	-0,8%	16,4	16,0		
PKO BP	kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	26,34	+20,0%	11,5	10,7		
KOMERCNI BANKA	kupuj	2016-09-29	834,90	980 CZK	861,50	+13,8%	12,6	13,8		
ERSTE BANK	kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	26,47	+22,2%	9,9	8,9		
RBI	kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	13,89	+23,4%	15,1	5,0		
OTP BANK	redukuje	2016-10-05	7498	6487 HUF	7498	-13,5%	11,5	9,4		
Ubezpieczyciele										
PZU	kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	26,13	+62,4%	9,6	8,0		
Usługi finansowe										
KRUK	trzymaj	2016-08-03	219,10	211,44	232,00	-8,9%	17,0	14,5		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2016-02-02	35,10	46,76	37,00	+26,4%	10,2	10,3		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2016-02-02	27,00	42,20	34,60	+22,0%	9,1	7,9		
Paliwa, Chemia										
CIECH	trzymaj	2016-02-02	80,00	74,35	64,95	+14,5%	7,8	9,3	5,4	5,6
GRUPA AZOTY	trzymaj	2016-08-30	64,79	65,50	62,80	+4,3%	12,3	15,6	6,1	7,2
LOTOS	trzymaj	2016-04-19	28,09	26,50	28,15	-5,9%	9,4	8,6	5,5	5,5
MOL	trzymaj	2016-04-19	16420	16593 HUF	17375	-4,5%	15,6	11,1	4,9	4,2
PGNIG	akumuluj	2016-07-27	5,50	6,06	5,10	+18,8%	13,9	12,5	5,3	4,9
PKN ORLEN	redukuje	2016-04-19	71,18	59,00	66,00	-10,6%	7,4	8,6	4,8	5,4
POLWAX	kupuj	2016-02-02	15,70	23,24	16,88	+37,7%	7,1	7,1	5,8	5,4
SYNTHOS	trzymaj	2016-07-05	3,54	3,39	4,30	-21,2%	18,8	15,1	11,0	9,6
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2016-10-04	436,0	496,8 CZK	438,0	-	12,5	14,7	6,4	6,8
ENEA	trzymaj	2016-10-04	8,45	8,81	8,83	-0,2%	5,0	5,7	4,2	4,3
ENERGA	kupuj	2016-10-04	7,40	9,20	7,41	+24,2%	253,9	6,0	4,1	4,0
PGE	trzymaj	2016-10-04	10,18	10,63	9,99	+6,4%	10,5	8,2	4,1	4,8
TAURON	kupuj	2016-10-04	2,55	3,03	2,49	+21,7%	8,1	4,4	4,1	4,4
Telekomunikacja										
NETIA	akumuluj	2016-06-08	5,05	5,30	4,82	+10,0%	-	-	4,5	5,1
ORANGE POLSKA	kupuj	2016-02-02	6,43	8,05	6,04	+33,3%	31,9	27,1	4,3	4,4
Media										
AGORA	kupuj	2016-10-05	10,65	12,60	10,65	+18,3%	36,7	19,7	5,1	4,7
CYFROWY POLSAT	redukuje	2016-09-13	24,25	21,80	24,32	-10,4%	17,1	14,9	7,5	7,3
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2016-06-02	46,00	50,00	57,10	-12,4%	20,7	18,2	14,1	12,6
IT										
ASSECO POLAND	trzymaj	2016-09-26	57,25	60,60	55,00	+10,2%	14,6	13,5	7,0	6,7
CD PROJEKT	sprzedaj	2016-08-03	34,00	26,50	39,65	-33,2%	33,5	52,2	23,7	37,5
COMARCH	kupuj	2016-08-16	166,00	200,00	188,00	+6,4%	23,5	17,6	9,3	8,2
SYGNITY	zawieszona	2013-02-05	16,80	-	5,35	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
KGHM	redukuje	2016-08-03	78,20	61,50	74,70	-17,7%	21,7	12,2	6,3	5,4
LW BOGDANKA	sprzedaj	2016-08-03	52,00	33,00	60,43	-45,4%	9,3	11,5	3,6	4,0
Przemysł										
ELEMENTAL	kupuj	2016-06-13	3,50	4,60	3,60	+27,8%	12,6	10,3	10,3	8,1
FAMUR	trzymaj	2016-04-06	2,57	2,20	4,58	-52,0%	45,4	26,2	10,4	9,2
KERNEL	trzymaj	2016-03-07	54,90	55,00	58,00	-5,2%	5,6	5,7	4,3	4,1
KĘTY	trzymaj	2016-07-01	318,90	291,10	387,00	-24,8%	14,6	17,6	10,8	10,3
UNIWHEELS	kupuj	2016-07-21	149,60	172,10	194,80	-11,7%	12,8	11,3	9,3	8,0
VISTAL	kupuj	2016-02-02	8,00	15,40	9,77	+57,6%	7,4	6,4	7,2	6,9
Budownictwo										
BUDIMEX	akumuluj	2016-10-05	207,00	225,60	207,00	+9,0%	16,5	14,4	7,1	6,5
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2015-12-03	141,00	166,50	106,95	+55,7%	9,2	8,9	5,2	4,8
ERBUD	kupuj	2016-02-03	25,95	36,00	30,20	+19,2%	10,8	9,8	5,3	5,0
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	6,42	+1,2%	49,0	16,0	31,0	20,2
DOM DEVELOPMENT	kupuj	2016-05-30	54,40	69,50	60,31	+15,2%	11,9	9,9	9,6	8,0
ECHO	trzymaj	2016-04-06	6,52	2,73	4,18	-34,7%	7,7	7,2	14,3	12,1
GTC	trzymaj	2016-10-05	8,25	8,20	8,25	-0,6%	11,4	5,1	13,9	7,6
ROBYG	kupuj	2016-01-28	2,83	3,40	2,95	+15,3%	9,2	9,8	8,5	9,2
Handel										
AMREST	redukuje	2016-09-16	252,00	236,00	243,00	-2,9%	29,5	25,2	11,9	9,8
CCC	trzymaj	2016-08-03	184,00	181,00	182,90	-1,0%	26,5	19,5	17,8	13,6
EUROCASH	trzymaj	2016-10-05	43,00	42,70	43,00	-0,7%	23,4	20,2	12,2	10,4
JERONIMO MARTINS	redukuje	2016-10-05	16,01	14,9 EUR	16,01	-6,9%	26,2	22,1	11,8	10,2
LPP	kupuj	2016-08-29	4549	5500	5000	+10,0%	35,3	18,5	17,0	10,6
Inne										
WORK SERVICE	akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	11,60	+18,1%	16,5	13,6	8,9	7,8

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	kupuj	akumuluj	12,60	2016-10-05
AMREST	redukuj	trzymaj	236,00	2016-09-16
ASSECO POLAND	trzymaj	akumuluj	60,60	2016-09-26
CEZ	akumuluj	akumuluj	496,80 CZK	2016-10-04
CYFROWY POLSAT	redukuj	trzymaj	21,80	2016-09-13
ENEA	trzymaj	trzymaj	8,81	2016-10-04
ENERGA	kupuj	zawieszona	9,20	2016-10-04
KOMERCNI BANKA	kupuj	akumuluj	980,00 CZK	2016-09-29
PGE	trzymaj	kupuj	10,63	2016-10-04
TAURON	kupuj	kupuj	3,03	2016-10-04
UNIBEP	trzymaj	kupuj	12,10	2016-09-06

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
BUDIMEX	akumuluj	kupuj	225,60	2016-10-05
EUROCASH	trzymaj	sprzedaj	42,70	2016-10-05
GTC	trzymaj	kupuj	8,20	2016-10-05
HANDLOWY	trzymaj	kupuj	75,32	2016-10-05
ING BSK	sprzedaj	redukuj	119,38	2016-10-05
JERONIMO MARTINS	redukuj	trzymaj	14,90 EUR	2016-10-05
OTP BANK	redukuj	trzymaj	6487,00 HUF	2016-10-05

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	5,0%	1	5,0%
redukuj	6	10,0%	1	5,0%
trzymaj	21	35,0%	5	25,0%
akumuluj	6	10,0%	2	10,0%
kupuj	24	40,0%	11	55,0%

Banki

Alior Bank										kupuj	
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		48,15 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)		6 224,0	
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		-7,1%	
P/E	10,4	11,3		18,6		136,8		Zmiana ceny: 6m		-17,3%	
P/BV	1,1	1,0		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m		-26,6%	
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.)		68,3	

*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). Z drugiej strony ogłoszenie negocjacji na wyłączność dotyczących przejęcia Raiffeisen Polbank znacząco zwiększa ryzyko emisji akcji, którą szacujemy na około 4 mld PLN przez Alior. Uważamy, że ze względu na głównego akcjonariusza podniesienie kapitału nastąpi dopiero w 1Q'17.

BZ WBK										trzymaj									
Analitik: Michał Konarski				Cena bieżąca:		317,95 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)		31 454,5								
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		0,0%								
P/E		15,5	13,5		14,5		14,3		Zmiana ceny: 6m		7,6%								
P/BV		1,8	1,6		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m		2,1%								
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.)		322,0								

*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. Finalnie oczekujemy, że zagrożenia zaksięgowania kosztów zwrotu spreadów jeszcze w 2016 wzrasta po ostatnich doniesieniach prasowych.

Getin Noble Bank

kupuj

Analitik: Michał Konarski	Cena bieżąca:		1,32 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)	3 850,2
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	-10,2%
P/E	9,7	79,2		33,7		18,4		Zmiana ceny: 6m	-22,8%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-52,2%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,2
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	2,9

*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

trzymaj

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 78,08 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-10-05
		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)	10 201,9
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	5,9%
P/E	10,8	16,3		16,4		17,0		Zmiana ceny: 6m	-9,1%
P/BV	1,4	1,5		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	-4,4%
DPS	7,2	7,4		4,7		4,8		Min (52 tyg.)	61,5
DYield (%)	9,2	9,5		6,0		6,1		Max (52 tyg.)	90,5

*przed kosztami rezerw

Przez ostatni miesiąc kurs akcji Banku Handlowego wzrósł o 6%. Po zmaterializowaniu potencjału wzrostu obniżamy naszą rekomendację kupuj do trzymaj. 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. 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 10% premią do grupy porównawczej wobec 12% premii na 5-letniej średniej. Uważamy, że obecna premia do średniej jest uzasadniona przez konserwatywny bilans (brak CHF, wskaźnik kredytów do depozytów na poziomie 55%) oraz wskaźniki wypłacalności, które pozwalają wypłacać dywidendę na poziomie 100% przez co najmniej kolejne trzy lata. Finalnie oczekujemy, że Bank Handlowy będzie w stanie w sposób niezakłócony prowadzić akcję kredytową w 2017 roku dzięki brakowi ekspozycji na kredyty CHF.

ING BSK
sprzedaj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		146,90 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2016-10-05	
		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)	19 111,7	
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	-1,1%	
P/E	18,4	17,0		20,0		18,2		Zmiana ceny: 6m	22,9%	
P/BV	1,8	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	19,4%	
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.)	152,0	

*przed kosztami rezerw

Obniżamy naszą rekomendację redukując do sprzedaj dla ING BSK podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 119,38 PLN na akcję. Bank notowany jest z 20% i 31% premią do polskiego sektora bankowego na 2016P i 2017P P/E. 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). Zarząd ING BSK jest zainteresowany również wzrostem przez przejęcia. Niemniej jednak ze względu na małą nadwyżkę kapitałową uważamy, że bank będzie szukał mniejszych podmiotów do ewentualnego przejęcia. Pośród banków z niską ekspozycją na kredyty CHF preferujemy obecnie Bank Handlowy oraz Komercni Banka.

