

piątek, 4 listopada 2016 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: listopad 2016

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

O kierunku indeksów w najbliższych tygodniach zdecydują wybory prezydenckie w USA (scenariusz zero-jedynkowy). Momentum makro sprzyja inwestycjom w akcje, nawet jeśli FED podniesie stopy procentowe w grudniu.

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 listopadzie kontynuowany będzie sezon wyników kwartalnych, w którym oczekujemy dalszej poprawy wyników na działalności podstawowej oraz kosztów ryzyka. Jednocześnie początek prac nad ustawą o opodatkowaniu FIZ powinno działać negatywnie na sentyment do Kruka.

Paliwa

Pozytywne zaskoczenie na marżach rafineryjnych we wrześniu i październiku przełożyło się na notowania spółek z sektora. Na horyzoncie jest jednak sporo ryzyk dla rentowności przerobu (zakończenie przestojów, normalizacja popytu, wzrost cen gazu, rekordowy import z Chin), a dodatkowo obserwujemy osłabienie marż w petrochemii (nowe moce, drożejąca nafta). Nadal preferujemy spółki z ekspozycją na segment wydobywczy (zakładamy porozumienie OPEC na najbliższym szczycie), w szczególności PGN.

Energetyka

Sentyment do sektora nieznacznie się poprawił dzięki rosnącym cenom węgla na rynkach światowych. Na razie inwestorzy nie dyskontują jednak podwyżek na polskim rynku, co może stać się źródłem pozytywnego zaskoczenia. Nadal widzimy potencjał wzrostu w akcjach CEZ. Wśród polskich koncernów preferujemy TPE i ENG (mniejsze ryzyko doważenia bilansów przez nowy capex) oraz PAK (wytworzenie na kosztach stałych).

Telekomunikacja, Media, IT

W polskim IT naszymi faworytami są spółki z relatywnie dobrym tempem wyników, mocnym bilansem, ciekawymi rozwiązaniami własnymi i rosnącym udziałem eksportu w sprzedaży. Stawiamy na: Comarch, Ailleron, Atende i Asoco Business Solutions. Zapowiedź przez Ministerstwo Cyfryzacji braku podatku telekomunikacyjnego i dementi aukcji 700 MHz w najbliższych latach powinny wspierać notowania Orange Polska. Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do Agory, która prezentuje atrakcyjne wskaźniki wyceny i restrukturyzuje segment prasowy.

Przemysł

Według naszych szacunków 75% analizowanych spółek poprawi zeszłoroczne rezultaty. Jeśli nasze prognozy się sprawdzą, to 3Q'16 będzie drugim najlepszym kwartałem od początku 2014 roku. Największej dynamiki wzrostu rezultatów naszym zdaniem można oczekiwać w spółkach: Boryszew, Elementar, Ergis, Famur, Forte, Mangata (dawna Zetkama), Uniwheels, Vistal, zaś negatywnych w Kruszwicy.

Budownictwo

Dobrze oceniamy liderów poszczególnych segmentów rynku: Budimex (drogi), Trakcja (kolej), Unibep (bud. mieszkaniowe), Elektrobudowa (energetyka).

Deweloperzy

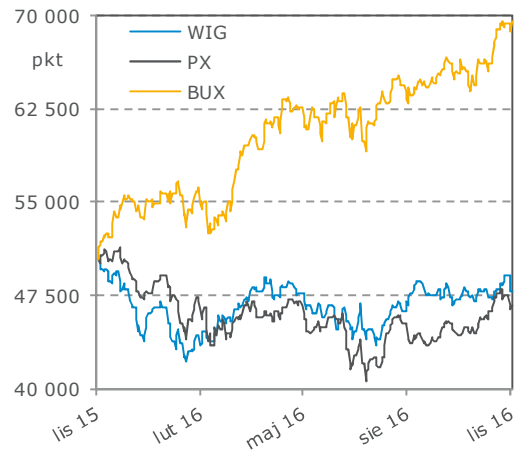
Koniunktura na rynku mieszkaniowym sprzyja spółkom giełdowym z dostępem do kapitału i gruntów. Największy potencjał wzrostu widzimy w LC Corp, Lokum, Vantage, Atalu, Robygu i Dom Development. Niższy potencjał dostrzegamy wśród deweloperów komercyjnych.

Handel

Po słabych wynikach sprzedaży detalicznej za IX'16, widoczne jest przesunięcie popytu na X'16. Słabe wyniki za 3Q'16 powinny opublikować CCC, LPP, Eurocash. Dobrej dynamiki wyników R/R w 3Q'16 oczekujemy w AmRest.

WIG 47 900
Średnie P/E 2016 13,4
Średnie P/E 2017 12,0
Średni dzienny obrót (3M) 735 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zmiany rekomendacji

Spółka	Rekomendacja	Zmiana
EUROCASH	akumuluj	▲
KOMERCNI BANKA	akumuluj	▼
LPP	trzymaj	▼
SYNTHOS	sprzedaj	▼
UNIBEP	akumuluj	▲

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

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

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Makroekonomia	9
3. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	10
4. Statystyki rekomendacji	11
5. Banki	12
5.1. Alior Bank	12
5.2. BZ WBK	12
5.3. Getin Noble Bank	13
5.4. Handlowy	13
5.5. ING BSK	14
5.6. Millennium	14
5.7. Pekao	15
5.8. PKO BP	15
5.9. Komerční Banka	16
5.10. Erste Bank	16
5.11. RBI	17
5.12. OTP Bank	17
6. Ubezpieczyciele	18
6.1. PZU	18
7. Usługi finansowe	19
7.1. Kruk	19
7.2. Prime Car Management	19
7.3. Skarbiec Holding	20
8. Paliwa, chemia	21
8.1. Ciech	21
8.2. Grupa Azoty	21
8.3. Lotos	22
8.4. MOL	22
8.5. PGNiG	23
8.6. PKN Orlen	23
8.7. Polwax	24
8.8. Synthos	24
9. Energetyka	25
9.1. CEZ	25
9.2. Enea	25
9.3. Energa	26
9.4. PGE	26
9.5. Tauron	27
10. Telekomunikacja	28
10.1. Netia	28
10.2. Orange Polska	28
11. Media	29
11.1. Agora	29
11.2. Cyfrowy Polsat	29
11.3. Wirtualna Polska	30
12. IT	31
12.1. Asseco Poland	31
12.2. CD Projekt	31
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

Pomimo dużo lepszych danych makro, zarówno z krajów rozwiniętych (USA, Wielka Brytania, strefa euro), jak również z Chin, główne światowe indeksy zachowywały się słabo (wyjątkiem był Nikkei). Lepsze dane makro powodują wzrost rentowności obligacji i utrzymują wysokie prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych (75-80%) na grudniowym posiedzeniu FED. W ostatnich dniach pojawiły się obawy o wynik wyborów prezydenckich w USA (8 listopada). Wysoka przewaga Clinton uzyskana po kolejnych debatach szybko stopniała wraz z pojawianiem się kolejnych negatywnych informacji m.in. ws. „afery mailowej” płynących z FBI. Wydaje się, że to właśnie wynik nadchodzących wyborów zdecyduje o kierunku indeksów w krótkim okresie. Mieszanka pozytywnego momentu makro i wygrana Clinton (w kontekście wcześniejszych obaw inwestorów i przeceny S&P) byłaby dla rynków silnym pozytywnym sygnałem w krótkim okresie. Taki scenariusz analitycy Evercore ISI nadal utrzymują jako najbardziej prawdopodobny (80%). Następnie zacznie się pozycjonowanie/wyczekiwanie rynków przed decyzją FED (naszym zdaniem, podwyżka z „gołębim” komentarzem byłaby okazją do kupna akcji i początkiem „rajdu św. Mikołaja”). Z kolei, zwycięstwo Trumpa powinno umocnić USD i być negatywnym sygnałem szczególnie dla EM oraz krajów CEE (wzrost zewnętrznego ryzyka politycznego). Czynnikiem, który jest nieprzewidywalny i w istotny sposób będzie wpływał na rynki jest nadal nieklarowna sytuacja w Deutsche Banku.

WIG20 po raz pierwszy od połowy 2015 roku zachowywał się lepiej niż MSCI EM i najważniejsze światowe indeksy. To w głównej mierze zasługa „pokrywania” krótkiej pozycji w sektorze energetycznym, a także silnego zachowania akcji PKN Orlen. Nadal nie ma rozstrzygnięć dotyczących sektora finansowego w kwestii ustawy spreadowej jak również sprzedaży pakietu akcji Pekao.

Poprawa danych makro w Europie i USA

Październikowe odczyty flash PMI w Europie zaskoczyły pozytywnie zarówno (największy miesięczny wzrost od stycznia 2015) w przypadku przemysłu (z 52,6 do 53,3), jak również usług (z 52,2 do 53,5). W przypadku Niemiec wskaźnik dla przemysłu wzrósł do najwyższego poziomu od początku 2014 roku, a silnym pozytywnym sygnałem były również dobre odczyty nowych zamówień. Inwestorzy oczekują na informację z ECB ws. kontynuacji QE. Lepsze dane są argumentem za ograniczeniem skali skupu aktywów po marcu 2017. Na dziś konsensus nie zakłada, żeby miało dojść do całkowitego wycofania się banku centralnego z programu, mógłby to wywołać dopiero silny wzrost inflacji. Polityka ECB nadal będzie silnie ekspansywna.

W 3Q nominalny wzrost PKB w USA w wysokości 4,4% q/q, nadal dobre dane z rynku nieruchomości i rynku pracy oraz poprawa wskaźników wyprzedzających ISM i PMI to czynniki, które w ocenie inwestorów niemal gwarantują podwyżkę stóp procentowych w grudniu. Wyniki amerykańskich spółek zgodnie z oczekiwaniami są lepsze niż obniżony konsensus prognoz. Dynamika wzrostu przychodów firm w 3Q osiągnęła 4% r/r, zrównując się z dynamiką PKB. Na 347 spółek, które już zaraportowały wyniki 75% pobiło konsensus na poziomie EPS (+4,8%), a 56% na poziomie przychodów. Oznacza to istotny wzrost w stosunku do poprzednich odczytów (sprzedaż -6% r/r na początku br.). Pozytywne momentum utrzymuje się również w Chinach, gdzie nominalny wzrost PKB w 3Q osiągnął poziom +7,8% r/r.

WIG20 wreszcie lepszy niż MSCI EM

W poprzednim raporcie miesięcznym pisaliśmy, że wewnętrzne ryzyko polityczne nie powinno już rosnąć, a w związku z tym spółki z WIG20 powinny zmniejszyć relatywną słabość w stosunku do innych rynków wschodzących. Październik faktycznie przyniósł takie dopasowanie, głównie dzięki zamykaniu przez inwestorów niedoważenia w akcjach spółek energetycznych, a także relatywnie silnego zachowania akcji PKN Orlen. Dane makro, które w ostatnich tygodniach nieco rozczarowywały, zeszły na drugi plan. Według naszych makroekonomistów momentum makro nadal może się obniżać, co będzie skutkowało nowymi, niższymi prognozami wzrostu PKB w roku przyszłym – przy czym na tym etapie trudny jest do oszacowania wpływ lepszych danych (właściwie wskaźników wyprzedzających) z gospodarki europejskiej, który z opóźnieniem może wpływać na dane w Polsce.

W kolejnych tygodniach widzimy scenariusz zero-jedynkowy. Podobnie jak w przypadku głównych indeksów światowych, również w przypadku WIG20 kluczowe wydaje się jak zakończą się wybory prezydenckie w USA. Wygrana Trumpa może oznaczać, że inwestorzy zagraniczni będą przykładali wyższe wagi ryzyka do inwestycji w regionie CEE, jako najbardziej zagrożonym agresywną polityką Rosji. Z kolei wygrana Clinton, na fali zewnętrznego odreagowania ostatnich spadków, oznacza podtrzymanie trendu zmniejszania niedoważenia na GPW (pozytywny scenariusz).

Michał Marczak

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

Sektory w listopadzie

Finanse

- Uważamy, że sentyment do polskiego sektora bankowego może być negatywny w listopadzie. Do sejmu trafiły ustawy „frankowe”, których wpływ na sektor waha się od 9 mld PLN do 70 mld PLN. Ponadto ministerstwo finansów oraz KNF mogą przedstawić wyższe wagi ryzyka dla ekspozycji hipotecznych denominowanych w CHF, zaś banki mogą dostać nowe wytyczne odnośnie opłat BFG (w tym opłata na bankructwa banków spółdzielczych).
- W listopadzie oczekujemy dalszych informacji dotyczących zakupu znaczącego pakietu akcji Banku Pekao przez PZU od UniCredit. Uważamy, że zakup 33% udziału w Pekao jest pozytywne dla PZU, które efektywnie zaalokuje swój kapitał nadwyżkowy ale negatywny dla Pekao gdzie pojawią się obawy o przyszłą dywidendę oraz nawis podaży od UCI (7%).
- Kluczowe rekomendacje: Erste Bank (kupuj), Komercni Banka (akumuluj), PZU (kupuj).

Paliwa

- Rynek chwilowo stracił nadzieje na realne efekty zapowiedzianych działań stabilizacyjnych OPEC z uwagi na kolejne wnioski członków kartelu o wyłączenie z cięć produkcji. Finalne decyzje powinny zapaść na szczycie zaplanowanym na 30 listopada, a przypominamy, że ewentualne obniżenie wydobycia o 0,7 mln baryłek/dzień oznaczałoby zbilansowanie rynku już w 1H'17 i deficyt surowca w drugim półroczu przyszłego roku.
- Marże rafinerijne w październiku, podobnie jak we wrześniu, zaskoczyły in plus i utrzymywały się powyżej 7 USD/Bbl. Naszym zdaniem wynikało to z jednej strony ze wzmożonych przestojów remontowych wspierających cracki benzynowe, a z drugiej - wcześniejszego wejścia w sezon średnich destylatów (niższe temperatury). W kontekście kolejnych rekordów w eksporcie diesla z Chin oraz widocznej już normalizacji popytu na benzynę w USA (ropa już nie spada r/r i dynamika konsumpcji benzyny spadła w ujemne terytoria z +3-4% notowanych w poprzednich miesiącach) oczekujemy rychłego spadku rentowności przerobu. Ryzykiem dla takiego scenariusza może być jedynie mocniejszy spadek cen surowca.
- Z kolei rentowność w obszarze petrochemii nadal pozostaje pod presją. Marże spadają zarówno w olefinach jak i polimerach, co jest konsekwencją droższej ropy (rekordowa rentowność w ostatnich 2 latach to efekt braku przełożenia taniego surowca na klientów), ale również uruchomienia nowych mocy wytwórczych w Egipcie i Arabii Saudyjskiej. Przypominamy, że w przyszłym roku czekają nas największe wzrosty podaży na poliolefinach od lat (głównie nowe steam crackery w USA i w Chinach), co na pewno nie zostanie zrównoważone adekwatnym zwiększeniem zapotrzebowania.
- 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. Sentyment do Spółki jest jednak pod presją rosnących cen węgla oraz możliwej korekty cen sody w przyszłym roku. Dodatkowo z ostrożnością podchodzimy do wariantu nabycia aktywów

produkcji środków ochrony roślin w Portugalii i Hiszpanii z uwagi na oczekiwany wzrost zadłużenia netto Grupy oraz obniżenie perspektywy wypłaty dywidendy w przyszłości.

- Najmniej atrakcyjnie pod względem inwestycyjnym przedstawiają się Grupa Azoty (presja na ceny nawozów z uwagi na obfite zbiory i niskie ceny zbóż; duże oczekiwane nakłady inwestycyjne; spadek wyników finansowych w kolejnych kwartałach) 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). Synthos jak dotychczas w 2017 roku już dwukrotnie przedstawiał wyniki kwartalne wyraźnie słabsze od konsensusu.
- W chemii oczekujemy mieszanych wyników 3Q'16: słabych rezultatów w Grupie Azoty (ryzyko dalszego obniżenia konsensusu) oraz porównywalnych r/r w Ciech (wyższa baza porównawcza).
- Kluczowe rekomendacje: Synthos (sprzedaj).

Energetyka

- Ceny węgla w Europie kontynuują trend wzrostowy i obecnie oscylują już wokół 75 USD/t (kontrakt roczny), co bezpośrednio przekłada się na notowania energii, która na giełdzie w Niemczech jest handlowana po 34 EUR/MWh. Dodatkowo obserwujemy też odbicie od dna na rynku uprawnień emisyjnych.
- W Polsce kontrakt roczny nadal oscyluje wokół 160 PLN/MWh, ale pod koniec roku spodziewamy się wzrostu notowań za sprawą kontraktacji dostaw węgla. Ceny spotowe ARA są już 4 PLN/GJ wyższe od polskich, co przy koszcie transportu rzędu 3 PLN/GJ implikuje okienko arbitrażowe. Wydaje się, że podwyżki cen na lokalnym rynku są odwołane z uwagi na prowadzoną restrukturyzację kopalń.
- Prawdopodobnie do końca roku zostanie przedstawiony projekt ustawy o rynku mocy, ale nie oczekujemy już większych niespodzianek w stosunku do zaprezentowanych pod koniec września założeń systemowych. Ministerstwo może jednak podać jakieś konkrety, jeśli chodzi o budżet tego mechanizmu. Być może w najbliższych miesiącach podjęte zostaną decyzje w sprawie zaangażowania kapitałowego PFR i Zarządcy Rozliczeń w realizowane obecnie projekty inwestycyjne (liczymy przede wszystkim na rozwinięcie udziału Energi i Tauronu w ich sztabowych przedsięwzięciach w Ostrołęce i Jaworznie).
- Kluczowe rekomendacje: Tauron (kupuj), Energa (kupuj), CEZ (akumuluj).

