

piątek, 27 stycznia 2017 | opracowanie cykliczne

Rynek akcji w 2017: strategia inwestycyjna

Rynek akcji, makroekonomia

Pozytywny konsensus na sytuację makro i rynek akcji

Pozytywne momentum w globalnym makro i zyskach spółek trwa. Inwestorzy uznali, że wybory w USA to ekonomiczny *game changer* – świat wszedł w fazę reflacji, której konsekwencją będzie wzrost cen ryzykownych aktywów i wyprzedaż na rynku obligacji. Pomimo powszechnego już stymulowania fiskalnego gospodarek (w tym złagodzenie *austerity measures* w strefie euro), banki centralne nadal będą utrzymywały ujemne realne stopy procentowe i silnie akomodacyjną politykę monetarną. Ewentualne opóźnienia w implementacji reformy podatkowej czy programów infrastrukturalnych prezydenta Trumpa mogą być przyczyną lokalnej korekty indeksów.

Geopolityka może zdominować gospodarkę

Czy sprawdzi się ten optymistyczny scenariusz? Naszym zdaniem zależy to od rozwoju sytuacji geopolitycznej, która jest głównym czynnikiem ryzyka dla rynków w roku 2017. W czasie kadencji B. Obamy zawiązał się sojusz Chiny-Rosja-Iran. W ostatnich 18 miesiącach odniósł on szereg sukcesów, głównie kosztem pozycji USA na arenie międzynarodowej (szczególnie widać to w strategicznie ważnym regionie Azji Południowej, gdzie USA całkowicie straciły inicjatywę). W rodzący się nowy układ geopolityczny wpisuje się narastający podział w Europie z Brexitem na czele. To jak USA pod rządami Trumpa odpowiedzą Chinom, pozostaje kluczowym pytaniem na rok 2017. Konfrontacja ekonomiczna oznacza dezaktualizację tegorocznych prognoz.

Najwyższy od '12 wzrost nom. PKB, spadek premii za ryzyko

W Polsce oczekujemy 3,4% wzrostu realnego PKB, przy czym dynamika wzrostu będzie zwiększała się z kwartału na kwartał, żeby w ostatnich trzech miesiącach roku osiągnąć +4%. Biorąc pod uwagę wzrost inflacji do 1,7-2%, w kategoriach nominalnych polska gospodarka będzie rosła najszybciej od 2012 roku. Ostateczna skala przyspieszenia wzrostu PKB będzie zależeć od tempa odbudowywania się inwestycji.

Przyspieszenie wzrostu gospodarczego i skompromitowana opozycja powinny prowadzić do wyciszenia sceny politycznej w Polsce. Dzięki szybko zamykanej luce VAT problem deficytu SFP przestaje być tak istotnym czynnikiem ryzyka, a to ogranicza ryzyko obniżek ratingu Polski. Wicepremier Morawiecki umacnia swoją pozycję w Rządzie (ważne w kontekście przyszłości OFE). W efekcie tych czynników maleje premia za ryzyko.

Napływ kapitału do funduszy akcyjnych

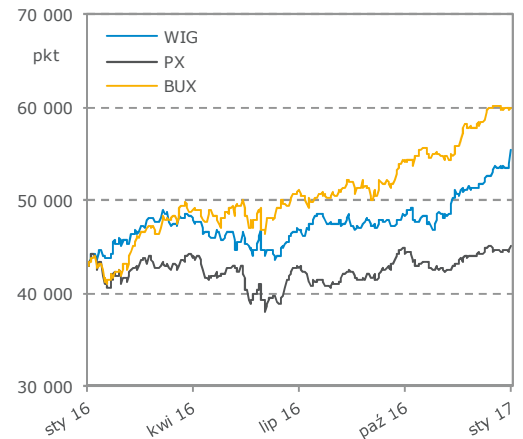
W pozytywnym otoczeniu światowego makro, dopóki wzrost rentowności obligacji odbywa się zgodnie z trajektorią zakładaną przez inwestorów (10Y US Bonds 3% na koniec 2017 roku) realokacja kapitału na rynek akcji powinna dalej być kontynuowana. Dotyczy to również, a może w szczególności, rynku polskiego – przy czym realokacja powinna odbywać się z depozytów do funduszy akcyjnych. Będą temu sprzyjać: dalsza poprawa sentymentu konsumentów, budowanie się historycznej, pozytywnej stopy zwrotu z inwestycji, banki będą wspierać ten trend (szybszy wzrost depozytów niż kredytów, spadek relacji K/D do 1,0x z 1,2x w 2009 roku). Obecnie poziom zaangażowania gospodarstw domowych na GPW to ok. 5% łącznych oszczędności – w relacji do wartości depozytów czy PKB to najniższy udział od co najmniej 2000 roku (przesunięcie 1% depozytów do akcji to blisko 7 mld PLN – takiego napływu nowego kapitału GPW nie odnotowywała od demontażu OFE).

Kluczowe rekomendacje

Największymi beneficjentami trendów makro będą: spółki przemysłowe (Uniwheels, Pflaiderer), handel (Eurocash, Jeronimo, CCC, AmRest), surowce (KGHM, PGNiG i CEZ kontra rafinerie), budownictwo i deweloperzy (Trakcja, Unibep, Budimex, Torpol, Echo, Robyng), banki nie-eksponowane na CHF (Alior, Pekao, Handlowy, Erste). Rośnie prawdopodobieństwo zniesienia sankcji nałożonych na Rosję i otwarcie rynków wschodnich, dlatego zwracamy także uwagę na spółki, które na tym skorzystają (Apator, Amica, Zetkama, LPP, AmRest, CCC, Elektrobudowa, Mercor, Feerum, SecoWarwick, Selena, Fasing, Zamet Industry, Relpol, Ropczyce, Ceramika NG).

WIG	55 560
Średnie P/E 2017	13,1
Średnie P/E 2018	11,9
Średni dzienny obrót (3M)	965 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



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

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

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

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



Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	11
3. Statystyki rekomendacji	12
4. Finanse	14
4.1. Alior Bank	14
4.2. BZ WBK	15
4.3. Getin Noble Bank	16
4.4. Handlowy	17
4.5. ING BSK	18
4.6. Millennium	19
4.7. Pekao	20
4.8. PKO BP	21
4.9. Komerčni Banka	22
4.10. Erste Bank	23
4.11. OTP Bank	24
4.12. PZU	25
4.13. Kruk	26
4.14. Prime Car Management	27
4.15. Skarbiec Holding	28
5. Paliwa, chemia	29
5.1. Ciech	29
5.2. Grupa Azoty	30
5.3. Lotos	31
5.4. MOL	32
5.5. PGNiG	33
5.6. PKN Orlen	34
5.7. Polwax	35
5.8. Synthos	36
6. Energetyka	37
6.1. CEZ	37
6.2. Enea	38
6.3. Energa	39
6.4. PGE	40
6.5. Tauron	41
7. Telekomunikacja, Media, IT	42
7.1. Netia	42
7.2. Orange Polska	43
7.3. Agora	44
7.4. Cyfrowy Polsat	45
7.5. Wirtualna Polska	46
7.6. Asseco Poland	47
7.7. CD Projekt	48
7.8. Comarch	49
8. Przemysł i metale	50
8.1. Kernel	53
8.2. Kęty	54
8.3. KGHM	55
8.4. Stelmet	56
8.5. UNIWHEELS	57
9. Budownictwo	58
9.1. Budimex	59
9.2. Elektrobudowa	60
9.3. Erbud	61
9.4. Unibep	62
10. Deweloperzy	63
10.1. Capital Park	64
10.2. Dom Development	65
10.3. Echo Investment	66
10.4. GTC	67
10.5. Robyg	68
11. Handel	69
11.1. AmRest	69
11.2. CCC	70
11.3. Eurocash	71
11.4. Jeronimo Martins	72
11.5. LPP	73
12. Inne	74
12.1. PBKM	74
13. Ostatnie wydane rekomendacje	76

Rynek akcji

Geopolityka może zdominować gospodarkę

Optymistyczny scenariusz makro dla światowej gospodarki jest silnym konsensusem globalnych banków. Analizę trendów w 2017 zaczynamy jednak od przedstawienia szerszego spojrzenia na sytuację geopolityczną, bo ta naszym zdaniem diametralnie się zmienia i może mieć istotny wpływ na zakładane dziś scenariusze makro. Naszym celem nie jest straszenie konfliktami, ale próba zwrócenia uwagi, że decyzje ekonomiczne (w tym np. dotyczące polityki celnej) mogą wpisywać się w dużo szerszy kontekst.

W czasie kadencji Baracka Obamy zawiązał się sojusz pomiędzy Chinami, Rosją i Iranem (porozumienie euroazjatyckie, tu: CRI), który jest przeciwwagą dla dotychczasowego hegemonu w globalnej geopolityce – paktu USA-UE-Japonia. Ostatnie 12 miesięcy przyniosły szereg sukcesów CRI i wyraźny regres pozycji USA na arenie międzynarodowej.

Każdy z krajów CRI ma aspiracje terytorialne: Chiny – Tajwan, Morze Południowochińskie; Rosja – odzyskanie wpływów w dawnych republikach ZSRR; Iran – wpływy w Azji Środkowo-Wschodniej. Łączy je współpraca gospodarcza (o tym decyduje przede wszystkim gospodarcza pozycja Chin i wielomiliardowe umowy gospodarcze podpisywane z kolejnymi krajami dołączającymi do sojuszu) i wymiana technologii, w tym technologii wojskowych. W ostatnich dwóch latach Rosja i Chiny podpisały szereg umów gospodarczych w tym związanych z ogromnymi inwestycjami Chińczyków w energetykę i infrastrukturę. Dotychczasowe spory terytorialne (Syberia) zostały odłożone.

Największym orężem ekonomicznym CRI jest projekt odbudowy Jedwabnego Szlaku – lądowej drogi handlowej łączącej Azję z Europą Zachodnią. Celem chińczyków, jest niezależnienie wymiany towarowej od transportu morskiego – kontrolowanego przez USA (ważnych handlowo cieśnin). Projekt ten ogłoszony w 2013 roku przez Prezydenta Chin Xi Jinpinga ma być gotowy już w 2025 roku. Wiąże się on z budową ogromnej infrastruktury kolejowej, drogowej oraz lotniczej. W celu finansowania tego projektu powstał m.in. Azjatycki Bank Inwestycji Infrastrukturalnych (kapitał założycielski 100 mld USD, główni udziałowcy to Chiny, Rosja, Indie; przyłączyło się do niego 60 krajów w tym: Wielka Brytania, Australia, Niemcy, Francja i Polska). To ogromna szansa dla Rosji, która liczy na związane z tym projektem inwestycje i późniejsze korzyści wynikające z przepływu towarów.

Ostatni rok to dalszy wzrost strategicznego znaczenia porozumienia euroazjatyckiego, bo wyraźnie zbliżyło się do niego kilka strategicznie ważnych krajów.

Turcja: posiada największą armię w Europie, strategicznie ważny kraj pod względem lokalizacji geograficznej (kontrola cieśniny Bosfor i ważnych szlaków handlowych z Azji do Europy, w tym szczególnie dostaw paliw), odrzucona przez Unię Europejską, skonfliktowana z USA ws. przyszłości Kurdów. W tle mamy szybkie zażegnanie konfliktu związanego z zestrzeleniem rosyjskiego myśliwca w 2015 r. (szczególnie w kontekście długiej historii wojen turecko-rosyjskich) i nieudaną próbę przewrotu w Turcji, po której następuje dalsze zbliżenie z Rosją. Na bazie podpisanych umów wymiana handlowa z Rosją ma wzrosnąć do 100 mld USD vs. 140 mld EUR z UE. Z kolei polityka Rosji koncentruje się na odcięciu Europy od alternatywnego dostępu do ropy i gazu z południa, co pośrednio umożliwia zbliżenie z Turcją.

Filipiny: po wyborach prezydenckich w maju 2016 roku, w zamian za wielomiliardowe chińskie inwestycje i pożyczki, kraj grozi odejściem od 65-letniego sojuszu z USA (na terenie kraju znajdują się bazy wojskowe USA, jeszcze w lutym 2016 podpisane porozumienie wojskowe z Japonią) i nawiązuje porozumienie z Chinami. Filipiny to ważny element rywalizacji o wpływy na Pacyfiku. Analogiczna sytuacja ma miejsce w przypadku sąsiadującej z Filipinami Malezji, która dotychczas była skonfliktowana z Chinami w związku z polityką prowadzoną przez Chiny w basenie Morza Południowochińskiego. Podpisanie wielomiliardowych umów handlowych (listopad 2016) zmieniły retorykę władz Malezji, które obecnie stoją na stanowisku, że spór zostanie rozwiązany na drodze pokojowej, a Chiny to przewidywalny partner.

Ponadto warto zwrócić uwagę na rozszerzającą się współpracę państw BRICS, w tym: powołanie w 2015 roku Nowego Banku Rozwoju, rosnącą wymianę handlową rozliczaną we własnych walutach (w październiku 2016 MFV wprowadził juana do koszyka walut ze specjalnym prawem ciągnięcia SDR, podczas gdy według SWIFT udział juana w światowych rozliczeniach handlowych to niespełna 2,0%, szczyt odnotowano w połowie 2015 r. – 2,79%), a także trwające prace nad własnym systemem rozliczeniowym (obejście SWIFT, którego Amerykanie użyli w 2012 roku do odciążenia Iranu od transakcji bankowych).

Śmiało i „pokojowo sprofilowane” posunięcia Chin osłabiają mocarstwową pozycję USA. W tym kontekście polityka i działania ekonomiczne nowego Prezydenta USA muszą uwzględniać ten nowy porządek. Pytaniem pozostaje, czy USA będą dążyć do konfrontacji ekonomicznej z nowym blokiem czy przyłączą się do niego. Liczne komentarze powybiorcze (oparte m.in. na fakcie że doradcą Trumpa jest H. Kissinger oraz nominacji szefa Exxon Mobil – Rexa Tillersona – na stanowisko Sekretarza Stanu) wskazują, że spodziewane ocieplenie stosunków USA-Rosja miałyby prowadzić do osłabienia sojuszu CRI. Biorąc pod uwagę ilość i skalę przedsięwzięć ekonomicznych w relacjach Rosja-Chiny, wyrwanie Rosji z układu będzie bardzo trudne. W 2017 roku kierunek polityki USA powinien być znany. Ostateczna reakcja rynków będzie zależać od tego, czy będzie konfrontacyjny (fatalna wiadomość dla rynków i globalnego makro) czy ugodowy (co jest bardziej prawdopodobne, a taki pozytywny scenariusz dodatkowo wzmacnia perspektywę makro).

Decyzja Trumpa o odejściu od Transpacyficznej Umowy o Wolnym Handlu (TTP) może wskazywać na odejście USA od roli światowego policjanta (przynajmniej w dotychczasowym wymiarze) i skoncentrowaniu się na polityce wewnętrznej. Zerwanie NAFTA może jednak rzucić w chińskie objęcia również Meksyk, co dla USA jest zupełnie nie do zaakceptowania. Uznanie przez USA działań Rosji na Ukrainie i zniesienie sankcji, wcześniej czy później, oznacza odbudowę stosunków gospodarczych Rosja-UE, a przede wszystkim Rosja-Niemcy, co byłoby szansą również dla polskich firm (w takim scenariuszu problemem może być tylko antyrosyjska retoryka obecnego Rządu). Z drugiej strony, Europa może iść w kierunku podziału na strefę wpływów USA (Wielka Brytania w trakcie Brexitu, Francja – jeśli wygra Le Pen) i układu Rosja-Chiny (Niemcy – współpraca gospodarcza).

W obraz na nowo dzielącego się układu sił wpisuje się Brexit. W styczniowym wystąpieniu Theresa May określiła warunki brzegowe negocjacji z UE, które sprowadzają się do konkluzji: Wielka Brytania jest skłonna zrezygnować z dostępu do wspólnego rynku w zamian za odzyskanie kontroli na granicach. Warto zwrócić uwagę, że Wielka Brytania

naraża się na nasilenie działań separacyjnych ze strony Szkocji czy Irlandii Płn., które wyraźnie opowiedziały się za pozostaniem w UE.

Tegoroczny kalendarz wyborczy w Europie jest bardzo bogaty i w zależności od zwycięskiej opcji politycznej będzie decydował o podziale lub utrzymaniu dotychczasowego statusu UE. Wybory parlamentarne: 15 marca – Holandia, wysokie szanse zwycięstwa populistycznej PVV; wrzesień – Niemcy (sondaże: CDU 36%, SPD 20%, Alternatywa dla Niemiec 13%, Lewica 10%); wybory prezydenckie we Francji w dn. 23 kwietnia – 7 maja (sondaże: Fillon wygrywa w drugiej turze); referendum separacyjne w Katalonii we wrześniu.

W 2017 roku w Polsce brak jest znaczących wydarzeń politycznych – poza codzienną walką polityczną, która w coraz mniejszym stopniu wpływa negatywnie na rynki finansowe. Powrót gospodarki na wzrostową ścieżkę tym bardziej zmniejsza ryzyko polityczne. Oznacza również, że Premier Morawiecki pozostanie w Rządzie, a to z kolei „gwarant” przewidywalności gospodarczej z perspektywy inwestorów zagranicznych i szansa na realizację programu budowy krajowych oszczędności (zamiast likwidacji OFE).

USA wyznacza globalny trend

W opinii większości strategów rynkowych wynik wyborów prezydenckich w USA to *game changer* dla gospodarki i inwestorów. Obniżone podatki, repatriacja kapitału, deregulacja gospodarki i inwestycje infrastrukturalne mają wyprowadzić gospodarkę z okresu powolnego wzrostu i symptomów deflacyjnych. W tym kontekście zakładane przez rynek podwyżki stóp procentowych przez FED nabierają drugorzędного znaczenia. Rynki założyły, że „czarna strona” programu wyborczego nowego Prezydenta, tj. wprowadzenie ceł, a w efekcie prawdopodobne wojny handlowe czy polityka imigracyjna zostaną zablokowane przez Kongres.

Program nowego Prezydenta w dłuższym okresie jest dobry dla posiadaczy akcji, tym niemniej w krótkim okresie ryzyko rozczarowań jest wysokie. Dotyczy to zarówno sytuacji w której dochodzi do opóźnień i potencjalnych konfliktów wewnętrznych przy implementacji „prorynkowych” reform, jak również ryzyka implementacji działań niekorzystnych z perspektywy rynków finansowych. Trudne do pogodzenia jest jednocześnie obniżenie podatków (20% PKB w ciągu 10 lat) i szeroko zakrojony program odbudowy infrastruktury. Wymaga to konsensu politycznego (o który nie będzie łatwo) i szczegółowych projekcji budżetowych (co może potrwać dłużej, a brak szczegółów będzie powodował zniecierpliwienie inwestorów wraz z upływem kolejnych miesięcy). Evercore ISI szacuje, że mieszanka niższych podatków i wydatków związanych z budową infrastruktury zwiększy zadłużenie rządu federalnego o 2-3 bln USD w ciągu dziesięciu lat. Powyborczy gwałtowny wzrost cen akcji spółek, które mają skorzystać na programie budowy infrastruktury – szczególnie budowlanych i producentów materiałów budowlanych – zdyskontował znaczącą część pozytywnego scenariusza. 12M forward P/E dla branży budowlanej to obecnie 19x, a dla wspomnianych producentów materiałów 29x.

W pierwszych 3 miesiącach urzędowania nowego Prezydenta można oczekiwać implementacji szeregu działań, które nie wymagają tak dalece idących przygotowań jak podatki czy infrastruktura, bo są to decyzje bardziej polityczne. Wśród takich działań są zarówno wspierające rynek (deregulacja ułatwiająca funkcjonowanie wielu sektorom, ze szczególnym uwzględnieniem finansów, przemysłu wydobywczego, energetyki czy telekomunikacji), jak również trudne do przewidzenia i negatywnie wpływające na gospodarkę decyzje takie jak cła (tym bardziej, że politykę celną prowadzi sam prezydent) czy reforma służby zdrowia

(najprawdopodobniej zmiany w tym zakresie zostaną wprowadzone w ciągu pierwszych 100 dni, ale dotychczasowe zasady będą obowiązywać w okresie przejściowym 2-4 lat).

Czynnikiem wspierającym dla gospodarki jest odbicie cen ropy i gazu, co ponownie pobudza inwestycje w sektorze wydobywczym. Planowane na 2017 roku wydatki inwestycyjne w tym obszarze mają wzrosnąć o 60% r/r. Dodatkowo będzie je pobudzać deregulacja przepisów dotycząca norm ochrony środowiska.

Na fali optymizmu, po wyborach amerykańskie spółki osiągnęły najwyższy wskaźnik wyceny 12M forward P/E od 2004 roku. Spółki z S&P500 odnotowały dołek EPS w 1Q'16 (104,5 USD) po czym zyski zaczęły rosnąć. Analitycy oczekują, że w 4Q'16 EPS dla indeksu osiągnie poziom około 124 USD. Po rewizji prognoz wyników jaka dokonała się w ostatnich dwóch miesiącach rynek oczekuje, że w 2017 roku średnioroczny EPS wzrośnie do 127 USD, tj. o 7% w stosunku do 2016 r. Dodatkowo, zysk ten może wzrosnąć o kolejne 8-12 USD na akcje w związku z zapowiadaniem obniżeniem podatków. Zatem obniżki podatków mają ważny wpływ na ocenę atrakcyjności inwestycyjnej akcji. Wielką niewiadomą pozostaje data, od kiedy nowe regulacje podatkowe mogą obowiązywać. Banki inwestycyjne nie spodziewają się, żeby szczegóły przyszłych rozwiązań były znane przed marcem/kwietniem. Ostateczny kształt reformy powinien być znany na jesieni br. Czynnikiem, który może zaskoczyć rynki w 2017 roku, a który jest efektem optymizmu powyborczego jest umacniający się USD.

Pozytywne dane makro w Europie

Początek ur. to obawy o kondycję gospodarki europejskiej. Wskaźniki wyprzedzające i zamówienia w przemyśle spadały, a kolejny kryzys zadłużeniowy wydawał się realny – tym bardziej, że brytyjskie „nie” dodatkowo wprowadzało element niepewności. W połowie roku negatywny trend odwrócił się. W pierwszych tygodniach 2017 roku PMI i sentyment konsumentów we wszystkich krajach wskazują na solidne trendy wzrostowe, zapowiadając przyspieszenie wzrostu gospodarczego w strefie euro do 1,8-2,0%. W dużej mierze to zasługa osłabienia euro i jednocześnie poprawy koniunktury na głównych rynkach eksportowych, tj. w USA i Azji, ze szczególnym uwzględnieniem Chin. Za sprawą poprawiającej się sytuacji na rynku pracy (najniższe bezrobocie od 2009 roku) odbudowuje się również popyt wewnętrzny. Pomimo rozpoczętego Brexitu optymistyczne nastroje panują w Wielkiej Brytanii, gdzie sprzedaż detaliczna osiągnęła najwyższy poziom od 2014 roku. Komponent cenowy PMI i dane PPI wskazują, że w 2017 roku inflacja bazowa w strefie może wzrosnąć powyżej 1,1% (prognoza ECB).

Chiny i rynki wschodzące

Ekspansywna polityka monetarna i fiskalna z pierwszej połowy 2016 roku przyczyniły się do cyklicznej poprawy koniunktury. Konsensus oczekiwań dotyczących Chin zakłada przyspieszenie wzrostu gospodarczego – oddala się nie tylko *hard landing*, ale również rynek nie zakłada już *soft landingu*. Evercore ISI szacuje, że dynamika wzrostu nominalnego PKB w 4Q'16 mogła osiągnąć nawet 9,9% r/r, a w 1Q'17 osiągnie dynamikę na poziomie 11,4%. Przyspieszenie wzrostu potwierdzają również takie miary jak konsumpcja energii czy wielkość przewożonych towarów koleją. Po drugiej stronie wyraźnie widać wzrost deficytu budżetowego, który w 2016 roku zamknął się na poziomie 3,8% PKB w stosunku do 3,0% w budżecie (najwyższy poziom w nowoczesnej historii kraju). Inwestorów może niepokoić nadal obserwowany odpływ kapitału i osłabienie CNY. Listopadowy zjazd Komunistycznej Partii Chin ma być jednak gwarancją, że do tego czasu władze nie pozwolą na większe turbulencje w gospodarce.

Chiny dosyć skutecznie transformują gospodarkę zmniejszając udział produkcji przemysłowej i inwestycji infrastrukturalnych na rzecz usług. Taka struktura wzrostu oznacza również, że przyspieszenie dynamiki wzrostu gospodarczego wcale nie musi przekładać się na oczekiwany dziś wzrost popytu na surowce przemysłowe, tym bardziej, że jedną z bolączek Chińczyków jest szybki wzrost cen nieruchomości (w 4Q'16 ograniczono dostępność kredytu pod finansowanie rynku nieruchomości).

Pomimo umocnienia USD waluty krajów EM zachowują się stabilnie, co może tłumaczyć jednoczesny wzrost cen surowców – wspierających gospodarki takich krajów jak Rosja czy Brazylia. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego w krajach EM będzie jednak głównie konsekwencją ożywienia gospodarczego w krajach rozwiniętych. Rynki wschodzące były beneficjentami globalizacji, która ułatwiła im wymianę handlową z krajami rozwiniętymi, jak również pozwoliła na przejęcie znaczącej części produkcji. Jeżeli w najbliższych latach za sprawą polityki USA dojdzie do zwiększenia protekcjonizmu to kraje takie jak Tajwan, Korea, Meksyk, Indie, Malesja czy Tajlandia będą najbardziej dotknięte zmianą. Ze względu na geograficzną strukturę eksportu Polska na tym tle należy do relatywnie bezpiecznych rynków, chociaż pośrednio (przez Niemcy) również odczuje negatywny wpływ. Dopóki nie poznamy decyzji nowego prezydenta USA są to jednak tylko możliwe scenariusze.

Nominalny wzrost PKB w Polsce najwyższy od 2012 roku

W 2017 roku makroekonomiści mBanku spodziewają się 3,4% wzrostu realnego PKB, przy czym dynamika wzrostu będzie zwiększała się z kwartału na kwartał, żeby w ostatnich trzech miesiącach roku osiągnąć +4%. Biorąc pod uwagę, że inflacja CPI już w 1Q wzrosła do 2% i w kolejnych kwartałach będzie utrzymywała się w przedziale 1,7-2,0%, w kategoriach nominalnych polska gospodarka będzie rosła najszybciej od 2012 roku. Skala przyspieszenia wzrostu PKB będzie zależała od tempa odbudowywania się inwestycji – trudno dziś przewidywać.

Spadek poziomu inwestycji związany z wygaśnięciem starych programów unijnych oraz zmniejszone inwestycje prywatne (efekt niepewnej sytuacji na rynkach zewnętrznych – Brexit, niestabilna sytuacja polityczna w kraju, ograniczenie wydatków przez samorządy) spowodowały obniżenie dynamiki wzrostu PKB do zaledwie 2% w 4Q'16. Pomimo dynamicznie rosnącej konsumpcji prywatnej (w rosnącym stopniu zaspokajanej importem) niższe inwestycje negatywnie odbiły się również na dynamice produkcji przemysłowej. Dynamika inwestycji w 3Q'16 obniżyła się do -7,7% r/r, co zdaniem naszych makroekonomistów będzie najniższym odczytem w całym cyklu.

W 1Q'17 inwestycje nadal będą spadały r/r (-1,7%), ale od 2Q'17 nastąpi odwrócenie spadkowego trendu: 1) Rząd przystąpi wreszcie do realizacji inwestycji infrastrukturalnych w obszarze drogowym i kolejowym (wykorzystanie środków z budżetów unijnych 2014-21 na poziomie odpowiednio: 17% i 7%), 2) w listopadzie 2018 odbędą się w Polsce wybory samorządowe, co w 2017 r. powinno uruchomić cykl inwestycji (w 2016 r. samorządy odpowiadały za gros spadku łącznych inwestycji w gospodarce), nasi makroekonomiści szacują wzrost w tym segmencie o 30-40% r/r; 3) poprawa momentu makro w strefie euro oraz w lokalnym makro i towarzyszący temu wzrost optymizmu skłonią wreszcie przedsiębiorców do zwiększenia zdolności produkcyjnych.

Tempo odbudowy inwestycji nadal jednak pozostaje dużą niewiadomą, dlatego głównym i najbardziej przewidywalnym motorem wzrostu jest konsumpcja prywatna. Wyraźnie poprawiająca się sytuacja na rynku pracy (spadek stopy

bezrobocia do 8,3% vs. 10,0% przed rokiem, 5% wzrost wynagrodzeń, wzrost funduszu płac – transferów, dochodów rozporządzalnych) będzie pobudzać dynamikę wzrostu konsumpcji o co najmniej 4% r/r.

Czynnikiem, który w ostatnich kwartałach szczególnie niepokoił inwestorów był oczekiwany wzrost deficytu budżetowego w związku ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego przy jednoczesnym uruchomieniu wsparcia fiskalnego (m.in. „500+”). Nasi makroekonomiści szacują, że w 2016 r. deficyt SFP osiągnie poziom 1,8%, a w 2017 r. wzrośnie do 3,0%. To odczyty lepsze niż oczekiwano i nie zwiększające ryzyka reakcji ze strony agencji ratingowych – tym bardziej, że w całej Europie programy *austerii* odchodzą w zapomnienie. Dużym sukcesem okazuje się tempo zamykania luki VAT, w co większość obserwatorów rynku nie wierzyła.

Duża część spośród analizowanych przez nas spółek sygnalizuje wysoką presję płacową i brak siły roboczej. Naszym zdaniem, w 2017 r. czynniki te będą bagatelizowane przez inwestorów. Skupią się oni przede wszystkim na wzroście przychodów, który przez dźwignię operacyjną zniweluje wzrost kosztów wynagrodzeń.

Banki centralne bardziej jastrzębie, ale nadal wspierające

W ostatnich latach banki centralne interweniowały za każdym razem, kiedy sytuacja gospodarcza i nerwowe reakcje inwestorów wymykały się spod kontroli. Obecnie przyspieszenie światowego wzrostu gospodarczego zdejmuje z banków centralnych funkcję *last resort*. Proces normalizacji polityki pieniężnej będzie przebiegał stopniowo i nie powinien stanowić zagrożenia dla wzrostu gospodarczego, wręcz nadal będzie go wspierał, bo polityka monetarna nadal pozostaje silnie akomodacyjna. W ciągu ostatnich 12 miesięcy baza monetarna w USA wzrosła o 7%, w strefie euro o 5%, a w Chinach o 11%. Warto przy tym zwrócić uwagę, że baza monetarna M2 w Chinach jest już blisko dwukrotnie większa niż w USA.

FED: Konsensus rynkowy zakłada dwie podwyżki stóp procentowych w 2017 (ISI Evercore oczekuje trzech podwyżek). To neutralny scenariusz dla rynków bo: 1) przy 4,7% stopie bezrobocia, 3% wzroście PKB i realnych stopach procentowych -100 p.b. inwestorzy już uwzględnili to w swoich wycenach; 2) indeksy giełdowe osiągają szczyt pod koniec cyklu stóp procentowych lub na początku recesji a nie w trakcie ożywienia koniunktury gospodarczej i wzrostowego momentum wyników spółek. Obecne ożywienie ma charakter cykliczny, dla jego kontynuacji ryzykiem są przede wszystkim zewnętrzne szoki, które są jednak trudne do przewidzenia. Jeśli takowe wystąpią to działania FOMC mogą zostać spowolnione lub zatrzymane. Z drugiej strony, również wysokie prawdopodobieństwo można przypisać scenariuszowi przyspieszenia tempa podwyżek (drugie półrocze 2017 i 2018 rok) kiedy pakiet stymulacyjny administracji Trumpa będzie większy niż dziś zakłada rynek (polityka monetarna stopniowo będzie zastępowana przez fiskalną).

ECB: W innej fazie cyklu znajduje się ECB, który na ostatnim posiedzeniu sygnalizował, że podwyżki stop procentowych mogą pojawić się dopiero w 2019 roku. ECB będzie dążyć do tego, żeby rentowności europejskich obligacji nie rosły w tempie amerykańskiego benchmarku, a więc można zakładać, że QE będzie wygaszane stopniowo (od kwietnia do końca roku program skupu aktywów będzie zredukowany do 60 mld Euro, po tym terminie jeszcze co najmniej 6 miesięcy do pierwszej podwyżki stóp). Oznacza to, że bank centralny w ciągu kolejnych 12 miesięcy zwiększy sumę bilansową o 1 bln EUR, do blisko 4,5 bln EUR. Celem dla ECB jest wyraźny wzrost inflacji bazowej powyżej 1%. Warto jednak

zwrócić uwagę, że działania ECB będą podejmowane w okresie napiętego kalendarza wyborczego w Europie. W skrajnym scenariuszu może dojść do sytuacji, kiedy szybszy niż zakłada ECB wzrost inflacji bazowej w 2Q nałoży się na niepewny wynik wyborów prezydenckich we Francji, tuż przed najważniejszym wydarzeniem politycznym w Europie – wyborami parlamentarnymi w Niemczech.

BoJ: Wzrost inflacyjnych oczekiwań i stóp procentowych w USA, przy polityce BoJ utrzymywania stóp procentowych blisko 0 działa stymulująco na gospodarkę poprzez osłabiającego się jena oraz rozszerzaniu się ujemnych realnych stóp procentowych. Taka polityka banku centralnego powinna być utrzymywana w 2017 roku, chyba że zbyt silne osłabienie jena wreszcie doprowadzi do politycznego konfliktu z USA. Po rewizji historycznych danych o wartości nominalnego poziomu PKB, obecna jego wartość osiągnęła poziom sprzed kryzysu 2008 roku.

NBP: W naszych prognozach nie zakładamy podwyżek stóp procentowych w 2017 roku, tym niemniej sytuacja makro (wzrost inflacji, przyspieszenie wzrostu PKB) będzie powodowała, że inwestorzy mogą przykładać do takiego scenariusza coraz większe prawdopodobieństwo w kolejnych kwartałach. Działania RPP i Rządu będą naszym zdaniem skupiały się jednak na wzmocnieniu gospodarczym, wspieranym utrzymaniem ujemnych realnych stóp procentowych przez większość część 2017 roku.

Great rotation – początek trendu?

Według EPFR w 2016 roku z globalnych funduszy akcyjnych odpłynęło 120 mld USD (popyt na akcje głównie ze strony przedsiębiorstw), podczas gdy fundusze dedykowane na rynek obligacji pozyskały 160 mld USD. Wpisuje się to w trend obserwowany na rynkach od kryzysu w 2008 roku (otoczenie niskiego wzrostu i deflacji), kiedy z funduszy akcyjnych odpłynęło łącznie 427 mld USD, a fundusze obligacyjne pozyskały 1,47 bln USD. Przyspieszenie światowego wzrostu gospodarczego i wzrost oczekiwań inflacyjnych po wyborach w USA przyniósł jednak odwrócenie tego trendu w drugiej połowie 2016 r. Fundusze zamykały niedoważenie w akcje, które było utrzymywane również w związku z ryzykiem referendum w Wielkiej Brytanii. Według Evercore ISI, obecnie ekspozycja funduszy headingowych na rynek akcji jest neutralna (poziom 51,1; skala to: 46,5 – negatywna, 56,5 – optymistyczna; na przełomie 2015/16 był poziom 47,5).

Czynnikiem ryzyka dla rynków pozostaje zbyt dynamiczny wzrost rentowności obligacji skarbowych (efekt programu stymulacyjnego Trumpa i rosnących szybciej oczekiwań inflacyjnych), co mogłoby wywołać panikę na rynkach i wyprzedaż wszystkich klas aktywów – dodatkowo wzmocnioną wyprzedażą ze strony zautomatyzowanych systemów algo-tradingowych. Dotyczy to w szczególności najbardziej zadłużonych krajów strefy euro, gdzie ECB mógłby nie być w stanie zapanować na sytuacją. Zbyt szybki wzrost rentowności papierów skarbowych przeniosłby się również na obligacje korporacyjne, co dla przedsiębiorstw oznacza konieczność rolowania zadłużenia po wyższych yieldach – z negatywnym wpływem na wyniki i rosnącym problemem płynnościowym dla spółek emitujących high-yield bonds.

Dopóki wzrost rentowności odbywa się zgodnie z trajektoria zakładaną przez inwestorów (10Y US Bonds 3% na koniec 2017 r.) realokacja kapitału powinna dalej być kontynuowana. Dotyczy to również, a może w szczególności, rynku polskiego – przy czym realokacja powinna odbywać się z depozytów (obecnie rekordowo nisko oprocentowanych – ogółem 1,5%) do funduszy akcyjnych. Dalsza poprawa sentymentu konsumentów, a przede wszystkim budowanie się historycznej, pozytywnej stopy zwrotu z inwestycji w akcje powinny zachęcać klientów indywidualnych do lokowania części oszczędności również na GPW. Naszym zdaniem, w tym roku również banki będą wspierać ten trend (szybszy wzrost depozytów niż kredytów, spadek relacji K/D do 1,0x z 1,2x w 2009 roku, banki będą szukały marżowych produktów).

Ostatnim razem początki realokacji oszczędności miały miejsce w pierwszych miesiącach 2015 roku. Tendencja ta została jednak zahamowana zdarzeniami politycznymi w Polsce (nieoczekiwane zwycięstwo w wyborach prezydenckich A. Dudy i obawy o przejęcie pełnej władzy przez PiS, a także budowanie złego wizerunku giełdy w związku z działaniami kolejnych rządów w stosunku do OFE) oraz załamaniem się indeksów na rynkach wschodzących (efekt spadku cen ropy naftowej i umocnienia USD).

Na koniec grudnia 2016 wielkość depozytów gospodarstw domowych przekroczyła 700 mld PLN, z czego aż 55% stanowią depozyty bieżące. Zgodnie z najnowszymi danymi Analizy Online na koniec września 2016 depozyty stanowiły 57% łącznych oszczędności gospodarstw domowych. Fundusze inwestycyjne (aktywów publicznych i niepublicznych) i bezpośrednie inwestycje na GPW to zaledwie ok. 12% oszczędności gospodarstw domowych. Poziom zaangażowania gospodarstw na GPW to ok. 5% łącznych oszczędności (bez OFE, w tym pakiety posiadane przez założycieli spółek notowanych na giełdzie). W relacji do wartości depozytów czy PKB to najniższy udział od co najmniej 2000 roku. Przesunięcie zaledwie 1% depozytów do akcji to kwota blisko 7 mld PLN – takiego napływu nowego kapitału GPW nie odnotowywała od demontażu OFE.

Co dalej z OFE?

Na obecną chwilę obowiązuje scenariusz (80% prawdopodobieństwa) zakładający realizację programu Premiera Morawieckiego, który w dużym uproszczeniu zakłada, że 25% aktywów pozostających w OFE trafi do Funduszu Rezerwy Demograficznej, a pozostałe 75% na IKE w ramach III filara (zarządzane przez przekształcone OFE). Jak już pisaliśmy w poprzednich komentarzach, jeżeli nie dojdzie do istotnych zmian, jest to scenariusz pozytywny dla rynku akcji w Polsce. W 2017 roku, pod względem realnych przepływów OFE/GPW, nic się nie zmieni (program ma wystartować w 2018 roku). Jedynym czynnikiem wpływającym na rynek jest sentyment (zmniejszenie ryzyka demontażu OFE wraz z poprawą sytuacji makro).

W samym PiS nie ma jednak jednomyślności, co do tego jak zagospodarować środki zgromadzone w OFE. Potwierdzeniem tego może być m.in. poselski projekt ustawy umożliwiający Skarbowi Państwa zwiększenie udziału w spółkach notowanych na GPW bez ogłaszania wezwania przy przekroczeniu ustawowych progów. W razie ryzyka nieoczekiwanego kryzysu infrastruktura prawna będzie przygotowana do alternatywnego do Planu Morawieckiego scenariusza...

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

Sektory w 2017

Finanse

- Wraz z poprawiającymi się perspektywami makroekonomicznymi oraz oczekiwanymi podwyżkami stóp procentowych (Polska, Czechy) podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do sektora bankowego w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Oczekujemy, że wraz z normalizacją kosztu ryzyka po stronie banków regionalnych polskie banki będą siłą napędową całego sektora w 2017 roku (wzrost zysku netto skorygowanego o zdarzenia jednorazowe na poziomie +20,4%) oraz w 2018 roku (+19,7% R/R). Nasze prognozy dla wszystkich analizowanych przez nas banków znajdują się 3,3% powyżej średnich oczekiwań rynkowych na 2017 rok oraz 8,1% powyżej na 2018 rok.
- Zwracamy uwagę, że w 2017 roku część polskiego sektora bankowego będzie się musiała zmierzyć z negatywnymi regulacjami, związanymi z ekspozycją na kredyty CHF. Regulacje są skierowane głównie w kapitał sektora i spowodują znaczący spadek oferowanej przez banki dywidendy. Oczekujemy, że wskaźnik dividend yield w Polsce spadnie w 2017 roku do 2,1% z 3,0% w 2016, a następnie nieznacznie wzrośnie do 2,4% w 2018 roku.
- W polskim sektorze bankowym preferujemy banki bez ekspozycji na kredyty CHF, zaś w regionie pozostajemy pozytywni na Komerční Banka oraz Erste Bank.
- Pośród pozostałych spółek finansowych pozostajemy pozytywni na Skarbiec Holding, PCM oraz PZU. Wszystkie trzy podmioty mają do zaoferowania bardzo wysoką dywidendę ze wskaźnikiem DY w przedziale 6%-11% oraz są notowane z dużym dyskontem do polskiego sektora finansowego.
- Obniżamy nasze neutralne zalecenie dla Kruka z trzymając do redukcji, pomimo oczekiwanego przez nas dynamicznego rozwoju spółki. Kruk na wskaźnikach P/E'17 16,4x oraz P/E'18 14,5x notowany jest z 32% i 33% premią do średniej rynkowej na poziomie 12,5x oraz 10,9x oraz z 16% oraz 15% premią do głównego konkurenta – IJ. Uważamy, że premia do IJ jest nieuzasadniona ze względu na niższe ROE oraz dywidendę.
- Kluczowe rekomendacje: Alior Bank (kupuj), Erste Bank (kupuj), PZU (kupuj).

Paliwa

- Umowa największych producentów w zakresie cięć wydobywania implikuje deficyt na rynku ropy już od stycznia 2017 na poziomie 0,5-1,0 mln boe/d. Ten stan nierównowagi może potrwać co najmniej kilka kwartałów, gdyż awersja do ryzyka jaka zbudowała się przez ostatnie trudne lata powinna opóźnić wzrost aktywności inwestycyjnej w spółkach wydobywczych. Średnią cenę ropy Brent w tym roku szacujemy na 60 USD/Bbl i 70 USD/Bbl w roku kolejnym. Spodziewamy się, że ze względu na relacje substytucji ceny gazu w Europie powinny odbić wraz z ropą naftową. Jeśli chodzi o polski rynek gazu to dodatkowym katalizatorem będzie liberalizacja zaplanowana na drugą połowę roku.
- Drożejąca ropa jest problemem dla sektora downstream na wielu płaszczyznach, począwszy od efektu elastyczności cenowej popytu (brak spadku cen r/r zredukował dynamikę konsumpcji benzyny w USA z +3% do -1%), poprzez wzrost kosztów zużycia własnych (energetyka zasilana HSFO lub gazem), a na presji na marżę detaliczną kończąc. Spadek dostępności ropy ciężkiej będzie ograniczał dyskonto na surowcu, a rekordowy eksport paliw z Chin połączony ze wzrostowym trendem podaży nowych mocy będzie wywierał presję na cracki produktowe.

- W petrochemii bardzo prawdopodobne jest tąpnięcie rentowności z uwagi na ogromną skalę nowych mocy w poliolefinach uruchamianych w tym roku oraz wzrost kosztów wsadu naftowego (wcześniej nie przeniesiono na klientów spadku cen ropy).
- W kontekście przyjętego scenariusza zakładamy repozycjonowanie w portfelach inwestycyjnych w ramach spółek z sektora paliwowego. Zwracamy uwagę, że od dołka cenowego ropy ze stycznia 2016 indeks europejskich spółek rafineryjnych wzrósł o 28%, a globalnych koncernów petrochemicznych o 33%, podczas gdy podmioty E&P w zależności od ekspozycji geograficznej podrożały w tym czasie o 40%-60% (zintegrowane spółki globalne – shale play). Trudno więc uznać, że rynek powszechnie zdyskontował trwały wzrost cen ropy.
- Kluczowe rekomendacje: PKN Orlen (sprzedaj), PGNiG (kupuj).

Chemia

- Ożywienie gospodarcze w Chinach pozytywnie przełożyło się na notowania spółek chemicznych. Obecnie indeksy MSCI Chemicals dla Europy i dla Świata są notowane wyraźnie powyżej swoich trzyletnich prognoz (na wskaźnikach P/E'17 odpowiednio 18,6x oraz 17,9x; EV/EBITDA'17 9,8x oraz 10,0x). Jakakolwiek negatywna informacja odnośnie perspektyw wzrostu w Azji może przełożyć się na gwałtowną korektę notowań.
- Wysoka rejestracja samochodów osobowych w Chinach oraz problemy z transportem kauczuków z Tajlandii wpłynęły w końcu 2017 roku na wzrost cen kauczuków naturalnych oraz relacji butadienu do ropy. Wszystko wskazuje, że wprowadzone w 2015 roku zwolnienia podatkowe na zakup nowych samochodów do 1,6l w Chinach nie będą dalej obowiązywać w 2017 roku. Z drugiej strony eksport z Tajlandii, Indonezji i Malezji odbudowuje się, co powinno przełożyć się wkrótce na korektę cen kauczuków i butadienu. To z kolei będzie negatywnie wpływać na sentyment do Grupy Synthos.
- Słabsze wolumenu eksportowe sody z Chin i wzrost cen na tym rynku sprawiają, że mimo pojawienia się nowych mocy w Europie ceny mogą być bardziej odporne na nową podaż niż wcześniej zakładał rynek. Mimo oczekiwanego spadku wyników Grupy Ciech Spółka notowana jest z dwucyfrowym dyskontem na wskaźnikach P/E'17 oraz EV/EBITDA'17 oraz wypłaca drugi najwyższy wśród spółek porównywalnych DYield.
- Kluczowe rekomendacje: Ciech (akumuluj); Synthos (sprzedaj).

Energetyka

- Po mocnych wzrostach cen energii napędzanych notowaniami węgla pod koniec ubiegłego roku, obecnie kontrakt roczny na rynku niemieckim ustabilizował się w okolicach 30 EUR/MWh, co jest bliskie naszym założeniom bazowym. Szansą na pozytywne zaskoczenie w tym zakresie są ceny węgla, które dzisiaj dyskontują znaczny wzrost podaży z chińskich i amerykańskich kopalni (spread spot-fwd przekracza 20 USD/t).
- Na polskim rynku mamy do czynienia ze stabilizacją cen na rok 2018 na poziomie 160 PLN/MWh (spadek r/r o 6 PLN/MWh), co jest naszym zdaniem zaskoczeniem w kontekście publicznych zapowiedzi PGG i KHW dotyczących podwyżek cen na lokalnym rynku węgla (korelacja z ARA, spadek lokalnych zapasów z uwagi na warunki pogodowe, konieczność uwiarygodnienia planu restrukturyzacji holdingu węglowego po planowanej konsolidacji). Na razie jest jednak za wcześnie, aby

przekreślać podwyżki cen z uwagi na relatywnie niski wolumen obrotu na TGE (obróć na kontrakcie rocznym - 22% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego), perspektywę finalizacji przejęć aktywów Engie i EDF oraz wspomniany proces połączeniowy PGG i KHW.

- Zagrożeniem dla podwyżek cen jest perspektywa zmiany merit order po uruchomieniu nowych mocy w Kozienicach i w Płocku, ale częściowo może być to skompensowane przez planowane wyłączenia i wzrost popytu. Niewiadomą pozostaje reforma ORM i jej wpływ na ceny hurtowe (zawężenie rezerwy do 9% z 18% przy jednoczesnym uwolnieniu cen).
- Nadal naszym bazowym scenariuszem pozostaje niewielki wzrost cen energii napędzany podwyżkami węgla, który będzie sprzyjał grupom zintegrowanym pionowo (zakładamy presję na clean dark spread). Najlepszą ekspozycją jest w tym wypadku Tauron, który będzie intensyfikował produkcję we własnych kopalniach, a jednocześnie nie jest narażony na intensyfikację procesów inwestycyjnych (takie zagrożenie widzimy w Enei i PGE). Dodatkowym katalizatorem dla Tauronu może być dyskusyjna reforma mechanizmu rezerwy zimnej (wzrost kontraktacji powyżej 2 GW).
- Kluczowe rekomendacje: CEZ (kupuj), Tauron (akumuluj), Enea (redukuj).

Telekomunikacja, Media, IT

- 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, przyczyną tego jest wciąż niska penetracja usługami szerokopasmowymi, będąca konsekwencją niezadowalającego stanu infrastruktury, na co od lat zwraca Polsce uwagę Komisja Europejska. Cichy wskazał na inwestycje infrastrukturalne i na zamiar wypełnienia zadań nałożonych przez Narodowy Plan Szerokopasmowy. Cichy chce zmienić nieefektywne wykorzystanie i niewystarczającą optymalizację istniejących sieci. Cichy zapowiedział też, że za jego kadencji UKE zajmie się rozdysponowaniem pasma 700 MHz. W sferze regulacji prezes UKE powinien zajmować się deregulowaniem schyłkowych rynków i odchodzić od analiz ex-ante. Cichy nie zamierza zrywać z polityką samoregulacji, zasadzającą się na wypracowywaniu konsensusu przedsiębiorców. Do praktyki teleregulatora wróć merytoryczne porozumienia, takie jak to z 2009 r. Chce także wdrożyć model kształtowania stawek FTR.
- Dwa główne ryzyka, które naszym zdaniem wzbudzały negatywny sentyment do sektora telekomunikacyjnego 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 CAPEX-u na częstotliwości 700 MHz, w kontekście super drogiej aukcji 800 MHz. W listopadzie Anna Streżyńska, Minister Cyfryzacji przyznała, że nie ma obecnie pomysłu wprowadzenia podatku od telekomów. Taki plan był rozpatrywany przed wyborami, jako plusem wskazywano wpływy do budżetu. Jednak minusy opodatkowania miały znaczenie dla całego rynku, a w pierwszym rządzie 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 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 3Q'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 zajdzie 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 „przeżalone”. 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.
- Zwracamy uwagę na Asseco South Eastern Europe z grupy Asseco Poland. Podmiot jest notowany na atrakcyjnym poziomie EV/EBITDA'16 = 5,6x, płaci DYield = 3,9%, ma dobrą sytuację bilansową, a Zarząd przedstawiła na konferencji po 3Q'16 obiecujący pomysł wydzielenia segmentów w osobne podmioty i koncentrację na obszarze płatności. Do tych planów pochodzimy pozytywnie. Naszym zdaniem sam podział ASEE na części może podnieść wycenę giełdową (spółki zajmujące się płatnościami są notowane na wskaźnikach wyższych niż integratorzy IT). Dodatkowo podoba nam się pomysł rozwoju najbardziej perspektywicznego w całej grupie ASEE elementu czyli płatności (ASEE może wzmocnić pozycję przez przyłączenie DanubePay z Asseco Central Europe i Necomplus z Asseco Western Europe).
- W IT preferujemy Comarch, Atende i Ailleron oraz z grupy Asseco Poland: Asseco South Eastern Europe i Asseco Business Solutions.
- Kluczowe rekomendacje: Orange Polska (kupuj), Cyfrowy Polsat (redukuj), Agora (akumuluj), Comarch (kupuj).

Metale

- Producenci miedzi w 2017 roku będą beneficjentami wyższych cen surowca. Te ostatnie wynikają z obserwowanego w końcu 2016 roku ożywienia gospodarczego w Chinach oraz niższego r/r wydobycia miedzi u największych producentów tj. Chile i Peru.
- Wyższe ceny miedzi oraz zakończenie głównych inwestycji implikują, że 2017 roku może być pierwszym od trzech lat, kiedy KGHM wygeneruje pozytywną wartość wolnego przepływu pieniężnego (FCF). To z kolei może sprawić, że Spółka powróci do regularnych wypłat wysokich dywidend akcjonariuszom.
- Kluczowe rekomendacje: KGHM (akumuluj).

Przemysł

- Do grona naszych top picków na 2017 rok zaliczamy Ergis, Elemental, Pfeiderer Group, Stelmet, Grupę Tarczyński i Uniwheels. Unikilibyśmy akcji Alumetal, Boryszew oraz Kruszwica.
- W 2017 roku spółkom przemysłowym nadal sprzyjać będzie niska wartość PLN do EUR, na czym korzystają będą eksporterzy do krajów Unii Europejskiej. Umacniająca się wartość Rubla oraz obserwowane ożywienie na rynkach wschodnich stanowi szansę dla spółek przemysłowych, które niegdyś posiadały na nich stosunkowo dobrą pozycję i łatwo będzie im ją odbudować (np. Apator, Amica czy Zetkama).
- Największym czynnikiem uszczuplającym wyniki spółek przemysłowych będą rosnące koszty produkcji, w tym przede wszystkim pracy i ceny surowców. Spółkom jeszcze trudniej niż w 2017 roku będzie znaleźć odpowiednio wykwalifikowaną siłę roboczą. W przypadku siły roboczej największy wzrost kosztów według nas odczuć mogą Amica, Alumetal, Boryszew, Elemental, Grupa Kęty, Zetkama, czy Uniwheels. Wyższe ceny stali i metali kolorowych odczują prawdopodobnie Amica, Apator, Grupa Kęty, Zetkama, czy Vistal.
- Największego wzrostu r/r skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży oczekivalibyśmy w Elementalu (+47% r/r), Alumetalu (+21% r/r), Kernelu (+21% r/r), Uniwheels (+18% r/r) oraz Tarczyńskim (+12% r/r). Spadku sprzedaży oczekujemy jedynie w przypadku Kruszwica (-1% r/r).
- Oczekujemy, że najdynamiczniej EBITDA rosnąć będzie w Uniwheels (+28% r/r), Zetkamie (+21% r/r), Grupie Pfeiderer (+20% r/r), Elemental (+15% r/r), Apator (+14% r/r), Stelmet (+14% r/r), Tarczyński (+10% r/r). Spadek EBITDA naszym zdaniem zanotują Boryszew (-3% r/r) oraz Kruszwica (-4% r/r).
- Najwyższy DYield w 2017 roku według naszych prognoz wypłaca Grupa Kęty (4,9%), Uniwheels (4,8%), Alumetal (4,7%), Apator (4,2%) oraz Tarczyński (4,1%).
- Obecnie analizowane przez nas spółki przemysłowe są notowane (mediana) na wskaźnikach P/E'16 11,8x oraz EV/EBITDA'16 8,3x. Jest to znacznie niższe niż ma to miejsce w przypadku indeksu MSCI Industrials dla Europy (odpowiednio 16,8x oraz 9,6x) oraz dla Świata (odpowiednio 18,0x oraz 10,9x).
- Kluczowe rekomendacje: Stelmet (akumuluj), Uniwheels (akumuluj).

Budownictwo

- W 2017 r. spółki budowlane będą stopniowo wychodzić z dołka inwestycyjnego, spowodowanego przejściem na finansowanie z nowej perspektywy budżetowej EU oraz zamieszczeniem związanym ze zmianą władzy w Polsce. Na dalszą poprawę koniunktury oraz wzrost wyników spółek liczymy przynajmniej w okresie 2018-2019, szczególnie w obszarze budownictwa infrastrukturalnego.
- Wspomniana poprawa aktywności w sektorze w 2017 r. powinna mieć łagodny charakter z powodu kompletnej zapaści w przetargach publicznych. Pozytywnym skutkiem ubocznym tego zjawiska jest relatywnie niska presja na koszty materiałów i pracy. W 2016 r. GDDKiA nie otwierała dużych przetargów, jedynie podpisując kontrakty, w których oferty cenowe zostały otwarte w 2015 r. W budownictwie kolejowym pierwsze otwarcia ofert w kontraktach finansowanych z nowej perspektywy nastąpiły w 4Q'16. Szacujemy, że dotychczas do generalnych wykonawców trafiło około 40% zleceń w ramach budżetu na lata 2014-2023, określonego na poziomie 107 mld PLN brutto. W przypadku kontraktów kolejowych rozdysponowano około 12% z budżetu w wysokości 67 mld PLN brutto.

- Spółki z sektora budowlanego są wycenione na medianie P/E'17=13,3x oraz EV/EBITDA'17=6,5x. Uważamy, że silniejszym katalizatorem wzrostu niż same wyniki będą przetargi infrastrukturalne. W dotychczas otwieranych postępowaniach przetargowych skuteczność notowanych na GPW wykonawców była bardzo wysoka (Budimex: 25% w drogach i 5% w kolejach, Torpol: >20% w kolejach, Trakcja i ZUE: ok. 15% w kolejach). W przypadku utrzymania tak wysokiej skuteczności w trakcie 2017 r. oczekiwania rynku odnośnie wyników sektora w latach 2018+ wzrosną. Przy naszych obecnych prognozach sektor jest notowany na P/E'18=10,9x oraz EV/EBITDA'18=5,7x.
- Spółki wyspecjalizowane w budownictwie kubaturowym (Unibep, Erbud) zbudowały silne portfele zamówień już na 2017 r. Są one notowane z około 30-procentowym dyskontem na P/E'17 oraz 15% dyskontem na EV/EBITDA'17 względem sektora.
- Ze względu na ryzyko bardzo słabych wyników finansowych w 4Q'16 oraz 1H'17 r., z większą ostrożnością podchodzimy do inwestycji w małe spółki budowlane (Elektrotim, Herkules, Ulma, ZUE). Spodziewamy się, że w trakcie 2017 r. nadarzy się dogodniejszy moment na kupno tych spółek.
- Kluczowe rekomendacje: Unibep (kupuj), Elektrobudowa (kupuj), Budimex (akumuluj), Erbud (akumuluj).