Millennium
kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		5,71 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)	6 926,9
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	2,5%
P/E	10,6	12,7		12,7		10,1		Zmiana ceny: 6m	-1,4%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-9,4%
DPS	0,2	0,0		0,0		0,2		Min (52 tyg.)	4,3
DYield (%)	3,9	0,0		0,0		3,9		Max (52 tyg.)	6,7

*przed kosztami rezerw

OCzekujemy, że w najbliższym czasie sentyment do banków z ekspozycją na CHF może się pogorszyć. Bank jeszcze w 2016 może zostać dotknięty znaczącymi kosztami związanymi z tzw. ustawą spreadową, które wraz z wyższymi wagami ryzyka na kredyty FX mogą wyrzucić presję na współczynniki wypłacalności oraz w konsekwencji na dywidendę. Dodatkowo wzrost wagi ryzyka dla kredytów FX może doprowadzić do

wolniejszej akcji kredytowej banku. Z drugiej strony bank pochwalił się dobrymi wynikami, które napędzane były przez znaczący wzrost marży odsetkowej i poprawę wyniku odsetkowego. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj, chociaż jednocześnie widzimy narastające zagrożenie dla wyceny banku płynące ze strony regulatora (szczegółowo w październiku).

Pekao								trzymaj
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		128,40 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		16,4		16,0		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. Spekulacje prasowe zarówno donoszą o planie UCI podniesienia kapitału o 7-8 mld EUR, co odsunęłoby widmo sprzedaży banku jak i podniesienia kapitału aż

o 15 mld EUR włączając sprzedaż polskiego banku. Prasa oczekuje, że potencjalny kupiec nabydzie jedynie do 33% udziałów w Pekao co naszym zdaniem spowoduje dalszą presję na cenę (UCI posiada 40% udział). Uważamy że 10% premia, z jaką Bank Pekao jest notowany do polskiego sektora w 2017 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
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		26,34 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		6,7		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 pozytywnie postrzegamy zamiar zakupu wysokomarżowego leasingu od RBI, który powinien wspomagać marżę banku w przyszłości. Szacujemy, 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. Dodatkowo najprawdopodobniej jeszcze w 2016 roku PKO BP będzie musiało się zmierzyć z jednorazowym kosztem związanym z ustawą spreadową. Uważamy, że wyższe wymogi kapitałowe od KNFu w 2017 roku, wyższe wagi ryzyka dla kredytów FX od Ministerstwa Finansów oraz NBP oraz koszty związane z kredytami CHF (ustawa spreadowa) oraz finalnie akwizycja Raiffeisen Leasing rzucają coraz szerszy cień na możliwości dywidendowe banku w przyszłości.

Komerční Banka
kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 862 CZK						Data ostatniej aktualizacji:	2016-09-29
		Cena docelowa: 980 CZK							
(mln CZK)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)	
Wynik odsetkowy	21 423,0	21 357,0	-0,3%	20 512,3	-4,0%	20 476,8	-0,2%	Liczba akcji (mln)	188,9
Marża odsetkowa	2,4%	2,3%		2,2%		2,0%		MC (cena bieżąca)	162 699,4
WNDB	30 677,0	31 044,0	1,2%	31 625,8	1,9%	30 497,2	-3,6%	Free float	39,6%
Wynik operacyjny*	17 612,0	16 692,0	-5,2%	17 859,1	7,0%	16 698,0	-6,5%		
Zysk brutto	15 999,0	15 770,0	-1,4%	16 257,7	3,1%	14 913,9	-8,3%		
Zysk netto	12 954,0	12 759,0	-1,5%	12 879,8	0,9%	11 788,3	-8,5%		
ROE	13,0%	12,2%		12,4%		11,0%		Zmiana ceny: 1m	0,7%
P/E	12,6	12,8		12,6		13,8		Zmiana ceny: 6m	-16,7%
P/BV	1,5	1,6		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-19,2%
DPS	46,0	62,0		62,0		40,0		Min (52 tyg.)	818,0
DYield (%)	5,3	7,2		7,2		4,6		Max (52 tyg.)	1 091,0

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Komerční Banka z 9M ceną docelową na poziomie 980 CZK. Uważamy, że pomimo trudnego środowiska operacyjnego perspektywy dla rynku czeskiego są obiecujące. Niskie bezrobocie, wzrost gospodarczy oraz oczekiwane podwyżki stóp procentowych powinny pozytywnie przekładać się na wyniki banku w kolejnych latach. Ponadto, dywidenda Komerční Banka (nawet pomimo oczekiwanej obniżki) ze wskaźnikiem

DY na poziomie 4,8% pozostaje jedną z najwyższych wśród banków w regionie CEE. Obecnie na 12M fwd P/E Komerční Banka notowany jest z 10% dyskontem do WIG Banków wobec 5% na 5-letniej średniej. Niemniej jednak ze względu na wyższe oczekiwane ROE (11% vs. 7%) oraz stopę dywidendy (5% vs. 4%) uważamy, że jakiegokolwiek dyskonto do polskich banków jest nieuzasadnione. Uważamy, że ostatnia przecena stwarza okazję inwestycyjną.

Erste Bank
kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 26,47 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)	11 374,7
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	-0,6%
P/E		11,7		9,9		8,9		Zmiana ceny: 6m	7,7%
P/BV	1,2	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	1,9%
DPS	0,2	0,0		0,6		0,7		Min (52 tyg.)	18,9
DYield (%)	0,8	0,0		2,3		2,7		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:		13,89 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)		4 061,1								
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		7,8%								
P/E			10,6		15,1		5,0		Zmiana ceny: 6m		8,9%								
P/BV		0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m		5,9%								
DPS		1,0	0,0		0,0		0,4		Min (52 tyg.)		10,2								
DYield (%)		7,3	0,0		0,0		2,7		Max (52 tyg.)		15,7								

*przed kosztami rezerw

Kurs akcji RBI od początku roku wzrósł o 2,5% i zaskoczył się gorzej względem indeksu MSCI EME Financials (+9,5%). 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										redukuj									
Analityk: Michał Konarski				Cena bieżąca:		7 498 HUF								Data ostatniej aktualizacji:		2016-10-05			
				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)						2 002,2					
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						-0,4%					
P/E		31,5		11,5		9,4		Zmiana ceny: 6m						8,7%					
P/BV		1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m						40,1%					
DPS		146,9		147,0		163,3		197,8		Min (52 tyg.)						5 350,0			
DYield (%)		2,0		2,0		2,2		2,6		Max (52 tyg.)						7 530,0			

*przed kosztami rezerw

Obniżamy naszą neutralną rekomendację trzymaj do redukuj dla OTP Banku. Na 2017 P/E OTP Bank notowany jest z 13% premią do banków austriackich. Uważamy, że poprawa wyników jak i wyższe oceny od agencji ratingowych są już widoczne w wycenie banku. Niemniej jednak, 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. 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. Uważamy obecnie, że potencjał wzrostu jest znacznie bardziej atrakcyjny w Erste Banku.

Ubezpieczyciele

PZU kupuj									
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 26,13 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02			
		Cena docelowa: 42,44 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Składka brutto:	16 884,6	18 359,0	8,7%	18 569,0	1,1%	19 172,7	3,3%	Liczba akcji (mln)	863,5
majątkowa	9 110,7	10 713,3	17,6%	10 412,1	-2,8%	10 753,5	3,3%	MC (cena bieżąca)	22 563,9
życiowa	7 807,7	7 922,9	1,5%	7 922,9	0,0%	8 200,7	3,5%	Free float	64,8%
Wynik techniczny	19 513,7	19 366,9	-0,8%	20 288,1	4,8%	21 440,3	5,7%		
Zysk brutto	3 693,2	2 943,7	-20,3%	3 239,6	10,1%	3 867,0	19,4%		
Zysk netto	2 967,6	2 342,2	-21,1%	2 350,6	0,4%	2 823,0	20,1%		
ROE	22,6%	18,0%		18,4%		21,7%		Zmiana ceny: 1m	-5,7%
P/E	7,6	9,6		9,6		8,0		Zmiana ceny: 6m	-25,3%
P/BV	1,7	1,7		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	-33,4%
DPS	3,4	2,4		2,7		3,3		Min (52 tyg.)	24,4
DYield (%)	13,2	9,2		10,4		12,5		Max (52 tyg.)	40,1

Korygujemy naszą 9M cenę docelową do poziomu 40,36 PLN/ akcję o dywidendę na poziomie 2,08 PLN/akcję. Jednocześnie podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla PZU. Przez ostatnie 12 miesięcy do października kurs akcji PZU spadł o 37,4% wobec spadku indeksu WIG20 na poziomie 17,3%. 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. Ponadto zbyt duże inwestycje

w sektor bankowy (Pekao, Raiffeisen Polbank) skutkować mogą niedoborem kapitału. 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. Dodatkowo uważamy, że fundamentalna sytuacja PZU powinna ulec poprawie wraz z końcem wojny cenowej w segmencie komunikacyjnym.

Usługi finansowe

Kruk										trzymaj									
Analitik: Michał Konarski				Cena bieżąca:		232,00 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)				4 036,3						
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				-1,9%						
P/E		26,1	19,8		17,0		14,5		Zmiana ceny: 6m				30,3%						
P/BV		6,8	5,1		4,1		3,3		Zmiana ceny: 12m				33,3%						
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.)				252,5						

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Kruka. 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. Jednocześnie widzimy lekki potencjał wzrostu wynikający z zakupu znaczącego portfela wierzytelności na rynku Włoskim (około 4 mld PLN wartości nominalnej). 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. 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, chociaż dyskonto do Intrum Justitia (IJ) jest nadal uzasadnione przez wyższą dywidendę w IJ.

Prime Car Management										kupuj	
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		37,00 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)	440,6		
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	5,7%		
P/E	7,0	11,4		10,2		10,3		Zmiana ceny: 6m	0,1%		
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-13,5%		
DPS	2,2	5,3		3,3		3,6		Min (52 tyg.)	30,7		
DYield (%)	5,9	14,2		8,8		9,8		Max (52 tyg.)	43,5		

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) oraz 9-miesięczną ceną 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 w strategii do 2019 roku ogłosił poprawę ROE do poziomu 11,2% (z 8,2% obecnie) oraz średnioroczny wzrost aktywów na poziomie +10%. Cele mają zostać osiągnięte m.in. poprzez szersze wejście w segment detaliczny oraz rozwinięcie platformy internetowej. Uważamy, że strategia jest dość ambitna i może być trudna do zrealizowania. Niemniej jednak, 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

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		34,60 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)	236,0		
Przychody ogółem	143,8	84,5	-41,2%	103,5	22,5%	112,7	8,9%	Free float	25,4%		
Koszty ogółem	-102,6	-65,9	-35,8%	-72,1	9,4%	-77,0	6,7%				
Zysk brutto	40,9	18,8	-54,0%	32,1	70,6%	36,7	14,3%				
Zysk netto	32,3	15,2	-52,8%	26,0	70,6%	29,7	14,3%				
ROE	33,8%	16,1%		27,2%		28,7%		Zmiana ceny: 1m	14,0%		
P/E	7,3	15,5		9,1		7,9		Zmiana ceny: 6m	-0,4%		
P/BV	2,4	2,6		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	3,3%		
DPS	2,8	3,1		2,9		3,0		Min (52 tyg.)	25,0		
DYield (%)	8,1	9,1		8,5		8,7		Max (52 tyg.)	35,3		