Telekomunikacja, Media, IT

- Dwa główne ryzyka, która naszym zdaniem wzbudzały negatywny sentyment do sektora w ciągu ostatnich miesięcy to: (1) ryzyko nałożenia podatku na spółki telekomunikacyjne na wzór węgierski, tj. od zużycia minut przez klientów oraz od infrastruktury oraz (2) ryzyko kolejnego dużego CAPEXu na częstotliwości 700 MHz, w kontekście super drogiej aukcji 800 MHz. W wywiadzie dla PAP z 2 listopada br. Anna Streżyńska. Minister Cyfryzacji przyznała, że nie ma obecnie pomysłu wprowadzenia podatku od telekomów. Taki plan był rozpatrywany przed wyborami, jako plusy wskazywano wpływy do budżetu. Jednak minusy opodatkowania miały znaczenie dla całego rynku, a w pierwszym rzędzie dla klientów. Dlatego podjęto decyzję o braku specjalnego podatku. Z kolei częstotliwości z zakresu 700 MHz będą najprawdopodobniej rozdysponowane w 2022 r., chyba że operatorzy wcześniej zgłoszą chęć ich zakupu.

- 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 nisko zurbanizowanych, 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 niezadawalającego stanu infrastruktury, na co od lat zwraca Polsce uwagę Komisja Europejska. Cichy wskazał na inwestycje infrastrukturalne i na zamiar wypełnienia zadań nałożonych przez Narodowy Plan Szerokopasmowy. Cichy chce zmienić nieefektywne wykorzystanie i niewystarczającą optymalizację istniejących sieci. Cichy zapowiedział też, że za jego kadencji UKE zajmie się rozdysponowaniem pasma 700 MHz. W sferze regulacji prezes UKE powinien zajmować się deregulowaniem schyłkowych rynków i odchodzić od analiz ex-ante. Cichy nie zamierza zrywać z polityką samoregulacji, zasadzającą się na wypracowywaniu konsensusu przedsiębiorców. Do praktyki teleregulatora wrócą merytoryczne porozumienia, takie jak to z 2009 r. Chce także wdrożyć model kształtowania stawek FTR.
- W takim otoczeniu pod względem atrakcyjności inwestycyjnej preferujemy Orange Polska. 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.
- Ministerstwo Cyfryzacji nie przewiduje wielkich projektów IT, które mogłyby wykonać jedynie kilka dużych firm IT. Chce dać szansę mniejszym firmom. Pieniądze na informatyzację mają być wydawane rozważnie. Minister poinformowała, że obecnie każdy projekt przed akceptacją jest bardzo dokładnie analizowany. Minister stwierdziła, że w poprzedniej unijnej perspektywie budżetowej z lat 2007-13 projekty były wielokrotnie przeszacowane, a efekty ich realizacji są „żałosne”. Dofinansowanie w postaci 4 mld PLN zostało „przepalone”. Plany Ministerstwa Cyfryzacji interpretujemy negatywnie dla dużych firm, tj. dla Asseco Poland, Comarchu i Sygnity, które do tej pory realizowały duże kontrakty, przy czym Comarch jest uwrażliwiony na sektor publiczny nieznacznie (<10% w przychodach), w przeciwieństwie do matki Asseco Poland i Sygnity. Rentowność projektów IT będzie mniejsza, a ich wygranie trudniejsze.
- Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do spółki Ailleron, jednak jej notowania w ostatnich tygodniach uległy istotnemu wzrostowi. Bardzo ciekawie prezentuje się też Atende. Grupa stawia w najbliższym czasie na rozwój usług abonamentowych. Pomimo planów przejęć Atende chce pozostać spółką dywidendową. Poziom dywidendy ma być równy bądź wyższy niż rok wcześniej. Jako plan minimum na 2016 r. Atende stawia sobie powtórzenie wyniku netto z 2015 r., co powinno być dobrze odbierane przez rynek patrząc na problemy polskiego rynku IT. W sektorze IT podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do Asseco Business Solutions i do Comarchu.

Metale i górnictwo

- Ceny miedzi oscylują na poziomie 4 800 USD/t, pozostając relatywnie słabym surowcem (-12% YTD) – pomimo lepszych danych makro w Chinach. W przyszłym roku ICSG spodziewa się niewielkiej (163 tys. ton) nadwyżki podaży metalu. Zapasy miedzi spadają (-37,8 tys. ton w październiku), co pokrywa się ze wzorcem sezonowym popytu.
- Wzrost cen węgla energetycznego na rynkach światowych (szczególnie na rynku azjatyckim) przybrał formę „paniki zakupów” przed zimowym sezonem grzewczym (Newcastle +59% w październiku), na co wpływ ma deficyt postronnie podaży przy niskich zapasach. Od września ceny na rynku krajowym również zaczęły rosnąć.

Przemysł

- Oczekujemy dobrych wyników finansowych spółek przemysłowych w 3Q'16. Według naszych szacunków 75% analizowanych spółek poprawi zeszłoroczne rezultaty (jeden z najlepszych kwartałów od początku 2014 roku). Największej dynamiki wzrostu naszym zdaniem można oczekiwać w spółkach: Boryszew, Elemental, Ergis, Famur, Forte, Mangata (dawniej Zetkama), Uniwheels, Vistal, zaś ujemnej w Kruszwicy.
- Podtrzymujemy nasze przeważenia dla: Elemental Holding (spółka notowana z 15-18% dyskontem na wskaźnikach P/E'16-17 do spółek porównywalnych; wzrost wyników r/r w 2016 roku mimo braku istotnej akwizycji), Ergis (pozytywna dynamika rezultatów w 2H'16 oraz około 15-35% dyskonto do innych spółek przemysłowych na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA na lata 2016-2017), Grupa Pfeiderer (oczekujemy w nieodległej przyszłości kroków Zarządu w celu zmniejszenia kosztów finansowania Grupy, Pfeiderer jest obecnie notowany z około 40% dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźniku EV/EBITDA na lata 2016-17), Tarczyński (spółka notowana z około 15-44% 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 9M'16; backlog na koniec 1H'16 +24% r/r) oraz Uniwheels (oczekujemy wzrostu wyników finansowych w kolejnych 6 kwartałach w związku z uruchomieniem produkcji nowego zakładu; jeden z wyższych DYield wśród spółek z zaplecza Automotive).
- Podtrzymujemy niedowężenie dla 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 (Spółka notowana na wysokich wskaźnikach po rewizji w dół całorocznej prognozy rezultatów) oraz Kruszwicy (z uwagi na deficyt rzepaku na rynku krajowym oraz prawdopodobne utrzymanie niskich rezultatów w 2H'16).
- Kluczowe rekomendacje: Elemental (kupuj), Uniwheels (akumuluj), Vistal (kupuj).

Budownictwo

- W październiku nastąpiło przełamanie w przetargach kolejowych. Mamy wiedzę na temat 7 dużych otwarć ofert w ostatnich miesiącach o łącznej wartości 2,5 mld PLN (wartość najkorzystniejszych ofert), z czego około 1,5 mld PLN (59%) powinno trafić do spółek notowanych na GPW (młn PLN: MSW - 479, ZUE - 457, Torpol - 247, Trakcja - 221, Budimex - 53).

- Sukcesy w przetargach kolejowych przełożą się na wyniki 2017-2019 (3 otwarcia w konwencji „Buduj”, 4 - „Projektuj i Buduj”). Wyniki za 3Q'16 okazały się natomiast niższe od naszych oczekiwań w Torpolu i zdecydowanie niższe od oczekiwań w ZUE. Trakcja jest według nas najbardziej atrakcyjną spółką w tym obszarze rynku.
- Budimex jest na dobrej drodze, by przekroczyć nasze prognozy ZN'16 o 5-10%. Jednocześnie, po wywiadzie z prezesem Blocherem, z optymizmem patrzymy na nasze prognozy na 2017 r. (366 mln PLN).
- Podnosimy rekomendację na Unibep (akumuluj) po spadku kursu w minionym miesiącu. Silna pozycja na rynku budownictwa mieszkaniowego w Warszawie czyni tę spółkę atrakcyjną opcją inwestycyjną.
- Największy potencjał wzrostu kursu widzimy w Elektrobudowie, który nie może być uwolniony ze względu na specyficzne ryzyka na kilku kontraktach.
- Kluczowe rekomendacje: Elektrobudowa (kupuj), Erbud (kupuj), Budimex (akumuluj), Unibep (akumuluj).

Deweloperzy

- 14 czołowych deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW zwiększyło sprzedaż w 3Q'16 o 8% r/r oraz 5% q/q. W tym samym okresie sprzedaż na 6 największych rynkach wzrosła o 7% r/r i spadła o 7% q/q. Udział spółek giełdowych w rynku wzrósł szacunkowo o 4 p.p. do około 33%.
- Oferta mieszkań na największych rynkach pozostała w 3Q'16 niezmienną r/r i q/q. Ceny mieszkań utrzymały lekki trend wzrostowy. W najbliższych kwartałach spodziewamy się stabilizacji obserwowanych trendów.
- Przy średnim P/E'17=7,7x oraz P/E'18=6,2x sektor oferuje wiele atrakcyjnie wycenionych spółek, w większości o wysokiej zdolności dywidendowej (DYield'17=5,9%, DYield'18=6,9%).
- Analiza P/B-ROE wskazuje, że relatywnie najtańszymi spółkami są LC Corp, Lokum, Vantage i Atal (zgodnie z kolejnością). Potencjał wzrostu widzimy ponadto w Robygu i Dom Development (zgodnie z kolejnością).
- Sprzedaż Q22 przy yieldzie 5,35% oraz wcześniejsza sprzedaż przez Echo 7 biurów w miastach regionalnych za cenę 2360 EUR/m² świadczy o dobrej kondycji rynku biurowego pomimo wysokiej podaży nowych inwestycji. Uważamy, że nowe przedsięwzięcia deweloperskie na rynku biurowym wciąż oferują atrakcyjne marże.
- Po wzroście kursu o ponad 25% m/m Echo przestało być relatywnie bardziej atrakcyjne od GTC. Jesteśmy lekko rozczarowani konferencją BBI Development (katalizatory do wzrostu kursu mogą pojawić się później niż zakładaliśmy). Wśród deweloperów komercyjnych relatywnie najbardziej atrakcyjne wydają się Capital Park oraz P.A Nova obie notowane na 0,7xNAV.
- Kluczowe rekomendacje: Robyg (kupuj), Dom Development (kupuj).

Handel

- 17 września Komisja Europejska wszczęła postępowanie dotyczące zasadności podatku handlowego wprowadzonego od 1 września w Polsce. Polskie władze zdecydowały się wstrzymać pobieranie nowej daniny do końca 2017 roku. Prowadzone są prace nad nową formułą podatku handlowego opartego o liniową stawkę w zakresie 1,2-1,5%. Nowy podatek nie zawierałby kwoty wolnej od podatku, jednak byłby pomniejszany o zapłacony CIT.
- 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.
- Po relatywnie słabym sprzedaży IX'16, gdzie istotny wpływ miały niesprzyjające warunki pogodowe, następuje przesunięcie części popytu na X'16. Jednocześnie w pozytywny wpływ na sprzedaż miał efekt kalendarzowy (pięć weekendów sprzedażowych) oraz sprzyjające warunki pogodowe.
- AmRest opublikuje wyniki kwartalne za 3Q'16 dnia 7 listopada 2016. Zakładamy, że zostanie utrzymana dynamika EBITDA na poziomie powyżej 20% R/R. Zwracamy jednak uwagę na potencjalne obniżenie rentowności EBITDA (wpływ podwyższonych kosztów osobowych oraz konsolidacji biznesu niemieckiego). 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 ostatni spadek wyceny spółki, rekomendujemy akumulowanie wyceny Eurocash.
- Nieznaczne odbicie marży brutto na sprzedaży w LPP w IX'16, zostało utrzymane w X'16. Jednocześnie oczekujemy pozytywnej kontrybucji do wyniku sklepów działających w Rosji (wysoki wzrost sprzedaży/mkw. w RUB R/R oraz wyhamowanie spadku RUBPLN R/R). Wysokie dynamiki sprzedaży w IX'16 oraz X'16 implikują dobry odbiór kolekcji jesień-zima'16 przez klientów spółki. Biorąc pod uwagę około 42% wzrost wartości spółki od końca IX'16, rekomendujemy trzymanie wyceny LPP.

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła we wrześniu w ujęciu rocznym o 3,2% po 7,5% wzroście zanotowanym w sierpniu. We wrześniu roczna różnica w liczbie dni roboczych wynosiła zero, podczas gdy w sierpniu było to plus 1. Po odsezonowaniu produkcja przemysłowa wzrosła o 3,3% r/r i spadła o 0,2% m/m (po 2,1% m/m w sierpniu). We wrześniu wzrosty zanotowano w 26 z 34 sekcji, a wśród wzrostowych dominowały sekcje eksportowe. Spadki zanotowano tradycyjnie już w wytwarzaniu energii, ale również w przemyśle chemicznym i petrochemicznym. Relatywnie niska dynamika produkcji to, w szerszym ujęciu, efekt niższych dynamik handlu zagranicznego w Niemczech (tam trend spadkowy jest ewidentny od kilku kwartałów), ale i rozłania się negatywnych efektów spowolnienia w inwestycjach w Polsce. Odbicie w konsumpcji spowodowane 500plus w dużej mierze napędza import, nie przekładając się do tego stopnia na pobudzenie lokalnej produkcji. Momentum produkcji przemysłowej jest obecnie ledwo dodatnie i sugerujące dynamiki PKB poniżej 3% r/r. Co do perspektyw na najbliższe trzy miesiące, to końcówka 2015 roku była okresem wysokiej, wynoszącej po 1-1,5 p.proc. w każdym miesiącu, bazy na produkcji przemysłowej (po części był to efekt zwiększającej produkcji taboru kolejowego). Należy więc w IV kwartale oczekiwać dynamik tego agregatu zbliżonych do zera (a nawet ujemnych).

Produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu rocznym o 15,3%, nieco mniej niż wskazywały prognozy (ok. -19% r/r). Jest to jednocześnie pierwsza tej skali pozytywna niespodzianka z sektora i pierwszy istotny wzrost produkcji w ujęciu miesięcznym (+3,3% po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych) od prawie roku. Nie powinno to jednak przesłaniać szerszej perspektywy: budownictwo po ostatniej serii spadków produkcji cofnęło się (w ujęciu indeksowym) do 2007 roku. Co więcej, dostępne informacje na temat sytuacji w poszczególnych sektorach (zmiany legislacyjne, brak projektów samorządowych i kolejowych, odwrócenie cyklu deweloperskiego), wskazują że nie ma w najbliższych miesiącach szans na istotne przyspieszenie. Dwucyfrowe spadki w budownictwie będą towarzyszyć nam do końca roku, a nawet dłużej.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna tym razem rozczarowała, rosnąc w ujęciu rocznym o 4,8% (realnie o 6,3%). Konsensus wskazywał na utrzymanie dynamiki z poprzedniego miesiąca, my zaś obstawialiśmy nawet przyspieszenie. Struktura sprzedaży jest tylko częściowo zgodna z oczekiwaniami: za sprawą silnego efektu ceno-bazowego przyspieszyła sprzedaż paliw (z -4,5% do +3% r/r); do spadków dynamiki rocznej przyczyniła się wysoka baza w sprzedaży samochodów (z 15,9 do 3,3% r/r) i w kategorii pozostałe (z -0,3% do -8,4% r/r). Za rozczarowujące należy uznać za to zachowanie sprzedaży dóbr trwałych i półtrwałych (meble, RTV i AGD, odzież i obuwie, prasa i książki), w przypadku których oczekiwaliśmy utrzymania pozytywnych trendów. W konsekwencji, sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów, paliw i żywności spowolniła z 7,4% do 4,9%. Taki obrót wydarzeń wskazuje, że wystrzał sprzedaży detalicznej w poprzednim miesiącu nie był zjawiskiem w pełni trwałym. Efekt 500+ w danych detalicznych jest realny i nie można zaprzeczyć istnienia trendu wzrostowego. Tym niemniej, jest to trend łagodny (nasza prognoza opierała się na bardziej optymistycznych założeniach co do krańcowej skłonności do konsumpcji), co implikuje również umiarkowane przyspieszenie konsumpcji prywatnej w III kwartale.