Deweloperzy

- Spółki z sektora deweloperskiego są wycenione na medianie P/BV=0,80x oraz P/E'17=8,5x i P/E'18=8,2x oferując wiele okazji inwestycyjnych. Średni potencjał wzrostu dla pięciu pokrywanych przez nas spółek wynosi 18%. Najatrakcyjniej wycenione są jednak mniej znane spółki z segmentu mieszkaniowego: Lokum, Atal, Archicom, LC Corp (patrz str. 63).
- Sprzedaż mieszkań w 6 największych polskich miastach wzrosła w 2016 r. o 19%, przy jednoczesnym wzroście cen o około 5%. Na przestrzeni ostatnich 4 lat sprzedaż mieszkań wzrosła o około 100%, przy jednoczesnym wzroście cen o 15-20%. Jednocześnie, w powyższym okresie, rynkowa oferta zmalała o 5%. W związku z tradycyjnym przesunięciem efektów bieżącej sprzedaży mieszkań w wyniku finansowym, prognozujemy wzrost oczyszczonego ZN'17 o 17% r/r oraz ZN'18 o 24% r/r. 10 monitorowanych deweloperów mieszkaniowych jest notowanych na medianie DYield w wysokości 5,6% na 2017 r. oraz 6,4% na 2018 r.
- Uważamy, że dobra koniunktura w segmencie mieszkaniowym utrzyma się dzięki wciąż niskim stopom procentowym oraz spodziewanej dalszej poprawie na rynku pracy. Jednocześnie uważamy, że spółki deweloperskie mogą spotkać problemy z uzupełnieniem oferty, co było już widoczne w 2016 r. i znajduje potwierdzenie w danych GUS (spadek liczby rozpoczętych budów przez deweloperów o 1% r/r). Dalsze problemy z podażą przy silnym popycie wytworzyłyby niezwykle korzystne otoczenie konkurencyjne z punktu widzenia najsprawniejszych deweloperów, posiadających szeroki bank ziemi, tymczasem rynek w wycenach deweloperów dyskontuje stopniowe pogorszenie koniunktury.
- W segmencie komercyjnym preferujemy duże spółki (Echo, GTC, Capital Park) względem małych (BBI Development, P.A. Nova). Uważamy, że będą one beneficjentami widocznego już spadku stóp kapitalizacji oraz poprawy sentymentu inwestorów i najemców w stosunku do regionu CEE.
- Kluczowe rekomendacje: Robyg (kupuj), Echo Investment (kupuj), Capital Park (kupuj), Dom Development (akumuluj), GTC (akumuluj).

Handel

- Oczekujemy, że 2017 rok będzie kolejnym okresem wysokiego wzrostu konsumpcji w Polsce. Według szacunków makroekonomicznych mBanku konsumpcja prywatna powinna przyspieszyć do 3,9% w 2017 roku (vs. 3,8% w 2016). Oczekiwany wzrost konsumpcji będzie napędzany przez dalszą redystrybucję środków z programu 500+ oraz wzrost wynagrodzeń. Powyższa tendencja powinna pozytywnie wpłynąć na wyniki raportowane przez spółki działające w branży żywnościowej, odzieżowej i obuwniczej. Naszym zdaniem poprawa warunków makroekonomicznych szczególnie korzystnie wpłynie na wyniki Jeronimo Martins, Eurocash, CCC oraz AmRest.
- Po trzech latach trudnych dla branży spożywczej, na co składała się deflacja koszyka zakupowego oraz inflacja kosztowa, oczekujemy że w 2017 roku wyniki spółek spożywczych powinny być wspierane przez wzrost cen R/R. Zakładamy wzrost średniej inflacji o 1,9% w 2017 roku vs. -0,6% w 2016 roku. Wzrost cen R/R powinien pozytywnie wpływać na sprzedaż porównywalną podmiotów z sektora spożywczego, co powinno w pewnym stopniu pomóc spółkom poprawić rentowność w 2017 roku. Oczekujemy, że na powyższej tendencji skorzysta Eurocash oraz Jeronimo Martins.
- Czynnikiem wspierającym dochód dyspozycyjny konsumentów jest wzrost płac. Przekłada się to jednocześnie na zwiększenie kosztów ponoszonych przez spółki. W 2017 roku dobre wyniki prezentowały spółki o sprawdzonym modelu biznesowym, w których sprzedaż porównywalna/rentowność sprzedaży będą rosły szybciej niż koszty.
- Umocnienie się kursu USDPLN, EURPLN mogą negatywnie wpływać na rentowność spółek prowadzących zakup towarów w USD oraz rozliczających czynsze w EUR. Jednocześnie warto zwrócić uwagę na niską bazę na RUBPLN R/R w 2017 roku oraz wzrost kursu zanotowany w 4Q'16. Powyższa tendencja pozytywnie będzie wpływała na wyniki LPP oraz AmRest.
- Potencjalnym zagrożeniem dla wyników spółek z sektora handlowego/restauracyjnego mogą być nowe regulacje prawne. Wśród zagrożeń możemy wyróżnić: i) wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę; ii) podwyższenie stawki VAT na wyroby gotowe z 5% do 8% (ryzyko dla rentowności spółek restauracyjnych); oraz iii) ryzyko wyznaczenia kary przez Urząd Skarbowy związanej z prowadzonymi kontrolami.
- Kluczowe rekomendacje: Eurocash (kupuj), Jeronimo Martins (akumuluj), AmRest (akumuluj), CCC (akumuluj).

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E		EV/EBITDA	
							2017	2018	2017	2018
Banki										
ALIOR BANK	kupuj	2017-01-27	61,95	71,50	61,95	+15,4%	49,3	12,7		
BZ WBK	redukuj	2017-01-27	355,00	332,34	355,00	-6,4%	15,9	13,1		
GETIN NOBLE BANK	kupuj	2017-01-27	1,68	2,14	1,68	+27,4%	8,9	4,6		
HANDLOWY	akumuluj	2017-01-27	79,48	85,00	79,48	+6,9%	18,7	14,7		
ING BSK	redukuj	2017-01-27	167,55	152,39	167,55	-9,0%	14,9	13,2		
MILLENNIUM	trzymaj	2017-01-27	5,93	5,81	5,93	-2,0%	11,3	10,0		
PEKAO	akumuluj	2017-01-27	136,60	146,10	136,60	+7,0%	15,9	15,2		
PKO BP	trzymaj	2017-01-27	31,62	31,20	31,62	-1,3%	13,5	11,9		
KOMERCNI BANKA	akumuluj	2017-01-27	892,60	1 011,37 CZK	892,60	+13,3%	13,2	11,9		
ERSTE BANK	kupuj	2017-01-27	28,60	35,98 EUR	28,60	+25,8%	9,9	8,9		
OTP BANK	trzymaj	2017-01-27	8 950	9 031,25 HUF	8 950	+0,9%	11,2	10,3		
Ubezpieczyciele										
PZU	kupuj	2017-01-27	35,50	44,63	35,50	+25,7%	13,1	9,2		
Usługi finansowe										
KRUK	redukuj	2017-01-27	249,15	219,64	249,15	-11,8%	16,4	14,5		
PRIME CAR MANAGEMENT	kupuj	2017-01-27	34,91	34,91	34,91	+0,0%	10,1	9,1		
SKARBIEC HOLDING	kupuj	2017-01-27	29,10	46,28	29,10	+59,0%	7,3	6,4		
Paliwa, Chemia										
CIECH	akumuluj	2017-01-27	69,03	72,50	69,03	+5,0%	11,4	13,7	6,9	7,5
GRUPA AZOTY	trzymaj	2017-01-26	70,41	73,90	71,60	+3,2%	16,6	15,9	7,7	7,3
LOTOS	redukuj	2016-12-20	40,40	36,27	37,33	-2,8%	11,7	9,1	6,6	4,9
MOL	redukuj	2016-12-20	20 620	18 970 HUF	20 460	-7,3%	12,2	10,4	5,2	4,7
PGNIG	kupuj	2016-12-20	5,30	6,52	5,55	+17,5%	11,9	9,8	4,7	4,1
PKN ORLEN	sprzedaj	2016-12-20	87,17	66,13	81,50	-18,9%	10,1	12,9	6,4	7,1
POLWAX	kupuj	2017-01-13	16,60	25,95	17,87	+45,2%	7,5	7,7	6,2	7,2
SYNTHOS	sprzedaj	2017-01-17	5,30	3,72	5,95	-37,5%	16,4	21,6	10,2	12,1
Energetyka										
CEZ	kupuj	2016-12-06	407,00	496,80 CZK	427,80	+16,1%	14,4	13,9	6,7	6,5
ENEA	redukuj	2017-01-27	10,61	8,81	10,61	-17,0%	6,8	5,8	4,7	3,8
ENERGA	trzymaj	2017-01-27	10,20	9,20	10,20	-9,8%	8,3	7,7	4,6	4,6
PGE	trzymaj	2016-10-04	10,18	10,63	11,04	-3,7%	9,1	8,6	5,1	5,1
TAURON	akumuluj	2016-12-06	2,66	3,03	2,97	+2,0%	5,3	5,1	4,7	4,9
Telekomunikacja										
NETIA	akumuluj	2017-01-27	4,58	4,90	4,58	+7,0%	-	-	4,7	5,1
ORANGE POLSKA	kupuj	2017-01-27	5,46	7,10	5,46	+30,0%	189,5	36,5	4,6	4,4
Media										
AGORA	akumuluj	2017-01-27	12,90	13,90	12,90	+7,8%	-	-	5,9	6,0
CYFROWY POLSAT	redukuj	2017-01-27	24,65	22,30	24,65	-9,5%	16,9	14,1	7,4	7,0
WIRTUALNA POLSKA	akumuluj	2017-01-27	56,60	61,00	56,60	+7,8%	21,7	17,7	12,2	10,3
IT										
ASSECO POLAND	trzymaj	2016-12-19	53,09	57,00	56,60	+0,7%	14,8	14,2	6,5	6,3
CD PROJEKT	sprzedaj	2017-01-26	59,63	43,40	59,51	-27,1%	39,1	38,9	27,9	27,4
COMARCH	kupuj	2016-12-19	172,40	205,00	179,75	+14,0%	18,1	15,3	7,6	7,0
Przemysł i metale										
FAMUR	zawieszona	2016-11-30	4,22	-	4,32	-	-	-	-	-
KERNEL	trzymaj	2017-01-27	76,75	73,90	76,75	-3,7%	5,8	6,2	4,4	4,2
KĘTY	trzymaj	2017-01-27	416,80	387,90	416,80	-6,9%	15,7	16,0	10,9	10,1
KGHM	akumuluj	2017-01-27	122,05	128,64	122,05	+5,4%	8,5	8,4	5,5	5,2
STELMET	akumuluj	2017-01-27	32,30	33,80	32,30	+4,6%	16,6	12,9	10,8	8,6
UNIWHEELS	akumuluj	2017-01-27	236,00	258,00	236,00	+9,3%	10,1	10,0	8,0	8,1
Budownictwo										
BUDIMEX	akumuluj	2017-01-27	217,00	238,40	217,00	+9,9%	13,8	15,5	6,6	8,0
ELEKTROBUDOWA	kupuj	2016-12-22	98,50	146,00	123,40	+18,3%	12,0	12,7	6,3	6,4
ERBUD	akumuluj	2017-01-27	29,50	33,50	29,50	+13,6%	11,9	11,6	4,9	4,7
UNIBEP	kupuj	2017-01-27	10,79	12,80	10,79	+18,6%	9,1	9,4	6,2	6,3
Deweloperzy										
CAPITAL PARK	kupuj	2017-01-25	6,30	8,09	6,29	+28,6%	44,9	8,2	121,3	14,0
DOM DEVELOPMENT	akumuluj	2017-01-27	64,94	72,50	64,94	+11,6%	9,8	9,5	7,5	7,4
ECHO	kupuj	2017-01-25	5,69	6,64	5,68	+16,9%	10,4	8,4	12,3	10,4
GTC	akumuluj	2017-01-25	8,65	9,59	8,68	+10,5%	7,5	10,9	10,0	14,1
ROBYG	kupuj	2017-01-27	3,00	3,95	3,00	+31,7%	9,8	6,0	10,9	6,2
Handel										
AMREST	akumuluj	2017-01-27	347,00	367,00	347,00	+5,8%	29,8	22,1	11,8	9,3
CCC	akumuluj	2017-01-27	207,00	219,00	207,00	+5,8%	20,7	16,9	14,7	12,1
EUROCASH	kupuj	2017-01-27	39,90	46,20	39,90	+15,8%	21,9	16,7	10,4	8,4
JERONIMO MARTINS	akumuluj	2017-01-27	15,66	16,90 EUR	15,66	+7,9%	21,4	19,3	10,9	10,1
LPP	trzymaj	2017-01-27	5 370	5 300	5 370	-1,3%	21,3	16,1	11,9	9,5
Inne										
PBKM	kupuj	2016-12-22	53,95	70,00	57,60	+21,5%	9,9	8,2	6,7	5,7
WORK SERVICE	zawieszona	2016-12-06	10,17	-	10,15	-	-	-	-	-

**Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu**

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alior Bank	kupuj	kupuj	71,50	2017-01-27
BZ WBK	redukuj	trzymaj	332,34	2017-01-27
Capital Park	kupuj	trzymaj	8,09	2017-01-25
CD Projekt	sprzedaj	sprzedaj	43,40	2017-01-26
Ciech	akumuluj	trzymaj	71,30	2017-01-23
Echo	kupuj	trzymaj	6,64	2017-01-25
Elemental	zawieszona	kupuj	-	2017-01-27
Erste Bank	kupuj	kupuj	35,98 EUR	2017-01-27
Getin Noble Bank	kupuj	kupuj	2,14	2017-01-27
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	73,90	2017-01-26
GTC	akumuluj	trzymaj	9,59	2017-01-25
Handlowy	akumuluj	trzymaj	85,00	2017-01-27
ING BSK	redukuj	sprzedaj	152,39	2017-01-27
KGHM	akumuluj	zawieszona	121,08	2017-01-17
Komercni Banka	akumuluj	akumuluj	1011,37 CZK	2017-01-27
LW Bogdanka	zawieszona	sprzedaj	-	2017-01-27
Millennium	trzymaj	kupuj	5,81	2017-01-27
OTP Bank	trzymaj	redukuj	9031,25 HUF	2017-01-27
Pekao	akumuluj	trzymaj		2017-01-27
PKO BP	trzymaj	kupuj	31,20	2017-01-27
Polwax	kupuj	kupuj	25,95	2017-01-13
RBI	zawieszona	trzymaj	-	2017-01-27
Stelmet	akumuluj	-	33,40	2017-01-12
Synthos	sprzedaj	sprzedaj	3,72	2017-01-17
Vistal	zawieszona	trzymaj	-	2017-01-27

Statystyka rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	5,4%	1	3,3%
redukuj	7	12,5%	4	13,3%
trzymaj	10	17,9%	6	20,0%
akumuluj	18	32,1%	9	30,0%
kupuj	18	32,1%	10	33,3%

Zmiany rekomendacji w Strategii inwestycyjnej

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Agora	akumuluj	kupuj	13,90	2017-01-27
AmRest	akumuluj	kupuj	367,00	2017-01-27
Boryszew	niedoważaj	równoważ	-	2017-01-27
Budimex	akumuluj	akumuluj	238,40	2017-01-27
CCC	akumuluj	trzymaj	219,00	2017-01-27
Ciech	akumuluj	akumuluj	72,50	2017-01-27
Cyfrowy Polsat	redukuj	redukuj	22,30	2017-01-27
Dom Development	akumuluj	kupuj	72,50	2017-01-27
Elemental	przeważaj	zawieszona	-	2017-01-27
Enea	redukuj	trzymaj	8,81	2017-01-27
Energa	trzymaj	akumuluj	9,20	2017-01-27
Erbud	akumuluj	kupuj	33,50	2017-01-27
Eurocash	kupuj	akumuluj	46,20	2017-01-27
Jeronimo Martins	akumuluj	trzymaj	16,90 EUR	2017-01-27
Kernel	trzymaj	akumuluj	73,90	2017-01-27
Kęty	trzymaj	trzymaj	387,90	2017-01-27
KGHM	akumuluj	akumuluj	128,64	2017-01-27
Kruk	redukuj	trzymaj	219,64	2017-01-27
LPP	trzymaj	trzymaj	5 300,00	2017-01-27
LW Bogdanka	zawieszona	sprzedaj	-	2017-01-27
Netia	akumuluj	akumuluj	4,90	2017-01-27
Orange Polska	kupuj	kupuj	7,10	2017-01-27
Prime Car Management	kupuj	kupuj	34,91	2017-01-27
PZU	kupuj	kupuj	44,63	2017-01-27
Robyg	kupuj	kupuj	3,95	2017-01-27
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	46,28	2017-01-27
Stelmet	akumuluj	akumuluj	33,80	2017-01-27
Unibep	kupuj	kupuj	12,80	2017-01-27
Uniwheels	akumuluj	akumuluj	258,00	2017-01-27
Vistal	równoważ	zawieszona	-	2017-01-27
Wirtualna Polska	akumuluj	akumuluj	61,00	2017-01-27

Finanse

Alior Bank		kupuj							
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 61,95 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27					
		Cena docelowa: 71,50 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 501,1	1 848,4	23,1%	2 693,3	45,7%	2 991,2	11,1%	Liczba akcji (mln)	129,3
Marża odsetkowa	4,3%	3,6%		4,2%		4,4%		MC (cena bieżąca)	8 007,5
WNDB	2 196,2	2 741,9	24,8%	3 642,2	32,8%	3 970,3	9,0%	Free float	74,8%
Wynik operacyjny*	1 058,1	1 322,7	25,0%	1 385,2	4,7%	2 111,6	52,4%		
Zysk brutto	386,0	571,0	47,9%	445,2	-22,0%	1 031,9	131,8%		
Zysk netto	309,6	335,9	8,5%	162,5	-51,6%	630,2	287,8%		
ROE	9,5%	7,0%		2,6%		9,3%		Zmiana ceny: 1m	13,7%
P/E	14,4	18,6		49,3		12,7		Zmiana ceny: 6m	14,7%
P/BV	1,3	1,3		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	27,6%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	42,0
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	62,5

*przed kosztami rezerw

Zalecamy kupowanie akcji Alior Banku (cena docelowa na poziomie 71,50 PLN). Podczas wyników za 3Q'16 Zarząd Alior Banku zrewidował swoje plany odnośnie fuzji z BPH skracając jej okres z 4 do 2 lat jednocześnie zmniejszając koszty z 650 mln PLN do 500 mln PLN. Uważamy, że Alior Bank pozytywnie zaskoczy rynek również w 4Q'16 rozpoznając tzw. badwill, który zostanie zrównoważony przez dużą część kosztów integracyjnych przeznaczoną na 2017 rok. Jednocześnie uważamy, że piętą achillesową Alior Banku pozostaje poziom kapitałów, który powinien jednak spełniać wymogi regulatora nawet po dodaniu bufora O-SII na poziomie 0,25% po zakończeniu fuzji z BPH oraz po wzroście bufora zabezpieczającego w 2018 roku. Nie wykluczamy, że Alior Bank ponowi próby przejęcia kolejnego banku co tym razem powinno spotkać się z większym uznaniem rynku ze względu na historyczny, pozytywny „track-record”.

Konsensus za niski na 2018

Podnosimy nasze prognozy na lata 2017-18, aby odzwierciedlić szybszą od planowanej fuzję Aliora z BPH. Oczekujemy, że całe koszty integracyjne zostaną poniesione do końca 1H'16. W naszych prognozach pozostajemy negatywni odnośnie dynamiki wyniku prowidynowego, który znajduje się 6% i 4% poniżej konsensusu na 2017-18. Oczekujemy, że zysk netto po spadku o 51,6% w '17 związanym z kosztami integracji, w '18 wzrośnie aż o 288%.

Kapitał największym zmartwieniem

Oczekujemy, że Alior na koniec 2016 roku zaraportuje wskaźnik CET1 na poziomie 11,0% oraz TCR na poziomie 13,8%. Wskaźniki te znajdują się lekko powyżej minimalnych wymaganych przez KNF na poziomie 10,25% oraz 13,25%. Oczekujemy, że wymogi kapitałowe zaostrożą się dla Alior Banku w kolejnych dwóch latach. Oczekujemy, że Alior po fuzji z BPH otrzyma bufor O-SII w wysokości 25 p.b., a następnie wymogi zostaną podwyższone przez KNF dla sektora o 0,7 p.b. w 2018 roku (bufor zabezpieczający). Wraz z wolniejszą akcją kredytową Alior Bank powinien stopniowo powiększać swoją nadwyżkę kapitałową.

Powrót do negocjacji możliwy

Uważamy, że niepowodzenie negocjacji odnośnie przejęcia Raiffeisen Polbanku spowodowane były głównie przez napiętą sytuację kapitałową głównego akcjonariusza Aliora – PZU. Uważamy, że prawdopodobny jest powrót do negocjacji z RBI po podniesieniu kapitału przez PZU w 1H'17. Oczekujemy, że ze względu na pozytywny „track-record” na rynku przyjęć Aliora, informacja zostanie tym razem pozytywnie odebrana przez rynek.

Fuzja szybsza od pierwotnych założeń

Zarząd Alior Banku ogłosił, że planowana na 4 lata fuzja z Bankiem BPH zamknie się do końca 2017 roku. Jednocześnie bank zrewidował koszty integracyjne z 650 mln PLN do 500 mln PLN, z czego 53 mln PLN mają być poniesione w 2016 roku. Oczekujemy, że Alior Bank przeniesie 200 mln PLN kosztów integracyjnych z 2017 na 2016 rok tak aby w pełni zrównoważyły rozpoznany badwill z przejęcia BPH. Jednocześnie bank podtrzymał synergii kosztowe jakich oczekuje na kolejne lata. Według planu, synergii kosztowe mają wynieść 13 mln PLN w 2016, 76 mln PLN w 2017, 265 mln PLN w 2018 oraz 304 mln PLN w 2019 roku. Uważamy, że sprawna integracja Banku BPH do struktur Alior Banku będzie ważnym czynnikiem przy ewentualnym ogłoszeniu kolejnej fuzji.

Wycena z dyskontem uzasadniona

Uważamy, że Alior Bank powróci do swojej wysokiej rentowności (ROE >9%) w 2018 roku. Niemniej jednak szacujemy, że wskaźniki wypłacalności będą nadal znajdować się poniżej średniej przez kolejne 2 lata. Uważamy że coraz wyższa rentowność, ale i brak dywidendy oraz wysokie ryzyko związane z szybką ekspansją umiejscawiają Alior Bank poniżej średniej dla polskiego sektora bankowego (13,5x P/E na 3-letniej średniej).

BZ WBK								redukuj	
Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca:		355,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		332,34 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	4 309,2	4 770,4	10,7%	5 388,4	13,0%	6 070,5	12,7%	Liczba akcji (mln)	98,9
Marża odsetkowa	3,1%	3,3%		3,5%		3,8%		MC (cena bieżąca)	35 119,8
WNDB	7 540,1	7 606,1	0,9%	7 881,3	3,6%	8 635,3	9,6%	Free float	30,0%
Wynik operacyjny*	3 961,3	4 238,4	7,0%	4 369,0	3,1%	5 023,1	15,0%		
Zysk brutto	3 178,3	3 509,3	10,4%	3 575,3	1,9%	4 170,8	16,7%		
Zysk netto	2 327,3	2 166,8	-6,9%	2 211,7	2,1%	2 671,3	20,8%		
ROE	13,0%	11,1%		10,5%		11,2%		Zmiana ceny: 1m	12,5%
P/E	15,1	16,2		15,9		13,1		Zmiana ceny: 6m	25,9%
P/BV	1,8	1,8		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	39,1%
DPS	0,0	22,6		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	249,6
DYield (%)	0,0	6,4		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	355,0

*przed kosztami rezerw

Zalecamy redukowanie akcji BZ WBK (cena docelowa na poziomie 332,34 PLN). Negatywna rekomendacja to efekt uwzględnienia w prognozach braku dywidend przez kolejne dwa lata, wyższej wagi ryzyka na kredyty CHF (150%) oraz płaskiej rentowności pomimo rosnących stóp procentowych. Nasze prognozy znajdują się 4,7% poniżej konsensusu na 2017 rok, ale +4,4% powyżej na 2018. Uważamy, że konsensus na 2018 rok jeszcze nie uwzględnia podwyżek stóp procentowych. Oczekujemy, że brak możliwości wypłaty dywidendy przez BZ WBK spowoduje presję na rentowność, która pomimo rosnącego zysku netto pozostanie na prawie niezmiennym poziomie. Na wskaźniku 2017 P/BV bank notowany jest obecnie z 13% premią do polskiej średniej, którą uważamy za zbyt wysoką ze względu na brak dywidend.

Lekki wzrost prognoz

Pozostawiliśmy na prawie niezmiennym poziomie prognozy na rok 2017, ale podnieśliśmy je o 5,8% na 2018. Wyższe szacunki wynikają głównie z oczekiwanej przez nas podwyżki stóp procentowych. Nasze prognozy na 2018 rok są bardziej optymistyczne od konsensusu w odniesieniu do działalności podstawowej (+4,8%), ale bardziej pesymistyczne do salda rezerw. Podsumowując, oczekujemy że zysk netto w 2017 roku wzrośnie nieznacznie o 2,1%, aby następnie przyspieszyć do +20,8% w 2018 roku na fali rosnących stóp procentowych.

Płaski koszt ryzyka i rosnąca marża

Oczekujemy, że koszt ryzyka utrzyma się w przedziale 76-78 p.b. w latach 2017-19P i będzie wspierany przez dobrą sytuację makroekonomiczną w Polsce. Jednocześnie oczekujemy, że marża odsetkowa wzrośnie o 21 p.b. w 2017 roku oraz aż o 27 p.b. w 2018 roku. Podczas ostatniego cyklu obniżek stóp procentowych BZ WBK udowodnił, że jest jednym z najbardziej wrażliwych banków przez co podwyżki w 2018 powinny być dla niego wyjątkowo pozytywne.

Dywidenda

Oczekujemy, że BZ WBK nie wypłaci dywidendy przez najbliższe dwa lata. Brak dywidendy w 2017 roku jest konsekwencją rekomendacji KNF, która została wydana w grudniu ubiegłego roku. Pomimo, że bank spełnia kryteria do wypłaty do 50% zysku netto to kryteria dla banków z ekspozycją CHF powinny zniwelować możliwości jej wypłaty do 0. Ponadto, działania KSF mające na celu skłonienie banków do przewalutowania (wyższa waga ryzyka i prawdopodobnie bufory frankowe) spowoduje, że naszym zdaniem bank nie wypłaci dywidendy również z zysku netto za 2017 rok.

Coraz lepsze wskaźniki wypłacalności

Rekomendacja KNF odnośnie wypłaty dywidendy spowoduje wzrost wskaźników wypłacalności w całym sektorze. Uważamy, że kryteria przedstawione przez KNF skutecznie pozbawią banki możliwości dzielenia się zyskiem. Oczekujemy, że wskaźniki wypłacalności TCR BZ WBK wzrosną z 14,62% na koniec 2015 rok do 17,41% na koniec 2018 roku. Wskaźnik ten jest na granicy poziomu wymaganego przez KNF do wypłaty do 100% dywidendy.

Notowany zgodnie ze średnią

Uważamy, że na wskaźniku P/BV BZ WBK powinien być notowany zgodnie ze średnią rynkową. Z jednej strony bank nadal prezentuje wyższe od kosztu kapitału ROE, ale z drugiej strony nie będzie mógł dzielić się zyskiem netto przez najbliższe dwa lata.

Getin Noble Bank kupuj

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 1,68 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27					
		Cena docelowa: 2,14 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 195,7	1 305,4	9,2%	1 365,2	4,6%	1 530,2	12,1%	Liczba akcji (mln)	883,4
Marża odsetkowa	1,7%	1,9%		2,0%		2,3%		MC (cena bieżąca)	1 484,1
WNDB	1 662,0	1 558,7	-6,2%	1 570,5	0,8%	1 774,0	13,0%	Free float	49,8%
Wynik operacyjny*	469,0	698,2	48,9%	713,2	2,1%	909,9	27,6%		
Zysk brutto	73,0	50,0	-31,5%	240,9	382,1%	458,6	90,4%		
Zysk netto	44,2	4,5	-89,7%	192,1	4129,0%	368,4	91,8%		
ROE	0,9%	0,1%		3,6%		6,4%		Zmiana ceny: 1m	29,2%
P/E	100,8	326,8		8,9		4,6		Zmiana ceny: 6m	27,3%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	27,3%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	1,1
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	1,9

*przed kosztami rezerw

Zalecamy kupowanie akcji Getin Noble Banku (cena docelowa na poziomie 2,14 PLN). Cena docelowa niższa niż poprzednio odzwierciedla wyższe wymogi kapitałowe, które naszym zdaniem zmuszą bank do emisji akcji. Oczekujemy, że wyniki GNB pozostaną pod presją w 2017 roku ze względu na sekurytyzację aktywów w celu poprawy pozycji kapitałowej oraz ograniczoną akcją kredytową. Niemniej jednak oczekujemy, że zysk netto wzrośnie z 4,5 mln PLN w 2016 r. do 192,1 mln PLN w 2017 dzięki poprawie działalności podstawowej oraz sprzedaży znaczących portfeli NPL (>1 mld PLN). Pomimo bardzo dynamicznego wzrostu zysku netto ROE GNB pozostanie na poziomie 4%, znacznie poniżej kosztu kapitału. Na 2018P wyceniamy obecnie GNB na 0,4x P/BV co przekłada się na 27% potencjał wzrostu.

Mozolna odbudowa wyników

Obniżyliśmy nasze prognozy dla GNB o 8,2% na 2017 rok głównie ze względu na niższe prognozy odnośnie wyniku przewidywanego. Uważamy, że największy potencjał do poprawy wyników drzemie w kosztach odsetkowych, które generowane są głównie przez depozyty terminowe (82% depozytów ogółem). Obniżenie kosztów finansowania w głównej mierze przyczyni się do wzrostu wyniku odsetkowego o 4,6% w 2017. Oczekujemy, że wynik odsetkowy zostanie dodatkowo wsparty w 2018 roku przez podwyżkę stóp procentowych i wzrośnie o 12,1%. Nasze prognozy zysku netto są 32,0% powyżej konsensusu na 2017 rok oraz 34,0% powyżej na 2018 rok.

Słaba pozycja kapitałowa

Oczekujemy, że na koniec 2016 roku GNB wykaże CET1 na poziomie 12,5%. Niemniej jednak w 2017 roku oczekujemy negatywnego efektu na CET1 w wysokości ~1,7 p.p. z tytułu podwyższenia wagi ryzyka na kredyty FX do 150%. Uważamy, że oprócz zatrzymania zysku netto GNB również sięgnie po podwyższenie kapitału w wysokości 200 mln PLN przygotowując się na kolejne podwyżki minimalnych wskaźników (od 2018 wzrasta bufor zabezpieczający). Wyższe, od przez nas oczekiwanego, podwyższenie kapitału może mieć miejsce w przypadku wejścia w życie ustawy spreadowej. Niedobór kapitału szacujemy na 789 mln PLN, który można pokryć emisją akcji lub redukcją RWA o 6,5 mld PLN.

Zwolnienie z podatku tymczasowe

Wraz z wejściem w program naprawczy Getin Noble Bank przestał naliczać specjalny podatek bankowy. Oczekujemy, że zwrot podatku wspomogłoby wyniki jeszcze w 4Q'16 tak, aby miały pozytywny wpływ na kapitały. Niemniej jednak w naszej wycenie uwzględniliśmy podatek bankowy ponieważ uważamy, że powróci on za 4 lata.

Ustawa spreadowa jest problemem

Ustawa spreadowa przygotowana przez Kancelarię Prezydenta trafiła do Komisji Finansów w Sejmie. Szacujemy, że koszt ustawy dla GNB, w jej obecnym kształcie, zamknie się w kwocie 827 mln PLN. Uważamy, że będzie to znaczące obciążenie kapitałowe biorąc pod uwagę wzrost wag ryzyka na hipoteki FX do 150% w 2017 roku. Na 1 stycznia 2018 szacujemy niedobór kapitału GNB na 789 mln PLN, który może zostać rozwiązany przez znaczącą redukcję RWA w wysokości 6,5 mld PLN. Niemniej jednak, wpływu ustawy spreadowej nie uwzględniliśmy w naszej wycenie ponieważ jej los oraz kształt nadal nie są przesądzone, szczególnie biorąc pod uwagę zalecenie KSF, aby nie rozwiązywać problemu CHF w drodze legislacji.

Najtańszy bank w zestawieniu

GNB jest najtańszym analizowanym przez nas bankiem. Uzasadnione jest to przez niskie współczynniki wypłacalności w porównaniu z ekspozycją banku na kredyty CHF, które mogą stać się przedmiotem restrukturyzacji. Obecnie na wskaźniku P/BV 2017/18P 0,3x bank notowany jest z bardzo wysokim dyskontem do średniej na poziomie 1,4x i 1,3x. Uważamy, że emisja kapitału powinna poprawić sentyment do banku, który ze względu na bardzo niską rentowność wyceniamy na 0,4x P/BV.

Handlowy		akumuluj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		79,48 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		85,00 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	976,6	991,5	1,5%	1 035,3	4,4%	1 240,7	19,8%	Liczba akcji (mln)	130,7
Marża odsetkowa	2,0%	2,1%		2,3%		2,6%		MC (cena bieżąca)	10 384,8
WNDB	2 051,8	2 100,4	2,4%	2 062,9	-1,8%	2 289,9	11,0%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	773,5	862,7	11,5%	845,7	-2,0%	1 043,7	23,4%		
Zysk brutto	790,8	813,1	2,8%	786,7	-3,3%	978,8	24,4%		
Zysk netto	626,4	585,9	-6,5%	554,2	-5,4%	705,5	27,3%		
ROE	8,8%	8,6%		8,1%		10,1%		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/E	16,6	17,7		18,7		14,7		Zmiana ceny: 6m	14,9%
P/BV	1,5	1,5		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	9,3%
DPS	7,4	4,7		4,5		4,2		Min (52 tyg.)	62,8
DYield (%)	9,3	5,9		5,6		5,3		Max (52 tyg.)	90,5

*przed kosztami rezerw

Zalecamy akumulowanie akcji Banku Handlowego (cena docelowa na poziomie 85,00 PLN). Podwyższyliśmy nasze prognozy na rok 2018, ale jednocześnie jesteśmy bardziej sceptyczni odnośnie 2017 roku, gdzie podwyższamy saldo rezerw oraz obniżamy wynik pozaodsetkowy. Oczekujemy, że Bank Handlowy będzie jednym z głównych beneficjentów podwyżek stóp procentowych w 2018 roku. Jednocześnie uważamy, że Handlowy obok Pekao będzie w stanie w sposób nieprzerwany oferować 100% wypłatę dywidendy w kolejnych latach. Na 2018 P/E Bank Handlowy notowany jest z 11,8% premią do grupy porównawczej wobec 13% premii na 5-letniej średniej do WIG Banków. Uważamy, że wyższa premia do średniej jest uzasadniona przez konserwatywny bilans (brak CHF, wskaźnik kredytów do depozytów na poziomie 55%), dywidendę oraz ponadprzeciętne ROE.

Konsensus nie uwzględnia podwyżek stóp procentowych

Uważamy, że konsensus jest zbyt optymistyczny na 2017 rok zarówno po stronie przychodowej (o 5,1%), jak i po stronie salda rezerw (o -31%). Z drugiej strony uważamy, że podwyżki stóp procentowych nie są jeszcze w prognozach rynku na 2018 rok, gdzie widzimy potencjał wzrostu o 3,8%. Oczekujemy, że zysk netto Banku Handlowego skurczy się o 6,5% w 2016 roku, o 5,4% w 2017 roku (+8,5% skorygowany o zysk VISA w 2016 roku), aby następnie wzrosnąć o 27,3% w 2018 roku.

Powtarzalna dywidenda

Oczekujemy, że Bank Handlowy wypłaci 100% dywidendy w latach 2016-18, co powinno przełożyć się na wskaźnik DY w przedziale 5,6-5,3%. Obecna polityka dywidendowa KNF zakłada, że aby wypłacić 100% zysku netto w formie dywidendy bank musi posiadać wskaźnik Tier 1 na poziomie 13,25% oraz TCR równy 16,25%, powiększone o bufory CHF i O-SII. Oczekujemy, że Bank Handlowy spełniać będzie ww. wymagania w długim okresie.

Bank handlowy skorzysta na podwyżce stóp

Wysoki udział kredytów konsumenckich w strukturze kredytów oraz depozytów bieżących powodują, że Bank Handlowy jest jednym z najbardziej wrażliwych banków na ruchy stóp procentowych. Oczekujemy, że podwyżka stóp w 2018 roku spowoduje wzrost marży odsetkowej aż o 34 p.b., zaś wyniku odsetkowego o 20% R/R. Nasza prognoza na wynik odsetkowy znajduje się 9% powyżej średnich oczekiwań rynkowych na 2018 rok.

Nadal słaba akcja kredytowa

Uważamy, że Bank Handlowy ma największy niewykorzystany potencjał do wzrostu akcji kredytowej. Na koniec 3Q'16 wskaźnik kredytów do depozytów wyniósł 56,18%. W detalu bank koncentruje się na kliencie zamożnym co skutkuje niskim wzrostem kredytów konsumenckich. Z drugiej strony, bank jest nadal niszowym graczem na rynku hipotek. Szansę dla Handlowego widzimy w popycie na kredyty korporacyjne w latach 2017-18. Oczekujemy, że akcja kredytowa Banku Handlowego przyspieszy z obecnego poziomu +0,3% w 2016 roku do +4,6 i +4,4 w latach 2017-18.

Premia gwarantowana

Bank Handlowy na wskaźniku 2018 P/E 14,7x notowany jest z 11,8% premią do polskiego sektora wobec 13% historycznie. Uważamy, że bank powinien być notowany z wyższą premią do sektora ze względu na najniższy wskaźnik kredytów do depozytów, jeden z najwyższych wskaźników wypłacalności, brak CHF, wysoką powtarzalną dywidendę oraz przyszłą dynamikę wyników.

ING BSK

redukujej

Analitik: Michał Konarski	Cena bieżąca:	167,55 PLN		Data ostatniej aktualizacji:	2017-01-27				
	Cena docelowa:	152,39 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	2 467,1	2 955,7	19,8%	3 410,8	15,4%	3 825,9	12,2%	Liczba akcji (mln)	130,1
Marża odsetkowa	2,4%	2,6%		2,7%		2,8%		MC (cena bieżąca)	21 798,3
WNDB	3 778,1	4 310,9	14,1%	4 644,3	7,7%	5 123,6	10,3%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 622,4	2 232,8	37,6%	2 505,6	12,2%	2 910,4	16,2%		
Zysk brutto	1 390,3	1 958,6	40,9%	2 224,6	13,6%	2 508,5	12,8%		
Zysk netto	1 127,0	1 305,3	15,8%	1 461,3	12,0%	1 648,9	12,8%		
ROE	10,7%	11,8%		11,9%		11,9%		Zmiana ceny: 1m	5,4%
P/E	19,3	16,7		14,9		13,2		Zmiana ceny: 6m	29,4%
P/BV	2,0	1,9		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	49,1%
DPS	4,0	4,3		0,0		2,8		Min (52 tyg.)	105,6
DYield (%)	2,4	2,6		0,0		1,7		Max (52 tyg.)	173,5

*przed kosztami rezerw

Zalecamy redukowanie akcji ING BSK (cena docelowa na poziomie 152,39 PLN). Uważamy, że bardzo dobre wyniki za 3Q'16 są już uwzględnione w wycenie rynkowej banku w przeciwieństwie do braku dywidendy z 2016 roku. Oczekujemy, że wskaźniki wypłacalności, które znajdują się po 3Q'16 na poziomie ledwo umożliwiającym wypłatę dywidendy (5 p.b. ponad limit) obniżą się do momentu WZA (~1Q'17) ze względu na wzrost RWA oraz wycenę papierów wartościowych, przez co uniemożliwią bankowi wypłatę dywidendy. Widzimy także ryzyko, że ING BSK będzie zmuszone do intensywnej akcji depozytowej w 2018 roku tak, aby utrzymać wskaźnik L/D na bezpiecznym poziomie. Uważamy, że ze względu na ponadprzeciętny zwrot z kapitałów ING BSK w kolejnych dwóch latach, premia do sektora jest uzasadniona ale jej poziom powinien być niższy niż w przypadku Banku Pekao Banku Handlowego ze względu na słabszą pozycję kapitałową.

Konsensus za niski

Uważamy, że konsensus prognoz na ING BSK powinien wzrosnąć o 13,0% na 2017 rok i 9,3% na 2018 rok. Średnie oczekiwania rynkowe nadal nie odzwierciedlają wzrostu wyniku odsetkowego w kolejnych latach oraz są zbyt pesymistyczne odnośnie kosztu ryzyka. Nasza prognoza na wynik odsetkowy znajduje się 4% powyżej konsensusu na 2017 rok oraz 6% powyżej na 2018 rok. Pomimo odnotowania zysku jednorazowego (VISA) w 2016 roku oczekujemy, że zysk netto wzrośnie o 13,6% w 2017, a następnie o 12,8% w 2018 roku odzwierciedlając rosnące stopy procentowe.

Wynik odsetkowy mocno rośnie

Oczekujemy, że wynik odsetkowy w 2017 roku wzrośnie o 15,4%, zaś marża odsetkowa o 12 p.b. Wzrost marży odsetkowej w 2017 roku jest związany ze wzrostem jaki bank odnotował w 3Q'16 na poziomie 28 p.b. Jednocześnie podwyżki stóp procentowych w 2018 roku powinny przełożyć się na 5 p.b. wzrost marży odsetkowej ze względu na niską wrażliwość ING na ruchy RPP.

Dywidenda poniżej średniej

Uważamy, że ING BSK nie wypłaci dywidendy z zysku netto za 2016 rok ze względu na niespełnienie wymogów KNF odnośnie CET1. Na koniec 3Q'16 wskaźnik CET1 wyniósł 13,8% wobec wymaganego 13,75%. Oczekujemy, że wskaźnik ten lekko spadnie ze względu na wycenę papierów wartościowych przez kapitał oraz wzrost RWA. Z drugiej strony oczekujemy, że ING BSK powróci do dywidendy w 2018 roku, która będzie ograniczona do 25% ze względu na dynamiczny rozwój banku.

Dynamiczny wzrost sumy bilansowej

Przez ostatnie 10 lat (do końca 2016 roku) suma bilansowa ING BSK rosła w średniorocznym tempie 10%. Oczekujemy, że w kolejnych 2 latach trend ten zostanie podtrzymany. Oczekujemy, że główną siłą napędową wzrostu będą kredyty, których wzrost prognozujemy na średniorocznym poziomie 14%. Z drugiej strony oczekujemy, że wzrost depozytów spowolni wraz ze wzrostem stóp procentowych. Uważamy, że wzrost ING BSK będzie się odbywał organicznie z powodu zbyt małych możliwości akwizycyjnych jakie prezentuje kapitał spółki.

Premia (ale niższa) uzasadniona

ING na wskaźniku 2017 P/BV 1,7x notowane jest z 20% premią do średniej na poziomie 1,4x. Uważamy, iż premia jest uzasadniona przez konserwatywny bilans oraz wysoki wskaźnik ROE. Niemniej jednak sądzimy, że niska dywidenda przez kolejne dwa lata powinna gwarantować dyskonto do takich banków jak Bank Pekao czy Handlowy.

Millennium		trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		5,93 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		5,81 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	1 365,2	1 502,4	10,0%	1 602,7	6,7%	1 736,2	8,3%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkowa	2,2%	2,3%		2,3%		2,4%		MC (cena bieżąca)	7 193,8
WNDB	2 239,2	2 600,8	16,1%	2 442,7	-6,1%	2 594,8	6,2%	Free float	50,0%
Wynik operacyjny*	930,1	1 348,7	45,0%	1 251,6	-7,2%	1 375,4	9,9%		
Zysk brutto	687,5	1 121,0	63,0%	1 005,9	-10,3%	1 127,9	12,1%		
Zysk netto	546,5	692,3	26,7%	634,0	-8,4%	721,5	13,8%		
ROE	9,0%	10,2%		8,4%		8,6%		Zmiana ceny: 1m	15,1%
P/E	13,2	10,4		11,3		10,0		Zmiana ceny: 6m	26,7%
P/BV	1,1	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	15,4%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,3
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	6,0

*przed kosztami rezerw

Zalecamy trzymanie akcji Banku Millennium (cena docelowa 5,81 PLN). Nasza wycena niższa niż poprzednio wynika z wpływu rekomendacji KSF oraz KNF na możliwości dywidendowe banku. Oczekujemy, że Bank Millennium nie wypłaci dywidendy przez co najmniej kolejne dwa lata. Wzrastający kapitał będzie miał również negatywny wpływ na ROE banku, które szacujemy, że spadnie z 10% w 2016 do 8,4% w 2017 r. Dodatkowo zysk netto jak i wskaźniki wypłacalności mogą zostać znacząco zmniejszone w przypadku przyjęcia przez Sejm tzw. ustawy spreadowej. Uważamy, że podwyższone wagi ryzyka do 150% oraz brak dywidendy w Banku Millennium są już obecnie w pełni wycenione przez rynek.

Obniżamy nasze prognozy na 2017 rok

Nasze prognozy na 2017 r. obniżamy o 7,5% co odzwierciedla nasze bardziej konserwatywne podejście do przychodów banku. Pomimo obniżki, nasze prognozy znajdują się 8,6% powyżej konsensusu na 2017 oraz 6,1% powyżej na 2018 rok. Nasze bardziej optymistyczne prognozy w dużej mierze wynikają z niższej prognozy na koszt ryzyka, który szacujemy na poziomie 52 p.b. w kolejnych latach. Oczekujemy, że zysk netto spadnie o 8,4% w 2017 roku (spadek ze względu na zdarzenia jednorazowe w 2016 r.) a następnie wzrośnie o 13,8% w 2018 roku.

Brak dywidendy

Na koniec 3Q'16 Millennium Bank zaraportował wysokie wskaźniki wypłacalności CET1 i TCR, które odpowiednio wyniosły 17,8% oraz 18,0%. Niemniej jednak bank nie może wypłacić dywidendy ze względu na kryteria redukujące wypłatę, jakie KNF przedstawił dla banków w swojej rekomendacji. Oczekujemy, że podniesienie wagi ryzyka do 150% zredukuje wskaźnik CET1 Millennium o 2,8 p.p. i odsunie znowu bank od możliwości wypłaty dywidendy. W naszych prognozach nie oczekujemy dywidendy przez najbliższe dwa lata.

Wynik odsetkowy z potencjałem

Oczekujemy, że wynik odsetkowy wzrośnie 2017 roku o 6,7%, a następnie o 8,3% w 2018. Uważamy, że Bank Millennium ma jeden z najwyższych kosztów finansowania, który nadal może zostać wykorzystany to poprawy marży odsetkowej w 2017 roku. Z drugiej strony wysoka podwyżka stóp procentowych w 2018 roku nie powinna przełożyć się na skokowy wzrost marży ze względu na niską wrażliwość banku na ruchy RPP.

Niski wzrost kredytów

Oczekujemy, że wzrost kredytów brutto w 2017 roku wyniesie 0,8% R/R, a w 2018 -0,6% R/R. Stagnacja w akcji kredytowej jest usprawiedliwiona przez rosnące wymagania regulacyjne odnośnie wskaźników wypłacalności. Uważamy, że Bank Millennium będzie wspierał swoją politykę kapitałową przez aktywne zarządzanie RWA. Niski wzrost kredytów wynika z kurczącej się bazy kredytów hipotecznych. Z jednej strony zakładamy brak wzrostu kredytów hipotecznych denominowanych w PLN, a z drugiej oczekujemy znaczącej amortyzacji portfela kredytów CHF. Oczekujemy, że bank pozostanie aktywny na rynku kredytów konsumenckich (+12% w 2017 roku) oraz w segmencie SME (+8% w 2017 roku) co powinno dodatkowo wspierać wynik odsetkowy banku.

Dyskonto uzasadnione

Na wskaźniku 2017 P/E 11,3x oraz 2018 P/E 10,0x bank notowany jest z odpowiednio 29% oraz 24% dyskontem do średniej polskiej. Bank Millennium zasługuje na dyskonto do średniej ze względu na znaczącą ekspozycję na kredyty w CHF, brak dywidendy oraz spadająca rentowność. Jednocześnie uważamy, że obecna cena rynkowa już odzwierciedla brak dywidend oraz podniesienie wag ryzyka dla Banku Millennium.

Pekao
akumuluj

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 136,60 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27					
		Cena docelowa: 146,10 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	4 166,6	4 418,6	6,0%	4 823,7	9,2%	5 205,8	7,9%	Liczba akcji (mln)	262,5
Marża odsetkowa	2,5%	2,6%		2,8%		2,9%		MC (cena bieżąca)	35 853,4
WNDB	6 993,5	7 320,2	4,7%	7 433,4	1,5%	7 901,6	6,3%	Free float	49,9%
Wynik operacyjny*	3 235,5	3 853,1	19,1%	3 927,7	1,9%	4 342,6	10,6%		
Zysk brutto	2 831,1	3 367,3	18,9%	3 428,7	1,8%	3 734,2	8,9%		
Zysk netto	2 292,5	2 280,9	-0,5%	2 255,3	-1,1%	2 363,0	4,8%		
ROE	9,7%	9,8%		9,6%		9,9%		Zmiana ceny: 1m	9,9%
P/E	15,6	15,7		15,9		15,2		Zmiana ceny: 6m	10,5%
P/BV	1,5	1,5		1,5		1,5		Zmiana ceny: 12m	0,4%
DPS	10,0	8,5		8,4		8,3		Min (52 tyg.)	115,8
DYield (%)	7,3	6,2		6,2		6,1		Max (52 tyg.)	167,5

*przed kosztami rezerw

Zalecany akumulowanie akcji Banku Pekao (cena docelowa na poziomie 146,10 PLN). Bank Pekao jako jeden z nielicznych banków w Polsce będzie w stanie podtrzymać dotychczasowy strumień dywidend. Dodatkowo brak znaczącej ekspozycji Banku Pekao na kredyty w CHF powinny pozwolić uniknąć nadmiernej presji regulacyjnej w kolejnych latach. Uważamy, że konsensus dla Banku Pekao jest zbyt pesymistyczny na rok 2017 szczególnie w obszarze przychodów z działalności podstawowej. Oczekujemy także, że Bank Pekao będzie jednym z głównych beneficjentów wyższego popytu na kredyty korporacyjne w 2017 roku. Uważamy, że nowi akcjonariusze nie będą znacząco ingerować w dotychczasową politykę banku ze względu na obawy przed testem na utratę wartości czy zmniejszeniem dywidend.

Podwyżka konsensusu

Podwyższyliśmy nasze prognozy dla Banku Pekao o 10,9% na 2016 r. oraz o 6,8% na 2017 r. głównie ze względu na niższy koszt ryzyka. W 2017 roku oczekujemy 9% wzrostu wyniku odsetkowego, który zostanie po części zrównoważony przez rosnące koszty (wydatki na IT) oraz saldo rezerw. Dodatkowo oczekujemy znaczącego przyspieszenia po stronie kredytów korporacyjnych do poziomu +4,0% R/R. Nasze prognozy znajdują się 2,5% powyżej konsensusu na rok 2017, ale 2,4% poniżej na 2018 r.

Wysoka i stabilna dywidenda

Oczekujemy, że dywidenda na akcję wyniesie odpowiednio 8,4 PLN i 8,3 PLN w latach 2017-18. Pomimo wzrostu akcji kredytowej oraz wypłaty 100% zysku netto w formie dywidendy wskaźniki wypłacalności utrzymują się na bezpiecznym poziomie >17% w kolejnych latach. Prognozowana przez nas dywidenda przekłada się na wskaźnik DY na poziomie 6,2% i 6,1% w kolejnych latach, który jest nieporównywalnie wyższy od średniej dla polskich banków na poziomie 2,1%.

Niskie ryzyko ze strony nowych akcjonariuszy

Uważamy, że nowi akcjonariusze Banku Pekao (PZU oraz PFR) nie będą znacząco ingerować w politykę banku ze względu na groźbę znaczącego odpisu goodwillu jako inwestycja niesie za sobą. Ponadto uważamy, że PFR powinien być strażnikiem dywidendy, która wg Prezesa Funduszu uzasadnia inwestycję w Pekao. Nie wykluczamy zmian w zarządzie banku szczególnie po ostatnich zmianach w radzie nadzorczej.

Fuzja PKO BP i Pekao mało prawdopodobna

Uważamy, że fuzja Banku Pekao oraz PKO BP jest mało prawdopodobna. Operacja wymagałaby znaczących zmian w systemach informatycznych banków co pociągnęłoby za sobą bardzo wysokie koszty integracji. Z tego powodu nie widzimy także synergii kosztowych o jakich prasa wspominała w ostatnich dniach (wspólne centrum rozliczeń). Ponadto uważamy, że łączny udział rynkowy podmiotu na poziomie 28,6% (dla kredytów ogółem) byłby nie do zaakceptowania dla regulatora rynku. Co więcej, połączony bank posiadałby 66% udział w rynku hipotek.

Premia uzasadniona

Wskaźnik 2017P P/E 15,9x oraz 2018P P/E 15,2x implikuje 1% dyskonto oraz 15% premię do sektora polskich banków. Uważamy, że wyższa premia jest obecnie uzasadniona przez ROE powyżej kosztu kapitału (pomimo dużego kapitału nadwyżkowego) oraz bardzo wysoki dividend yield. Finalnie oczekujemy znacznie niższej presji regulacyjnej niż tej występującej w bankach z ekspozycją na kredyty denominowane w CHF.

PKO BP		trzymaj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		31,62 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		31,20 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynik odsetkowy	7 028,6	7 779,0	10,7%	8 516,1	9,5%	9 452,8	11,0%	Liczba akcji (mln)	1 250,0
Marża odsetkowa	2,7%	2,8%		2,9%		3,1%		MC (cena bieżąca)	39 525,0
WNDB	10 961,9	12 264,4	11,9%	12 656,8	3,2%	13 668,3	8,0%	Free float	68,6%
Wynik operacyjny*	4 628,6	6 242,6	34,9%	6 603,9	5,8%	7 520,0	13,9%		
Zysk brutto	3 190,8	4 636,5	45,3%	4 752,4	2,5%	5 538,8	16,5%		
Zysk netto	2 609,6	2 924,2	12,1%	2 935,8	0,4%	3 321,4	13,1%		
ROE	9,0%	9,2%		8,4%		8,5%		Zmiana ceny: 1m	13,3%
P/E	15,1	13,5		13,5		11,9		Zmiana ceny: 6m	30,7%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	30,4%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	22,4
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	31,6

*przed kosztami rezerw

Zalecamy trzymanie akcji PKO BP (cena docelowa na poziomie 31,20 PLN). Oczekujemy, że działania nadzorcze takie jak np. wyższe wagi ryzyka nie pozwolą PKO BP na wypłatę dywidendy przez najbliższe dwa lata. Dodatkowo skumulowany kapitał obniży ROE PKO BP z 9,2% w 2016 do 8,5% w 2018 roku. Uważamy, że rekomendacje KSF spowodują, że obecna strategia banku pozostanie poza zasięgiem. Widzimy także rosnące ryzyko dla akcjonariuszy wynikające z zapowiedzi Prezesa PKO BP o zaoferowaniu klientom atrakcyjnych warunków do dobrowolnego przewalutowania kredytów CHF na PLN. Po wdrożeniu kursu akcji o 31,3% przez ostatnie 6 miesięcy uważamy, że PKO BP jest już adekwatnie wyceniony.

Za niski konsensus

Uważamy, że konsensus na PKO BP jest zbyt optymistyczny dla salda rezerw, ale zbyt pesymistyczny dla wyniku odsetkowego. Nasze prognozy znajdują się 5% powyżej średnich oczekiwań rynkowych na 2017 oraz 11,0% powyżej na 2018 rok. Oczekujemy, że wyniki PKO BP w kolejnych dwóch latach będą wspierane przez płaskie środowisko stóp procentowych w 2017 roku, a następnie ich znaczną podwyżkę w 2018 roku. Ze względu na znaczące zyski jednorazowe w 2016 roku oczekujemy płaskiej dynamiki zysku netto w 2017, a następnie wzrostu o 13,1% w 2018 roku.

Brak dywidendy się utrzyma

Rekomendacja KNF i kryteria dla banków z ekspozycją na kredyty CHF wykluczają dywidendę z zysku za 2016 rok. Obecnie rynek prognozuje 12M forward dividend yield dla PKO BP na poziomie 2,5%. Jednocześnie podniesienie wagi ryzyka do 150% oraz prawdopodobny wzrost bufora zabezpieczającego od 2018 roku skutecznie uniemożliwi wypłatę dywidendy w kolejnych latach. Niemniej jednak wskaźnik wypłacalności CET1 PKO BP powinien wzrosnąć z 14,3% na koniec 4Q'16 do 16,2% na koniec 2018 roku.

Marża wzrośnie w 2017 i 2018 roku

Oczekujemy, że marża odsetkowa PKO BP wzrośnie o 12 p.b. w 2017 roku, ale jedynie 3 p.b. w ujęciu 4Q'16 do 4Q'17. Wolny wzrost marży w 2017 roku wynika z ograniczonego potencjału PKO BP do dalszego cięcia kosztów odsetkowych ze względu na już relatywnie niski koszt finansowania. Oczekujemy, że marża odsetkowa PKO BP wzrośnie o 21 p.b. w 2018 roku odzwierciedlając ruch stóp procentowych. Nasze prognozy odnośnie wyniku odsetkowego znajdują się 5-10% powyżej konsensusu na lata 2017-18.

Strategia za ambitna

Zarząd PKO BP poinformował o głównych celach i założeniach strategii rozwoju Banku na lata 2016-20. Według dokumentu PKO BP zamierza do 2020 roku: (1) osiągnąć rentowność kapitału własnego (ROE) powyżej 10%; (2) obniżyć wskaźnik kosztów do dochodów (C/I) do poziomu poniżej 45%; (3) utrzymać koszty ryzyka w przedziale 75-85 punktów bazowych oraz (4) efektywnie i racjonalnie zarządzać adekwatnością kapitałową, tak by poziomy wskaźników TCR i CET1 kształtowały się powyżej wymogów regulacyjnych i nadzorczych oraz jednocześnie umożliwiały wypłatę dywidendy. Ponadto, bank planuje wspierać rozwój polskiej przedsiębiorczości, szczególnie w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw, dbać o satysfakcję klienta (prosta i transparentna oferta, szybkie procesy sprzedażowe, kanały interakcji dopasowane do potrzeb), zwiększać wykorzystanie rozwiązań cyfrowych i sprawność operacyjną oraz poszukiwać innowacyjności i nowych źródeł przychodów pozaodsetkowych (rozszerzanie dostępności oferty spółek z grupy). Uważamy, że cele zawarte w strategii mogą być trudne do osiągnięcia, szczególnie w zakresie ROE oraz dywidendy w świetle nowej rekomendacji KSF. Oczekujemy, że zatrzymane zyski PKO BP w kolejnych dwóch latach spowodują spadek ROE z 2016 roku na poziomie 9,2% do 8,5%.

