

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 Asseco 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

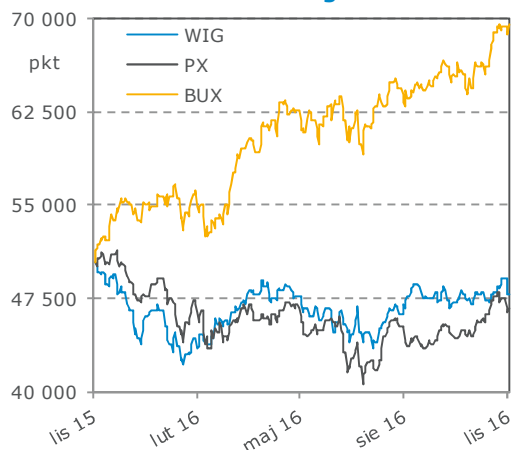
Koniunktura na rynku mieszkaniowym sprzyja spółkom giełdowym z dostępem do kapitału i gruntów. Największy potencjał wzrostu widzimy w LC Corp, Lokum, Vantage, Atalu, Robygu i Dom Development. Niższy potencjał dostrzegamy wśród deweloperów komercyjnych.

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. Komercni Banka	16
5.10. Erste Bank	16
5.11. RBI	17
5.12. OTP Bank	17
6. Ubezpieczyciele	18
6.1. PZU	18
7. Usługi finansowe	19
7.1. Kruk	19
7.2. Prime Car Management	19
7.3. Skarbiec Holding	20
8. Paliwa, chemia	21
8.1. Ciech	21
8.2. Grupa Azoty	21
8.3. Lotos	22
8.4. MOL	22
8.5. PGNiG	23
8.6. PKN Orlen	23
8.7. Polwax	24
8.8. Synthos	24
9. Energetyka	25
9.1. CEZ	25
9.2. Enea	25
9.3. Energa	26
9.4. PGE	26
9.5. Tauron	27
10. Telekomunikacja	28
10.1. Netia	28
10.2. Orange Polska	28
11. Media	29
11.1. Agora	29
11.2. Cyfrowy Polsat	29
11.3. Wirtualna Polska	30
12. IT	31
12.1. Asseco Poland	31
12.2. CD Projekt	31
12.3. Comarch	32
13. Górnictwo i metale	33
13.1. KGHM	33
13.2. LW Bogdanka	33
14. Przemysł	34
14.1. Elemental	34
14.2. Famur	34
14.3. Kernel	35
14.4. Kęty	35
14.5. UNIWHEELS	36
14.6. Vistal	36
15. Budownictwo	37
15.1. Budimex	37
15.2. Elektrobudowa	37
15.3. Erbud	38
15.4. Unibep	38

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

Rynek akcji

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 dynamiki parametrów operacyjnych i stanowi ryzyko dla prognozy wyników w kolejnych latach.
- Nowy prezes UKE Marcin Cichy przedstawił swoją wizję rynku. Cichy podał, że jednym z celów, które sobie stawia w kadencji 2016-2021, jest zahamowanie spadku rynku detalicznego. Jego zdaniem, jego przyczyną jest wciąż niska penetracja usługami szerokopasmowymi, będąca konsekwencją niezadowalającego stanu infrastruktury, na co od lat zwraca Polsce uwagę Komisja Europejska. Cichy wskazał na inwestycje infrastrukturalne i na zamiar wypełnienia zadań nałożonych przez Narodowy Plan Szerokopasmowy. Cichy chce zmienić nieefektywne wykorzystanie i niewystarczającą optymalizację istniejących sieci. Cichy zapowiedział też, że za jego kadencji UKE zajmie się rozdysponowaniem pasma 700 MHz. W sferze regulacji prezes UKE powinien zajmować się deregulowaniem schyłkowych rynków i odchodzić od analiz ex-ante. Cichy nie zamierza zrywać z polityką samoregulacji, zasadzającą się na wypracowywaniu konsensusu przedsiębiorców. Do praktyki teleregulatora wrócą merytoryczne porozumienia, takie jak to z 2009 r. Chce także wdrożyć model kształtowania stawek FTR.
- W takim otoczeniu pod względem atrakcyjności inwestycyjnej preferujemy Orange Polska. 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 rozzarowała, 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 rozzarowujące 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 pobierane 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%

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

Komerční 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
NIEDOWAGAŻENIE (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 abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95

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

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90

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

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