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj. Skarbiec Holding (Skarbiec) jest akcjonariuszem wiodącego towarzystwa funduszy inwestycyjnych – Skarbiec TFI. Na koniec sierpnia 2016 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 7,4x 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: 64,95 PLN Cena docelowa: 74,35 PLN			Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02		
(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) 3 422,9
marża EBITDA	16,2%	21,6%		23,5%		22,1%		EV (cena bieżąca) 4 472,4
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	20,5	10,0		7,8		9,3		Zmiana ceny: 1m -2,1%
P/CE	9,2	6,1		5,0		5,4		Zmiana ceny: 6m -0,1%
P/BV	3,4	2,7		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m -10,4%
EV/EBITDA	8,7	6,7		5,4		5,6		Min (52 tyg.) 50,1
DYield (%)	1,7	0,0		4,4		3,9		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 Górzach, naszym zdaniem rozwiewa ryzyko odnośnie 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: 62,80 PLN Cena docelowa: 65,50 PLN			Data ostatniej aktualizacji: 2016-08-30		
(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) 6 229,5
marża EBITDA	8,3%	13,1%		13,0%		11,4%		EV (cena bieżąca) 7 375,8
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	26,9	10,2		12,3		15,6		Zmiana ceny: 1m -4,9%
P/CE	8,3	5,7		6,2		6,7		Zmiana ceny: 6m -31,9%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m -31,1%
EV/EBITDA	9,0	5,3		6,1		7,2		Max (52 tyg.) 60,5
DYield (%)	0,7	0,0		1,3		3,1		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: 28,15 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)	5 204,2
marża EBITDA	-2,0%	5,0%		10,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)	10 994,7
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				9,4		8,6		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE		11,5		3,4		3,4		Zmiana ceny: 6m	4,2%
P/BV	0,6	0,7		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-5,0%
EV/EBITDA		9,6		5,5		5,5		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:		17 375 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)	1 816,0		
marża EBITDA	8,4%	15,8%		16,8%		14,2%		EV (cena bieżąca)	2 835,3		
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	445,3			15,6		11,1		Zmiana ceny: 1m	-0,1%		
P/CE	4,9	3,0		3,9		3,5		Zmiana ceny: 6m	7,0%		
P/BV	1,0	1,2		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	36,2%		
EV/EBITDA	6,9	4,1		4,9		4,2		Min (52 tyg.)	12 715,0		
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:		5,10 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)	30 090,0		
marża EBITDA	18,5%	16,7%		17,4%		18,5%		EV (cena bieżąca)	30 323,0		
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	10,7	14,1		13,9		12,5		Zmiana ceny: 1m	-3,2%		
P/CE	5,7	6,1		6,3		6,0		Zmiana ceny: 6m	1,0%		
P/BV	1,0	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-26,1%		
EV/EBITDA	5,2	5,0		5,3		4,9		Min (52 tyg.)	4,5		
DYield (%)	2,9	3,9		3,5		4,4		Max (52 tyg.)	6,9		

We wrześniu akcje PGNiG mocno odczuły zapowiedź ministra energii dotyczącą koncepcji konwersji kapitałów i drenowania spółek z gotówki za pośrednictwem podatku od takich transakcji. Według naszych szacunków koncern jest narażony w bazowym scenariuszu nawet na około 2,6 mld PLN utraty wartości (9% aktualnej kapitalizacji). Niemniej jednak utrzymujemy naszą pozytywną rekomendację w kontekście sprzyjających trendów na rynku surowcowym. Na razie nie identyfikujemy na horyzoncie politycznych zagrożeń w zakresie toksycznych projektów inwestycyjnych (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.

PKN Orlen		redukuj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		66,00 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)		28 228,8	
marża EBITDA	-2,5%	7,1%		9,9%		6,8%		EV (cena bieżąca)		36 016,0	
EBIT	-4 711,0	4 340,0		5 355,1	23,4%	4 653,6	-13,1%	Free float		72,5%	
Zysk netto	-5 811,0	2 837,0		3 796,4	33,8%	3 287,9	-13,4%				
P/E		10,0		7,4		8,6		Zmiana ceny: 1m		2,1%	
P/CE		6,0		4,7		5,0		Zmiana ceny: 6m		-8,7%	
P/BV	1,5	1,3		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m		-2,5%	
EV/EBITDA		6,0		4,8		5,4		Min (52 tyg.)		57,6	
DYield (%)	2,2	2,5		3,0		4,4		Max (52 tyg.)		73,9	

Akcje Orlenu w ostatnim miesiącu znów nieznacznie wzrosły, co było pochodną 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 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, szczególnie w kontekście ostatnich negatywnych zaskoczeń na energetyce. Utrzymujemy negatywną rekomendację.

Polwax
kupuj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		16,88 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)		173,9	
marża EBITDA	11,9%	12,2%		12,4%		12,3%		EV (cena bieżąca)		200,7	
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		7,1		Zmiana ceny: 1m		0,2%	
P/CE	6,7	6,1		6,0		6,0		Zmiana ceny: 6m		-7,1%	
P/BV	2,6	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m		5,6%	
EV/EBITDA	6,8	5,9		5,8		5,4		Min (52 tyg.)		14,0	
DYield (%)	5,9	7,2		6,3		7,0		Max (52 tyg.)		18,5	

Wrzesień przyniósł publikację długo oczekiwanych szczegółów dotyczących projektu Future. Szacowany łączny koszt inwestycji wynosi 123,6 mln PLN (8 mln PLN już zostało wydane). Będzie ona finansowana ze środków własnych oraz kredytu. Spółka podpisała umowę kredytową z ING na 68 mln PLN i 6,5 mln EUR, którego termin spłaty przypada na wrzesień 2026 roku. Kredyt wymaga ustanowienia zastawu na aktywach Spółki i dlatego konieczna będzie zgoda WZA. Inwestycja ma pozwolić na zwiększenie EBITDA o 50-60%, a IRR projektu jest szacowany na 25%. Jeśli chodzi o dywidendę to według naszych kalkulacji przy utrzymaniu wskaźnika dług netto/EBITDA na poziomie 2,0-2,5x (umowa kredytowa przewiduje

restrykcje w sprawie wypłaty w zależności od wysokości tego wskaźnika) Spółka mogłaby wypłacać w latach 2017-20 około 30% zysku netto, co dawałoby średnio 0,7-0,9 PLN/akcję (4-5% Dyield). W latach 2017-19 cash flow operacyjny szacujemy na 80-85 mln PLN, co przy nakładach rzędu 120 mln PLN i potencjale kredytu inwestycyjnego na poziomie 95 mln PLN pozostawia miejsce na transfer do akcjonariuszy. Ważnym wydarzeniem ostatnich dni jest również sprzedaż pakietu akcji przez fundusz Krokus, co oznacza materializację ryzyka podaźowego, które praktycznie od debiutu ciążyło na kursie Polwaxu. W tym kontekście utrzymujemy pozytywną rekomendację dla Spółki.

Synthos
trzymaj

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		4,30 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)	5 690,0
marża EBITDA	13,8%	15,2%		14,1%		14,6%		EV (cena bieżąca)	6 511,1
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	15,9	13,4		18,8		15,1		Zmiana ceny: 1m	8,9%
P/CE	11,1	9,6		11,7		10,4		Zmiana ceny: 6m	10,8%
P/BV	2,6	2,5		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	11,7%
EV/EBITDA	10,1	10,3		11,0		9,6		Min (52 tyg.)	3,3
DYield (%)	7,2	5,8		0,0		3,2		Max (52 tyg.)	4,4

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 2Q'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, naszym zdaniem, kłóci się z koncepcją wypłaty wysokiej dywidendy z zysku. Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Grupy Synthos.

Energetyka

CEZ										akumuluj									
Analitik: Kamil Kliszcz				Cena bieżąca:		438,00 CZK				Data ostatniej aktualizacji:				2016-10-04					
				Cena docelowa:		496,80 CZK													
(mln CZK)		2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)										
Przychody		201 751,0	210 167,0	4,2%	198 220,0	-5,7%	199 994,0	0,9%	Liczba akcji (mln)		538,0								
EBITDA		72 676,0	65 265,0	-10,2%	58 297,1	-10,7%	55 429,2	-4,9%	MC (cena bieżąca)		235 639,5								
marża EBITDA		36,0%	31,1%		29,4%		27,7%		EV (cena bieżąca)		257 941,8								
EBIT		36 946,0	28 961,0	-21,6%	29 146,7	0,6%	25 572,4	-12,3%	Free float		29,5%								
Zysk netto		22 403,0	20 739,0	-7,4%	18 837,6	-9,2%	16 014,8	-15,0%											
P/E		66,0	71,3		78,5		92,3		Zmiana ceny: 1m		-0,6%								
P/CE		25,4	25,9		30,8		32,2		Zmiana ceny: 6m		7,1%								
P/BV		5,7	5,5		5,6		5,6		Zmiana ceny: 12m		-9,8%								
EV/EBITDA		22,7	24,7		27,8		29,2		Min (52 tyg.)		364,1								
DYield (%)		1,4	1,4		1,5		1,0		Max (52 tyg.)		517,0								

CEZ póki co pozostaje poza negatywnym wpływem polityki i na razie nie dostrzegamy symptomów pojawienia się tego rodzaju ryzyk w Republice Czeskiej, co powinno pozwolić na utrzymanie zwiększonej w ostatnim czasie premii do polskich konkurentów na wskaźniku EV/EBITDA. Utrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla koncernu, aczkolwiek uwzględniając niższą dyspozycyjność elektrowni atomowych obniżyliśmy w ostatnim raporcie prognozy EBITDA na lata 2016-17 średnio o 8%, co zaowocowało redukcją ceny docelowej do 496,8 CZK/akcję. Spółka oferuje atrakcyjną stopę dywidendy zarówno w ujęciu nominalnym jak i relatywnym w odniesieniu do rentowności obligacji (premia do 10-latki prawie 1 punkt procentowy powyżej 5-letniej średniej, co teoretycznie implikuje

15% potencjał wzrostu kursu). Prognozujemy, że w najbliższych 4 latach wolne przepływy pieniężne będą oscylować wokół 17 mld CZK, co pozwala na sfinansowanie dywidendy rzędu 30 CZK/akcję, bez dodatkowego obciążania bilansu. Ograniczeniem dla takich wypłat będzie jednak górny przedział polityki dywidendowej (stąd nasze założenia DPS w latach 2017-19 wynoszą średnio tylko 26 CZK/akcję). Dodatkowym katalizatorem dla notowań, dzięki integracji pionowej wytwarzania, powinny być obserwowane ostatnio wzrosty na rynku węgla. Zwracamy uwagę, że aktualne notowania rocznego kontraktu baseload są już zbliżone do poziomu zabezpieczeń Spółki na rok 2018 (CEZ sprzedał 50% wolumenu), a każde dodatkowe 1 EUR/MWh implikuje 1,5 mld CZK wzrostu na konsensusie EBITDA.

Enea		trzymaj									
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		8,83 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-10-04	
		Cena docelowa:		8,81 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	9 855,4	9 848,4	-0,1%	10 250,9	4,1%	10 174,6	-0,7%	Liczba akcji (mln)		441,4	
EBITDA	1 945,4	2 129,9	9,5%	2 225,8	4,5%	2 178,4	-2,1%	MC (cena bieżąca)		3 897,9	
marża EBITDA	19,7%	21,6%		21,7%		21,4%		EV (cena bieżąca)		9 397,7	
EBIT	1 186,5	-162,1		1 094,4		1 039,7	-5,0%	Free float		48,5%	
Zysk netto	908,3	-434,9		781,4		688,2	-11,9%				
P/E	4,3			5,0		5,7		Zmiana ceny: 1m		-13,0%	
P/CE	2,3	2,1		2,0		2,1		Zmiana ceny: 6m		-23,5%	
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m		-31,7%	
EV/EBITDA	2,5	4,0		4,2		4,3		Min (52 tyg.)		8,5	
DYield (%)	6,5	5,3		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		13,8	

Kurs akcji Enei spadł w tym roku już o 20% i odchylił się in minus od indeksu sektorowego. Wskaźnik EV/EBITDA 12 Fwd jest cały czas zbliżony do średniej liczonej dla najbliższej grupy porównawczej, tak więc nie wydaje się, aby ta przecena była przesadzona, szczególnie że Spółka wyróżniała się ostatnio negatywnie jeśli chodzi o komunikaty generowane na rynek (brak dywidendy, niezrozumiałe zaangażowanie w KHW czy projekt Ostrołęka). Dodatkowym problemem jest zapowiedziana przez resort energii możliwość konwersji kapitałów (w Enei potencjalny podatek waży relatywnie najbardziej) oraz strategia na lata 2016-20, która koncentruje się na wydatkach inwestycyjnych i milczy o dywidendzie. Średnioroczny capex w perspektywie 2030 roku ma sięgać 2,9 mld PLN, co przy osiągalnym poziomie EBITDA rzędu 3 mld

PLN implikuje jasny sygnał, że w najbliższej dekadzie trudno liczyć na pozytywne przepływy pieniężne. Enea staje się tym samym zaraz obok PGE głównym wehikułem inwestycyjnym Ministerstwa Energii, mimo że potencjał bilansu ma znacznie mniejszy (dług netto/EBITDA 1,7x na koniec czerwca). Teoretycznie ze względu na uruchomienie nowego bloku w Kozienicach, Enea będzie relatywnie największym beneficjentem zapowiadanego rynku mocy i powinna korzystać też na integracji pionowej wytwarzania w przyjętym przez nas scenariuszu wzrostów cen węgla na lokalnym rynku. Niestety trudno w kontekście strategii i zapowiedzi resortu energii liczyć na transfer tych profitów do akcjonariuszy mniejszościowych. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację.