Adekwatnie wyceniony

Na wskaźniku 2018P P/E 11,9x PKO BP notowane jest z 10% dyskontem do polskiej średniej na poziomie 13,2x. Historycznie, na 5-letniej średniej 12M forward P/E PKO BP notowane było z zaledwie 3% dyskontem do średniej. Niemniej jednak uważamy, że wyższe dyskonto jest adekwatne ze względu na ROE równe COE oraz braku dywidendy od banku, czego konsensus nie uwzględnia jeszcze w prognozach.

Komercni Banka
akumuluj

Analitik: Michał Konarski	Cena bieżąca: 893 CZK				Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27				
	Cena docelowa: 1 011 CZK								
(mln CZK)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)	
Wynik odsetkowy	21 357,0	21 148,4	-1,0%	22 159,4	4,8%	23 956,7	8,1%	Liczba akcji (mln)	188,9
Marża odsetkowa	2,3%	2,3%		2,2%		2,2%		MC (cena bieżąca)	168 572,8
WNDB	31 044,0	31 741,8	2,2%	31 900,3	0,5%	33 968,0	6,5%	Free float	39,6%
Wynik operacyjny*	16 692,0	17 841,0	6,9%	17 929,9	0,5%	19 790,9	10,4%		
Zysk brutto	15 770,0	16 985,1	7,7%	16 138,2	-5,0%	17 774,7	10,1%		
Zysk netto	12 759,0	13 710,3	7,5%	12 786,1	-6,7%	14 123,5	10,5%		
ROE	12,2%	13,2%		11,8%		12,3%		Zmiana ceny: 1m	1,4%
P/E	13,2	12,3		13,2		11,9		Zmiana ceny: 6m	-7,3%
P/BV	1,6	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	-13,2%
DPS	62,0	62,0		40,0		41,0		Min (52 tyg.)	818,0
DYield (%)	6,9	6,9		4,5		4,6		Max (52 tyg.)	1 091,0

*przed kosztami rezerw

Zalecamy akumulowanie akcji Komercni Banka (cena docelowa na poziomie 1011,37 CZK). Uważamy, że pomimo trudnego środowiska operacyjnego perspektywy dla rynku czeskiego są bardzo obiecujące. Niskie bezrobocie, wzrost gospodarczy oraz oczekiwane podwyżki stóp procentowych powinny pozytywnie przekładać się na wyniki banku w kolejnych latach. Ponadto, dywidenda Komercni Banka (nawet pomimo obniżki) ze wskaźnikiem DY na poziomie 4,5% pozostaje jedną z najwyższych wśród banków w regionie CEE. Obecnie na 12M fwd P/E Komercni Banka notowany jest z 3% dyskontem do WIG Banków wobec 4% na 5-letniej średniej. Niemniej jednak ze względu na wyższe oczekiwane ROE (12% vs. 8%) oraz stopę dywidendy (4-5% vs. 2%) uważamy, że jakiegokolwiek dyskonto do polskich banków jest nieuzasadnione. Obecna wycena rynkowa stwarza okazję inwestycyjną.

Ostatni trudny rok przed bankiem

Nasze prognozy na 2016 rok podwyższyliśmy o 6,4% głównie ze względu na zysk jednorazowy z tytułu transakcji CATAPS. Jednocześnie podwyższamy nasze oczekiwania na rok 2017 aż o 8%, co jest konsekwencją rewizji prognozy wyniku odsetkowego. Nasze prognozy znajdują się 3,0% powyżej konsensusu na rok 2017 i 9,0% powyżej na 2018 rok. Oczekujemy, że zysk netto skorygowany o zdarzenia jednorazowe wzrośnie o 1,1% w 2017 roku, aby następnie wzrosnąć o 10,5% w 2018 roku.

Nadal bardzo wysoka dywidenda

W odpowiedzi na wyższe wymagania kapitałowe nałożone na KB przez Bank Centralny (CET1 15,5%), Zarząd KB postanowił znormalizować dywidendę rok wcześniej niż planował. Zarząd KB zamierza wypłacić 61% powtarzalnego zysku netto w 2017 roku co przekłada się na 55% zaraportowanego zysku netto z 2016 roku. Uważamy, że dywidenda z 2016 roku wyniesie 40 CZK/akcję, zaś w 2018 roku wyniesie 41 CZK/akcję (odpowiednio DY na poziomie 4,5% i 4,6%). Niemniej jednak, DY Komercni Banka

pozostaje jednym z najbardziej atrakcyjnych w regionie (DY MSCI EME Financials na poziomie 3,5%). Na podstawie naszego spotkania z czeskim Bankiem Centralnym uważamy, że jest możliwa chociaż mało prawdopodobna kolejna podwyżka minimalnego wskaźnika dla KB o 50 p.b. co mogłoby wywołać kolejną presję na dywidendę.

Dynamiczny wzrost kredytów...

Oczekujemy, iż wzrost gospodarczy przełoży się na bardziej dynamiczny wzrost kredytów w Komercni Banka. Jednocześnie oczekujemy, że wzrost kredytów znajdzie się pierwszy raz od 10 lat na poziomie wyższym, niż tym które odnotują banki porównywalne w Polsce. W 3Q'16 kredyty brutto ogółem w Komercni Banka wzrosły o 11,1% R/R przy 12,4% wroście w segmencie kredytów detalicznych oraz 10,7% w kredytach korporacyjnych. Na uwagę zasługują kredyty hipoteczne, które w 3Q'16 w Komercni Banka urosły o 12,3% R/R. Oczekujemy, iż kredyty netto w Komercni Banka wzrosną odpowiednio o 11,0%, 11,9% oraz 11,7% w latach 2016-18.

...i wolniejszy depozytów

Oczekujemy, iż depozyty w Komercni Banka będą rosły w wolniejszym tempie niż kredyty. Wskaźnik kredytów do depozytów w banku jest na bezpiecznym poziomie 81,6% (3Q'16) dzięki czemu Komercni Banka nie potrzebuje konkurować na wymagającym rynku. Oczekujemy, iż wzrost depozytów w Komercni Banka wyniesie 8,1% w 2016 oraz po 4,7% w latach 2017-18.

Zasługuje na premię do polskich banków

Obecnie, Komercni Banka notowany jest na wskaźniku 2017 P/E 13,2x i 2018 P/E 11,9x z odpowiednio 18% oraz 9% dyskontem do polskich banków (16,0x i 13,2x). Uważamy, iż dyskonto jest nieuzasadnione. Bank charakteryzuje się wyższą stopą dywidendy (4-5% wobec 2% w WIG Banki), wyższą rentownością (2017 ROE 12% wobec 8% w WIG Banki) oraz działa w stabilnym środowisku operacyjnym (brak podatku bankowego oraz ekspozycji na CHF).

Erste Bank		kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		28,60 EUR		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		35,98 EUR					
(mln EUR)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Wynik odsetkowy	4 444,7	4 346,5	-2,2%	4 430,6	1,9%	4 616,8	4,2%	Liczba akcji (mln)	429,8
Marża odsetkowa	2,2%	2,1%		2,1%		2,1%		MC (cena bieżąca)	12 292,3
WNDB	6 584,0	6 426,7	-2,4%	6 555,5	2,0%	6 807,3	3,8%	Free float	69,5%
Wynik operacyjny*	2 368,2	2 271,9	-4,1%	2 480,2	9,2%	2 715,6	9,5%		
Zysk brutto	1 639,1	2 092,4	27,7%	1 994,3	-4,7%	2 184,0	9,5%		
Zysk netto	968,2	1 293,3	33,6%	1 237,1	-4,3%	1 388,3	12,2%		
ROE	9,3%	11,2%		9,9%		10,3%		Zmiana ceny: 1m	0,7%
P/E	12,7	9,5		9,9		8,9		Zmiana ceny: 6m	21,0%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	8,8%
DPS	0,0	0,5		1,0		0,9		Min (52 tyg.)	18,9
DYield (%)	0,0	1,7		3,5		3,3		Max (52 tyg.)	29,6

*przed kosztami rezerw

Zalecamy kupowanie akcji Erste Banku (cena docelowa na poziomie 35,98 EUR). Przez ostatnie 12 miesięcy kurs Erste Banku wzrósł o 3,3% (w USD). Erste Bank w 2016 roku zaskoczył inwestorów bardzo niskim saldem rezerw, które zwiastuje poprawiającą się sytuację gospodarczą. Wraz z normalizacją kosztu ryzyka oczekujemy spadku zysku netto w 2017 roku o 4,3%. Nasza prognoza ROTE na poziomie 10,6% dla 2017 roku jest zgodna z oczekiwaniami Zarządu, który wskazał poziom ROTE >10%. Uważamy, że prognoza Zarządu może być konserwatywna, a bank może nadal zaskoczyć rynek utrzymującym się niskim kosztem ryzyka w kolejnych latach. Preferujemy inwestycje w Erste Bank wobec polskiego sektora bankowego ze względu na bardziej atrakcyjną wycenę oraz potencjał dywidendowy.

Normalizacja wyników w 2017 roku

Oczekujemy, że zysk netto Erste Banku spadnie o 4,3% w 2017 roku, co przełoży się na wskaźnik ROTE na poziomie 10,6%. Spadek wyniku jest głównie pochodną rosnącego kosztu ryzyka, który naszym zdaniem na poziomie 13 p.b. jest nie do utrzymania w średnim terminie oraz znaczących zdarzeń jednorazowych w 2016 roku. Nasza prognoza jest zgodna z oczekiwaniami Zarządu, które wskazują na 2017 ROTE >10%. Nasze prognozy są 5% powyżej średnich oczekiwań rynkowych na 2017 rok oraz 17% na 2018.

Wysoka baza w 2016 roku

W 2017 roku oczekujemy 17,2% spadku zysku netto w segmencie CEE. Spadek jest efektem wysokiej bazy 2016 roku, wspartej przez zysk jednorazowy z tytułu VISA. W 2018 roku oczekujemy, że zysk netto segmentu CEE wzrośnie o 11,6%, a Austrii o 3,4%. Wzrost zysku netto powinien być głównie zasługą rosnących wolumenów kredytowych przy stabilnej marży odsetkowej.

Atrakcyjna dywidenda

Zarząd Erste Banku zarekomendował dywidendę w wysokości 1 EUR na akcję. Dywidenda przekłada się na wskaźnik dividend yield na poziomie 3,5% oraz stanowi 31% zysku netto. Oczekujemy, że Erste Bank wypłaci również 1 EUR na akcję w 2018 roku.

Oczekiwanie zarządu

Zarząd oczekuje, iż Erste Bank w 2016 r. osiągnie wskaźnik ROTE na poziomie 12% (prognoza podtrzymana). Jednocześnie Zarząd oczekuje, że w 2017 bank osiągnie ROTE na poziomie >10% przy założeniu obniżenia podatku bankowego w Austrii, płaskich przychodów (wzrost kredytów na poziomie +5%), wzrostu kosztów operacyjnych o 1-2% (unowocześnienie systemu IT), wzrostu salda rezerw (z rekordowo niskich poziomów). Bank oczekuje w 2017 r. wzrostu gospodarczego w rejonie na średnim poziomie 2-3%. Uważamy, że cel zarządu na ROTE na poziomie >10% jest do zrealizowania i zgodny z naszą prognozą. W naszej prognozie na lata 2017-18 koszty operacyjne Erste Banku rosną w tempie 1,7% i 1,4%. Jednocześnie podkreślamy, że w ostatnim roku prognoza Zarządu była zdecydowanie zbyt konserwatywna.

Widzimy potencjał dla wyceny

Erste Bank na wskaźniku 2017 P/E 9,9x notowany jest z odpowiednio 29% dyskontem do banków w regionie CEE (14,0x) oraz z 38% dyskontem do polskich banków. Uważamy, iż Erste Bank powinien być notowany z dyskontem do OTP Banku, który oferuje najwyższy wskaźnik ROE (14%) na rynku. Niemniej jednak ze względu na ROE ~10%, DY ~3% oraz ekspozycję na rynki CEE uważamy, że Erste zasługuje na niższe dyskonto do wskaźników regionalnych.

OTP BANK
trzymaj

Analitik: Michał Konarski	Cena bieżąca: 8 950 HUF		Cena docelowa: 9 031 HUF		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27				
(mld HUF)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mld HUF)	
Wynik odsetkowy	553,0	518,3	-6,3%	537,8	3,8%	554,6	3,1%	Liczba akcji (mln)	267,0
Marża odsetkowa	5,1%	4,8%		4,9%		4,9%		MC (cena bieżąca)	2 390,0
WNDB	759,1	732,5	-3,5%	756,7	3,3%	780,1	3,1%	Free float	100,0%
Wynik operacyjny*	366,8	334,0	-8,9%	351,7	5,3%	373,9	6,3%		
Zysk brutto	146,1	256,8	75,8%	253,8	-1,2%	275,9	8,7%		
Zysk netto	63,6	221,7	248,7%	212,9	-4,0%	232,3	9,1%		
ROE	5,1%	16,8%		14,3%		14,2%		Zmiana ceny: 1m	6,5%
P/E	37,6	10,8		11,2		10,3		Zmiana ceny: 6m	33,1%
P/BV	1,9	1,7		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	50,2%
DPS	147,0	181,7		222,9		230,8		Min (52 tyg.)	5 750,0
DYield (%)	1,6	2,0		2,5		2,6		Max (52 tyg.)	8 950,0

*przed kosztami rezerw

Zalecamy trzymanie akcji OTP Banku (cena docelowa na poziomie 9031,25 HUF). Uważamy, że znaczący wzrost kursu przez ostatnie 12 miesięcy (+51,9% w USD wobec +37,8% indeksu BUX oraz +36,3% indeksu MSCI EME Financials) w pełni odzwierciedlił potencjał OTP Banku w wycenie rynkowej. Uważamy, iż obecna premia z jaką OTP Bank jest notowany do spółek porównywalnych w pełni odzwierciedla konserwatywny bilans banku (kredyty/depozyty 68%; Tier1 13,2%), coraz niższy podatek bankowy, brak znaczącej ekspozycji na CHF czy poprawiającą się sytuację gospodarek regionu CEE. Ponadto uważamy, iż średnie oczekiwania rynkowe na lata 2017-18 mają ograniczony potencjał do wzrostu.

Spadek zysku netto w 2017

Nasze prognozy znajdują się 3% powyżej konsensusu na lata 2017-18. Oczekujemy spadku zysku netto w 2017 roku o 4,0%, a następnie jego wzrostu o 9,1% w 2018 roku. Spadek zysku w 2017 roku wynika z wysokiej bazy w 2016 wspartej przez zysk jednorazowy z tytułu VISA, ale również ze względu na normalizację kosztu ryzyka. Oczekujemy, że koszt ryzyka wzrośnie z 120 p.b. w 2016 do 148 p.b. w 2017 roku i 141 p.b. w 2018. Nasza prognoza zysku netto znajduje się w przedziale prognozy Zarządu.

Spadek zysku netto na Węgrzech...

Oczekujemy, że zysk netto węgierskiej części OTP Banku spadnie o 12,1% R/R w 2017 roku. Spadek będzie głównie pochodną normalizacji kosztu ryzyka, który w 2016 wyniósł zaledwie 16 p.b. Na Węgrzech oczekujemy stabilizacji marży odsetkowej (4,05%) oraz przyspieszenia wolumenów kredytowych (+8,5% R/R).

...oraz poprawa w Rosji

Oczekujemy, że segment w Rosji poprawi wynik netto w 2017 roku o 44,6% R/R. Poprawa będzie głównie skutkiem dobudowy wyniku na działalności podstawowej (+10,8% R/R) oraz dalszym spadkiem kosztu ryzyka (z 8% w 2016 do 7% w 2017). Wyniki powinny być dodatkowo wsparte przez umacniającą się walutę rosyjską.

Podatki dalej spadają

Oczekujemy, że specjalny podatek bankowy zostanie dalej zredukowany z 53 p.b. w 2015 roku i 31 p.b. w 2016 roku oraz do 21 p.b. w 2017 i 2018 roku. Obecnie szacujemy, że podatek bankowy w 2017 roku wyniesie zaledwie 13,2 mld HUF. Ponadto oczekujemy w 2017 roku redukcji CITU na Węgrzech do 9%.

Dodatkowe koszty możliwe w 2017

Restrukturyzacja ekspozycji CHF w Rumunii może kosztować OTP Bank do 30 mld HUF w 2017 roku. Ewentualny odpis w Rumunii stanowi do 14% zysku netto grupy oraz doprowadziłby do straty w segmencie Rumunia na poziomie 27 mld HUF, zaś sam segment w Rumunii wymagałby dokapitalizowania.

Adekwatnie wyceniony

OTP Bank jest notowany z 16-13% premią na wskaźniku 2016-18 P/BV do średniej CEE. Uważamy, że premia jest uzasadniona ze względu na konserwatywny bilans (niski L/D) oraz najwyższe wśród analizowanych przez nas banków ROE (14%). Niemniej jednak ze względu na przeciętną dywidendę oraz gorszą dynamikę wyników wobec spółek porównywalnych uważamy, że obecna premia jest już adekwatna.

PZU		kupuj							
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		35,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		44,63 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Składka brutto:	18 359,0	19 973,3	8,8%	20 868,8	4,5%	21 525,1	3,1%	Liczba akcji (mln)	863,5
majątkowa	10 713,3	12 235,0	14,2%	12 895,1	5,4%	13 296,4	3,1%	MC (cena bieżąca)	30 655,1
życiowa	7 922,9	7 987,7	0,8%	7 987,7	0,0%	8 198,2	2,6%	Free float	64,8%
Wynik techniczny	19 366,9	20 151,5	4,1%	21 157,9	5,0%	22 644,3	7,0%		0,0%
Zysk brutto	2 943,7	2 549,5	-13,4%	4 282,8	68,0%	7 245,3	69,2%		
Zysk netto	2 342,2	1 785,8	-23,8%	2 342,4	31,2%	3 337,6	42,5%		
ROE	18,0%	13,8%		17,3%		22,4%		Zmiana ceny: 1m	9,6%
P/E	13,1	17,2		13,1		9,2		Zmiana ceny: 6m	21,2%
P/BV	2,4	2,4		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	10,4%
DPS	2,7	2,1		2,7		3,9		Min (52 tyg.)	24,4
DYield (%)	7,6	5,8		7,6		10,9		Max (52 tyg.)	36,3

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla PZU, jednocześnie podwyższając 9-miesięczną cenę docelową do 44,45 PLN/akcję. Nasza wycena została głównie skorygowana o niższy wynik na działalności lokacyjnej oraz przez konsolidację Banku Pekao oraz Alior Banku. Przez ostatnie 3 miesiące kurs akcji PZU wzrósł o 35,5% wobec wzrostu indeksu WIG Banki na poziomie 8,0%. Pozytywny sentyment odzwierciedla ogłoszenie polityki dywidendowej przez PZU oraz ogłoszenie przejęcia 20% udziału w Banku Pekao. Uważamy, że PZU charakteryzować będzie nadal wysoka dywidenda oraz nadwyżkowy kapitał. Oczekujemy, że alokacja kapitału w aktywa bankowe zniweluje w części duże uzależnienie ubezpieczyciela do zmiennej wyniku na działalności lokacyjnej. Uważamy, że w odróżnieniu od sektora bankowego główne ryzyka dla PZU zmaterializowały się. Ze względu na ponadprzeciętne ROE, dywidendę oraz niską wrażliwość na podatek, PZU przedstawia się nadal jako atrakcyjna inwestycja pomimo ostatniego wzrostu kursu akcji.

Obniżamy nasze prognozy

Ze względu na słabą koniunkturę na giełdzie oraz słabe wyniki inwestycyjne, szczególnie w 2Q'16, obniżamy nasze prognozy dla PZU na lata 2016-17. Jednocześnie oczekujemy, że segment bankowy wspomogł zysk netto ubezpieczyciela kwotą 273 mln PLN w 2017 oraz 657 mln PLN w 2018 roku. W naszych prognozach założyliśmy również wzrost składki przypisanej brutto na poziomie 4,5% i 3,1% w latach 2017-18. Nasze prognozy przekładają się na ROE na poziomie 17,3% w 2017 roku oraz na 22,4% w 2018. Oznacza to, że rentowność ubezpieczyciela w porównaniu z sektorem bankowym pozostanie bezkonkurencyjna. Nasze prognozy znajdują się obecnie 2,4% poniżej konsensusu na 2017 rok, ale 25% powyżej na 2018 rok.

Bezkonkurencyjna dywidenda

Nowa polityka dywidendowa ubezpieczyciela zakłada, że (1) nie więcej niż 20% powiększy zyski zatrzymane (kapitał zapasowy) na cele związane z rozwojem organicznym i innowacjami oraz realizacją inicjatyw wzrostowych, (2) nie mniej niż 50% podlega wypłacie w ramach rocznej dywidendy, a (3) pozostała część (30%) zostanie wypłacona w ramach rocznej dywidendy lub powiększy zyski zatrzymane, w przypadku realizacji w danym roku istotnych nakładów związanych z realizacją założeń strategii PZU, w tym w szczególności w ramach transakcji fuzji i przejęć. Oczekujemy, że przejęcie Banku Pekao spowoduje spadek wypłaty dywidendy w 2017 roku do 60%, aby następnie wzrosła ponownie do poziomu 80% w latach 2018-19. Oczekujemy, że wskaźnik dividend yield będzie się

kształtował na poziomie 3,6% w 2017, 6,3% w 2018 i 8,9% w 2019 roku. Uważamy, że dywidenda oferowana przez PZU jest bezkonkurencyjna wobec polskiego sektora bankowego (DY na poziomie 2,2-2,5%), szczególnie w świetle ograniczeń jakie KNF nałożył na banki w zeszłym roku

Przejęcie 20% udziału w Banku Pekao

PZU ogłosiło, że wraz z PFR przejmują 32,8% udziału w Banku Pekao od UniCredit za 10,6 mld PLN (123 PLN na akcję, 3,3% dyskonto do 6 miesięcznego VWAP). PZU przejmując 20% udział w Pekao (za 6,5 mld PLN), zaś PFR 12,8% (za 4,1 mld PLN). PZU będzie posiadało prawo do dywidendy za 2016 rok z Banku Pekao. UniCredit pozostanie akcjonariuszem Banku Pekao maksymalnie do 2019 roku i zaoferował certyfikaty powiązane z akcjami Banku Pekao. Dodatkowo UniCredit sprzeda PZU lub Pekao za dodatkowe 634 mln PLN udziały w Pioneer Pekao Investment Management, Pekao Pioneer PTE oraz Dom Inwestycyjny Xelion. W wyniku transakcji wskaźnik wypłacalności PZU powinien spaść do około 180% (wskaźnik LR <35%), który następnie będzie uzupełniony przez emisję kapitału Tier 2. Uważamy, że cena na poziomie 123 PLN / akcję za udziały w Banku Pekao jest atrakcyjna (nasza 9M cena docelowa na poziomie 143,62 PLN/akcję). Jednocześnie transakcja wygeneruje około 1,8 mld PLN goodwillu. Postrzegamy transakcję pozytywnie ponieważ yield na inwestycji w akcje Banku Pekao (6,9%) jest wyższy od obecnego yieldu na inwestycjach w grupie. Ponadto, wyniki Banku Pekao w sposób znaczący wesprą wyniki oraz dywidendę PZU w 2018.

Wzrost składki przypisanej brutto

Oczekujemy wzrostu składki przypisanej brutto w PZU na poziomie 8,8% w 2016 roku, a następnie 4,5% i 3,1% w latach 2017-18. Wzrost składki jest głównie napędzany przez segment majątkowy, gdzie oczekujemy wzrostu na poziomie 14,2% w 2016 oraz 5-3% w latach 2017-18. Znaczący wzrost jest pochodną wprowadzenia podatku od instytucji finansowych, który zmusił mniejszych graczy do zakończenia wojny cenowej w segmencie komunikacyjnym. Oczekujemy, że PZU będzie stopniowo zwiększać ceny polis komunikacyjnych co spowolni tempo wzrostu składki. Oczekujemy, że wskaźnik mieszany w segmencie komunikacyjnym spadnie poniżej 100% już w 4Q'16.

Premia uzasadniona

Na wskaźniku 2017P oraz 2018P P/E (13,1x i 9,2x) PZU notowane jest z odpowiednio 18% oraz 30% dyskontem do polskiego sektora bankowego. Niemniej jednak, na wskaźniku 12M forward P/E PZU notowane było historycznie (5-letnia średnia) z jedynie 10% dyskontem. Uważamy, iż PZU zasługuje na znacznie niższe dyskonto ze względu na bezkonkurencyjną dywidendę oraz ROE.

Kruk								redukuj	
Analityk: Michał Konarski		Cena bieżąca:		249,15 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		219,64 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody ogółem	611,2	770,5	26,1%	950,8	23,4%	1078,0	13,4%	Liczba akcji (mln)	18,4
Zakupy wierzytelności	563,6	720,1	27,8%	897,6	24,6%	1 021,9	13,9%	MC (cena bieżąca)	4 583,9
Inkaso	29,8	30,9	3,8%	31,3	1,3%	31,8	1,4%	Free float	87,0%
Marża pośrednia	357,9	441,2	23,3%	532,9	20,8%	625,6	17,4%		0,0%
Zysk brutto	209,8	246,6	17,6%	303,1	22,9%	359,7	18,7%		
Zysk netto	204,3	236,7	15,9%	278,8	17,8%	316,5	13,5%		
ROE	29,8%	23,9%		21,4%		21,0%		Zmiana ceny: 1m	3,8%
P/E	20,9	18,8		16,4		14,5		Zmiana ceny: 6m	21,4%
P/BV	5,5	3,8		3,3		2,8		Zmiana ceny: 12m	54,6%
DPS	1,5	1,9		3,9		6,1		Min (52 tyg.)	161,2
DYield (%)	0,6	0,8		1,5		2,4		Max (52 tyg.)	252,5

Obniżamy naszą rekomendację trzymaj dla Kruka do redukuj, ale jednocześnie podwyższamy cenę docelową do poziomu 219,64 PLN na akcję. Jednocześnie lekko podwyższamy nasze prognozy na najbliższe lata, tak aby odzwierciedlić ostatnie inwestycje Kruka w 2016 roku na rynku włoskim oraz hiszpańskim. W 2016 roku Kruk po raz pierwszy wydał na nowe portfele 1,3 mld PLN (489 mln PLN w 2015 roku). Zakupy powinny mieć pozytywne przełożenie na wyniki w kolejnych 3 latach. Uważamy, że Kruk powinien być pośrednim beneficjentem ostatnich programów rządowych, takich jak podatek bankowy czy Rodzina 500+, ze względu na rosnącą podaż wierzytelności ze strony polskiego sektora bankowego oraz poprawiającą się zdolność polskich gospodarstw domowych do regulowania długów. Zgodnie z zapowiedzią zarządu w 2017 roku oczekujemy inwestycji w nowe portfele na poziomie 1 mld PLN z czego ponad połowę na nowych rynkach. Uważamy, że dalsza ekspansja na nowe rynki jak i niskie zadłużenie Kruka powinny być gwarantem dalszego dynamicznego rozwoju spółki. Zwrot z kapitałów powyżej 17% przez kolejne 10 lat oraz dwucyfrowa dynamika zysku netto przez najbliższe 2 lata są naszym zdaniem gwarantem premii do grupy porównawczej oraz polskiego sektora finansowego. Niemniej jednak uważamy, że obecna premia jest za wysoka. Ponadto uważamy, że Kruk nie powinien być notowany z premią do Iintrum Justitia ze względu na niższe ROE oraz dividend yield.

Podwyższamy prognozy

Nasze prognozy na rok 2016 podwyższyliśmy o 6,0%, na 2017 o 0,3%, zaś na 2018 o 3,0%. Wyższe prognozy są konsekwencją bardziej intensywnych zakupów jakie Kruk przeprowadzi w 2016 roku wobec naszych pierwotnych założeń. Uważamy, że nasze prognozy są konserwatywne w odniesieniu do kosztów, szczególnie po 2016 roku. Nasze prognozy znajdują się 1% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na rok obecny, ale o 5,8-9,5% powyżej na lata 2017-18.

Bezkonkurencyjna dynamika zysku netto

Uważamy, że wysoka dynamika zysków z lat ubiegłych jest do utrzymania, a w kolejnych trzech latach zysk netto Kruka wzrośnie aż o 15,7% (CAGR). Kluczowym czynnikiem dla zachowania dynamiki będzie wzrost sumy bilansowej, dzięki przejęciu portfela wierzytelności od Presco, przejęciu znaczącego portfela w Rumunii oraz ekspansji na nowych rynkach. Ponadto, dynamika wyników w przyszłych latach może być wsparta przez oszczędności kosztowe, które w roku 2016 są podwyższone ze względu na przejęcia, koszty regulatora, emisję akcji oraz ekspansję na rynki zagraniczne.

Spokojna pozycja kapitałowa

Uważamy, że podniesienie kapitału na poziomie 215 mln PLN w 2016 roku powinno pozwolić Krukowi na dalszą dynamiczną ekspansję w regionie. Szacujemy, że wskaźnik długu do KW na koniec 2017 roku będzie kształtował się na poziomie 110 p.b. wobec kowenant na poziomie 250 p.b. Dzięki dobrej sytuacji kapitałowej oczekujemy, że Kruk będzie miał możliwość wydania około 1 mld PLN na nowe portfele w 2017 roku.

Niska dywidenda

Pomimo podniesienia kapitału Kruk nie wycofuje się z dywidendy. Na spotkaniu omawiającym wyniki za 9M'16 zarząd potwierdził, że inwestorzy mogą spodziewać się niewielkiej dywidendy z roku 2016. W naszych prognozach uwzględniliśmy dywidendę na poziomie 3,9 PLN na akcję co przekłada się na dividend yield na poziomie 1,5%. Uważamy, że polityka dywidendowa Kruka jest nadal znacząco poniżej spółek porównywalnych które oferują dividend yield na średnim poziomie 3,3%

Tak wysoka premia nieuzasadniona

Kruk na wskaźnikach P/E'17 16,4x oraz P/E'18 14,5x notowany jest z 32% i 33% premią do średniej rynkowej na poziomie 12,5x oraz 10,9x oraz z 16% oraz 15% premią do głównego konkurenta – IJ. Uważamy, że premia do IJ jest nieuzasadniona ze względu na niższe ROE oraz dywidendę. Zwracamy uwagę na dominujący udział OFE w strukturze akcjonariatu (44,0% na koniec 31.12.2016).

Prime Car Management

kupuj

Analityk: Michał Konarski	Cena bieżąca: 34,91 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27				
	Cena docelowa: 34,91 PLN								
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody ogółem	522,5	574,6	10,0%	599,5	4,3%	637,5	6,3%	Liczba akcji (mln)	11,9
Koszty ogółem	-473,6	-526,6	11,2%	-547,1	3,9%	-579,5	5,9%	MC (cena bieżąca)	415,7
Należności leasingowe	623,7	782,7	25,5%	845,3	8,0%	909,5	7,6%	Free float	40,0%
Zysk brutto	49,0	48,0	-2,0%	52,4	9,1%	58,0	10,6%		
Zysk netto	38,7	37,7	-2,6%	41,1	9,1%	45,5	10,6%		
ROE	7,9%	7,9%		8,6%		9,5%		Zmiana ceny: 1m	6,8%
P/E	10,8	11,0		10,1		9,1		Zmiana ceny: 6m	0,2%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	1,2%
DPS	5,3	3,2		3,2		3,5		Min (52 tyg.)	30,7
DYield (%)	15,1	9,3		9,1		9,9		Max (52 tyg.)	40,9

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease) jednocześnie nieznacznie obniżając cenę docelową do poziomu 46,43 PLN na akcję. Obniżamy nasze oczekiwania co do zysku netto o 4% na 2017 rok oraz o 3% na 2018, co pozycjonuje nasze prognozy o 2% poniżej średnich oczekiwań rynkowych na 2017 rok i 1% na 2018 rok. Nasze prognozy są zgodne z prognozami zarządu, które zostały sformułowane w programie motywacyjnym. Na wskaźniku 2017P P/BV 0,9x Grupa Masterlease notowana jest z 58% dyskontem do grupy porównawczej. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż dyskonto na P/BV powinno się znacząco zawęzić do spółek porównywalnych ze względu na najwyższą dywidendę (dividend yield na poziomie 9-11%) w sektorze oraz bardzo silną pozycję na rynku lokalnym (#2).

Najlepsza dywidenda

Oczekujemy, iż Grupa Masterlease będzie utrzymywać 100% współczynnik wypłaty dywidendy co najmniej przez kolejne 10 lat. Oznacza to, że Prime Car Management będzie się mógł pochwalić drugą najwyższą, po Skarbiec Holding, stopą dywidendy spośród analizowanych przez nas spółek finansowych. Oczekujemy, że stopa dywidendy w 2017 roku wyniesie 9,1% a następnie wzrośnie do 9,9% w 2018 roku oraz do 11,0% w 2019 roku.

Koszt finansowania rośnie

Obniżyliśmy nasze oczekiwania na 2017 i 2018 rok o odpowiednio 4% i 3%. Niższe prognozy są efektem rosnącego kosztu odsetkowego. W 2017 r. zapada 460,4 mln PLN kredytów, zaś w latach 2018-19 kolejne 345,6 mln PLN. Banki będą starały się przenieść na PCM podatek bankowy, który obecnie wynosi 0,44% w skali roku. Nie oczekujemy aby pełen podatek został przeniesiony na spółkę ponieważ efektywna stopa podatku dla banków wynosi około 0,2-0,3% w skali roku. Dodatkowo, na koszt finansowania wpływać będzie podwyżka stóp procentowych w 2018 roku w wysokości 75 p.b., która powinna zostać zniwelowana przez rosnące przychody z tytułu leasingu.

Rekordowy przyrost floty

Na koniec 9M'16 flota samochodów PCM wzrosła o 4 630 pojazdów z czego 1 090 w leasingu FSL, 2 218 w semi-FSL oraz 1 322 w leasingu finansowym. Oczekujemy, że wzrost floty w 2017 roku wyniesie jedynie 1 849 pojazdów ze względu na przygotowania do szerokiego wejścia na rynek detaliczny, ale i większą dbałość o marżę. Jednocześnie oczekujemy, że udział najbardziej dochodowego segmentu, jakim jest FSL będzie topniał w strukturze z obecnych 41% do 37% w przeciągu następnych 3 lat.

Nowa strategia

W nowej strategii PCM zakłada wzrost aktywów na średnim CAGR 2015-19 10% oraz wzrost ROE do poziomu 11,2%. Wzrost biznesu firma chce osiągnąć poprzez większą penetrację w segmencie detalicznym poprzez rozwój sprzedaży mobilnej i usługi typu door-to-door. Aby osiągnąć swój cel PCM planuje otwarcie dodatkowych 3-4 oddziałów oraz inwestycje w platformę IT. Zarząd uważa, że koszty rozwoju będą znikome i nadal będzie „czuł się komfortowo” jeżeli wskaźnik długu netto do KW wzrośnie do poziomu 4,5x. Uważamy, że wzrost aktywów jest możliwy do spełnienia w ramach strategii. Niemniej jednak pozostajemy bardziej sceptyczni odnośnie celu ROE na poziomie 11% w 2019 roku, który według nas wyniesie 9,5%.

WZA uchwaliło program motywacyjny

Program motywacyjny PCM zakłada emisję akcji do zarządu w ilości nie większej niż 595 442 szt. w przeciągu pięciu lat (119 088 szt. co roku). Warranty subskrypcyjne będą mogły być przydzielone osobom uprawnionym pod warunkiem, że spółka wypracuje EPS na poziomie: 3,3 PLN w 2016, 3,4 PLN w 2017, 3,7 PLN w 2018, 4,1 PLN w 2019 oraz 4,5 w 2020 roku. Nasze prognozy wskazują, że zarząd zrealizuje swoje cele w latach 2017-19. Niemniej cel na 2016 oraz na 2020 rok wyglądają według nas zbyt ambitnie.

Notowany z za wysokim dyskontem

Prime Car Management notowany jest z 22% i 19% dyskontem do średniej rynkowej na 2017-18 P/E oraz z 58% i 54% dyskontem na wskaźniku 2017-18 P/BV. Uważamy, że pewne dyskonto jest zasadne przez relatywnie niskie ROE. Z drugiej strony, PCM oferuje znacznie wyższą dywidendę na poziomie 9-11% wobec średniej sektora na poziomie 2,7%.

Skarbiec Holding
kupuj

Analitik: Michał Konarski		Cena bieżąca: 29,10 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27					
		Cena docelowa: 46,28 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Wynagrodzenie stałe	67,1	67,4	0,4%	74,8	11,1%	82,5	10,2%	Liczba akcji (mln)	6,8
Wynagrodzenie zmienne	1,8	13,8	685,2%	15,1	9,1%	16,3	8,4%	MC (cena bieżąca)	198,5
Przychody ogółem	75,4	86,6	14,9%	96,5	11,4%	105,6	9,4%	Free float	25,4%
Koszty ogółem	-60,1	-58,4	-2,8%	-63,3	8,4%	-67,5	6,7%		
Zysk brutto	16,2	28,7	77,1%	33,6	17,1%	38,5	14,6%		
Zysk netto	13,0	23,2	78,8%	27,2	17,1%	31,1	14,6%		
ROE	13,9%	25,9%		30,0%		33,6%		Zmiana ceny: 1m	6,2%
P/E	15,3	8,5		7,3		6,4		Zmiana ceny: 6m	5,8%
P/BV	2,2	2,2		2,2		2,1		Zmiana ceny: 12m	11,9%
DPS	3,1	3,4		3,7		4,3		Min (52 tyg.)	25,0
DYield (%)	10,7	11,6		12,7		14,7		Max (52 tyg.)	35,3

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj oraz nieznacznie podwyższamy ceną docelową do poziomu 44,95 PLN/akcję. Skarbiec Holding (Skarbiec) jest akcjonariuszem wiodącego towarzystwa funduszy inwestycyjnych – Skarbiec TFI. Na koniec 4Q'16 roku wielkość aktywów pod zarządzaniem (AUM) Skarbiec TFI plasowała Grupę na 5. miejscu na rynku TFI. Skarbiec TFI charakteryzuje dobrze zdywersyfikowana struktura detalicznych AUM, szeroka sieć dystrybucyjna oraz wysoka dochodowość wspierana przez opłatę zmienną. Oczekujemy, iż Skarbiec dążyć będzie do zmiany struktury AUM w kierunku produktów wysokomarżowych, co pozytywnie przełoży się na wynik finansowy, szczególnie w środowisku oczekiwanej przez nas presji na opłaty. Prognozujemy, że dzięki dobrej koniunkturze na giełdzie w obecnym roku wysokomarżowe aktywa wzrosną w tempie dwucyfrowym co powinno dodatkowo pozwolić Skarbcowi zaksięgować dodatkowe success fee. Na wskaźniku 2017 P/E 7,3x Skarbiec Holding notowany jest z 41% dyskontem do średniej rynkowej (13,4x) oraz z 36% dyskontem do polskiej średniej. Uważamy, iż pewne dyskonto jest zasadne ze względu na strukturę przychodów w bardzo dużej mierze zależnej od success fee, ale obecny poziom dyskonta jest zbyt wysoki.

Rynek z dużym potencjałem

Przez ostatnie 9 lat aktywa pod zarządzaniem w Polsce rosły w średniorocznym tempie 9,6% (CAGR). Pomimo tak dynamicznego przyrostu AUM oczekujemy, iż na rynku TFI nadal jest duży potencjał do dalszego wzrostu. Nasze założenia dotyczące wzrostu rynku opieramy na znacznie niższym poziomie AUM do PKB w Polsce wobec krajów EU-17 (14% wobec 42%), rosnącym udziale TFI oraz inwestycji w rynki kapitałowe w oszczędnościach Polaków, czy chociażby na przekonaniu, że jest to alternatywa dla mało atrakcyjnych lokat bankowych w środowisku niskich stóp procentowych dodatkowo obłożonych podatkiem od instytucji finansowych. Oczekujemy, iż rynek TFI będzie rósł w średniorocznym tempie na poziomie 8,0% przez kolejnych 10 lat.

Struktura aktywów odporna na zawirowania

AUM Skarbiec TFI są dobrze zdywersyfikowane. Przychody z funduszy dedykowanych nie są wrażliwe na wielkość aktywów pod zarządzaniem, zaś aktywa w funduszach detalicznych składają się prawie w równe częściach z aktywów wysokomarżowych (46%) i niskomarżowych (44%). Ponadto, 63% inwestycji Skarbiec TFI lokowanych jest na rynku polskim. Dywersyfikacja typów funduszy oraz geograficzna zapewniają Skarbcowi wyższą odporność w okresie dekonunktury, co ogranicza negatywny wpływ na wyniki.

Success fee zaksięgowane

Po zaksięgowaniu 24,0 mln PLN opłaty zmiennej w roku obrotowym 2014/15 opłata spadła do 1,7 mln PLN w roku obrotowym 2015/16. Niemniej jednak już w 3Q'16 Skarbiec TFI zaksięgował opłatę zmienną w wysokości 9,6 mln PLN, która wesprze dywidendę Skarbiec Holding w 2017 roku. Oczekujemy, że pozytywna koniunktura na giełdach w 2017 roku pozwoli na pobranie łącznie 13,8 mln PLN success fee w roku obrotowym 2016/2017. Prognozujemy, że opłata zmienna liczona do średnich aktywów pod zarządzaniem (z wyłączeniem aktywów dedykowanych) wzrośnie w 2016/17 do 0,45% z 0,06% w 2015/16. Ze względu na rosnącą konkurencję założyliśmy, że % success fee będzie stopniowo malał aż osiągnie poziom 0,2% AUM.

Bardzo wysoka dywidenda

Skarbiec Holding oferuje jedną z najwyższych stóp dywidendy w polskim sektorze finansowym. Stopa dywidendy jest uzależniona w dużej mierze od success fee jakie TFI jest w stanie pobrać w ciągu roku kalendarzowego. Szacujemy, że Skarbiec Holding przeznaczy na dywidendę w 2017 roku około 23 mln PLN co przekłada się na stopę dywidendy na poziomie 12%. Ponadprzeciętny zwrot z kapitałów własnych pozwala utrzymać Skarbcowi 100% zysku netto w kolejnych latach.

Notowany z dyskontem do grupy porównawczej

Na 2017 P/E 7,3x Skarbiec Holding notowany jest z 49% dyskontem do funduszy inwestycyjnych na świecie oraz z 36% dyskontem do polskiej średniej. Dyskonto do mediany światowej, choć znacznie niższe (12%) jest również widoczne przy wskaźniku P/BV. Uważamy, że pewne dyskonto jest zasadne ze względu na agresywnie księgowane success fee i jego bardzo duży wpływ na dywidendę. Niemniej jednak „track-record” Skarbcia dowodzi, że wysoki wskaźnik dividend yield jest powtarzalny w kolejnych latach. Uważamy, że obecne dyskonto powinno się zawęzić.

Paliwa, Chemia

Ciech		akumuluj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		69,03 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		72,50 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	3 273,0	3 333,7	1,9%	3 458,0	3,7%	3 492,4	1,0%	Liczba akcji (mln)	52,7
EBITDA	707,5	830,8	17,4%	718,8	-13,5%	648,7	-9,8%	MC (cena bieżąca)	3 637,9
marża EBITDA	21,6%	24,9%		20,8%		18,6%		EV (cena bieżąca)	4 979,2
EBIT	489,8	602,9	23,1%	466,6	-22,6%	396,5	-15,0%	Free float	33,0%
Zysk netto	343,0	469,7	36,9%	318,7	-32,2%	264,7	-16,9%		
P/E	10,6	7,7		11,4		13,7		Zmiana ceny: 1m	22,6%
P/CE	6,5	5,2		6,4		7,0		Zmiana ceny: 6m	16,4%
P/BV	2,7	2,3		2,1		2,0		Zmiana ceny: 12m	-14,4%
EV/EBITDA	7,1	6,1		6,9		7,5		Min (52 tyg.)	50,1
DYield (%)	0,0	4,1		4,9		5,3		Max (52 tyg.)	80,6

Ożywienie koniunktury w przemyśle samochodowym i mieszkaniowym w Chinach w końcu 2016 roku przełożyło się na dynamiczny spadek wolumenów eksportowych sody (w okresie IX-XI'16 o 17% r/r). Jednocześnie ceny sody w USD na tym rynku wzrosły w 4Q'16 o 21%, zamykając tym samym swoje dyskonto do cen europejskich (zwykle notowane były z 20-30% dyskontem). Zdecydowanie niższe wolumeny eksportu sody z Chin w końcu 2016 roku oraz wyraźny wzrost jej cen mógł naszym zdaniem pomóc w tym czasie producentom w negocjacjach cenowych na 2017 rok (te trwają w miesiącach XI-XII). Dodatkowo wysokie ceny i popyt obserwowane na rynku chińskim mogą skłaniać firmy, które rozbudowują moce produkcyjne w Turcji do szukania popytu na rynkach wschodnich. Niewątpliwie nowa produkcja tureckich producentów oraz rosnące ceny surowców energetycznych stanowią największe wyzwanie dla wyników Grupy Ciech w 2017 roku. Tym niemniej Spółka obecnie jest notowana z dwucyfrowym dyskontem na wskaźnikach P/E'17 oraz EV/EBITDA'17 oraz jest w stanie wypłacać DYield na poziomie około 5%. Utrzymujemy naszą cenę docelową akcji na poziomie 72,50 PLN oraz rekomendację akumuluj.

Nowe moce o niskich kosztach produkcji

Obecnie na terenie Europy zaplanowane jest uruchomienie nowych mocy produkcyjnych w zakresie sody głównie w Turcji. Łącznie w 2017 roku na rynek trafić mogą nowe instalacje o potencjale 1550 ton, a w '18 1650 ton. Nowe moce produkcyjne w Turcji, oparte o złoża mineralne, według IHS oraz Ciner Group są tańsze w eksploatacji nawet o około 30-40% niż produkcja sody metodą Solvay'a i nawet 50% niż metodą Hou (Chiny). W efekcie rozpoczęcia pracy nowych projektów (łącznie 3,2 mln ton – 26% aktualnego potencjału) obłożenie mocy produkcyjnych w Europie, zakładając przyrost konsumpcji w latach 2016-2018 o około 250 tys. ton rocznie, spadnie z 91,8% w 2016 roku do 86,9% w 2017 roku i poniżej 80% w 2018 roku. Taki poziom jak w 2018 roku po raz ostatni był widziany w Europie w 2011 roku, gdy zamykane były nieefektywne instalacje w krajach zachodnich.

Niespodziewany spadek eksportu sody z Chin

Przy dynamicznym wzroście cen sody na chińskim rynku eksport tego towaru w okresie IX-XI'16 spadł o 17% r/r po wcześniejszej pozytywnej dwucyfrowej dynamice odnotowanej w VI-VIII'16. W rezultacie w całym 2016 roku eksport sody z Chin mógł być nawet 6-7% r/r niższy niż miało to miejsce w 2015 roku. Wolumeny sprzedaży sody na rynku lokalnym naszym zdaniem w 2017 roku będą wspierane przez dobre dane z rynku mieszkaniowego (50% użycia sody to szkło).

Sprzyja słaba PLN do USD

Dodatkowym czynnikiem, który wspiera otoczenie dla segmentu sody w Grupie Ciech jest niska wartość PLN do USD. Dzięki osłabieniu PLN do USD w 4Q'16 cena sody w PLN wzrosła o 3%.

Substytucja drogiego koksu na antracyt

W udzielonym wywiadzie Zarząd Ciech zapowiedział doraźne zmniejszenie udziału użycia droższego w 4Q'16 koksu tańszym antracytem. Fabryka w Górze jest w stanie całkowicie zastąpić użycie koksu antracytem, a w Polsce może to być nawet nieco powyżej 50%. Obecnie różnica w cenach pomiędzy dwoma surowcami wynosi 20% (potencjalne oszczędności w skali roku 20 mln PLN wobec aktualnych prognoz). Pierwsze efekty substytucji mogą być widoczne w wynikach za 1Q'17.

Ograniczone perspektywy segmentu środków ochrony roślin

Bardzo dobre zbiory pszenicy i kukurydzy w krajach byłego ZSSR oraz w Amerykach Południowej i Północnej powodują, że globalny rynek zbóż 4. rok z rzędu będzie znajdować się w nadpodaży. Jednocześnie według USDA tegoroczne niesprzyjające warunki pogodowe w Europie spowodują spadek podaży pszenicy o 8% r/r. Niskie ceny zbóż połączone z niskimi zbiorami i słabą jakością plonów naszym zdaniem pogorszą zasobność budżetów rolników w krajach EU. To z kolei co najmniej do połowy 2017 roku skutecznie będzie osłabiać koniunkturę na środki ochrony roślin.

Grupa Azoty
trzymaj

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 71,60 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-26					
		Cena docelowa: 73,90 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	10 024,4	9 096,8	-9,3%	9 555,5	5,0%	9 892,9	3,5%	Liczba akcji (mln)	99,2
EBITDA	1 309,3	1 004,2	-23,3%	1 148,6	14,4%	1 246,1	8,5%	MC (cena bieżąca)	7 102,4
marża EBITDA	13,1%	11,0%		12,0%		12,6%		EV (cena bieżąca)	8 874,5
EBIT	830,0	513,9	-38,1%	622,4	21,1%	668,5	7,4%	Free float	22,9%
Zysk netto	609,5	364,1	-40,3%	427,4	17,4%	446,6	4,5%		
P/E	11,7	19,5		16,6		15,9		Zmiana ceny: 1m	11,6%
P/CE	6,5	8,3		7,4		6,9		Zmiana ceny: 6m	-4,4%
P/BV	1,0	0,9		0,8		0,8		Zmiana ceny: 12m	-28,4%
EV/EBITDA	6,0	8,3		7,7		7,3		Max (52 tyg.)	51,8
DYield (%)	0,0	1,2		1,5		3,6		Min (52 tyg.)	104,0

Wysoka korelacja cen ropy naftowej i zbóż daje szanse na odbicie cen na rynku płodów rolnych w 2017 roku. To z kolei przełożyłoby się na utrzymanie wzrostowego trendu na cenach nawozów saletranych w Europie Zachodniej, który zapoczątkowany został w 2H'16. Cenom nawozów pomaga również ograniczenie eksportu z Chin (mocznika w okresie IX'16-XI'16 - 60% r/r), co jest rezultatem wyższych cen węgla energetycznego i w efekcie spadku rentowności produkcji chińskich producentów. Z drugiej strony negatywnie na spółki nawozowe wpływa wzrost cen gazu ziemnego (dla Grupy Azoty +14% q/q w 4Q'16 oraz około +10% q/q w 1Q'17). Oczekujemy, że wynik EBITDA Grupy Azoty w 4Q'16 oraz 1Q'17 nadal znajdować będzie się pod presją (odpowiednio -39% r/r oraz -38% r/r). Według naszych prognoz obserwowane odbicie na cenach nawozów może natomiast przełożyć się na przełamanie negatywnej dynamiki spadku rezultatów począwszy od 2Q'17. Podtrzymujemy naszą cenę docelową 73,90 PLN oraz rekomendację trzymaj.

Spadek eksportu nawozów syntetycznych z Chin

W efekcie spadku cen nawozów syntetycznych na światowych rynkach oraz istotnemu wzrostu cen węgla energetycznego opłacalność chińskiej produkcji nawozów azotowych spadła (produkcja azotu oparta o spalanie węgla potrzebuje od 50-100% więcej energii na każdą tonę wyprodukowanego amoniaku niż w przypadku technologii opartej na gazie). To z kolei spowodowało brak opłacalności eksportu i spadek wolumenów, jakie Chiny plasują na rynkach zagranicznych. Spadek wolumenu sprzedaży dotyczył głównie mocznika, którego eksport spadł w XI'16 o 76% r/r, a w okresie IX'16-XI'16 o 60% r/r. Niższe były również wolumeny eksportowe fosforanu amonu (DAP) - w okresie IX'16-XI'17 -21% r/r, z czego najbardziej w IX'16 -60% r/r.

Ceny nawozów w kraju pod presją w 2H'16

Według danych IERiGŻ spadek cen nawozów syntetycznych wyraźnie przyspieszył w kraju po okresie wakacyjnym. Ceny reagowały z opóźnieniem na spadki, jakie miały miejsce na rynkach zagranicznych w IH'16. Spadki przełożyły się na spadek marży modelowej na produkcji głównych nawozów syntetycznych w 3Q'16 oraz 4Q'16.

Lepiej w tworzywach, słabiej w chemii

W naszych prognozach na 2017 rok dla segmentu tworzyw sztucznych zakładamy, że w efekcie poprawy koniunktury w Chinach oraz uruchomieniu instalacji produkcji poliamidu w Tarnowie uda się wygenerować pozytywny wynik EBITDA (skorygowana EBITDA 11 mln PLN wobec 22 mln PLN straty

w 2016 roku). Zakładamy również, że z uwagi na niższą relację cen melaminy w stosunku do gazu ziemnego wynik EBITDA segmentu wyrobów chemicznych będzie w 2017 roku o 12% r/r niższy (spadek do 235 mln PLN oczyszczonej wartości EBITDA). Niższe marże generowane na melaminie częściowo rekompensowane będą przez wyższe marże na plastyfikatorach i alkoholach OXO.

Słabe zbiory w Europie przy dobrych zbiorach na świecie

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. Według USDA tegoroczne niesprzyjające warunki pogodowe w Europie spowodują spadek podaży pszenicy o około 8% r/r. Wyraźnie wyższe zbiory powinny mieć z kolei miejsce w krajach byłego ZSSR oraz krajach Ameryki Północnej. Niskie ceny zbóż połączone z niskimi zbiorami negatywnie wpłynęły na zasobność budżetów rolników w krajach EU. Niskie zbiory w Europie są ryzykiem dla wolumenów sprzedaży, gdyż przy niższych plonach zapotrzebowanie gleby na substancje odżywcze będzie niższe.

Budżet polskiego rolnika powinien poprawić się w 2017 roku

Niższe zbiory i słaba ich jakość w 2016 roku, opóźnienie przyznawania dotacji (część rolników dopłaty do hektara otrzymała dopiero w wakacje), zakończenie programu rozwoju obszarów wiejskich (środki EU) oraz zmiany w prawie obrotem ziemi spowodowały, że sytuacja rolników znacząco pogorszyła się w 2016 roku. Tym samym mniej ich stać było na zakup nawozów oraz środków ochrony roślin. Według wstępnych informacji w 2017 roku dystrybucja dopłat do hektara ma zostać przyspieszona. Dodatkowo w końcu 2016 roku rozpoczęto przyznawanie dotacji do inwestycji ze środków z Unii Europejskiej (PROW).

W 1Q'17 więcej informacji o projekcie PDH oraz elektrowni w Puławach

W 1Q'17 Zarząd Grupy Azoty poinformuje prawdopodobnie o budżecie inwestycyjnym i aktualizacji parametrów inwestycji w elektrownię w Puławach. Zakładamy, że zmianie ulegnie technologia z gazowej na węglową. Oczekujemy także, że Zarząd przedstawi szczegóły finansowania inwestycji PDH. Naszym daniem do projektu może zostać zaangażowany jeszcze jeden podmiot kontrolowany przez Skarb Państwa (lub PFR lub BGK), co zmniejszy wartość nakładów ponoszonych przez samą Grupę Azoty.

Lotos		redukuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		37,33 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-12-20	
		Cena docelowa:		36,27 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	22 709,4	20 479,8	-9,8%	25 999,2	27,0%	31 967,6	23,0%	Liczba akcji (mln)	184,9
EBITDA	1 138,0	2 399,4	110,9%	1 893,7	-21,1%	2 493,8	31,7%	MC (cena bieżąca)	6 901,3
marża EBITDA	5,0%	11,7%		7,3%		7,8%		EV (cena bieżąca)	12 569,9
EBIT	423,4	1 384,6	227,0%	890,9	-35,7%	1 496,7	68,0%	Free float	46,8%
Zysk netto	-263,3	723,2		589,8	-18,4%	755,4	28,1%		
P/E		9,5		11,7		9,1		Zmiana ceny: 1m	-2,9%
P/CE	15,3	4,0		4,3		3,9		Zmiana ceny: 6m	27,8%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	41,1%
EV/EBITDA	11,1	5,2		6,6		4,9		Min (52 tyg.)	24,1
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	40,4

Kurs Lotosu wzrósł w 2016 roku o ponad 40%, a pozytywny sentyment wokół spółki budowały zarówno utrzymujące się wysokie marże rafineryjne, rosnące ceny węglowodorów, jak i spekulacje o możliwej konsolidacji z PKN Orlen czy oczekiwania na strategię w kontekście zapowiedzi transferu zysku do akcjonariuszy. Większość tych czynników wzrostu już się naszym zdaniem wyczerpała (pogorszenie makro rafineryjnego, spadek prawdopodobieństwa fuzji, dość lakoniczny komentarz ws polityki dywidendowej) i jeśli będzie realizował się nasz bazowy scenariusz dla rentowności przerobu, to dynamika wyników Lotosu w kolejnych kwartałach będzie wyraźnie ujemna (EBITDA LIFO -18% w 2017 roku). W tym kontekście podtrzymujemy rekomendację redukcji. Jednocześnie zwracamy uwagę, że relatywnie w naszym scenariuszu makro Lotos wydaje się obecnie ciekawszą pozycją portfelową niż Orlen.

Scenariusz makro a wyniki w 2017

W 2016 roku, podobnie jak rok wcześniej Lotos dzięki wsparciu sprzyjającego otoczenia makro przekroczył próg 2 mld PLN EBITDA LIFO, ale trudno uznać to za referencyjny poziom zysków na lata kolejne. Drożejąca obecnie ropa jest problemem dla sektora downstream na wielu płaszczyznach, począwszy od efektu elastyczności cenowej popytu (brak spadku cen r/r zredukował dynamikę konsumpcji benzyny w USA z +3% do -1%), poprzez wzrost kosztów zużycia własnych (energetyka zasilana HSFO lub gazem), a na presji na marżę detaliczne kończąc. Spadek dostępności ropy ciężkiej będzie ograniczał dyskonto na surowcu, a rekordowy eksport paliw z Chin połączony ze wzrostowym trendem podaży nowych mocy będzie wywierał presję na cracki produktowe. W roku 2017, obok zakładanego przez nas spadku modelowej marży rafineryjnej i dyferencjału (-0,5 mld PLN), obciążeniem dla wyników Lotosu będzie wyższy koszt gazu w rafinerii (-0,15 mld PLN), koszty cyklicznego remontu (-0,15 mld PLN) oraz brak zysków na transakcjach arbitrażowych na ropie (-50 mln PLN). Będzie to tylko częściowo skompensowane wyższymi cenami węglowodorów w segmencie wydobywczym, gdzie należy też uwzględnić spadek wolumenów.