Inflacja

Zgodnie z finalnymi danymi, we wrześniu roczny wskaźnik inflacji wyniósł -0,5% r/r, tym samym potwierdzony został odczyt flash – przypomnijmy – zaskakująco niski. Struktura odczytu jest za to pełna niespodzianek. Ceny paliw zachowały się zgodnie z naszymi przewidywaniami (+3,4% m/m), co przy bazie statystycznej w pełni przyczyniło się do wzrostu inflacji; ceny żywności okazały się niższe od naszych prognoz (-0,2% wobec 0,3% m/m). Kategorie bazowe to, obok czysto sezonowych wzrostów (odzież, obuwie, hotele i restauracje, zdrowie), silne spadki w kategoriach transport oraz rekreacja i kultura. Pierwsze z nich to zasługa niższych cen usług transportowych, drugie – dalszego wprowadzania darmowego podręcznika, tym razem dla kolejnych klas szkół podstawowych i gimnazjów. Według naszych obliczeń inflacja bazowa wyniosła (trzeci miesiąc z rzędu i piąty raz w tym roku) -0,4% r/r. W świetle wrześniowych danych nie sposób mówić o jakiegokolwiek presji inflacyjnej. Spodziewany w kolejnych miesiącach wzrost inflacji (do ok. 1% na początku przyszłego roku) to jedynie efekt bazy statystycznej. Perspektywy przyspieszenia procesów cenowych są jednak bardzo wątpliwe; warto przy tym zauważyć, że wpływ słabego złotego bardzo szybko wygasa i widać to zarówno w PMI, jak i w danych PPI. 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.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło we wrześniu o 3,2% w ujęciu rocznym, wyżej niż wynosił konsensus rynkowy oraz nasza prognoza (3,1% i 3,0%, odpowiednio). Oznacza to powrót do wyższej rocznej dynamiki, po lekkim spowolnieniu w sierpniu. W ujęciu miesięcznym przybyło 10 tys. miejsc pracy, najwięcej od 2010 roku. O szczegółach tego odczytu możemy jedynie domniemywać. Samo utrzymanie silnych trendów w części sekcji (produkcja metali, wyrobów z gumy) nie wystarcza do otrzymania takiego wzrostu. Brakujące 5 tysięcy miejsc pracy może wynikać z odbicia po takim samym spadku w sierpniu w kategorii informacja i telekomunikacja (sierpniowy odczyt nie został jednak zrewidowany – być może przedsiębiorstwo „wypadło” na jeden miesiąc i „wpadło” do próby). Ostatnie wahania rocznych dynamik zatrudnienia powinny być związane z cyklem zamówień, zjawisko to jeszcze nie zostało przez nas dokładnie zbadane. W szerszym ujęciu odczyt ten potwierdza znakomitą sytuację na rynku pracy w roku 2016. Należy również pamiętać, że dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw są podbijane przez przepływ pracowników z umów cywilnoprawnych na umowy o pracę – NBP szacuje zasób dotknięty tym ryzykiem na ok. 300 tys. miejsc pracy. Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło we wrześniu o 3,9% r/r po 4,7% r/r wzroście zanotowanym w sierpniu. Jak co miesiąc, na szczegóły odczytu będziemy musieli poczekać aż do publikacji Biuletynu Statystycznego. Po skorygowaniu o liczbę dni roboczych i efekt bazy w przetwórstwie przemysłowym dynamika płac jest zbliżona do tej z poprzedniego miesiąca. Nie obserwujemy jakiegoś wyraźnego przyspieszenia dynamiki płac, którą zwiastuje większość badań ankietowych (choćby tych przygotowanych przez NBP). Niewykluczone, że za (ciągle) umiarkowane względem dynamiki zatrudnienia przyrosty płac odpowiada napływ na polski rynek pracy pracowników z Ukrainy (jest ich już około 1,2 mln). Taka hipoteza tłumaczyłaby również stabilne ceny w sektorze usług i brak wpływu na presję płacową ze strony osób porzucających pracę po otrzymaniu świadczeń z tytułu 500+.

Rachunek obrotów bieżących

Rachunek bieżący w sierpniu zamknął się deficytem w wysokości 1047mln EUR (poprzedni miesiąc 635mln EUR). To już drugi miesiąc solidnego wzrostu deficytu wynikający w głównej mierze z pogorszenia się salda handlowego (lipiec) oraz salda handlowego i salda usług (sierpień). O ile pogorszenie salda usług jest fenomenem sezonowym, o tyle saldo handlowe pogarsza się przez słabą dynamikę eksportu (płasko w kategoriach odsezonowanych) oraz silne przyspieszenie importu, które ewidentnie można połączyć z programem 500+. Rosnąca sprzedaż detaliczna i import sugerują wysoką dynamikę konsumpcji w III kwartale, która skokowo dostosuje się do wyższego poziomu wydatków gospodarstw domowych. Tempo wzrostu konsumpcji nawet w okolicach 4,5% nie powinno być zaskoczeniem. Niemniej mało spektakularna dynamika produkcji przemysłowej współwystępująca z wysokim importem sugerują także, że duża część „garbu” na dynamice konsumpcji zostanie zaimportowana, a więc wpłynie na produkt krajowy brutto (od strony wartości dodanej) jedynie kanałem marż hurtowników i detalistów. To oznacza natomiast, że spora część wartości dodanej pozostanie za granicą i nie zasili produktu krajowego brutto. Od strony wydatków, wysoka konsumpcja zostanie zniwelowana dużo niższym (być może nawet już teraz ujemnym) wkładem eksportu netto. W krótkim terminie stawiamy na dynamikę PKB poniżej 3% i – co ciekawe – spowolnienie to będzie łączyło się z pogorszeniem, a nie poprawą rachunku bieżącego, tak jak zwykle w Polsce cykl koniunkturalny zwykł przebiegać. Nie wierzymy przy tym, że procesy te równoważyć będzie wysoki eksport, gdyż ten – biorąc pod uwagę wsparcie ze strony bardzo słabego złotego w kategoriach realnych – pozostaje słaby i nie „pędzi”, tak jak chciałaby RPP.

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	44,60	+70,2%	13,5	126,7		
BZ WBK	trzymaj	2016-08-03	301,25	305,10	307,50	-0,8%	14,0	13,8		
GETIN NOBLE BANK	kupuj	2016-02-02	1,38	2,89	1,26	+129,4%	32,1	17,6		
HANDLOWY	trzymaj	2016-10-05	78,08	75,32	75,20	+0,2%	15,8	16,4		
ING BSK	sprzedaj	2016-10-05	146,90	119,38	148,20	-19,4%	20,2	18,4		
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	117,00	+8,9%	14,9	14,5		
PKO BP	kupuj	2016-02-02	24,84	31,62	26,62	+18,8%	11,6	10,8		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2016-11-04	891,50	980 CZK	891,50	+9,9%	13,1	14,3		
ERSTE BANK	kupuj	2016-02-02	26,17	32,34 EUR	28,15	+14,9%	10,5	9,4		
RBI	kupuj	2016-02-02	11,32	17,14 EUR	14,98	+14,4%	16,2	5,4		
OTP BANK	redukuje	2016-10-05	7498	6487 HUF	7871	-17,6%	12,1	9,9		
Ubezpieczyciele										
PZU	kupuj	2016-02-02	32,33	42,44	27,25	+55,7%	10,0	8,3		
Usługi finansowe										
KRUK	trzymaj	2016-08-03	219,10	211,44	200,95	+5,2%	14,7	12,6		
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	34,00	+24,1%	8,9	7,8		
Paliwa, Chemia										
CIECH	trzymaj	2016-02-02	80,00	74,35	61,30	+21,3%	7,3	8,8	5,1	5,3
GRUPA AZOTY	trzymaj	2016-08-30	64,79	65,50	57,53	+13,9%	11,2	14,3	5,7	6,7
LOTOS	trzymaj	2016-04-19	28,09	26,50	33,64	-21,2%	11,2	10,3	6,0	6,0
MOL	trzymaj	2016-04-19	16420	16593 HUF	18310	-9,4%	16,5	11,7	5,1	4,3
PGNIG	akumuluj	2016-07-27	5,50	6,06	4,91	+23,4%	13,4	12,0	5,2	4,7
PKN ORLEN	redukuje	2016-04-19	71,18	59,00	75,95	-22,3%	8,6	9,9	5,3	6,0
POLWAX	kupuj	2016-02-02	15,70	23,24	16,82	+38,2%	7,1	7,0	5,7	5,4
SYNTHOS	sprzedaj	2016-11-04	4,57	3,39	4,57	-25,8%	20,0	16,1	11,6	10,2
Energetyka										
CEZ	akumuluj	2016-10-04	436,0	496,8 CZK	460,0	+8,0%	13,1	15,5	6,6	7,0
ENEA	trzymaj	2016-10-04	8,45	8,81	10,24	-14,0%	5,8	6,6	4,5	4,6
ENERGA	kupuj	2016-10-04	7,40	9,20	7,83	+17,5%	268,3	6,4	4,2	4,1
PGE	trzymaj	2016-10-04	10,18	10,63	10,40	+2,2%	10,9	8,6	4,2	4,9
TAURON	kupuj	2016-10-04	2,55	3,03	2,61	+16,1%	8,5	4,6	4,2	4,5
Telekomunikacja										
NETIA	akumuluj	2016-06-08	5,05	5,30	4,56	+16,2%	-	-	4,3	4,9
ORANGE POLSKA	kupuj	2016-02-02	6,43	8,05	5,41	+48,8%	28,6	24,3	4,0	4,2
Media										
AGORA	kupuj	2016-10-05	10,65	12,60	10,75	+17,2%	-	-	6,8	6,5
CYFROWY POLSAT	redukuje	2016-09-13	24,25	21,80	23,00	-5,2%	16,1	14,1	7,3	7,0
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2016-06-02	46,00	50,00	53,00	-5,7%	19,2	16,9	13,2	11,7
IT										
ASSECO POLAND	trzymaj	2016-09-26	57,25	60,60	50,60	+19,8%	13,4	12,4	6,7	6,3
CD PROJEKT	sprzedaj	2016-08-03	34,00	26,50	39,75	-33,3%	33,6	52,3	23,8	37,6
COMARCH	kupuj	2016-08-16	166,00	200,00	159,60	+25,3%	19,9	15,0	7,9	6,9
SYGNITY	zawieszona	2013-02-05	16,80	-	6,19	-	-	-	-	-
Górnictwo i Metale										
KGHM	redukuje	2016-08-03	78,20	61,50	69,48	-11,5%	20,2	11,3	5,5	5,1
LW BOGDANKA	sprzedaj	2016-08-03	52,00	33,00	70,03	-52,9%	10,8	13,4	4,1	4,6
Przemysł										
ELEMENTAL	kupuj	2016-06-13	3,50	4,60	3,67	+25,3%	12,8	10,5	10,5	8,2
FAMUR	trzymaj	2016-04-06	2,57	2,20	4,30	-48,8%	42,6	24,6	9,8	8,6
KERNEL	trzymaj	2016-03-07	54,90	55,00	61,27	-10,2%	5,8	6,0	4,4	4,3
KĘTY	trzymaj	2016-07-01	318,90	291,10	380,00	-23,4%	14,3	17,3	10,6	10,1
UNIWHEELS	akumuluj	2016-10-19	205,00	224,20	197,50	+13,5%	12,3	9,6	9,0	7,3
VISTAL	kupuj	2016-02-02	8,00	15,40	9,95	+54,8%	7,6	6,5	7,3	6,9
Budownictwo										
BUDIMEX	akumuluj	2016-10-05	207,00	225,60	195,10	+15,6%	15,6	13,6	6,4	5,9
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2015-12-03	141,00	166,50	98,00	+69,9%	8,4	8,2	4,8	4,3
ERBUD	kupuj	2016-02-03	25,95	36,00	28,00	+28,6%	10,0	9,1	4,9	4,6
UNIBEP	akumuluj	2016-11-04	10,85	12,10	10,85	+11,5%	11,4	9,2	7,1	5,9
Developerzy										
CAPITAL PARK	trzymaj	2016-04-06	6,55	6,50	6,45	+0,8%	49,2	16,1	31,1	20,2
DOM DEVELOPMENT	kupuj	2016-05-30	54,40	69,50	58,15	+19,5%	11,4	9,6	9,3	7,7
ECHO	trzymaj	2016-04-06	6,52	2,73	5,24	-47,9%	9,7	9,0	15,5	13,0
GTC	trzymaj	2016-10-05	8,25	8,20	8,02	+2,2%	11,0	4,9	13,7	7,5
ROBYG	kupuj	2016-10-28	2,93	3,89	2,90	+34,1%	8,1	8,4	10,2	9,8
Handel										
AMREST	redukuje	2016-09-16	252,00	236,00	245,00	-3,7%	29,7	25,4	12,0	9,8
CCC	trzymaj	2016-08-03	184,00	181,00	191,10	-5,3%	27,7	20,4	18,5	14,1
EUROCASH	akumuluj	2016-11-04	37,40	42,70	37,40	+14,2%	20,4	17,6	10,7	9,1
JERONIMO MARTINS	redukuje	2016-10-05	16,01	14,9 EUR	15,73	-5,2%	25,7	21,8	11,6	10,0
LPP	trzymaj	2016-11-04	5615	5500	5615	-2,0%	39,6	20,8	18,9	11,9
Inne										
WORK SERVICE	akumuluj	2016-02-02	11,96	13,70	10,84	+26,4%	15,4	12,7	8,5	7,4

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AGORA	kupuj	akumuluj	12,60	2016-10-05
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
ROBYG	kupuj	kupuj	3,89	2016-10-28
UNIWHEELS	akumuluj	kupuj	224,20	2016-10-19

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
EUROCASH	akumuluj	trzymaj	42,70	2016-11-04
KOMERCNI BANKA	akumuluj	kupuj	980,00 CZK	2016-11-04
LPP	trzymaj	kupuj	5500,00	2016-11-04
SYNTHOS	sprzedaj	trzymaj	3,39	2016-11-04
UNIBEP	akumuluj	trzymaj	12,10	2016-11-04

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	4	6,7%	1	5,0%
redukuj	6	10,0%	1	5,0%
trzymaj	19	31,7%	5	25,0%
akumuluj	10	16,7%	3	15,0%
kupuj	21	35,0%	10	50,0%

Banki

Alior Bank										kupuj		
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		44,60 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)		5 765,1		
WNDB	1 892,9	2 196,2	16,0%	2 447,5	11,4%	3 781,8	54,5%	Free float		74,8%		
Wynik operacyjny*	947,7	1 058,1	11,6%	1 329,1	25,6%	1 281,9	-3,6%					
Zysk brutto	401,1	386,0	-3,8%	561,7	45,5%	313,9	-44,1%					
Zysk netto	322,7	309,6	-4,1%	334,1	7,9%	45,5	-86,4%					
ROE	12,4%	9,5%		7,0%		0,7%		Zmiana ceny: 1m		-7,4%		
P/E	9,7	10,5		17,3		126,7		Zmiana ceny: 6m		-21,3%		
P/BV	1,0	0,9		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m		-31,2%		
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)		44,1		
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		64,9		

*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 1H'17.

BZ WBK										trzymaj	
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		307,50 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)		30 420,7	
WNDB	6 579,0	7 540,1	14,6%	7 396,2	-1,9%	7 669,1	3,7%	Free float		30,0%	
Wynik operacyjny*	3 475,2	3 961,3	14,0%	4 046,7	2,2%	4 251,5	5,1%				
Zysk brutto	2 640,0	3 178,3	20,4%	3 388,8	6,6%	3 504,8	3,4%				
Zysk netto	1 914,7	2 327,3	21,5%	2 170,7	-6,7%	2 205,3	1,6%				
ROE	12,6%	13,0%		11,2%		10,9%		Zmiana ceny: 1m		-3,3%	
P/E	15,0	13,1		14,0		13,8		Zmiana ceny: 6m		15,2%	
P/BV	1,7	1,6		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m		2,0%	
DPS	10,7	0,0		22,6		11,6		Min (52 tyg.)		232,5	
DYield (%)	3,5	0,0		7,4		3,8		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:		1,26 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2016-02-02
		Cena docelowa:		2,89 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)	3 675,2
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	-4,5%
P/E	9,3	75,6		32,1		17,6		Zmiana ceny: 6m	-14,3%
P/BV	0,7	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-46,2%
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.)	2,3

*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: 75,20 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)	9 825,6
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	-3,7%
P/E	10,4	15,7		15,8		16,4		Zmiana ceny: 6m	1,6%
P/BV	1,3	1,4		1,4		1,4		Zmiana ceny: 12m	-6,6%
DPS	7,2	7,4		4,7		4,8		Min (52 tyg.)	61,5
DYield (%)	9,5	9,9		6,2		6,3		Max (52 tyg.)	90,5

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Banku Handlowego. Uważamy, że potencjał do poprawy konsensusu na chwilę obecną się wyczerpał. Niemniej jednak zarząd oczekuje, że duża zmienność na rynku kapitałowym w 3Q'16 może pozytywnie wpłynąć na wynik handlowy co może sugerować, że potencjał dla wzrostu konsensusu na nowo się pojawi. Na 2016 P/E Bank Handlowy notowany z 8% 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: 148,20 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)	19 280,8
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	0,9%
P/E	18,5	17,1		20,2		18,4		Zmiana ceny: 6m	23,0%
P/BV	1,8	1,8		1,7		1,6		Zmiana ceny: 12m	16,5%
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.)	152,2

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację sprzedaj dla ING BSK podtrzymując 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 119,38 PLN na akcję. ING BSK prezentuje solidny bilans (niska ekspozycja na CHF, niski poziom kredytów do depozytów) oraz relatywnie wysokie wskaźniki wypłacalności, co dobrze pozycjonuje bank na wzrost. Jednocześnie w 3Q'16 bank zdecydował się na znaczące obciążenie kosztów finansowania, co

przełożyło się na znaczący wzrost marży odsetkowej (+28 p.b. Q/Q). Niemniej jednak uważamy, że pomimo bezpiecznej struktury bilansu i poprawy rentowności ING BSK jest nadal znacząco przewartościowany. Bank notowany jest z 22% i 34% premią do polskiego sektora bankowego na 2016P i 2017P P/E co naszym zdaniem jest nieuzasadnione ze względu na relatywnie niską dywidendę.

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	0,0%
P/E	10,6	12,7		12,7		10,1		Zmiana ceny: 6m	18,2%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-6,2%
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.)	6,1

*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 wywrzeć 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 i ustawodawcy.

Pekao								trzymaj
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		117,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03
		Cena docelowa:		127,42 PLN				
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Wynik odsetkowy	4 461,3	4 166,6	-6,6%	4 563,0	9,5%	4 804,5	5,3%	Liczba akcji (mln)
Marża odsetkowa	2,7%	2,5%		2,6%		2,5%		MC (cena bieżąca)
WNDB	7 284,9	6 993,5	-4,0%	7 248,2	3,6%	7 564,2	4,4%	Free float
Wynik operacyjny*	3 856,1	3 235,5	-16,1%	3 804,6	17,6%	4 034,9	6,1%	
Zysk brutto	3 359,7	2 831,1	-15,7%	3 205,0	13,2%	3 364,9	5,0%	
Zysk netto	2 714,7	2 292,5	-15,6%	2 057,5	-10,2%	2 111,2	2,6%	
ROE	11,4%	9,7%		8,8%		8,9%		Zmiana ceny: 1m
P/E	11,3	13,4		14,9		14,5		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,3	1,3		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m
DPS	10,0	10,0		8,4		7,6		Min (52 tyg.)
DYield (%)	8,5	8,5		7,2		6,5		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 znajduje się ostatnio pod presją ze względu na spekulacje odnośnie sprzedaży kontrolującego udziału przez właściciela UCI w celu poprawy wskaźników wypłacalności. Spekulacje prasowe wskazują, że PZU może nabyć od UCI udział w wysokości około 20% zaś PFR pozostałe 13%. Oznacza to, że istnieje poważne ryzyko ABB

przeprowadzonego przez UCI w celu sprzedaży pozostałego 7% udziału w Banku Pekao. Ponadto uważamy, że przejęcie kontroli nad Pekao przez PZU może spowodować zmniejszenie dywidendy, która płynęła do tej pory dla akcjonariuszy Pekao. Finalnie, uważamy że 10% premia, z jaką Bank Pekao jest notowany do polskiego sektora w 2017 roku jest obecnie adekwatna.