Energa
kupuj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 7,41 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-10-04
		Cena docelowa: 9,20 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	10 590,0	10 804,0	2,0%	10 521,0	-2,6%	10 628,9	1,0%	Liczba akcji (mln)	414,1
EBITDA	2 307,0	2 196,0	-4,8%	1 932,1	-12,0%	1 924,1	-0,4%	MC (cena bieżąca)	3 068,2
marża EBITDA	21,8%	20,3%		18,4%		18,1%		EV (cena bieżąca)	7 973,4
EBIT	1 446,0	1 280,0	-11,5%	447,0	-65,1%	1 004,6	124,7%	Free float	50,0%
Zysk netto	982,0	832,0	-15,3%	12,1	-98,5%	507,8	4102,5%		
P/E	3,1	3,7		253,9		6,0		Zmiana ceny: 1m	-9,3%
P/CE	1,7	1,8		2,0		2,1		Zmiana ceny: 6m	-42,2%
P/BV	0,4	0,3		0,4		0,3		Zmiana ceny: 12m	-56,2%
EV/EBITDA	2,7	3,2		4,1		4,0		Min (52 tyg.)	7,3
DYield (%)	13,5	19,4		6,6		3,3		Max (52 tyg.)	17,6

Notowania Energi spadły w tym roku już prawie 40%, co znacząco odbiega od sektorowego indeksu. Równolegle rozwarstwiła się także wycena wskaźnikowa Spółki, która obecnie jest wyceniana z ponad 10% dyskontem do polskich konkurentów. Tymczasem jako jedyna ma szanse utrzymać dywidendę w najbliższych latach i wydaje się, że zbiór jej projektów inwestycyjnych jest już zamknięty. Aktualne zadłużenie netto wynosi 2,3x EBITDA, ale biorąc pod uwagę już zaplanowane wydatki wskaźnik ten wzrośnie do 3,1x w roku 2022, co ogranicza pole do kolejnych istotnych inwestycji poza potencjalną akwizycją części EDF do 1 mld PLN. Zamrożone projekty gazowe nie mają poparcia politycznego, a inwestycja w drugi próg na Wiśle choć dość kosztowna (całość 3,5 mld PLN), to będzie rozłożona na co najmniej 10 lat. Rynek przecenia naszym zdaniem negatywny wpływ załamania zielonych certyfikatów na

wyniki Grupy (wsparcie objęte jest już tylko 0,5 TWh energii z wiatru), a jednocześnie nie bierze pod uwagę potencjału poprawy rezultatów w obrocie po zmianach w funkcjonowaniu instytucji sprzedawcy z urzędu (koszty rzędu 50-100 mln PLN rocznie). Pozytywnym katalizatorem dla Energi jest także obserwowany ostatnio wzrost notowań węgla ARA, który może przełożyć się na ceny lokalne i zniwelować stratę PGG na rachunku Spółki (w tym roku oczekiwana strata brutto rzędu 165 mln PLN). Zwracamy także uwagę na podpisany ostatnio list intencyjny dotyczący ewentualnych dostaw śląskiego węgla do bloku C, które miałyby być realizowane według formuły cenowej uwzględniającej marżę na generacji. W takim scenariuszu Energa byłaby zabezpieczona nie tylko na części „stałej” (rynek mocy), ale również na poziomie kosztów zmiennych (CDS). Uwzględniając te elementy zalecamy kupowanie akcji Energi.

PGE
trzymaj

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 9,99 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-10-04
		Cena docelowa: 10,63 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	28 143,0	28 542,0	1,4%	28 904,9	1,3%	28 821,6	-0,3%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	8 293,0	8 228,0	-0,8%	6 167,1	-25,0%	5 949,7	-3,5%	MC (cena bieżąca)	18 679,1
marża EBITDA	29,5%	28,8%		21,3%		20,6%		EV (cena bieżąca)	25 179,0
EBIT	5 096,0	-3 589,0		2 657,9		3 236,6	21,8%	Free float	38,1%
Zysk netto	3 638,0	-3 032,0		1 783,0		2 270,8	27,4%		
P/E	5,1			10,5		8,2		Zmiana ceny: 1m	-12,9%
P/CE	2,7	2,1		3,5		3,7		Zmiana ceny: 6m	-25,4%
P/BV	0,4	0,5		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m	-24,6%
EV/EBITDA	2,1	2,6		4,1		4,8		Min (52 tyg.)	10,0
DYield (%)	11,0	7,8		2,5		2,4		Max (52 tyg.)	15,2

Akcje PGE mimo zaawansowania prac nad rynkiem mocy i rosnących cen węgla (pozytywna ekspozycja ze względu na integrację pionową elektrowni na węgiel brunatny i zakupione udziały w PGG) spadły w tym roku o ponad 16%. Powodów można wymienić co najmniej kilka, ale kluczowe to znaczna redukcja dywidendy, zapowiedź kosztownej konwersji kapitałów oraz słabsze wyniki w segmencie wytwarzania. Głównym „problemem” Spółki jest relatywnie silny bilans (w szczytowym roku 2018 dług netto/EBITDA tylko 1,8x), który eksponuje ją na różnego rodzaju trudne projekty inwestycyjne, ważne z punktu widzenia polityki energetycznej rządu (dostępne finansowanie sięga 20 mld PLN). W tym kontekście zdecydowaliśmy się w naszym ostatnim

raporcie znacznie obniżyć prognozy dywidendy w kolejnych latach, co przy uwzględnieniu nieco niższych szacunków EBITDA i kosztów podatku od konwersji kapitałów (ponad 1,4 mld PLN) zaowocowało obniżeniem wyceny z 14,6 PLN na 10,63 PLN/akcję. W efekcie obniżamy naszą rekomendację z kupuj do trzymaj. Widzimy co prawda na horyzoncie potencjalne pozytywne katalizatory dla kursu jak chociażby korzystniejsze parametry rynku mocy, wzrost dyspozycyjności elektrowni w Bełchatowie w kolejnych kwartałach czy wyższe ceny węgla na lokalnym rynku (każda 1 PLN/GJ oznacza dla PGE dodatkowe 0,35 mld PLN zysku), ale założenie, że ich beneficjentami będą akcjonariusze PGE, z uwagi na ostatnie komunikaty resortu energii, jest obciążone wysokim ryzykiem.

Tauron										kupuj	
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		2,49 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-10-04	
		Cena docelowa:		3,03 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	18 577,5	18 375,2	-1,1%	17 541,7	-4,5%	17 757,2	1,2%	Liczba akcji (mln)		1 752,5	
EBITDA	3 694,5	3 523,3	-4,6%	3 249,5	-7,8%	3 405,6	4,8%	MC (cena bieżąca)		4 363,8	
marża EBITDA	19,9%	19,2%		18,5%		19,2%		EV (cena bieżąca)		13 479,3	
EBIT	1 830,1	-1 901,1		895,2		1 619,7	80,9%	Free float		54,5%	
Zysk netto	1 180,9	-1 807,3		537,8		987,9	83,7%				
P/E	3,7			8,1		4,4		Zmiana ceny: 1m		-11,1%	
P/CE	1,4	1,2		1,5		1,6		Zmiana ceny: 6m		-16,7%	
P/BV	0,2	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m		-21,9%	
EV/EBITDA	3,0	3,5		4,1		4,4		Min (52 tyg.)		2,4	
DYield (%)	7,6	6,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		3,3	

Akcje Tauronu spadły w tym roku 12%, ale zachowują się nieco lepiej od indeksu sektorowego, czego efektem jest też zminimalizowanie tradycyjnego dyskonta na wskaźniku EV/EBITDA do najbliższych konkurentów. W ostatnich tygodniach notowania koncernu zostały zainfekowane przez komunikat resortu energii dotyczący konwersji kapitałów, ale zwracamy uwagę, że Spółki nie stać na sfinansowanie potencjalnego podatku (-0,8 mld PLN) i dlatego w najbliższych latach ta kwestia nie powinna jej dotyczyć. Relatywnie słaby bilans stanowi również niejako tarczę ochronną przed pomysłami zaangażowania Tauronu w kolejne toksyczne dla akcjonariuszy projekty w perspektywie 2020 roku, co korzystnie pozycjonuje go chociażby na tle PGE, do której jest notowany z 8% dyskontem na EV/EBITDA'2017/18. Dzięki zapowiadzanym cięciom

nakładów inwestycyjnych i dalszej restrukturyzacji kosztowej Spółka powinna w 2019 zacząć generować dodatni FCF, a jeśli uda się zrealizować plany rozwodnienia udziału w Jaworznie może to nastąpić już rok wcześniej. Nasze prognozy EBITDA na najbliższe lata skorygowaliśmy nieznacznie w ostatnim raporcie analitycznym, ale obniżyliśmy wycenę z 3,78 PLN do 3,03 PLN z uwagi na wspomniany hipotetyczny podatek od kapitałów. Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Pozytywnym katalizatorem dla Spółki mogłoby być ewentualne rozszerzenie mechanizmu rezerwy zimnej (całkiem realny scenariusz objęcia dopłatami 600 MW mocy planowanych do wyłączenia w perspektywie 2020 roku implikowałoby około 150 mln PLN dodatkowego strumienia EBITDA rocznie).

Telekomunikacja

Netia akumuluj								
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 4,82 PLN		Cena docelowa: 5,30 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-06-08		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	1 674,0	1 572,2	-6,1%	1 529,6	-2,7%	1 460,9	-4,5%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	581,4	449,0	-22,8%	430,6	-4,1%	404,7	-6,0%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	34,7%	28,6%		28,1%		27,7%		EV (cena bieżąca)
EBIT	157,4	27,9	-82,3%	11,5	-58,7%	19,3	67,4%	Free float
Zysk netto	174,8	2,2	-98,7%	-11,8		-0,5	-95,9%	
P/E	9,6	758,5						Zmiana ceny: 1m
P/CE	2,8	4,0		4,1		4,3		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,7	0,8		0,9		1,0		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	3,0	4,3		4,5		5,1		Min (52 tyg.)
DYield (%)	8,7	12,4		8,3		8,3		Max (52 tyg.)

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Netii. Netia ogłosiła inwestycje rzędu 400 mln PLN w sieć zapewniającą dla gospodarstw domowych usługi w standardzie FTTH/FTTB. W ten sposób pokryje szybką siecią 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r. Do projektu FTTx podchodzimy pozytywnie. Sądzymy, że jest to konieczne działanie do rozwoju obrotów z broadbandu w najbliższych latach, które w dużym stopniu zrekompensują ubytek EBITDA spowodowany masową erozją abonentów głosowych zwłaszcza w formule WLR. Dodatkowo, Orange ogłosiła niedawno współpracę z Telefonią Dialog, spółką zależną od Netii, na komercyjny dostęp do infrastruktury sieciowej FTTH posiadanej przez Telefonię Dialog w modelu

udostępnienia Lokalnej Pętli Światłowodowej (LLU). Warunki współpracy są analogiczne do komercyjnej oferty hurtowej Orange Polska dla takich samych usług. Taka umowa może być zapowiedzią dłużej współpracy pomiędzy Orange Polska i Netią. Oba telekomunikacyjne przedsiębiorstwa 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).

Orange Polska kupuj								
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 6,04 PLN		Cena docelowa: 8,05 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-02		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	12 212,0	11 840,0	-3,0%	11 484,5	-3,0%	11 274,5	-1,8%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	4 059,0	3 443,0	-15,2%	3 376,4	-1,9%	3 277,1	-2,9%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	33,2%	29,1%		29,4%		29,1%		EV (cena bieżąca)
EBIT	986,0	572,0	-42,0%	664,6	16,2%	718,0	8,0%	Free float
Zysk netto	535,0	254,0	-52,5%	248,6	-2,1%	292,5	17,7%	
P/E	14,8	31,2		31,9		27,1		Zmiana ceny: 1m
P/CE	2,2	2,5		2,7		2,8		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	3,0	3,5		4,3		4,4		Min (52 tyg.)
DYield (%)	8,3	8,3		4,1		4,1		Max (52 tyg.)