Uruchomienie instalacji DCU wesprze wyniki 2018

W 2018 roku oczekujemy poprawy wyników z uwagi na uruchomienie instalacji DCU wartej 2,2 mld PLN. Pozwoli ona na poprawę struktury uzysków rafinerii poprzez głębszą konwersję ciężkiego oleju opałowego i asfaltów, zwiększając produkcję średnich i lekkich destylatów. Według szacunków Zarządu projekt ten powinien podnieść modelową marżę o

około 2 USD/bbl. Kalkulacje oparte na średnich cenach poszczególnych produktów naftowych z ostatnich kilku lat wskazują jednak, że wartość dodana kokera waha się od 1,0 do 1,5 USD/bbl w zależności od spreadu cenowego HSFO-diesel (w poniższej tabeli prezentujemy wyliczenia bazujące na średnich cenach z tego roku). W naszym modelu zakładamy poziom 1,5 USD/bbl (implikuje to dodatkowy strumień EBITDA rzędu 0,4 mld PLN rocznie), gdyż wyższe ceny ropy powinny stymulować zwiększenie dyferencjału pomiędzy ciężkim olejem opałowym, a ON.

Cele strategiczne bardzo wrażliwe na makro

W ogłoszonej strategii Zarząd postawił sobie średnioterminowy cel podwojenia EBITDA, co już samo w sobie wydaje się założeniem ambitnym, nie uwzględniając faktu, że bazą odniesienia są historycznie rekordowe wyniki wypracowane przy dużym wsparciu warunków makro (marże, USD, dyferencjał). Zwracamy uwagę, że dodatkowo Spółka założyła korzystną zmianę relacji ON-HSFO w perspektywie 5 lat, która według naszych szacunków poprawia rentowność DCU o ponad 0,4 mld PLN. Pozytywnie oceniamy deklarację obniżenia kosztów o 0,3 mld PLN w perspektywie roku 2019, aczkolwiek naszym zdaniem brakuje szczegółów dotyczących źródeł tych oszczędności, co utrudnia uwzględnienie całej tej kwoty w prognozach EBITDA (w modelu bierzemy pod uwagę 150 mln PLN). Sceptycznie podchodzimy również do deklarowanej skali wzrostu wydobywania wobec perspektywy wyczerpania się obecnie eksploatowanych złóż Sleipner i Heimdal (wyższe wydobywanie oraz wyższe ceny stoją za prognozą potrojenia EBITDA segmentu upstream).

Rynek przeszacowuje wpływ szarej strefy

Intensyfikacja działań kontroli celnej i skarbowej oraz wprowadzone w 3Q'16 nowe, bardziej restrykcyjne przepisy pozwoliły na realne ograniczenie szarej strefy, czego dowodem są sygnalizowane przez Orlen i Lotos znaczne wzrosty wolumenów sprzedaży hurtowej. Z punktu widzenia Lotosu oznacza to oczywiście możliwość przekierowania wspomnianych wolumenów eksportowanych w 2015 roku na rynek krajowy i realizację wyższej premii lądowej (20-40 USD/tonę diesla). Efekt ten w okresie 1-3Q'2016 szacujemy jednak na około 100 mln PLN (głównie związane z większą sprzedaż krajową) i naszym zdaniem w 2017 roku nie będzie on w stanie zneutralizować zakładanego przez nas spadku marży modelowej.

MOL

redukuje

Analityk: Kamil Kliszcz	Cena bieżąca:	20 460 HUF	Data ostatniej aktualizacji:	2016-12-20					
	Cena docelowa:	18 970 HUF							
(mld HUF)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 102,6	3 467,8	-15,5%	4 375,6	26,2%	5 002,4	14,3%	Liczba akcji (mln)	102,4
EBITDA	647,5	640,0	-1,1%	579,2	-9,5%	640,7	10,6%	MC (cena bieżąca)	2 095,7
marża EBITDA	15,8%	18,5%		13,2%		12,8%		EV (cena bieżąca)	3 017,4
EBIT	-216,0	347,9		275,3	-20,9%	309,8	12,5%	Free float	31,3%
Zysk netto	-256,6	301,7		171,4	-43,2%	202,3	18,0%		
P/E		6,9		12,2		10,4		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	3,5	3,5		4,4		3,9		Zmiana ceny: 6m	15,6%
P/BV	1,4	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	47,7%
EV/EBITDA	4,5	4,7		5,2		4,7		Min (52 tyg.)	13 505,0
DYield (%)	2,4	2,6		2,8		2,9		Max (52 tyg.)	21 185,0

Utrzymujące się korzystne marże rafineryjne i petrochem. sprzęgły się w ubiegłym roku z odbiciem na rynku węglowodorów, co oczywiście stanowiło idealne otoczenie makro dla profilu biznesowego MOL-a. Kurs akcji został dodatkowo wsparty przez publikację strategii – Zarząd przedstawił nowe cele optymalizacji kosztowej i ambitną ścieżkę wzrostu wyników sieci detalicznej. Ten pozytywny sentyment pozwolił nie tylko na nominalne wzrosty notowań węgierskiego koncernu powyżej 20 tys. HUF (+50%), ale również na domknięcie utrzymującej się od kilku lat luki na wskaźniku EV/EBITDA (12M forward) względem PKN Orlen. Naszym zdaniem perspektywy na kolejne miesiące wyglądają znacznie mniej obiecująco. Zakładamy co prawda kontynuację wzrostów cen ropy, co dzięki obniżeniu kosztów wydobycia istotnie poprawi wyniki segm. upstream, ale nie wystarczy to do zneutralizowania oczekiwanych przez nas spadków marż modelowych na przerobie ropy. Zwracamy uwagę, że w 2016 roku udział obszaru downstream w EBITDA Grupy sięgnął aż 70%, z czego prawie 40% generowała petrochemia, która jest w przypadku MOL-a wyjątkowo wrażliwa na poziom benchmarków rynkowych. W scenariuszu cyklicznego pogorszenia koniunktury w tym segmencie, inwestorzy mogą dość nerwowo reagować na rozpoczynane przez Spółkę nowe znaczące inwestycje w zwiększenie mocy wytwórczych. W tym kontekście utrzymujemy naszą rekomendację redukcji.

Wysoka wrażliwość wyników na scenariusz makro

W naszym bazowym scenariuszu makro rekordowe wyniki MOL-a z ubiegłego roku będą trudne do powtórzenia w 2017. Z jednej strony spodziewamy się poprawy rentowności w obszarze wydobycia o około 75 mld HUF (efekt wyższych cen ropy i gazu oraz obniżenia jednostkowych kosztów opex o 13%), ale jednocześnie ucierpią mocno rezultaty w rafinerii (-80 mld HUF z uwagi na niższe cracki i dyferencjał Ural/Brent) i petrochemii (spadek o prawie 90 mld HUF). Rynek nie dostrzega obecnie jak bardzo wrażliwe na warunki makro są niektóre aktywa koncernu. Przypominamy, że instalacje petrochemiczne w 2014 roku przy średnioterminowym poziomie marży wygenerowały zaledwie 39 mld HUF EBITDA, a w latach 2012-13 przy niższych marżach wynik oscylował wokół zera vs. ubiegłoroczne 162 mld HUF. Podobnie sytuacja wygląda z rafineriami INA, które w obecnej hossie rafineryjnej wychodzą na lekki plus (YTD CCS EBITDA 12 mld HUF), podczas gdy w latach 2011-14 generowały średniorocznie -25 mld HUF straty.

Strategia – kierunek petrochemia

Ogłoszona w listopadzie długoterminowa strategia nakreśliła główne kierunki rozwoju koncernu do 2030 r. Spółka stawia głównie na segment petrochemiczny, w który chce zainwestować w tej perspektywie 4,5 mld USD. Kierunek wydaje się uzasadniony biorąc pod uwagę perspektywę spadku popytu na paliwa transportowe w kontekście oczekiwanego rozwoju pojazdów z napędem elektrycznym. Zwracamy uwagę, że szczyt wydatków na nowe projekty może przypadać na cykliczną dekonunkturę w poliolefinach, co będzie pogarszało percepcję prowadzonych inwestycji (rynek będzie aplikował niskie marże bieżące do kalkulacji NPV prowadzonych inwestycji). Dość ambitnie wyglądają również szacunki wzrostu wyników w segmencie detalicznym. Docelowy poziom zysku EBITDA (450-500 mln USD) implikuje wskaźnik EBITDA/stację o 32-46% wyższy od tegorocznego wskaźnika dla PKN Orlen (sieć wysoko nasycona sprzedażą pozapaliwową). Realistyczna w krótkim terminie EBITDA wynikająca z prostego porównania z PKN to około 340-350 mln USD. Trudno w tej chwili także ocenić czy prezentowany przez MOL koncept szeroko rozumianych usług mobilnych może dodać aż 100-150 mln USD.

Konsekwencje arbitrażu w sprawie INA

Po przegranej arbitrażu, chorwacki rząd oficjalnie poinformował o zamiarze odkupienia od MOL-a udziałów w INA (ma to sfinansować częściową prywatyzacją tamtejszego operatora przesyłowego energii). Na razie jednak węgierski koncern nie otrzymał w tej sprawie konkretnej oferty. Przypominamy, że MOL jest właścicielem 49,08% akcji INA, które zakupił za łączną kwotę 1,4 mld EUR. Obecnie wycena giełdowa tego pakietu wynosi co prawda 2,06 mld EUR, ale kapitalizacja ma ograniczoną wartość informacyjną ze względu na niski free float (chorwacki rząd posiada 44,84% akcji). Udział INA w wynikach Grupy na poziomie CCS EBITDA przy prostym przeliczeniu sprawozdania prezentowanego w HRK wynosi w tym roku zaledwie 14% (spadek udziału vs. rok 2015 to efekt osłabienia rentowności w obszarze wydobywczym, który stanowi trzon Grupy INA). MOL jest obecnie wyceniany na wskaźniku EV/CCS EBITDA'2016 na poziomie 4,7x. Jeśli przyłożylibyśmy ten mnożnik do średnich wyników INA za lata 2014-16 (zadłużenie netto podobne w ujęciu relatywnym) to implikowana wartość pakietu 49% wynosiłaby 0,7 mld EUR. Jest to wartość zbliżona do naszej wyceny segmentu wydobywczego INA przypisanego do MOL wg udziałów w kapitale (założenie przyporządkowane do tego segmentu INA wg udziału w aktywach ogółem). Uzyskanie wyższej kwoty traktowalibyśmy jako potencjał wzrostu naszej wyceny Grupy MOL.

PGNiG		kupuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 5,55 PLN				Data ostatniej aktualizacji: 2016-12-20			
		Cena docelowa: 6,52 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	36 464,0	32 193,5	-11,7%	34 989,3	8,7%	38 318,8	9,5%	Liczba akcji (mln)	5 778,3
EBITDA	6 080,0	5 834,9	-4,0%	6 694,9	14,7%	7 489,6	11,9%	MC (cena bieżąca)	32 069,6
marża EBITDA	16,7%	18,1%		19,1%		19,5%		EV (cena bieżąca)	31 520,1
EBIT	3 290,0	3 205,1	-2,6%	4 057,2	26,6%	4 854,4	19,6%	Free float	27,6%
Zysk netto	2 134,0	2 238,7	4,9%	2 691,6	20,2%	3 258,0	21,0%		
P/E	15,3	14,3		11,9		9,8		Zmiana ceny: 1m	-0,5%
P/CE	6,7	6,6		6,0		5,4		Zmiana ceny: 6m	0,7%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	11,2%
EV/EBITDA	5,4	5,5		4,7		4,1		Min (52 tyg.)	4,6
DYield (%)	3,6	3,2		4,3		5,1		Max (52 tyg.)	5,8

W ostatnich miesiącach 2016 roku akcje PGNiG nadrobiły dystans do szerokiego indeksu, a bezpośrednim katalizatorem okazała się korzystna dla cen ropy decyzja krajów OPEC o redukcji wydobycia. Niemniej jednak Spółka wyraźnie odstaje od indeksu notowań węglowodorów, na które ma bezpośrednią ekspozycję w postaci 50% (średnio) udziału segmentu wydobywczego w EBITDA. Odchylenie od porównywalnych europejskich spółek E&P za ostatni rok sięga aż 15%, a wskaźnik EV/EBITDA (12M Fwd) liczony na bazie zaniżonego naszym zdaniem konsensusu odbiega od 5-letniej średniej o około 13%. Negatywny sentyment do PGNiG to z jednej strony efekt dyskontowania obiektywnego ryzyka toksycznych dla akcjonariuszy mniejszościowych projektów realizowanych z inicjatywy ministerstwa energii (jak zapowiedź konwersji kapitałów skutkującej wysokim podatkiem), ale z drugiej strony także pochodna błędnego w naszej opinii postrzegania wrażliwości wyników Spółki na ceny ropy i kurs USD/PLN w segmencie obrotu. Zwracamy uwagę, że już od października 2017 rynek gazu będzie uwolniony dla odbiorców komercyjnych, a już teraz około 40% sprzedaży jest indeksowana do rynkowych formuł, wynegocjowanych w umowach bilateralnych z największymi klientami. Oczekujemy również uporządkowania otoczenia regulacyjnego w zakresie socjalizacji kosztów terminala LNG. W tym roku oczekujemy wzrostu EBITDA do 6,7 mld PLN (+15% r/r), a nasze prognozy na lata 2017-18 plasują się średnio 10% powyżej konsensusu. W tym kontekście podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Poprawa wyników w 2017

W tym roku EBITDA powinna być wyższa nie tylko w ujęciu nominalnym (+15%), ale również na bazie zysków oczyszczonych o zdarzenia jednorazowe (+6%). Głównym motorem wzrostów powinien być segment wydobywczy (+1 mld PLN), który skompensuje spadek zysków regulowanych w dystrybucji (założyliśmy bazowo ubytek 0,35 mld PLN z uwagi na urealnienie „przeteterminowanej” taryfy, ale opóźnienie w jej akceptacji przez URE implikuje potencjał do zaskoczenia in plus) i niższą marżę w segmencie obrotu (brak zysków wynikających z hedgingu naturalnego powiązanego z segmentem wydobywczym). Szansą na pozytywną niespodziankę jest kontynuacja restrukturyzacji w spółkach serwisowych (spadek zatrudnienia w tym roku powinien sięgnąć w segmencie 1000 osób, co oznaczać

oszczędności rzędu 60-70 mln PLN rocznie) oraz konsolidacja aktywów JSW w obszarze ciepła (szacunkowy roczny wynik EBITDA Grupy SEJ to około 40 mln PLN, ale można oczekiwać poprawy tych rezultatów w związku z oddaniem do użytku nowego bloku w EC Zofiówka zbudowanego kosztem 0,5 mld PLN).

Strukturalne ryzyka w segmencie obrotu coraz mniejsze

Historyczna wrażliwość rentowności obrotu na rosnące ceny ropy i kurs dolara nie jest już naszym zdaniem aktualna z uwagi na perspektywę deregulacji, urynkwienie części umów z dużymi klientami oraz korzystne zmiany legislacyjne (powszechny obowiązek utrzymywania zapasów i docelowo socjalizację kosztów terminala, której brak kosztuje Spółkę 0,3 mld PLN rocznie). Zaaplikowanie średniej rentowności z sektora energetycznego, który przeszedł już drogę liberalizacji, implikowałoby EBITDA segmentu nawet powyżej 0,7 mld PLN (nie wliczając potencjalnych zysków tradingowych na hurcie i animacji rynku), a dodatkowym źródłem zaskoczenia może być wynik arbitrażu z Gazpromem spodziewany w 1H'17 (według naszych szacunków kompensata może wynieść 0,6-0,7 mld USD).

Rynek przeszacowuje ryzyko capex

Ubiegłoroczne wykonanie na poziomie wydatków inwestycyjnych sięgnie naszym zdaniem około 3,1 mld PLN, a dług netto spadnie w 4Q'16 o 1 mld PLN q/q. W kolejnych 5 latach zakładamy średnioroczne wydatki inwestycyjne na poziomie 3,3 mld PLN. Te założenia plasują się poniżej celów strategicznych Grupy na lata 2014-22, które mówiły o wydatkach rzędu (4,4-5,5 mld PLN rocznie), ale wynika to z faktu, że trudno obecnie modelować teoretyczne projekty poza tymi, które zostały faktycznie przez Zarząd zadeklarowane. Przypominamy, że Spółka nie jest zaangażowana finansowo w budowę Baltic Pipe, a łącznik duńsko-norweski, w którym to projekcie może już partycypować raczej nie powinien być drogim rozwiązaniem, biorąc pod uwagę potencjalną jego długość (4x mniejszy dystans niż Baltic Pipe, który ma kosztować 350 mln EUR). „Profilaktycznie” założyliśmy w naszym modelu około 2 mld PLN wydatków na bezpieczeństwo energetyczne w latach 2018-22, ale nawet po ich uwzględnieniu średni FCFE będzie w tej perspektywie przekraczał 2 mld PLN rocznie. W tym kontekście oraz mając na uwadze ponad 70% udział Skarbu Państwa w kapitale, widzimy potencjał do pozytywnych zaskoczeń jeśli chodzi o dywidendę.

PKN Orlen
sprzedaż

Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 81,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2016-12-20					
		Cena docelowa: 66,13 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	88 336,0	79 553,0	-9,9%	112 653,8	41,6%	130 158,5	15,5%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	6 235,0	9 642,0	54,6%	6 947,7	-27,9%	6 722,5	-3,2%	MC (cena bieżąca)	34 858,3
marża EBITDA	7,1%	12,1%		6,2%		5,2%		EV (cena bieżąca)	44 453,2
EBIT	4 340,0	7 532,0	73,5%	4 505,9	-40,2%	3 769,5	-16,3%	Free float	67,6%
Zysk netto	2 837,0	5 261,0	85,4%	3 468,3	-34,1%	2 709,9	-21,9%		
P/E	12,3	6,6		10,1		12,9		Zmiana ceny: 1m	-4,3%
P/CE	7,4	4,7		5,9		6,2		Zmiana ceny: 6m	24,6%
P/BV	1,6	1,3		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	30,6%
EV/EBITDA	7,0	4,2		6,4		7,1		Min (52 tyg.)	57,6
DYield (%)	2,0	2,5		2,9		3,5		Max (52 tyg.)	89,3

Kurs Orleń wyznacza nowe maksimum, a od dołka cenowego ropy wzrósł już o ponad 30%, co jest dużym zaskoczeniem biorąc pod uwagę fakt, że praktycznie we wszystkich kluczowych obszarach działalności rentowność koncernu jest odwrotnie skorelowana z ceną surowca. W kontekście stawianej przez nas tezy o zmianie fazy cyklu w obszarze downstream podkreślamy, że ubiegłoroczne zyski na poziomie 8 mld PLN skor. EBITDA LIFO istotnie odbiegają od znormalizowanej średniej z ostatnich lat, a Spółka ma w swojej strukturze aktywa o bardzo wysokiej wrażliwości na parametry makro. Wyższe od oczekiwań prognozy capex przedstawione w strategii przy utrzymaniu rekordowych zysków oczywiście nie generują ryzyka dla dywidendy, ale w naszym scenariuszu wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy (ceny ropy) i pogorszenia marż modelowych już może to stanowić problem. Nadal uważamy również, że w przeciwieństwie do pozostałych spółek z sektora kontrolowanych przez resort energii, w Orlenie rynek nie przykładają żadnego dyskonta na poczet ryzyka politycznego. W perspektywie najbliższego roku zbiór potencjalnych negatywnych zaskoczeń znacząco przykrywa pole do pozytywnych niespodzianek i dlatego rekomendujemy sprzedaż akcji PKN Orlen. Zwracamy uwagę, że w ostatnim czasie kurs Spółki odkleił się od modelowego benchmarku rozumianego jako marża rafinerijna powiększona o dyferencjał w PLN/Bbl.

Downstream przed trudną fazą cyklu

Drożejąca ropa jest problemem dla sektora downstream na wielu płaszczyznach, począwszy od efektu elastyczności cenowej popytu (brak spadku cen r/r zredukował dynamikę konsumpcji benzyny w USA z +3% do -1%), poprzez wzrost kosztów zużyć własnych (energetyka zasilana HSFO lub gazem), a na presji na marże detaliczne kończąc. Spadek dostępności ropy ciężkiej będzie ograniczał dyskonto na surowcu, a rekordowy eksport paliw z Chin połączony ze wzrostowym trendem podaży nowych mocy będzie wywierał presję na cracki produktowe. Problemem może być również wzrost utylizacji mocy w Rosji widoczny w końcu ubiegłego roku (wzrost spreadu podatkowego wraz z ceną ropy) i rosnący eksport paliw z USA (obecnie eksport benzyny 2x wyższy niż średnia za okres styczeń-sierpień 2016), szczególnie w kontekście wyższego spreadu Brent/WTI (poprawa konkurencyjności rafinerii amerykańskich). W petrochemii bardzo prawdopodobne jest tąpnięcie rentowności z uwagi na ogromną skalę nowych mocy w poliolefinach uruchamianych w przyszłym roku oraz

wzrost kosztów wsadu naftowego. Łącznie w ciągu najbliższych 3 lat moce wytwórcze na kluczowych produktach petrochemicznych mają się zwiększyć aż o 16-17% i nierealne jest w tak krótkim czasie zrównoważenie tego przez rosnący popyt. Wskaźniki utylizacji mocy mogą spaść do poziomów najniższych od 20 lat.

Presja na wyniki już w 2017

Na przestrzeni ostatnich 6 miesięcy konsensus EBITDA na rok 2017 podniósł się o około 11% podczas gdy w tym samym czasie obserwowaliśmy osłabienie marż modelowych w petrochemii i wzrost cen ropy. Pozytywnym aspektem był co prawda kurs USD/PLN, ale zwracamy uwagę, że ostatnie jego wzrosty zaczynają już ciążyć sektorowi (elastyczność cenowa popytu, problem z przenoszeniem marż na klienta końcowego). W naszej opinii, mimo powrotu pełnej dyspozycyjności instalacji Unipetrolu skor. EBITDA LIFO spadnie do 6,25 mld PLN, co będzie pochodną ubytku marży rafinerijnej wraz z dyferencjałem rzędu 1,7 mld PLN, wzrostu kosztów gazu o 0,2 mld PLN i załamania spreadów w petrochemii (-0,5 mld PLN). Zwracamy uwagę, że w Grupie są aktywa szczególnie wrażliwe na otoczenie makro, jak Możejki (w ostatnich 2 latach średni kwartalny wynik EBITDA 0,26 mld PLN, a w okresach dekonjunkury tylko break even) czy Unipetrol (petrochemia generująca przed pożarem 0,3 mld PLN kwartalnie, jeszcze 2 lata temu generowała zaledwie 0,1 mld PLN). Nie można zapominać, że gorsze otoczenia makro nie wpływa tylko na rentowność jednostkową, ale również na wolumeny.

Strategia – na razie wyższy capex nie straszy

W opublikowanej strategii Spółka szacuje wzrost EBITDA LIFO z ubiegłorocznych, bliskich rekordom poziomów o dalsze kilkaset mln PLN. Jest to całkiem realne, ale pod warunkiem utrzymania korzystnego otoczenia makro, co akurat biorąc pod uwagę fazę cyklu w sektorze wydaje się optymistyczne. W tym kontekście większą uwagę rynek powinien skupić na zapowiedzianych wyższych wydatkach inwestycyjnych (rocznie 2 mld PLN odchylenia od konsensusu), które mogą odcisnąć się negatywnie na FCF w sytuacji pogorszenia marż modelowych i dalszego wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy (z uwagi na wzrost cen ropy i powrót Unipetrolu do pracy po awarii szacujemy je w 2017 roku na 1,5 mld PLN i 2,5 mld PLN w roku 2018). Zwracamy uwagę, że Capex podany na lata 2017-18 nie zamyka wszystkich sygnalizowanych w strategii projektów i należy oczekiwać utrzymania wyższych poziomów wydatków również w latach kolejnych.

Polwax		kupuj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 17,87 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-13					
		Cena docelowa: 25,95 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	280,7	309,1	10,1%	310,8	0,6%	314,2	1,1%	Liczba akcji (mln)	10,3
EBITDA	34,2	34,6	0,9%	35,7	3,2%	36,0	1,1%	MC (cena bieżąca)	184,1
marża EBITDA	12,2%	11,2%		11,5%		11,5%		EV (cena bieżąca)	222,3
EBIT	30,0	29,9	-0,4%	31,0	3,8%	31,3	1,0%	Free float	84,9%
Zysk netto	23,8	23,5	-1,6%	24,5	4,3%	24,0	-1,9%		
P/E	7,6	7,8		7,5		7,7		Zmiana ceny: 1m	10,4%
P/CE	6,5	6,5		6,3		6,4		Zmiana ceny: 6m	18,2%
P/BV	2,4	2,1		1,7		1,5		Zmiana ceny: 12m	19,1%
EV/EBITDA	6,2	6,3		6,2		7,2		Min (52 tyg.)	14,6
DYield (%)	6,8	5,9		3,8		2,7		Max (52 tyg.)	18,5

Ubiegłoroczny zwrot z akcji Polwaxu, uwzględniając wypłaconą dywidendę, przekroczył 18% i wyraźnie zdystansował benchmark rynkowy. Jednym z katalizatorów była na pewno sprzedaż pakietu akcji przez fundusz Krokus, gdyż spekulacje o potencjalnej podaży od tego akcjonariusza stanowiły wcześniej istotne obciążenie dla kursu Spółki. Już po zmianach właścicielskich WZA zatwierdziło realizację projektu Future, który zdecydowaliśmy się uwzględnić w naszych prognozach i wycenie. Stąd, mimo tylko nieznacznych korekt prognoz na najbliższe lata, w ostatnim raporcie podnieśliśmy naszą wycenę do 25,95 PLN/akcję. W krótkim terminie ta inwestycja może co prawda negatywnie odbić się na polityce dywidendowej Spółki, ale sowe wypłaty powrócą od 2020 r., gdyż szacowany FCF yield po uruchomieniu instalacji może docelowo sięgać 19%. W tym kontakcie podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj. Zwracamy ponadto, uwagę, że w tym roku Spółka powinna operować w bardziej sprzyjającym otoczeniu makro, co pozwoli na poprawę rentowności.

Otoczenie makro zmienia się na korzyść

W 2016 presja na ceny gaczy parafinowych (rosnący import świec z Chin po zniesieniu ceł antydumpingowych, obniżył zapotrzebowanie na surowiec w Europie, a jednocześnie wzrosła jego podaż wraz z atrakcyjnymi marżami na bazach olejowych, odpadem z produkcji których jest gacz) stanowiła istotne obciążenie dla rentowności w segmencie świecowym (oczekiwania obniżek ze strony klientów i mało elastyczny indeksowany do benchmarku ICIS kontrakt na dostawy z Lotosu). Obecnie obserwujemy już stabilizację cen na europejskim rynku parafin (presja importowa z Chin nieco zelżała) i oczekujemy powrotu długoterminowej korelacji z notowaniami ropy. W takim otoczeniu długoterminowa umowa z rafinerią znów stanowić będzie przewagę konkurencyjną (ceny spotowe powinny rosnać szybciej). Dobrą informacją są również droższe substytuty (olej palmowy, tłuszcze zwierzęce) wykorzystywane w masach zniczowych. Biorąc te elementy pod uwagę zakładamy, że w tym roku rentowność brutto na sprzedaży poprawi się o 0,5 punktu procentowego, co przy podobnym poziomie przychodów (wyższe ceny, ale nieco niższy wolumen z uwagi na wysokie zatowarowanie rynku na koniec roku) pozwoli na nieznaczną poprawę na poziomie EBITDA.

Projekt Future dodaje około 2 PLN/akcję...

Zarząd Polwax, następnie WZA podjęli odpowiednie decyzje korporacyjne, które otwierają drogę rozpoczęcia realizacji inwestycji strategicznej polegającej na budowie i uruchomieniu Instalacji Odolejania Rozpuszczalnikowego zlokalizowanej w zakładzie produkcyjnym Spółki w

Czechowicach-Dziedzicach o mocach 30 tys. ton. Przypominamy, że szacowany łączny koszt inwestycji wynosi 123,6 mln PLN (8 mln PLN już zostało wydane). Będzie ona finansowana ze środków własnych oraz kredytu. Przewidywany okres jej zakończenia to grudzień 2019 roku. Przyjęliśmy, że dodatkowe przychody z instalacji odolejania od roku 2020 sięgną niecałe 100 mln PLN (wzrost o 30% vs. przez Zarząd 30-40%), a marża EBITDA sięgnie 15,2% (wobec niecałych 12% w latach 2014-16, ale ma to uzasadnienie w portfelu sprzedażowym), co implikuje wzrost zysku na tym poziomie o około 42% (Zarząd podaje bardziej optymistyczny przedział 50-60%). Wartość dodana z tego projektu w takim scenariuszu sięga około 2,0 PLN/akcję. Zwracamy uwagę, że próg rentowności jest osiągnięty przy EBITDA 12 mln PLN (wzrost zysku Spółki o 35%). Bardziej optymistyczne założenia Zarządu mogą wynikać z faktu, iż według Spółki popyt na produkty z tej instalacji jest na tyle duży, że gdyby instalacja była gotowa już dzisiaj to natychmiast jej obłożenie sięgnęłoby 70%.

...ale dywidendy w najbliższych latach będą niższe

Dług netto Polwaxu na koniec września wyniósł 53,3 mln PLN i był niższy od stanu na koniec 2015 roku o 23 mln PLN. Obok wypłaconej dywidendy (-10,8 mln PLN) źródłem tego zwiększenia był przede wszystkim sezonowy efekt wzrostu należności związanych z realizacją kontraktu do sieci Biedronka, dla których termin płatności jest wydłużony do 90 dni (wypływ gotówki z tego tytułu był większy niż w 3Q'15 z uwagi na przesunięcie części dostaw z 4Q - około 13 mln PLN). W 4Q część tych faktur powinna zostać już opłacona, a dodatkowo Spółka zapewne skorzysta z usługi faktoringu i dlatego oczekujemy, że na koniec grudnia dług netto spadnie do około 35 mln PLN (1,0x EBITDA). W związku z planowanymi wysokimi nakładami inwestycyjnymi w kolejnych latach oczekujemy ekspansji bilansu Spółki. Przyjęliśmy, że najtrudniejszy pod tym względem będzie rok 2018, w którym płatności sięgną 60 mln PLN (25 mln PLN w 2017 i 30 mln PLN w 2019 roku), ale Spółka finalny harmonogram poda zapewne dopiero po podpisaniu umowy z wykonawcą inwestycji. Zagregowany ujemny FCF w latach 2017-19 może wynieść -40 mln PLN (średnioroczny CFO ponad 30 mln PLN pomniejszony o łączny CAPEX rzędu 130 mln PLN). Biorąc pod uwagę restrykcje w zakresie wypłaty dywidendy nałożone na Spółkę w umowie kredytowej (brak wypłaty >2,5x dług netto/EBITDA i niższy jej poziom w przedziale 2,0-2,5x), w najbliższych 3 latach oczekujemy wyraźnie niższego DPS. Powrót do wysokich stóp dywidendy będzie możliwy od roku 2020 (średnioroczny FCF w okresie 2020/22 szacujemy na 25 mln PLN, co implikuje FCF/EV rzędu 11%).

Synthos
sprzedaj

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 5,95 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-17					
		Cena docelowa: 3,72 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	4 058,0	4 811,9	18,6%	6 797,3	41,3%	7 251,6	6,7%	Liczba akcji (mln)	1 323,3
EBITDA	617,0	739,0	19,8%	930,9	26,0%	789,0	-15,2%	MC (cena bieżąca)	7 873,3
marża EBITDA	15,2%	15,4%		13,7%		10,9%		EV (cena bieżąca)	9 454,9
EBIT	450,0	519,5	15,4%	656,6	26,4%	516,2	-21,4%	Free float	37,5%
Zysk netto	426,0	376,4	-11,6%	480,5	27,7%	365,2	-24,0%		
P/E	18,5	20,9		16,4		21,6		Zmiana ceny: 1m	33,1%
P/CE	13,3	13,2		10,4		12,3		Zmiana ceny: 6m	48,0%
P/BV	3,4	4,0		3,5		3,5		Zmiana ceny: 12m	54,5%
EV/EBITDA	13,8	12,7		10,2		12,1		Min (52 tyg.)	3,4
DYield (%)	4,2	8,9		2,9		4,3		Max (52 tyg.)	6,0

Ceny kauczuków syntetycznych wyraźnie odreagowały w Azji w końcówce 2016 r. wraz z drożącymi w Chinach kauczukami naturalnymi. Przyczyną były pogodowe ograniczenia importu z Tajlandii oraz wysoka sprzedaż samochodów osobowych w Chinach w końcówce roku. W XI'16 import kauczuków zaczął wracać do normy, a w 2017 r. istnieje ryzyko, że tamtejszy rząd nie przedłuży zwolnień podatkowych na zakup nowych aut (do poj. 1,6l), które obowiązywały od X'15. Oczekujemy, że obydwa czynniki przełożą się na spadek notowań kauczuków naturalnych, a w ślad za nimi także syntetycznych. Ponadto, oczekujemy spadku ceny butadienu, na co składać się będzie powrót do pracy krakerów butadienowych w Chinach, których duża ilość została wyłączona na czas modernizacji w okresie X-XI'16. Naszym zdaniem sprzyjające otoczenie w segmencie kauczuków pozwoli na wypracowanie bardzo dobrych rezultatów w okresie 4Q'16 oraz 1Q'17 (283 i 335 mln PLN EBITDA). W kolejnych okresach oczekujemy jednak normalizacji wyników, co oznaczać będzie, że Synthos obecnie na lata 2017-18 notowany jest z 40-90% premią do spółek porównywalnych na wskaźniku EV/EBITDA. Podtrzymujemy naszą wycenę akcji Synthos na poziomie 3,72 oraz rekomendację sprzedaj.

Wzrost cen kauczuków przez opóźnienia importu z Tajlandii

W X'16 import kauczuków naturalnych do Chin spadł niespodziewanie o 14% r/r i był to pierwszy taki przypadek od 2015 roku. Przyczyną tego był 35% r/r spadek importu z Tajlandii w okresie VII-X'16. W XI'16 wolumeny się ustabilizowały, a dynamika spadku z Tajlandii wyniosła jedynie 4% r/r. Całkowity wolumen importu kauczuków naturalnych w XI'16 był o ponad 11% r/r wyższy, głównie za sprawą przyśpieszenia importu z Indonezji i Malezji (dynamika importu z nich w XI'16 wyniosła ponad 40% r/r). Powrót wolumenów importowych z Indonezji, Malezji i Tajlandii zaspokoi krótkotrwały deficyt, co powinno mieć wpływ na kształtowanie się cen kauczuków naturalnych. To z kolei powinno wywierać presję na ceny kauczuków syntetycznych i butadienu.

Powrót produkcji wyłączonych krakerów butadienu

Obecnie według Nexant udział wyłączonych instalacji produkcji butadienu w Europie sięga 28% i jest to najwyższy poziom od lat 2008-09. Aktualna wysoka relacja cen butadienu do nafty powinna zachęcać graczy do wznowienia produkcji, co powodować będzie spadek tej relacji. Liczymy, że pierwsze wolumeny z wyłączonych krakerów powinny się pojawić w końcówce 1Q'17.

Ceny butadienu nieadekwatnie wysokie do cen kauczuków

Ceny butadienu w Azji rosnące znacznie dynamiczniej niż kauczuków syntetycznych spowodowały, że marża niezintegrowanych producentów kauczuków spadła do 3-letniego minimum. W dłuższym terminie taka nierównowaga pomiędzy cenami butadienu a kauczukami syntetycznymi jest nie do utrzymania z uwagi na drastyczny spadek rentowności niezintegrowanych producentów. Dodatkowo nasze oczekiwania co do odwrócenia bieżących trendów na kauczukach syntetycznych generować będą presję na spadki cen butadienu.

Słabsze perspektywy dla segmentu produktów styrenowych

Marże na produkcji produktów styrenowych spadały w końcówce 2016 roku wraz z wzrostami cen benzenu i etylenu. Oczekiwane przez nas wzrosty cen benzenu i etylenu w 2017 roku będą naszym zdaniem budować presję na rentowność segmentu produktów styrenowych. W ostatnich dwóch latach był on beneficjentem niskich cen ropy naftowej, gdyż ceny produktów końcowych nie spadały tak dynamicznie jak etylenu i benzenu. W naszych prognozach zakładamy, że w efekcie konsolidacji aktywów INEOS (zakupionych w 2016 roku za 80 mln EUR) wolumen sprzedaży produktów styrenowych wzrośnie w 2017 roku do 610 tys. ton (+46% r/r). Brak pionowej integracji w przypadku nowo dołączanych aktywów według nas przy rosnących cenach etylenu i benzenu spowoduje spadek realizowanej marży segmentu w 2017 roku. W naszych prognozach zakładamy spadek generowanej wartości EBITDA na tonę produktu do 0,24 tys. PLN/t (-44% r/r) oraz spadek EBITDA segmentu o 18% r/r do poziomu 146 mln PLN (mimo konsolidacji aktywów INEOS).

Wzrost zadłużenia po wypłacie wysokiej dywidendy zaliczkowej

Po wypłacie wysokiej dywidendy zaliczkowej w 2016 roku (0,53 PLN/akcja) dług netto do EBITDA Grupy Synthos wzrośnie według naszych prognoz do poziomu 2,0x EBITDA, a na koniec 2017 roku wyniesie 1,7x EBITDA. W kolejnych latach, przy naszym scenariuszu normalizacji wyników finansowych zadłużenie netto do EBITDA powinno utrzymywać się na poziomie powyżej 2,0x.

Energetyka

CEZ		kupuj						
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 427,80 CZK					Data ostatniej aktualizacji: 2016-12-06	
		Cena docelowa: 496,80 CZK						
(mln CZK)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln CZK)
Przychody	210 167,0	198 220,0	-5,7%	199 994,0	0,9%	204 647,7	2,3%	Liczba akcji (mln) 538,0
EBITDA	65 265,0	58 297,1	-10,7%	55 429,2	-4,9%	56 611,8	2,1%	MC (cena bieżąca) 230 152,0
marża EBITDA	31,1%	29,4%		27,7%		27,7%		EV (cena bieżąca) 370 399,8
EBIT	28 961,0	29 146,7	0,6%	25 572,4	-12,3%	26 547,7	3,8%	Free float 29,5%
Zysk netto	20 739,0	18 837,6	-9,2%	16 014,8	-15,0%	16 532,7	3,2%	
P/E	11,1	12,2		14,4		13,9		Zmiana ceny: 1m 0,0%
P/CE	4,0	4,8		5,0		4,9		Zmiana ceny: 6m -9,0%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m 5,0%
EV/EBITDA	5,6	6,3		6,7		6,5		Min (52 tyg.) 364,1
DYield (%)	9,3	9,4		6,5		5,6		Max (52 tyg.) 470,9

CEZ póki co pozostaje poza negatywnym wpływem polityki i na razie nie dostrzegamy symptomów pojawienia się tego rodzaju ryzyk w Republice Czeskiej, co powinno pozwolić na utrzymanie zwiększonej w ostatnim czasie premii do polskich konkurentów na wskaźniku EV/EBITDA. Utrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla koncernu. Spółka oferuje atrakcyjną stopę dywidendy zarówno w ujęciu nominalnym jak i relatywnym w odniesieniu do rentowności obligacji (premia do 10-latkii dla tego roku to 1,2 punktu procentowego powyżej 5-letniej średniej, co teoretycznie implikuje 20% potencjał wzrostu kursu). Dodatkowym katalizatorem dla notowań, dzięki integracji pionowej wytwarzania, powinny być oczekiwany powrót wzrostowych tendencji na rynku węgla. Zwracamy uwagę, że aktualne notowania rocznego kontraktu baseload są zbliżone do poziomu zabezpieczeń Spółki na rok 2018 (CEZ sprzedał już około 60% wolumenu), a każde dodatkowe 1 EUR/MWh implikuje 1,5 mld CZK wzrostu na konsensusie EBITDA.

Wzrost wyników od 2018 roku

W roku 2016 EBITDA była obciążona przez niższy od pierwotnie zakładanego wolumen produkcji w elektrowniach atomowych (26 TWh przy potencjale 30 TWh) związany ze wzmożonymi przestojami kontrolnymi wynikającymi z procesu przedłużania licencji. W 2017 roku użycie tych bloków powinna się nieco poprawić, ale rentowność w segmencie wytwarzania będzie pod presją dalszego spadku średniej ceny energii (około 4 EUR/MWh implikuje około 6 mld CZK ubytku na EBITDA). Częściowo będzie to neutralizowane przez zapowiedziane zaksięgowanie efektów wygranego sporu ze spółką kolejową (1 mld CZK) i oddanie do użytku nowego bloku w Ledvicach oraz pełną użycie wyremontowanej elektrowni Prunerov. Odwrócenia negatywnego trendu na skonsolidowanym strumieniu EBITDA spodziewamy się dopiero w roku 2018, kiedy elektrownie atomowe będą w pełni dyspozycyjne i wyhamowany zostanie spadek na średniej cenie sprzedaży.

Wysoki potencjał dywidendowy mimo planów akwizycyjnych

Na koniec września wskaźnik dług netto/EBITDA wzrósł do 2,6x (efekt dywidendy), ale szacujemy, że na koniec grudnia wyniesie on maksymalnie 2,3x. Przy zapowiadanych przez Zarząd średniorocznym poziomie wydatków inwestycyjnych na poziomie 34 mld CZK, prognozujemy że w najbliższych 4

latach wolne przepływy pieniężne będą oscylować wokół 17 mld CZK, co pozwala na sfinansowanie dywidendy rzędu 30 CZK/akcje, bez dodatkowego obciążania bilansu. Ograniczeniem dla takich wypłat będzie jednak górny przedział polityki dywidendowej, która obecnie zakłada transfer do akcjonariuszy sięgający maksymalnie 80% zysku netto (stąd nasze założenia DPS w latach 2017-19 wynoszą średnio tylko 26 CZK/akcję). Zwracamy uwagę, że CEZ jest w stanie zachować taki potencjał dywidendowy nawet w scenariuszu większej aktywności na polu przejęć, gdyż przy dopuszczanym przez Zarząd zwiększeniu zadłużenia do 3x EBITDA, Spółka może wygospodarować na ewentualne transakcje nawet 30-40 mld CZK, czyli 1,5 mld EUR (pierwsza transakcja za około 150 mln EUR została już zrealizowana).

Trendy na obligacjach, a sentyment do sektora

W ubiegłym roku indeks spółek utilities w USA wzrósł o 15%, ale warto zwrócić uwagę, że od połowy roku zachowywał się już znacznie gorzej od szerokiego rynku (do czerwca wzrost sięgał 20% YTD), co było oczywiście pochodną zmiany tendencji na rynku stóp procentowych. W naszej opinii mogło to mieć również negatywny wpływ na notowania CEZ i brak adekwatnej reakcji kursu czeskiego koncernu na wzrosty cen węgla i energii w Europie pod koniec roku. W naszym scenariuszu makro istotny wzrost rentowności obligacji w regionie zakładamy jednak dopiero na lata 2019-20 i wydaje się, że do tego czasu sentyment do sektora nie powinien być pod dużą presją. Zwracamy uwagę, że CEZ oferuje w tym roku DYield wyższy od czeskiej stopy wolnej od ryzyka o 1,2 punktu procentowego. Nawet jeśli uwzględnimy średni poziom wypłaty w okresie 2017-19 to wygląda to atrakcyjnie (premia do średniej 0,5 punktu procentowego).

Co dalej z CO₂?

Ceny uprawnień do emisji ponownie spadły poniżej 5 EUR/t, co oczywiście nie jest korzystne dla CEZ (średnia emisyjność poniżej 0,5 t/MWh vs. marginalna elektrownia europejska na poziomie 0,8 t/MWh). Nadal więc, mimo cyklicznych zapowiedzi Komisja Europejska nie jest w stanie wypracować efektywnego rozwiązania, które naprawiłoby system ETS. Pojawiają się co prawda nowe pomysły (zwiększenie rezerwy interwencyjnej, umorzenie części uprawnień i zwiększenie rocznego celu redukcji), ale na razie nie wychodzą one poza sferę analiz i politycznych dyskusji. Ryzykiem dla cen certyfikatów są również koncepcje wprowadzania poza ETS-owych narzędzi redukcji emisji (pakiet zimowy i zakaz wspierania źródeł węglowych).

Enea
redukuj

Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca: 10,61 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27					
		Cena docelowa: 8,81 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	9 848,4	10 250,9	4,1%	10 174,6	-0,7%	10 825,2	6,4%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	2 129,9	2 225,8	4,5%	2 178,4	-2,1%	2 604,7	19,6%	MC (cena bieżąca)	4 683,7
marża EBITDA	21,6%	21,7%		21,4%		24,1%		EV (cena bieżąca)	10 206,2
EBIT	-162,1	1 094,4		1 039,7	-5,0%	1 315,0	26,5%	Free float	48,5%
Zysk netto	-434,9	781,4		688,2	-11,9%	804,9	17,0%		
P/E		6,0		6,8		5,8		Zmiana ceny: 1m	9,6%
P/CE	2,5	2,4		2,6		2,2		Zmiana ceny: 6m	-4,8%
P/BV	0,4	0,4		0,4		0,3		Zmiana ceny: 12m	-6,8%
EV/EBITDA	4,4	4,6		4,7		3,8		Min (52 tyg.)	8,4
DYield (%)	4,4	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	12,2

Kurs akcji Enei spadł w ubiegłym roku o 16%, ale wpisało się to w trend sektorowy, gdyż indeks WIG Energia stracił w tym czasie 13%. Spółka nie dostarczała w tym czasie powodów do pozytywnego odchylenia od konkurentów. Negatywnym zaskoczeniem okazało się zaangażowanie w ratowanie KHW (mimo możliwości dociążenia własnej kopalni) czy udział w projekcie budowy elektrowni w Ostrołęce, mimo decyzji Energi o rezygnacji ze znacznej części dostaw węgla z Bogdanki. Negatywnie zaskoczyła również ogłoszona strategia na lata 2016-20, która w naszej opinii koncentruje się przede wszystkim na wydatkach inwestycyjnych i sygnalizuje kilka lat ujemnych przepływów pieniężnych (nie jest to nasz bazowy scenariusz), jasno dając do zrozumienia brak priorytetu dla dywidendy (zakładamy zerowy DPS). Wbrew wcześniejszym obawom, akwizycja aktywów Engie nie okazała się co prawda destrukcyjna dla akcjonariuszy, ale z finalną oceną należy się wstrzymać do przedstawienia bardziej szczegółowych danych finansowych i operacyjnych przejętego podmiotu. Tymczasem Spółka jest jeszcze zaangażowana w proces sprzedaży EDF Polska i może być obok PGE jednym z głównych wykonawców ministerialnych planów budowy kolejnych bloków węglowych z uwagi na potencjał bilansu (już zapowiedziała budowę instalacji zgazowania węgla pod Bogdanką). W tym kontekście Enea jest w naszej opinii najmniej preferowanym wyborem w ramach sektora i przy obecnym kursie obniżamy naszą rekomendację do redukuj z trzymaj.

Strategia „zapowiada” ujemne przepływy na lata...

Jedynym istotnym pozytywnym w ogłoszonej strategii jest zapowiedź optymalizacji kosztów na kwotę 700 mln PLN, aczkolwiek horyzont dla tego celu jest dość odległy. Na pierwszy plan przebijają się więc rozbudowane plany inwestycyjne, które implikują średnioroczny capex w perspektywie 2030 roku na poziomie 2,9 mld PLN. Jeśli przyłożymy do tego osiągalny poziom EBITDA rzędu 3 mld PLN to otrzymujemy jasny sygnał, że w najbliższej dekadzie trudno liczyć na pozytywne przepływy pieniężne, nie mówiąc o dywidendach, o których Zarząd nawet w strategii nie wspomniął. Enea staje się tym samym zaraz obok PGE głównym wehikułem inwestycyjnym Ministerstwa Energii, mimo że potencjał bilansu ma znacznie mniejszy (dług netto/EBITDA 1,8x na koniec września).

..., co neutralizuje profity z rynku mocy i wzrostu cen węgla

Ze względu na uruchomienie nowego bloku w Koźienicach, Enea będzie relatywnie największym beneficjentem zapowiadanego rynku mocy (przy naszych założeniach wpływ netto na EBITDA to około 250 mln PLN w 2021 roku, a biorąc pod uwagę szacunki resortu energii przedstawione w projekcie ustawy może to być nawet więcej). Dodatkowo powinna korzystać też na integracji pionowej wytwarzania w przyjętym przez nas scenariuszu wzrostów cen węgla na lokalnym rynku (każda 1 PLN/GJ implikuje dodatkowy zysk rzędu 0,2 mld PLN). Niestety w kontekście ostatnich komunikatów resortu energii zasadne jest założenie, iż ewentualne wolne środki zostaną przeznaczone na kolejne projekty inwestycyjne.

Enea głównym poszkodowanym w ratowaniu górnictwa

Enea z powodów politycznych nie wykorzystuje potencjału Bogdanki, mimo że już teraz mogłaby dociążyć kopalnię i zwiększyć dostawy do Koźienic. Dodatkowo została „uwikłana” w finansowanie nowego bloku w Ostrołęce, który nie będzie bazował na węglu lubelskim. Dodatkowo LWB została w znacznym stopniu wypchnięta z dostaw istniejącego bloku w Ostrołęce, gdzie plasuje 0,9 mln ton rocznie. Enea mając problem z pełnym wykorzystaniem mocy w Bogdanie zadeklarowała tymczasem 350 mln PLN wsparcia dla KHW, co wymusza plany budowy/zakupu nowych mocy węglowych, w celu zabezpieczenia zbytu surowca.

Finalizacja przejęcia Engie Polska

Wkrótce powinno dojść do finalizacji przejęcia aktywów Engie Polska. Wartość akwizycji liczona jako EV ma sięgnąć 1,07 mld PLN, co okazało się pozytywnym zaskoczeniem, gdyż wcześniej spekulowano o wycenie rzędu 2 mld PLN. Nie znamy danych finansowych przejmowanego podmiotu za rok 2016, ale na bazie danych za rok 2015 szacujemy, że implikowany przez transakcję wskaźnik EV/EBITDA'16 może sięgać 4,6x, a po uwzględnieniu ubytku przychodów z zielonych certyfikatów może on wzrosnąć do 5,6x dla EBITDA'17. Nie znamy również szczegółów dotyczących alokacji darmowych uprawnień CO₂ dla bloków wytwórczych w Połańcu, co może mieć znaczenie w kontekście prognoz na kolejne lata. Wydaje się, że aktywa te nie powinny natomiast wymagać większych nakładów odtworzeniowych w średnim terminie z uwagi na fakt przeprowadzonych modernizacji. Niewiadomą jest finalny kształt bilansu kupowanych aktywów. Jeśli Engie weźmie „na siebie” zadłużenie finansowe i kapitał obrotowy to może się okazać, że akwizycja będzie się wiązała z koniecznością odbudowania już na rachunek Enei tego kapitału pracującego (na koniec grudnia w Engie Polska było to niecałe 0,6 mld PLN, a na półrocze 2016 0,3 mld PLN).

Energia		trzymaj							
Analitik: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		10,20 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		9,20 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	10 804,0	10 521,0	-2,6%	10 628,9	1,0%	10 872,0	2,3%	Liczba akcji (mln)	414,1
EBITDA	2 196,0	1 932,1	-12,0%	1 924,1	-0,4%	1 970,9	2,4%	MC (cena bieżąca)	4 223,5
marża EBITDA	20,3%	18,4%		18,1%		18,1%		EV (cena bieżąca)	8 896,0
EBIT	1 280,0	447,0	-65,1%	1 004,6	124,7%	1 048,0	4,3%	Free float	50,0%
Zysk netto	832,0	12,1	-98,5%	507,8	4102,5%	546,7	7,7%		
P/E	5,1	349,5		8,3		7,7		Zmiana ceny: 1m	12,5%
P/CE	2,4	2,8		3,0		2,9		Zmiana ceny: 6m	2,0%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,4		Zmiana ceny: 12m	-24,9%
EV/EBITDA	3,7	4,7		4,6		4,6		Min (52 tyg.)	7,0
DYield (%)	14,1	4,8		2,4		2,4		Max (52 tyg.)	13,9

Notowania Energi od naszej październikowej rekomendacji wzrosły już ponad 30% i dlatego zamykamy naszą pozytywną rekomendację. Wydaje się, że większość możliwych pozytywnych katalizatorów już się zmaterializowała (rozwodnienie udziałów na projekcie w Ostrołęce, poprawa NPV tego projektu poprzez umowę na dostawy węgla z PGG, poprawa perspektyw dla węgla i związany z tym spadek straty konsolidowanej z PGG, brak negatywnego zaskoczenia w opublikowanej strategii) i Spółka domknęła lukę w wycenie wskaźnikowej do średniej sektorowej. Nadal uważamy, że Energia ze względu na stan bilansu jest w mniejszym stopniu narażona na nowe duże inwestycje w konwencjonalne źródła wytwórcze i jako jedyna może utrzymać wypłaty dywidend w najbliższych latach (niecałe 3%), gdyż projekt budowy nowej elektrowni na Wiśle będzie mocno rozłożony w czasie. Źródłem pozytywnego zaskoczenia mogłoby być odbicie na rynku zielonych certyfikatów, ale obecnie nie dostrzegamy żadnych symptomów politycznego zainteresowania takim scenariuszem (przykładem jest chociażby ostatnia aukcja OZE). W średnim terminie wsparciem dla wyników powinny być zmiany w funkcjonowaniu instytucji sprzedawcy z urzędu (Energia ponosi obecnie koszty rządu 50-100 mln PLN rocznie w zależności od skali problemów z bilansowaniem portfela), ale staraliśmy się uwzględnić je w naszych prognozach.

Bilans nie pozwala na nowe projekty

Aktualne zadłużenie netto Spółki wynosi 2,4x EBITDA, ale biorąc pod uwagę perspektywę wydatków na nowy blok w Ostrołęce (początek w 2018 roku) 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 (kovenant na obligacjach wynosi 3,5x). Jeśli chodzi o zamrożone projekty gazowe to naszym zdaniem nie dojdzie do ich reaktywacji z uwagi na brak poparcia politycznego. Z kolei inwestycja w drugi próg na Wiśle, choć dość kosztowna (całość 3,5 mld PLN, przy czym bazowy scenariusz dla Energi to finansowanie części energetycznej za około 1 mld PLN), to będzie rozłożona na co najmniej 10 lat i nie zainfekuje w sposób istotny FCF. Z jednej strony Energia może sobie więc pozwolić na utrzymanie wypłaty niewielkiej dywidendy, a z drugiej nie powinna być narażona na udział w ministerialnym planie budowy nowych bloków węglowych (nawet w scenariuszu dodatkowego wsparcia finansowego w projekcie Ostrołęka z funduszy Zarządcy Rozliczeń KDT).

Drożejący węgiel pomoże również Enerdze

Energia nie jest co prawda zintegrowana pionowo w wytwarzaniu, ale mimo tego perspektywa wzrostów cen węgla na lokalnym rynku jest dla Spółki korzystna. Przypominamy, że Elektrownia Ostrołęka około 60% wolumenu generuje w wymuszeniu (PSE zwraca koszty paliwa, tak więc clean dark spread nie ma znaczenia), a około 1,2 TWh rocznie jest wytwarzane w OZE przy stałych kosztach. Kluczową ekspozycję na ceny paliwa stanowi jednak zakupiony kosztem 0,5 mld PLN pakiet 17% akcji PGG, która w tym roku obciąży Grupę stratą 165 mln PLN. Wyższe ceny węgla mogą urealnić scenariusz urentownienia PGG i istotnie poprawić wynik netto Energi. Zwracamy także uwagę na podpisany ostatnio kontrakt dotyczący dostaw śląskiego węgla do bloku C, które mają być realizowane według formuły cenowej uwzględniającej marżę na generacji. W takim scenariuszu Elektrownia Ostrołęka byłaby zabezpieczona nie tylko na części „stałej” (rynek mocy), ale również na poziomie kosztów zmiennych (clean dark spread).

Strategia bez większych zaskoczeń

Ogłoszona pod koniec ubiegłego roku strategia nie przyniosła większych zaskoczeń. Wyznaczony przez Zarząd cel EBITDA na rok 2020 to 2,4 mld PLN (nasza prognoza to 2,14 mld PLN) i dalszy wzrost do 3 mld PLN w roku 2025 (nasza prognoza 2,56 mld PLN). W projekcji na rok 2020 Spółka uwzględni około 100 mln PLN z tytułu nowych produktów i usług i 130 mln PLN z programu poprawy efektywności. W projekcji na rok 2025 te pozycje wynoszą odpowiednio 300 mln PLN i 150 mln PLN. Łączny CAPEX w latach 2016-25 ma wynieść 20,6 mld PLN (nasza prognoza 17,7 mld PLN), z czego 9,5 mld PLN w latach 2016-20 (nasza prognoza 8,8 mld PLN). Wyższe od naszych prognoz nakłady inwestycyjne to efekt projektów OZE oraz inwestycji dodatkowych i nakładów w obszarze obrotu, ale symetrycznie nie uwzględniamy zysków z tych przedsięwzięć na poziomie EBITDA.

Stabilna perspektywa wyników

W najbliższych 3 latach zysk EBITDA Grupy Energia powinien oscylować w granicach 1,9-2,1 mld PLN i standardowo będzie budowany przede wszystkim przez segment dystrybucyjny. W naszym scenariuszu dla stóp procentowych, ten obszar powinien poprawić wyniki w 2019 wraz ze wzrostem regulowanego WACC. Widzimy również szansę na poprawę marży w obrocie z uwagi na wygasający w 2018 obowiązek zakupu energii od instalacji OZE zlokalizowanych w obszarze, na którym Energia pełni funkcję sprzedawcy z urzędu. Źródłem pozytywnego zaskoczenia może być także zdołowany obecnie rynek zielonych certyfikatów (wrażliwość na EBITDA to około 25 mln PLN za każde 50 PLN zmiany ceny świadectwa pochodzenia).