PKO BP								kupuj
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		26,62 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	10,2	12,8		11,6		10,8		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. Pozytywnie postrzegamy zakup wysokomarżowego leasingu od RBI, który powinien wspomagać marżę banku w przyszłości. Uważamy, że cena jaką zapłaciło PKO BP (850 mln PLN równe P/E 11,9x i P/BV 1,3x) jest sprawiedliwa biorąc pod uwagę wysokie ROE podmiotu przejmowanego (ROE = 11,3%). 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
akumuluj

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 892 CZK						Data ostatniej aktualizacji:	2016-11-04
		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)	168 365,0
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	3,5%
P/E	13,0	13,2		13,1		14,3		Zmiana ceny: 6m	-5,9%
P/BV	1,6	1,6		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-10,9%
DPS	46,0	62,0		62,0		40,0		Min (52 tyg.)	818,0
DYield (%)	5,2	7,0		7,0		4,5		Max (52 tyg.)	1 091,0

*przed kosztami rezerw

Po wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj 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 4,5% pozostaje jedną z najwyższych wśród banków w regionie CEE. Obecnie na 2016 P/E Komerční Banka notowany jest z 4% dyskontem do polskich banków. 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.

Erste Bank
kupuj

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 28,15 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)	12 098,9
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	6,4%
P/E		12,5		10,5		9,4		Zmiana ceny: 6m	19,5%
P/BV	1,2	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	8,7%
DPS	0,2	0,0		0,6		0,7		Min (52 tyg.)	18,9
DYield (%)	0,7	0,0		2,2		2,5		Max (52 tyg.)	29,6

*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								
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 14,98 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)
Marża odsetkowa	3,0%	2,8%		2,9%		3,0%		MC (cena bieżąca)
WNDB	4 762,4	4 877,0	2,4%	4 356,6	-10,7%	4 720,2	8,3%	Free float
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
P/E		11,4		16,2		5,4		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,6	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m
DPS	1,0	0,0		0,0		0,4		Min (52 tyg.)
DYield (%)	6,8	0,0		0,0		2,5		Max (52 tyg.)

*przed kosztami rezerw

Kurs akcji RBI od początku roku wzrósł o 10% i zachowywał się zgodnie z indeksem MSCI EME Financials (+9,5%). Poprawa sentymentu odzwierciedla poprawiające się perspektywy dla RBI, sytuację kapitałową oraz pozytywną dynamikę wyników kwartalnych banku. Z drugiej strony wyniki w 2016 roku powinny nadal być 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, a pozostały portfel kredytów CHF ulegnie restrukturyzacji (np. ustawa spreadowa). 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								
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 7 871 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)
Marża odsetkowa	6,0%	5,1%		5,2%		5,2%		MC (cena bieżąca)
WNDB	828,6	759,0	-8,4%	763,6	0,6%	781,7	2,4%	Free float
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
P/E		33,1		12,1		9,9		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,7	1,7		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m
DPS	146,9	147,0		163,3		197,8		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,9	1,9		2,1		2,5		Max (52 tyg.)

*przed kosztami rezerw

Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj dla OTP Banku. Na 2017 P/E OTP Bank notowany jest z 16% premią do banków austriackich. Uważamy, że poprawa wyników jak i wyższe oceny od agencji ratingowych są już widoczne w wycenie banku. Perspektywy dla OTP Banku są coraz lepsze na rok obecny biorąc pod uwagę poprawę sytuacji ekonomicznej w Rosji czy wzrost gospodarczy na Węgrzech oraz redukcję obciążeń podatkowych. Dodatkowo wyniki za 2Q'16 ukazały zaskakująco dobrą jakość aktywów oraz znaczący

wzrost wyniku na działalności podstawowej. 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:		27,25 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)	23 531,0
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	4,3%
P/E	7,9	10,0		10,0		8,3		Zmiana ceny: 6m	-20,3%
P/BV	1,8	1,8		1,9		1,8		Zmiana ceny: 12m	-27,9%
DPS	3,4	2,4		2,7		3,3		Min (52 tyg.)	24,4
DYield (%)	12,6	8,8		10,0		12,0		Max (52 tyg.)	39,5

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj dla PZU. Przez ostatnie 12 miesięcy do końca października kurs akcji PZU spadł o 28% wobec spadku indeksu WIG20 na poziomie 12%. Negatywny sentyment odzwierciedla obawy rynku odnośnie presji na przyszłe wyniki PZU (spadek wyniku inwestycyjnego, nowy podatek finansowy) czy inwestycje w sektor bankowy, które mogą zagrozić

strumieniowi dywidend. Niemniej jednak pozytywnie postrzegamy zamiar zakupu udziału w Banku Pekao, co pozytywnie przełoży się na EPS oraz DPS ubezpieczyciela i będzie efektywną alokacją kapitału nadwyżkowego. Dodatkowo uważamy, że fundamentalna sytuacja PZU powinna ulec dalszej poprawie wraz z końcem wojny cenowej w segmencie komunikacyjnym.

Usługi finansowe

Kruk										trzymaj									
Analitik: Michał Konarski				Cena bieżąca: 200,95 PLN								Data ostatniej aktualizacji: 2016-08-03							
				Cena docelowa: 211,44 PLN															
(mln PLN)		2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)										
Przychody ogółem		487,9	611,2	25,3%	743,6	21,7%	897,5	20,7%	Liczba akcji (mln)		17,4								
Zakupy wierzytelności		442,4	563,6	27,4%	693,3	23,0%	844,3	21,8%	MC (cena bieżąca)		3 496,1								
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		-13,4%								
P/E		22,6	17,1		14,7		12,6		Zmiana ceny: 6m		6,6%								
P/BV		5,9	4,5		3,5		2,9		Zmiana ceny: 12m		6,9%								
DPS		0,0	1,5		2,0		2,3		Min (52 tyg.)		149,4								
DYield (%)		0,0	0,7		1,0		1,2		Max (52 tyg.)		252,5								

Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Kruka. Nasze prognozy na najbliższe lata odzwierciedlają znaczące inwestycje Kruka w roku obecnym oraz w przyszłym. Zakupy z 2016 roku powinny mieć pozytywne przełożenie na wyniki już w 2017 i w kolejnych 3 latach. Jednocześnie widzimy jedynie lekki potencjał wzrostu wynikający z zakupu znaczącego portfela wierzytelności na rynku Włoskim (około 4 mld PLN wartości nominalnej). Jednocześnie sceptycznie podchodzimy do planu windykatorka

odnośnie podniesienia kapitału oraz jednoczesnej wypłaty dywidendy. Finalnie widzimy poważne zagrożenie dla rentowności Kruka płynące z planów opodatkowania FIZów w Polsce. 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	0,0%		
P/E	7,0	11,4		10,2		10,3		Zmiana ceny: 6m	-4,8%		
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-8,2%		
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.)	40,9		

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). Finalnie oczekujemy, że brak presji na marżę oraz rosnące wolumeny powinny pozytywnie przełożyć się na wyniki już w 3Q'16.

Skarbiec Holding
kupuj

Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca: 34,00 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)	231,9
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	-1,7%
P/E	7,2	15,2		8,9		7,8		Zmiana ceny: 6m	11,2%
P/BV	2,4	2,5		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m	6,3%
DPS	2,8	3,1		2,9		3,0		Min (52 tyg.)	25,0
DYield (%)	8,2	9,2		8,6		8,9		Max (52 tyg.)	35,3

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj. Skarbiec Holding (Skarbiec) jest akcjonariuszem wiodącego towarzystwa funduszy inwestycyjnych – Skarbiec TFI. Na koniec września 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. Wyniki za 3Q'16 a w szczególności wysokie success fee (9 mln PLN) powinny pozytywnie przełożyć się na dywidendę wypłacaną w 2017 roku. Na wskaźniku 2017 P/E 7,7x Skarbiec Holding notowany jest ze znaczącym dyskontem do rynkowej oraz polskiej średniej. Uważamy, iż pewne dyskonto jest zasadne ze względu na strukturę przychodów w dużej mierze zależnej od success fee, ale obecny poziom dyskonta jest zbyt wysoki.

Paliwa, chemia

Ciech										trzymaj									
Analitik: Jakub Szkopek				Cena bieżąca:		61,30 PLN								Data ostatniej aktualizacji:		2016-02-02			
				Cena docelowa:		74,35 PLN													
(mln PLN)		2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)										
Przychody		3 243,9	3 273,0	0,9%	3 554,7	8,6%	3 419,9	-3,8%	Liczba akcji (mln)				52,7						
EBITDA		524,8	707,5	34,8%	833,7	17,8%	757,0	-9,2%	MC (cena bieżąca)				3 230,5						
marża EBITDA		16,2%	21,6%		23,5%		22,1%		EV (cena bieżąca)				4 280,0						
EBIT		320,3	489,8	52,9%	590,1	20,5%	491,7	-16,7%	Free float				48,8%						
Zysk netto		167,1	343,0	105,2%	441,2	28,6%	368,8	-16,4%											
P/E		19,3	9,4		7,3		8,8		Zmiana ceny: 1m				-5,6%						
P/CE		8,7	5,8		4,7		5,1		Zmiana ceny: 6m				-9,6%						
P/BV		3,2	2,5		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m				-23,4%						
EV/EBITDA		8,3	6,4		5,1		5,3		Min (52 tyg.)				50,1						
DYield (%)		1,8	0,0		4,6		4,1		Max (52 tyg.)				87,5						

Oczekujemy, że w 2H'16 mimo rosnącej bazy Ciech utrzyma pozytywną dynamikę rezultatów operacyjnych i netto. Wyzwaniem dla Grupy mogą być rosnące ceny węgla energetycznego, koksującego oraz gazu ziemnego. Przy nowych włączeniach instalacji produkcji sody w Europie dotychczasowi producenci mogą mieć problem z przełożeniem rosnących cen surowców energetycznych na klienta końcowego. Ciech poinformował w komunikacie, że jest zainteresowany przejęciem aktywów produkcji środków ochrony roślin od Sapec w Portugalii i Hiszpanii. Przykładając wskaźniki wyceny spółek

porównywalnych Ciech za podobne aktywa musiałby zapłacić nawet 160-200 mln EUR. Wówczas biorąc pod uwagę słabsze perspektywy segmentu sodowego w przyszłym roku zadłużenie netto do EBITDA Grupy wzrosłoby do poziomu powyżej 3,0x EBITDA. Tak wysoki poziom zadłużenia prawdopodobnie przełożyłby się na zmniejszenie strumienia dywidend w przyszłości. Do przejścia podchodzimy raczej ostrożnie. Wkrótce przedstawimy aktualizację rekomendacji i prognoz dla Grupy Ciech. Podtrzymujemy neutralne nastawienie.

Grupa Azoty		trzymaj									
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		57,53 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-30	
		Cena docelowa:		65,50 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	9 898,5	10 024,4	1,3%	9 260,1	-7,6%	9 760,0	5,4%	Liczba akcji (mln)		99,2	
EBITDA	822,4	1 309,3	59,2%	1 204,9	-8,0%	1 114,7	-7,5%	MC (cena bieżąca)		5 706,7	
marża EBITDA	8,3%	13,1%		13,0%		11,4%		EV (cena bieżąca)		6 853,1	
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	24,7	9,4		11,2		14,3		Zmiana ceny: 1m		-8,4%	
P/CE	7,6	5,2		5,7		6,1		Zmiana ceny: 6m		-33,1%	
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m		-38,8%	
EV/EBITDA	8,4	4,9		5,7		6,7		Max (52 tyg.)		57,5	
DYield (%)	0,7	0,0		1,5		3,4		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). Oczekujemy słabych wyników finansowych w 3Q'16, co może naszym zdaniem być argumentem do kolejnej obniżki prognoz całorocznego konsensusu na poziomie EBITDA (do poniżej 1,1 mld PLN). Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Lotos
trzymaj

Analitik: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 33,64 PLN

Cena docelowa: 26,50 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-19

(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)	6 219,1
marża EBITDA	-2,0%	5,0%		10,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)	12 009,7
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				11,2		10,3		Zmiana ceny: 1m	19,5%
P/CE		13,8		4,1		4,1		Zmiana ceny: 6m	11,4%
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	17,8%
EV/EBITDA		10,5		6,0		6,0		Min (52 tyg.)	24,1
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	34,0

Bezpośrednim pozytywnym katalizatorem dla wzrostów kursu Spółki w ostatnich tygodniach były lepsze od oczekiwań wyniki za 3Q połączone z zaskakująco dobrymi odczytami modelowej marży rafinerijnej oraz doniesieniami o wyeliminowaniu (przynajmniej na razie) zjawiska szarej strefy w handlu paliwami (możliwość plasowania większej ilości paliw na rynku krajowym z wyższą marżą). Naszym zdaniem korzystne otoczenie makro dla rafinerii nie jest do utrzymania na dłużej, ale w krótkim terminie Lotos może być relatywnie największym beneficjentem wspomnianych tendencji ze względu na i) duży udział średnich destylatów w strukturze produkcji, ii) wysoką produkcję gazu w segmencie E&P, która kompensuje rosnące koszty energetyczne w rafinerii (europejski benchmark wzrósł od września o 50%) oraz iii) szansę uzyskania dodatkowej marży na sprzedaży diesla w kraju zamiast

w eksporcie (nawet do 100 mln PLN w skali roku dzięki wyparciu szarej strefy z obrotu hurtowego). Nasze tegoroczne prognozy EBITDA LIFO wymagają aktualizacji, gdyż po 3Q wykonanie dotychczasowych szacunków sięga 94%, a modelowa marża w październiku uplasowała się znacznie powyżej oczekiwań. Naszym zdaniem bezpośrednie przenoszenie dobrych wyników 3Q na kolejne okresy nie jest jednak uzasadnione z uwagi na znaczną sezonowość. Nie należy też zakładać utrzymania niższego długu netto z 3Q z uwagi na oczekiwany wyższy capex i odpływ gotówki na kapitał obrotowy (jedenorazowy wzrost zobowiązań o 380 mln PLN, głównie z tytułu przesunięcia płatności podatkowych). Potencjalnym katalizatorem dla kursu mogłaby być reaktywacja pomysłu konsolidacji z Orlenem, ale na razie żaden z polityków nie poruszał tego tematu. Wkrótce odniesiemy się do naszej rekomendacji.

MOL
trzymaj

Analitik: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 18 310 HUF

Cena docelowa: 16 593 HUF

Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-19

(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)	1 913,7
marża EBITDA	8,4%	15,8%		16,8%		14,2%		EV (cena bieżąca)	2 933,1
EBIT	40,1	-216,0		227,6		298,0	30,9%	Free float	31,3%
Zysk netto	4,1	-256,6		116,2		163,0	40,4%		
P/E	469,3			16,5		11,7		Zmiana ceny: 1m	5,4%
P/CE	5,1	3,2		4,1		3,7		Zmiana ceny: 6m	12,8%
P/BV	1,1	1,3		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	37,7%
EV/EBITDA	7,1	4,2		5,1		4,3		Min (52 tyg.)	12 880,0
DYield (%)	3,2	2,7		2,9		3,2		Max (52 tyg.)	18 355,0

W październiku MOL odstawał od polskich rafinerii, ale również zachowywał się lepiej od szerokiego rynku, co można tłumaczyć pozytywnym zaskoczeniem na modelowej marży rafinerijnej. Dodatkowo Spółka ogłosiła założenia strategii według której koncern ma zmniejszać ekspozycję na rynek paliw transportowych (w produkcji ich udział ma spaść z 70% do 50%) na rzecz petrochemii, detalu (docelowo 30% w EBITDA) i nowych innowacyjnych obszarów działalności. MOL chce też systematycznie zwiększać dywidendę na akcję. Rynek oczekuje, że dodatkowe założenia dotyczące np. zyskowności będą opublikowane przy okazji wyników 3Q i będą stanowić pozytywny katalizator dla kursu. Niemniej jednak zalecamy ostrożność do sektora przerobu ropy z uwagi na oczekiwane przez nas pogorszenie modelowych marż z uwagi na powrót mocy po przestojach, normalizację popytu i rekordowy eksport z Chin. Dodatkowym

problemem dla MOL-a jest słabnąca rentowność w segmencie petrochemicznym, który choć generuje tylko 25% obecnego strumienia CCS EBITDA to jest bardzo wrażliwy na zmiany modelowej marży. Zwracamy uwagę, że przy założeniu powrotu marż do średnich 10-letnich z EBITDA może wyparować około 100 mld HUF (większość zysków segmentu), a nie jest to założenie konserwatywne biorąc pod uwagę drożącą naftę i oczekiwane rekordowe uruchomienia nowych mocy w roku 2017 (głównie w USA i Chinach). Aktualnie 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 Kliszc		Cena bieżąca:		4,91 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)	28 969,0		
marża EBITDA	18,5%	16,7%		17,4%		18,5%		EV (cena bieżąca)	29 202,0		
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	10,3	13,6		13,4		12,0		Zmiana ceny: 1m	-3,7%		
P/CE	5,4	5,9		6,1		5,8		Zmiana ceny: 6m	0,6%		
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-26,8%		
EV/EBITDA	5,0	4,8		5,2		4,7		Min (52 tyg.)	4,5		
DYield (%)	3,1	4,1		3,7		4,6		Max (52 tyg.)	6,7		