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Orange Polska. Grupa Orange ma unikalną pozycję konkurencyjną na polskim rynku – Orange jest jedynym operatorem w pełni konwergentnym, a w ciągu dwóch lat będzie podmiotem z jedną z największych sieci dostępowych szybkiego broadbandu stacjonarnego. W najbliższym czasie kurs może pozytywnie reagować na (1) działania Orange Polska dot. sprzedaży należności wynikających ze sprzedaży ratalnej, (2) nacisku Orange Polska na współpracę z innymi operatorami przy rozbudowie

sieci FTTH, (3)postępująca deregulacja LLU, tj. zdjęcie obowiązku hurtowej sprzedaży sieci optycznych. Spółka jest w negatywnym trendzie na linii EBITDA w tym momencie, jednak zwracamy uwagę na dobre dane operacyjne: liczba klientów Internetu mobilnego i stacjonarnego razem ustabilizowała się w 2Q'16 dzięki inwestycjom w LTE800 i zaproponowaniu usługi LTE for fixed, a dzięki agresywniejszej polityce sprzedażowej liczba abonentów mobilnych wzrosła aż o 432 tys. w ciągu kwartału (tj. o 2,6%).

Media

Agora		kupuj									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		10,65 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-10-05	
		Cena docelowa:		12,60 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	1 102,4	1 189,3	7,9%	1 203,9	1,2%	1 249,5	3,8%	Liczba akcji (mln)	47,7		
EBITDA	77,7	120,7	55,3%	100,2	-17,0%	108,3	8,1%	MC (cena bieżąca)	507,6		
marża EBITDA	7,1%	10,2%		8,3%		8,7%		EV (cena bieżąca)	674,5		
EBIT	-18,3	18,7		4,0	-78,9%	-6,3		Free float	62,0%		
Zysk netto	-12,6	12,7		-15,0		-12,4	-17,3%				
P/E		39,9						Zmiana ceny: 1m	-3,2%		
P/CE	6,1	4,4		6,2		5,0		Zmiana ceny: 6m	-15,9%		
P/BV	0,4	0,4		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-9,7%		
EV/EBITDA	7,5	5,1		6,7		6,4		Min (52 tyg.)	9,6		
DYield (%)	5,9	1,8		7,0		5,6		Max (52 tyg.)	13,9		

Wyniki segmentu Prasa za 2Q'16 nie pozostawiły złudzeń. Przy 10% spadku rozpowszechniania *Gazety Wyborczej* w ciągu roku i słabych perspektywach reklamy prasowej, segment ten notowałby trwałe straty na linii EBITDA od 2017 r. Jednak Agora ogłosiła wczoraj zamiar ograniczenia zatrudnienia do końca br., reorganizację pracy redakcji oraz rezygnację z dziennika *Metrocafe.pl*. Grupa planuje także przegląd innych obszarów działania w celu optymalizacji struktury zatrudnienia. Powyższe zmiany oceniamy pozytywnie. Przy redukcji kosztów wynagrodzeń Prasy o ok. 10%, Agora będzie mieć szansę na pozytywny wynik EBITDA segmentu w okresie 2017-19, kiedy zachodzi transformacja modelu prasy z drukowanego

na cyfrowy. Agora jest wyceniana na wskaźniku EV/EBITDA'16=6,6x, tj. z 14% dyskontem do grupy porównywalnej, co nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę, że: (1) wzrostowe i wyceniane na poziomach EV/EBITDA >9,0x segmenty Outdoor i Kino generują ponad 50% EBITDA, (2) Agora prezentuje zdrowy bilans z zadłużeniem netto/EBITDA rzędu 1,5x, a (3) grupa planuje dalsze oszczędności kosztowe. Zwracamy także uwagę, że (4) obecny CAPEX w Agorze powinien być mniejszy o połowę w ciągu 2 lat, co przekłada się na FCF na poziomie 0,9-1,0 PLN na akcję i (5) będzie podstawą do płatności dywidendy rzędu 0,75 PLN (wysoki DYield = 7,0%).

Cyfrowy Polsat		redukuj									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		24,32 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-09-13	
		Cena docelowa:		21,80 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	9 760,0	9 823,0	0,6%	9 685,8	-1,4%	9 624,5	-0,6%	Liczba akcji (mln)		639,5	
EBITDA	2 738,2	3 685,1	34,6%	3 550,7	-3,6%	3 500,9	-1,4%	MC (cena bieżąca)		15 553,7	
marża EBITDA	28,1%	37,5%		36,7%		36,4%		EV (cena bieżąca)		26 647,6	
EBIT	1 442,4	1 985,8	37,7%	1 717,1	-13,5%	1 776,4	3,5%	Free float		33,5%	
Zysk netto	292,5	1 163,4	297,7%	911,1	-21,7%	1 042,3	14,4%				
P/E	53,2	13,4		17,1		14,9		Zmiana ceny: 1m		-5,3%	
P/CE	9,8	5,4		5,7		5,6		Zmiana ceny: 6m		5,5%	
P/BV	1,7	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m		-0,9%	
EV/EBITDA	10,2	7,2		7,5		7,3		Min (52 tyg.)		20,1	
DYield (%)	0,7	0,0		0,0		1,5		Max (52 tyg.)		26,1	

Akcje Cyfrowego Polsatu zanotowały blisko 15% spadek. W ten sposób dyskonto na wskaźniku EV/EBITDA do MSCI Telecoms Europe rzędu 7% zmieniło się w 16% premię, a dyskonto do MSCI Media Europe spadło z 36% do 27%. W chwili obecnej spółka jest notowana na EV/EBITDA'16 ok. 7,5x, z premią do grupy porównywalnej. Premia nie jest uzasadniona biorąc pod uwagę tempo wzrostu wyników grupy porównawczej (tj. +2% na linii EBITDA w 2016 r. vs. -4% CPS), jak i poziom wypłacanej dywidendy nawet w dłuższej perspektywie (DYield'18 = 5,0% vs. 2,3% CPS). Podkreślamy też brak zapowiadanego cięcia kosztów, widoczny w wynikach za 2Q'16, który jest zakładany przez konsensus na przyszłe lata. Ze

strategicznego punktu widzenia: na terenach mało zurbanizowanych Cyfrowy będzie napotykać konkurencję ze strony trzech pozostałych operatorów komórkowych, którzy w szybkim tempie budują pokrycie na zdobytych w arcydrogiej aukcji pasmach z zakresu 800 MHz. Z kolei inwestycje Orange Polska, Netii i UPC w szybkie sieci szerokopasmowe, przy wparciu nowego szefa UKE, stanowią naszym zdaniem duże ryzyko w zakresie klientów z miast >20 tys. mieszkańców. Strategiczną opcją dla Cyfrowego Polsatu byłoby przejęcie operatora stacjonarnego, jednak spółka ma nieco związane ręce przez duże zadłużenie. Podtrzymujemy negatywne nastawienie.

Wirtualna Polska
akumuluj

Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 57,10 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)	1 700,2
marża EBITDA	20,5%	30,3%		30,8%		30,5%		EV (cena bieżąca)	1 833,1
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		141,1		20,7		18,2		Zmiana ceny: 1m	9,8%
P/CE	60,6	40,9		14,3		12,6		Zmiana ceny: 6m	38,4%
P/BV	3,0	4,5		3,7		3,5		Zmiana ceny: 12m	43,7%
EV/EBITDA	36,3	19,9		14,1		12,6		Min (52 tyg.)	35,0
DYield (%)	0,8	0,0		0,0		3,8		Max (52 tyg.)	57,1

Notowania we wrześniu uległy podwyższeniu, po ogłoszeniu dobrych wyników 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, sądzimy że potencjał dywidendowy jest niezagrożony i spółka może zacząć płacić dywidendę w przyszłym roku. Podtrzymujemy pozytywne podejście do Wirtualnej Polski.

IT

Asseco Poland		trzymaj						
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		55,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		60,60 PLN		2016-09-26		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	6 231,9	7 256,2	16,4%	7 978,8	10,0%	8 247,0	3,4%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	905,4	1 007,7	11,3%	1 069,0	6,1%	1 100,2	2,9%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	14,5%	13,9%		13,4%		13,3%		EV (cena bieżąca)
EBIT	637,0	745,2	17,0%	785,4	5,4%	812,1	3,4%	Free float
Zysk netto	358,7	365,5	1,9%	313,7	-14,2%	338,4	7,9%	
P/E	12,7	12,5		14,6		13,5		Zmiana ceny: 1m
P/CE	7,3	7,3		7,6		7,3		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,9	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	7,8	7,5		7,0		6,7		Min (52 tyg.)
DYield (%)	4,7	5,3		5,5		5,5		Max (52 tyg.)

Wzrosty zysków spółek córek Asseco, aprecjacja EUR i USD vs. PLN oraz pozytywne zdarzenia jednorazowe przyniosły w 2Q'16 zestaw relatywnie dobrych wyników (+4,3% R/R na linii EBIT). Jednak z punktu widzenia akcjonariuszy ACP to kondycja spółki matki jest najważniejsza, gdyż ta generuje aż 41% zysku netto, choć tylko 22% zysku operacyjnego. Jednostka dominująca jest naszym zdaniem w nienajlepszej formie ze względu na zastój w administracji publicznej oraz wyraźny spadek przychodów i rentowności w segmencie przedsiębiorstw. Katalizatorem wzrostu ma być fala dużych kontraktów od sektora publicznego z dofinansowaniem unijnym 2014-20. Jednak ogłoszenie

pierwszych przetargów przesuwają się w czasie, a ich rentowność będzie naszym zdaniem mniejsza niż w poprzednim rozdaniu. Tymczasem, notowania Asseco Poland wyprzedziły szeroki indeks o blisko 15% w ciągu ostatniego roku, stąd sądzimy że potencjał do dalszych wzrostów jest ograniczony. Nasze prognozy zysku netto dla Asseco Poland to odpowiednio 314 mln PLN i 338 mln PLN dla roku 2016 i 2017. Stąd, realizacja założonych przez konsensus rynkowy 337 mln PLN i 367 mln PLN jest naszym zdaniem mało prawdopodobna (odchylenie rzędu -6,9%% i -7,8%). Podtrzymujemy nasze neutralne nastawienie.

CD Projekt		sprzedaj						
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		39,65 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		26,50 PLN		2016-08-03		
(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)
EBITDA	12,2	429,3	3427,3%	140,3	-67,3%	88,4	-37,0%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	12,7%	53,8%		47,8%		34,3%		EV (cena bieżąca)
EBIT	9,0	424,2	4608,0%	133,7	-68,5%	82,8	-38,0%	Free float
Zysk netto	5,2	342,4	6470,0%	114,6	-66,5%	73,6	-35,8%	
P/E	722,3	11,2		33,5		52,2		Zmiana ceny: 1m
P/CE	449,6	11,0		31,7		48,5		Zmiana ceny: 6m
P/BV	22,4	7,5		6,0		5,4		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	306,5	8,0		23,7		37,5		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Cena akcji CD Projekt obniżyła się o 6,2% w IX'16. Najważniejszym wydarzeniem w X'16 będzie uruchomienie zamkniętej bety gry Wiedźmin: Gra Karciana. Potencjalne pierwsze komentarze z rozgrywki mogą dostarczyć więcej informacji mogących posłużyć do oceny potencjału komercyjnego nowego projektu. Jednocześnie spółka 30.08.2016 rozpoczęła sprzedaż specjalnej edycji gry Wiedźmin 3: Dziki Gon — Edycja Gry Roku, co może wspierać wyniki studia w kolejnych kwartałach. 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 obecnie bardzo trudny do oszacowania (gra została dobrze przyjęta przez graczy W3: DG, jednak niewiadomą pozostaje skuteczność modelu monetyzacji projektu). Wobec powyższego przyjmujemy bardziej konserwatywne podejście i zalecamy sprzedaż walorów spółki.