PGE
trzymaj

Analitik: Kamil Kliszcz

Cena bieżąca: 11,04 PLN

Cena docelowa: 10,63 PLN

Data ostatniej aktualizacji: 2016-10-04

(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	28 542,0	28 904,9	1,3%	28 821,6	-0,3%	29 814,7	3,4%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	8 228,0	6 167,1	-25,0%	5 949,7	-3,5%	6 311,3	6,1%	MC (cena bieżąca)	20 642,4
marża EBITDA	28,8%	21,3%		20,6%		21,2%		EV (cena bieżąca)	30 326,8
EBIT	-3 589,0	2 657,9		3 236,6	21,8%	3 470,8	7,2%	Free float	38,1%
Zysk netto	-3 032,0	1 783,0		2 270,8	27,4%	2 397,2	5,6%		
P/E		11,6		9,1		8,6		Zmiana ceny: 1m	5,8%
P/CE	2,3	3,9		4,1		3,9		Zmiana ceny: 6m	-14,4%
P/BV	0,5	0,5		0,5		0,5		Zmiana ceny: 12m	-17,7%
EV/EBITDA	2,8	4,4		5,1		5,1		Min (52 tyg.)	9,1
DYield (%)	7,1	2,3		2,2		2,8		Max (52 tyg.)	14,4

Akcje PGE mimo zaawansowania prac nad rynkiem mocy i rosnących cen węgla (pozytywna ekspozycja ze względu na integrację pionową elektrowni na węgiel brunatny i zakupione udziały w PGG) spadły w ubiegłym roku o ponad 16%. Powodów można wymienić co najmniej kilka, ale kluczowe to znaczna redukcja dywidendy, zapowiedź kosztownej konwersji kapitałów oraz słabsze wyniki w segmencie wytwarzania. Głównym „problemem” Spółki jest relatywnie silny bilans, który ekspozuje ją na różnego rodzaju trudne projekty inwestycyjne, ważne z punktu widzenia polityki energetycznej rządu. Widzimy co prawda na horyzoncie potencjalne pozytywne katalizatory dla kursu (korzystniejsze parametry rynku mocy, wyższy cen węgla na lokalnym rynku), ale założenie, że ich beneficjentami będą akcjonariusze PGE, z uwagi na ostatnie komunikaty resortu energii, jest obciążone wysokim ryzykiem. Utrzymujemy neutralną rekomendację.

Zdolność kredytowa przekleństwem

PGE ze względu na siłę bilansu (w szczytowym roku 2018 dług netto/EBITDA tylko 1,8x) jest narażona na różnego rodzaju zakusy polityków na zagospodarowanie tego potencjału i niestety dla akcjonariuszy mniejszościowych dywidenda nie jest w tym wypadku priorytetem. Z jednej strony Spółka staje się głównym wehikułem inwestycyjnym w sektorze jeśli chodzi o trudne i kosztowne projekty (zgazowanie węgla, morskie farmy wiatrowe plus ewentualne akwizycje czy kolejne bloki węglowe skutecznie mogą sponżytkować w perspektywie 2025 roku dostępne finansowanie rządu 20 mld PLN), a z drugiej może być „wydrenowana” z nadwyżek gotówki przez przetestowany już mechanizm konwersji kapitałów (w budżecie państwa na rok 2017 założono z tego tytułu 1,2 mld PLN). Ogłoszona strategia nie zamknęła żadnych kierunków wydawania gotówki, a jednocześnie dość wymownie przemilczana została kwestia polityki dywidendowej. Jednocześnie ostatnie wypowiedzi ministra energii wskazują, że resort w najbliższych latach oczekuje rozpoczęcia budowy kolejnych 4-5 bloków węglowych za 45-50 mld PLN. Obok sygnalizowanego w strategii bloku z instalacją zgazowania w ZEDO (500 MW za 5,4 mld PLN), koncern mógłby być zaangażowany, np. w przygotowany przez PGG projekt Elektrowni Czeczott czy inwestycję w nowy blok w Rybniku analizowaną kiedyś przez EdF. Zapowiedziane wydzielanie segmentu ciepłowniczego może też sugerować wzmożoną aktywność akwizycyjną w obszarze ciepłowni miejskich, które wymagają dostosowania do wymogów BAT.

Perspektywy 2017 nie takie złe, mimo braku KDT

Ubiegłoroczne wyniki PGE okazały się negatywnym zaskoczeniem, co z jednej strony wynikało z niższej efektywnej ceny energii i gorszej dyspozycyjności bloków na węgiel brunatny, a z drugiej z mniejszej skali kapitalizacji kosztów w odkrywkach (0,5 mld PLN). W tym roku zabraknie 0,5 mld PLN z tytułu rekompensat KDT, ale jednocześnie oczekujemy wyższych wolumenów produkcji w najbardziej efektywnych elektrowniach i pozytywnego efektu braku obowiązku giełdowego oraz uruchomienia nowego boku gazowego w EC Gorzów. Dodatkowo Spółka powinna też nieco ograniczyć walkę cenową w obrocie, co przełoży się na wyższą marżę handlową (w okresie 1-3Q'2016 spadek r/r wyniósł 100 mln PLN). W efekcie oczekujemy tylko symbolicznego spadku EBITDA r/r (-0,2 mld PLN czyli -3,5%).

Co z cenami energii na rok 2018?

Według naszych szacunków efektywna cena energii baseload zakontraktowana na rok 2017 powinna być tylko o około 3 PLN/MWh niższa w ujęciu r/r (niecałe 163 PLN/MWh). Aktualnie kontrakt na rok 2018 oscyluje na TGE na poziomie 161 PLN/MWh, co sugerowałoby spadek r/r. Jest to pewnym zaskoczeniem w kontekście zapowiadanych podwyżek cen węgla na lokalnym rynku (w 2016 było to 8,7 PLN/GJ), które w kontekście cen w portach ARA wydają się całkiem realne (cena ARA na 2018 to 10,7 PLN/GJ, a spot 14 PLN/GJ). Podwyżka cen węgla o 1 PLN/GJ implikowałaby zmianę cen energii o 10 PLN/MWh. Oczywiście należy wziąć pod uwagę uruchomienie nowych mocy, które wejdą na rynek i zmienią kształt merit order w przyszłym roku (Kozienice, Płock). Szacujemy, że dodatkowa produkcja z tych jednostek może sięgnąć 12 TWh. Jednocześnie jednak z systemu ubędzie wolumen z zamykanych/przesuwanych bloków w Adamowie, Bełchatowie i Łaziskach, które generują obecnie około 5,5 TWh. Trzeba również uwzględnić 2 letni przyrost popytu. W ubiegłym roku konsumpcja po korekcie o pogodę i liczbę dni roboczych wzrosła o 1,5%. Jeśli przyjmiemy taką dynamikę w latach 2017-18 to przesunie to krzywą zapotrzebowania vs. rok 2016 o 5 TWh. Reasumując, zmiana bilansu podaży/popytu na polskim rynku energii w roku 2018 powinna sięgnąć 1,5 TWh, co teoretycznie nie powinno wywołać wielkiego zamieszania w stosie cenowym. W tym kontekście widzimy potencjał do pozytywnego zaskoczenia, jeśli chodzi o cenę w kontrakcie rocznym w kolejnych miesiącach, szczególnie że standardowo nie można wykluczyć opóźnień na wspomnianych inwestycjach. Dodatkowym wsparciem dla produkcji lokalnej i cen może być widoczne od 3 miesięcy odwrócenie trendu na eksporcie netto (łącznie w 2016 roku import netto wyniósł 2 TWh, ale w samym 4Q Polska była eksporterem netto na 0,86 TWh).

Tauron		akumuluj							
Analityk: Kamil Kliszcz		Cena bieżąca:		2,97 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-12-06	
		Cena docelowa:		3,03 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	18 375,2	17 541,7	-4,5%	17 757,2	1,2%	18 211,2	2,6%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	3 523,3	3 249,5	-7,8%	3 405,6	4,8%	3 482,5	2,3%	MC (cena bieżąca)	5 205,1
marża EBITDA	19,2%	18,5%		19,2%		19,1%		EV (cena bieżąca)	15 973,0
EBIT	-1 901,1	895,2		1 619,7	80,9%	1 697,1	4,8%	Free float	54,5%
Zysk netto	-1 807,3	537,8		987,9	83,7%	1 027,3	4,0%		
P/E		9,7		5,3		5,1		Zmiana ceny: 1m	4,2%
P/CE	1,4	1,8		1,9		1,9		Zmiana ceny: 6m	-1,7%
P/BV	0,3	0,3		0,3		0,3		Zmiana ceny: 12m	10,4%
EV/EBITDA	3,7	4,4		4,7		4,9		Min (52 tyg.)	2,4
DYield (%)	5,1	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	3,2

Akcje Tauronu spadły w ubiegłym roku 1% i choć odstawały od WIG-u, to w ramach polskiej grupy porównawczej okazały się najlepszym wyborem (WIG Energia spadł o 13%). W efekcie zminimalizowane zostało także tradycyjne dyskonto do konkurentów, jeśli chodzi o wskaźnik EV/EBITDA. Od naszego październikowego raportu relatywna stopa zwrotu na Tauronie względem PGE wyniosła już 10%, ale nadal, uważamy że ślaski koncern stanowi ciekawszą pozycję portfelową i utrzymujemy rekomendację akumuluj. Uważamy, że Tauron stanowi ciekawą ekspozycję na realny scenariusz wzrostu cen węgla i energii w Polsce (każde 10 PLN/MWh to dodatkowe 100 mln PLN) z uwagi na ograniczone ryzyko zaangażowania Spółki w kolejne toksyczne projekty budowy mocy konwencjonalnych zapowiedziane przez resort energii. 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 (wejście inwestora finansowane ze środków z opłaty przejściowej) może to nastąpić wcześniej. Dostrzegamy też szansę na pozytywne zaskoczenie konsensusu na tegorocznym zysku EBITDA (efekt dociążenia produkcyjnego w segmencie wydobywczym, wzrostu budżetu ORM oraz możliwej poprawy marż w obrocie).

Słaby bilans chroni przed zakusami polityków

Zadłużenie netto Tauronu sięga obecnie 2,6x EBITDA i oczekujemy, że w kolejnych latach będzie jeszcze rosnąć osiągając maksimum w 2018 roku na poziomie 3,4x. Wdrożona przez Zarząd racjonalizacja planu inwestycyjnego i wprowadzone oszczędności skutecznie naszym zdaniem uchronią Spółkę przed złamaniem kowenantów kredytowych, szczególnie w kontekście emisji obligacji hybrydowych w ramach planu Junckera (190 mln EUR). Bufor bezpieczeństwa jest jednak na tyle mały, że nie widzimy przestrzeni na zaangażowanie Tauronu w nowe, inspirowane przez rząd projekty inwestycyjne pod szyldem „bezpieczeństwa energetycznego”. Oznacza to, że Spółka może się już nie załapać na drugą falę wielkich inwestycji energetycznych związanych z wprowadzeniem rynku mocy w latach 2020-25, co pozwoli jej na relatywną poprawę profilu biznesowego i zwiększenie udziału mniej kapitałochłonnych segmentów dystrybucji i sprzedaży w EBITDA w perspektywie 2020 roku. Tauronu nie stać również na sfinansowanie zapowiedzianej przez resort energii konwersji kapitałów.

Szansa na rozszerzenie rezerwy zimnej

Równoległe do dyskusji nad rynkiem mocy dla dyspozycyjnych aktywów toczą się rozmowy w sprawie ewentualnego rozszerzenia rezerwy zimnej. Obecnie jej

budżet sięga 150 mln PLN, ale moce objęte mechanizmem (830 MW, z czego 320 MW przypada na Tauron) będą wyłączone w 2018 roku i możliwe, że operator będzie postulował o objęcie wsparciem kolejnych bloków przeznaczonych do zamknięcia w perspektywie 2020-25. W tej puli Tauron może być głównym oferującym, gdyż w ciągu najbliższych kilku lat zamierza odstawić dodatkowe 0,6 GW mocy, które w ramach IRZ mogłyby otrzymywać nawet 150 mln PLN rocznie, czego nie uwzględniamy w naszych prognozach. Oznaczałoby to zwiększenie stabilnego komponentu regulowanego w strukturze EBITDA.

Niedoszacowana dźwignia na wydobywaniu

Strata EBITDA obszaru wydobywczego w ubiegłym roku może wynieść około 150 mln PLN. W tym roku oczekujemy znacznej poprawy rezultatów (zbliżenie się do break even) z uwagi na zakładany wzrost wolumenów związany z dociążeniem zakupionej i doinwestowanej kopalni Brzeszcze powiązany ze wzrostem produkcji we własnych elektrowniach. Wyniki 3Q'16 mogą jednak wskazywać, że w tych szacunkach jesteśmy dość konserwatywni (EBITDA 32 mln PLN), szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę możliwe wzrosty cen miałow energetycznych oraz istotny udział sortymentów grubych i średnich (1 mln ton), które na pewno odczuwają obserwowane w ostatnich miesiącach trendy w portach ARA.

Ceny energii na rok 2018 mogą jeszcze zaskoczyć

Aktualnie kontrakt na rok 2018 oscyluje na TGE na poziomie 161 PLN/MWh, co sugerowałoby spadek r/r. Jest to pewnym zaskoczeniem w kontekście zapowiadanych podwyżek cen węgla na lokalnym rynku (każda 1 PLN/GJ implikowałaby zmianę cen energii o 10 PLN/MWh). Z jednej strony należy oczywiście uwzględnić nowe moce uruchamiane w perspektywie 2018 (Kozienice, Płock), których roczna produkcja może sięgnąć 12 TWh, ale z drugiej nie można pominąć zaplanowanych ubytków po stronie podaży (zamykane/przesuwane bloki w Adamowie, Bełchatowie i Łaziskach, które generują obecnie około 5,5 TWh). Jeśli dodatkowo uwzględnimy dynamikę popytu w latach 2017-18 na około 1,5% rocznie, to przesunie to krzywą zapotrzebowania vs. rok 2016 o 5 TWh. Reasumując, zmiana bilansu podaży/popytu na polskim rynku energii w roku 2018 powinna sięgnąć 1,5 TWh, co teoretycznie nie powinno wywołać wielkiego zamieszania w stosie cenowym. W tym kontekście widzimy potencjał do pozytywnego zaskoczenia, jeśli chodzi o cenę w kontrakcie rocznym w kolejnych miesiącach, szczególnie że standardowo nie można wykluczyć opóźnień na wspomnianych inwestycjach.

Telekomunikacja, Media, IT

Netia		akumuluj							
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		4,58 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		4,90 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 572,2	1 522,3	-3,2%	1 444,7	-5,1%	1 404,7	-2,8%	Liczba akcji (mln)	338,9
EBITDA	449,0	424,6	-5,4%	390,4	-8,1%	370,5	-5,1%	MC (cena bieżąca)	1 552,4
marża EBITDA	28,6%	27,9%		27,0%		26,4%		EV (cena bieżąca)	1 826,6
EBIT	27,9	20,6	-26,3%	12,3	-40,1%	14,0	13,4%	Free float	100,0%
Zysk netto	2,2	30,5	1280,2%	1,5	-95,0%	1,3	-14,6%		
P/E	720,7	50,8		-		-		Zmiana ceny: 1m	-1,1%
P/CE	3,8	3,6		4,1		4,3		Zmiana ceny: 6m	2,2%
P/BV	0,8	0,8		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	-16,7%
EV/EBITDA	4,1	4,2		4,7		5,1		Min (52 tyg.)	4,1
DYield (%)	13,1	10,4		4,4		4,4		Max (52 tyg.)	5,8

W ciągu ostatnich trzech miesięcy notowania Netii uległy obniżeniu o blisko 8%. Sądzymy, że to reakcja rynku na znaczne inwestycje w modernizację sieci do standardu FTTH. Spółka chce wydać na ten cel >400 mln PLN i pokryć szybką siecią 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r. Przez istotne nakłady generowany FCF obniży się w średnim (do czasu zakończenia inwestycji) do zaledwie 30-50 mln PLN (FCF Yield = 2-3%). W 2017 r. zysk EBITDA będzie w trendzie spadkowym (zakładamy 8% spadku), gdyż konsolidacja TK Telekom nie będzie już dłużej (jak w 2016) maskować spadku stacjonarnego biznesu Netii. Z drugiej strony do projektu FTTH podchodzimy pozytywnie. Sądzymy, że jest to konieczne działanie do rozwoju obrotów z broadbandu w najbliższych latach, które w dużym stopniu zrekomensują ubytek EBITDA spowodowany masową erozją abonentów głosowych zwłaszcza w formule WLR. Podkreślamy tutaj, że nawet przy inwestycjach w FTTH, naszym zdaniem Netia ma potencjał dywidendowy ze względu na niskie zalewarowanie. Dodatkowo, patrząc z szerszej perspektywy, Netia jest naszym zdaniem brakującym elementem dla mobilnych graczy. Na polskim rynku telekomunikacyjnym tylko jeden podmiot, tj. Orange Polska, jest w pełni konwergentny (oferuje usługi mobilne i stacjonarne). Sądzymy, że aby utrzymać pozycję konkurencyjną gracze mobilni (w pierwszej kolejności T-Mobile i P4) będą zainteresowani dołączeniem stacjonarnej części. Netia będzie tym bardziej atrakcyjnym podmiotem, jeśli przeprowadzi modernizację swojej sieci. Stąd, podtrzymujemy pozytywne podejście do Netii. Po korekcie prognoz finansowych, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 4,90 PLN, co implikuje zalecenie inwestycyjne akumuluj.

Inwestycje w FTTH

Szybki wzrost liczby RGUs internetowych w segmencie B2C (161,6 tys. koniec 1Q'16 vs. 64,7 tys. dwa lata wcześniej) to częściowo efekt penetrowania sieci HFC w Krakowie i w Warszawie, nabytej przez Netię od UPC, które w 2014 r. przejmowało sieć Aster. W ciągu półtora roku po przejęciu uzyskała dobry wynik 8,3% penetracji rynkowej, tj. 32 tys.

klientów przy liczbie usług na jednego klienta = 2,1x. Zakładamy, że w kolejnych latach Netia będzie z sukcesem zdobywać kolejnych klientów i uzyska poziom 20% penetracji rynkowej na swojej szybkiej sieci do 2022 r. Netia z nowoczesną infrastrukturą FTTH stanowi naszym zdaniem także ciekawy podmiot akwizycyjny na rynku, na którym tylko jeden (Orange Polska) z czterech graczy mobilnych posiada nogę stacjonarną w segmencie B2C.

Potencjał dywidendowy

Zadłużenie Netii na koniec 2016 wyniesie ok. 0,6x EBITDA. W scenariuszu bazowym przyjmujemy, że do zakończenia modernizacji sieci do standardu FTTH, Netia obniży poziom dywidendy do 0,20 PLN (co i tak implikuje DYield rzędu 4,4%, vs. Cyfrowy Polsat 1,4% i 4,6% Orange Polska). Podwyższenie poziomu dywidendy następuje w tym przypadku w 2020 r., kiedy wskaźnik dług netto/EBITDA wzrasta zaledwie do 0,9x. Podkreślamy jednak, że jeśli Netia zdecyduje się utrzymać poziom dywidendy na poziomie 0,40 PLN, wskaźnik zadłużenia w 2020 r. wyniesie tylko 1,5x.

Potencjalna współpraca z Orange Polska

Orange ogłosił w lipcu 2016 współpracę z Telefonią Dialog, spółką zależną od Netii, na komercyjny dostęp do infrastruktury sieciowej FTTH posiadanej przez Telefonię Dialog w modelu udostępnienia Lokalnej Pętli Światłowodowej (LLU). W ten sposób Orange Polska zyska dostęp do 114 tys. gospodarstw domowych, w dużych oraz średnich miastach w województwach łódzkim, dolnośląskim i lubuskim. Warunki współpracy są analogiczne do komercyjnej oferty hurtowej Orange Polska dla takich samych usług. Taka umowa może być zapowiedzią dłuższej współpracy pomiędzy Orange Polska i Netią. Oba telekomunikacyjne zapowiedziały znaczne inwestycje w FTTH. Współpraca na zasadach LLU była by możliwością do uniknięcia niepotrzebnego dublowania się sieci i zbędnych nakładów inwestycyjnych. Część rynku może zastanawiać się nad brakiem powodzenia Netii na dostęпах LLU do tej pory. Zwracamy jednak uwagę, że Netia nie korzysta dziś z LLU do sieci FTTH, ale do niższej generacji sieci, stąd była także wypierana przez kablówki z dużych miast podobnie jak Orange Polska.

Orange Polska								kupuj	
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 5,46 PLN		Cena docelowa: 7,10 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27			
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	11 840,0	11 473,1	-3,1%	11 218,3	-2,2%	11 239,6	0,2%	Liczba akcji (mln)	1 312,0
EBITDA	3 443,0	3 171,9	-7,9%	2 931,9	-7,6%	2 968,9	1,3%	MC (cena bieżąca)	7 163,5
marża EBITDA	29,1%	27,6%		26,1%		26,4%		EV (cena bieżąca)	13 584,1
EBIT	572,0	453,9	-20,6%	358,8	-21,0%	532,9	48,5%	Free float	49,3%
Zysk netto	254,0	56,8	-77,6%	37,8	-33,5%	196,3	419,2%		
P/E	28,2	126,0		189,5		36,5		Zmiana ceny: 1m	2,4%
P/CE	2,3	2,6		2,7		2,7		Zmiana ceny: 6m	-2,7%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-12,4%
EV/EBITDA	3,2	4,4		4,6		4,4		Min (52 tyg.)	5,0
DYield (%)	9,2	4,6		4,6		4,6		Max (52 tyg.)	6,9

FCF Orange Polska wyniesie w 2016 r. ok. 620 mln PLN. Implikuje to FCF Yield na poziomie 8,8%, niewiele wyższy niż koszt kapitału własnego rządu 7,4%. Jednak z tej perspektywy rynek pomija dwie istotne kwestie: (1) pozytywny wpływ sieci FTTH na linię EBITDA w przyszłości oraz (2) spadek CAPEX-u na nową sieć po 2018 r. W naszym scenariuszu bazowym przyjmujemy podłączenie 3,5 mln gospodarstw do stacjonarnej sieci światłowodowej do końca 2018 r. oraz wzrost wskaźnika penetracji do 25% w ciągu 5 lat. Spodziewamy się, że nowa sieć przyniesie ok. 200 mln obrotów w 2018 r. i wzrosty wyników telekomu w kolejnych latach. Po okresie intensywnego CAPEX-u na nową sieć, tj. po 2018 r., przyjmujemy nakłady na poziomie 1,5 mld i FCF po odsetkach rządu 1,2 mld PLN, co implikuje FCFYield=17,5%. W ten sposób telekom może powrócić do wypłaty 0,50 PLN dywidendy. Jeśli założone tempo akwizycji klientów okazałoby się zbyt optymistyczne, Orange Polska może zmonetyzować sieć FTTH przez udostępnienie jej w atrakcyjnym cenowo modelu BSA dla pozostałych trzech operatorów mobilnych (z których żaden nie ma własnej sieci stacjonarnej dla B2C). W skrajnym przypadku może dojść do separacji infrastruktury, na wzór wydzielenia spółki CETIN z czeskiego O2 w 2015 r. Dodatkowo zwracamy uwagę na poprawę bilansu telekomu, która nastąpi dzięki: faktoringowi należności za sprzęt mobilny (zakładamy +800 mln PLN w 1Q'17), przyśpieszeniu sprzedaży nieruchomości (+580 mln PLN w ciągu 3 lat), oszczędności na CAPEX organicznym (spadek z poziomu 1,7 mld PLN do 1,4 mld PLN tylko w ciągu 2016 r.). Po korekcie prognoz finansowych z naszego listopadowego raportu o wyniki 4Q'16, podtrzymujemy rekomendację kupuj. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 7,10 PLN.

Czemu FTTH odniesie sukces?

Powodzenie oferty Orange Polska jest prawdopodobne ze względu na: (1) jej unikatowość na polskim rynku, tj. żaden inny operator nie oferuje pełnego pakietu usług stacjonarnych i mobilnych; (2) potencjał do dosprzedaży (Orange ma 29% udziału w rynku telefonii komórkowej, jednak mniej niż 25% klientów mobilnych korzysta z pozostałych usług); (3) wysoką jakość usług (nadrzędność technologiczna sieci FTTH oraz 1. miejsce w szybkości mobilnego Internetu według speedtest.pl). Zwracamy także uwagę, że sieć FTTH potrzebuje nawet 10x mniej

regeneratorów w części dosyłowej vs. CATV, co oznacza niższe koszty rozbudowy i utrzymania. Telekomu wdrażające FTTH, takie jak Verizon, szacują 60-70% oszczędności OPEX rocznie przy zamianie miedzi na światłowód.

Niższy CAPEX przy budowie FTTH

Wyniki za 3Q'16 pokazały determinację Orange Polska do cięć: nakłady ex. FTTH były >20% niższe R/R. Sądzymy, że w 2016 r. organiczny CAPEX wyniesie tylko 1,39 mld PLN vs. 1,69 mld PLN rok wcześniej. Dodatkowo, zwracamy uwagę na niższe od pierwotnie zakładanych wydatki na projekt FTTH. Według strategii 2016-18 wydatki w przeliczeniu na jedno gospodarstwo wyniosą 765 PLN. Po 9M'16 Orange wydało średnio 611 PLN na gospodarstwo, czyli ponad 20% mniej niż zakładano. Nasze prognozy na CAPEX na FTTH są 10% niższe od podanych przez Zarząd w latach 2017-18.

Najważniejsze ryzyka na horyzoncie

Dwa główne ryzyka, która naszym zdaniem wzbudzały negatywny sentyment do Orange Polska 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 CAPEX-u na częstotliwości 700 MHz, w kontekście superdrogiej 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.

Mniejsza erozja wyniku EBITDA od 4Q'16

Oczekujemy, że w 4Q'16 wynik EBITDA będzie na poziomie 647 mln PLN, tj. 11% wyższy R/R. Przy porównaniu z 4Q'15 należy jednak pamiętać o jednorazowym rozpoznaniu kosztów dot. zawiązania rezerwy na rozwiązanie stosunku pracy w związku z ogłoszonymi umowami społecznymi, w sumie 89 mln PLN. Po korekcie wyniku 4Q'15 o te zdarzenie dynamika w 4Q'16 R/R wyniosłaby -3,9%, czym Orange przełamuje trend dwucyfrowych spadków na linii EBITDA z poprzednich kwartałów (-14,1% R/R w 2Q'16 i -10,5% R/R w 3Q'16).

Agora		akumuluj							
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		12,90 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		13,90 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 189,3	1 197,9	0,7%	1 233,6	3,0%	1 268,7	2,8%	Liczba akcji (mln)	47,7
EBITDA	120,7	96,9	-19,7%	114,2	17,8%	113,9	-0,3%	MC (cena bieżąca)	614,9
marża EBITDA	10,2%	8,1%		9,3%		9,0%		EV (cena bieżąca)	679,2
EBIT	18,7	1,2	-93,8%	-0,5		3,0		Free float	62,0%
Zysk netto	12,7	-12,4		-4,3	-65,6%	-1,1	-74,2%		
P/E	48,4							Zmiana ceny: 1m	4,0%
P/CE	5,4	7,4		5,6		5,6		Zmiana ceny: 6m	11,9%
P/BV	0,5	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	14,4%
EV/EBITDA	6,0	7,0		5,9		6,0		Min (52 tyg.)	9,6
DYield (%)	1,5	6,0		4,7		5,8		Max (52 tyg.)	13,4

Po 21% wzroście notowań Agory od publikacji naszego październikowego raportu analitycznego, sądzimy że akcje spółki są wciąż niedowartościowane. Wyniki segmentu Prasa za 9M'16 nie pozostawiły złudzeń. Przy 10%-owym spadku rozpowszechniania *Gazety Wyborczej* w ciągu roku i słabych perspektywach reklamy prasowej, segment ten notowałby trwałe straty na linii EBITDA od 2017 r. Stąd Zarząd Agory podjął kroki naprawcze i ogłosił zwolnienia grupowe. Redukcja zatrudnienia dotyczy 190 osób zatrudnionych w Agorze SA (9,6% zatrudnionych). Dodatkowo Agora podjęła decyzję o reorganizacji pracy redakcji oraz rezygnacji 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 Agora będzie mieć szansę na pozytywny wynik EBITDA segmentu w okresie 2017, kiedy zachodzi transformacja modelu prasy z drukowanego na cyfrowy. Agora jest obecnie wyceniana na wskaźniku EV/EBITDA'17=5,6x, tj. z 23% dyskontem do grupy porównywalnej, co nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę, że: (1) wzrostowe i wyceniane na poziomach EV/EBITDA >10,0x segmenty Outdoor i Kino generują ponad 50% EBITDA, (2) Agora prezentuje zdrowy bilans z zadłużeniem netto/EBITDA rzędu 0,4x, 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 = 5,8%). Nasze prognozy finansowe korygujemy o wyniki 3Q'16 oraz zdarzenia jednorazowe: odprawy dla zredukowanych pracowników, wpływ umowy inwestycyjnej z Discovery Polska, efekt zbycia nieruchomości w Łodzi oraz w Warszawie. Podtrzymujemy pozytywne zalecenie inwestycyjne dla Agory. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 13,90 PLN, co implikuje rekomendację akumuluj (poprzednio kupuj).

Kluczowe zmiany w segmencie Prasa

Agora zanotowała w 9M'16 ponad 20% spadek obrotów reklamowych w *Gazecie Wyborczej* i ponad 25% w *Metrocafe.pl*. Grupa ogłosiła plan redukcji zatrudnienia segmentu Prasa o 190 pracowników, co przyniesie

oszczędności > 12 mln PLN od 2017 r. Sądzimy, że *Metrocafe.pl* nie generowała istotnego wyniku EBITDA, a spadki obrotów mogły przełożyć się na straty w nadchodzących kwartałach. W ten sposób Prasa powinna pozytywnie kontrybuować do EBITDA grupy w najbliższych latach.

Poprawa w segmencie Outdoor oraz w Heliosie

Rentowny projekt Premium Citylight w Warszawie oraz korzyści skali w zakresie kosztów utrzymania systemu przekładają się na wyraźną poprawę wyniku segmentu Reklama Zewnętrzna (wzrost EBITDA za 9M'16 R/R o 44%). W 2017 r. zakładamy dalszą poprawę wyników o ponad 14%. Dobre perspektywy ma też działalność kinowa. Średnia cena biletu oraz ilość spożycia w barach kinowych na widza rosną w tempie odpowiednio 9% i 6%.

Potencjał do generowania gotówki

Szacujemy, że Agora poniesie ok. 102 mln PLN CAPEX-u w 2016 – 60 mln PLN z tej kwoty stanowią będą wydatki na nowe kina sieci Helios, dokończenie projektu budowy wiat przez AMS oraz inwestycje w TV. Organiczny CAPEX w Agorze jest na poziomie >40 mln PLN. Do 2018 r. Agora zakończy zapowiadany rozwój kin oraz nie będzie ponosić kosztów rozwoju Outdoor, stąd CAPEX może spaść do 52 mln PLN. Dlatego też FCF powinien być w latach 2018-20 na poziomie 40-49 mln PLN, co implikuje FCF yield rzędu 6,5-8,0%.

Monetyzacja bazy nieruchomości

Agora w październiku 2017 ogłosiła sprzedaż prawa użytkowania wieczystego dwóch nieruchomości w Łodzi. Łączna cena sprzedaży Nieruchomości wyniesie 9,7 mln PLN netto, a wpływ tej transakcji na wynik operacyjny Grupy Agora w czwartym kwartale 2016 r. wyniesie ok. 6 mln PLN. Dodatkowo do końca października 2017 spółka zamierza dokonać sprzedaży prawa użytkowania wieczystego do nieruchomości w Warszawie (Czerniakowska 85/87). Łączna cena sprzedaży wyniesie w tym przypadku 19,0 mln PLN netto, a pozytywny wpływ tej transakcji na wynik operacyjny (EBIT) Spółki i Grupy Agora w 2017 r. może wynieść około 8,3 mln PLN. Obie transakcje świadczą o przeglądzie aktywów posiadanych przez Agorę, co należy interpretować pozytywnie. Największy potencjał jest w aktywach segmentu Druk, których wartość na koniec 3Q'16 wyniosła 185 mln PLN. Większość tej kwoty to działki pod drukarnię Agory.

Cyfrowy Polsat

redukuj

Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 24,65 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27					
		Cena docelowa: 22,30 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	9 823,0	9 707,8	-1,2%	9 649,7	-0,6%	9 727,2	0,8%	Liczba akcji (mln)	639,5
EBITDA	3 685,1	3 608,4	-2,1%	3 484,8	-3,4%	3 484,5	0,0%	MC (cena bieżąca)	15 764,7
marża EBITDA	37,5%	37,2%		36,1%		35,8%		EV (cena bieżąca)	25 638,6
EBIT	1 985,8	1 641,4	-17,3%	1 634,9	-0,4%	1 744,6	6,7%	Free float	33,5%
Zysk netto	1 163,4	860,0	-26,1%	934,6	8,7%	1 117,2	19,5%		
P/E	13,6	18,3		16,9		14,1		Zmiana ceny: 1m	0,4%
P/CE	5,5	5,6		5,7		5,5		Zmiana ceny: 6m	5,3%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	20,2%
EV/EBITDA	7,2	7,4		7,4		7,0		Min (52 tyg.)	20,1
DYield (%)	0,0	0,0		1,4		2,0		Max (52 tyg.)	25,7

Podtrzymujemy negatywne podejście do Cyfrowego Polsatu. W chwili obecnej spółka jest notowana na EV/EBITDA'16 = 7,4x, tj. z 9% premią do grupy porównywalnej. Premia nie jest uzasadniona biorąc pod uwagę tempo wzrostu wyników grupy porównawczej (tj. +2,7% na linii EBITDA w 2017 r. vs. -3,4% CPS), jak i poziom wypłacanej dywidendy nawet w dłuższej perspektywie (DYield'18 = 4,6% vs. 2,0% CPS). W 2017 r. spodziewamy się bazy kosztowej, zwłaszcza w zakresie kosztów marketingu, wynagrodzeń i kosztów technicznych. Grupie trudno będzie też nadrobić lukę po mistrzostwach EURO'16, do których prawa sprzedano do TVP notując jednorazowy zysk. Ze strategicznego punktu widzenia: na terenach mało zurbanizowanych Cyfrowy będzie napotykać konkurencję ze strony trzech pozostałych operatorów komórkowych, którzy w szybkim tempie budują pokrycie na zdobytych w arcydrogiej aukcji pasmach z zakresu 800 MHz. Z kolei inwestycje Orange Polska, Netii i UPC w szybkie sieci szerokopasmowe, przy wparciu nowego szefa UKE, stanowią naszym zdaniem duże ryzyko w zakresie klientów z miast >20 tys. mieszkańców. Strategiczną opcją dla Cyfrowego Polsatu byłoby przejęcie operatora stacjonarnego, jednak spółka ma nieco związane ręce przez duże zadłużenie. Korygujemy nasze prognozy finansowe o wyniki 4Q'16, nowy poziom ceny docelowej wyznaczmy na 22,30 PLN (efekt głównie wyższych wskaźników w grupie porównawczej), co implikuje zalecenie inwestycyjne redukuj.

Rozwój sieci szerokopasmowych to duże ryzyko

Marcin Cichy został następcą Magdaleny Gaj na stanowisku prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej. Cichy podał, że jednym z celów, które sobie stawia w kadencji 2016-2021, jest zahamowanie spadku rynku detalicznego (w jego ocenie spadek sięgnął w ciągu czterech lat ok. 3,5 mld PLN). 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. Nastawienie regulatora powinno wspierać zapowiedziane inwestycje operatorów: (1) Orange Polska zapowiedziało osiągnięcie 3,5 mln gospodarstw domowych podłączonych, (2) Netia chce z kolei mieć w 2020 r. 2,6 mln połączonych gospodarstw. Także UPC zapowiedziało 4 mld PLN inwestycje w ciągu 5 lat w sieci. W ten sposób UPC chce zwiększyć zasięg sieci z 3 do 6 mln gosp. dom. Rozwój stacjonarnych sieci internetowych stanowi naszym zdaniem ryzyko dla Cyfrowego Polsatu. Spółka posiada ok. 34% klientów DTH na terenach miast z ludnością powyżej 20 tys. oraz ok. 48% klientów sieci komórkowej na tym terenie. Rozpowszechnianie usług konwergentnych typowych dla operatorów kablowych w dużych miastach (Internet stacjonarny + TV + dodatkowe usługi) na terenie mniejszych miast może wpłynąć na deteriorację bazy klientów.

Ograniczony potencjał dywidendowy

Cyfrowy Polsat przyjął w listopadzie 2016 nową politykę dywidendową. Zasady ustalono następująco: jeżeli relacja długu netto/ EBITDA będzie niższa niż 3,2x, ale wyższa niż 2,5x, Zarząd przeznaczy na dywidendę od 200 do 400 mln PLN, jeżeli relacja długu netto/EBITDA będzie niższa niż 2,5x, ale wyższa niż 1,75x, zarząd będzie rekomendował wypłatę dywidendy w przedziale od 25% do 50% skonsolidowanego zysku netto za ostatni rok. Z kolei jeżeli relacja długu netto/EBITDA będzie niższa niż 1,75x, Zarząd przeznaczy od 50% do 100% skonsolidowanego zysku netto grupy za miniony rok. Polityka dywidendowa implikuje dość niski poziom dywidendy w kolejnych latach: 1,4% w 2017 r. i 2,0% w 2018 r. Sądymy, że DYield przekroczy poziom 4,0% (wypłacany obecnie przez Netię i Orange Polska) dopiero w 2020 r. To dość odległa perspektywa na polskim rynku telekomunikacyjnym, zwłaszcza w kontekście rosnącego w szybkim tempie pokrycia Polski sieciami stacjonarnymi.

Wirtualna Polska
akumuluj

Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca: 56,60 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27					
		Cena docelowa: 61,00 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	325,6	413,0	26,9%	471,4	14,1%	525,0	11,4%	Liczba akcji (mln)	29,8
EBITDA	94,4	128,6	36,3%	148,8	15,7%	172,4	15,9%	MC (cena bieżąca)	1 685,3
marża EBITDA	29,0%	31,1%		31,6%		32,8%		EV (cena bieżąca)	1 815,6
EBIT	64,0	86,6	35,4%	102,2	18,0%	121,3	18,7%	Free float	33,6%
Zysk netto	4,3	56,5	1205,0%	77,7	37,5%	95,2	22,5%		
P/E	389,1	29,8		21,7		17,7		Zmiana ceny: 1m	5,0%
P/CE	48,5	17,1		13,6		11,5		Zmiana ceny: 6m	15,5%
P/BV	4,7	4,1		3,7		3,5		Zmiana ceny: 12m	47,8%
EV/EBITDA	19,9	14,4		12,2		10,3		Min (52 tyg.)	38,2
DYield (%)	0,0	0,0		2,3		3,2		Max (52 tyg.)	59,5

WP to lider polskiego rynku portali horyzontalnych z jednym największym zasięgiem w Polsce rządu 76,2%. Unikatowość modelu biznesu WP polega na wykorzystaniu silnej pozycji w polskim Internecie do zwiększania wolumenu i jednostkowej skali transakcji na portalach e-commerce, przy zastosowaniu algorytmów BigData. Dzięki inwestycji w walory WP inwestorzy zyskują (1) ekspozycję na rynek reklamy online, którego wzrost jest szacowany na 11% rocznie w perspektywie 2016-20 oraz (2) rynek e-commerce, który rośnie w tempie >15% rocznie. Wskazujemy też na relatywnie małą wrażliwość spółki na ryzyka polityczne. Dzięki szybkim wzrostom przychodów i poprawie rentowności operacyjnej (marża EBITDA wzrosła do 35,7% o 1,5 p.p. R/R w 9M'16) szacujemy CAGR zysku netto w latach 2016-19 na ponad 25%. Niskie zalewarowanie na poziomie 1,3x EBITDA na koniec 3Q'16, mała kapitałochłonność biznesu (CAPEX/przychody = ok, 9%) oraz wysoka konwersja wyniku EBITDA na przepływy operacyjne (rządu > 90%) przekładają się na możliwość wypłaty dywidendy począwszy od 2017 r. Przy założeniu stopy wypłaty dywidendy rządu 70%, DYield w 2017 r. wynosi 2,3% i rośnie do 4,7% w 2020 r. Aktualizujemy prognozy finansowe po 3Q'16, wyznaczamy nowy poziom ceny docelowej na 61,00 PLN i podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Reklama internetowa w dobrej formie

W 3Q'16 rynek reklamy ogółem w Polsce spowolnił do +0,5% R/R z poziomu 2,0-2,5% w poprzednich kwartałach. Na tym tle reklama online była w dobrej kondycji notując wzrosty na poziomie ok. +7,0%. ZenithOptimedia szacuje wzrost reklamy internetowej o 12% R/R w 2016 r. Z kolei Agora podała szacunek wzrostu na poziomie +8-10% R/R. Według PwC polski rynek reklamy internetowej rośnie w średnim rocznym tempie ponad 11% (w USD) w okresie 2015-20.

Algorytmy szansą na dodatkowy wzrost

Zarząd przedstawił efekty działań łączących działalność mediową i e-commerce przy użyciu algorytmów BigData. Grupa WP serwowała reklamę na wszystkich przestrzeniach reklamowych, bazując na treściach, które użytkownicy konsumowali w serwisach WP. W efekcie w porównaniu do zwykłej kampanii displayowej wykonano o 31% mniej odset, uzyskując 7-krotnie większy wynik transakcyjny. Jesteśmy bardzo pozytywnie nastawieni do modelu zaprezentowanego przez Zarząd WP. Sądymy, że grupa z mocną pozycją w polskim Internecie ma szansę na monetyzację szybko rosnącego rynku e-commerce. Naszym zdaniem kluczem do

efektywnego działania przedstawionego mechanizmu jest wysokiej jakości content, w który spółka inwestuje. To pozwala ściągać nieprzypadkowych użytkowników, chociażby przez dobre pozycjonowanie serwisów tematycznych w wyszukiwarkach.

Telewizja WP

Upowszechnienie się dostępu do Internetu oraz mnogość urządzeń wpłynęły na rozwój telewizji internetowej za granicą. Dzisiaj w Polsce 70% gospodarstw domowych ma dostęp do Internetu o prędkości 30-100 MBs, co pozwala na oglądanie telewizji przez kilku użytkowników jednocześnie. Ponadto, na jedno gospodarstwo domowe przypada średnio 6 urządzeń, na których można oglądać TV. Doprowadziło to do odmiennego modelu konsumpcji telewizji: każdy członek gospodarstwa ogląda preferowany content na różnych urządzeniach. Obserwowane trendy doprowadziły Wirtualną Polskę do decyzji o inwestycji w kanał TV. Spółka już jest dużym dostawcą przestrzeni reklamowej na polskim rynku, a inwestycja w kanał telewizyjny, to zwiększenie skali działania i umocnienie pozycji na rynku reklamowym. Obecnie reklamodawcy doceniają tzw. cross-mediowość czyli skupienie różnych mediów u jednego podmiotu. NPV projektu, przyjmując bardziej konserwatywne założenia niż Zarząd szacujemy na 2,6 PLN/akcję.

Ogłoszenie polityki dywidendowej

W grudniu'16 zarząd Wirtualnej Polski przyjął politykę dywidendy, która zakłada rekomendowanie WZ spółki wypłatę powyżej 1 PLN dywidendy na akcję, ale nie więcej niż 70% skonsolidowanego zysku netto grupy za dany rok obrotowy. Polityka ma obowiązywać od podziału zysku netto grupy za 2016 r. W naszych prognozach przyjęliśmy wypłatę 70% zysku netto, co implikuje 1,33 PLN i 1,83 PLN na lata odpowiednio 2016 i 2017 (Div Yield = 2,3% i 3,2%). Spodziewamy się, że zadłużenie netto/ EBITDA wyniesie 1,1x na koniec 2016 r., nie widzimy więc powodu czemu spółka miałaby wypłacić mniej niż 70% zysku netto.

Sprzedaż Favore.pl

W styczniu'17 Spółka Fachowcy.pl kupiła od Wirtualnej Polski serwis Favore.pl. Wartość transakcji wyniosła prawie 3 mln PLN, z czego ok. 2 mln PLN zostało rozliczone w akcjach Fachowcy.pl Ventures przejętych przez Wirtualną Polskę. Transakcja nie będzie mieć istotnego wpływu na wyniki grupy WP. Jedną istotną kwestią jest możliwość rozpoznania aktywa z tytułu odroczonego podatku w wysokości do 71,4 mln PLN (sprawa w toku; grupa WP nie podała jeszcze komunikatu wyjaśniającego, stąd nie założyliśmy jeszcze w naszym modelu finansowym wpływu zdarzenia).

Asseco Poland		trzymaj							
Analityk: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		56,60 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-12-19	
		Cena docelowa:		57,00 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	7 256,2	7 994,9	10,2%	8 504,7	6,4%	8 761,5	3,0%	Liczba akcji (mln)	83,0
EBITDA	1 007,7	1 081,3	7,3%	1 150,4	6,4%	1 183,9	2,9%	MC (cena bieżąca)	4 697,8
marża EBITDA	13,9%	13,5%		13,5%		13,5%		EV (cena bieżąca)	7 533,6
EBIT	745,2	797,1	7,0%	853,3	7,1%	883,2	3,5%	Free float	68,0%
Zysk netto	365,5	309,0	-15,5%	318,3	3,0%	329,8	3,6%		
P/E	12,9	15,2		14,8		14,2		Zmiana ceny: 1m	2,9%
P/CE	7,5	7,9		7,6		7,5		Zmiana ceny: 6m	0,0%
P/BV	0,9	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	-0,7%
EV/EBITDA	7,6	7,0		6,5		6,3		Min (52 tyg.)	50,3
DYield (%)	5,1	5,3		5,3		5,3		Max (52 tyg.)	62,0

Kondycja spółki matki, która wygenerowała po 9M'16 ponad 46% wyniku jest słaba. Zysk operacyjny jednostki dominującej spadł R/R o blisko 18% R/R w ciągu 9M'16, 21% w samym 3Q'16. Perspektywa na 2017 r. dla matki Asseco, która generuje aż 44% obrotów na rynku publicznym, jest mało optymistyczna. Ogłoszenie pierwszych przetargów na projekty IT z dofinansowaniem unijnym 2014-20 przesuwają się w czasie, a rentowność kontraktów będzie naszym zdaniem mniejsza niż w poprzednim rozdaniu (zapowiedź dzielenia projektów i „szansy dla mniejszych firm” od Ministerstwa Cyfryzacji). Z drugiej strony Asseco wciąż oferuje DYield na poziomie 5,7%, jednak w 2017 r. wypłaci już dywidendę na stabilnym poziomie R/R i tym samym przerwie długi trend wzrostowy (CAGR DPS 2010-2016 = 12,7%). Spółka jest wyceniana obecnie na P/E'16 = 15,2x, tj. z dyskontem rządu 6,3% vs. spółki porównywalne, podczas gdy historyczne dyskonto w ciągu ostatnich 5 lat było na poziomie 15,5%. Nasze prognozy zysku netto dla Asseco Poland korygujemy do poziomu 309 mln PLN i 318 mln PLN w latach 2016-17. Realizacja założonych przez konsensus rynkowy 329 mln PLN i 348 mln PLN jest naszym zdaniem mało prawdopodobna (odchylenie rządu -6,1%% i -8,1%). Jedną akcją Asseco wyceniamy stosując dwie metody: porównawczą oraz SOTP. Nowy poziom ceny docelowej wynosi 57,00 PLN. Podtrzymujemy neutralne podejście do Asseco Poland i rekomendację trzymaj.

Nowe nastawienie Ministra Cyfryzacji do dofinansowania UE

Nadzieją dla dostawców IT są kontrakty z dofinansowaniem UE z perspektywy 2014-20. Ministerstwo Cyfryzacji przygotowuje organizację pierwszych przetargów. Zwracamy uwagę na ostatnie wypowiedzi szefowej resortu Anny Streżyńskiej. Ministerstwo nie przewiduje wielkich projektów IT, które mogłyby wykonać jedynie kilka firm. Chce dać szansę mniejszym podmiotom przez podzielenie projektów na części. Każdy projekt ma być bardzo dokładnie analizowany przed akceptacją, by tak jak w poprzedniej perspektywie środków UE (2007-13) nie doszło do przeszacowania wartości projektów, a środki nie były „przepalone”. Rozdrobnienie kontraktów to negatywna informacja dla matki Asseco. Kontrakty będą dostępne dla dużej liczby firm, a ich rentowność będzie niższa.

Aneks do umowy ZUS

ZUS podpisał aneks o wartości 73 mln PLN z Asseco Poland przedłużający o 8,5 miesiąca (tj. do końca 1H'18) czas trwania umowy na utrzymanie systemu KSI. ZUS twierdzi, że wynegocjował obniżenie cen na większość usług od 10% do 35%. Aneks oznacza dodatkowy czas na przygotowanie do przetargu dla konkurentów Asseco i mniejszą rentowność kontaktu od października 2017 roku. Naszym zdaniem jeśli to Asseco wygra przetarg na utrzymanie KSI, rentowność projektu będzie istotnie mniejsza nawet o kilkanaście punktów procentowych. Ponadto, z wypowiedzi przedstawicieli ZUS wynika, że planowane są oszczędności w zakresie wydatków na IT (w 2016 r. w miejsce zapowiedzianych 860 mln PLN ZUS zamierza wydać 600-700 mln PLN).

CD Projekt
sprzedaż

Analitik: Piotr Bogusz	Cena bieżąca:	59,51 PLN		Data ostatniej aktualizacji:	2017-01-26				
	Cena docelowa:	43,40 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	798,0	565,3	-29,2%	377,5	-33,2%	391,5	3,7%	Liczba akcji (mln)	95,2
EBITDA	429,3	294,8	-31,3%	176,8	-40,0%	177,5	0,4%	MC (cena bieżąca)	5 666,1
marża EBITDA	53,8%	52,2%		46,8%		45,3%		EV (cena bieżąca)	4 932,3
EBIT	424,2	288,8	-31,9%	169,5	-41,3%	169,5	0,0%	Free float	47,5%
Zysk netto	342,5	238,4	-30,4%	144,8	-39,3%	145,8	0,7%		
P/E	16,5	23,8		39,1		38,9		Zmiana ceny: 1m	13,0%
P/CE	16,3	23,2		37,3		36,8		Zmiana ceny: 6m	79,0%
P/BV	11,0	7,5		6,3		5,4		Zmiana ceny: 12m	156,5%
EV/EBITDA	12,2	17,2		27,9		27,4		Min (52 tyg.)	21,2
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	59,6

CD Projekt (CDR) zaskoczył bardzo dobrymi wynikami w 2016 roku, które były napędzane przez fenomenalną sprzedaż Wiedźmina 3: Dziki Gon (W3) oraz dwóch dodatków do gry. Obecnie spółka jest w fazie zamkniętych beta-testów gry Gwint: Wiedźmińska Gra Karciana (Gwint), której premiera jest zapowiadana na 1H'17. Nowa produkcja spotkała się z bardzo dobrym odbiorem wśród graczy, co może zwiastować sukces komercyjny gry. Uwzględniając powyższe szacujemy, że Gwint wygeneruje 129,5/194,2 mln PLN sprzedaży w latach 2017/18, co jest celem ambitnym aczkolwiek realnym przy założeniu 4 mln MAU w 2017 roku (około 1/10 MAU gry Hearthstone) oraz 1,7 USD ARPU. Uważamy jednak, że istnieje wysoka szansa przesunięcia premiery CyberPunk 2077 (C2077) na 2019 rok (wbrew oczekiwaniom rynkowym), ze względu na wysoką złożoność produkcji oraz dbałość studia CDR o jak najwyższą jakość wydawanych gier. Zakładamy, że CDR będzie w stanie generować średniorocznie 314,8 mln PLN FCF w latach 2016-25P. Według naszych szacunków spółka oferuje średnio 6% FCF Yield na lata 2016-18 (11,1% poniżej średniego wskaźnika wyliczonego dla spółek porównywalnych). Pomimo nadprzeciętnych zdolności w obszarze tworzenia gier oraz uwzględnienia możliwych do zrealizowania lecz ambitnych prognoz uważamy, że wycena spółki jest nieuzasadniona i zalecamy sprzedaż walorów CD Projekt, wyznaczając cenę docelową na 43,40 PLN.

Wysoki sukces komercyjny gry Gwint dyskontowany w cenie

Pierwsze recenzje oraz odbiór gry karcianej są obiecujące. Szacujemy, że potencjalna liczba aktywnych graczy może wynieść odpowiednio 4/6 mln w latach 2017/18 oraz że kwartalne ARPU wyniesie 1,7 USD. Uwzględniając powyższe szacunki, prognozujemy średnio 178,6 mln PLN przychodów z gry Gwint w latach 2017-19P.

Kolejna duża produkcja studia w 2018-19 roku

CDR nie opublikowało daty premiery C2077. Nad kolejną produkcją pracuje zespół składający się z około 300 osób (w końcowej fazie nad W3 pracowało 240 osób, a projekt powstawał 3,5 roku). Pomimo większego zespołu, szacujemy że proces tworzenia C2077 może zająć jeszcze około dwóch lat (pełnia prac nad C2077 została rozpoczęta po premierze W3 w 2015). Uwzględniając ambitne cele stawiane przyszłej produkcji oraz dbałość studia o jak najwyższą jakość wydawanych produktów, uważamy że realną datą premiery będzie rok 2019. Szacujemy, że C2077 osiągnie większy sukces komercyjny niż W3 (zakładana sprzedaż to 1,011 mld PLN w 2019 vs. W3 z 690,6 mln PLN w 2015).

Zbyt wysoka premia w wycenie

Uważamy, że wysoka jakość produkcji wydawanych przez CDR oraz rozpoznawalność studia, uzasadnia porównywalnie wyceny spółki w stosunku do największych spółek z sektora (EA, Take Two, ATVI, Ubisoft, Capcom). Ze względu na charakterystykę porównywanych biznesów, uważamy że miarodajnym wskaźnikiem jest FCF Yield. Według naszych wyliczeń CDR oferuje średnio 6% FCF Yield na lata 2016-18 vs. średnio 6,8% dla grupy porównywalnej oraz 7,3%/7,7% dla odpowiednio Take Two oraz Ubisoft

Drzemiący potencjał studia

Ogromny sukces komercyjny W3 przełożył się na zebranie przez spółkę wielu branżowych nagród oraz wpłynęło istotnie na zwiększenie rozpoznawalności studia na świecie. Ma to odzwierciedlenie w utrzymującej się wysokiej sprzedaży W3 oraz dodatków (według rankingu opublikowanego przez Steam, W3 oraz dodatki znalazły się w grupie 12 najlepiej sprzedających się gier na cyfrowej platformie w XII'16). Niewątpliwie wyższa rozpoznawalność ułatwi działania marketingowe studia oraz pozyskiwanie korzystniejszych warunków umów w dystrybucji gry. Finalnie, wysoka rozpoznawalność oraz bardzo dobra jakość produktu pozwala spółce osiągać wysokie wolumeny sprzedaży nowych produkcji.

Comarch		kupuj							
Analityk: Paweł Bogusz		Cena bieżąca:		179,75 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-12-19	
		Cena docelowa:		205,00 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 131,6	1 151,0	1,7%	1 257,3	9,2%	1 344,0	6,9%	Liczba akcji (mln)	8,1
EBITDA	166,5	158,8	-4,6%	181,3	14,1%	196,8	8,6%	MC (cena bieżąca)	1 462,0
marża EBITDA	14,7%	13,8%		14,4%		14,6%		EV (cena bieżąca)	1 380,8
EBIT	113,0	96,5	-14,6%	117,1	21,3%	130,7	11,7%	Free float	59,2%
Zysk netto	80,3	56,7	-29,3%	80,6	42,1%	95,3	18,2%		
P/E	18,2	25,8		18,1		15,3		Zmiana ceny: 1m	5,7%
P/CE	10,9	12,3		10,1		9,1		Zmiana ceny: 6m	19,8%
P/BV	1,9	1,7		1,6		1,6		Zmiana ceny: 12m	68,8%
EV/EBITDA	8,4	8,9		7,6		7,0		Min (52 tyg.)	106,5
DYield (%)	0,0	0,0		0,8		5,6		Max (52 tyg.)	190,0

Rok 2017 r. będzie okresem dobrych wyników w Comarchu. Zakładamy, że spółka wygeneruje wynik EBITDA rzędu 181,3 mln PLN (tj. +7,9% vs. konsensus Bloomberg), co implikuje 14,1% wzrostu R/R. Wysoki wynik to pochodna: (1) startu sprzedaży rozwiązań, na które spółka ponosiła znaczne nakłady na rozwój produktów takich jak Smart City, Smart Airport oraz rozwiązania e-Health; (2) wzrostu przychodów eksportowych, dzięki czemu udział Polski spadł do 40,9% w całości obrotów w 9M'16 (z 47,5% rok wcześniej); (3) korzystnej zmiany struktury sprzedaży w kierunku rozwiązań własnych (93,2% w 9M'16 vs. 87,3% w 9M'15). Z kolei wartość kontaktów dla administracji publicznej podpisana w 2016 r. jest wyższa niż w 2015 r., co oznacza powrót do wzrostów w segmencie publicznym, pomimo przedłużającego się rozdania projektów z dofinansowaniem z nowej perspektywy UE 2014-20. Comarch jest notowany na poziomie EV/EBITDA'17 = 7,6x, tj. z blisko 19% dyskontem do grupy porównywalnej, co nie jest uzasadnione patrząc na tempo wzrostu wyniku EBITDA (14,1% vs. 7,0% średnio w spółkach porównywalnych). Dodatkowo spodziewamy się, że Comarch w 2017 r. powróci do wypłacania dywidendy. Aktualizujemy nasz model finansowy po wynikach 3Q'16 (główne zmiany dotyczą mniejszych kosztów SG&A oraz niższego CAPEX-u). Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne kupuj, przy podwyższeniu ceny docelowej do poziomu 205,00 PLN.

Spadek CAPEX-u

Skorygowaliśmy poziom CAPEX-u dla 2017 r. z 105 mln PLN do 92 mln PLN oraz z 74 mln PLN do 63 mln PLN w 2018 r., ze względu na mniejsze inwestycje w projekty infrastrukturalne. Według Zarządu realizowane inwestycje w nieruchomości spełniają zapotrzebowanie na data centers oraz powierzchnie biurową Comarchu na kilka najbliższych lat. Pozwoli to na istotny wzrost generowanego przez spółkę FCF w ciągu dwóch lat: -11 mln PLN w 2016 vs. 87 mln PLN w 2018 r.