W październiku PGNiG nadal znajdował się pod presją, co było pochodną wrześniowej, odstraszejacej inwestorów zapowiedzi konwersji kapitałów w spółkach energetycznych, która w przypadku gazowego koncernu może kosztować utratę około 2,6 mld PLN wartości. Tak słaby sentyment związany z ryzykiem politycznym zneutralizował pozytywne trendy na rynku surowcowym, w szczególności odbicie na europejskim rynku gazu (od września prawie +50%), które może istotnie wesprzeć wyniki Spółki w 2017 roku. Dobrą informacją była także ostatnia podwyżka taryfy hurtowej, która może być sygnałem kontynuacji łagodnej polityki regulacyjnej w obszarze obrotu. Na razie nie identyfikujemy na horyzoncie politycznych zagrożeń w zakresie toksycznych projektów inwestycyjnych 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 (założenia budżetowe wskazują spadek przychodów z dywidend, ale oczekujemy że będzie to dotyczyło przede wszystkim PGE z uwagi na mniejszy udział Skarbu Państwa w akcjonariacie). Wstępne wyniki za 3Q nie przyniosły większych niespodzianek i uważamy, że nasze roczne prognozy są zupełnie bezpieczne. Słabsze wyniki dystrybucji w 3Q nie sygnalizują naszym zdaniem trwałego pogorszenia rentowności i mogą być efektem różnicy bilansowej, która wyrówna się w 4Q. 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. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

PKN Orlen		redukuj									
Analitik: Kamil Kliszc		Cena bieżąca:		75,95 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)		32 484,5	
marża EBITDA	-2,5%	7,1%		9,9%		6,8%		EV (cena bieżąca)		40 271,7	
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		11,5		8,6		9,9		Zmiana ceny: 1m		15,1%	
P/CE		6,9		5,4		5,8		Zmiana ceny: 6m		13,0%	
P/BV	1,7	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m		18,6%	
EV/EBITDA		6,6		5,3		6,0		Min (52 tyg.)		57,6	
DYield (%)	1,9	2,2		2,6		3,8		Max (52 tyg.)		77,8	

Akcje Orlenu w ostatnim miesiącu wzrosły o prawie 20%, co naszym zdaniem może wynikać z odbudowania wiary inwestorów w utrzymanie korzystnego otoczenia makro również w przyszłym roku. Rzeczywiście modelowa marża rafineryjna zaskakuje w ostatnich tygodniach in plus, ale wynika to raczej ze sprzężenia warunków pogodowych (rynek średnich destylatów) z nasileniem przestojów remontowych (rynek benzyn). Widoczna już normalizacja popytu na benzynę (ujemna dynamika w USA za ostatni miesiąc) związana z odwróceniem trendu na ropie będzie wywierać presję na cracki, podobnie jak rosnący eksport diesla z Chin (kolejne rekordy we wrześniu). Dodatkowym problemem w ujęciu lokalnym może być dynamiczne odbicie cen gazu, które Orlen „urynkowił” w ostatnim aneksie do umowy z PGNiG (od września notowania spot wzrosły o prawie 50%). Spółka dotkliwie powinna również

odczuć obserwowane w ostatnim czasie pogorszenie benchmarkowych marż w petrochemii związane ze wzrostem kosztów surowca (trudno przełożyć to na klientów jeśli wcześniej nie podzielono się z nimi spadkiem cen wsadu) i spadającymi cenami produktów z uwagi na oczekiwany przyrost podaży w roku 2017, najwyższy od wielu lat (głównie w USA, na Bliskim Wschodzie i Chinach). Przypominamy, że po korekcie o awarię w Unipetrolu segment petrochemiczny generuje około 40% oczyszczonego strumienia EBITDA Grupy. Nadal też jako potencjalne ryzyko postrzegamy planowaną na koniec roku aktualizację strategii koncernu, szczególnie w kontekście ostatnich negatywnych zaskoczeń na energetyce (dodatkowy capex, obniżenie wagi dywidendy). Utrzymujemy negatywną rekomendację.

Polwax
kupuj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		16,82 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)		173,2	
marża EBITDA	11,9%	12,2%		12,4%		12,3%		EV (cena bieżąca)		200,1	
EBIT	27,7	29,9	8,1%	30,6	2,1%	30,8	0,8%	Free float		51,3%	
Zysk netto	22,4	23,8	6,3%	24,5	2,7%	24,7	0,7%				
P/E	7,6	7,2		7,1		7,0		Zmiana ceny: 1m		-0,4%	
P/CE	6,7	6,1		6,0		6,0		Zmiana ceny: 6m		1,0%	
P/BV	2,6	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m		9,5%	
EV/EBITDA	6,8	5,9		5,7		5,4		Min (52 tyg.)		14,0	
DYield (%)	5,9	7,3		6,3		7,1		Max (52 tyg.)		18,5	

W październiku kurs Polwaxu pozytywnie zareagował na zmiany w akcjonariacie związane z wyjściem funduszu Krokus, gdyż zdjęło to ciężące praktycznie od debiutu ryzyko nawisłu podażowego akcji. NWZA w nowym składzie podjęło decyzję o zabezpieczeniach kredytowych, co w praktyce oznacza zgodę na realizację długo zapowiadanego 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. 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. W krótszym terminie notowania Spółki mogą być pod presją z uwagi na oczekiwaną ujemną dynamikę EBITDA w wynikach 3Q'16. Oczekujemy jednak, że zostanie to nadrobione w końcówce roku i nasze prognozy roczne będą zrealizowane. W tym kontekście utrzymujemy rekomendację kupuj.

Synthos
sprzedaj

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 4,57 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-11-04
		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)	6 047,3
marża EBITDA	13,8%	15,2%		14,1%		14,6%		EV (cena bieżąca)	6 868,4
EBIT	479,6	450,0	-6,2%	405,1	-10,0%	496,8	22,6%	Free float	37,5%
Zysk netto	356,9	426,0	19,4%	302,3	-29,0%	376,0	24,4%		
P/E	16,9	14,2		20,0		16,1		Zmiana ceny: 1m	6,3%
P/CE	11,8	10,2		12,4		11,0		Zmiana ceny: 6m	14,5%
P/BV	2,7	2,6		2,3		2,2		Zmiana ceny: 12m	18,1%
EV/EBITDA	10,6	10,9		11,6		10,2		Min (52 tyg.)	3,3
DYield (%)	6,8	5,5		0,0		3,0		Max (52 tyg.)	4,8

Wyniki Grupy Synthos w 3Q'16 były niższe od naszych oczekiwań oraz konsensusu. Mimo niskiej bazy porównawczej 3Q'15 wynik tegoroczny okazał się niższy r/r, mimo konsolidacji przez okres jednego miesiąca aktywów nabytych od INEOS. Największe negatywne zaskoczenie miało miejsce w segmencie produktów styrenowych, gdzie marża EBITDA spadła do 8%, podczas gdy we wcześniejszych kwartałach utrzymywała się powyżej 10%. Synthos jednocześnie na każdej tonie produktów styrenowych zarabiał 1/3 EBITDA mniej niż miało to miejsce rok wcześniej. Czynnikiem, który od lipca pozytywnie wpływał na notowania Synthosu było złożenie przez podmiot

zależny od Michała Sołowowa wniosku o zwolnienie NWZA w sprawie zmiany przeznaczenia kapitałów: zapasowego i rezerwowych, utworzonych z zysków z lat ubiegłych oraz przeznaczenie ich na wypłatę dywidendy. Synthos jednocześnie w końcówce 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, klóci się z koncepcją wypłaty wysokiej dywidendy z zysku. Obniżamy naszą rekomendację do sprzedaj z neutralnie.

Energetyka

CEZ		akumuluj								
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		460,00 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)	247 475,3	
marża EBITDA	36,0%	31,1%		29,4%		27,7%		EV (cena bieżąca)	269 819,6	
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	69,2	74,7		82,3		96,8		Zmiana ceny: 1m	5,0%	
P/CE	26,7	27,2		32,3		33,8		Zmiana ceny: 6m	4,1%	
P/BV	5,9	5,8		5,8		5,8		Zmiana ceny: 12m	-7,7%	
EV/EBITDA	23,6	25,8		29,0		30,5		Min (52 tyg.)	364,1	
DYield (%)	1,4	1,4		1,4		1,0		Max (52 tyg.)	498,6	

CEZ póki co pozostaje poza negatywnym wpływem polityki i nie dostrzegamy symptomów pojawienia się tego rodzaju ryzyk w Republice Czeskiej, co powinno pozwolić na utrzymanie zwiększonej w ostatnim czasie premii do polskich konkurentów. 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). W najbliższych 4 latach wolne przepływy pieniężne będą oscylować wokół 17 mld CZK, co pozwala na sfinansowanie DPS 30 CZK/akcje, bez obciążania bilansu. Ograniczeniem dla takich wypłat będzie górny przedział polityki dywidendowej (maksymalnie 80% zysku netto). Dodatkowym katalizatorem dla notowań

powinny być wzrosty na rynku węgla. Zwracamy uwagę, że notowania rocznego kontraktu baseload są już wyższe od poziomu zabezpieczeń Spółki na rok 2018 (CEZ sprzedał 50% wolumenu), a każde dodatkowe 1 EUR/MWh implikuje 1,5 mld CZK wzrostu na EBITDA. Właśnie w 2018 spodziewamy się odwrócenia negatywnego trendu na strumieniu EBITDA z uwagi na fakt, że elektrownie atomowe będą już w pełni dyspozycyjne i wyhamowany zostanie spadek na cenie sprzedaży. Utrzymujemy naszą pozytywną rekomendację mimo ostatnich wzrostów na kursie. W krótkim terminie negatywnym katalizatorem może być obserwowane pogorszenie globalnego sentymentu do spółek dywidendowych (efekt tendencji na stopach procentowych).

Enea										trzymaj									
Analitik: Kamil Kliszcz				Cena bieżąca:		10,24 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)		4 520,4								
marża EBITDA		19,7%	21,6%		21,7%		21,4%		EV (cena bieżąca)		10 020,1								
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		5,0			5,8		6,6		Zmiana ceny: 1m		16,0%								
P/CE		2,7	2,4		2,4		2,5		Zmiana ceny: 6m		-12,6%								
P/BV		0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m		-19,7%								
EV/EBITDA		2,8	4,3		4,5		4,6		Min (52 tyg.)		8,4								
DYield (%)		5,6	4,6		0,0		0,0		Max (52 tyg.)		12,8								

Kurs akcji Enei wzrósł w ostatnim miesiącu najmocniej z całego sektora, co trudno naszym zdaniem uzasadnić nawet uwzględniając ekspozycję Grupy na ewentualne wzrosty cen węgla (nie jest unikalna na tle sektora, gdyż praktycznie wszystkie koncerny pośrednio lub bezpośrednio korzystają na drożącym paliwie) czy lepsze od oczekiwań wyniki za 3Q (wykonanie rocznej prognozy 83% nie implikuje znaczącej podwyżki konsensusu i wciąż nie znamy jakości tych wyników gdyż Spółka nie podała informacji o zdarzeniach jednorazowych ani kompozycji segmentowej). Tymczasem w ostatnim czasie Enea wyróżniała się raczej 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 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. 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:		7,83 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)		3 242,1	
marża EBITDA	21,8%	20,3%		18,4%		18,1%		EV (cena bieżąca)		8 147,3	
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	3,3	3,9		268,3		6,4		Zmiana ceny: 1m		5,7%	
P/CE	1,8	1,9		2,2		2,3		Zmiana ceny: 6m		-33,6%	
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,4		Zmiana ceny: 12m		-49,9%	
EV/EBITDA	2,7	3,3		4,2		4,1		Min (52 tyg.)		7,3	
DYield (%)	12,8	18,4		6,3		3,1		Max (52 tyg.)		16,1	

Notowania Energi po dynamicznym odbiciu w połowie października wróciły w ostatnich tygodniach w okolice swoich minimów. Nadal Spółka wyraźnie odstaje od lokalnych konkurentów zarówno jeśli chodzi o notowania YTD, jak i wycenę wskaźnikową (10% dyskonto na EV/EBITDA). 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 elektrociepłowni EDF do 1 mld PLN. Zamrożone projekty gazowe nie mają poparcia politycznego, a inwestycja w drugi próg na Wiśle choć dość kosztowna, to będzie rozłożona na co najmniej 10 lat. Rynek przecenia naszym zdaniem negatywny wpływ załamania zielonych certyfikatów na

wyniki Grupy, 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 w zależności od skali problemów z bilansowaniem portfela). 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 obniży wynik Grupy o 165 mln PLN). Zwracamy także uwagę na podpisany ostatnio list intencyjny dotyczący 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: 10,40 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)	19 445,8
marża EBITDA	29,5%	28,8%		21,3%		20,6%		EV (cena bieżąca)	25 945,6
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	5,3			10,9		8,6		Zmiana ceny: 1m	4,1%
P/CE	2,8	2,2		3,7		3,9		Zmiana ceny: 6m	-19,7%
P/BV	0,4	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-26,4%
EV/EBITDA	2,2	2,7		4,2		4,9		Min (52 tyg.)	9,8
DYield (%)	10,6	7,5		2,4		2,3		Max (52 tyg.)	15,2

Akcje PGE w ostatnim miesiącu praktycznie nie wzrosły i zdają się ignorować dynamiczne wzrosty cen węgla w portach ARA, które mogą przełożyć się na wzrost cen lokalnego surowca (pozytywna ekspozycja ze względu na integrację pionową elektrowni na węgiel brunatny i zakupione udziały w PGG). Oczywiście powodów takiego mizernego sentymentu wokół Spółki mimo korzystnych trendów makro, pozytywnego zaskoczenia w wynikach 3Q i zapowiedzi kolejnych systemów wsparcia energetyki konwencjonalnej w Polsce można wymienić kilka, ale kluczowe to znaczna redukcja dywidendy (obniżenie rangi polityki dywidendowej), kolejne kosztowne projekty zapowiedziane w zaktualizowanej strategii oraz zapowiedź ministra dotycząca kosztownej podatkowo konwersji kapitałów. „Problemem” Spółki

jest relatywnie silny bilans (w szczytowym roku 2018 dług netto/EBITDA tylko 1,8x), który ekspozuje ją na różnego rodzaju trudne projekty inwestycyjne, ważne z punktu widzenia polityki energetycznej rządu (dostępne finansowanie sięga 20 mld PLN). 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 wzrost cen 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. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację.

Tauron		kupuj						
Analitik: Kamil Kliszc		Cena bieżąca:		2,61 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		3,03 PLN		2016-10-04		
(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)
EBITDA	3 694,5	3 523,3	-4,6%	3 249,5	-7,8%	3 405,6	4,8%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	19,9%	19,2%		18,5%		19,2%		EV (cena bieżąca)
EBIT	1 830,1	-1 901,1		895,2		1 619,7	80,9%	Free float
Zysk netto	1 180,9	-1 807,3		537,8		987,9	83,7%	
P/E	3,9			8,5		4,6		Zmiana ceny: 1m
P/CE	1,5	1,3		1,6		1,6		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	3,1	3,5		4,2		4,5		Min (52 tyg.)
DYield (%)	7,3	5,7		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

Relatywnie słaby bilans stanowi niejako tarczę ochronną przed pomysłami zaangażowania Tauronu w kolejne, toksyczne dla akcjonariuszy projekty w perspektywie 2020 roku oraz ewentualnymi kosztami konwersji kapitałów, co korzystnie pozycjonuje go chociażby na tle PGE, do której jest notowany z 8% dyskontem na EV/EBITDA'2017/18. Dzięki zapowiedzianym 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. 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). Ważną informacją z ostatniego komunikatu o wynikach 3Q jest dodatni rezultat wydobycia gdyż uwiarygadnia zapowiedzi Zarządu dotyczące dochodzenia do break even dzięki zwiększeniu wolumenów oraz cięciom kosztów. W tym kontekście widzimy potencjał do poniesienia prognoz segmentu na 2017 rok, szczególnie w kontekście obserwowanych ostatnio dynamicznych wzrostów notowań ARA (nawet jeśli ceny miałow w kraju nie wzrosną to na pewno zostanie to odzwierciedlone w sortymentach grubych i średnich, których Tauron sprzedaje poza Grupę około 2 mln ton rocznie). Przypominamy, że po pierwszym półroczu 2016 strata EBITDA segmentu wynosiła prawie 170 mln PLN. Naszym zdaniem Tauron będzie jedyną spółką z sektora, która poprawi wyniki w 2017 roku. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Telekomunikacja

Netia akumuluj								
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 4,56 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	9,1	717,6						Zmiana ceny: 1m
P/CE	2,7	3,8		3,9		4,1		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,7	0,8		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	2,9	4,1		4,3		4,9		Min (52 tyg.)
DYield (%)	9,2	13,2		8,7		8,7		Max (52 tyg.)

Netia zaraportowała w 3Q'16 wyniki poniżej naszych oczekiwań (-5% na linii EBITDA). CAPEX wyniósł 62 mln PLN i był wyższy R/R. Spółka rozpoczęła pierwsze inwestycje w FTTH (skala rzędu kilku mln PLN). Tym samym weszła w etap zwiększonych nakładów inwestycyjnych, co może ochłodzić sentyment inwestorów. Przypominamy, że Netia chce wydać 400 mln PLN na sieć zapewniającą dla

gospodarstw domowych usługi w standardzie FTTH/FTTB. W ten sposób pokryje szybką siecią 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r. Z drugiej dwa argumenty: (1) wysoka dywidenda za 2016 r. oraz (2) skup akcji własnych z ceną maksymalną 5,10 PLN powinny wspierać kurs akcji. Dotychczas w ramach skupu zrealizowano nabycie walorów za 28,89 mln PLN (program do 100 mln PLN).

Orange Polska kupuj								
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 5,41 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	13,3	27,9		28,6		24,3		Zmiana ceny: 1m
P/CE	2,0	2,3		2,4		2,5		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	2,8	3,2		4,0		4,2		Min (52 tyg.)
DYield (%)	9,2	9,2		4,6		4,6		Max (52 tyg.)