Comarch		kupuj									
Analityk: Paweł Bogusz		Cena bieżąca:		188,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-16	
		Cena docelowa:		200,00 PLN							
(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)	1 529,1		
marża EBITDA	14,7%	14,7%		13,5%		14,3%		EV (cena bieżąca)	1 476,0		
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	22,2	19,0		23,5		17,6		Zmiana ceny: 1m	7,4%		
P/CE	12,4	11,4		11,8		10,0		Zmiana ceny: 6m	41,4%		
P/BV	2,2	2,0		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	42,6%		
EV/EBITDA	9,5	8,8		9,3		8,2		Min (52 tyg.)	103,7		
DYield (%)	0,9	0,0		0,0		2,7		Max (52 tyg.)	190,0		

Comarch dzięki relatywnie niskiej kontraktacji od sektora publicznego, dużej sprzedaży w krajach DACH w EUR 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 $EV/EBITDA'16 = 9,3x$. 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 rozbiciu, 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										redukuje									
Analitik: Michał Marczak					Cena bieżąca: 74,70 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)		14 940,0								
marża EBITDA		25,9%	-14,4%		20,0%		22,5%		EV (cena bieżąca)		22 357,8								
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		-0,1%								
P/CE		3,7			6,2		4,9		Zmiana ceny: 6m		6,5%								
P/BV		0,6	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m		-14,3%								
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								

Ceny miedzi oscylują na zbliżonym poziomie m/m, co przy umocnieniu PLN oznacza pogorszenie otoczenia dla spółki, a nie poprawę. Dodatkowo przecenie uległy metale szlachetne, co istotnie przekłada się na rentowność produkcji. Po okresie letnim, kiedy zapasy miedzi dynamicznie rosły, ostatnie dwa tygodnie przyniosły ich nieznaczny spadek, jednak skala spadku zapasów wskazuje raczej na zbilansowany rynek, a nie deficyt surowca. W drugiej połowie roku analitycy m.in. Commerzbanku oczekują zwiększenia wydobycia surowca przy jednoczesnym zmniejszeniu importu w Chinach (po dobrym 1H i zbudowaniu zapasów)

pomimo poprawy danych makro. Wyniki Grupy za to rozczarowują, 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 uruchamiać 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 redukuje dla akcji spółki.

LW Bogdanka									
sprzedaj									
Analityk: Michał Marczak		Cena bieżąca:		60,43 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	
		Cena docelowa:		33,00 PLN				2016-08-03	
(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)	2 054,6
marża EBITDA	37,2%	3,1%		34,6%		31,0%		EV (cena bieżąca)	2 464,9
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	7,5			9,3		11,5		Zmiana ceny: 1m	2,1%
P/CE	3,1	19,5		3,5		3,7		Zmiana ceny: 6m	62,0%
P/BV	0,8	1,0		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	2,3%
EV/EBITDA	3,6	42,9		3,6		4,0		Min (52 tyg.)	30,4
DYield (%)	9,6	5,8		0,0		5,8		Max (52 tyg.)	62,3

Cena węgla energetycznego w ARA wzrosła już do 72,5 USD/t, a węgla w Newcastle do 81 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, co również potwierdza sama Bogdanka (nie zakłada wzrostu cen również w 2017). 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 zwałach 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:		3,60 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)	613,7		
marża EBITDA	5,1%	6,7%		7,2%		8,1%		EV (cena bieżąca)	686,8		
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	18,3	13,5		12,6		10,3		Zmiana ceny: 1m	-8,9%		
P/CE	15,2	11,4		10,8		9,0		Zmiana ceny: 6m	-2,4%		
P/BV	2,1	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	-18,9%		
EV/EBITDA	15,3	11,3		10,3		8,1		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 10,3x do 9,0-9,7x (P/E z 12,6x do 9,9-10,7x). Wyniki 2Q'16 były lepsze od naszych oczekiwań oraz wyraźnie wyższe r/r (nasze całoroczne prognozy wydają się po 1H'16 konserwatywne). Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Grupy Elemental.

Famur										trzymaj									
Analitik: Jakub Szkopek				Cena bieżąca:		4,58 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)				2 205,3						
marża EBITDA		38,9%	22,9%		27,1%		26,5%		EV (cena bieżąca)				2 124,7						
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		22,0	43,1		45,4		26,2		Zmiana ceny: 1m				14,5%						
P/CE		8,7	11,5		11,5		10,7		Zmiana ceny: 6m				78,2%						
P/BV		2,6	2,6		2,4		2,3		Zmiana ceny: 12m				141,1%						
EV/EBITDA		8,1	12,4		10,4		9,2		Min (52 tyg.)				1,4						
DYield (%)		18,3	0,0		0,0		0,9		Max (52 tyg.)				4,6						

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 synergii płynące z operacyjnego połączenia podmiotów dają akcje Famur. Wyniki 1H'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:		58,00 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)	4 621,6
marża EBITDA	9,3%	17,0%		15,5%		13,8%		EV (cena bieżąca)	4 942,7
EBIT	128,7	328,3	155,0%	291,8	-11,1%	277,9	-4,8%	Free float	59,8%
Zysk netto	-98,3	106,9		215,1	101,2%	210,3	-2,2%		
P/E		11,2		5,6		5,7		Zmiana ceny: 1m	-3,3%
P/CE		6,9		4,3		4,3		Zmiana ceny: 6m	6,3%
P/BV	1,2	1,4		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	24,9%
EV/EBITDA	6,2	3,3		3,6		3,6		Min (52 tyg.)	41,0
DYield (%)	0,0	1,7		1,7		3,6		Max (52 tyg.)	63,0

W 2Q'16 (4Q'16) Kernel zanotował niższy r/r wolumen sprzedaży oleju luzem oraz zbóż. O ile sprzedaż oleju można wytłumaczyć przesunięciem dostaw 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:		387,00 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)	3 658,6
marża EBITDA	17,0%	16,6%		17,3%		17,5%		EV (cena bieżąca)	4 060,8
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	21,5	17,4		14,6		17,6		Zmiana ceny: 1m	3,7%
P/CE	14,3	12,1		10,1		11,2		Zmiana ceny: 6m	26,2%
P/BV	3,0	2,9		2,7		2,6		Zmiana ceny: 12m	31,0%
EV/EBITDA	12,3	11,6		10,8		10,3		Min (52 tyg.)	265,0
DYield (%)	2,6	3,7		3,4		3,6		Max (52 tyg.)	402,9

Kęty podały, że według wstępnych szacunków zysk netto Grupy w 3Q'16 wzrósł o 19% r/r do 78 mln PLN. EBITDA w tym czasie zwiększyła się o 16% r/r do 121 mln zł, a skonsolidowane przychody o 16% r/r do około 630 mln PLN. Spółka przy okazji publikacji szacunków podniosła całoroczną prognozę przychodów do 2 255 mln PLN (o 5%), EBITDA do 397 mln PLN (o

10%) oraz zysku netto do 279 mln PLN (o 14%). Wcześniej zakładaliśmy, że rosnące w PLN ceny zakupowe aluminium oraz wysoka baza rezultatów nie pozwoli Spółce na przekroczenie całorocznej prognozy rezultatów. Wkrótce przedstawimy aktualizację naszych prognoz. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji Grupy Kęty.

UNIWHHEELS
kupuj

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		194,80 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)	2 431,1		
marża EBITDA	12,9%	13,4%		14,6%		14,8%		EV (cena bieżąca)	2 610,4		
EBIT	32,6	43,9	34,5%	45,6	3,8%	51,7	13,3%	Free float	38,7%		
Zysk netto	22,8	40,7	78,7%	44,0	8,1%	49,9	13,6%				
P/E	19,9	13,9		12,8		11,3		Zmiana ceny: 1m	-2,3%		
P/CE	12,2	10,2		8,9		7,9		Zmiana ceny: 6m	35,3%		
P/BV	5,4	2,8		2,4		2,2		Zmiana ceny: 12m	65,1%		
EV/EBITDA	11,6	9,8		9,3		8,0		Min (52 tyg.)	113,1		
DYield (%)	0,0	1,8		3,6		3,9		Max (52 tyg.)	224,4		

Wysoka sprzedaż samochodów na rynku europejskim oraz optymizm branży przekładają się na wysokie zapotrzebowanie na felgi w Grupie Uniwhheels. 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. Uniwhheels 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%). Spółka poinformowała w komunikacie o otrzymaniu od głównego akcjonariusza informacji o możliwości sprzedaży przez niego części bądź całości posiadanych akcji. Akcjonariusz zatrudnił doradcę prawnego oraz bank inwestycyjny w celu znalezienia potencjalnych nabywców. Spółka przy cenie 200 PLN notowana jest na wskaźnikach P/E'17 8,9x oraz EV/EBITDA'17 7,2x. Prawdopodobnie do momentu przekazania informacji o formie potencjalnej sprzedaży kurs akcji znajdować się będzie pod presją. Wkrótce przedstawimy naszą aktualizację prognoz i wyceny dla Spółki.

Vistal
kupuj

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		9,77 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)	138,8
marża EBITDA	13,9%	10,3%		10,9%		10,7%		EV (cena bieżąca)	360,2
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		7,4		6,4		Zmiana ceny: 1m	-0,3%
P/CE	4,7	4,9		4,0		3,7		Zmiana ceny: 6m	-4,1%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-11,8%
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.)	11,5

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		akumuluj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		207,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-10-05	
		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)	5 284,7
marża EBITDA	5,5%	6,1%		7,4%		7,2%		EV (cena bieżąca)	2 958,6
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	27,5	22,4		16,5		14,4		Zmiana ceny: 1m	6,2%
P/CE	24,6	20,5		15,4		13,6		Zmiana ceny: 6m	8,4%
P/BV	10,2	8,8		7,4		7,0		Zmiana ceny: 12m	-1,4%
EV/EBITDA	13,0	9,3		7,1		6,5		Min (52 tyg.)	168,1
DYield (%)	5,7	3,0		3,9		6,1		Max (52 tyg.)	218,0

W ostatnich dniach września Budimex zawarł kilka kontraktów o wartości ponad 900 mln PLN, czemu towarzyszył wzrost kursu akcji. Ostatnie dni września były pod względem kontraktów mocnym zwieńczeniem dość przeciętnego kwartału. Szacujemy, że po dziewięciu kwartałach z rzędu nieprzerwanego wzrostu portfela zamówień, w 3Q'16 miał miejsce jego umiarkowany spadek. Zjawisko to wynika z zastoju w GDDKiA i nie ma związku ze skutecznością ofertowania samej spółki. Budimex podpisuje coraz więcej mniejszych kontraktów, które nie spełniają kryterium raportowania. Spółka jest coraz bardziej aktywna w

segmencie dróg wojewódzkich i miejskich (podpisanie umów/wybór ofert na ponad 400 mln PLN w samym wrześniu). Koniec 2016 oraz cały 2017 powinny być intensywniejsze pod kątem rozstrzygnięć kontraktów infrastrukturalnych niż ostatnie trzy kwartały, stąd jesteśmy spokojni o utrzymanie backlogu w przyszłym roku. Uważamy ponadto, że otoczenie sprzyja utrzymaniu wysokich marż przez Budimex. We wrześniu kurs spółki zbliżył się do naszej ceny docelowej. W związku z powyższym obniżamy rekomendację dla akcji Budimeksu z kupuj do akumuluj.