Potencjał dywidendowy

Istotny spadek nakładów inwestycyjnych na nieruchomości przy szybkim wzroście wyników i utrzymaniu wysokiej rentowności wyników finansowych pozwala na powrót do dywidendy. Zakładamy, że Comarch wypłaci 1,5 PLN na akcję z zysku 2016 r. (co odpowiada historycznemu poziomowi i implikuje DYield rzędu 0,8% vs. 2,3% spółki porównywalne). Sądzymy jednak, że Comarch może wypłacić dużo wyższą dywidendę patrząc na bardzo dobrą pozycję bilansową (68 mln PLN gotówki netto na koniec 2016 r.). Jeśli spółka wypłacałaby od 2017 r. całość FCF dla akcjonariuszy, DYield wyniósłby 2,4% w 2017 r. i wzrósłby do 7,1% w 2019 r.

Korzystna dywersyfikacja źródeł przychodów

Sprzedaż Comarchu jest zdywersyfikowana pod względem geografii (41% na rynku krajowym, 22% obrotu do krajów DACH, 37% do pozostałych krajów; w okresie 9M'16) oraz segmentów (24% TMT, 14% finanse, 17% handel i usługi, 12% przemysł, 7% public, 21% SME). Zdywersyfikowana sprzedaż to mniej ryzykowny profil ryzyka vs. polskie spółki IT.

Przemysł i metale

(mln PLN)	Przychody			EBITDA			Zysk netto		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Alumetal	1 309,0	1 578,6	1 593,4	117,3	126,7	136,2	90,8	85,8	94,7
Amica Wronki	2 561,1	2 642,6	2 714,9	211,0	215,3	224,7	122,5	126,7	134,5
Apator	848,9	861,7	896,1	115,4	131,3	139,7	56,8	71,0	78,5
Boryszew	5 983,1	6 048,6	6 166,3	422,1	410,5	392,0	149,9	150,1	143,7
Elemental	976,7	1 431,9	1 523,9	86,2	99,5	108,3	54,5	56,0	63,3
Ergis	693,6	721,3	750,2	59,9	63,2	65,8	24,4	24,9	26,6
Famur	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Forte	1 097,2	1 157,7	1 215,6	171,0	177,3	186,9	117,1	118,4	126,0
Kemel (mln USD)	1 988,5	2 404,4	2 558,2	347,2	373,9	359,9	225,2	260,3	241,5
Kęty	2 252,1	2 462,2	2 582,0	396,5	410,5	438,2	274,9	250,5	246,0
Kruszwica	2 269,4	2 236,4	2 281,1	123,2	118,2	125,6	78,2	69,4	76,0
Mangata (Zetkama)	572,0	591,5	606,0	79,3	96,2	98,6	44,8	59,5	63,1
Pfleiderer Group (mln EUR)	1 000,4	1 032,1	1 061,2	120,4	144,9	149,8	30,4	38,6	52,4
Tarczyński	625,0	699,6	738,5	46,5	51,2	52,3	11,3	14,6	15,8
Uniwhheels (mln EUR)	461,6	536,4	553,6	71,4	89,1	90,6	56,8	67,0	67,9
Vistal	446,9	485,9	496,7	39,6	41,3	47,3	12,6	12,7	17,7

Spółka	Pozycjonowanie		Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			DYield			P/(BV-goodwill)			'16 DN/EBITDA
	nowe	stare			'16P	'17P	'18P	'16P	'17P	'18P	'16P	'17P	'18P	'16P	'17P	'18P	
Alumetal	UW	UW	66,00	+7,5%	11,1	11,7	10,6	9,3	8,6	7,9	3,9%	4,5%	4,3%	2,3	2,1	1,9	0,7
Amica Wronki	N	N	186,00	-0,2%	11,8	11,4	10,8	7,7	7,5	7,1	2,2%	2,2%	2,6%	2,2	1,9	1,7	0,8
Apator	N	N	32,50	+8,7%	20,1	16,1	14,5	11,3	9,7	9,0	5,6%	3,7%	4,7%	3,4	3,3	3,0	1,0
Boryszew	UW	N	11,20	+39,8%	17,9	17,9	18,7	9,8	9,8	9,9	0,0%	1,4%	1,6%	2,7	2,5	2,2	1,6
Elemental	OW		3,81	+6,1%	11,9	11,6	10,3	8,5	8,2	7,2	0,0%	0,0%	0,0%	3,0	2,4	1,9	1,5
Ergis	OW	OW	6,37	+14,6%	10,3	10,1	9,4	6,3	6,0	5,6	2,5%	2,8%	3,8%	1,3	1,2	1,1	2,0
Famur			4,32	+1,6%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Forte	N	N	84,00	+10,5%	17,0	16,8	15,8	12,6	12,2	11,5	1,2%	1,2%	1,2%	4,4	4,6	4,9	0,9
Kemel	N	OW	76,75	+20,2%	6,9	5,7	6,3	5,1	4,4	4,2	1,3%	1,3%	3,4%	1,8	1,3	1,2	0,4
Kęty	N	N	416,80	+7,4%	14,3	15,7	16,0	11,0	10,9	10,1	4,3%	4,9%	4,8%	2,9	2,8	2,7	1,3
Kruszwica	UW	UW	59,50	+0,8%	17,5	19,7	18,0	10,3	10,5	9,8	18,1%	2,9%	3,8%	2,1	2,0	1,9	-1,0
Mangata (Zetkama)	N	N	112,90	+7,5%	16,8	12,7	11,9	10,5	8,2	7,7	0,0%	1,8%	3,2%	2,3	2,0	1,8	0,2
Pfleiderer Group	OW	OW	40,01	+8,4%	19,5	15,5	11,6	6,9	5,4	4,9	2,5%	3,6%	4,4%	1,6	1,8	2,0	1,3
Tarczyński	OW	OW	12,22	-1,2%	12,3	9,5	8,8	6,0	5,3	4,9	5,3%	4,1%	5,2%	0,9	0,9	0,8	2,6
Uniwhheels	OW	OW	236,00	+7,6%	11,9	10,2	10,2	10,1	8,0	8,1	3,0%	5,0%	4,9%	2,7	2,5	2,4	0,4
Vistal	N	N	9,00	+7,3%	10,2	10,1	7,2	9,9	9,5	8,0	2,8%	0,0%	2,0%	0,6	0,6	0,5	6,4
Mediana					12,3	11,7	10,8	9,8	8,2	7,9	2,5%	2,8%	3,8%	2,3	2,0	1,9	1,0

Źródło: Domu Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie

Alumetal

W 2017 roku szacujemy, że wolumen sprzedaży w Grupie Alumetal wzrośnie o 20% r/r do poziomu 198,9 tys. ton. Spółka od początku roku będzie się starać uplasować jak najwyższą sprzedaż nowego zakładu na Węgrzech, który rozpoczął działalność na przełomie 3Q/4Q'16. Niższe marże obserwowane na rynku w końcówce 2016 roku połączone z koniecznością wejścia na rynek z nowymi mocami produkcyjnymi powoduje, że Alumetal według naszych oczekiwań zanotuje w 2017 roku 10% spadek realizowanej EBITDA na każdej tonie produktu. Oczekujemy, spadkowej dynamiki rezultatów w 4Q'16 oraz 1Q'17. Zapowiedziane na 2017 rok inwestycje w zakładzie w Gorzycach (58,5 mln PLN) i chęć wypłaty dywidendy na poziomie około 50% zysku powodować będzie, że Alumetal na 2017 rok będzie notowany na wskaźniku EV/EBITDA powyżej 8,0x. Wzrost amortyzacji i spadek marży naszym zdaniem przełoży się na spadek wyniku netto w całym 2017 roku. W długim terminie Spółka może odczuć efekt substytucji silników spalinowych na elektryczne. Główne niemieckie koncerny (VW, Daimler, BMW) planują do 2020 roku sprzedawać nawet 20% samochodów z napędem elektrycznym. Jego konstrukcja wymaga użycia zdecydowanie mniejszej ilości aluminium niż w tradycyjnych silnikach spalinowych (zwykle 15-20 kg aluminium na silnik). Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie „niedoważaj” dla akcji Alumetal w portfelu.

Amica

W 2017 roku obroty Grupy Amica będą się znajdować pod presją niższego wzrostu dynamiki sprzedaży na rynkach Polski oraz Niemiec. Dodatkowo spadki sprzedaży w PLN mogą mieć miejsce na rynku Brytyjskim, co wynika z niższej wartości GBP do PLN. Po stronie kosztowej oczekujemy ujemnego wpływu rosnących cen stali (koszt stali to około 40-50 mln PLN w skali Grupy), plastików (efekt rosnących cen ropy) oraz kosztów pracy (wynagrodzenia personelu fizycznego to około 80 mln PLN w skali roku). Oczekujemy spadku wyników finansowych w 1Q'17. Podwyżki zapowiadane przez Spółkę naszym zdaniem znajdują odzwierciedlenie w wynikach dopiero począwszy od 2Q'17. W drugim półroczu pozytywnie na rezultaty będzie przekładać się otwarcie centralnego magazynu wysokiego składowania, co będzie miało wpływ na ograniczenie kosztów funkcjonowania. Naszym zdaniem w 2017 roku trzeba oczekiwać niewielkiej dynamiki poprawy rezultatów. Rynek może na początku roku spekulować, że osłabienie liry tureckiej może przekładać się na wzrost udziałów przez tamtejszych producentów (szczególnie w Europie Zachodniej i Rosji). Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie „równoważ” dla akcji Grupy Amica w portfelu.

Apator

W trzech pierwszych kwartałach 2017 roku Grupa Apator z dużym prawdopodobieństwem nie będzie już ponosić tak znaczących kosztów związanych z obsługą długoterminowych kontraktów dla energetyki. Poczynione w 3Q'16 rezerwy w spółce zależnej Apator Rector mają w opinii Zarządu ostatecznie rozwiązać problem spadku rentowności podmiotu. Oczekujemy, że w efekcie braku analogicznych do 2016 odpisów wynik EBITDA w 2017 roku wzrośnie o 14% r/r, a netto o 25% r/r. Apator w 2017 roku może stać się beneficjentem odbicia koniunktury na rynkach wschodnich. Przed 2014 roku Spółka generowała do 10% obrotów z partnerami z tego regionu. Z drugiej strony negatywnie na generowaną rentowność wpływa wzrost kosztów metali kolorowych, plastików oraz obserwowane osłabienie PLN do USD (około 30 mln PLN zakupów jest realizowane właśnie w tej walucie). Mimo oczekiwanej skali poprawy wyników Grupa Apator na 2017 rok notowana jest na wskaźnikach P/E 16,1x oraz EV/EBITDA 9,7x (na oczyszczonych o akcje własne 15,2x oraz 9,2x). Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie „równoważ” dla akcji Grupy Apator w portfelu.

Boryszew

Głównym zagrożeniem dla Grupy Boryszew w 2017 roku jest brak przedłużenia czasowych podwyżek cen produktów, jakie spółka otrzymała od swoich klientów (głównie Grupa VW) w 2016 roku. Zwykle tego typu zmiany cen miały charakter krótkookresowy (np. na trzy lata z obniżką o 33% w każdym roku działalności). Szacujemy, że całkowity wpływ podwyżek na wyniki 2016 roku wyniósł ponad 12 mln EUR, co miało przełożenie na wyższą rentowność generowaną w segmencie Automotive. W 2017 roku oczekujemy, że wynik EBITDA Grupy Boryszew spadnie o 3% r/r do 410 mln PLN. Oczekujemy natomiast utrzymania wysokich wyników w Grupie Impexmetal, która korzysta ze wzrostu rezultatów w segmencie blach aluminiowych. Obecnie Grupa Boryszew notowana jest z 50-70% premią na wskaźnikach P/E'16-17 oraz EV/EBITDA'16-17. Obniżamy nasze pozycjonowanie do „niedoważaj” z „równoważ” dla akcji Grupy Boryszew w portfelu.

Kruszwica

W 2017 roku oczekujemy, że wolumen sprzedaży Grupy wyniesie 948 tys. ton i będzie porównywalny z 2016 rokiem. Negatywnie na realizowane marże wpływać będą niższe już drugi rok z rzędu zbiory rzepaku w Europie i Polsce. W efekcie oczekujemy, że oczyszczona EBITDA na tonę spadnie o 4% r/r, co przełoży się na zbliżony spadek wyniku EBITDA r/r oraz około 11% r/r spadek wyniku netto. Obserwowane na przełomie 2016/2017 roku wyraźne spadki temperatur w Europie przy małej pokrywie śnieżnej mogą kolejny rok wpłynąć na straty w zbiorach rzepaku. Wówczas perspektywy 2018 roku powodowałyby ryzyko dalszego obniżenia całorocznych prognoz. Naszym zdaniem, po wypłacie wysokiej dywidendy w 2016 roku (10,78 PLN/akcja) w kolejnym 2017 roku wypłaci 50% osiągniętego wyniku netto z 2016 roku (1,70 PLN akcja). Tym samym oczekujemy, że proporcja wypłacanej dywidendy powróci do poziomu z lat 2014-2015. Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie „niedoważaj” dla akcji Grupy Kruszwica w portfelu.

Elemental

Udane przejęcie trzech podmiotów w zakresie zbiórki płytek PCB oraz zużytych katalizatorów, rozpoczęcie pracy inwestycji w linie samplingowe oraz wzrost cen metali przełoży się naszym zdaniem na 47% wzrost r/r generowanych obrotów Grupy Elemental w 2017 roku. W efekcie akwizycji skonsolidowana EBITDA grupy może wzrosnąć o 22% do poziomu około 90 mln PLN. Spółka w 2017 roku prawdopodobnie utraci możliwość optymalizacji podatkowej w ramach funduszy FIZ. W efekcie naszym zdaniem wynik netto wzrośnie w niższym tempie co EBITDA (+2,7% r/r). Elemental w 2017 roku może zintensyfikować współpracę ze strategicznymi partnerami z Japonii, co przełożyłoby się na wspólne inwestycje w piece plazmowe do przetopu katalizatorów i płytek PCB w Europie. Zacieśnienie współpracy mogłoby naszym zdaniem prowadzić do zaangażowania kapitałowego ze strony japońskich partnerów w akcjonariacie Elemental. Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie „przeważaj” dla akcji Grupy Elemental w portfelu.

Ergis

W 2017 roku Grupa Ergis korzystać będzie ze wzrostu konsumpcji na terenie kraju oraz w Europie Zachodniej. Grupa swoje wyroby sprzedaje do producentów żywności, logistyki (strech do pakowania pallet) oraz budownictwa. Ogólny wzrost tempa wzrostu PKB pozytywnie przekładać się będzie na popyt na oferowane produkty. Dodatkowym czynnikiem wspierającym będzie rozpoczęcie produkcji nowej linii produkcji folii nano w 2H'17 (obecnie bardzo marżowy produkt w Grupie). Ergis obecnie jest notowany z wyraźnymi dyskontami do innych spółek przemysłowych notowanych na Warszawskiej giełdzie. Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie „przeważaj” dla akcji Grupy Ergis w portfelu.

Forte

Po wyraźnym wzroście wyników w 2016 roku naszym zdaniem w 2017 roku Forte ponownie będzie się musiało zmierzyć z wysokim wykorzystaniem mocy produkcyjnych. Oczekujemy, że w 2017 roku skonsolidowane przychody ze sprzedaży wzrosną o 6% r/r po 15% wzroście rok wcześniej. Spółka będzie się musiała zmierzyć z wyższą ceną płyty drewnopochodnej (efekt umocnienia RUB i mniejszego importu płyty ze wschodu) oraz prawdopodobnej presji na płace ze strony pracowników. W rezultacie oczekujemy spadku marży EBITDA w 2017 roku oraz niewielkiej poprawy wyników operacyjnych w ujęciu r/r. Oczekujemy, że nakłady kapitałowe w 2017 i 2018 roku utrzymają się na poziomie około 100 mln PLN w związku z realizacją inwestycji w piątą zakład produkcyjny oraz fabrykę wytwarzania płyty drewnopochodnej. Oczekujemy, że w związku z programem inwestycyjnym wartość wypłacanej dywidendy na akcje wyniesie analogiczne jak w 2016 roku 1 PLN (zarówno w 2017 roku jak i 2018 roku). Oczekujemy, że wskaźnik EV/EBITDA w przypadku Forte będzie się utrzymywał na poziomie ponad 10x zarówno w 2017 jak i 2018 roku. Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie „neutralnie” dla akcji Grupy Forte w portfelu.

Pfleiderer

W 2017 roku Grupa Pfleiderer nie powinna już ponosić żadnych odpisów związanych z integracją Grupy, co implikuje, że wyniki mogłyby ulec poprawie o około 30 mln EUR. Spółce sprzyja obserwowane umocnienie RUB oraz ożywienie popytu na rynkach wschodnich. W efekcie w 2017 roku prawdopodobnie nie będzie tak znaczącego importu tańszej płyty drewnopochodnej z Rosji, Białorusi i Ukrainy. Rozpoczęta w końcu 2016 roku restrukturyzacja zadłużenia Grupy naszym zdaniem w ciągu dwóch lat przekładać się będzie na oszczędności na koszcie obsługi długu około 18 mln EUR rocznie. Bez większych inwestycji w dalszy rozwój Grupy wskaźnik FCF/EV w kolejnych dwóch latach wynosić będzie ponad 10%, co implikuje, że w perspektywie kilku lat wskaźnik wypłacanej dywidendy wzrośnie według naszych prognoz do poziomu 6-7%. Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie „przeważaj” dla akcji Grupy Pfleiderer w portfelu.

Tarczyński

W 2017 roku Grupa Tarczyński będzie beneficjentem rozpoczęcia pracy z siecią sklepów Biedronka, co naszym zdaniem przełoży się na 10% r/r wzrost wolumenów sprzedaży. Tarczyński dostarczać będzie do sieci Biedronka swoje produkty podsuszane (kabanosy), które charakteryzują się wyższą marżą w portfolio. Oczekujemy, że brak analogicznych jak w wakacje 2016 roku dynamicznych wzrostów cen mięsa przełoży się na 10% wzrost wartości EBITDA Grupy i 29% r/r wzrost wyniku netto. Naszym zdaniem Spółka w 2017 roku może wypłacić dywidendę na poziomie 0,50 PLN/akcja (4,0% DYield), co pozwoli na obniżenie wskaźnika długu netto do EBITDA na koniec 2017 roku do poziomu 2,6x. Obecnie Tarczyński notowany jest na 2017 roku na wskaźnikach P/E'17 9,6x oraz EV/EBITDA'17 5,3x. Poziomy te implikują dwucyfrowe dyskonta do innych przetwórców żywności. Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie „przeważaj” dla akcji Grupy Tarczyński w portfelu.

Vistal

Mimo rekordowego portfela zamówień Grupy Vistal (462 mln PLN na koniec 3Q'16) naszym zdaniem rentowność EBITDA Spółki spadnie w 2017 roku, co przełoży się na jedynie 4% r/r wzrost EBITDA i jedynie 1% r/r wzrost wyniku netto. Spadek rentowności wynika z większej ilości wykonywanych zleceń w ramach niższej marżowej infrastruktury i budownictwa kosztem bardziej rentownego Marine&Offshore. Według naszych prognoz w 2016 i 2017 roku dług netto w relacji do EBITDA będzie utrzymywał się na poziomie powyżej 6,0x. Według naszych kalkulacji Spółka na koniec 2016 roku może napotkać trudności ze spełnieniem kowenantu na umowie kredytowej z ING Bank Śląski (5,0x Dług netto / EBITDA; 55 mln PLN), co może skutkować dodatkowymi kosztami finansowymi (waiver). Według nas wysokie, utrzymujące się zadłużenie nie pozwoli również Zarządowi na wypłatę dywidendy z zysku za 2016 rok. Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie „neutralnie” dla akcji Grupy Elemental w portfelu.

Kernel		trzymaj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 76,75 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27					
		Cena docelowa: 73,90 PLN							
(mln USD)	2014/15	2015/16	zmiana	2016/17P	zmiana	2017/18P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 329,5	1 988,5	-14,6%	2 404,4	20,9%	2 558,2	6,4%	Liczba akcji (mln)	79,7
EBITDA	396,6	347,2	-12,4%	373,9	7,7%	359,9	-3,7%	MC (cena bieżąca)	6 115,7
marża EBITDA	17,0%	17,5%		15,5%		14,1%		EV (cena bieżąca)	6 267,8
EBIT	328,3	287,2	-12,5%	308,1	7,3%	293,0	-4,9%	Free float	59,8%
Zysk netto	106,9	225,2	110,6%	260,3	15,6%	241,5	-7,2%		
P/E	14,1	6,7		5,8		6,2		Zmiana ceny: 1m	21,1%
P/CE	8,6	5,3		4,6		4,9		Zmiana ceny: 6m	25,6%
P/BV	1,7	1,5		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	72,9%
EV/EBITDA	4,0	4,5		4,1		4,2		Min (52 tyg.)	43,5
DYield (%)	1,3	1,3		1,3		3,5		Max (52 tyg.)	76,8

Wyższe o 12% r/r plony zbóż w Grupie Kernel w 2016 roku naszym zdaniem pozwolą w sezonie 2016/17 na utrzymanie wysokich wyników w segmencie produkcji rolnej (150 mln USD EBITDA). Dodatkowo, wyższe o 17,2% r/r zbiory słonecznika, przy nowych mocach produkcyjnych jakie włączono w ubiegłym roku, przełożą się na stabilizację marży na tłoczeniu słonecznika przy wyższych wolumenach produkcji. Zakładamy, że w efekcie wzrostu przerobu słonecznika w Grupie Kernel o 8% r/r i przejściu tłoczni od Creative Group (550 tys. ton ziarna rocznie) w sezonie 2016/17 EBITDA segmentu produkcji oleju luzem i butelkowanego wzrośnie o 30% r/r. Kernel kończy 2015/16 rok z zadłużeniem netto do EBITDA na poziomie 0,8x, co pozwala mu na dalszą konsolidację rynku produkcji oleju na Ukrainie oraz rozbudowę potencjału eksportowego i produkcyjnego zbóż. Alternatywnie, spółka w perspektywie dwóch kolejnych lat jest w stanie zwiększyć wielkość wypłacanej dywidendy, w wyniku czego według naszych prognoz wzrosłaby stopa wypłacanej dywidendy. Podwyższamy nieznacznie naszą prognozę wyniku netto na 2017 i 2018 roku (z uwagi na niższą amortyzację) oraz podwyższamy cenę docelową z 64,60 PLN/akcja do 73,90 PLN/akcja. Z uwagi na dynamiczny wzrost kursu akcji obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Wyższe zasiewy słonecznika i rekordowa rentowność uprawy

W 2016 roku zasiew słonecznikiem na Ukrainie zwiększył się o 15,4% do 5,89 mln ha. Wzrost zainteresowania uprawą słonecznika, to efekt niskiej kapitałochłonności uprawy oraz rekordowej rentowności uprawy, która w ubiegłym roku sięgnęła 80% (najwyżej od 2010 roku). Zeszłoroczne zbiory uprawy wzrosną do poziomu około 13,1 mln ton (choć prognozy Ukroliyaprom z końca X'16 mówią nawet o wielkościach 13,5-14 mln ton).

Podaż i popyt na słonecznik podobna jak w poprzednim roku

Szacujemy, że w sezonie 2016/2017 obłożenie dostępnych mocy produkcyjnych na Ukrainie wyniesie około 71%, wobec 70% rok wcześniej. Mimo wyższej dostępności ziarna nie oczekujemy, aby marże na tłoczeniu słonecznika znacząco wzrosły względem poziomów zanotowanych w ubiegłym roku. Oczekujemy natomiast nieznacznego wzrostu generowanej EBITDA na każdej tonie słonecznika w Grupie Kernel, w efekcie przejścia tłoczni o mocach 560 tys. ton w lutym 2016 roku od Creative Group (wcześniej obiekt użytkowany na zasadzie tolling agreement).

Brak zwrotu VAT dla eksporterów w 2017 roku

Najprawdopodobniej w 2017 roku zwrot VAT dla producentów i eksporterów zbóż nie będzie już obowiązywał (nasz scenariusz bazowy). Szacujemy, że w efekcie braku zwrotu VAT dla eksporterów zbóż segment handlu zbożem w 2016/2017 roku zanotuje spadek EBITDA generowanej na każdej tonie handlowanych płodów. Zakładamy, że brak zwrotu nadpłaconego VAT dla eksporterów przełoży się na spadek wyniku EBITDA Grupy w 2018 roku w segmencie produkcji rolnej.

Planowana emisja obligacji

Kernel Holding w końcu 2016 roku poinformował o rozpoczęciu rozmów z inwestorami w Europie i Stanach Zjednoczonych w sprawie potencjalnej emisji 5-letnich obligacji denominowanych w dolarach amerykańskich - podała spółka w komunikacie. Jak poinformował Kernel, obligacje powinny uzyskać rating "B+" w przypadku agencji Fitch oraz rating "B" w przypadku S&P. Emisja obligacji pozwoli na pozyskanie długoterminowego finansowania, które może być przeznaczone na przejścia i dalszą konsolidację branży. Oprocentowanie obligacji zostało ustalone na poziomie 8,75%. Obligacje wyemitowane w USD (wartość 500 mln USD) zapadają w styczniu 2022.

Kęty
trzymaj

Analitik: Jakub Szkopek		Cena bieżąca: 416,80 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27					
		Cena docelowa: 387,90 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 027,1	2 252,1	11,1%	2 462,2	9,3%	2 582,0	4,9%	Liczba akcji (mln)	9,5
EBITDA	336,2	396,5	18,0%	410,5	3,5%	438,2	6,7%	MC (cena bieżąca)	3 940,3
marża EBITDA	16,6%	17,6%		16,7%		17,0%		EV (cena bieżąca)	4 455,0
EBIT	244,4	290,0	18,6%	290,1	0,0%	317,0	9,3%	Free float	28,1%
Zysk netto	209,8	274,9	31,0%	250,5	-8,9%	246,0	-1,8%		
P/E	18,8	14,3		15,7		16,0		Zmiana ceny: 1m	8,5%
P/CE	13,1	10,3		10,6		10,7		Zmiana ceny: 6m	24,0%
P/BV	3,1	2,8		2,7		2,6		Zmiana ceny: 12m	52,1%
EV/EBITDA	12,4	11,0		10,9		10,1		Min (52 tyg.)	274,0
DYield (%)	3,5	4,3		4,9		4,8		Max (52 tyg.)	416,8

Wyższe ceny zakupu aluminium oraz presja na płace naszym zdaniem spowoduje, że w 2017 roku Grupa Kęty zanotuje jedynie 3,5% wzrost skonsolidowanego wyniku EBITDA. Oczekujemy, że koszt zakupu aluminium wzrośnie w 2017 roku o około 5% (+30 mln PLN), a średnia płaca w Grupie o 4% r/r (+12,5 mln PLN). Spółka na początku roku (II'17) przedstawi aktualizację strategii do 2020 roku. Do tego czasu powinien utrzymywać się pozytywny sentyment do akcji Spółki. Wyższe koszty zakupu aluminium, presja na płacę oraz rozpoczęcie produkcji w nowej fabryce w Oświęcimiu naszym zdaniem spowoduje, że Grupie trudno będzie notować pozytywną dynamikę rezultatów w IH'17. Oczekujemy, że w 2017 roku Grupa Kęty wypłaci 70% wyniku netto osiągniętego w 2016 roku, co daje 20,40 PLN na akcję (4,9% DYield). Zagrożeniem dla dywidendy jest potencjalna akwizycja, która mogłaby wpłynąć na mniejszą wypłatę na poczet wydatków inwestycyjnych. Podwyższamy naszą cenę docelową dla Grupy Kęty z 277,80 PLN do 387,90 PLN oraz pozostawiamy rekomendację trzymaj.

Wyższe ceny aluminium, prawdopodobna presja na płacę

W 2016 roku średnia cena aluminium powiększona o premie producencką w PLN była o 0,6% r/r. W 2017 roku słaba wartość PLN do USD oraz wyższa cena surowca przełoży się na 5% wzrost kosztów związany z zakupem podstawowego materiału do produkcji. O ile wzrost ceny zostanie prawdopodobnie całkowicie przesunięty na klientów w segmencie wyrobów wyciskanych, to w systemach aluminiowych stanowi on około 30% kosztów wytworzenia i aby zrekompensować wzrost kosztów Grupa Kęty będzie zmuszona do podnoszenia cen od początku roku.

Oczekujemy, że Grupa Kęty podobnie jak inne spółki przemysłowe w większym stopniu niż w 2016 roku odczuwać będzie presję na płacę ze strony pracowników. W naszych prognozach zakładamy, że średnia płaca w Grupie w 2017 roku wzrośnie o 4% r/r, co powodować będzie wzrost kosztów zatrudnienia o 12,5 mln PLN w skali Grupy.

Start nowego zakładu produkującego opakowania giętkie

Na początku 2017 roku pracę rozpoczął zakład produkcji i uszlachetniania folii z tworzyw sztucznych oraz narzędzi wykorzystywanych w procesie druku opakowań giętkich w Oświęcimiu. Inwestycja, która pochłonęła 150 mln PLN została wybudowana w Krakowskiej Specjalnej Strefie. Potencjał zakładu, to 150-200 mln PLN obrotu rocznie. W pierwszym roku działalności w związku z niepełnym wykorzystaniem mocy produkcyjnych nowa inwestycja prawdopodobnie nie będzie jeszcze pozytywnie kontrybuować do wyników całej Grupy.

Rewizja założeń strategii

W związku z wyprzedzeniem realizacji założeń strategii do 2020 roku Zarząd Grupy Kęty na początku 2017 roku rozważy alternatywne drogi rozwoju dla Grupy. Aktualizacja strategii zaprezentowana zostanie przy okazji publikacji całorocznych prognoz Zarządu na 2017 rok (luty 2017). Według wcześniejszych zapowiedzi Spółka rozważa rozwój kolejnej nogi biznesu przez wzrost organiczny lub akwizycję. Pod uwagę brana jest również koncepcja przejęcia aktywów w celu zwiększenia bieżącego potencjału sprzedażowego oraz produkcyjnego.

Dywidenda wyższa r/r o ile nie będzie akwizycji

Oczekujemy, że w 2017 roku Grupa Kęty wypłaci 70% wyniku netto osiągniętego w 2016 roku, co daje 20,40 PLN na akcję (4,9% DYield). Zagrożeniem dla dywidendy jest potencjalna akwizycja, która mogłaby wpłynąć na mniejszą wypłatę na poczet wydatków inwestycyjnych. Według naszych szacunków wskaźnik długu netto do EBITDA na koniec 2016 roku wyniesie 1,3x oraz 1,1x na koniec 2017 roku. Warto naszym zdaniem zauważyć, że wyższe dywidendy w trzech ostatnich latach oraz program inwestycyjny wpłynął na zwiększenie długu netto z 169 mln PLN (koniec 2014) do 439 mln PLN (koniec 2016 roku).

Akcjonariat nie straszy tak bardzo jak w 2016 roku

Wysokie zaangażowanie OFE w akcjonariacie Grupy Kęty po deklaracjach Rządu odnośnie kierunków reformy systemu emerytalnego nie będzie już prawdopodobnie wpływać negatywnie na wycenę.

KGHM		akumuluj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		122,05 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		128,64 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	20 008,0	18 233,6	-8,9%	20 739,1	13,7%	20 781,1	0,2%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	1 789,0	4 128,5	130,8%	5 832,3	41,3%	5 896,7	1,1%	MC (cena bieżąca)	24 410,0
marża EBITDA	8,9%	22,6%		28,1%		28,4%		EV (cena bieżąca)	31 952,0
EBIT	-154,0	2 458,1		4 065,9	65,4%	4 085,0	0,5%	Free float	68,2%
Zysk netto	-5 012,0	1 117,7		2 885,8	158,2%	2 901,2	0,5%		
P/E		21,8		8,5		8,4		Zmiana ceny: 1m	32,7%
P/CE		8,8		5,2		5,2		Zmiana ceny: 6m	54,6%
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	117,9%
EV/EBITDA	17,4	8,0		5,5		5,2		Min (52 tyg.)	56,0
DYield (%)	3,3	3,3		3,3		4,7		Max (52 tyg.)	122,7

Dwucyfrowy spadek inwestycji w globalnym górnictwie w latach 2013-2015 przełożył się na niższą dynamikę wzrostu produkcji miedzi w końcówce 2015 i w 2016 roku. W efekcie rynek miedzi w okolicach lata 2016 roku znalazł się w deficycie, co przy wysokich wolumenach importu koncentratu do Chin przełożyło się na wzrost notowań surowca. Oczekujemy, że ceny miedzi w 2017 roku będą beneficjentem prawdopodobnego dalszego ożywienia na rynku mieszkaniowym w Chinach, który korzysta na ostatnim lokalnym luzowaniu polityki pieniężnej, jakie miało miejsce w II'16 oraz w okresie wakacyjnym. Rynek mieszkaniowy w Chinach reaguje z około 3-4 kwartalnym opóźnieniem na zmiany wolumenu nowych kredytów, a ostatnia taka stymulacja z 2009 roku przeżyła się na wyraźny wzrost dynamiki budowanej powierzchni mieszkalnej w 2010 i 2011 roku. W perspektywie 1H'17 pozytywnie na notowania miedzi naszym zdaniem mogą wpływać dobre dane z gospodarki chińskiej, w szczególności jeśli chodzi o dynamikę PKB. Historycznie ten był bardzo mocno skorelowany ze wskaźnikiem PPI, który w ostatnim czasie istotnie odreagował. Grupa KGHM w 2017 roku po raz pierwszy od trzech lat może zaraportować pozytywny FCF, co wpływać będzie na „odlewarowanie” bilansu oraz zwiększy szanse zwiększenie dywidendy w kolejnych latach. Podwyższamy naszą cenę docelową ze 121,08 PLN/akcja do 128,64 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Import do Chin w górę, a produkcja w Chile i Peru w dół

Chiny w I-XI'16 zwiększyły import koncentratu miedzi o 30% r/r, a katody o 5% r/r. W tym samym czasie Chile i Peru obniżyły produkcję miedzi o odpowiednio 1,1% r/r oraz 4,2% r/r. Argumentem do wzrostu importu miedzi do Chin były bardzo dobre dane odnośnie rejestracji samochodów osobowych (listopad był rekordowy w historii kraju pod względem wolumenu sprzedaży) oraz utrzymujące się dobre dane z rynku nieruchomości (dalsze wzrosty cen domów w Chinach). Spadek inwestycji w ostatnich trzech latach powoduje, że kopalnie prawdopodobnie nie zdołają zaspokoić rosnącemu popytowi z Azji. Kluczowy naszym zdaniem dla podtrzymania rosnącego popytu będzie rynek nieruchomości, który wspierany jest przez rosnące wolumeny udzielanych kredytów. Lokalny Rząd prawdopodobnie będzie chciał podtrzymać dobrą koniunkturę do „zjazdu partii”, jaki będzie miał miejsce po wakacjach 2017 roku.

Możliwe spadki wolumenu eksportu miedzi przez strajki

Na początku roku związki zawodowe kopalni w Chile negocjują wartość wynagrodzeń na 2017 rok. Istnieje prawdopodobieństwo krótkoterminowego wzrostu wynagrodzeń w największej na świecie kopalni Escondida. Jak dotąd nie osiągnięto porozumienia w sprawie tegorocznego funduszu płac. Jeśli pracownicy innych kopalni miedzi w Chile dołączą do roszczeń to może to się wiązać ze spadkiem wolumenów eksportu miedzi i wzrostu cen.

W 2017 FCF na plusie – perspektywa oddłużania spółki

Według naszych szacunków w 2017 roku, po raz pierwszy od 3 lat, KGHM zanotuje pozytywny przepływ gotówki (FCF), co przekładać się będzie na spadek zadłużenia netto. Oczekujemy, że wartość wskaźnika długu netto do EBITDA na koniec 2016 roku wyniesie 2,0x. W kolejnych latach spadek zadłużenia Grupy powinien zachęcać Zarząd do zwiększenia proporcji wypłacanej dywidendy z zysku. Naszym zdaniem KGHM w 2017 roku będzie w stanie wypłacić 4,00 PLN dywidendy na akcję, a w 2018 roku wartość ta wzrośnie do 5,77 PLN na akcję.

Zagrożenia dla cen miedzi tylko w krótkim terminie

O ile jesteśmy pozytywni na kształtowanie się cen miedzi w średnim terminie, to postrzegamy zagrożenia w krótkiej perspektywie z uwagi na utrzymującą się wysoką ilość długich pozycji na rynku terminowym (graczy finansowych) oraz ryzyka spadku notowań walut krajów wschodzących (wysoka korelacja z rynkiem miedzi). Zagrożeniem jest również prawdopodobny wzrost zapasów w związku z Chińskim Nowym Rokiem. Dwutygodniowa przerwa z okazji święta przypada w terminie 20 I – 6 II'17.

Ujemny wynik na zabezpieczeniach w 4Q'16 i odpisy księgowe w KGHM International

Według naszych szacunków umocnienie USD do PLN oraz wzrosty cen miedzi przełożą się w 4Q'16 negatywnie na wynik na transakcjach zabezpieczających na kwotę -135 mln PLN. Spółka zapowiedziała również chęć przeprowadzenia testów na utratę wartości aktywów w KGHM International. Szacujemy, że ta mogłaby wynieść około 200 mln PLN, ale zależeć będą od długoterminowych założeń cen, jakie Zarząd zaaplikuje do modelu.

Stelmet								akumuluj	
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		32,30 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		33,80 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	572,8	556,0	-2,9%	599,0	7,7%	643,7	7,5%	Liczba akcji (mln)	29,4
EBITDA	78,7	92,4	17,5%	105,2	13,8%	121,9	15,8%	MC (cena bieżąca)	948,5
marża EBITDA	13,7%	16,6%		17,6%		18,9%		EV (cena bieżąca)	1 137,2
EBIT	58,6	72,1	23,1%	67,7	-6,1%	84,5	24,8%	Free float	80,0%
Zysk netto	64,7	62,0	-4,1%	57,3	-7,6%	73,4	28,1%		
P/E	13,9	14,5		16,6		12,9		Zmiana ceny: 1m	4,5%
P/CE	10,6	10,9		10,0		8,6		Zmiana ceny: 6m	4,2%
P/BV	2,7	2,4		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m	4,2%
EV/EBITDA	13,4	12,2		10,8		8,6		Min (52 tyg.)	30,0
DYield (%)	3,3	0,9		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	32,5

Według naszych szacunków przychody ze sprzedaży Stelmet wzrosną w 2017 roku o 8%, głównie za sprawą realizacji inwestycji w największy w Polsce zakład produkcji architektury ogrodowej (w Grudziądzu). W efekcie moce produkcyjne Grupy wzrosną o 60% r/r, a Spółka progresywnie zastępować będzie „drogą” produkcję w Wielkiej Brytanii „tańszą” w nowej lokalizacji. Zakładamy również, że Stelmet skorzysta z prawdopodobnie niższych cen zakupu surowca drzewnego, gdyż pula sprzedaży Lasów Państwowych może w 2017 roku wzrosnąć o około 5% r/r. Wzrost potencjału produkcyjnego oraz możliwe w trakcie roku zagraniczne przejęcia przelożą się naszym zdaniem na umocnienie pozycji lidera Spółki na Europejskim rynku architektury ogrodowej. Podwyższamy naszą cenę docelową z 33,40 PLN/akcja do 33,80 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Inwestycja w Grudziądzu już w 4Q'16

Zarząd Stelmet szacuje, że do końca 2024/25 roku uda się wypełnić nowe moce produkcyjne (200 tys. m³ architektury ogrodowej rocznie) w wybudowanym zakładzie w Grudziądzu. Docelowo nowa lokalizacja zastąpi mniej efektywną produkcję w Wielkiej Brytanii (Grange Fencing), co według naszych szacunków z uwagi na niższe koszty pracy przyniesie oszczędności rzędu 15-20 mln PLN rocznie. Nowy zakład jest najnowocześniejszy w Europie i będzie o około 15% bardziej efektywny w użyciu drewna niż pozostałe zakłady w Grupie (około 40% kosztów produkcji).

Dalsza budowa przewagi nad krajowymi konkurentami

Grupa Stelmet posiada istotnie wyższe niż krajowa konkurencja moce produkcyjne (największy w Polsce konkurent – Martyna – jest 6x mniejszy pod względem mocy, a pięciu największych konkurentów posiada moce

odpowiadające 50% tym, jakimi po rozbudowie dysponować będzie Grupa Stelmet). Zwiększenie obłożenia mocy produkcyjnych w Grudziądzu prowadzić naszym zdaniem będzie do jeszcze wyraźniejszego umocnienia pozycji Grupy na tle krajowej konkurencji. Wyraźnie wyższy niż u pozostałych graczy wolumen sprzedaży pozwala Grupie znacznie efektywniej zarządzać dystrybucją gotowych produktów oraz optymalizować procesy produkcyjne. Spółka dodatkowo, dzięki sprzedaży bezpośrednio do sieci DIY osiąga wyższe marże i jest w stanie lepiej zarządzać kapitałem obrotowym.

Możliwe inwestycje w produkcję pelletu i kogenerację

Według nas w przypadku braku powodzenia akwizycji zagranicznego podmiotu Zarząd Stelmet może w 2017 roku podjąć decyzję o inwestycji w zakład produkcji pelletu oraz jednostki kogeneracyjnej w Grudziądzu. Naszym zdaniem inwestycja na około 100 mln PLN przelożyłaby się na podniesienie wartości sprzedawanego produktu ubocznego oraz zwiększenie marży na produkcji zakładu w Grudziądzu. Niewykluczone, że nowa inwestycja podobnie, jak nowo wybudowany zakład znalazłaby się w Specjalnej Strefie Ekonomicznej, co umożliwiłoby odzyskanie części poniesionych wydatków w postaci przyszłych zwolnień podatkowych.

Sprzyjający kurs EUR/PLN i stabilizacja na GBP

Obecnie obserwowana słaba wartość PLN do EUR może naszym zdaniem przelożyć się na utrzymanie wysokiej rentowności na eksporcie w krajach Europy Zachodniej. Niższy kurs GBP do PLN spółka będzie prawdopodobnie rekompensować podwyżkami cen produktów na rynku brytyjskim. Słaby kurs funta może naszym zdaniem spowodować, że część Brytyjczyków zmuszona będzie spędzić czas wolny we własnych domach, co historycznie przekładało się na większe zainteresowanie zakupem

UNI WHEELS		akumuluj							
Analityk: Jakub Szkopek		Cena bieżąca:		236,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		258,00 PLN					
(mln EUR)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	436,5	461,6	5,7%	536,4	16,2%	553,6	3,2%	Liczba akcji (mln)	12,5
EBITDA	58,7	71,4	21,7%	89,1	24,8%	90,6	1,7%	MC (cena bieżąca)	2 945,3
marża EBITDA	13,4%	15,5%		16,6%		16,4%		EV (cena bieżąca)	3 111,9
EBIT	43,9	55,4	26,2%	68,8	24,2%	69,9	1,5%	Free float	38,7%
Zysk netto	40,7	56,8	39,6%	67,0	17,9%	67,9	1,4%		
P/E	16,7	11,9		10,1		10,0		Zmiana ceny: 1m	7,5%
P/CE	12,2	9,3		7,8		7,6		Zmiana ceny: 6m	47,6%
P/BV	3,4	2,7		2,5		2,3		Zmiana ceny: 12m	93,4%
EV/EBITDA	11,7	10,1		8,0		8,1		Min (52 tyg.)	120,7
DYield (%)	1,5	3,0		5,1		5,0		Max (52 tyg.)	236,0

Uruchomienie nowych mocy produkcyjnych w Nowym Zakładzie w Stalowej Woli przełoży się naszym zdaniem na 18% r/r wzrost skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży w 2017 roku. Brak analogicznych, co w 2016 roku kosztów rozruchu zakładu (około 3-4 mln EUR) oraz znacznie marżowa i kompleksowa produkcja nowych linii produkcyjnych przełoży się na 27,9% r/r wzrost wyniku EBITDA. Brak zaplanowanych istotnych inwestycji w 2017 roku może naszym zdaniem zachęcić Zarząd do tymczasowego zwiększenia proporcji wypłacanej dywidendy z zysku. Według naszych szacunków wskaźnik długu netto do EBITDA na koniec 2016 roku wyniesie jedynie 0,7x. Naszym zdaniem wartość DPS mogłaby znaleźć się w przedziale 2,18-4,36 EUR/akcja, co w najoptimistyczniejszym scenariuszu dawałoby DYield na poziomie około 10%. Podwyższamy nieznacznie w górę nasze prognozy wyników na 2016 i 2017 roku oraz cenę docelową z 224,20 PLN/akcja do 258,00 PLN na akcję. Bez zmian pozostawiamy nasze zalecenie akumuluj.

Możliwa decyzja o dalszym rozwoju Grupy po 2017 roku

W drugiej połowie IX'16 Uniwheels opublikował strategię Spółki do 2022 roku, w której zakłada docelowy wzrost sprzedaży do ponad 700 mln EUR (+60% vs. 2015 rok). Zakłada ona, że docelowe moce produkcyjne wzrosną do ponad 14 mln felg (obecnie 10 mln felg). Zarząd planuje kolejną inwestycję w nowej lokalizacji (rozważane są Meksyk, Serbia, Rumunia i Bułgaria) o mocach 2 mln felg. Naszym zdaniem budowa nowego zakładu może pochłonąć około 100 mln EUR, a decyzja o jej rozpoczęciu może zostać podjęta w 2017 roku. Nie zakładamy jednak, aby znaczące wydatki inwestycyjne na ten cel mogły się jeszcze zmaterializować w bieżącym roku.

Przedłużenie obowiązywania ceł importowych Chin na kolejne 5 lat

Unia Europejska przedłużyła 22,3% cła na import aluminiowych felg z Chin na kolejne 5 lat

Decyzja o zmianie właściciela w 2017 roku?

Spółka w IX'16 poinformowała w komunikacie bieżącym o otrzymaniu informacji od głównego akcjonariusza (Uniwheels Holding Ltd Malta) o możliwości sprzedaży przez niego części bądź całości posiadanych akcji. Naszym zdaniem najprostszym wariantem zredukowania posiadanego udziału przez Uniwheels Holding Ltd Malta jest sprzedaż pakietu 11,29% akcji redukującego zaangażowanie do 50%. Trudniejsza i bardziej czasochłonna ze względu na konieczność przeprowadzenia due diligence będzie prawdopodobnie sprzedaż akcji do inwestora strategicznego. Wraz ze sprzedażą części pakietu właściciela prawdopodobnie wzrosłaby waga Uniwheels w indeksie MIDWIG (obecnie 1,49%) oraz stworzyłoby to szanse na wejście do indeksów MSCI. Sprzedaż pakietu kontrolnego do inwestora strategicznego wiązałoby się według prawa niemieckiego z obowiązkiem przeprowadzenia wezwania na 100% akcji. Graniczną wartością jest tutaj poziom 30%, powyżej którego kupujący pakiet musi wezwać na pozostałe 70% akcji.

Wzrost sprzedaży nowych aut przy niższej dynamice w 2017 roku

Wolumen sprzedaży nowych samochodów w Europie Zachodniej w 2017 roku wyniósł 14,5 mln sztuk i był o 5,8% r/r wyższy. Naszym zdaniem w 2017 roku dynamika nadal będzie utrzymywać się na dodatnim poziomie, ale przyrosty będą niższe niż w dwóch poprzednich latach (nasza prognoza 2-3% r/r). Zagrożeniem dla wolumenu sprzedaży samochodów w 2017 roku jest możliwe osłabienie koniunktury w Wielkiej Brytanii, która jest drugim największym rynkiem w Europie. Dalszego wzrostu wolumenów oczekivalibyśmy w krajach peryferyjnych.

Dalsza popularyzacja materiałów o niskiej wadze oraz samochodów elektrycznych

Naszym zdaniem w 2017 roku w dalszym ciągu rosnać będzie zainteresowanie producentów samochodów do zmniejszania wagi sprzedawanych aut. Rosnące wymagania odnośnie emisji spali powinny przekładać się na szersze zastosowanie stopów wykonanych z materiałów lekkich (w tym felg). Liczymy również, że zgodnie z przedstawionymi zapowiedziami rosnać będzie proporcja samochodów z napędem elektrycznych i hybrydowych, co przekładać się będzie na dalszy wzrost rozmiaru sprzedawanych felg.

Budownictwo

Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Budimex	5 540	3 345	-2 195	642	-342%	5 653	6 392	6 615	469	511	461	443	483	432	361	401	357
Elektrobudowa	586	550	-36	405	-9%	1 039	971	961	77	74	70	64	59	55	56	49	46
Elektrotim	121	116	-4	80	-5%	260	273	265	7	15	13	4	12	10	2	9	8
Erbud	378	399	21	257	8%	1 763	1 903	1 964	68	61	62	56	49	50	36	32	33
Herkules	145	244	98	227	43%	133	135	138	40	42	45	18	21	23	13	14	17
Torpol	305	348	43	212	20%	717	689	1 091	37	33	54	23	19	39	16	13	29
Trakcja	817	905	88	754	12%	1 394	1 546	2 062	100	99	131	78	76	108	58	59	85
Ulma	357	299	-58	297	-20%	185	217	245	65	78	96	18	28	41	14	21	31
Unibep	378	437	59	220	27%	1 257	1 497	1 536	49	63	61	41	55	52	32	42	40
ZUE	218	132	-86	203	-42%	333	416	701	3	13	36	-6	3	26	-4	3	21
Suma	8 845	6 775	-2 071	3 297	-63%	12 734	14 038	15 578	916	991	1 028	738	803	835	583	643	666
Dynamika r/r						-3%	10%	11%	11%	8%	4%	13%	9%	4%	18%	10%	4%
Dynamika r/r bez BDX						-12%	8%	17%	-13%	7%	18%	-18%	9%	26%	-15%	9%	28%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			P/BV			DYield		
	nowe	stare				2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Budimex	OW	OW	238,40	217,00	+9,6%	15,3	13,8	15,5	7,1	6,6	8,0	7,4	6,8	7,2	3,8%	6,2%	7,1%
Elektrobudowa	OW	OW	146,00	123,40	+15,9%	10,5	12,0	12,7	6,9	6,3	6,4	1,4	1,3	1,3	3,2%	4,1%	5,0%
Elektrotim	N	N	-	12,10	+1,9%	67,6	12,8	15,7	15,1	7,4	8,8	1,4	1,4	1,4	10,2%	6,6%	6,6%
Erbud	OW	OW	33,50	29,50	+5,7%	10,5	11,9	11,6	4,1	4,6	4,3	1,2	1,1	1,1	4,1%	4,0%	4,2%
Herkules	N	N	-	3,35	+3,1%	11,1	10,2	8,8	6,0	5,5	5,1	0,6	0,6	0,6	4,8%	4,2%	4,8%
Torpol	OW	OW	-	13,28	+14,1%	19,5	23,4	10,5	7,6	8,3	5,2	1,4	1,4	1,3	5,2%	2,6%	2,1%
Trakcja	OW	OW	-	15,89	+12,2%	14,0	13,9	9,6	8,2	7,9	5,9	1,1	1,0	1,0	2,1%	2,5%	3,1%
Ulma	N	N	-	68,00	+0,0%	25,5	16,8	11,4	4,5	3,8	3,1	1,2	1,1	1,1	-	1,5%	3,7%
Unibep	OW	OW	12,80	10,79	+1,3%	11,9	9,1	9,4	7,6	6,2	6,2	1,6	1,4	1,3	1,6%	2,6%	3,4%
ZUE	N	N	-	9,45	+6,2%	-	67,9	10,3	45,4	14,1	5,4	1,1	1,1	1,0	3,5%	-	0,7%
Mediana						14,0	13,3	10,9	7,4	6,5	5,6	1,3	1,2	1,2	3,8%	4,0%	3,9%

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie; *Dług netto/kapitał własny

Elektrotim

Spółka sprawnie podąża ścieżką specyficzną (tylko dla Elektrotimu) sezonowości: po roku dobrym następuje rok słaby w wynikach. Wszystko wskazuje na to, że tegoroczna baza będzie bardzo łatwa do pobicia. W 4Q'16 spodziewamy się przeciętnych wyników, które będą negatywnie kontrastować z bardzo wysoką bazą 4Q'15. Uważamy, że dogodny moment na zainwestowanie w akcje Elektrotimu pojawi się po wynikach rocznych.

Herkules

Po bardzo dobrych wynikach 2Q'16, 3Q'16 przyniósł spore rozczarowanie w podstawowym biznesie spółki. Wyniki Herkulesa są mocno uzależnione od bieżącej koniunktury w branży budowlanej, która w 2017 r. powinna się poprawiać. W krótkim terminie spółka jednak będzie musiała się zmierzyć z wysoką bazą wyników 4Q'15. Podobnie jak w Elektrotimie, z kupnem akcji Herkulesa wstrzymalibyśmy się do wyników rocznych.

Torpol

Torpol jest najbardziej skuteczną spółką w otwartych dotychczas dużych postępowaniach przetargowych PKP PLK. Spółka złożyła najkorzystniejsze oferty w trzech przetargach o łącznej wartości 1,5 mld PLN. Szacujemy, że portfel zamówień spółki na lata 2017+ wynosi około 1,7 mld PLN, przy czym na 2017 r. przypada ponad 600 mln PLN (ostateczna kwota zależy od terminu podpisania umów z inwestorem). Dotychczasowa skuteczność Torpolu w dużych przetargach kolejowych sięga ponad 20% vs. zakładany przez nas udział w rynku na poziomie 10%. W prognozach na 2016 r. uwzględniamy ryzyko rezerw w związku z podpisanymi aneksami na kontraktach w Łodzi i E75. Jednocześnie uważamy, że spółka jest w stanie uzyskać dodatkowe płatności od zamawiającego, skutkujące rozwiązaniem rezerw w 2017 r., co również odzwierciedlamy w prognozach.

Trakcja

Szacujemy, że w pierwszej fali otwarć dużych przetargów kolejowych łupem Trakcji padły przetargi o łącznej wartości 0,9 mld PLN, co oznacza 14% udział w rynku. Poziom odzwierciedlający nasze szacunki z wcześniejszych prognoz. Uważamy, że Trakcja jest w stanie wypracować relatywnie najlepsze wyniki finansowe w 2017 r. spośród spółek wyspecjalizowanych w budownictwie kolejowym. Pomogą jej w tym wysokomarżowe kontrakty na Litwie oraz duży kontrakt drogowy w Polsce. Na razie jednak nie widzimy powodu do podnoszenia naszych prognoz na lata 2018+. Jeśli jednak wierzyć zapowiedziom Ministra Infrastruktury i Budownictwa, do końca roku czekają nas otwarcia przynajmniej o wartości około 10 mld PLN (ceny netto oferentów).

Ulma

Ulma posiada silną ekspozycję na budownictwo drogowe, które w 2017 r. będzie kontynuowało wzrost. Uważamy, że obecna cena rynkowa dyskontuje poprawę koniunktury w tym obszarze rynku.

ZUE

W ostatnich miesiącach ZUE pozyskało 0,9 mld PLN nowych kontraktów w sektorze kolejowym, a więc posiada ten sam udział w rynku co Trakcja. Niestety wyniki finansowe spółki w 4Q'16 oraz 1H'17 mogą być wyjątkowo słabe ze względu na niski portfel zamówień na najbliższe miesiące (większość pozyskanych przez spółkę kontraktów będzie realizowana w konwencji „projektuj i buduj”).

Budimex		akumuluj							
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		217,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		238,40 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	5 134,0	5 653,5	10,1%	6 391,8	13,1%	6 615,2	3,5%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	314,6	469,2	49,2%	511,3	9,0%	460,6	-9,9%	MC (cena bieżąca)	5 540,0
marża EBITDA	6,1%	8,3%		8,0%		7,0%		EV (cena bieżąca)	3 398,5
EBIT	292,2	443,2	51,7%	482,7	8,9%	432,3	-10,4%	Free float	34,2%
Zysk netto	235,8	361,1	53,1%	400,7	10,9%	357,0	-10,9%		
P/E	23,5	15,3		13,8		15,5		Zmiana ceny: 1m	7,2%
P/CE	21,5	14,3		12,9		14,4		Zmiana ceny: 6m	18,0%
P/BV	9,2	7,4		6,8		7,2		Zmiana ceny: 12m	15,3%
EV/EBITDA	10,2	7,1		6,6		8,0		Min (52 tyg.)	168,1
DYield (%)	2,8	3,8		6,2		7,1		Max (52 tyg.)	218,0

Zysk netto Budimeksu wzrósł w 2016 r. o 53% do 361 mln PLN, przekraczając konsensus analityków ze stycznia 2016 r. o 34%. Tak duże zaskoczenie było pochodną kilku elementów. Po pierwsze, w latach 2014-2015 Budimex wykazał się wysoką skutecznością w przetargach, pozyskując kontrakty o wartości 13,4 mld PLN (w tym od GDDKiA za 7,2 mld PLN). Po drugie, na przestrzeni ostatnich dwóch lat istotnie spadły ceny surowców zarówno na światowych giełdach jak i lokalnie w Polsce w związku z zapadnięciem w inwestycjach publicznych. Ponadto spadek produkcji budowlanej w Polsce spowolnił presję płacową w budownictwie. Nie bez znaczenia jest również konserwatywna księgowość Budimeksu. Saldo rezerw na straty na kontraktach wzrosło w latach 2014-2015 o 420 mln PLN (3,1% wartości pozyskanych w tym okresie zleceń). Uważamy, że obecnie rynek również niedoszacowuje potencjału wynikowego Budimeksu. Nasza prognoza ZN'17=401 mln PLN jest o 14% wyższa od rynkowego konsensusu i zarazem o 11% wyższa od ZN'16. Mimo niskiej aktywności zamawiających w 2016 r. Budimex zwiększył skuteczność w ofertowaniu i zbudował portfel zamówień w wysokości 8,7 mld PLN na koniec 3Q'16 (+17% r/r). Spodziewane przez nas łagodne odbicie produkcji budowlanej w 2017 r. pozwoli Budimeksowi na utrzymanie ponadprzeciętnych marż. Sentyment do spółki będzie dodatkowo wspierać silny wzrost przetargów publicznych w drogach i na kolei. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj, podnosząc cenę docelową dla akcji spółki o 6% do 238,40 PLN.