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 ratulnej, (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: w 3Q'16 wynik spadł o 11% R/R, jednak zwracamy uwagę na

pozytywne trendy na KPIs, w obszarze Internetu stacjonarnego, gdzie Orange Polska straciło tylko 10 tys. klientów netto w kwartale (w czterech poprzednich kwartałach średnio -26 tys. klientów kwartalnie). Zaobserwować można było także poprawę na liczbie przyłączeń FTTH: +18 tys. w 3Q'16 vs. +12 tys. w 2Q'16. Stąd, podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Orange Polska. Zwracamy uwagę, że sentyment powinien być wspierany przez ogłoszone w ostatnich dniach plany Ministerstwa Cyfryzacji: (1) brak specjalnego opodatkowania sektora oraz (2) aukcja częstotliwości 700 MHz prawdopodobnie dopiero do końca 2022 r.

Media

Agora		kupuj						
Analitik: Paweł Szpigel		Cena bieżąca:		10,75 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		12,60 PLN		2016-10-05		
(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)
EBITDA	77,7	120,7	55,3%	100,2	-17,0%	108,3	8,1%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	7,1%	10,2%		8,3%		8,7%		EV (cena bieżąca)
EBIT	-18,3	18,7		4,0	-78,9%	-6,3		Free float
Zysk netto	-12,6	12,7		-15,0		-12,4	-17,3%	
P/E		40,3						Zmiana ceny: 1m
P/CE	6,1	4,5		6,3		5,0		Zmiana ceny: 6m
P/BV	0,4	0,4		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	7,6	5,2		6,8		6,5		Min (52 tyg.)
DYield (%)	5,9	1,8		7,0		5,6		Max (52 tyg.)

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=6,8x, tj. z 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 Szpigel		Cena bieżąca:		23,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		
		Cena docelowa:		21,80 PLN		2016-09-13		
(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)
EBITDA	2 738,2	3 685,1	34,6%	3 550,7	-3,6%	3 500,9	-1,4%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	28,1%	37,5%		36,7%		36,4%		EV (cena bieżąca)
EBIT	1 442,4	1 985,8	37,7%	1 717,1	-13,5%	1 776,4	3,5%	Free float
Zysk netto	292,5	1 163,4	297,7%	911,1	-21,7%	1 042,3	14,4%	
P/E	50,3	12,6		16,1		14,1		Zmiana ceny: 1m
P/CE	9,3	5,1		5,4		5,3		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,6	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	9,9	6,9		7,3		7,0		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,7	0,0		0,0		1,5		Max (52 tyg.)

Cyfrowy Polsat jest obecnie notowany na wskaźniku EV/EBITDA'16 7,3x, tj. 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 wsparciu 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:		53,00 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)	1 578,1		
marża EBITDA	20,5%	30,3%		30,8%		30,5%		EV (cena bieżąca)	1 711,0		
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		130,9		19,2		16,9		Zmiana ceny: 1m	-7,2%		
P/CE	56,3	37,9		13,3		11,7		Zmiana ceny: 6m	15,2%		
P/BV	2,8	4,2		3,4		3,2		Zmiana ceny: 12m	28,7%		
EV/EBITDA	34,0	18,6		13,2		11,7		Min (52 tyg.)	35,0		
DYield (%)	0,9	0,0		0,0		4,1		Max (52 tyg.)	57,8		

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Wirtualnej Polski. Spółka opublikuje w 3Q'16 zestaw dobrych wyników finansowych, jako jedna z niewielu spółek w sektorze TMT, co powinno wspierać pozytywny sentyment. Wynik EBITDA powinien być wyższy o blisko 40% R/R, co częściowo będzie efektem konsolidacji przejętego pod koniec 2015 r. Enovatisa. W całym 2016 r. Wirtualna Polska koncentruje się na szybkorosnącej działalności e-commerce i zamierza na

tym polu prowadzić akwizycję. W 2016 roku nakłady na przejęcia mogą wynosić do 120 mln PLN. Fundusze, które grupa chce przeznaczyć na te cele będą pochodzić z rozszerzonej linii kredytowej w wysokości 50 mln PLN, dedykowanej wyłącznie na przejęcia oraz z własnych zasobów gotówkowych w wysokości 70 mln PLN. Przy takich założeniach, sądzimy że potencjał dywidendowy jest niezagrożony i spółka może zacząć płacić dywidendę w przyszłym roku.

IT

Asseco Poland		trzymaj										
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		50,60 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-09-26		
		Cena docelowa:		60,60 PLN								
(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)		83,0		
EBITDA	905,4	1 007,7	11,3%	1 069,0	6,1%	1 100,2	2,9%	MC (cena bieżąca)		4 199,8		
marża EBITDA	14,5%	13,9%		13,4%		13,3%		EV (cena bieżąca)		7 111,4		
EBIT	637,0	745,2	17,0%	785,4	5,4%	812,1	3,4%	Free float		68,0%		
Zysk netto	358,7	365,5	1,9%	313,7	-14,2%	338,4	7,9%					
P/E	11,7	11,5		13,4		12,4		Zmiana ceny: 1m		-8,0%		
P/CE	6,7	6,7		7,0		6,7		Zmiana ceny: 6m		-13,5%		
P/BV	0,8	0,8		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m		-9,6%		
EV/EBITDA	7,4	7,1		6,7		6,3		Min (52 tyg.)		50,6		
DYield (%)	5,1	5,7		5,9		6,0		Max (52 tyg.)		62,0		

Minister Cyfryzacji ogłosiło w ostatnich dniach wizję rozdysponowania środków unijnych z perspektywy 2014-20. MC nie przewiduje wielkich projektów IT, które mogłoby wykonać jedynie kilka dużych firm IT i chce dać szansę mniejszym firmom. Każdy projekt przed akceptacją jest bardzo dokładnie analizowany. To negatywna wizja dla Asseco Poland, którego

główny generator wyniku, tj. spółka matka ma dużą wrażliwość na zamówienia z sektora publicznego. Rentowność projektów IT będzie mniejsza, a ich zdobycie trudniejsze. Powyższe informacje powinny prowokować negatywny sentyment do Asseco, stąd nie widzimy pola do wzrostu kursu w listopadzie'16. Podtrzymujemy nasze neutralne nastawienie do spółki.

CD Projekt		sprzedaj									
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		39,75 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03	
		Cena docelowa:		26,50 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	96,2	798,0	729,6%	293,5	-63,2%	257,5	-12,3%	Liczba akcji (mln)	96,9		
EBITDA	12,2	429,3	3427,3%	140,3	-67,3%	88,4	-37,0%	MC (cena bieżąca)	3 849,8		
marża EBITDA	12,7%	53,8%		47,8%		34,3%		EV (cena bieżąca)	3 342,2		
EBIT	9,0	424,2	4608,0%	133,7	-68,5%	82,8	-38,0%	Free float	47,5%		
Zysk netto	5,2	342,4	6470,0%	114,6	-66,5%	73,6	-35,8%				
P/E	724,1	11,2		33,6		52,3		Zmiana ceny: 1m	0,3%		
P/CE	450,7	11,1		31,7		48,6		Zmiana ceny: 6m	58,0%		
P/BV	22,5	7,5		6,0		5,4		Zmiana ceny: 12m	49,2%		
EV/EBITDA	307,3	8,0		23,8		37,6		Min (52 tyg.)	20,6		
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	44,1		

Pod koniec X'16 miała miejsce premiera zamkniętej bety gry Gwint: Wiedźmńska Gra Karciana. Produkcja będzie stopniowo przygotowywana do premiery w 2017 roku (balansowanie rozgrywki, dodawanie nowych funkcjonalności). Pierwsze recenzje dotyczące Gwinta są pozytywne. 9 listopada 2016 CD Projekt opublikuje wyniki za 3Q'16. Oczekujemy, że rezultaty studia będą niższe o 20-26% R/R, co powinno wynikać z efektu wysokiej bazy (3Q'15 był pierwszym

kwartałem po premierze gry Wiedźmin 3: Dziki Gon) oraz z podwyższonych wydatków na produkcję i marketing gry Gwint. Szacujemy, że przychody/EBIT/zysk netto spółki wyniesie odpowiednio 90,2/38,1/31 mln PLN w 3Q'16. Po 9M'16 wyniki spółki powinny być powyżej naszych całorocznych prognoz oraz powyżej konsensusu rynkowego zebranego przez agencję Bloomberg. W związku z powyższym dokonana zostanie rewizja naszych prognoz.

Comarch
kupuj

Analityk: Paweł Bogusz		Cena bieżąca:		159,60 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)	1 298,1		
marża EBITDA	14,7%	14,7%		13,5%		14,3%		EV (cena bieżąca)	1 245,0		
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	18,8	16,2		19,9		15,0		Zmiana ceny: 1m	-15,1%		
P/CE	10,5	9,7		10,0		8,5		Zmiana ceny: 6m	14,4%		
P/BV	1,9	1,7		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	29,2%		
EV/EBITDA	8,0	7,4		7,9		6,9		Min (52 tyg.)	103,7		
DYield (%)	1,0	0,0		0,0		3,1		Max (52 tyg.)	190,0		

W październiku notowania Comarchu uległy 15%-owej przecenie. Sądzymy, że to reakcja rynku na dość słabe wyniki, które grupa zaraportuje w 3Q'16. EBITDA wyniesie wg naszych szacunków tylko 20,9 mln PLN vs. 39,5 mln PLN w poprzednim kwartale. Marża brutto powinna ulec obniżeniu w wyniku wzrostu zatrudniania, a zastój w projektach publicznych na rynku polskim spowolni nieco rozwój linii przychodowych. Obecny poziom cen jest naszym zdaniem atrakcyjny patrząc na: (1) wycenę spółki z dyskontem vs. zachodnie spółki porównywalne

(EV/EBITDA'17 = 7,2x), pomimo wyższej dynamiki wyników oraz (2) konserwatywny model księgowości Comarchu (mała skala kapitalizacji kosztów R&D). Comarch do końca roku uruchomi sprzedaż rozwiązania Smart Airport, systemu lojalnościowego dla sklepów na lotniskach, co polepszy rentowność spółki. Przy braku zadłużenia, niskiej ekspozycji na sektor publiczny w Polsce oraz istotnych spadkach nakładów inwestycyjnych w okresie 2016-18 akcje Comarchu na obecnych poziomach są dla nas niedowartościowane.

Górnictwo i metale

KGHM										redukuje	
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca:		69,48 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		3 899,5		4 161,7	6,7%	MC (cena bieżąca)		13 896,0	
marża EBITDA	25,9%	-14,4%		22,1%		22,5%		EV (cena bieżąca)		21 313,8	
EBIT	3 676,0	-4 816,0		2 192,4		2 312,1	5,5%	Free float		68,2%	
Zysk netto	2 450,0	-5 009,0		688,8		1 228,7	78,4%				
P/E	5,7			20,2		11,3		Zmiana ceny: 1m		-7,0%	
P/CE	3,4			5,8		4,5		Zmiana ceny: 6m		-1,3%	
P/BV	0,5	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m		-23,4%	
EV/EBITDA	3,4			5,5		5,1		Min (52 tyg.)		52,3	
DYield (%)	7,2	6,5		2,9		2,9		Max (52 tyg.)		90,7	

Lepsze dane makro z Chin i USA pozytywnie wpłynęły na ceny metali przemysłowych, a cena miedzi oscyluje na poziomie 4 800 USD/t. Z najnowszej prognozy ICSG wynika, że w br. rynek miedzi będzie zbilansowany, a w przyszłym roku należy oczekiwać pierwszej od 9 lat nadwyżki podaży (163 tys. ton). W br. produkcja miedzi rafinowanej wzrosła o 2,2%, a w roku przyszłym o 1,7% (głównie w Chinach). Światowy popyt na surowiec ma zwiększyć się o 1,5% w 2016 i o 1% w 2017. Produkcja miedzi „górnicy” w br. wzrosła o 4% (Peru, Meksyk) i pozostanie na zbliżonym poziomie w kolejnym roku. Analitycy COBA oczekują, że prognozy ICSG w zakresie podaży metalu są zbyt ostrożne. W październiku zapasy miedzi obniżyły się o 37,8 tys. ton do 511,2 tys. ton.

W krótkim okresie na wyniki spółki będzie miało wpływ uruchomienie pieca zawieszinowego w Hucie Głogów (przestój od połowy lipca do października/listopada), co również odbije się negatywnie na wynikach spółki matki w 3. i 4. kwartale (sprzedaż koncentratu uzupełniona sprzedażą zapasów wyrobów gotowych). Zaskakującą informacją było odwołanie prezesa Krzysztofa Skóry. Na jego miejsce powołany został Radosław Domagalski – były już podsekretarz stanu w Ministerstwie Rozwoju. Pojawienie się w zarządzie „człowieka Morawieckiego” tuż przed ogłoszeniem nowej strategii spółki może oznaczać większe zaangażowanie KGHM w „polskie” projekty i szybsze wyjście z inwestycji zagranicznych. Podtrzymujemy rekomendację redukuje dla akcji spółki.

LW Bogdanka										sprzedaj	
Analitik: Michał Marczak		Cena bieżąca:		70,03 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03	
		Cena docelowa:		33,00 PLN							
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)			
Przychody	2 013,6	1 885,4	-6,4%	1 966,4	4,3%	1 946,9	-1,0%	Liczba akcji (mln)		34,0	
EBITDA	750,0	58,8	-92,2%	680,0	1057,3%	603,3	-11,3%	MC (cena bieżąca)		2 381,0	
marża EBITDA	37,2%	3,1%		34,6%		31,0%		EV (cena bieżąca)		2 791,3	
EBIT	362,3	-326,2		312,3		229,0	-26,7%	Free float		100,0%	
Zysk netto	272,4	-279,7		221,3		178,2	-19,5%				
P/E	8,7			10,8		13,4		Zmiana ceny: 1m		15,9%	
P/CE	3,6	22,6		4,0		4,3		Zmiana ceny: 6m		50,6%	
P/BV	0,9	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m		59,6%	
EV/EBITDA	4,0	48,4		4,1		4,6		Min (52 tyg.)		30,4	
DYield (%)	8,3	5,0		0,0		5,0		Max (52 tyg.)		70,0	

W ostatnim miesiącu spółka podpisała ważne umowy zapewniające jej rynek zbytu na węgiel w kolejnych latach. Umowy zostały zawarte ze spółkami: ENGIE Energia Polska S.A. (przedłużenie okresu dostaw do Elektrowni Połaniec z 2019 do 2021), DTEK (ukraiński odbiorca kupi w tym roku w formule spotowej ok. 150 tys. ton) oraz Enea (zwiększenie oraz wydłużenie okresu dostaw). W przypadku tej ostatniej, najważniejszej dla spółki umowy (szacujemy, że dotyczy ok. połowy rocznej produkcji, gdzie odbiorcą jest główny akcjonariusz), kluczowym parametrem pozostają ceny sprzedaży surowca. W minionym miesiącu cena węgla energetycznego w ARA wzrosła

już do 87 USD/t, a węgla w Newcastle do 115 USD/t. Po uwzględnieniu kaloryczności węgla cena ARA to już blisko 16 PLN/GJ. We wrześniu po raz pierwszy wzrosły ceny węgla krajowego. Indeks PSCMI1/T wzrósł o 4,4% do 197,09 PLN/t (wzrost m/m o 4,4%), a PSCMI1/Q (węgiel dla energetyki) o 4,6% m/m (8,91 PLN/GJ). Po słabym lipcu i sierpniu indeks cenowy za 3Q dla węgla dla energetyki zawodowej jest o 1,5% niższy niż w 2Q br. Zapasy węgla w kopalniach spadły do 3,4 mln ton w stosunku do 4,1 mln ton w lipcu. Biorąc pod uwagę obecną cenę akcji spółki na GPW podtrzymujemy zalecenie sprzedaj.

Przemysł

Elemental kupuj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 3,67 PLN		Cena docelowa: 4,60 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-06-13		
(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)
EBITDA	39,2	62,2	58,7%	66,4	6,7%	79,7	20,1%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	5,1%	6,7%		7,2%		8,1%		EV (cena bieżąca)
EBIT	32,9	54,1	64,6%	58,0	7,3%	70,8	22,0%	Free float
Zysk netto	31,1	45,5	46,3%	48,7	6,9%	59,4	21,9%	
P/E	18,7	13,7		12,8		10,5		Zmiana ceny: 1m
P/CE	15,5	11,7		11,0		9,2		Zmiana ceny: 6m
P/BV	2,1	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	15,6	11,5		10,5		8,2		Min (52 tyg.)
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)

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. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Grupy Elemental.

Famur trzymaj								
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 4,30 PLN		Cena docelowa: 2,20 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-04-06		
(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)
EBITDA	275,9	183,0	-33,7%	203,9	11,4%	223,0	9,4%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	38,9%	22,9%		27,1%		26,5%		EV (cena bieżąca)
EBIT	121,9	42,1	-65,5%	61,2	45,2%	101,4	65,7%	Free float
Zysk netto	100,3	51,2	-48,9%	48,6	-5,1%	84,0	72,9%	
P/E	20,7	40,4		42,6		24,6		Zmiana ceny: 1m
P/CE	8,1	10,8		10,8		10,1		Zmiana ceny: 6m
P/BV	2,5	2,4		2,3		2,1		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	7,6	11,6		9,8		8,6		Min (52 tyg.)
DYield (%)	19,5	0,0		0,0		1,0		Max (52 tyg.)