Elektrobudowa		kupuj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		106,95 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)	507,8		
marża EBITDA	4,4%	6,3%		8,2%		8,4%		EV (cena bieżąca)	453,6		
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	18,6	10,1		9,2		8,9		Zmiana ceny: 1m	0,4%		
P/CE	12,4	7,8		7,4		7,2		Zmiana ceny: 6m	-2,8%		
P/BV	1,5	1,3		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	-29,6%		
EV/EBITDA	11,1	5,8		5,2		4,8		Min (52 tyg.)	87,0		
DYield (%)	1,9	0,0		3,7		6,5		Max (52 tyg.)	158,5		

W połowie września zarząd Elektrobudowy zaprezentował strategię na lata 2016-2018, która zakłada rozwój działalności w obszarze kompletnych obiektów oraz zwiększenie eksportu (gł. na rynki, gdzie Elbudowa jest już obecna). Plany finansowe spółki nie odbiegają istotnie od naszych prognoz na ten okres. Średnioroczne przychody ze sprzedaży w latach 2016-2018 prognozujemy na 1057 mln PLN, co jest poziomem o 4% niższym od oczekiwań zarządu. Szacowana przez nas marża netto jest natomiast o 0,3 p.p. wyższa od planów zarządu i wynosi 5,3%, co przekłada się na bardzo zbliżone oczekiwania, co do średniorocznego zysku netto (około 55 mln PLN rocznie). Rekomendowany przez zarząd minimalny wskaźnik wypłaty dywidendy na poziomie 30% przekłada się na średni DYield w wysokości minimum 3,2%. W naszej ocenie potencjał dywidendowy spółki jest wyższy, a ostateczny poziom dywidendy będzie

funkcją inwestycji, które na moment publikacji strategii nie zostały skwantyfikowane. Podsumowując, plany zarządu nie stanowią zaskoczenia zarówno w obszarze rynku jak i projekcji finansowych. Są kontynuacją dotychczasowej ścieżki rozwoju przy zachowaniu umiarkowanego tempa wzrostu. Czynniki ryzyka, które stały za spadkiem kursu Elektrobudowy w pierwszej połowie roku nie zostały jeszcze w pełni zażegnane (nieoczekiwane straty/rezerwy na pojedynczych kontraktach, kwoty należne od PSE w kontraktach na linie przesyłowe, spór z ZUE, roszczenia od NCS). Uważamy, że spółka potrzebuje kilku stabilnych kwartałów bez negatywnych zaskoczeń, by ponownie wzbudzić zaufanie inwestorów. Obecna kapitalizacja wskazuje, że rynek wciąż nie jest przekonany co do możliwości realizacji strategii, co potencjalnie stanowi okazję do zarobku. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Erbud kupuj								
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 30,20 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	14,2	13,8		10,8		9,8		Zmiana ceny: 1m
P/CE	10,7	10,0		8,3		7,6		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,4	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	5,8	5,2		5,3		5,0		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,4	1,7		4,0		4,6		Max (52 tyg.)

W połowie września miało miejsce długo oczekiwane wezwanie do rozpoczęcia budowy Centrum Handlowo-Usługowo-Rozrywkowego Galeria Młociny - kontrakt o wartości 535 mln PLN, stanowiący równowartość niemal 50% portfela zamówień z końca czerwca. Erbud miał bardzo udany kwartał pod względem nowych zamówień. Szacujemy, że na koniec września backlog

spółki wzrośnie do około 1,7 mld PLN, co byłoby rekordowym poziomem w historii spółki. We wrześniu nastąpiło również oddalenie powództwa Erbudu przeciwko Bankowi Millennium, dotyczącego opcji walutowych. Zdarzenie to ma neutralny wpływ na naszą wycenę spółki. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Unibep trzymaj								
Analityk: 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.)

W ostatnich tygodniach Unibep nie pozyskał wielu znaczących kontraktów. Mimo to jesteśmy spokojni o portfel zamówień spółki, który jest w całości wypełniony na 2016 r. oraz wynosi około 1,2 mld PLN na 2017 r., co w 80% wypełnia nasze prognozy. W przyszłym roku widzimy szansę na poprawę we wszystkich segmentach, przy czym za największy wzrost wyników powinna odpowiadać działalność deweloperska. Czynnikiem ryzyka na bieżący rok

pozostaje rynek niemiecki, gdzie spółka nie rozliczyła się jeszcze z inwestorem na nieudanych kontraktach. Nierozstrzygniętą wciąż kwestią pozostają dwa kontrakty na Białorusi, z których można liczyć na 150-250 mln PLN przychodów w 2017 r. pod warunkiem, że inwestorzy zabezpieczą finansowanie. Powyższe czynniki ryzyka nie powinny jednak przysłonić generalnie dobrej sytuacji Unibepu. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Deweloperzy

Capital Park		trzymaj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		6,42 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)	689,3
marża EBITDA	-63,4%	132,2%		48,4%		75,9%		EV (cena bieżąca)	1 867,9
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		49,0		16,0		Zmiana ceny: 1m	-0,5%
P/CE		15,2		47,6		15,9		Zmiana ceny: 6m	-2,0%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	9,4%
EV/EBITDA		17,8		31,0		20,2		Min (52 tyg.)	5,6
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, jedną z głównych przyczyn były niedoszacowane koszty obsługi kredytu budowlanego, który został zrefinansowany we wrześniu nowym, znacznie tańszym kredytem o wartości 124,4 mln EUR

pozyskanym w Bank of China. 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 związku z zamiarem sprzedaży przez Capital Park kompleksu biurowego Eurocentrum pozytywnie oceniamy transakcję sprzedaży 7 biurowców przez Echo Investment po cenie 2 360 EUR/m² GLA – wartość zbliżona do wyceny bilansowej Eurocentrum Alfa i Beta. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Dom Development kupuj											
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		60,31 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)	1 494,6		
marża EBITDA	9,3%	11,6%		14,4%		16,7%		EV (cena bieżąca)	1 541,1		
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	26,8	18,5		11,9		9,9		Zmiana ceny: 1m	10,7%		
P/CE	25,4	17,5		11,4		9,6		Zmiana ceny: 6m	20,4%		
P/BV	1,7	1,7		1,6		1,6		Zmiana ceny: 12m	25,6%		
EV/EBITDA	21,1	15,6		9,6		8,0		Min (52 tyg.)	45,6		
DYield (%)	3,6	3,7		5,4		8,4		Max (52 tyg.)	60,5		

Sprzedając 705 mieszkań w 3Q'16 Dom Development poprawił o 1% swój rekord sprzedażowy z 2Q'16. Wynik był zarazem o 10% wyższy r/r. W komentarzu do danych sprzedażowych zarząd wskazuje, że około 40% zakupów miało miejsce za gotówkę (podobnie jak w 2Q'16), ceny w minionym kwartale były stabilne, a wstrzymanie przyjmowania wniosków o dopłaty w ramach MdM nie miało istotnego wpływu na sprzedaż. W 2Q'16 spółka rozliczyła w wyniku finansowym 500

lokal, co według naszych wstępnych szacunków powinno przynieść spółce około 20 mln PLN zysku netto. Sytuacja na rynku mieszkaniowym oraz dane sprzedażowe Dom Development są zgodne z naszymi prognozami. Po trzech kwartałach 2016 r. spółka realizuje 75% naszej całorocznej prognozy sprzedaży mieszkań, co jest dobrą zaliczką przed sezonowo mocnym ostatnim kwartałem roku. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Echo Investment trzymaj

Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		4,18 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)		1 725,0	
marża EBITDA	115,6%	156,2%		47,0%		56,3%		EV (cena bieżąca)		5 252,4	
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	4,3	3,4		7,7		7,2		Zmiana ceny: 1m		1,7%	
P/CE	4,2	3,3		7,6		7,0		Zmiana ceny: 6m		-35,9%	
P/BV	0,5	0,5		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m		-38,1%	
EV/EBITDA	6,6	5,4		14,3		12,1		Min (52 tyg.)		4,0	
DYield (%)	0,0	0,0		126,1		0,0		Max (52 tyg.)		8,0	

W połowie września Echo zorganizowało pierwszą od dawna konferencję inwestorską. Biorąc pod uwagę zaprezentowaną strategię (transformacja w klasycznego dewelopera, rezygnacja z aktywów trzymany na wynajem) i strukturę aktywów spółki, spodziewalibyśmy się utrzymania obecnej wysokiej aktywności Echo o obszarze budownictwa biurowego i znacznego wzrostu w mieszkaniówce. Zagadką jest segment retail, który wymaga znaczących akwizycji. Na początku października spółka poinformowała o transakcji warunkowej sprzedaży 7 biurowców za cenę 263,9 mln EUR (2 360 EUR/m² GLA) i jednocześnie zakupie 30% udziałów w gruncie i projekcie galerii handlowej o pow. 110 tys. m² GLA przy ul. Towarowej w Warszawie (wycenionym na 120 mln EUR - 100%). Nie znamy dwóch istotnych parametrów związanych z transakcją sprzedaży biurowców: (1) wartość

bilansowa nieruchomości, (2) kredyty i inne zobowiązania obciążające biurowce. Wiemy jednak, że powyższe nieruchomości tylko częściowo zostały wycenione na wartości godziwej. Prawdopodobnie były one również nisko zadłużone kredytami budowlanymi. Inaczej mówiąc, transakcja powinna wygenerować zysk i gotówkę. Niewykluczone, że większość zysku pojawi się jeszcze w wynikach za 3Q'16 (w formie rewaluacji). Cash flow będzie bardziej rozłożony w czasie. Realizacja zakupionego projektu przy ul. Towarowej wydaje się jeszcze dość odległą perspektywą. Może jednak być to jeden z bardziej spektakularnych projektów w stolicy w najbliższych latach. Wstępnie wycena rynkowa Echa na poziomie 0,93x BV nie wydaje się wygórowana. W najbliższym czasie zaktualizujemy nasze prognozy na spółkę. Tymczasem podtrzymujemy neutralną rekomendację.

GTC trzymaj

Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		8,25 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-10-05	
		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)		3 796,8	
marża EBITDA	-99,6%	78,5%		96,0%		168,6%		EV (cena bieżąca)		6 990,4	
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		19,5		11,4		5,1		Zmiana ceny: 1m		16,2%	
P/CE		19,3		11,3		5,1		Zmiana ceny: 6m		16,2%	
P/BV	1,4	1,4		1,3		1,0		Zmiana ceny: 12m		27,9%	
EV/EBITDA		15,3		13,9		7,6		Min (52 tyg.)		6,4	
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		8,5	

Wrzesień praktycznie nie przyniósł nowych informacji ze strony GTC, mimo tego kurs spółki wzrósł o 17% m/m do najwyższego poziomu od 2013 r. Za pieniądze z ubiegłorocznej emisji akcji GTC dokonał akwizycji 7 nieruchomości pracujących o wartości brutto 197 mln EUR, bieżącym NOI 16,5 mln EUR oraz potencjalnym NOI 20,5 mln EUR. Ponadto w trakcie zaawansowanej budowy znajduje się Galeria Północna o znaczącej marży, tylko częściowo rozpoznanej w

wynikach minionych okresów. Uważamy, że ostatnie sukcesy na polu inwestycji uzasadniają bieżącą wycenę GTC na poziomie ok. 1,3x BV. Jednocześnie uważamy, że wciąż istnieje duże ryzyko braku uzyskania pozwolenia na budowę Galerii Wilanów. Bez powyższego projektu potencjał do dalszej aprecjacji akcji GTC jest ograniczony. Po osiągnięciu przez kurs naszej ceny docelowej, obniżamy rekomendację dla GTC z kupuj do trzymaj.

Robyg									
kupuj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		2,95 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)	776,1
marża EBITDA	15,1%	12,6%		20,1%		19,9%		EV (cena bieżąca)	923,9
EBIT	60,5	59,0	-2,4%	106,6	80,7%	94,7	-11,1%	Free float	16,5%
Zysk netto	42,3	79,7	88,4%	84,0	5,4%	78,8	-6,2%		
P/E	18,3	9,7		9,2		9,8		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/CE	17,7	9,5		9,0		9,6		Zmiana ceny: 6m	-1,0%
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	19,9%
EV/EBITDA	16,3	17,4		8,5		9,2		Min (52 tyg.)	2,4
DYield (%)	2,7	3,7		6,8		7,5		Max (52 tyg.)	3,2

We wrześniowym wywiadzie zarząd Robyga podtrzymał, że w tym roku zamierza znaleźć nabywców na ok. 2600 lokali i przekazać ok. 2800 lokali. Zarząd podtrzymuje prognozy na 2016 r. 3Q'16 pod względem przekazania będzie prawdopodobnie spokojniejszy niż 2Q'16 (ok. 500 wydanych lokali), natomiast gros przekazania przypadnie na 4Q'16, kiedy do klientów powinno trafić ponad 1 000 lokali. Robyg spodziewa się wzrostu marży w 2H'16 względem średnioważonej marży 24,3% z 1H'16. W 2017 r. sprzedaż mieszkań przez dewelopera powinna wzrosnąć o 10-15 proc., a do klientów może trafić

ok. 3000 lokali. Prognoza na 2017 r. będzie opublikowana w 1Q'17. Po pierwszym półroczu Robyg jest na dobrej drodze, by zrealizować tegoroczną prognozę 115 mln PLN zysku operacyjnego, co oznaczałoby ponad 90 mln PLN zysku netto (P/E ~8,5x). Zakładając realizację planów przekazania na 2017 r., zysk netto dewelopera powinien przekroczyć 100 mln PLN (P/E ~7,5-8,0x). W kontekście oczekiwań zarządu nasze prognozy prezentują się konserwatywnie. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Handel