Przetargi infrastrukturalne

Ministerstwo Infrastruktury i Budownictwa od roku wspomina o potrzebie zmian w Programie Budowy Dróg Krajowych, którego wartość wynosi 107 mld PLN. Wskazywany kierunek zmian to (1) optymalizacja kosztów realizacji inwestycji w przeliczeniu na 1 km, (2) zwiększenie budżetu, tak by uwzględniał realne koszty budowy już po optymalizacji. Szacujemy, że PBDK w kształcie z 2015 r. jest rozdysponowany w 40%, a skuteczność Budimeksu w ofertowaniu wynosi 24%. Ponadto szacujemy, że Krajowy Program Kolejowy zakładający inwestycje na poziomie 67 mld PLN do końca 2023 r. został rozdysponowany w około 12%, przy skuteczności Budimeksu na poziomie 5%. 2017 rok powinien być pod względem otwarć ofert znacznie bardziej owocny dla firm budowlanych niż 2016 r.

Zmiany w prognozach

Wstępna informacja o wynikach za 2016 r. została podana przez spółkę w połowie stycznia. ZN'16=361 mln PLN okazał się wyższy o 13% względem naszych prognoz z sierpnia, a źródłem zaskoczenia była rentowność segmentu budowlanego. W oczekiwaniu utrzymania powyższego trendu podnosimy naszą prognozę ZN'17 o 9% do 401 mln PLN oraz prognozę ZN'18 o 2% do 357 mln PLN. Modelowo zakładamy spadek marży brutto ze sprzedaży segmentu budowlanego do 8,5% w latach 2019+ vs. prognozowane 11,4% w 2016 r., 10,5% w 2017 r. oraz 9,5% w 2018 r. Zakładamy, że szczyt przychodów ze sprzedaży przypadnie w Budimeksie na 2018 r., po czym nastąpi stopniowy spadek przychodów do poziomu około 6,0 mld PLN w 2020 r. Na koniec 3Q'16 pozycja gotówkowa netto Budimeksu wyniosła 2,2 mld PLN (+16% r/r). W prognozach zakładamy stopniowy spadek pozycji gotówkowej do 1,0 mld PLN w długim terminie.

Koszty materiałów i pracy

Ceny materiałów budowlanych (beton, stal, asfalt, ropa) spadły w 9M'16 średnio o około 10% względem 2015 r. oraz około 20% względem 2014 r., kiedy Budimex budował portfel zamówień. Kontrakty drogowe, które spółka będzie realizować w 2017 r. weszły do portfela właśnie w latach 2014-2015. Ponadto zostały one znacząco obrezerwowane ,m.in. w związku z ryzykiem wzrostu cen materiałów i pracy. Na koniec września w bilansie Budimeksu wciąż znajdowało się ponad 500 mln PLN rezerw na straty na kontraktach.

Segment mieszkaniowy

W 2016 r. Budimex rozliczył w wynikach finansowych ok. 1200 lokali. Na koniec 2016 r. Budimex posiadał około 3,2 tys. lokali sprzedanych, które nie zostały jeszcze rozliczone w wyniku finansowym. W latach 2018-2019 zakładamy przekazanie średnio około 2000-2100 lokali, co zwiększy wyniki finansowe segmentu o około 1/3 względem 2016 r. W długim okresie zakładamy sprzedaż na poziomie 1500 lokali, o 7% mniej niż w 2016 r. Zwracamy przy tym uwagę na wysoki potencjał banku ziemi Budimeksu, który stanowi odpowiednik około 3,7x prognozowanej sprzedaży (podobnie jak w Robygu). Zarząd spółki zapowiadał ostatnio przeznaczenie około 200 mln PLN na zakup nowych gruntów (3000-4000 mieszkań w zależności od lokalizacji).

Wysoki potencjał dywidendowy

Spółka nie ma powodów do zmiany polityki dywidendowej, zakładającej wypłatę 100% jednostkowego zysku netto. DYield'17 szacujemy na 6,2%, a DYield'18 na 7,1%, średnio około 80% powyżej mediany sektora.

Elektrobudowa
kupuj

Analitik: Piotr Zybala	Cena bieżąca:	123,40 PLN			Data ostatniej aktualizacji:		2016-12-22		
	Cena docelowa:	146,00 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 242,8	1 039,1	-16,4%	970,7	-6,6%	960,9	-1,0%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	77,7	77,0	-1,0%	73,7	-4,2%	70,1	-4,9%	MC (cena bieżąca)	585,9
marża EBITDA	6,3%	7,4%		7,6%		7,3%		EV (cena bieżąca)	464,0
EBIT	63,1	63,5	0,7%	59,1	-6,9%	55,0	-6,9%	Free float	34,9%
Zysk netto	50,2	55,8	11,3%	48,9	-12,5%	46,1	-5,7%		
P/E	11,7	10,5		12,0		12,7		Zmiana ceny: 1m	16,4%
P/CE	9,0	8,5		9,2		9,6		Zmiana ceny: 6m	20,4%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,3		Zmiana ceny: 12m	8,2%
EV/EBITDA	6,8	6,9		6,3		6,4		Min (52 tyg.)	87,0
DYield (%)	0,0	3,2		4,1		5,0		Max (52 tyg.)	124,5

Elektrobudowa rozpoczęła 2016 r. od falstartu, a kurs akcji spadł poniżej poziomu 100 PLN. Wyniki 2Q i 3Q były już zdecydowanie lepsze. Ponadto w 4Q spółka zawarła umowy z NCS i ZUE, dzięki którym odzyska ponad 30 mln PLN gotówki. Rynek częściowo zdyskontował te pozytywne informacje, gdyż od połowy grudnia kurs Elektrobudowy wzrósł o około 1/3. W trakcie 2017 r. nieufność inwestorów wciąż mogą podtrzymywać: (1) bardzo wysokie kwoty należne na dwóch kontraktach realizowanych dla PSE – 200 mln PLN netto na koniec 3Q'16 oraz (2) opóźnienia nowych przetargów w sektorze elektroenergetycznym. W wycenie uwzględniamy ryzyka z tym związane. Konserwatywnie korygujemy naszą wycenę metodą DCF o kwotę 88 mln PLN, stanowiącą maksymalny wymiar kar za zwłokę w kontraktach dla PSE. Zwracamy uwagę, że w przypadku pomyślnego zakończenia powyższych zleceń w bilansie Elektrobudowy pojawi się nadpłynność finansowa, szacowana przez nas w ostrożnym scenariuszu na 100 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj oraz cenę docelową na poziomie 146,00 PLN.

Strategia zarządu

Zarząd zakłada średnioroczną sprzedaż zewnętrzną na poziomie 1,1 mld PLN oraz rentowność netto w wysokości 5,0% w okresie 2016-18. Wskaźnik wypłaty dywidendy ma wynieść min. 30% skonsolidowanego zysku netto. Nasze prognozy ZN na 2017-18 są o 15% niższe od oczekiwań Zarządu w związku z założeniem dalszych opóźnień w przetargach. Jednocześnie spodziewamy się wyraźnego przekroczenia minimalnego wskaźnika wypłaty. W strategii Zarząd tylko wspomina o potrzebie przygotowania organizacji do akwizycji. Uważamy, że konkretne propozycje z tym związane pojawiają się po przyszłorocznym rozliczeniu kontraktów dla PSE. Zarząd i Rada Nadzorcza będą musiały podjąć decyzję, na co przeznaczyć nadwyżki gotówkowe.

Przejęciowy spadek inwestycji

W latach 2017-2018 spodziewamy się spadku inwestycji w energetyce zawodowej w tempie ok. 10% rocznie, jako następstwa niższych wydatków na nowe bloki (zakończenie budowy w Kozienicach) oraz niskiej wartości zamówień w 2016 roku. Szacowany spadek inwestycji powinien być zjawiskiem przejściowym. Liczymy na ich odrealizowanie po 2018 r. w następstwie większej liczby zamówień w 2017 r. Wzrost aktywności zamawiających będzie przede wszystkim wynikał ze względów politycznych. Obecny rząd

jednoznacznie stawia na rozwój energetyki węglowej, a wzrost skali inwestycji jest jednym z priorytetów. Solidny backlog Elektrobudowy w wysokości 1,4 mld PLN (-4% r/r) pozwoli spółce przetrwać trudniejszy okres.

Prognozy na lata 2017-2018

Nasze prognozy na lata 2017-2018 oznaczają powrót przychodów do poziomu obserwowanego w latach 2011-2013, przy czym obecny backlog jest o około 50% wyższy niż w tamtym okresie. W większym stopniu składa się z długoterminowych zleceń. W powyższym kontekście nasze prognozy wyglądają konserwatywnie i wydają się uwzględniać ryzyko dalszych opóźnień w przetargach na rynku elektroenergetycznym.

Gotówka do odzyskania od PSE

Począwszy od 2014 r. kwestią wymagającą szczególnej uwagi jest wzrost wartości kwot należnych z tytułu umów o budowę. Na koniec 3Q'16 wzrosły one do 200 mln PLN netto (272 mln PLN brutto), po przejściowym spadku w 2015 r. Problem jest izolowany i dotyczy dwóch kontraktów realizowanych przez spółkę dla PSE: Stacja Byczyna (153 mln PLN) oraz Stacja Skawina (52 mln PLN) - łącznie ponad 200 mln PLN kwot należnych, które powinny być uwolnione w przyszłym roku po zakończeniu realizacji. Umowy z zamawiającym od początku zakładały późne płatności, które w trakcie realizacji zadań dodatkowo uległy opóźnieniu w związku z problemami natury formalno-prawnej. Spółka wskazuje jednak, że oba kontrakty są realizowane na dodatniej marży.

Nadpłynność po 2017 r.

Szacujemy, że Elektrobudowa wejdzie w 2017 r. z gotówką netto na poziomie 50-60 mln PLN, pomimo zamrożonych 200 mln PLN w dwóch kontraktach dla PSE (Stacja Byczyna, Stacja Skawina). Po zakończeniu powyższych zleceń spółka powinna dysponować (w zależności od przyjętego scenariusza) kwotą 100-200 mln PLN wolnej gotówki, która zostałaby przeznaczona na dodatkową dywidendę lub akwizycję.

Konserwatywna księgowość

Saldo rezerw na koszty przyszłych napraw gwarancyjnych i koszty usunięcia wad wzrosło w 9M'16 o 52 mln PLN, co świadczy o konserwatywnej księgowości. Historycznie zmiany tej pozycji bilansowej były kosmetyczne. Tym bardziej imponujący jest wynik finansowy spółki po 9M'16, wypełniający roczną prognozę zarządu w 79%.

Erbud								akumuluj	
Analityk: Piotr Zybala		Cena bieżąca: 29,50 PLN		Cena docelowa: 33,50 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27			
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 763,3	1 762,5	0,0%	1 902,7	8,0%	1 963,7	3,2%	Liczba akcji (mln)	12,8
EBITDA	62,1	67,6	8,9%	60,6	-10,4%	61,9	2,2%	MC (cena bieżąca)	377,9
marża EBITDA	3,5%	3,8%		3,2%		3,2%		EV (cena bieżąca)	298,3
EBIT	51,5	55,9	8,4%	48,5	-13,1%	49,6	2,1%	Free float	18,2%
Zysk netto	27,8	36,2	29,8%	31,8	-12,1%	32,6	2,6%		
P/E	13,6	10,5		11,9		11,6		Zmiana ceny: 1m	7,3%
P/CE	9,8	7,9		8,6		8,4		Zmiana ceny: 6m	7,3%
P/BV	1,3	1,2		1,1		1,1		Zmiana ceny: 12m	19,7%
EV/EBITDA	5,0	4,4		4,9		4,7		Min (52 tyg.)	24,6
DYield (%)	1,7	4,1		4,0		4,2		Max (52 tyg.)	31,5

Wyniki finansowe Erbudu były w 2016 r. obciążone jednorazowym zdarzeniem w postaci straty w wysokości 33 mln PLN na sprzedaży spółki Budlex (developer mieszkaniowy w Toruniu i Bydgoszczy). Po oczyszczeniu o powyższe zdarzenie wyniki Erbudu powinny być bardzo dobre i nie odbiegać od naszej prognozy z początku 2016 r. (36 mln PLN). W wypracowaniu wysokiego zysku spółkę wyjątkowo silnie wsparł segment eksportowy, a konkretnie rozliczenie kontraktu deweloperskiego w Niemczech, z którego spółka wykazała około 15 mln PLN zysku w 2016 r. Spółce trudno będzie powtórzyć tak dobry wynik z eksportu w 2017 r. Uważamy, że wyższe zyski z segmentu kubaturowego w kraju tylko częściowo uzupełnią ten ubytek. W 2017 r. nie mamy wysokich oczekiwań wobec segmentu budownictwa energetycznego w Erbudzie, dlatego obniżamy nasze prognozy ZN'17 o 19% do 32 mln PLN. Mimo powyższej korekty Erbud jest notowany z 10% dyskontem na P/E oraz 20% dyskontem na EV/EBITDA względem mediany dla sektora. Prognozowane wysokie dyskonto na EV/EBITDA jest, m.in. zasługą sprzedaży Budleksu, które było rozliczone w 4Q'16. Obniżamy naszą rekomendację dla akcji Erbudu o 7% do 33,50 PLN oraz rekomendację z kupuj do akumuluj.

Mocny portfel zamówień w kubaturze

Portfel zamówień grupy Erbudu na koniec września 2016 r. miał wartość ponad 2 mld PLN (+63% r/r, +82% q/q), w tym 0,57 mld PLN na 2016 r. Spółka podała, że w okresie od 1 października do 14 listopada 2016 r. podpisała kolejnych siedem kontraktów, o łącznej wartości ponad 200 mln PLN.

Za wzrost backlogu odpowiada segment kubaturowy w kraju, w tym rekordowe dla Erbudu zlecenie na budowę Galerii Młociny o wartości 535 mln PLN. Segment kubaturowy w kraju jest bardzo zdywersyfikowany geograficznie i produktowo. W minionym roku spółka zdobywała zamówienia dotyczące budowy hoteli, biur, mieszkań, obiektów handlowych oraz użyteczności publicznej. W pozostałych segmentach poziom zamówień prezentuje się dużo słabiej: -53% w kubaturze za granicą, -51% w budownictwie energetycznym, -29% w segmencie inżynieryjno-drogowym.

Budownictwo energetyczne wciąż bez przełomu

Dynamiczny wzrost skali przychodów w segmencie energetycznym, który nastąpił w 2015 r. (wzrost o 180% do 250 mln PLN) na razie nie przyniósł oczekiwanych zysków. Po stracie operacyjnej w 2015 r., segment prawdopodobnie przyniósł stratę również w 2016 r. W 2017 r. liczymy na stopniowy wzrost liczby przetargów w energetyce, podobnie jak w innych segmentach rynku, zdominowanych przez publicznych zamawiających. W prognozach zakładamy powrót do dodatniej rentowności segmentu energetycznego na poziomie 2,5-3,0% EBIT począwszy od 2018 r. przy przychodach w wysokości około 250 mln PLN. Długoterminowe oczekiwania zarządu odnośnie powyższego segmentu są z pewnością wyższe.

Dywidenda

W styczniu Erbud wypłacił dywidendę nadzwyczajną w wysokości 1,17 PLN na akcję (DYield=4,0%). Spodziewamy się, że będzie to jedyna dywidenda wypłacona w 2017 r. (wypłacona w nadzwyczajnym trybie w związku z potrzebą obejścia braku zdolności dywidendowej - zakumulowane straty z lat ubiegłych).

Unibep
kupuj

Analitik: Piotr Zybala	Cena bieżąca:	10,79 PLN		Data ostatniej aktualizacji:	2017-01-27				
	Cena docelowa:	12,80 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	1 242,9	1 256,7	1,1%	1 496,8	19,1%	1 536,4	2,6%	Liczba akcji (mln)	35,1
EBITDA	31,3	49,3	57,4%	63,2	28,1%	60,6	-4,1%	MC (cena bieżąca)	378,4
marża EBITDA	2,5%	3,9%		4,2%		3,9%		EV (cena bieżąca)	391,0
EBIT	23,5	40,9	74,1%	54,6	33,7%	51,9	-4,9%	Free float	27,7%
Zysk netto	23,6	31,7	34,6%	41,7	31,3%	40,1	-3,8%		
P/E	16,1	11,9		9,1		9,4		Zmiana ceny: 1m	3,3%
P/CE	12,0	9,4		7,5		7,8		Zmiana ceny: 6m	3,7%
P/BV	1,7	1,6		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	10,4%
EV/EBITDA	10,5	7,6		6,2		6,3		Min (52 tyg.)	9,2
DYield (%)	1,4	1,6		2,6		3,4		Max (52 tyg.)	11,9

Szacujemy, że Unibep zakończy 2016 r. wynikiem niższym o około 5% niż prognozowaliśmy rok temu, mimo wyższych niż się spodziewaliśmy strat na rynku niemieckim oraz przesunięcia realizacji kontraktów białoruskich na lata 2017+. Spółka z powodzeniem nadrobiła problemy na zagranicznych kontraktach wyższymi przychodami oraz rentownością w kontraktach kubaturowych realizowanych w Polsce. Nasze prognozy na lata 2017-2018 ulegają minimalnym korektom. Zakładamy, że w 2017 r. to segmenty deweloperski, modułów oraz drogowy będą ciągnąć wyniki spółki. W prognozach uwzględniamy dwucyfrowy wzrost kosztów SG&A oraz lekką kompresję marż w kubaturze w Polsce w związku z presją płacową. Nasze zaktualizowane prognozy finansowe przekraczają konsensus na lata 2017-2018 o około 10-15%. Rekomendujemy kupno akcji Unibepu i podnosimy naszą cenę docelową o 6% do 12,80 PLN.

Segment kubaturowy

Portfel zamówień na 2017 r. w segmencie kubaturowym szacujemy na około 600 mln PLN (sprzedaż zewnętrzna) na rynku polskim i około 140 mln PLN za granicą (Białoruś). Wypełnia on w ponad 80% naszą prognozę tegorocznych przychodów segmentu, wynoszącą 902 mln PLN, +5% r/r (bez prac na rzecz Unidevelopment). Kolejny rok z rzędu Unibep utrzymuje bardzo silną pozycję na warszawskim rynku budownictwa mieszkaniowego. W 2016 r. spółka pozyskała 4 kontrakty mieszkaniowe w Warszawie o wartości jednostkowej przekraczającej 100 mln PLN, w tym 2 zlecenia od Dom Development o łącznej wartości 280 mln PLN. Sprzedaż mieszkań na największych rynkach w Polsce wzrosła w minionym roku o około 20%, a ostatni kwartał roku był pod względem dynamiki sprzedaży najmocniejszy (26%). Deweloperzy często uruchamiają sprzedaż mieszkań jeszcze przed rozpoczęciem budowy. Uważamy że pod względem liczby zamówień 2017 r. powinien być dla spółki równie dobry jak 2016 r. W 3Q'17 spółka skończy realizację

największego obecnie z realizowanych kontraktów, Galerii Północnej dla GTC. Jednocześnie spółka rozpoczyna realizację dwóch kontraktów Białoruskich o łącznej wartości 400 mln PLN, które wcześniej były zawieszane z powodu braku finansowania.

Segment drogowy

W 2017 r. prognozujemy znaczący wzrost przychodów segmentu drogowego (ok. 220 mln PLN, +60% r/r). Na bieżący rok przypada główna część prac przy kontrakcie realizowanym wspólnie z Porr na drodze S8. Ponadto liczymy na wyższe zamówienia w spółce Budrex-Kobi, specjalizującej się w realizacji obiektów drogowych (mosty, przepusty itp.).

Segment modułów

Wiążemy duże nadzieje z działalnością spółki na rynku norweskim, licząc jednocześnie na rozszerzenie modelu biznesowego na inne rynki skandynawskie. Portfel zamówień segmentu wynosi około 220 mln PLN, przy czym około 140 mln PLN przypada na bieżący rok. Liczymy, że segment wypracuje w 2017 r. około 180 mln PLN przychodów (+20% r/r) przy 8% marży brutto ze sprzedaży. W 2018 r. spodziewamy się podobnego wzrostu. W październiku 2016 r. spółka otworzyła nową halę produkcyjną w Bielsku Podlaskim. Unibep podpisał umowę ramową na rynek fiński o orientacyjnej wartości 139 mln PLN do realizacji w okresie 2017-2019.

Segment deweloperski

Motorem zysków segmentu w 2017 r. będzie duży projekt na Ochocie w Warszawie (ponad 300 mieszkań), który spółka kończy w 4Q'17. Ma on istotne znaczenie dla całorocznych wyników. Szacujemy, że segment wypracuje w 2017 r. około 200 mln PLN przychodów (+75% r/r) przy około 15% marży brutto ze sprzedaży. W listopadzie i grudniu spółka poinformowała o zakupie 3 działek w Warszawie i Poznaniu na około 750-800 mieszkań, dzięki którym powinna utrzymać potencjał wyników segmentu po 2017 r.

Deweloperzy

Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBIT bez rewaluacji			Rewaluacja			Zysk netto		
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Archicom	361	385	24	362	7%	284	292	313	48	52	58	-4	0	10	50	47	52
Atal	1 116	1 394	279	686	41%	502	850	986	113	209	236	0	0	0	90	166	188
BBI Dev.	85	220	135	237	57%	79	28	83	0	2	14	0	0	0	-3	-1	9
Capital Park	678	1 719	1 041	963	108%	113	129	143	65	84	101	77	-69	39	46	15	83
Dom Dev.	1 609	1 699	90	844	11%	1 111	1 196	1 284	157	204	209	0	0	0	125	165	169
Echo Inv.	2 344	3 861	1 517	1 843	82%	449	411	636	35	7	68	505	271	272	392	224	279
GTC	3 995	6 974	2 979	3 121	95%	531	614	691	313	370	433	390	379	110	698	532	357
JWC	420	732	312	663	47%	464	497	644	62	84	106	-2	0	0	31	60	81
LC Corp	882	1 595	713	1 366	52%	544	713	944	162	193	260	70	-59	41	140	109	216
Lokum Dew.	250	299	49	219	22%	188	204	264	46	50	61	0	0	0	40	41	49
P.A. Nova	255	642	387	315	123%	159	175	178	46	51	47	0	0	0	26	29	26
Polnord	250	639	389	729	53%	187	335	323	5	23	28	0	0	0	8	26	28
Robyg	789	1 215	426	501	85%	529	440	698	123	98	164	0	0	0	106	81	131
Ronson	262	401	139	447	31%	304	266	299	88	30	40	0	0	0	68	21	30
Vantage Dev.	216	453	237	347	68%	123	275	315	13	41	51	17	0	0	24	26	35
Suma	13 513	22 227	8 715	12 642	69%	5 569	6 425	7 802	1 277	1 496	1 877	1 053	522	473	1 840	1 541	1 732
Dynamika r/r						24%	15%	21%	46%	17%	25%				-	-16%	12%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			P/BV			EV/EBIT bez rew.			DYield		
	nowe	stare				2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Archicom	OW	OW	-	15,50	+1,6%	7,2	7,7	6,9	0,93	0,88	0,82	7,5	8,0	7,4	5,9%	6,9%	6,5%
Atal	OW	OW	-	28,82	+0,7%	12,3	6,7	5,9	1,68	1,42	1,25	12,1	6,1	5,3	2,1%	4,1%	7,5%
BBI Dev.	UW	UW	-	0,81	-3,6%	-	-	9,4	0,36	0,36	0,35	-	91,6	7,0	-	-	-
Capital Park	OW	N	8,09	6,29	-0,2%	14,5	44,9	8,2	0,66	0,66	0,62	27,0	20,8	18,3	-	-	1,6%
Dom Dev.	OW	OW	72,50	64,94	+8,8%	12,8	9,8	9,5	1,73	1,66	1,65	10,1	7,7	7,5	5,0%	7,8%	10,2%
Echo Inv.	OW	N	6,64	5,68	+9,2%	6,0	10,4	8,4	1,53	1,39	1,26	83,7	517,3	52,3	105%	3%	4,8%
GTC	OW	N	9,59	8,68	+5,9%	5,7	7,5	11,2	1,13	1,05	0,98	23,4	20,2	17,9	-	1,8%	2,3%
JWC	N	N	-	4,73	+7,0%	13,7	7,0	5,2	0,64	0,59	0,53	12,1	8,5	5,8	-	-	-
LC Corp	OW	OW	-	1,97	+0,5%	6,3	8,1	4,1	0,62	0,60	0,55	10,9	10,5	7,9	9,1%	7,6%	8,1%
Lokum Dew.	OW	OW	-	13,90	+15,8%	6,3	6,1	5,1	1,05	0,94	0,83	6,1	5,4	4,0	4,5%	5,2%	5,4%
P.A. Nova	N	N	-	25,52	+2,9%	9,9	8,9	9,9	0,80	0,77	0,76	13,5	11,9	12,8	2,9%	3,9%	5,9%
Polnord	N	N	-	7,65	-5,7%	30,7	9,6	8,8	0,34	0,33	0,32	119,5	26,5	20,0	-	-	-
Robyg	OW	OW	3,95	3,00	+1,0%	7,5	9,8	6,0	1,43	1,39	1,25	9,1	11,0	6,2	6,7%	8,0%	8,3%
Ronson	N	N	-	1,60	+0,0%	3,9	12,3	8,8	0,51	0,51	0,49	4,0	12,3	9,1	5,0%	5,6%	6,3%
Vantage Dev.	N	N	-	3,46	+6,5%	9,1	8,2	6,2	0,61	0,59	0,55	34,0	11,3	9,1	3,8%	5,5%	4,5%
Mediana						8,3	8,5	8,2	0,80	0,77	0,76	12,1	11,3	7,9	5,0%	5,5%	6,1%

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie; *Dług netto/kapitał własny

Archicom

W związku z wyższą liczbą przekazania w 2016 podnosimy prognozę ZN'16 o 20%. Sprzedaż 2016 wzrosła o 54%, przekraczając nasze oczekiwania. Ponadto spółka rozpocznie budowę biurowca, której wcześniej nie zakładaliśmy, stąd podnosimy prognozę ZN'17 o 5% oraz ZN'18 o 16%.

Atal

W grupie rynkowych liderów Atal jest notowany z 27% dyskontem do Dom Development i Robyga na P/E'17-18. Z DIV Payout na poziomie 50% oferuje jednak 34% niższy DYield.

BBI Development

Szacujemy, że 2017 r. będzie kolejnym rokiem bez zysku w BBI Development. Dyskonto do NAV jest uzasadnione.

JWC

JWC jest notowana z około 20% dyskontem do sektora na P/E i P/BV. Spółka jednak nie oferuje dywidendy i musi uzupełnić bank ziemi, by liczyć się na rynku mieszkaniowym po zakończeniu inwestycji przy Kasprzaka w 2019 r. Mimo niskiej wyceny preferujemy deweloperów o lepszych długoterminowych perspektywach.

LC Corp

Ze względu na szybsze przekazania mieszkań w końcówce 2016 podnosimy prognozy oczyszczonego ZN'16 o 17% do 111 mln PLN (P/E=7,9x), szacując jego dalszy wzrost o 18% w 2017 (P/E=6,7x) oraz 40% w 2018 (P/E=4,8x). LC Corp pozostaje jednym z naszych faworytów na 2017 r.

Lokum

Zdecydowanie najtańsza spółka na wskaźnikach 2016 i 2017 (P/E=6,2x), lecz dopiero w 2018 może pokazać prawdziwy potencjał. Jeżeli w 1H'17 spółka sprawnie rozpocznie pierwsze inwestycje na rynku krakowskim, nasze prognozy na 2018 mogą być istotnie przekroczone.

P.A. Nova

Spółka wciąż tania na wskaźnikach, lecz z relatywnie wysokim zadłużeniem i umiarkowanym potencjałem wzrostu zysku. Ze względu na niską płynność i rosnące dywidendy ciekawa dla inwestorów o dłuższym horyzoncie inwestycyjnym.

Polnord

W 2016 r. bez sukcesów na polu redukcji długu, sprzedaży mieszkań i rozbudowy oferty. Na razie nie widzimy symptomów odwrócenia tego trendu.

Ronson

Uważamy że po zmianach w strukturze akcjonariatu atrakcyjność Ronsona wzrosła. Spółce jednak brakuje nowych wysokomarżowych projektów, które mogłyby stać się dzwignią wyników w latach 2017-2019.

Vantage Development

Vantage był jednym z liderów wzrostu kursu w 2016 r. i wciąż jest notowany na atrakcyjnych wskaźnikach rynkowych. Wśród spółek o wrocławskim rodowodzie preferujemy obecnie Lokum i Archicom, relatywnie mniej zadłużone i przy bieżącym kursie tańsze na P/E'16-'18.

Capital Park
kupuj

Analitik: Piotr Zybala	Cena bieżąca:	6,29 PLN		Data ostatniej aktualizacji:	2017-01-25				
	Cena docelowa:	8,09 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	72,4	113,0	56,2%	128,6	13,7%	142,8	11,1%	Liczba akcji (mln)	107,8
EBITDA	104,7	142,4	36,0%	15,3	-89,3%	140,6	819,2%	MC (cena bieżąca)	678,3
marża EBITDA	144,7%	126,0%		11,9%		98,5%		EV (cena bieżąca)	1 855,5
EBIT	104,4	142,1	36,1%	15,0	-89,5%	140,3	836,0%	Free float	19,1%
Zysk netto	44,0	46,2	5,1%	15,1	-67,3%	83,3	451,1%		
P/E	15,1	14,5		44,9		8,2		Zmiana ceny: 1m	-0,2%
P/CE	15,0	14,4		44,0		8,2		Zmiana ceny: 6m	-2,9%
P/BV	0,7	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	9,8%
EV/EBITDA	16,1	12,8		121,3		14,0		Min (52 tyg.)	5,6
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		1,6		Max (52 tyg.)	6,6

Choć zajęło to więcej czasu niż pierwotnie zakładaliśmy, Capital Park zrealizował 2 z 3 celów inwestycyjnych z okresu IPO. Wynajem kompleksu Eurocentrum i Royal Wilanów na poziomie około 80% w połączeniu z refinansowaniem dróg kredytów budowlanych pozwolą na dwukrotny wzrost FFO w 2017 r. do około 35 mln PLN (Yield = 5,1%). W 2018 r. szacujemy wzrost FFO o kolejne 30% (Yield=6,7%) w oparciu o bieżący portfel nieruchomości i projekty będące obecnie w budowie. Spodziewamy się rewaluacji części nieruchomości Capital Park w związku z kompresją stóp kapitalizacji w Warszawie o około 0,5 p.p. r/r i wzrostu NAVPS na koniec 2016 r. do 9,5 PLN (46% powyżej bieżącej kapitalizacji). Uważamy, że tak wysokie dyskonto do NAV nie jest uzasadnione i widzimy dwa potencjalne katalizatory wzrostu kursu. Po pierwsze istnieje szansa na sprzedaż któregoś z dwóch największych aktywów: EC (NAV: 3,0 PLN/akcję) oraz RW (NAV: 1,8 PLN/akcję). Wzrost wynajmu obiektów do ok. 90% w 2017 r. zwiększy zainteresowanie z punktu widzenia inwestorów. Otwartą kwestią pozostaje jaka część gotówki po sprzedaży została przeznaczona na inwestycje, a jaka na dywidendę. Po drugie, liczymy na długo oczekiwany start inwestycji Art Norblin. Jej ukończenie w 2020 r. wiązałoby się z podwojeniem FFO względem poziomów szacowanych na 2018 r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Zmiany w wycenie

W raporcie z 25 stycznia podnieśliśmy cenę docelową dla akcji Capital Park o 25% do 8,09 PLN. Wzrost ceny docelowej wynika z: (1) wyższej wartości projektu Art Norblin, wynikającej z kompresji stóp kapitalizacji w Warszawie oraz zmiany koncepcji, zakładającej wzrost udziału powierzchni komercyjnej w projekcie, (2) podniesienia docelowego kursu EUR/PLN z 4,00 do 4,20 PLN, (2) wzrostu wyceny mnożnikowej.

Planowane inwestycje

W związku z dużym zainteresowaniem najemców, spółka zwiększyła udział planowanej powierzchni handlowo-usługowej w Art Norblin (64 tys. m² powierzchni najmu) do 50%. Zakładamy, że ostateczny projekt, umowa z generalnym wykonawcą, umowa kredytowa oraz pre-let niezbędny do uruchomienia kredytu będą gotowe w 3Q'17. Inwestycja jest wyceniona w bilansie na 4600 PLN/m² pow.

najmu (2,8 PLN/akcję). Dla porównania koszt zakupu przez Echo działki przy ul. Towarowej był o około 10% wyższy. Przy szacowanych przez nas parametrach inwestycji - średni czynsz: 21 EUR, stopa kapitalizacji: 5,8%, wartość rynkową obiektu szacujemy na około 260-270 mln EUR. Inwestycja jest relatywnie droga w budowie. Niezbędny CAPEX na dokończenie inwestycji powinien wynieść ok. 10.000-11.000 PLN/m², czyli kwotę nieco poniżej 700 mln PLN. Szacujemy, że wkład własny (oprócz gruntu) powinien zamknąć się kwotą maksymalnie 100 mln PLN (prawdopodobnie mniej). Ujęty w prognozach zysk z rewaluacji inwestycji Art Norblin to około 150 mln PLN na przestrzeni lat 2017-2021.

Pozostałe inwestycje

W latach 2017-2018 Capital Park zakończy budowę obiektu na 7,8 tys. m² pow. najmu w ścisłym centrum Gdańska, gdzie otwarty zostanie hotel Hampton by Hilton oraz obiekt handlowy w Swarzędzu, na 20 tys. m², realizowany z partnerem JV.

FIZAN II

W 1Q'17 Capital Park planuje sprzedać 85% udziałów w FIZAN II, w którym skoncentruje mniejsze obiekty handlowe i biurowe. Szacujemy, że transakcja zostanie zrealizowana po cenie odzwierciedlającej wartość bilansową nieruchomości i wygeneruje około 44 mln PLN gotówki.

Prognozy finansowe

Po oddaniu do użytku w 1Q'16 biurowca Eurocentrum Delta portfel pracujących nieruchomości komercyjnych Capital Park wzrósł do 157 tys. m². Szacujemy, że pełen potencjał portfela powinniśmy ujrzeć na przełomie 2017 i 2018 r., co przełoży się na FFOPS ok. 45-50 mln PLN (FFO Yield = ok. 7%). Kolejny skokowy wzrost wyników finansowych spółki nastąpiłby w 2021 r. po oddaniu do użytku Norblina, który zwiększyłby FFOPS do około 90 mln PLN (FFO Yield równy 13%)

Zadłużenie

Zakładając realizację inwestycji Art Norblin wskaźniki zadłużenia w okresie 2017-2021 kształtują się na poziomie LTV~50-55%. Zakładając brak innych znaczących inwestycji, spółka ma przestrzeń do wypłaty umiarkowanej dywidendy. Większe przedsięwzięcia wymagają jednak sprzedaży któregoś z kluczowych aktywów spółki.

Dom Development akumuluj

Analityk: Piotr Zybala	Cena bieżąca:	64,94 PLN		Data ostatniej aktualizacji:	2017-01-27				
	Cena docelowa:	72,50 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	904,2	1 111,3	22,9%	1 196,3	7,7%	1 283,7	7,3%	Liczba akcji (mln)	24,8
EBITDA	106,9	162,7	52,2%	209,1	28,6%	214,4	2,5%	MC (cena bieżąca)	1 609,4
marża EBITDA	11,8%	14,6%		17,5%		16,7%		EV (cena bieżąca)	1 568,3
EBIT	102,5	157,3	53,5%	203,7	29,5%	209,0	2,6%	Free float	23,9%
Zysk netto	80,7	125,4	55,3%	164,8	31,4%	168,9	2,5%		
P/E	19,9	12,8		9,8		9,5		Zmiana ceny: 1m	11,0%
P/CE	18,9	12,3		9,5		9,2		Zmiana ceny: 6m	22,7%
P/BV	1,8	1,7		1,7		1,7		Zmiana ceny: 12m	31,2%
EV/EBITDA	16,4	9,8		7,5		7,4		Min (52 tyg.)	45,6
DYield (%)	3,5	5,0		7,8		10,2		Max (52 tyg.)	65,0

W 2016 r. Dom Development wykorzystał dobrą koniunkturę na rynku mieszkaniowym i w efekcie zwiększył sprzedaż mieszkań o 15% r/r, utrzymując efektywność sprzedaży na zdrowym poziomie 25-30%. Co równie istotne, spółka wprowadzenia do budowy ok. 2900 lokali (+20% r/r), przekraczając cele Zarządu z początku ubiegłego roku. Jest to fakt godny podkreślenia, gdyż standardem rynkowym jest brak realizacji planów w zakresie rozpoczętych budów przez spółki deweloperskie. Duża sprawność w uzupełnianiu oferty oraz szybkie tempo sprzedaży w środowisku lekko rosnących cen skłaniają nas do podniesienia prognoz finansowych na Dom Development o 10% na 2017 r. (P/E=9,5x) oraz 5% na 2018 r. (P/E=9,3x). Dom Development wciąż wyróżnia najwyższa stopa dywidendy w sektorze (7,8% w 2017 r. oraz 10,2% w 2018 r.). Wstępnie pozytywnie oceniamy pomysł akwizycji trójmiejskiego dewelopera Euro Styl. W transakcji widzimy szansę na zauważalny wzrost ROE Dom Development, kosztem umiarkowanego wzrostu zadłużenia. Szacujemy, że ewentualna finalizacja wpłynęłaby na wzrost zysku netto Dom Development o około 20% począwszy od 2018 r., bez konieczności rewizji polityki dywidendowej (payout 100%). Podtrzymujemy rekomendację kupuj, podnosząc naszą cenę dla Dom Development o 4% do 72,50 PLN.

Mocna sprzedaż i przekazania lokali w 4Q'16

Dom Development sprzedał w ubiegłym roku 2 735 lokali netto (+15% r/r), w tym 714 lokali w 4Q'16 (+5% r/r) - nowy kwartalny rekord. W całym 2016 roku spółka przekazała 2 482 lokali (+14% r/r), w tym 1 162 przekazano w 4Q'16 (+14%), co oznacza, że wyniki ostatniego kwartału będą zdecydowanie najlepsze w całym 2016 r. Szacujemy, że przypadnie na niego 68% całorocznego wyniku, a dynamika w stosunku do 4Q'15 wyniesie 29%.

Niski konsensus na lata 2017-2018

Nasze prognozy na Dom Development przewyższają konsensus rynkowy o 15% na 2017 r. oraz 18% na 2018 r., stąd spodziewamy się jego stopniowego wzrostu. Uważamy, że nasze prognozy na 2017 r. nie są obciążone wysokim ryzykiem. Wszystkie projekty, które mają być rozliczane w bieżącym roku są w trakcie budowy, a ich sprzedaż przebiega

sprawnie. Względem 2016 r. mniej inwestycji powinno być kończonych na przełomie 2017 i 2018 r. Mimo tego, wynik finansowy skumuluje się w drugiej połowie roku. W prognozach zakładamy, że około 500 mieszkań, których budowa zakończy się w 2017 r. zostanie rozliczonych w 2018 r. Spośród budów zakończonych w 2018 r. zakładamy przejście około 900 lokali na kolejny rok.

Potencjał Banku ziemi

W okresie 9M'16 bank ziemi Dom Development wzrósł o 8% do 7000 lokali. Na koniec września spółka posiadała w budowie 3,9 tys. mieszkań. Łączna liczba mieszkań w budowie i przygotowaniu stanowi odpowiednik 4-letniej sprzedaży.

Potencjalna akwizycja dewelopera z Trójmiasta

Na początku stycznia Dom Development podpisał list intencyjny, na mocy którego uzyskał do końca czerwca 2017 roku wyłączność na prowadzenie negocjacji w sprawie zakupu części GK Euro Styl, prowadzącej działalność deweloperską w segmencie mieszkaniowym na rynku Trójmiasta i okolic. W ciągu 10 lat działalności sprzedał 3,8 tys. lokali, w tym 661 lokali w 2016 roku (+34% r/r). Na dzień 31.12.2016 roku spółka posiadała w ofercie 527 lokali oraz około 1 800 lokali w banku ziemi. Pod względem skali działalności Euro Styl sprzedaje zbliżoną liczbę lokali do wrocławskiej spółki Lokum Deweloper. Posiada jednak o połowę mniejszy bank ziemi. Podobnie jak Lokum, realizuje projekty o podwyższonym standardzie. Zakładając, że cel akwizycji Dom Development jest spółką niezadłużoną o ponadprzeciętnej rentowności, jego potencjał wynikowy szacowalibyśmy na około 30+ mln PLN zysku netto rocznie, co może oznaczać transakcję o skali 250 mln PLN (szacunki są obciążone dużym ryzykiem błędu ze względu na ograniczoną liczbę danych). Przy takiej skali inwestycji wskaźniki zadłużenia Dom Development wzrosłyby do około 20-30% (dług/kapitał własny), pozostając na jednym z niższych poziomów w sektorze. Jednocześnie, skonsolidowany ZN'18 osiągnąłby ponad 200 mln PLN, co implikuje P/E'18=8,0x oraz DYield równy 12,5%.

Echo Investment kupuj

Analitik: Piotr Zybala	Cena bieżąca:	5,68 PLN		Data ostatniej aktualizacji:	2017-01-25				
	Cena docelowa:	6,64 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	586,1	448,7	-23,4%	411,1	-8,4%	636,4	54,8%	Liczba akcji (mln)	412,7
EBITDA	915,6	543,0	-40,7%	279,3	-48,6%	342,9	22,8%	MC (cena bieżąca)	2 344,1
marża EBITDA	156,2%	121,0%		67,9%		53,9%		EV (cena bieżąca)	3 438,7
EBIT	911,1	540,1	-40,7%	277,3	-48,6%	340,9	22,9%	Free float	14,4%
Zysk netto	514,1	392,1	-23,7%	224,5	-42,8%	278,5	24,1%		
P/E	4,6	6,0		10,4		8,4		Zmiana ceny: 1m	7,6%
P/CE	4,5	5,9		10,4		8,4		Zmiana ceny: 6m	20,9%
P/BV	0,6	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	-19,9%
EV/EBITDA	6,1	5,4		12,3		10,4		Min (52 tyg.)	4,0
DYield (%)	0,0	104,9		2,8		4,8		Max (52 tyg.)	8,0

Spektakularna na skalę polskiego rynku sprzedaż portfela nieruchomości pracujących wykreowała wartość dla akcjonariuszy, czego dowodem jest wzrost kursu Echo o 65% w 2016 r. (uwzględniając dywidendy). To nie portfel nieruchomości, lecz deweloperskie ramię spółki miało największy wpływ na wyniki ostatnich lat i w naszej opinii wciąż jest w stanie generować atrakcyjne zyski. Uważamy, że działalność deweloperska w segmencie komercyjnym ze względu na większe zaangażowanie środków własnych, trudniejszy dostęp do finansowania i dłuższy okres wyjścia powinna osiągać wyższą rentowność niż budowa mieszkań. Obecne realia rynkowe to potwierdzają. Średnią marżę w projektach komercyjnych Echo szacujemy na 34%, jednocześnie oczekując 28% marży w mieszkaniówce. W latach 2017-2018 Echo zakończy budowę 8 inwestycji komercyjnych o szacunkowej wartości 1,7 mld PLN, których wycena do wartości rynkowej jeszcze się nie rozpoczęła. Drugim filarem wyników Echo będzie segment mieszkaniowy, który w 2016 r. wykazał najwyższą dynamikę sprzedaży mieszkań wśród deweloperów z GPW (57%). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Zmiana modelu biznesowego

Po kompletnej przebudowie bilansu, której dokonano w 2016 roku, pod względem modelu biznesowego Echo zdecydowanie bliżej dziś do działających w Polsce deweloperów mieszkaniowych niż popularnych poza polską spółek typu REIT. Echo nie zamierza w przyszłości czerpać korzyści z wynajmu powierzchni, lecz możliwie szybko sprzedać wybudowane obiekty i reinwestować środki. Nieruchomości komercyjne są księgowo ujmowane jako nieruchomości inwestycyjne, stąd w P&L widzimy jedynie rewaluację wynikającą ze wzrostu ich wartości rynkowej powyżej poniesionych nakładów. Historycznie Echo dokonywało pierwszej rewaluacji przedsięwzięcia inwestycyjnego na zaawansowanym etapie budowy, już po wynajęciu kilkudziesięciu procent powierzchni. Finalna wycena następowała po zakończeniu budowy. Nasze prognozy rewaluacji nieruchomości w latach 2016+ można traktować jako marżę deweloperską segmentu komercyjnego (Przed 2017 r. rewaluacja dotyczyła zarówno projektów w budowie jak i przeszacowań portfela nieruchomości).

Segment komercyjny

W 2016 r. Echo wystartowało z budową 150 tys. m² powierzchni komercyjnej vs. 57 tys. m² łącznie w latach 2014-2015. Wartość rynkową projektów w budowie szacujemy na 1,3 mld PLN, a marżę deweloperską (prezentowaną jako rewaluacja) na 0,46 mld PLN. Uwzględniając 2 projekty biurowe w Warszawie (Beethovena,

Grzybowska), których budowa ma rozpocząć się w 1H'17, w latach 2017-2018 Echo powinno zakończyć budowę inwestycji komercyjnych o wartości 1,7 mld PLN. W prognozach zakładamy sprzedaż nieruchomości rok po zakończeniu budowy. Obecność EPP jako platformy, do której mogą trafić nieruchomości Echo, zmniejsza ryzyko modelu biznesowego spółki.

Segment mieszkaniowy

W 2016 r. Echo rozliczyło w wyniku finansowym 451 mieszkań. W latach 2017-2018 szacujemy rozliczenie około 1000 szt. rocznie. Obecny potencjał banku ziemi na 2019 r. jest niewiele niższy, przy czym plany Zarządu zakładają istotne zwiększenie skali działalności. Przy obecności na 5 rynkach (Warszawa, Kraków, Wrocław, Poznań, Łódź) nasze długoterminowe założenie 1400 szt. rocznie wydaje się realnym scenariuszem.

Prognozy finansowe

W latach 2017-2018 szacujemy średnioroczną rewaluację w wysokości 270 mln PLN. Powyższa kwota w około 75% dotyczy 6 projektów, będących w trakcie budowy, o łącznej powierzchni najmu, wynoszącej 131 tys. m². Na dzień 30.09.2016 spółka nie rewaluowała żadnej z powyższych nieruchomości. Pierwszych przeszacowań spodziewamy się jeszcze w wynikach 4Q'16. Po 2018 r. prognozujemy stopniowy spadek rewaluacji do około 200 mln PLN w długim okresie, co wynika z założonej stabilizacji segmentu przy niższej skali działania i marżach. W długim okresie zakładamy budowę rocznie 60 tys. m² powierzchni biurowej i handlowej, co jest poziomem niższym o około 10% od średniej za lata 2008-2016. Powyższa skala implikuje długoterminowy CAPEX na poziomie około 500 mln PLN rocznie (zbliżony do średniej za ostatnie 8 lat). W związku ze specyfiką modelu biznesowego Echo – sprzedaż nieruchomości następuje zwykle pewien czas po zakończeniu budowy – przepływy gotówki w związku z działalnością segmentu komercyjnego mogą być bardzo nieregularne. Może to przełożyć się na nieregularne wpływy z dywidend, choć co do zasady, spółka zamierza co roku dzielić się zyskiem z akcjonariuszami.

Potrzeby inwestycyjne a dywidenda

Dług netto dewelopera na koniec 2016 r. szacujemy na ok. 600 mln PLN, co implikuje LTV=34% oraz dług netto/kapitał własny=38% (poziom zbliżony do średniej dla deweloperów mieszkaniowych). Plany zakupów nowych gruntów są bardzo ambitne, lecz nie widzimy pilnych potrzeb poza segmentem mieszkaniowym, stąd biorąc pod uwagę doświadczenia ostatnich kwartałów spodziewamy się atrakcyjnych dywidend w przyszłości, których moment wypłaty może być uzależniony do momentu sprzedaży aktywów.

GTC		akumuluj							
Analitik: Piotr Zybala		Cena bieżąca:		8,68 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-25	
		Cena docelowa:		9,59 PLN					
(mln EUR)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	117,4	122,1	4,1%	141,9	16,2%	162,5	14,6%	Liczba akcji (mln)	460,2
EBITDA	92,2	162,0	75,6%	173,3	7,0%	128,2	-26,0%	MC (cena bieżąca)	3 994,7
marża EBITDA	78,6%	132,6%		122,1%		78,9%		EV (cena bieżąca)	7 557,7
EBIT	91,7	161,5	76,2%	172,9	7,0%	127,8	-26,1%	Free float	21,9%
Zysk netto	45,2	160,4	254,9%	122,9	-23,4%	84,1	-31,6%		
P/E	20,3	5,7		7,5		10,9		Zmiana ceny: 1m	8,0%
P/CE	20,1	5,7		7,5		10,9		Zmiana ceny: 6m	27,6%
P/BV	1,4	1,2		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	27,6%
EV/EBITDA	15,9	10,2		10,0		14,1		Min (52 tyg.)	6,4
DYield (%)	0,0	0,0		1,8		2,4		Max (52 tyg.)	8,7

Do końca 2016 roku GTC z sukcesem wydało większość środków z emisji akcji przeprowadzonej ponad roku temu. Sfinansowane w ten sposób inwestycje (obiekty biurowe w Polsce, Budapeszcie i Bukareszcie) powinny docelowo zwiększyć NOI o około 30% względem poziomu z 2015 r. Proces ten będzie jednak trwał do końca 2017 r. Mimo dokonanych akwizycji, LTV pozostało na bezpiecznym poziomie 45%, w niczym nie ograniczając aktywności deweloperskiej spółki. Obecnie w budowie znajdują się 4 obiekty o łącznej powierzchni 105 tys. m², które zwiększą portfel pracujących nieruchomości o 18%. W związku z korzystnym otoczeniem makro w krajach Europy Południowo-Wschodniej zakładamy uruchomienie kolejnych 5 inwestycji na łącznie ok. 200 tys. m² do końca 2018 r., co pozwoliłoby na średnioroczny wzrost FFO w latach 2016-2021 w tempie 15%. W naszych prognozach zakładamy wypłatę dywidendy począwszy od 2017 r. na poziomie 40-45% FFO za rok ubiegły, co przy założonym poziomie inwestycji nie powoduje wzrostu LTV powyżej 45%. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji GTC.

Zmiany w wycenie

W raporcie z 25 stycznia podnieśliśmy cenę docelową dla akcji GTC o 17% do 9,59 PLN. Obecnie w prognozach i wycenie nie uwzględniamy realizacji Galerii Wilanów w związku z istotnymi problemami spółki przy uzyskaniu pozwolenia na budowę. Negatywny wpływ powyższej zmiany został zrekompensowany (1) szybką realizacją akwizycji ze środków z emisji, (2) zakładanym przeszacowaniem portfela nieruchomości pracujących w 4Q'16, (3) rozwiązaniem w 3Q'16 rezerwy na podatek odroczone w kwocie 48 mln EUR, (4) spadkiem współczynnika dyskonta NAV w wyniku upływu czasu. Ponadto, wpływ na wzrost ceny docelowej akcji spółki miała wycena porównawcza.

Konserwatywna wycena portfela

GTC wycenia portfel ukończonych nieruchomości pracujących (1,2 mld EUR) przy stopie kapitalizacji ok. 8,0%. Nie uległa ona istotnej zmianie na przestrzeni minionego roku, mimo że stopy kapitalizacji w CEE uległy kompresji o 0,5 p.p. do średnio 6,5% w przypadku nieruchomości typu prime. W 4Q'16 zakładamy wzrost wartości nieruchomości o najbardziej konserwatywnej wycenie w bilansie (biura w Budapeszcie i Belgradzie, Galeria Jurajska) łącznie o około +35 mln EUR.

Program inwestycyjny

Nasze prognozy zakładają ukończenie w 82 tys. m² nowej powierzchni w 2017 r., 63 tys. m² w 2018 r., 50 tys. m² w 2019 r. i 40 tys. m² w 2020 r. - wszystkie grunty były w posiadaniu spółki na koniec 2016 r. Przy uwzględnieniu Galerii Wilanów, prognozy NOI i NAV w 2020 r. wzrosłyby o około 13-14%, a FFO Yield na 2020 r. wzrósł z prognozowanych 8,6% do 9,8%. Szacujemy, że projekt wygenerowałby około 150 mln EUR zysku deweloperskiego, do rozpoznania w trakcie budowy.

Prognozy finansowe

Po okresie względnej stabilizacji EBIT oczyszczonego o rewaluację w latach 2011-2015 na poziomie około 65 mln EUR, w 2016 r. nastąpiło wybiecie powyżej 70 mln EUR w następstwie dokonanych przez spółkę akwizycji nieruchomości biurowych w Budapeszcie, Bukareszcie, Poznaniu, Gdańsku i Łodzi. Obiekty wchodziły do portfela stopniowo w trakcie roku, poza tym nie wszystkie były optymalnie wynajęte, dlatego pełny efekt powyższych akwizycji na wyniki powinien być widoczny w drugiej połowie 2017 r. Wysoka dynamika wyniku operacyjnego w 2017 r. jest ponadto pochodną oddania do użytku Galerii Północnej na Białołęce w sierpniu br. Galeria Północna jest ponadto źródłem wysokiej rewaluacji nieruchomości w latach 2016-2017. Na rewaluację 2016 r. wpływa dodatkowo założona przez nas kompresja yieldów na biurach zlokalizowanych w Budapeszcie i Belgradzie oraz Galerii Jurajskiej w Częstochowie. Po 2016 r. założona przez nas rewaluacja nieruchomości jest w całości pochodną programu deweloperskiego spółki. Nie zakładamy natomiast przeszacowań nieruchomości pracujących. Przy założonej skali inwestycji LTV portfela nieruchomości pozostaje poniżej poziomu 45% we wszystkich latach prognozy pomimo wskaźnika wypłaty dywidendy na poziomie 38% FFO w 2017 r. oraz ok. 45% FFO w latach 2018-2020. FFO Yield w latach 2016-2020 rośnie w tempie CAGR 16%, przy czym najsilniejszej dynamiki spodziewamy się w 2018 r. - następny rok po oddaniu do użytku Galerii Północnej. FFO Yield za 2017 r. (5,3%) jest zbliżony do obserwowanego w Europie Zachodniej, jednak dynamika wzrostu FFO po 2017 r. jest znacznie wyższa niż w ustabilizowanych spółkach zachodnioeuropejskich, w których komponent deweloperski gra znacznie mniejszą rolę.

Robyg
kupuj

Analitik: Piotr Zybala	Cena bieżąca:	3,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:	2017-01-27				
	Cena docelowa:	3,95 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	480,4	528,8	10,1%	440,1	-16,8%	697,8	58,6%	Liczba akcji (mln)	263,1
EBITDA	60,8	125,6	106,6%	100,8	-19,8%	166,6	65,3%	MC (cena bieżąca)	789,3
marża EBITDA	12,7%	23,8%		22,9%		23,9%		EV (cena bieżąca)	1 102,4
EBIT	59,0	123,3	108,8%	98,5	-20,1%	164,3	66,9%	Free float	16,5%
Zysk netto	79,7	105,7	32,5%	80,9	-23,4%	130,7	61,5%		
P/E	9,9	7,5		9,8		6,0		Zmiana ceny: 1m	1,0%
P/CE	9,7	7,3		9,5		5,9		Zmiana ceny: 6m	2,0%
P/BV	1,6	1,4		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	4,9%
EV/EBITDA	17,0	9,1		10,9		6,2		Min (52 tyg.)	2,7
DYield (%)	3,7	6,7		8,0		8,3		Max (52 tyg.)	3,2

Robyg zakończył 2016 r. silnym akcentem, osiągając w 4Q nowy historyczny rekord sprzedaży mieszkań na poziomie 846 lokali (+50% r/r). W całym 2016 r. spółka znalazła nabywców na niemal 3000 lokali (+27% r/r), mimo że zaczynała rok z celem Zarządu na poziomie 2600 szt. W zaktualizowanych prognozach zakładamy sprzedaż około 3100 mieszkań w 2017 r. (+5%). Z punktu widzenia rekordowej oferty na poziomie 2,2 tys. lokali (+44% r/r) oraz kolejnych 11,0 tys. mieszkań w przygotowaniu (+22% r/r), cel ten nie wydaje się zbyt wymagający, nawet w scenariuszu rynkowego spowolnienia. Bliższego monitoringu wymaga jednak tempo wprowadzania nowych projektów do budowy. Opóźnienie w uruchomieniu kilku inwestycji jest przyczyną obniżenia naszych prognoz ZN'17 o 11% (P/E'17=9,8x), przy jednoczesnym podniesieniu prognoz ZN'18 o 17% (P/E'18=6,0x). Teoretycznie potencjał wynikowy Robyga jest wyższy niż wskazują nasze prognozy na lata 2018-2019 (~130 mln PLN). By przekroczyć ten poziom spółka musiałaby jednak zrealizować własny cel związany z rozpoczęciem budowy 4,7 tys. lokali w 2017 r. Jest to wartość wyższa niż łączna liczba mieszkań wprowadzonych do budowy w ciągu ostatnich 2 lat. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Robyga, wyznaczając cenę docelową dla akcji Robyga na poziomie 3,95 PLN (poprzednia: 3,89 PLN).

Zmiany w prognozach na lata 2016-2018

Pozytywne zaskoczenie na wynikach 3Q'16 oraz nieco wyższa od naszych oczekiwań liczba przekazanych mieszkań pozwalają na podniesienie prognozy ZN'16 o 12% do 106 mln PLN. Jednocześnie obniżamy naszą prognozę ZN'17 o 11% w związku z wspomnianym częściowym przesunięciem przekazania mieszkań na 2016 r. oraz opóźnieniem realizacji kilku inwestycji. Kolejny silny wzrost wyniku finansowego powinien nastąpić w 2018 r., co ma związek z bardzo wysoką bieżącą sprzedażą oraz dużym potencjałem banku ziemi. Względem konsensusu nasze prognozy są o 15% wyższe na 2016 r. oraz 17% wyższe na 2018 r. Jednocześnie konsensus jest zbyt optymistyczny na 2017 r., zakładając 96 mln PLN (19% powyżej naszej prognozy). Łączny zysk netto szacowany przez nas w okresie 2016-2018 wynosi 317 mln PLN i jest wyższy o 7% względem naszej prognozy z października ubiegłego roku.