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:		61,27 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)	4 882,2
marża EBITDA	9,3%	17,0%		15,5%		13,8%		EV (cena bieżąca)	5 203,4
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		11,7		5,8		6,0		Zmiana ceny: 1m	5,6%
P/CE		7,2		4,5		4,5		Zmiana ceny: 6m	19,0%
P/BV	1,2	1,4		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	15,0%
EV/EBITDA	6,4	3,4		3,8		3,8		Min (52 tyg.)	41,0
DYield (%)	0,0	1,6		1,6		3,4		Max (52 tyg.)	63,0

Wyniki fiskalnego 4Q'16 były lekko poniżej naszych oczekiwań na poziomie EBITDA i EBIT oraz znacząco poniżej prognoz na poziomie netto. 2016 rok Kernel zakończył ze wskaźnikiem długu netto do EBITDA na poziomie 0,9x. Zarząd jednocześnie zarekomendował 0,25 USD na akcję dywidendy z zysku (oczekiwane) oraz oczekuje podniesienia ratingu długu Fitch w związku ze spadkiem wskaźnika poniżej 1,0x. Spółka zamierza wzmocnić możliwości Spółki w zakresie eksportu zbóż dzięki budowie nowego terminala przeładunkowego o mocach około 4 mln ton (oczekiwane otwarcie w 2018 roku). Kernel oczekuje

wzrostu wolumenu przerobu słonecznika z 2,7 mln ton do 3,0 mln ton w sezonie 2016/2017 (nasze oczekiwania to 2,9 mln ton). Zarząd nie spodziewa się natomiast odbicia marży na przerobie ziarna (wyższe zbiory zostaną spożytkowane przez nowe moce produkcyjne – nasz scenariusz bazowy). Ponadto dzięki bardzo dobrym zbiorom zbóż w Grupie (zbiory z hektara kukurydzy +19% r/r, pszenicy +15% r/r) Zarząd Kernel oczekuje powtórzenia wyniku EBITDA segmentu produkcji rolnej (146 mln USD) w sezonie 2016/2017 (nasze dotychczasowe oczekiwania to 110 mln USD). Tym samym nasze prognozy na

Kęty		trzymaj									
Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		380,00 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)	3 592,4		
marża EBITDA	17,0%	16,6%		17,3%		17,5%		EV (cena bieżąca)	3 994,7		
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	21,1	17,1		14,3		17,3		Zmiana ceny: 1m	-1,8%		
P/CE	14,0	11,9		9,9		11,0		Zmiana ceny: 6m	16,7%		
P/BV	3,0	2,8		2,6		2,5		Zmiana ceny: 12m	37,7%		
EV/EBITDA	12,1	11,4		10,6		10,1		Min (52 tyg.)	266,4		
DYield (%)	2,6	3,8		3,4		3,6		Max (52 tyg.)	402,9		

Wyniki Grupy Kęty w 3Q'16 okazały się zgodne z wcześniej opublikowaną prognozą Zarządu. 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. Naszym zdaniem obecnie rynek oczekuje na aktualizację celów strategii, jakie Spółka prawdopodobnie przedstawi wraz z publikacją prognozy na 2017 rok. Ryzykiem dla wyników 2017 roku jest oczekiwane rozpoczęcie pracy

nowego zakładu w segmencie opakowań giętkich. Według Zarządu oczekiwane niskie obłożenie w pierwszym roku działalności skutkować będzie stratą na poziomie EBITDA nowej linii produkcyjnej. Zarząd przy okazji publikacji wyników za 3Q'16 po raz pierwszy od dłuższego czasu wyraził chęć przeprowadzenia akwizycji oraz budowy kolejnej, czwartej linii biznesowej. Duża akwizycja może naszym zdaniem być zagrożeniem dla realizowanej polityki dywidendowej w przyszłości. Wkrótce przedstawimy aktualizację naszych prognoz. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla akcji Grupy Kęty.

UNIWHEELS
akumuluj

Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 197,50 PLN						Data ostatniej aktualizacji:	2016-10-19
		Cena docelowa: 224,20 PLN							
(mln EUR)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	362,6	436,5	20,4%	451,8	3,5%	521,0	15,3%	Liczba akcji (mln)	12,5
EBITDA	46,8	58,7	25,3%	67,6	15,3%	82,3	21,7%	MC (cena bieżąca)	2 464,8
marża EBITDA	12,9%	13,4%		15,0%		15,8%		EV (cena bieżąca)	2 638,5
EBIT	32,6	43,9	34,5%	48,2	9,7%	61,3	27,2%	Free float	38,7%
Zysk netto	22,8	40,7	78,7%	46,5	14,4%	59,4	27,7%		
P/E	20,1	14,0		12,3		9,6		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/CE	12,4	10,3		8,6		7,1		Zmiana ceny: 6m	37,3%
P/BV	5,5	2,9		2,4		2,1		Zmiana ceny: 12m	65,8%
EV/EBITDA	11,7	9,9		9,0		7,3		Min (52 tyg.)	113,2
DYield (%)	0,0	1,8		3,6		4,1		Max (52 tyg.)	224,4

UNIWHEELS w swojej nowej strategii na lata 2016-2022 zakłada wzrost mocy produkcyjnych do poziomu około 14 mln sztuk rocznie. Szacujemy, że koszt budowy zakładu w nowej lokalizacji wyniesie około 100 mln EUR (+16% vs. budżet zakładu numer 3 w Stalowej Woli), a jego moce produkcyjne sięgną 2,0 mln felg w skali roku. W efekcie Uniwheels po obłożeniu obecnie rozbudowanych mocy produkcyjnych będzie mógł w dalszym ciągu kontynuować wzrost wolumenu sprzedaży i wyników finansowych po 2019 roku. Według naszych estymacji,

mimo oczekiwanych nakładów inwestycyjnych przepływ gotówki z działalności operacyjnej w kolejnych latach powinien przewyższać wielkość nakładów inwestycyjnych, co w efekcie będzie się przekładać na pozytywne wolne przepływy gotówki i utrzymanie bieżącej polityki dywidendowej (50% wyniku netto na dywidendę). W krótkim terminie na sentymencie do akcji może ciążyć możliwa podaż od głównego właściciela. Podtrzymujemy naszą rekomendację „akumuluj” dla Grupy UNIWHEELS.

Vistal
kupuj

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		9,95 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)	141,4		
marża EBITDA	13,9%	10,3%		10,9%		10,7%		EV (cena bieżąca)	362,7		
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	11,5	9,9		7,6		6,5		Zmiana ceny: 1m	1,8%		
P/CE	4,7	5,0		4,1		3,8		Zmiana ceny: 6m	-1,1%		
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	-9,0%		
EV/EBITDA	7,2	8,6		7,3		6,9		Min (52 tyg.)	7,9		
DYield (%)	0,0	3,0		4,0		5,3		Max (52 tyg.)	10,9		

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

obrotów na poziomie 456,8 mln PLN (+11,3% r/r), EBITDA 49,8 mln PLN (+18,5% r/r) oraz wyniku netto 18,7 mln PLN (+31,3% r/r). 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). Oczekujemy rosnących r/r wyników w 3Q'16 na każdym poziomie rezultatów. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji spółki Vistal.

Budownictwo

Budimex		akumuluj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		195,10 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)	4 980,9		
marża EBITDA	5,5%	6,1%		7,4%		7,2%		EV (cena bieżąca)	2 654,8		
EBIT	247,3	292,2	18,2%	391,4	34,0%	438,6	12,1%	Free float	34,2%		
Zysk netto	192,0	235,8	22,9%	320,3	35,8%	366,3	14,3%				
P/E	25,9	21,1		15,6		13,6		Zmiana ceny: 1m	-5,7%		
P/CE	23,2	19,3		14,5		12,8		Zmiana ceny: 6m	2,7%		
P/BV	9,6	8,3		7,0		6,6		Zmiana ceny: 12m	-8,2%		
EV/EBITDA	11,9	8,4		6,4		5,9		Min (52 tyg.)	168,1		
DYield (%)	6,1	3,1		4,2		6,4		Max (52 tyg.)	218,0		

Wyniki Budimeksu za 3Q'16 przekroczyły nasze oczekiwania i stwarzają szansę na przekroczenie naszych prognoz finansowych w całym 2016 r. (szacunkowo o 5-10%). Kolejny kwartał z rzędu marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym osiągnęła dwucyfrowy poziom i w okresie 9M'16 wyniosła około 11%. Tym bardziej zaskakujące było stwierdzenie Prezesa Blochera w wywiadzie udzielonym po wynikach, że w 2017 r. Budimex może osiągnąć wyższą rentowność. Nie wykluczone, że Prezes miał na myśli marże na niższym poziomie wyników (powinny one rosnać choćby ze względu na dźwignię operacyjną przy rosnących przychodach). Tak

czy inaczej, jeśli w naszych prognozach na 2017 r. założylibyśmy 11% marżę segmentu budowlanego (vs. 9,5% w sierpniowym raporcie), nasza prognoza skonsolidowanego ZN'17 przekroczyłaby 400 mln PLN. Słaba koniunktura w budownictwie paradoksalnie powinna wspierać powyższy scenariusz (utrzymanie niskich kosztów przy wysokim portfelu zamówień). Przypominamy, że segment budowlany nie będzie w 2017 r. jedynym źródłem wzrostu. Działalność mieszkaniowa powinna przynieść o 20-25 mln PLN wyższy ZN niż w 2016 r. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Elektrobudowa		kupuj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		98,00 PLN				Data ostatniej aktualizacji:	2015-12-03
		Cena docelowa:		166,50 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 108,3	1 242,8	12,1%	1 052,3	-15,3%	1 043,7	-0,8%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	49,3	77,7	57,7%	86,4	11,2%	87,9	1,8%	MC (cena bieżąca)	465,3
marża EBITDA	4,4%	6,3%		8,2%		8,4%		EV (cena bieżąca)	411,1
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	17,0	9,3		8,4		8,2		Zmiana ceny: 1m	-8,4%
P/CE	11,4	7,2		6,8		6,6		Zmiana ceny: 6m	-15,0%
P/BV	1,4	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	-37,6%
EV/EBITDA	10,3	5,2		4,8		4,3		Min (52 tyg.)	87,0
DYield (%)	2,0	0,0		4,1		7,1		Max (52 tyg.)	158,5

W październiku Elektrobudowa uzgodniła z AREVA warunki kolejnego aneksu na kontrakcie w Finlandii o wartości około 118 mln PLN, co ma duże znaczenie dla naszych prognoz na 2017 r. Mimo zakończenia realizacji w połowie 2016 r. największej inwestycji spółki (nowy blok w Tychach dla Tauronu), portfel zamówień na 2017 r. wygląda solidnie, a nasze prognozy finansowe są realne. Niestety czynniki ryzyka, które stały za spadkiem kursu Elektrobudowy w pierwszej połowie roku, nie zostały jeszcze w pełni zażegnane: (1) nieoczekiwane straty/rezerwy na pojedynczych kontraktach, (2) kwoty należne od PSE w kontraktach na linie przesyłowe, (3) spór z ZUE,

(4) roszczenia względem NCS, (5) finalne rozliczenie kontraktu w Tychach. Uważamy, że spółka potrzebuje kilku stabilnych kwartałów bez negatywnych zaskoczeń, by ponownie wzbudzić zaufanie inwestorów. Obecna wycena rynkowa Elektrobudowy z około 20% dyskontem do grupy porównawczej na P/E'17 i EV/EBITDA'17 wskazuje, że rynek wciąż poważnie traktuje wspomniane czynniki ryzyka. Potencjalnie przestrzeń do wzrostu kursu jest znacząca, zakładając, że w trakcie 2017 r. spółka zdoła nimi skutecznie zarządzić. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Erbud kupuj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 28,00 PLN		Cena docelowa: 36,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-02-03		
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)
Przychody	1 693,8	1 763,3	4,1%	1 620,5	-8,1%	1 761,2	8,7%	Liczba akcji (mln)
EBITDA	52,7	62,1	17,9%	66,3	6,8%	71,2	7,3%	MC (cena bieżąca)
marża EBITDA	3,1%	3,5%		4,1%		4,0%		EV (cena bieżąca)
EBIT	43,8	51,5	17,7%	55,3	7,3%	59,9	8,3%	Free float
Zysk netto	27,2	27,8	2,5%	35,6	27,8%	39,2	10,0%	
P/E	13,2	12,8		10,0		9,1		Zmiana ceny: 1m
P/CE	9,9	9,3		7,7		7,1		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	5,3	4,7		4,9		4,6		Min (52 tyg.)
DYield (%)	2,6	1,8		4,3		5,0		Max (52 tyg.)

Po bardzo udanym pod względem nowych zamówień 3Q'16, w październiku Erbud poinformował o 5 nowych kontraktach o łącznej wartości niemal 200 mln PLN. Połowa z nich dotyczy segmentu energetycznego, który wciąż nie generuje oczekiwanych przez nas wyników. Szacujemy, że na koniec września portfel zamówień Erbudu wyniósł rekordowe 1,7 mld PLN i wiele wskazuje na to, że z równie mocnym portfelem Erbud wejdzie w 2017 r. Przy około 30-procentowym wzroście backlogu r/r nasza prognoza około

9-procentowego wzrostu przychodów w 2017 r. ma szansę być przekroczona. Zwracamy uwagę, że nasza prognoza wyników finansowych na 2016 r. nie uwzględnia 36 mln PLN jednorazowej straty na sprzedaży spółki zależnej - Budlex, co miało miejsce w 2Q'16. Dodatni przepływ pieniężny związany z powyższą transakcją będzie miał miejsce w 4Q'16, stąd liczymy na silną pozycję gotówkową na koniec bieżącego roku. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Unibep akumuluj								
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 10,85 PLN		Cena docelowa: 12,10 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-11-04		
(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	19,2	16,1		11,4		9,2		Zmiana ceny: 1m
P/CE	14,2	12,1		9,2		7,7		Zmiana ceny: 6m
P/BV	1,9	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m
EV/EBITDA	10,1	10,6		7,1		5,9		Min (52 tyg.)
DYield (%)	1,1	1,4		1,6		2,8		Max (52 tyg.)

Na początku października portfel zamówień Unibepu wynosił około 1,2 mld PLN. W listopadzie spółka powiększyła go szacunkowo o 80 mln PLN w trzech kontraktach, co w około 85% wypełnia nasze przyszłoroczne prognozy. W 2017 r. 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. Po spadku kursu Unibepu o 8% m/m podnosimy naszą rekomendację dla akcji spółki z trzymaj do akumuluj.

Deweloperzy

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

Od maja br. kurs Capital Park znajduje się w trendzie bocznym z wyjątkowo niewielkim zakresem wahań. Biorąc pod uwagę brak przełomowych i zaskakujących informacji ze spółki w ostatnich kwartałach, powyższe zachowanie kursu nie stanowi niespodzianki. Ciekawe zdarzenia mają natomiast miejsce w otoczeniu spółki. Ostatnia transakcja na Q22 wskazuje na kompresję stóp kapitalizacji najlepszych obiektów biurowych w Warszawie. Czysze najmu pozostają natomiast stabilne pomimo rekordowej podaży powierzchni biurowej oraz wzrostu pustostanów. Uważamy, że realnym scenariuszem w Capital Park jest sprzedaż w 2017 r. Kompleksu Eurocentrum, w którym następuje stopniowy wzrost poziomu wynajęcia. Ponadto uważamy, że spółka jest w stanie sprzedać obiekt

przynajmniej po wartości księgowej. W 2017 r. powinien nastąpić długo wyczekiwany start inwestycji Art Norblin. Zarząd intensywnie pracuje nad zwiększeniem udziału powierzchni handlowo-usługowej w powyższym projekcie, co zapewniłoby mu przewagę konkurencyjną względem sąsiednich inwestycji. Same wyniki za 3Q'16 raczej nie dostarczą argumentów do kupna akcji Capital Park (negatywny wpływ różnic kursowych). Liczymy natomiast, że wyniki za 4Q'16 będą zdecydowanie lepsze. Będzie w nich widać pozytywny wpływ (1) wzrostu wynajęcia powierzchni, (2) refinansowania kredytu na Eurocentrum, (3) wyceny portfela nieruchomości. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Dom Development kupuj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		58,15 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)	1 441,1
marża EBITDA	9,3%	11,6%		14,4%		16,7%		EV (cena bieżąca)	1 487,5
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	25,9	17,8		11,4		9,6		Zmiana ceny: 1m	-3,6%
P/CE	24,4	16,9		11,0		9,3		Zmiana ceny: 6m	3,8%
P/BV	1,7	1,6		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	5,7%
EV/EBITDA	20,4	15,1		9,3		7,7		Min (52 tyg.)	45,6
DYield (%)	3,8	3,9		5,6		8,7		Max (52 tyg.)	62,1

Wyniki Dom Development za 3Q'16 nie wpływają na naszą roczną prognozę, zakładającą 126 mln PLN zysku netto. Kluczowy dla wyników rocznych pozostaje ostatni kwartał roku, w którym spółka powinna przekazać ponad 1100 mieszkań. Tegoroczne inwestycje spółki kończą się najpóźniej w listopadzie, co minimalizuje ryzyko opóźnień w przekazaniach. Tradycyjnie ciekawsza od samych wyników finansowych była konferencja po nich, na której zarząd optymistycznie wypowiadał się o kondycji rynku mieszkaniowego oraz perspektywach wyników w

najbliższych latach. Uważamy, że nasza prognoza na 2017 r. (ZN=150 mln PLN, P/E=9,6x, DYield=8,7%) jest bezpieczna, natomiast prognoza na 2018 r. (ZN=161 mln PLN, P/E=9,0x, DYield=10,4%) ma szansę być przekroczona. W oparciu o bieżący bank ziemi Dom Development jest w stanie (przy stabilnym rynku mieszkaniowym) zakończyć budowę niemal 3400 lokali w 2018 r. W powyższym scenariuszu założone przez nas 2800 przekazania w 2018 r. można uznać za konserwatywną liczbę. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Echo Investment trzymaj

Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		5,24 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)	2 162,5	
marża EBITDA	115,6%	156,2%		47,0%		56,3%		EV (cena bieżąca)	5 689,8	
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	5,3	4,2		9,7		9,0		Zmiana ceny: 1m	25,4%	
P/CE	5,3	4,2		9,5		8,8		Zmiana ceny: 6m	-25,8%	
P/BV	0,7	0,6		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-23,8%	
EV/EBITDA	7,2	5,9		15,5		13,0		Min (52 tyg.)	4,0	
DYield (%)	0,0	0,0		100,6		0,0		Max (52 tyg.)	8,0	

Pod koniec października Echo zawarło przedwstępna umowę sprzedaży biurowca Q22 w oparciu o stopę kapitalizacji 5,35%. Uważamy, że yield na którym ma dojść do transakcji jest atrakcyjny dla sprzedającego i zarazem niższy od stóp kapitalizacji wskazywanych przez firmy doradcze jako „prime yield” dla warszawskiego rynku nieruchomości. Na podstawie zaprezentowanych danych nie jesteśmy w stanie oszacować zysku, jaki zostanie wygenerowany na transakcji. Szacujemy jednak, że wartość transakcji wyniesie około 1,1 mld PLN (część środków ze sprzedaży zostanie przeznaczona na spłatę kredytu).