AmRest										redukuj	
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		243,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-09-16			
		Cena docelowa:		236,00 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	2 952,7	3 338,7	13,1%	4 196,3	25,7%	5 158,8	22,9%	Liczba akcji (mln)	21,2		
EBITDA	316,0	419,6	32,8%	526,6	25,5%	635,3	20,6%	MC (cena bieżąca)	5 155,0		
marża EBITDA	10,7%	12,6%		12,5%		12,3%		EV (cena bieżąca)	6 288,8		
EBIT	109,9	195,7	78,1%	254,6	30,1%	298,1	17,1%	Free float	36,4%		
Zysk netto	51,7	160,0	209,7%	174,8	9,2%	204,5	17,0%				
P/E	99,8	32,2		29,5		25,2		Zmiana ceny: 1m	-4,3%		
P/CE	20,0	13,4		11,5		9,5		Zmiana ceny: 6m	16,5%		
P/BV	5,7	5,0		4,0		3,5		Zmiana ceny: 12m	43,0%		
EV/EBITDA	19,2	14,4		11,9		9,8		Min (52 tyg.)	165,4		
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,6		Max (52 tyg.)	262,5		

Najważniejszym wydarzeniem w miesiącu było zakończenie z sukcesem wezwania na akcje AmRest, w którym FCapital zakupił 6 394 362 akcji spółki (wezwanie obejmowało 7 274 379 akcji), co stanowi 30,14% akcji spółki. Po zakończonym wezwaniu FCapital posiada około 61,85% spółki. Większościowy właściciel AmRest zobowiązał się do wspierania strategii rozwoju obranej przez spółkę opartej o rozwój organiczny oraz akwizycje w regionie. Istotną informacją dla spółki będą wstępne wyniki sprzedażowe za 3Q'16, które powinny zostać opublikowane w drugiej połowie X'16. Oczekujemy utrzymania pozytywnych trendów na najważniejszych

rynkach oraz dalszej poprawy na rynku rosyjskim. Jednocześnie wskazujemy na fakt, że potencjalnym ryzykiem dla spółki może być konieczność zmiany płaconej stawki VAT z 5% do 8% oraz ryzyko wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę. Ponadto stopniowy wzrost cen żywności może negatywnie wpłynąć na marże osiągane przez spółkę w 2017 roku. Potencjalną szansą na skokowy wzrost wyceny spółki może być ogłoszenie kolejnej akwizycji przez spółkę (zarząd zapowiada przeprowadzenie kolejnych transakcji w średnim terminie). Uwzględniając czynniki ryzyka rekomendujemy redukowanie waleń spółki.

CCC <trzymaj< th=""></trzymaj<>									
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		182,90 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)	7 163,8
marża EBITDA	14,7%	14,0%		14,3%		14,9%		EV (cena bieżąca)	8 212,9
EBIT	243,2	256,7	5,5%	387,5	51,0%	523,1	35,0%	Free float	58,1%
Zysk netto	213,9	245,1	14,6%	269,9	10,1%	366,9	35,9%		
P/E	32,8	28,7		26,5		19,5		Zmiana ceny: 1m	-0,2%
P/CE	26,3	22,5		20,9		15,8		Zmiana ceny: 6m	21,9%
P/BV	7,4	6,3		5,5		4,4		Zmiana ceny: 12m	16,5%
EV/EBITDA	25,1	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

Kurs akcji spółki utrzymywał się na stabilnym poziomie we wrześniu 2016. Ciepła pierwsza połowa września negatywnie wpłynęła na wyniki sprzedażowe spółki w IX'16, co miało odzwierciedlenie we wzroście sprzedaży detalicznej o 14,5% R/R w IX'16 (vs. wzrost własnej powierzchni sprzedażowej o 23%). Dynamika sprzedaży Grupy na poziomie 27,9% R/R we IX'16 została wsparta przez bardzo dobry wynik Eobuwie.pl (utrzymanie trzytygodniowej dynamiki sprzedaży). Jednocześnie chcemy zauważyć, że wypracowanie wysokiej dynamiki w X'16 może być

utrudnione przez efekt znacznie wyższej bazy vs. IX'16 (dynamika sprzedaży wyniosła odpowiednio +11,4% R/R w IX'15 oraz 24,6% w X'15). Miesiące IX oraz X są najważniejsze przy sprzedaży kolekcji jesień-zima spółki, dlatego też brak istotnej poprawy sprzedaży w X'16 może negatywnie wpłynąć na zachowanie kursu spółki. W średnim terminie spółka realizuje ambitny plan rozwoju sieci sprzedażowej, co powinno wspierać wyniki przyszłych okresów. Uważamy, że walory spółki są obecnie odpowiednio wycenione i podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Eurocash		trzymaj									
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		43,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-10-05	
		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)		5 973,6	
marża EBITDA	2,4%	2,3%		2,4%		2,5%		EV (cena bieżąca)		6 362,2	
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	33,0	28,1		23,4		20,2		Zmiana ceny: 1m		-4,9%	
P/CE	19,5	16,4		14,7		13,0		Zmiana ceny: 6m		-20,3%	
P/BV	6,0	5,4		4,9		4,3		Zmiana ceny: 12m		-7,2%	
EV/EBITDA	16,6	13,0		12,2		10,4		Min (52 tyg.)		41,3	
DYield (%)	1,8	1,9		2,3		2,1		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). Pomimo sprzyjającego otoczenia makroekonomicznego sprzedaż porównywalna sklepów Delikatesy Centrum jest niższa niż w sieciach konkurencyjnych. Ponadto, negatywnie na wynik spółki wpływa strata generowana przez nowe przedsięwzięcia rozwijane przez Eurocash (rozliczane jako pozostałe koszty

operacyjne). Warto 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. Wydłużenie procesu analizy przez UOKiK może mieć dwa efekty: i) negatywny – potencjalna strata dla przejmowanego biznesu wynikająca z wydłużenia procesu transakcji; ii) pozytywna – otrzymanie dokładnej analizy rynku pozwalającej na szybsze dokonywanie transakcji w przyszłości (w przypadku pozytywnej opinii transakcji wydanej przez UOKiK). 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 odpowiednio odzwierciedla wartość spółki i rekomendujemy trzymanie waleń Eurocash.

Jeronimo Martins		redukuj							
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		16,01 EUR		Data ostatniej aktualizacji:			2016-10-05
		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)	10 071,8
marża EBITDA	5,8%	5,8%		6,0%		6,0%		EV (cena bieżąca)	10 345,4
EBIT	448,5	486,0	8,4%	548,1	12,8%	635,2	15,9%	Free float	32,3%
Zysk netto	302,4	333,0	10,1%	384,4	15,4%	454,8	18,3%		
P/E	33,3	30,2		26,2		22,1		Zmiana ceny: 1m	8,7%
P/CE	17,2	15,5		14,2		12,7		Zmiana ceny: 6m	10,6%
P/BV	7,2	7,5		6,5		5,5		Zmiana ceny: 12m	25,9%
EV/EBITDA	14,5	13,2		11,8		10,2		Min (52 tyg.)	10,9
DYield (%)	2,1	3,9		1,7		1,9		Max (52 tyg.)	16,0

Według doniesień prasowych Jeronimo Martins może być jednym z podmiotów zainteresowanych przejęciem sieci Profi od funduszu inwestycyjnego Enterprise Investors. Sieć obecnie składa się z 400 placówek, które generują 565 mln EUR sprzedaży. Potencjalne dodatkowe informacje dotyczące transakcji mogą pozytywnie wpłynąć na zachowanie się waleń spółki. Najważniejszym wydarzeniem w X'16 będzie publikacja wyników JMT za 3Q'16. Oczekujemy, że spółka utrzyma wysoką poprawę sprzedaży porównywalnej w sieci Biedronka. Utrzymanie wzrostu wpływa na zaostrzenie konkurencji na rynku, co może odbić się na rentowności sprzedaży spółki.

Jednocześnie wychodząc naprzeciw sytuacji na rynku pracy, sieć Biedronka zapowiedziała drugą w 2016 roku podwyżkę płac dla pracowników, co wpłynie na wzrost kosztów SG&A w średnim terminie. Oczekujemy utrzymania pozytywnych trendów w wynikach sieci Pingo Doce oraz w Recheio. 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. Pomimo pozytywnych trendów, uważamy, że obecna wycena spółki jest zbyt wysoka i zalecamy redukcję waleń Jeronimo Martins.

LPP kupuj								
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca: 5 000 PLN		Cena docelowa: 5 500 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-08-29		
(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	18,9	25,7		35,3		18,5		Zmiana ceny: 1m
P/CE	13,4	15,7		18,0		12,0		Zmiana ceny: 6m
P/BV	5,5	4,8		4,4		3,7		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	11,8	13,3		17,0		10,6		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,9	0,6		1,0		1,5		Max (52 tyg.)

Dane sprzedażowe z ostatnich miesięcy wskazują, że działania LPP mające na celu zwiększenie sprzedaży porównywalnej są skuteczne. We wrześniu sprzedaż spółki wzrosła o 20% R/R do 457 mln PLN (vs. wzrost powierzchni o 12% R/R). Poprawa sprzedaży porównywalnej wskazuje na obiecujące wyniki sprzedażowe kolekcji jesienno-zimowej spółki. Wraz z dobrą dynamiką sprzedaży, szacunkowa marża brutto na sprzedaży spółki została poprawiona o 1p.p. R/R do 59% w IX'16. Wyhamowanie spadków w rentowności sprzedaży powinno zostać utrzymane również w kolejnych miesiącach. Istotnym dla wyniku jest fakt, że spółka generuje najwyższą rentowność w miesiącach IX-XI. Kontynuacja poprawy sprzedaży w

kolejnych miesiącach powinna podtrzymywać pozytywny sentyment do spółki. Zgodnie z zapowiedziami zarządu LPP, pełnego efektu poprawy kolekcji należy oczekiwać wraz z kolekcją wiosna-lato'17 oraz jesień-zima'17. 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). Biorąc pod uwagę powyższe, rekomendujemy kupowanie walorów spółki.

Inne

Work Service		akumuluj									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		11,60 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)	781,4		
marża EBITDA	5,4%	4,9%		5,1%		5,2%		EV (cena bieżąca)	1 076,9		
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	21,6	23,8		16,5		13,6		Zmiana ceny: 1m	-6,5%		
P/CE	19,1	17,6		12,7		10,6		Zmiana ceny: 6m	-2,0%		
P/BV	2,0	2,1		1,8		1,5		Zmiana ceny: 12m	-28,4%		
EV/EBITDA	9,9	10,5		8,9		7,8		Min (52 tyg.)	8,8		
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	16,5		

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:****Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Budimex**

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2016-07-05	2016-08-10	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	174,00	178,40	207,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,15	48260,19	47900,66

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Eurocash

rekomendacja	redukuj	sprzedaj
data wydania	2016-02-02	2016-04-18
kurs z dnia rekomendacji	53,74	55,77
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	48095,43

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące GTC

rekomendacja	trzymaj
data wydania	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	8,25
WIG w dniu rekomendacji	47900,66

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Handlowy

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2016-02-02	2016-03-04	2016-04-06	2016-05-06	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	74,46	84,41	85,85	72,69	78,08
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	46448,27	47790,29	46430,16	47900,66

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące ING BSK

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2016-02-02	2016-03-04	2016-08-03	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	111,00	121,45	134,50	146,90
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	46448,27	47031,70	47900,66

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Jeronimo Martins

rekomendacja	kupuj	trzymaj
data wydania	2016-02-02	2016-04-18
kurs z dnia rekomendacji	13,08 EUR	14,76 EUR
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	48095,43

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące OTP Bank

rekomendacja	akumuluj	trzymaj
data wydania	2016-02-02	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	6155,00 HUF	6900,00 HUF
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	47790,29

disclaimerWyjaśnienia 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:

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, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, 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, Stelmet. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

Niniejszy Przegląd miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez Dom Maklerski mBanku i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 10 Przeglądu miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Przeglądzie miesięcznym znajduje się na stronie 11 niniejszego opracowania.

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

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

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

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

Mateusz Choromański, CFA
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

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