Potencjał banku ziemi

Kosztom wyższego zadłużenia Robyg zbudował największy bank ziemi wśród deweloperów giełdowych. Na koniec 2016 r. jego potencjał wyniósł 12,8 tys. mieszkań (+31% r/r). Ponadto spółka posiadała 2,8 tys. mieszkań w budowie (+15% r/r). Łączna liczba mieszkań w budowie i przygotowaniu stanowi odpowiednik 5-letniej sprzedaży. Bank ziemi Robyga dzieli się równo między Warszawę i Gdańsk, gdzie Robyg jest rynkowym liderem. W 2016 r. spółka rozszerzyła swoją ofertę w Gdańsku o 1 lokalizację (Letnica) oraz zawarła przedwstępna umowę nabycia kolejnej działki w Śródmieściu. W Warszawie Robyg działa w 10 lokalizacjach vs. 6 na koniec 2015 r.

Wysoka dywidenda pomimo wzrostu zadłużenia

Znaczące wydatki na grunty w wysokości 195 mln PLN w 9M'16 (+127% r/r) spowodowały wzrost zadłużenia Robyga do jednego z najwyższych poziomów w sektorze. Wskaźnik dług netto/kapitał własny wzrósł w Robygu do ok. 80%. W kolejnych kwartałach spodziewamy się stopniowego spadku zadłużenia. Obecny bank ziemi nie wymaga pilnego uzupełnienia ani w Warszawie ani w Gdańsku. Polityka dywidendowa Robyga na lata 2017-2018 zakłada wypłatę 65-80% skonsolidowanego zysku za rok ubiegły. Uważamy, że w 2017 r. ostateczny wskaźnik wypłaty może być niższy niż 65% za względu na brak wystarczających zysków w spółce matce. Szacowany przez nas poziom DPS'17=0,24 PLN oraz DPS'18=0,25 PLN implikuje jednak solidny DYield na poziomie 8,0-8,3%, 37% powyżej sektorowej mediany.

4Q'16 benchmarkiem na kolejne lata

W ostatnim kwartale 2016 r. Robyg rozliczył niemal 1200 mieszkań (największa liczba lokali rozliczonych w jednym kwartale). Do wyniku istotnie kontrybuowało 7 projektów. Wyniki finansowe kwartału mogą być istotnym prognostykiem marż w 2017 r. Pozytywne zaskoczenie na marżach miało już miejsce w 3Q'16 i skłoniło nas do lekkiego podniesienia rentowności wybranych projektów. Szacujemy, że marże Robyga będą rosły w latach 2017-2018 bez względu na to czy ceny mieszkań wzrosły. Zakupy gruntów dokonane przez spółkę w 2016 r. pozwalają według nas na osiągnięcie średnio około 30% marży. Jest to wyraźnie wyższy poziom od obserwowanego w 2016 r. Po 9 miesiącach marża brutto ze sprzedaży w Robygu (uwzględniając konsolidację proporcjonalną projektów JV) wzrosła do 25% z 20% rok wcześniej.

Handel

AmRest		akumuluj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		347,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		367,00 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	3 338,7	4 187,0	25,4%	5 408,4	29,2%	6 425,4	18,8%	Liczba akcji (mln)	21,2
EBITDA	419,6	554,5	32,1%	722,5	30,3%	895,1	23,9%	MC (cena bieżąca)	7 361,2
marża EBITDA	12,6%	13,2%		13,4%		13,9%		EV (cena bieżąca)	8 492,0
EBIT	195,7	284,2	45,2%	355,9	25,2%	467,6	31,4%	Free float	22,7%
Zysk netto	160,0	198,6	24,1%	246,9	24,3%	333,7	35,1%		
P/E	46,0	37,1		29,8		22,1		Zmiana ceny: 1m	18,8%
P/CE	19,2	15,7		12,0		9,7		Zmiana ceny: 6m	40,1%
P/BV	7,1	5,7		4,8		4,0		Zmiana ceny: 12m	90,3%
EV/EBITDA	19,6	15,3		11,8		9,3		Min (52 tyg.)	167,3
DYield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	347,0

Wstępne dane sprzedażowe za 4Q'16 potwierdzają kontynuację silnego trendu w wynikach spółki. Oczyszczona efektywność sprzedaży/restaurację została poprawiona o 3,2% R/R. Oczekujemy, że wzrost efektywności sprzedaży na podstawowych rynkach spółki powinien zostać utrzymany w 2017 roku (oczekiwana poprawa efektywności sprzedaży/restaurację o 5,4% R/R). Zgodnie z zapowiedziami Zarządu spółki, organiczna sieć sprzedaży powinna się powiększyć o rekordowe 200 placówek brutto w 2017 roku (szacujemy około 191 lokalizacji netto; +18,5% R/R). Wzrost efektywności sprzedaży, konsolidacja przejętych biznesów oraz poprawa wyników dywizji rosyjskiej, chińskiej oraz niemieckiej, powinny pozwolić spółce na poprawę EBITDA o 30,3% R/R do 722,5 mln PLN w 2017 roku, sprawiając że będzie to kolejny rekordowy rok w wykonaniu spółki (kolejny po 2016). Ponadto zwracamy uwagę na wysokie prawdopodobieństwo dalszych akwizycji restauracji od spółki YUM Brands!, która zgodnie z przyjętą strategią powinna sprzedać około 2 150 restauracji własnych do końca 2018 roku. Szacujemy, że EBITDA AmRest będzie rosła w tempie 28,7% 2016-18 CAGR. Uwzględniając bardzo dobre perspektywy spółki, zalecamy akumulowanie walorów AmRest wyznaczając cenę docelową na 367 PLN.

Oczekiwana kontynuacja poprawy wyników w 2017 roku

W ciągu 9M'16 spółka pokazała imponujące wyniki operacyjne, których zwieńczeniem były rekordowe wyniki w 3Q'16 (osiągnięte pomimo efektu wysokiej bazy). W 2016 roku spółka poprawiła efektywność sprzedaży na większości najważniejszych dla biznesu rynkach. Dwucyfrowa dynamika poprawy R/R sprzedaży/restaurację została odnotowana na Węgrzech oraz w Rosji (wspierający efekt aprecjacji RUB/PLN R/R w 3-4Q'17). Pomimo konsolidowania nisko-marżowych kawiarni Starbucks przejętych na rynku niemieckim, rentowność Grupy AmRest na poziomie grupy była na płaskim poziomie R/R w 3Q'16 (7,9%), co wynikało ze znacznej poprawy rentowności biznesu w Hiszpanii, Czechach, Chinach, Rosji oraz w pozostałych krajach CEE. Oczekujemy, że pozytywne trendy w wynikach zostaną utrzymane. Dodatkowo kontrybucji do rezultatów można oczekiwać w szczególności z rynku rosyjskiego (wysoki lfl w lokalnej walucie; sprzyjający efekt walutowy w 2017 roku), chińskiego (utrzymanie poprawy rentowności biznesu zaraportowanej w 3Q'16), niemieckiego (optymalizacja rentowności przejętych placówek) oraz węgierskiego (kontynuacja poprawy efektywności sprzedaży/restaurację oraz utrzymania rentowności).

Rekordowe 200 otwarć brutto w 2017 roku

W 2016 r. spółka odnotowała wzrost organiczny sieci o 130 placówek netto (275 lokalizacji po uwzględnieniu przejętych kawiarni Starbucks na rynku niemieckim), co dało 14,4% R/R wzrostu sieci. Spółka zakłada, że dalszy dynamiczny rozwój oraz wykorzystanie zapisów umowy masterfranczyzy z Pizza Hut pozwoli spółce otworzyć 200 restauracji brutto (szacowane 191 placówek netto; +18,5% R/R).

Dalszy wzrost ekspozycji na rynek niemiecki

Pod koniec XI'16 spółka ogłosiła chęć przejęcia 15 restauracji KFC od YUM! Brands, które działają na rynku niemieckim. Wcześniej w 2016 roku spółka ogłosiła przejęcie 144 kawiarni Starbucks na tym rynku. Prezydent marki KFC Germany zakłada dynamiczny wzrost sieci KFC w Niemczech przy wykorzystaniu potencjału obecnych operatorów restauracji działających pod marką. Naszym zdaniem powyższe plany istotnie zwiększają szansę dokonywania kolejnych przejęć przez AmRest na tym rynku. Jednocześnie relatywnie niskie nasycenie tego rynku restauracjami KFC stwarza duże możliwości rozwoju dla AmRest.

YUM! Brands zakłada sprzedaż około 2 150 restauracji własnych do końca 2018 roku

YUM! Brands (właściciel m.in. marek KFC oraz Pizza Hut) ogłosił w X'16 nową strategię, której celem jest zmiana struktury portfela restauracji. Spółka planuje zwiększenie udziału restauracji franczyzowych z 93% do 98% na koniec 2018 roku. Oznacza to sprzedaż około 2 150 placówek własnych. Jednocześnie zarząd spółki YUM! Brands zadeklarował, że restauracje będą sprzedawane do dynamicznie rosnących operatorów spółki. Potwierdzeniem tej tezy jest transakcja sprzedaży restauracji Pizza Hut we Francji do AmRest (ogłoszone w I'17). Uważamy, że istnieje wysokie prawdopodobieństwo sprzedania placówek działających we Francji, Niemczech oraz w Rosji. Biorąc pod uwagę poprawiające się wyniki AmRest oraz zadłużenie na poziomie 1,8x DN/EBITDA na koniec 3Q'16, oczekujemy że spółka będzie aktywna na polu akwizycyjnym w średnim terminie.

Możliwe kolejne akwizycje uzasadniają premię w wycenie

Biorąc pod uwagę poprawę wyników oraz dokonane akwizycje szacujemy 28,7% średniorocznego wzrostu EBITDA w latach 2016-18 vs. 7,9% EBITDA CAGR 2016-18 średnio w spółkach tworzących grupę porównawczą (spółka Asea, która posiada bardzo zbliżony model biznesowy, oferuje 16,5% EBITDA CAGR 2016-18). Znacznie wyższe tempo poprawy wyników oraz możliwy dalszy skokowy wzrost przez akwizycje, naszym zdaniem uzasadniają uwzględnienie premii w wycenie spółki.

CCC
akumuluj

Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca: 207,00 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27					
		Cena docelowa: 219,00 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	2 307,0	3 190,9	38,3%	4 045,2	26,8%	4 882,0	20,7%	Liczba akcji (mln)	39,1
EBITDA	323,6	437,0	35,0%	599,2	37,1%	715,9	19,5%	MC (cena bieżąca)	8 099,3
marża EBITDA	14,0%	13,7%		14,8%		14,7%		EV (cena bieżąca)	8 839,2
EBIT	256,7	369,0	43,8%	525,1	42,3%	635,4	21,0%	Free float	58,1%
Zysk netto	245,1	306,5	25,0%	388,6	26,8%	478,4	23,1%		
P/E	32,4	26,4		20,8		16,9		Zmiana ceny: 1m	4,1%
P/CE	25,5	21,6		17,5		14,5		Zmiana ceny: 6m	12,3%
P/BV	7,1	6,9		5,4		4,2		Zmiana ceny: 12m	73,6%
EV/EBITDA	25,7	20,3		14,8		12,2		Min (52 tyg.)	119,2
DYield (%)	1,4	1,1		0,7		0,7		Max (52 tyg.)	218,5

Spółka ma za sobą bardzo dobry sezon jesienno-zimowy'16, czego rezultaty powinny być widoczne w wynikach za 4Q'16 oraz 2016 rok. Szacujemy, że przy przychodach na poziomie 3 191 mln PLN, spółka wypracuje 306,5 mln PLN oczyszczonego zysku netto w 2016 roku (+25% R/R). Dobre otoczenie makroekonomiczne, szeroka oferta dla konsumenta oraz ograniczona presja konkurencyjna powinny sprzyjać poprawie wyników spółki również w 2017 roku. Uwzględniając ambitne plany ekspansji Zarządu spółki, oczekujemy 19% CAGR wzrostu powierzchni sprzedażowej w latach 2016-18 (+205 tys. mkw. w 2018 vs. 2016 r.). Uważamy, że ograniczenie wzrostu powierzchni w Europie Zachodniej (ograniczenie straty z tych rynków), dalszy rozwój biznesu w Polsce oraz regionie CEE pozytywnie wpłynie na rentowność EBIT spółki, która według naszych szacunków zwiększy się o 1,4p.p. R/R w 2017 roku. Ponadto, prognozujemy dalszy dynamiczny rozwój platformy Eobuwie.pl (+50% R/R w 2017 roku), która daje spółce ekspozycję na dynamicznie rosnący kanał e-commerce. Niemniej jednak uważamy, że powyższe czynniki są odpowiednio zdyskontowane w cenie i zalecamy akumulowanie akcji CCC (cena docelowa 219 PLN).

Sprzyjające otoczenie makroekonomiczne

Podwyższenie płacy minimalnej, wprowadzenie minimalnej płacy godzinowej brutto na poziomie 12 PLN, kontynuacja programu 500+ powinny nadal pozytywnie wpływać na poziom konsumpcji na rynku polskim. Dodatkowym czynnikiem, który powinien pozwolić spółce na poprawę sprzedaży porównywalnej jest bardzo mocna pozycja marki CCC w Polsce oraz umacnianie jej na innych rynkach regionu CEE. Spółka planuje kontynuację kampanii marketingowej w Polsce, Czechach, na Słowacji oraz Węgrzech także w 2017 r. Wszystkie te czynniki połączone z dalszym poszerzeniem oferty sklepów (wprowadzanie markowego obuwia sportowego) powinny przełożyć się na wzrost wskaźnika sprzedaży/mkw. o 0,7% w 2016 r. oraz kontynuację dodatniej dynamiki R/R na poziomie 1,6% R/R w 2017 r.

Ambitne plany ekspansji powierzchni sprzedażowej

Według naszych szacunków spółka powiększyła powierzchnię sprzedażową własnych sklepów o 23% R/R 425 tys. mkw. na koniec 2016 r. Oznacza to zrealizowanie 167 tys. mkw. otwarć planowanych w strategii na lata 2016-18 (+62,1% planowanych otwarć). Zgodnie z założeniami Zarządu spółka powinna powiększyć powierzchnię sklepów po mini. 100 tys. mkw. netto w latach 2017-19. W naszych założeniach przyjmujemy wzrost o 116 tys. mkw. w 2017 r., o 89 tys. mkw. w 2018 r. oraz o 84 tys. mkw. w 2019 r. Oczekujemy, że najwięcej powierzchni zostanie dodane w Polsce oraz w pozostałych krajach CEE. Istotnemu ograniczeniu powinna

ulec ekspansja sieci sklepowej na rynkach niemieckim i austriackim. Oczekujemy, że coraz większą kontrybucję do wzrostu powierzchni sprzedażowej będzie miał rynek rosyjski (zarząd zapowiada cel otwarć na poziomie około 20 tys. mkw.). Oczekujemy, że całkowita powierzchnia sprzedażowa spółki będzie rosła w tempie 19% CAGR w latach 2016-18.

Ograniczona wrażliwość na kurs USDPLN

Spółka denominuje około 50% COGS w USD, co jest poziomem znacznie niższym od podmiotów konkurencyjnych. Jednocześnie spółka rozliczyła zakup kolekcji wiosna-lato'17 po kursie USDPLN, który nie powinien negatywnie wpływać na marżę brutto na sprzedaży. Zakładając utrzymanie posobnego kursu USDPLN w VI'17, rentowność sprzedaży kolekcji jesień-zima'17, może być nieznacznie niższa R/R. Biorąc pod uwagę silną pozycję spółki na podstawowych rynkach ograniczoną presją konkurencyjną (vs. rynek odzieżowy), nie wykluczamy możliwości częściowego przeniesienia wyższych kosztów zakupu na klienta. Pomimo ryzyka związanego z niekorzystnym wpływem FX szacujemy, że skonsolidowana marża brutto na sprzedaży spółki wzrośnie o 0,2p.p. R/R do 53,4% w 2017 roku.

Wzrost udziału wysokomarżowych kanałów sprzedaży pozwoli zwiększyć rentowność

W wyniku udanego pod względem wyników sezonu jesień-zima'16, oczekujemy, że marża netto spółki w 2016 roku będzie zbliżona do poziomu 9,6%, co przekłada się na 308 mln PLN zysku netto. Spółka powinna poprawić rentowność netto w 2016 r., pomimo wzrostu straty w segmencie Europa Zachodnia (Austria i Niemcy) z 37,7 mln PLN do 73,5 mln PLN. Ograniczenie straty na rynkach niemieckim i austriackim (zmniejszenie tempa wzrostu powierzchni i oczekiwana poprawa efektywności sprzedaży), poprawa rentowności biznesu polskiego i w CEE oraz coraz większy udział wysokomarżowego Eobuwie.pl i hurtu w sprzedaży, powinny pozwolić na zaraportowanie 9,6% marży netto w latach 2017/18. W efekcie oczekujemy, że zysk netto będzie rósł w tempie 22,6% CAGR 2016-18.

Dalszy dynamiczny rozwój kanału e-commerce

W pierwszym roku konsolidowania Eobuwie, spółka powinna zaraportować około 295 mln PLN sprzedaży w 2016 r. (wzrost o ponad 100% R/R). Platforma ma nadal inwestować w rozwój na obecnych i nowych rynkach, co powinno przełożyć się na około 50% wzrostu przychodów w kanale e-commerce w 2017 r. Szacujemy, że marża segmentu e-commerce zmniejszy się w 2016 r. do poziomu ok. 15,5%, co związane jest z podwyższonymi kosztami ponoszonymi na marketing. Szacujemy, że segment wygeneruje odpowiednio 50,6 mln PLN oraz 71,5 mln PLN zysku w 2017/18, co powinno stanowić około 11% łącznego zysku segmentów w latach 2017/18. Biorąc pod uwagę bardzo dobre perspektywy wzrostu kanału e-commerce na kolejne lata oczekujemy utrzymania 28,1% CAGR w 2017-20.

Eurocash		kupuj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca: 39,90 PLN		Data ostatniej aktualizacji: 2017-01-27					
		Cena docelowa: 46,20 PLN							
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	20 318,2	21 172,8	4,2%	23 092,9	9,1%	24 608,4	6,6%	Liczba akcji (mln)	138,9
EBITDA	475,6	467,6	-1,7%	528,3	13,0%	621,2	17,6%	MC (cena bieżąca)	5 542,9
marża EBITDA	2,3%	2,2%		2,3%		2,5%		EV (cena bieżąca)	5 489,5
EBIT	325,1	305,2	-6,1%	357,1	17,0%	445,4	24,7%	Free float	46,3%
Zysk netto	212,4	209,7	-1,3%	253,5	20,9%	332,8	31,3%		
P/E	26,1	26,4		21,9		16,7		Zmiana ceny: 1m	4,9%
P/CE	15,2	14,9		13,1		10,9		Zmiana ceny: 6m	-23,6%
P/BV	5,0	4,8		4,3		3,7		Zmiana ceny: 12m	-23,7%
EV/EBITDA	12,1	12,2		10,4		8,4		Min (52 tyg.)	34,0
DYield (%)	2,0	2,6		1,9		2,3		Max (52 tyg.)	58,3

Rok 2016 był dla Eurocash okresem trudnym, na co wpływ miały: i) utrzymująca się deflacja koszyka cen, ii) problem kanibalizacji w segmencie C&C; iii) spadek ilości sklepów w sieci Delikatesy Centrum; oraz iv) oczekiwanie na decyzję UOKiK w sprawie przejęcia PDA oraz EKO Holding (finalnie otrzymane w XII'16). Część z wyżej wymienionych czynników miało negatywny wpływ na rezultaty spółki, które po 9M'16 obniżyły się o 3,5% R/R na poziomie EBITDA oraz o 2,6% R/R na poziomie zysku netto. W 4Q'16 oczekujemy utrzymania się tendencji zaobserwowanych w poprzednich kwartałach 2016 roku, co w efekcie powinno przełożyć się na zmniejszenie EBITDA o 3,2% R/R do 179,3 mln PLN oraz zysku netto o 5,3% R/R do 91,8 mln PLN. W 2017 roku rezultaty spółki powinny ulec poprawie, w czym pomagać powinny: i) konsolidacja przejętych biznesów; ii) wzrost sprzedaży porównywalnej R/R w C&C oraz sieci Delikatesy Centrum (wdrażanie projektu fresh, efekt niskiej bazy, pozytywny wpływ inflacji). Wzrost sprzedaży porównywalnej powinien przewyższyć negatywny efekt inflacji kosztowej oraz pozwolić na poprawę EBITDA o 13% R/R do 528,3 mln PLN. Oczekujemy, że dynamika wyników ulegnie poprawie w 2018 roku ze względu na osiągnięcie rentowności projektu fresh (dostawy kategorii świeżych towarów do sklepów). Biorąc powyższe pod uwagę, wyznaczamy cenę docelową na 46,20 PLN oraz zalecamy kupno akcji Eurocash.

Oczekiwana poprawa wyników od 1Q'17

Oprócz pozytywnego wpływu konsolidacji EKO Holding oraz hurtowni należących do PDA oczekujemy, że sprzedaż porównywalna odnotowana w poszczególnych segmentach działalności spółki będzie wspierana przez pozytywny efekt inflacji, poprawę dochodu dyspozycyjnego konsumentów oraz efekt niskiej bazy. Efekt powyższych powinien być widoczny w poprawie efektywności sprzedaży/hurtownię Cash&Carry o 4% R/R w 2017 roku (wskaźnik odnotował dwucyfrowy średnioroczny spadek w latach 2014-16) oraz w 5% R/R wzroście sprzedaży/sklep w sieci Delikatesy Centrum (pozytywna kontrybucja projektu fresh). Jednocześnie zakładamy, że spółka dokona wewnętrznej analizy efektywności w sieci hurtowni C&C, co powinno pozytywnie wpłynąć na generowaną sprzedaż (zakładamy zamknięcie 2 hurtowni w 2017 roku). Poprawiające się otoczenie rynkowe (powrót inflacji, wzrost konsumpcji), powinny przełożyć się na większą skłonność potencjalnych franczyzobiorców do otwierania placówek Delikatesy Centrum. Szacujemy otwarcia netto na 60 sklepów netto w 2017 roku oraz 80 sklepów netto w 2018 roku.

Dalszy rozwój projektu dostaw świeżych produktów

W 2016 roku spółka rozpoczęła implementację projektu zwiększenia dostaw produktów świeżych do sklepów. W początkowej fazie projekt objął 400 placówek (2016 rok), których ilość ma się podwoić w 2017 roku. Dostawy dodatkowego asortymentu mogą wpłynąć na zwiększenie realizowanej wartości sprzedaży do sieci Delikatesy Centrum o około 20%. Docelowo projekt powinien objąć również część sklepów z sieci ABC oraz z sieci partnerskich. Szacujemy, że działalność oparta na dostawach świeżych produktów powinna pozytywnie kontrybuować do wyniku w 2018 roku.

Wzrost rentowności biznesu

Oczekujemy wzrostu rentowności na poziomie EBIT o 0,11p.p. R/R do 1,55% w 2017 roku wynikającą z: i) poprawiającej się efektywności sprzedaży w segmentach C&C, Delikatesy Centrum oraz Tradis; ii) rozwodnienia kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu wynikającego ze zwiększenia wartości sprzedaży. W efekcie szacujemy zwiększenie EBIT o 17% R/R do 357 mln PLN w 2017 roku. Według naszych prognoz EBITDA powinna poprawić się o 13% R/R do 528,3 mln PLN w 2017 roku. Oczekujemy, że średnioroczny wzrost EBITDA w latach 2016-18P wyniesie 9,3%.

Możliwe ogłoszenie kolejnych akwizycji

Na koniec 3Q'16 wskaźnik DN/EBITDA wyniósł 0,5x, natomiast dług netto był na poziomie 231 mln PLN. Biorąc pod uwagę wysoki udział Eurocash w segmencie hurtowni uważamy, że kolejne cele akwizycyjne spółki będą pochodziły z segmentu detalicznego. Uważamy jednocześnie, że Eurocash trudno będzie znaleźć duży podmiot do przejęcia i bardziej możliwe będzie dokonanie wielu akwizycji mniejszych sieci sklepów (które docelowo zostaną dołączone do sieci Delikatesy Centrum). W naszych szacunkach nie uwzględniamy potencjalnych akwizycji.

Jerónimo Martins **akumuluj**

Analitik: Piotr Bogusz	Cena bieżąca:	15,66 EUR			Data ostatniej aktualizacji:	2017-01-27			
	Cena docelowa:	16,90 EUR							
(mln EUR)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln EUR)	
Przychody	13 728,0	14 620,0	6,5%	15 711,4	7,5%	16 752,9	6,6%	Liczba akcji (mln)	629,3
EBITDA	801,0	862,5	7,7%	942,2	9,2%	1 012,9	7,5%	MC (cena bieżąca)	9 854,7
marża EBITDA	5,8%	5,9%		6,0%		6,0%		EV (cena bieżąca)	10 274,2
EBIT	486,0	533,7	9,8%	611,2	14,5%	673,4	10,2%	Free float	32,3%
Zysk netto	333,0	621,2	86,5%	460,6	-25,9%	509,6	10,6%		
P/E	29,6	15,9		21,4		19,3		Zmiana ceny: 1m	8,0%
P/CE	15,2	10,4		12,4		11,6		Zmiana ceny: 6m	7,6%
P/BV	7,3	5,5		5,1		4,5		Zmiana ceny: 12m	27,2%
EV/EBITDA	13,4	12,1		10,9		10,1		Min (52 tyg.)	12,0
DYield (%)	4,0	1,8		3,2		2,3		Max (52 tyg.)	16,4

Kontynuacja wzrostu cen żywności R/R oraz oczekiwane, zwiększone wydatki konsumpcyjne w Polsce powinny pozytywnie wpłynąć na sprzedaż porównywalną realizowaną przez sklepy Biedronka w 2017. W naszych prognozach przyjmujemy, że sprzedaż/mkw. w sieci Biedronka wzrośnie o 4,2% w PLN (vs. +7,3% w 2016 roku). W Recheio oraz Pingo Doce szacujemy, że sprzedaż/mkw. wzrośnie o 0,6%/2,9% R/R w 2017 roku (vs. 1%/5% w 2016 roku). Dalsze zwiększanie efektywności sprzedaży powinno pozwolić spółce na podniesienie marży EBITDA JMT o 0,1p.p. R/R do 6% w 2017 roku (pomimo narastającej presji płacowej na rynku polskim). W efekcie szacujemy wzrost EBITDA o 9,2% R/R do 942,2 mln EUR. Oczekujemy, że rok 2017 będzie rekordowym pod względem otwarć sklepów ARA w Kolumbii (+107 lokalizacji do 328 na koniec 2017 roku. Jednocześnie szacujemy stratę EBITDA z segmentu Hebe oraz Ara na poziomie 63,4 mln EUR w 2017 roku vs. 52 mln EUR). Szacujemy, że wyniki segmentu ARA oraz Hebe powinny ulec poprawie od 2018 roku. Uwzględniając powyższe wyznaczamy cenę waloru JMT na 16,90 EUR oraz zalecamy akumulowanie akcji spółki.

Dalsza poprawa efektywności sprzedaży

W 2016 roku spółka poprawiła sprzedaż porównywalną we wszystkich segmentach działalności. Najwyższa dynamika lfl (+9,5%) została odnotowana w sieci Biedronka, która działała w środowisku deflacyjnym w 2016 roku. Znaczący wzrost efektywności sprzedaży był rezultatem dalszego poszerzania oferty (dodatkowe SKU w dziale ready to eat, wzmożonej aktywności promocyjnej oraz poprawiającej się sytuacji materialnej polskich konsumentów (wysoka dynamika wzrostu płac oraz subsydia rządowe). Oczekujemy, że powyższe trendy połączone z inflacją cen żywności powinny wspierać poprawę lfl również w 2017 roku. Szacujemy, że sieć Biedronka poprawi sprzedaż/mkw. denominowaną w PLN o 4,2% R/R w 2017 roku vs. +7,3% w 2016 roku (+4,2% R/R w EUR w 2017 vs. +2,7% R/R w EUR w 2016). Założenie zmniejszenia tempa poprawy efektywności sprzedaży wynika przede wszystkim z efektu bazy.

Potencjał do dalszego wzrostu rentowności EBITDA

Sieć Biedronka, która w 9M'16 wygenerowała około 80% EBITDA Grupy JMT poprawiła w analogicznym okresie rentowność EBITDA o 0,2p.p. R/R do 7%. Był to przede wszystkim efekt wzrostu efektywności sprzedaży, który przewyższył negatywny wpływ wzrostu kosztów wynagrodzeń (sieć podwyższyła dwukrotnie wynagrodzenie pracowników sieci). W 2017 roku oczekujemy 7,2% marży EBITDA w sieci Biedronka (+0,2p.p. R/R) oraz 6,0% marży EBITDA w Grupie JMT (+0,1p.p. R/R). W 2017 naszym zdaniem nieuniknione staną się dalsze podwyżki wynagrodzeń dla pracowników (takie ruchy zostały już poczynione przez konkurencję spółki). Uważamy jednak, że wzrost efektywności sprzedaży pozwoli zniwelować negatywny wpływ wzrostu kosztów SG&A na rentowność EBITDA. Szacujemy jednocześnie, że działalność portugalska spółki pogorszy rentowność na poziomie EBITDA.

Wysoki FCF yield

Podjęcie decyzji o spowolnieniu z rozwojem sieci Biedronka w Polsce do 100 placówek brutto w latach 2015-17 wpłynęło na obniżenie nakładów inwestycyjnych spółki. Zmniejszony CAPEX oraz utrzymanie wysokiego wskaźnika CFO/EBITDA (szacujemy około 100% w 2016 roku), powinno przełożyć się na poprawę poziomu wolnych przepływów gotówkowych. Szacujemy, że FCF yield wyniósł 7,25% w 2016 roku (uwzględniając wpływ ze sprzedaży Monterroio na poziomie 234 mln EUR) vs. 5,2% w 2015 roku. Spółka sukcesywnie zmniejsza zadłużenie (DN/EBITDA zmniejszył się z 0,6x na koniec 3Q'15 do -0,2x na koniec 3Q'16). Wolne przepływy gotówkowe mogą zostać przeznaczone na dywidendę, integrację pionową biznesu lub przyspieszenie rozwoju sieci Ara w Kolumbii.

Potencjał do rozwoju nowych biznesów

Spółka przyspiesza z ekspansją sieci ARA w Kolumbii, która na koniec 2016 roku składała się z 221 sklepów znajdujących się w trzech regionach. W 2017 roku planowane jest otwarcie przynajmniej jednego, nowego centrum dystrybucyjnego w celu przygotowania zaplecza do dalszego dynamicznego wzrostu. Oczekujemy, że sieć Ara powiększy się o 107 placówek netto w 2017 roku do 328 lokalizacji (vs. +76 lokalizacji netto w 2016 roku). Uważamy, że cel JMT zakładający powiększenie sieci Ara do 1000 placówek na koniec 2020 roku za realny. Biorąc pod uwagę szacowane dynamiczne tempo wzrostu sieci oczekujemy, że strata EBITDA Ara oraz Hebe zwiększy się względem 2016 roku i wyniesie około 63,4 mln PLN w 2017 roku. Według naszych prognoz sieć Ara powinna osiągnąć rentowność na poziomie EBITDA w 2020 roku.

LPP		trzymaj							
Analityk: Piotr Bogusz		Cena bieżąca:		5 370 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2017-01-27	
		Cena docelowa:		5 300 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	5 130,3	6 020,6	17,4%	7 061,6	17,3%	8 202,3	16,2%	Liczba akcji (mln)	1,8
EBITDA	726,8	492,2	-32,3%	878,3	78,4%	1 096,5	24,8%	MC (cena bieżąca)	9 854,9
marża EBITDA	14,2%	8,2%		12,4%		13,4%		EV (cena bieżąca)	10 480,6
EBIT	503,2	234,1	-53,5%	601,4	156,9%	781,6	30,0%	Free float	68,9%
Zysk netto	352,0	179,3	-49,1%	463,5	158,5%	612,6	32,2%		
P/E	27,6	55,0		21,3		16,1		Zmiana ceny: 1m	-5,1%
P/CE	16,9	22,5		13,3		10,6		Zmiana ceny: 6m	5,3%
P/BV	5,1	4,8		4,1		3,5		Zmiana ceny: 12m	-0,3%
EV/EBITDA	14,2	21,7		11,9		9,5		Min (52 tyg.)	3 820,0
DYield (%)	0,6	0,6		1,1		2,5		Max (52 tyg.)	6 210,0

Sezon jesień-zima'16 przyniósł przełom w wynikach spółki pozwalając na przyspieszenie z dynamiką realizowanej sprzedaży (+17,8% R/R w 4Q'16) oraz przekładając się na poprawę miesięcznej marży brutto na sprzedaży (+1,2p.p. R/R po wyłączeniu jednorazowej transakcji sprzedaży zapasów). Jednocześnie spółka kontynuuje prace nad poprawą jakości oferty, czego efekty powinny być widoczne w kolejnych kolekcjach. Podtrzymujemy nasze założenie poprawy rentowności sprzedaży o 3p.p. R/R do 52,7% w 2017 roku, co powinno być efektem: i) wyższej sprzedaży w pierwszych cenach; ii) wzrostu rentowności na rynku rosyjskim (aprecjacja RUBPLN R/R); iii) wyższych marż w okresach wyprzedazowych (efekt sprzedaży zapasów w XII'16); iv) mniejszej niż w 2016 roku presji ze strony USDPLN. Jednocześnie oczekujemy utrzymania presji ze strony kosztów SG&A (głównie wzrost kosztów wynagrodzeń), co powinno mieć odzwierciedlenie we wzroście SG&A/mkw. o 6% R/R w 2017 (vs. szacowane +6,6% w 2016 roku). W efekcie oczekujemy wzrostu rentowności EBIT o 4,6p.p. R/R do 8,5% w 2017 roku. Biorąc powyższe pod uwagę zalecamy trzymanie akcji LPP oraz wyznaczamy cenę docelową na 5300 PLN/akcję.

Zakładana poprawa marży brutto na sprzedaży

Pierwsze efekty zakładanej przez spółkę poprawy jakości kolekcji były widoczne w poprawie danych sprzedażowych oraz w podwyższeniu rentowności sprzedaży w IX-XII'16. Zgodnie z zapowiedziami spółki, pełne efekty zapowiadanej poprawy jakości kolekcji mogą być widoczne w kolekcji jesień-zima'17. Ponadto spółka w XII'16 podjęła decyzję o sprzedaży zapasu poprzednich kolekcji o niskiej jakości generując około 104 mln PLN straty na sprzedaży towaru. Powyższa transakcja powinna pozwolić spółce na zmniejszenie skali wyprzedaży w 2017 roku. Oczekujemy wzrostu marży brutto na sprzedaży LPP o 3p.p. R/R do 52,7% w 2017 roku, co wynikać powinno z: i) wyższej sprzedaży w pierwszych cenach (efekt poprawy kolekcji); ii) mniejszej skali wyprzedaży (efekt sprzedaży zapasu starszych kolekcji); iii) pozytywnego wpływu RUBPLN na wynik biznesu rosyjskiego; oraz iv) efektu niskiej bazy. Uwzględniamy jednocześnie ryzyko zakupu kolekcji po wyższym kursie USDPLN R/R oraz ryzyko wzmożonej konkurencji na rynku. W 2018 roku oczekujemy nieznacznej poprawy marży brutto na sprzedaży o 0,6p.p. R/R do 53,3%.

Dalsza poprawa sprzedaży porównywalnej

Oczekiwany wzrost atrakcyjności oferty spółki oraz poprawiające się otoczenie makroekonomiczne (wzrost płacy minimalnej, program 500+) powinny wpłynąć na poprawę sprzedaży/mkw. o 1,3% w 2017 r. w Polsce vs. szacowane -1,4% w 2016 r. (oraz -5,8% w 2015 r.). Jednocześnie oczekujemy silnego wzrostu sprzedaży/mkw. na rynku rosyjskim, gdzie silne trendy na lokalnym rynku powinny być wspierane przez aprecjację RUBPLN R/R. Podobnych tendencji oczekujemy na rynkach regionu CEE. Powyższe zdarzenia powinny przełożyć się na wzrost efektywności sprzedaży o 6,6% R/R w 2017 roku w Grupie LPP (vs. szacowane 4,3% R/R w 2016 roku).

Wzrost powierzchni o 11,1% R/R w 2017 r.

W 2016 roku spółka zdecydowała o ograniczeniu tempa ekspansji powierzchni sklepowej do 8,8% R/R, w celu skoncentrowania się na poprawie sprzedaży porównywalnej oraz na poprawie jakości kolekcji. W 2017 roku oczekujemy kontynuacji działań mających na celu zwiększenie sprzedaży porównywalnej oraz wzrostu powierzchni sklepowej o 11,1% R/R. Główną kontrybucję do wzrostu powierzchni powinny mieć Polska oraz region CIS (wykorzystanie relatywnie niskiej konkurencji i poprawiającej się koniunktury w Rosji), które odpowiednio powinny stanowić 34,1% oraz 35% ze 102 tys. mkw. powierzchni dodanej w 2017 roku. Oczekujemy, że powierzchnia sklepów będzie rosła w tempie 10,1% CAGR w latach 2016-19. Zwracamy uwagę, że w miarę utrzymania poprawy sprzedaży porównywalnej, spółka może się zdecydować na przyspieszenie tempa ekspansji.

Wyższe koszty pracy negatywnie będą wpływały na rentowność biznesu

Według naszych szacunków koszty sprzedaży/mkw. zwiększyły się o 7,3% R/R do 230,5 PLN w 2016 roku, co było przede wszystkim napędzane przez rosnące koszty pracy. Oczekujemy, że podobna tendencja zostanie utrzymana w 2017 roku przekładając się na zwiększenie kosztów SG&A/mkw. o 6,6% R/R do 249,4 PLN. Szacujemy, że częściowo wzrost kosztów sprzedaży/mkw. R/R powinien zostać stłumiony przez zwiększanie średniej powierzchni sklepu w Grupie LPP. Uwzględniając powyższe szacujemy, że marża EBIT powinna zwiększyć się o 4,6p.p. R/R do 8,5% w 2017 roku oraz o 1p.p. R/R do 9,5% w 2018 roku. Szacujemy, że spółka wypracuje 601,4 mln PLN EBIT w 2017 roku (+158,5% R/R) oraz 781,6 mln PLN w 2018 roku (+156,9% R/R).

Inne

PBKM		kupuj							
Analitik: Paweł Szpigiel		Cena bieżąca:		57,60 PLN		Data ostatniej aktualizacji:		2016-12-22	
		Cena docelowa:		70,00 PLN					
(mln PLN)	2015	2016P	zmiana	2017P	zmiana	2018P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	104,8	125,7	19,9%	140,1	11,5%	154,7	10,4%	Liczba akcji (mln)	5,0
EBITDA	20,0	34,7	74,1%	42,2	21,3%	49,5	17,5%	MC (cena bieżąca)	286,3
marża EBITDA	19,0%	27,7%		30,1%		32,0%		EV (cena bieżąca)	283,8
EBIT	15,4	29,9	94,0%	36,1	20,6%	43,3	20,2%	Free float	48,8%
Zysk netto	9,1	24,0	163,4%	29,0	20,8%	34,9	20,4%		
P/E	31,4	11,9		9,9		8,2		Zmiana ceny: 1m	8,1%
P/CE	21,0	9,9		8,2		7,0		Zmiana ceny: 6m	15,5%
P/BV	7,1	5,0		3,7		2,8		Zmiana ceny: 12m	22,6%
EV/EBITDA	14,2	8,2		6,7		5,7		Min (52 tyg.)	47,0
DYield (%)	2,1	2,4		2,9		4,3		Max (52 tyg.)	60,0

PBKM zajmuje się przechowywaniem komórek macierzystych pozyskiwanych w trakcie porodu z krwi pępowinowej. Komórki takie wykorzystuje się w wielu schorzeniach hematologicznych (jak anemia czy białaczka), zaburzeniach metabolicznych i immunologicznych oraz w medycynie regeneracyjnej. Krew pępowinowa to alternatywne źródło komórek macierzystych do szpiku kostnego oraz embrionów. PBKM ma silną pozycję lidera w Polsce oraz czołową pozycję w Europie (z udziałem na poziomie 14%). Grupa posiada znaną markę FamiCord, dobrze rozwiniętą sieć dystrybucji, długoterminowe relacje ze środowiskiem medycznym. Inwestycja w akcje PBKM oferuje inwestorom rzadko spotykane na GPW połączenie defensywnego profilu, relatywnie małe uwrażliwienie na otoczenie polityczne oraz dywidendy (szacujemy DYield'17 na poziomie 2,9%). Dodatkowo, prognozujemy dynamiczny wzrost wyników w kolejnych latach (CAGR EBITDA'16-19P = 17%), przy dobrej pozycji bilansowej (gotówka netto w całym okresie prognozy). Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne kupuj przy poziomie ceny docelowej rządu 70,0 PLN.

Defensywny profil działalności

PBKM działa na rynku usług medycznych, mało wrażliwym na koniunkturę gospodarczą. Zwracamy uwagę na dość duży udział sprzedaży w modelu abonamentowym w porównaniu z konkurentami europejskimi, co w długim terminie jest mniej ryzykowne vs. przechowywanie większości próbek w modelu przedpłaconym (większa przewidywalność przepływów pieniężnych). Podkreślamy, że ok. 23% przychodów gotówkowych jest generowane na przechowywaniu próbek. Uznajemy tę część za przewidywalną, ze względu na niski wskaźnik churn (poniżej 1%).

Potencjał do wypłaty dywidendy

Polityka dywidendowa Spółki przewiduje wypłatę do 50% skonsolidowanego zysku netto w formie dywidendy, co znalazło potwierdzenie w historii wypłat z ostatnich lat. W 2017 r. ze względu na dość niski cash flow operacyjny prognozujemy stopę wypłaty z zysku na poziomie 35% i wzrost tego parametru do 50% w ciągu dwóch lat. W naszych prognozach zakładamy osiągnięcie poziomu DYield = 7% w 2019 r., na co pozwalać będzie niska kapitałochłonność biznesu (CAPEX <4% przychodów) oraz dobra pozycja bilansowa (gotówka netto na koniec 2015 r. i w całym okresie prognozy).

Perspektywa wzrostu wyników

PBKM podwoił w ciągu ostatnich trzech lat ilość przechowywanych próbek i osiągnął pułap 123 tys. (w segmencie B2C). Zakładamy, że PBKM przekroczy pułap 200 tys. próbek w 2020 r., tj., rok później niż na chwilę obecną deklaruje Zarząd. Wzrostów spodziewamy się zwłaszcza (1) w Polsce ze względu na przeciętną obecnie penetrację usługami bankowania krwi, tj. 1-3%, napływ ludności do dużych miast, będących głównym rynkiem zbytu PBKM oraz bogacenie się społeczeństwa, oraz (2) w Turcji ze względu na najwyższy w Europie wskaźnik narodzin (aż 1 337 tys. rocznie) przy penetracji rynku < 1%. Dodatkowo, oczekujemy efektu dźwigni operacyjnej.

Dane operacyjne za 4Q'16

Polski Bank Komórek Macierzystych podał dane operacyjne za 4Q'16 lekko poniżej naszych oczekiwań. PBKM pozyskał 4,67 tys. próbek w modelu B2C vs. 4,92 tys. nasze oczekiwania. Wzrost pozyskań w ciągu 4Q'16 wyniósł 5,3% R/R. Stąd spółka może zaraportować wyniki za 2016 r. nieznacznie niższe od naszych oczekiwań (zależy to także od wielkości środków przeznaczonych na sprzedaż i marketing). Z drugiej strony struktura sprzedaży zmieniła się nieco na korzyść modelu przedpłaconego (<60% próbek zostało pozyskanych w modelu abonamentowym), co powinno przełożyć się na poziom generowanej gotówki.

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgową**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 księgową) – 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**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**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 od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**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 świadczył, 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 27 stycznia 2017 o godzinie 13:00.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 stycznia 2017 o godzinie 13:00.

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, Opono, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., 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, Opono, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, 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, Opono, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokotów, 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, TXM S.A.

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.

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.

Zestawienie zmian rekomendacji dokonanych w Strategii inwestycyjnej znajduje się na stronie 13 niniejszego opracowania.

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.

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
AGORA

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-10-05	2016-05-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	12,90	10,65	12,94	11,45
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 900,66	46 430,16	44 294,89

ALIOR BANK

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-05-24	2016-04-15	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	61,95	55,40	70,40	60,20
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 042,23	48 285,21	44 294,89

ALUMETAL

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-08-22	2016-06-16	2016-02-03
kurs z dnia rekomendacji	63,61	54,65	49,65
WIG w dniu rekomendacji	47 536,72	44 916,52	43 563,88

AMICA

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-06-16	2016-02-03
kurs z dnia rekomendacji	186,00	167,50
WIG w dniu rekomendacji	44 916,52	43 563,88

AMREST

rekomendacja	akumuluj	kupuj	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-12-19	2016-09-16	2016-05-06	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	347,00	287,70	252,00	220,00	208,50	188,50
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	51 115,26	47 198,39	46 430,16	47 790,29	44 294,89

APATOR

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2016-11-28	2016-07-20
kurs z dnia rekomendacji	27,96	28,99
WIG w dniu rekomendacji	48 579,08	46 251,65

ARCHICOM

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-01-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	15,24	15,24
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	48 651,28

ASSECO POLAND

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2016-12-19	2016-09-26	2016-05-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	53,09	57,25	57,69	56,50
WIG w dniu rekomendacji	51 115,26	47 865,78	46 430,16	44 294,89

ATAL

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	27,77
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28

BBI DEVELOPMENT

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2017-01-10	2016-11-09
kurs z dnia rekomendacji	0,87	0,86
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	48 127,63

BORYSZEW

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2017-01-27	2016-05-19
kurs z dnia rekomendacji	11,20	5,35
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 609,83

BSC DRUKARNIA

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	33,05
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23

BUDIMEX

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-10-05	2016-08-10	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	217,00	207,00	178,40	174,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 900,66	48 260,19	44 294,15

BZ WBK

rekomendacja	redukuj	trzymaj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-08-03	2016-07-05	2016-05-06	2016-04-06	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	355,00	301,25	262,30	257,05	295,55	297,50	260,20
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 031,70	44 294,15	46 430,16	47 790,29	46 448,27	44 294,89

CAPITAL PARK

rekomendacja	kupuj	trzymaj
data wydania	2017-01-25	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	6,30	6,55
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51	47 790,29

CCC

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	redukuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-08-03	2016-07-01	2016-05-06	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	207,00	184,00	159,65	169,00	147,30	124,40
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 031,70	44 748,53	46 430,16	46 448,27	44 294,89

CD PROJEKT

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-26	2016-08-03	2016-06-02	2016-05-06	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	59,63	34,00	26,30	24,59	25,85	23,09
WIG w dniu rekomendacji	55 484,56	47 031,70	44 700,67	46 430,16	47 790,29	44 294,89

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

CEZ

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2016-12-06	2016-10-04	2016-08-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	407,00 CZK	436,00 CZK	73,03	65,00
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	47 399,32	47 031,70	44 294,89

CIECH

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2017-01-23	2016-11-16	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	69,03	62,70	60,85	80,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	53 573,28	47 579,82	44 294,89

COMARCH

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2016-12-19	2016-08-16
kurs z dnia rekomendacji	172,40	166,00
WIG w dniu rekomendacji	51 115,26	48 631,44

CYFROWY POLSAT

rekomendacja	redukuj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2016-09-13	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	24,65	24,25	21,99
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 756,18	44 294,89

DOM DEVELOPMENT

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-05-30	2016-01-28
kurs z dnia rekomendacji	64,94	54,40	49,47
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 634,55	43 236,46

ECHO

rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-01-25	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,69	6,52	5,77
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51	47 790,29	44 294,89

ELEKTROBUDOWA

rekomendacja	kupuj
data wydania	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	98,50
WIG w dniu rekomendacji	51 223,85

ELEKTROTIM

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2016-09-12	2016-08-12	2016-07-14
kurs z dnia rekomendacji	12,22	14,63	16,08
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14	48 675,96	45 017,78

ELEMENTAL

rekomendacja	przeważaj	zawieszona	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2017-01-27	2016-06-13	2016-01-08
kurs z dnia rekomendacji	3,81	3,81	3,50	4,06
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	55 560,23	45 348,20	44 195,91

ENEA

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2016-10-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	10,61	8,45	11,50
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 399,32	44 294,89

ENERGA

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	zawieszona	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-12-06	2016-10-04	2016-03-16	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	10,20	8,19	7,40	13,30	13,11	13,48
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	49 647,48	47 399,32	47 114,63	46 448,27	44 294,89

ERBUD

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	29,50	25,95	25,95
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	43 563,88	44 294,89

ERGIS

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2016-09-28	2016-05-19
kurs z dnia rekomendacji	5,75	4,33
WIG w dniu rekomendacji	47 278,65	46 609,83

ERSTE BANK

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	28,60 EUR	26,17 EUR
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

EUROCASH

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-01-27	2016-11-04	2016-10-05	2016-04-18	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	39,90	37,40	43,00	55,77	53,74
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 899,61	47 900,66	48 095,43	44 294,89

FAMUR

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	kupuj
data wydania	2016-11-30	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	4,22	2,57	1,75
WIG w dniu rekomendacji	48 199,38	47 790,29	44 294,89

FORTE

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2016-07-20	2016-05-19
kurs z dnia rekomendacji	64,97	66,94
WIG w dniu rekomendacji	46 251,65	46 609,83



Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

GETIN NOBLE BANK

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	1,68	1,38
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

GRUPA AZOTY

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-01-26	2016-08-30	2016-06-07	2016-06-02	2016-02-02	2016-01-05
kurs z dnia rekomendacji	70,41	64,79	72,00	68,20	104,00	96,30
WIG w dniu rekomendacji	55 484,56	47 427,99	45 582,80	44 700,67	44 294,89	45 356,65

GTC

rekomendacja	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-01-25	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	8,65	8,25
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51	47 900,66

HANDLOWY

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuje	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-10-05	2016-07-05	2016-06-02	2016-05-20	2016-05-06	2016-04-06	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	79,48	78,08	68,38	72,57	75,29	72,69	85,85	84,41	74,46
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 900,66	44 294,15	44 700,67	45 751,68	46 430,16	47 790,29	46 448,27	44 294,89

HERKULES

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-10-11	2016-01-11
kurs z dnia rekomendacji	3,79	3,75
WIG w dniu rekomendacji	48 027,79	43 770,51

ING BSK

rekomendacja	redukuje	sprzedaj	redukuje	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-10-05	2016-08-03	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	167,55	146,90	134,50	121,45	111,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 900,66	47 031,70	46 448,27	44 294,89

JWC

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-11-09	2016-01-28
kurs z dnia rekomendacji	4,50	4,05
WIG w dniu rekomendacji	48 127,63	43 236,46

JERONIMO MARTINS

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuje	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-12-06	2016-10-05	2016-04-18	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	15,66 EUR	14,67 EUR	16,01 EUR	14,76 EUR	13,08 EUR
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	49 647,48	47 900,66	48 095,43	44 294,89

KERNEL

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-11-15	2016-03-07	2016-01-26
kurs z dnia rekomendacji	76,75	57,70	54,90	42,80
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 539,85	46 482,03	43 202,95

KETY

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2016-07-01	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	416,80	318,90	281,75
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 748,53	44 294,89

KGHM

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	zawieszona	redukuje	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2017-01-17	2016-12-06	2016-08-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	122,05	110,00	91,84	78,20	56,26
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	53 706,41	49 647,48	47 031,70	44 294,89

KOMERCNI BANKA

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2016-11-04	2016-09-29	2016-06-02	2016-05-06	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	892,60 CZK	891,50 CZK	834,90 CZK	948,00 CZK	4 624,0 CZK	4 942,0 CZK	5 239,0 CZK
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 899,61	47 317,71	44 700,67	46 430,16	46 448,27	44 294,89

KRUK

rekomendacja	redukuje	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-08-03	2016-06-16	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	249,15	219,10	189,95	187,50	168,70
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 031,70	44 916,52	46 448,27	44 294,89

KRUSZWICA

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2016-05-19	2016-02-03
kurs z dnia rekomendacji	62,99	48,85
WIG w dniu rekomendacji	46 609,83	43 563,88

LC CORP

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2014-03-06
kurs z dnia rekomendacji	1,67
WIG w dniu rekomendacji	52 216,05

LOKUM DEWELOPER

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	13,32
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28

LOTOS

rekomendacja	redukuje	trzymaj	akumuluj
data wydania	2016-12-20	2016-04-19	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	40,40	28,09	25,63
WIG w dniu rekomendacji	51 129,31	48 195,06	44 294,89

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

LPP

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	redukuj
data wydania	2017-01-27	2016-11-04	2016-08-29	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5369,90	5615,00	4549,15	5410,50
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 899,61	47 456,36	44 294,89

LW BOGDANKA

rekomendacja	zawieszona	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2017-01-27	2016-08-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	66,99	52,00	31,33
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 031,70	44 294,89

MANGATA

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-10-26	2016-07-20
kurs z dnia rekomendacji	112,55	109,95
WIG w dniu rekomendacji	48 459,91	46 251,65

MILLENNIUM

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,93	5,20
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

MOL

rekomendacja	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2016-12-20	2016-04-19	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	20 620 HUF	16 420 HUF	220,50	198,00
WIG w dniu rekomendacji	51 129,31	48 195,06	47 790,29	44 294,89

NETIA

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-06-08	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	4,58	5,05	5,56
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 365,69	44 294,89

ORANGE POLSKA

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-11-16	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,46	5,23	6,43
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 579,82	44 294,89

OTP BANK

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2016-10-05	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	8 950,0 HUF	7 498,0 HUF	6 900,0 HUF	6 155,0 HUF
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 900,66	47 790,29	44 294,89

PA NOVA

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-09-12
kurs z dnia rekomendacji	25,89
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14

PBKM

rekomendacja	kupuj
data wydania	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	53,95
WIG w dniu rekomendacji	51 223,85

PEKAO

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2017-01-27	2016-08-03	2016-07-05	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	136,60	124,75	129,65	156,70	139,40
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 031,70	44 294,15	46 448,27	44 294,89

PFLIEDERER GROUP

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-02-03
kurs z dnia rekomendacji	23,00
WIG w dniu rekomendacji	43 563,88

PGE

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2016-10-04	2016-06-02	2016-05-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	10,18	12,35	12,95	13,55
WIG w dniu rekomendacji	47 399,32	44 700,67	46 430,16	44 294,89

PGNIG

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2016-12-20	2016-12-06	2016-07-27	2016-06-02	2016-05-06	2016-04-19	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,30	5,20	5,50	5,13	4,92	5,10	5,04
WIG w dniu rekomendacji	51 129,31	49 647,48	46 905,60	44 700,67	46 430,16	48 195,06	44 294,89

PKN ORLEN

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	redukuj	trzymaj
data wydania	2016-12-20	2016-04-19	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	87,17	71,18	64,73	61,43
WIG w dniu rekomendacji	51 129,31	48 195,06	46 448,27	44 294,89

PKO BP

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	31,62	24,84
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

POLNORD

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-01-11
kurs z dnia rekomendacji	13,40
WIG w dniu rekomendacji	43 770,51

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
POLWAX

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-13	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	16,60	15,70
WIG w dniu rekomendacji	53 650,94	44 294,89

PRIME CAR MANAGEMENT

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	34,91	35,10
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

PZU

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	35,50	32,33
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

RBT

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-12-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	21,31 EUR	17,14 EUR	11,32 EUR
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	49 647,48	44 294,89

ROBYG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-10-28	2016-01-28
kurs z dnia rekomendacji	3,00	2,93	2,83
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	48 651,28	43 236,46

RONSON

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2016-10-28	2016-08-12
kurs z dnia rekomendacji	1,34	1,54
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28	48 675,96

SKARBIEC HOLDING

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	29,10	27,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	44 294,89

STELMET

rekomendacja	akumuluj	akumuluj
data wydania	2017-01-27	2017-01-12
kurs z dnia rekomendacji	32,30	31,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	53 709,33

SYGNITY

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2013-02-05
kurs z dnia rekomendacji	16,80
WIG w dniu rekomendacji	46 556,55

SYNTHOS

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2017-01-17	2016-11-04	2016-07-05	2016-03-15	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,30	4,57	3,54	3,66	3,96
WIG w dniu rekomendacji	53 706,41	47 899,61	44 294,15	47 299,51	44 294,89

TARCZYŃSKI

rekomendacja	przeważaj	równoważ	zawieszona
data wydania	2016-05-19	2016-02-02	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	12,60	13,00	13,00
WIG w dniu rekomendacji	46 609,83	44 294,89	44 294,89

TAURON

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2016-12-06	2016-10-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	2,66	2,55	2,71
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	47 399,32	44 294,89

TORPOL

rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-09-12	2016-08-12	2016-07-14
kurs z dnia rekomendacji	10,68	10,80	9,81
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14	48 675,96	45 017,78

TRAKCJA

rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2016-09-12	2016-08-12	2016-03-08	2016-01-11
kurs z dnia rekomendacji	11,80	12,31	12,60	12,30
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14	48 675,96	46 843,48	43 770,51

ULMA

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-12-12
kurs z dnia rekomendacji	63,50
WIG w dniu rekomendacji	50 693,75

UNIBEP

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-12-06	2016-11-04	2016-09-06	2016-02-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	10,79	10,00	10,85	11,79	9,89	9,89
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	49 647,48	47 899,61	47 980,57	43 563,88	44 294,89

UNIWHEELS

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-10-19	2016-07-21	2016-04-13	2016-01-12
kurs z dnia rekomendacji	236,00	205,00	149,60	147,95	121,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 436,67	46 504,82	47 351,22	43 241,06

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

VANTAGE DEVELOPMENT

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-01-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	3,30	2,79
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	48 651,28

VISTAL

rekomendacja	równoważ	zawieszona	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2017-01-27	2016-11-25	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	9,00	9,00	9,90	8,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	55 560,23	48 824,83	44 294,89

WIRTUALNA POLSKA

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-11-18	2016-06-02	2016-01-28
kurs z dnia rekomendacji	56,60	54,00	46,00	36,37
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 910,91	44 700,67	43 236,46

WORK SERVICE

rekomendacja	zawieszona	akumuluj
data wydania	2016-12-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	10,17	11,96
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	44 294,89

ZUE

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2016-11-07	2016-09-12	2016-08-12	2016-05-11
kurs z dnia rekomendacji	8,55	8,19	8,18	8,10
WIG w dniu rekomendacji	47 610,85	47 326,14	48 675,96	46 178,72

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 Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@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