Ponadto szacujemy, że znaczna część zysku deweloperskiego została wykazana w wynikach za 2015 r. i 1H'16, a przyszły zysk z transakcji sprzedaży nie powinien być znaczący ze względu na obowiązującą opcję między Echo a Panem Michałem Sołowowem, dotyczącą obiektu Q22. Sprzedaż Q22 wraz z wcześniejszą transakcją sprzedaży 7 biurowców na początku października, powinny wygenerować nadwyżkę pieniężną w 2017 r., co zwiększa szansę na dywidendę. Uważamy, że obecna około 20-procentowa premia do NAV jest uzasadniona. Rekomendujemy trzymanie akcji Echo Investment.

GTC trzymaj

Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		8,02 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)	3 690,9		
marża EBITDA	-99,6%	78,5%		96,0%		168,6%		EV (cena bieżąca)	6 891,7		
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		18,9		11,0		4,9		Zmiana ceny: 1m	-2,8%		
P/CE		18,7		10,9		4,9		Zmiana ceny: 6m	15,1%		
P/BV	1,3	1,3		1,2		1,0		Zmiana ceny: 12m	20,6%		
EV/EBITDA		15,0		13,7		7,5		Min (52 tyg.)	6,4		
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	8,5		

W październiku zmaterializowało się ryzyko o którym pisaliśmy w poprzednich przeglądach miesięcznych. GTC otrzymał od prezydenta m. st. Warszawy odmowę udzielenia pozwolenia na budowę Centrum Handlowego Wilanów. Spółka planuje niezwłocznie złożyć odwołanie od wydanej decyzji. Uważamy, że ścieżka odwoławcza będzie długa, a jej wynik jest niepewny, szczególnie w obecnej sytuacji braku współpracy i wzajemnych oskarżeń między deweloperem a miastem. Utracone korzyści związane z

ewentualnym brakiem realizacji powyższego projektu idą w setki milionów złotych. Wpływ powyższego projektu na wycenę spółki szacujemy na przynajmniej 1,0 PLN na akcję. Podtrzymujemy stanowisko, że bez powyższego projektu potencjał do dalszej aprecjacji akcji GTC jest ograniczony. Jednocześnie, poczynione akwizycje i rozpoczęte inwestycje w ostatnich kwartałach uzasadniają obecną wycenę akcji spółki z około 20% premią do wartości księgowej. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Robyg									
kupuj									
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		2,90 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-10-28	
		Cena docelowa:		3,89 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	409,3	480,4	17,4%	535,2	11,4%	463,5	-13,4%	Liczba akcji (mln)	263,1
EBITDA	61,8	60,8	-1,7%	115,0	89,1%	114,6	-0,3%	MC (cena bieżąca)	763,0
marża EBITDA	15,1%	12,7%		21,5%		24,7%		EV (cena bieżąca)	1 174,7
EBIT	60,5	59,0	-2,3%	112,7	90,9%	112,4	-0,3%	Free float	16,5%
Zysk netto	42,3	79,7	88,5%	94,4	18,4%	90,9	-3,7%		
P/E	18,0	9,6		8,1		8,4		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/CE	17,4	9,4		7,9		8,2		Zmiana ceny: 6m	-8,8%
P/BV	1,7	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	14,6%
EV/EBITDA	15,2	16,6		10,2		9,8		Min (52 tyg.)	2,4
DYield (%)	2,8	3,8		6,9		7,9		Max (52 tyg.)	3,2

W 1H'16 Robyg zainwestował w nowe grunty kwotę niemal 200 mln PLN, a licząc od początku 2015 r. około 370 mln PLN, pozyskując działki o potencjale ok. 9500 lokali i płacąc za nie średnio 960 PLN/PUM w Warszawie oraz 590 PLN/PUM w Gdańsku. Spółka dysponuje najliczniejszym bankiem ziemi spośród spółek notowanych na GPW, teoretycznie pozwalającym w 100% wykonać nasze prognozy wyników na lata 2016-2019 i pozwalającym zwiększyć wolumeny sprzedaży mieszkań w przyszłym roku do prognozowanych 2900 lokali z około 2750 w roku

bieżącym. Przy obecnych cenach mieszkań marże na pozyskanych nowych gruntach powinny oscylować wokół 30% vs. około 25% średnioważonej rentowności na projektach rozliczanych w wynikach 2016 r., co powinno przełożyć się na wzrost wyników dewelopera w najbliższych trzech latach. W raporcie z 28 października podnieśliśmy prognozy finansowe o 12-15% na lata 2016-2017 oraz o kolejne 54% na 2018 r. uwzględniając ostatnie zakupy gruntów i marże wyższe od wcześniejszych oczekiwań. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Handel

AmRest redukuj									
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca: 245,00 PLN		Cena docelowa: 236,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-09-16	
(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)	5 197,4
marża EBITDA	10,7%	12,6%		12,5%		12,3%		EV (cena bieżąca)	6 331,2
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	100,6	32,5		29,7		25,4		Zmiana ceny: 1m	0,8%
P/CE	20,2	13,5		11,6		9,6		Zmiana ceny: 6m	9,8%
P/BV	5,7	5,0		4,0		3,5		Zmiana ceny: 12m	36,1%
EV/EBITDA	19,4	14,5		12,0		9,8		Min (52 tyg.)	165,4
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,6		Max (52 tyg.)	262,5

W X'16 spółka opublikowała wstępne dane sprzedażowe w 3Q'16, w których utrzymany został pozytywny trend w sprzedaży porównywalnej zaprezentowany w poprzednich kwartałach. Efektywność sprzedaży/restaurację w 3Q'16 została poprawiona w regionie CEE (+6,5% R/R), WE (+9,4% R/R) oraz w Rosji (+12% R/R; silne wzrosty sprzedaży w walucie lokalnej oraz ustabilizowanie się kursu RUBPLN). Spadek sprzedaży/restaurację został odnotowany na rynku chińskim (-14,2% R/R), gdzie negatywnie na wynik wpłynęła sytuacja konsumenta na rynku oraz dewaluacja CNY. Oczekujemy, że w wynikach za 3Q'16, marża EBITDA zmniejszy się o 1.1p.p. R/R do 13,2% ze względu na: i) presję na koszty wynagrodzeń na rynku polskim; oraz ii) konsolidację przejętego biznesu niemieckiego

(znacznie niższa rentowność na poziomie EBITDA niż w rentowność w Grupie AmRest). Uważamy, że obecna wycena z nawiązką ujmuje poprawę wyników przez spółkę. Wskazujemy na potencjalne ryzyko konieczność zmiany płaconej stawki VAT z 5% do 8% oraz ryzyko wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę. Jednocześnie stopniowy wzrost cen żywności oraz presja na koszty wynagrodzeń, mogą negatywnie wpłynąć na marżę osiąganą 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									
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca: 191,10 PLN		Cena docelowa: 181,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-08-03	
(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)	7 485,0
marża EBITDA	14,7%	14,0%		14,3%		14,9%		EV (cena bieżąca)	8 534,0
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	34,3	29,9		27,7		20,4		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/CE	27,5	23,5		21,8		16,5		Zmiana ceny: 6m	12,2%
P/BV	7,7	6,5		5,7		4,6		Zmiana ceny: 12m	13,8%
EV/EBITDA	26,2	23,8		18,5		14,1		Min (52 tyg.)	109,0
DYield (%)	0,8	1,6		1,1		0,8		Max (52 tyg.)	199,1

Kurs akcji spółki wzrósł o około 10% w X'16. Spółka zaraportowała bardzo dobre wyniki sprzedażowe za X'16, które były wspierane przez częściowe przesunięcie popytu z IX'16, pięć weekendów sprzedażowych w X'16 oraz sprzyjające warunki pogodowe. Skonsolidowana sprzedaż spółki wzrosła o 47,1% R/R do 460 mln PLN. Sprzedaż zrealizowana we własnych salonach detalicznych wzrosła o 36,5% R/R do 402 mln PLN w X'16, co jest tempem znacznie wyższym niż wzrost powierzchni sprzedażowej R/R oraz implikuje około 11% poprawę sprzedaży/mkw. R/R. Warto podkreślić, że wrzesień i październik są najważniejszymi miesiącami dla spółki pod względem kontrybucji do wyniku. 10 listopada spółka opublikuje wyniki za 3Q'16. Opublikowane rezultaty powinny być słabe ze względu na niską sprzedaż w IX'16. Oczekujemy, że spółka zaraportuje przychody/EBIT/

EBITDA/zysk netto na poziomie odpowiednio 661/21/38/11,2 mln PLN co oznacza zmianę R/R o odpowiednio 29%/-13,5%/2,1%/-67%. Naszym zdaniem istotniejszym elementem dla notowań spółki będą wyniki sprzedażowe w kolejnych miesiącach. Jednocześnie uważamy, że pomimo oczekiwanych dobrych wyników sprzedażowych w 4Q'16, zrealizowanie naszej rocznej prognozy na poziomie 387,5 mln PLN EBIT może być wymagające. Pomimo atrakcyjnych perspektyw wzrostu dla spółki, zwracamy uwagę na ryzyko gorszych od zakładanych wyników na rynkach niemieckim i austriackim (spółka podjęła decyzję o ograniczeniu tempa ekspansji na tych rynkach). Uważamy, że walory spółki są odpowiednio wycenione i zalecamy trzymanie akcji CCC.

Eurocash										akumuluj	
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		37,40 PLN				Data ostatniej aktualizacji:		2016-11-04	
		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)	5 195,6		
marża EBITDA	2,4%	2,3%		2,4%		2,5%		EV (cena bieżąca)	5 584,3		
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	28,7	24,4		20,4		17,6		Zmiana ceny: 1m	-13,0%		
P/CE	17,0	14,3		12,8		11,3		Zmiana ceny: 6m	-31,3%		
P/BV	5,2	4,7		4,2		3,7		Zmiana ceny: 12m	-22,1%		
EV/EBITDA	14,7	11,4		10,7		9,1		Min (52 tyg.)	37,4		
DYield (%)	2,1	2,1		2,7		2,5		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 wpłynęły na rozwój sieci Delikatesy Centrum w 2Q'16 (zmniejszenie się liczby sklepów netto o 16 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). Większość z powyższych czynników powinna zostać powielona w 3Q'16. 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 po uwzględnieniu negatywnego wpływu poniższych czynników, obecna wycena spółki jest zbyt niska i rekomendujemy akumulowanie walorów spółki.

Jeronimo Martins		redukuj									
Analitik: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		15,73 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)		9 895,6	
marża EBITDA	5,8%	5,8%		6,0%		6,0%		EV (cena bieżąca)		10 169,2	
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	32,7	29,7		25,7		21,8		Zmiana ceny: 1m		-1,7%	
P/CE	16,9	15,3		13,9		12,5		Zmiana ceny: 6m		10,7%	
P/BV	7,1	7,4		6,3		5,4		Zmiana ceny: 12m		19,6%	
EV/EBITDA	14,2	12,9		11,6		10,0		Min (52 tyg.)		10,9	
DYield (%)	2,1	4,0		1,7		1,9		Max (52 tyg.)		16,4	

Spółka opublikowała dane za 3Q'16, w których widać kontynuację pozytywnych trendów w sprzedaży porównywalnej w najważniejszych liniach biznesowych spółki. Po stronie rentowności biznesu na poziomie EBITDA, wysoki wzrost Ifl pozwolił na poprawę marży EBITDA pomimo rosnących kosztów wynagrodzeń. Oczekujemy, że podwyżka płac ogłoszona pod koniec IX'16 może wywierać presję na rentowność polskiego biznesu w kolejnych kwartałach. Pewnym zaskoczeniem był relatywnie wysoki spadek rentowności biznesu portugalskiego w 3Q'16. 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 walorów spółki. Sieć Ara powiększyła się o 129 sklepów netto R/R do 183 placówek na koniec 3Q'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 walorów Jeronimo Martins.

LPP		trzymaj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		5 615 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-11-04	
		Cena docelowa:		5 500 PLN					
(mln PLN)	2014	2015	zmiana	2016P	zmiana	2017P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 769,3	5 130,3	7,6%	6 006,8	17,1%	6 903,3	14,9%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	802,8	726,8	-9,5%	589,0	-19,0%	912,4	54,9%	MC (cena bieżąca)	10 304,7
marża EBITDA	16,8%	14,2%		9,8%		13,2%		EV (cena bieżąca)	11 136,5
EBIT	609,1	503,2	-17,4%	339,8	-32,5%	641,2	88,7%	Free float	68,9%
Zysk netto	479,5	352,0	-26,6%	260,0	-26,1%	494,8	90,3%		
P/E	21,2	28,9		39,6		20,8		Zmiana ceny: 1m	12,3%
P/CE	15,1	17,7		20,2		13,5		Zmiana ceny: 6m	1,4%
P/BV	6,2	5,4		4,9		4,2		Zmiana ceny: 12m	-18,0%
EV/EBITDA	13,2	14,8		18,9		11,9		Min (52 tyg.)	3 820,0
DYield (%)	1,7	0,6		0,9		1,3		Max (52 tyg.)	7 090,0

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), natomiast w październiku sprzedaż wzrosła o 23,8% R/R do 614 mln PLN (vs. wzrost powierzchni o 11% R/R). Poprawa sprzedaży porównywalnej wskazuje na dobry odbiór kolekcji jesienno-zimowej spółki. Wraz z dobrą dynamiką sprzedaży, szacunkowa marża brutto na sprzedaży spółki została poprawiona o 1p.p. R/R do 60% w X'16. (kolejny miesiąc poprawy). 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 powyższych trendów

podtrzymywać pozytywny sentyment do spółki. Zgodnie z zapowiedziami zarządu LPP, pełnego efektu poprawy kolekcji należy oczekiwać wraz z sezonem wiosna-lato'17 oraz jesień-zima'17. Spółka podała wstępne wyniki za 3Q'16 powyżej naszych oczekiwań (wyniki w 3Q'16 są mało istotne ze względu na sezonowość). Oczekujemy, że wysoka dynamika SG&A/mkw. R/R (około 10% R/R) z 3Q'16, 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 istotny wzrost wyceny spółki w X'16, rekomendujemy trzymanie walorów spółki.

Inne

Work Service		akumuluj									
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		10,84 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	89,1	103,2	15,8%	120,5	16,7%	135,4	12,4%	MC (cena bieżąca)	730,2		
marża EBITDA	5,1%	4,9%		5,1%		5,2%		EV (cena bieżąca)	1 025,7		
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	20,1	22,2		15,4		12,7		Zmiana ceny: 1m	-6,6%		
P/CE	20,1	16,5		11,9		9,9		Zmiana ceny: 6m	-1,9%		
P/BV	1,9	2,0		1,7		1,4		Zmiana ceny: 12m	-33,4%		
EV/EBITDA	9,8	10,0		8,5		7,4		Min (52 tyg.)	8,8		
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	16,3		

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Work Service. W długim terminie. Po (1) restrukturyzacji rynku niemieckiego oraz (2) optymalizacji kosztowej całej grupy, Work Service będzie generować solidne FCF oraz stanowić ciekawy podmiot do przejęcia przez zachodnie grupy kapitałowe. Ponadto, Work Service wykazuje ciągle wysokie tempo wzrostu przychodów na głównych rynkach, w zakresie pracy tymczasowej, jak i wysokomarżowego outsourcingu. Jednak z

drugiej strony krótkoterminowa perspektywa wypada dość blado. Spodziewamy się, że wyniki za 3Q'16 będą ciągle rozczarowujące: wynik EBITDA niższy R/R o 6% przez wysokie koszty SG&A, a netto może być niższy aż o 40% R/R ze względu na wysoką efektywną stopę podatkową i wysoki udział akcjonariuszy mniejszościowych. Kluczowy rynek niemiecki może wygenerować już w 3Q'16 dodatni wynik, jednak ciągle niższy R/R.

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

Eurocash

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2015-11-04	2016-02-02	2016-04-18	2016-10-05	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	49,75	53,74	55,77	43,00	37,40
WIG w dniu rekomendacji	50367,53	44294,89	48095,43	47900,66	47899,61

Komerčni Banka

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2016-02-02	2016-03-04	2016-05-06	2016-06-02	2016-09-29	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	5239,00 CZK	4942,00 CZK	4624,00 CZK	948,00 CZK	834,90 CZK	891,50 CZK
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	46448,27	46430,16	44700,67	47317,71	47899,61

LPP

rekomendacja	redukuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2016-02-02	2016-08-29	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	5410,50	4549,15	5615,00
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	47456,36	47899,61

Synthos

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2015-11-10	2016-02-02	2016-03-15	2016-07-05	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	3,91	3,96	3,66	3,54	4,57
WIG w dniu rekomendacji	49428,71	44294,89	47299,51	44294,15	47899,61

Unibep

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2016-02-02	2016-02-03	2016-09-06	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	9,89	9,89	11,79	10,85
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	43563,88	47980,57	47899,61

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5% do 15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
 Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, 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: 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.klischcz@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